

税务师

财务与会计

教材精讲班

第四章 投资管理

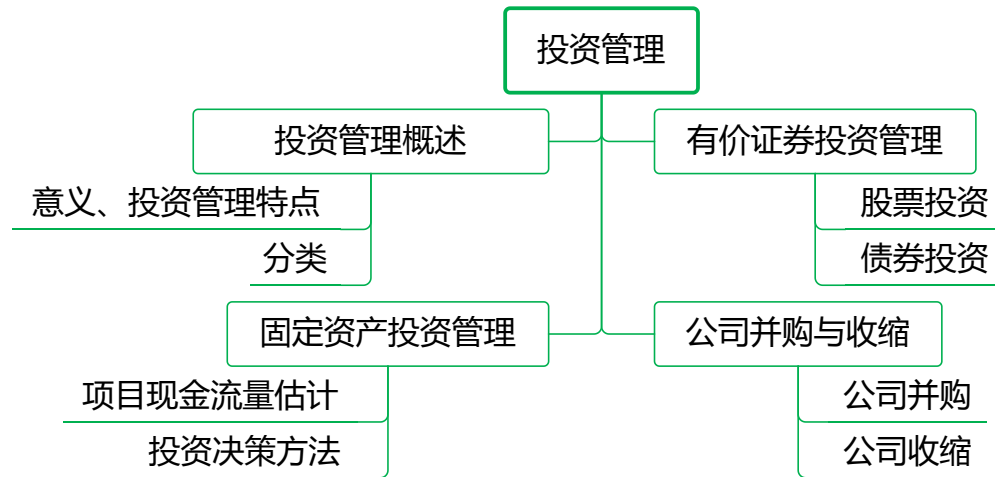
一、考情分析

本章是重点章节，平均 8 分左右，考试题型涉及单项选择题、多项选择题和计算题。

二、教材变化

1. 删除机会成本在决策中的意义
2. 将第一节节名改为投资管理概述

三、章节框架



第一节 投资管理概述

【知识点 1】投资的意义

投资是指企业把资金直接或间接投放于一定对象，以期望在未来获取收益的经济活动，它对企业具有重要意义

1. 投资是企业获得利润的前提
2. 投资是企业生存和发展的必要手段
3. 投资是企业降低风险的重要途径

【知识点 2】企业投资管理的特点

1. 属于企业的战略性决策
2. 属于企业的非程序化管理
3. 投资价值的波动性大

【知识点 3】投资的分类

分类根据	分类	内容
按投资回收期的长短	短期投资	1. 短期投资是指回收期在 1 年以内的投资 2. 主要包括现金、应收款项、存货、短期有价证券等投资
	长期投资	1. 长期投资是指回收期在 1 年以上的投资 2. 主要包括固定资产、无形资产、对外长期投资等

按投资活动资金投出的方向	对内投资	对内投资是指把资金投向企业内部，形成各项流动资产、固定资产、无形资产和其他资产的投资
	对外投资	对外投资是指把资金投向企业外部，兴建子公司、分公司或购买股票进行权益性投资和购买其他企业的债券等债权性投资
按投资活动与公司本身的生产经营活动的关系	直接投资	直接投资是把资金投放于形成生产经营能力的实体性资产，直接谋取经营利润的投资行为
	间接投资	间接投资是把资金投放于股票、债券等权益性资产上的投资行为，以获取投资收益和资本利息

第二节 固定资产投资管理

【知识点 1】投资项目的现金流量的估计

1. 现金流量是投资项目财务可行性分析的主要分析对象，净现值、内含报酬率、回收期等财务评价指标，均是以现金流量为对象进行可行性评价的。
2. 现金流量，是指在项目投资决策中与项目投资决策相关的现金流入和现金流出的数量。
3. 净现金流量是指现金流入量与现金流出量之差。

一、投资项目的现金流量的构成

1. 建设期现金流量即项目建设期开始至项目建设完成投资使用过程中发生的现金流量，主要为现金流出量
2. 包括：

- (1) 固定资产投资，即房屋和建筑物、机器设备等的购入，或建造、运输、安装成本等
- (2) 流动资产投资，即由于新增固定资产而增加的营运资金
- (3) 其他投资费用，与固定资产投资有关的其他费用，如筹建费用、职工培训费
- (4) 原有固定资产的变现收入，表现为现金流入，常见于固定资产更新投资

3. 营运资金一般在经营期的期初投入，流动资金投资额估算方法如下：

某年流动资金投资额（垫支数）=本年流动资金需用额-截至上年的流动资金投资额
=本年流动资金需用额-上年流动资金需用额

本年流动资金需用额=本年流动资产需用额-本年流动负债需用额

【教材例 4-1】B 企业拟建的生产线项目，预计投产第 1 年的流动资产需用额为 30 万元，流动负债需用额为 15 万元；预计投产第 2 年流动资产需用额为 40 万元，流动负债需用额为 20 万元。

根据上述资料，可估算该项目各项指标如下：

投产第 1 年的流动资金需用额=30-15=15（万元）

第一次流动资金投资额=15-0=15（万元）

投产第 2 年的流动资金需用额=40-20=20（万元）

第二次流动资金投资额=20-15=5（万元）

流动资金投资合计=15+5=20（万元）。

二、经营期现金流量

1. 经营期是指项目投产至项目终结的时间段
2. 经营期现金流量表现为净现金流量（NCF），等于现金流入量减去现金流出量。其计算公式为：

经营期现金净流量=销售收入-付现成本-所得税

=净利润+折旧等非付现成本

=（销售收入-付现成本）×（1-所得税税率）+折旧等非付现成本×所得税税率

【教材例 4-2】某企业计划投资购买 1 台设备，设备价值为 35 万元，使用寿命为 5 年，以直线法计提折旧，期末无残值，使用该设备每年给企业带来销售收入 38 万元，付现成本 15 万元，若企业适用的所得税税率为 25%，计算该项目经营期现金净流量。

折旧额=35/5=7（万元）；税前利润=38-15-7=16（万元）；所得税=16×25%=4（万元）

净利润=16-4=12（万元）；经营期现金净流量=38-15-4=19（万元）。

三、终结期现金流量

1. 终结期的现金流量主要是现金流入量

2. 包括

(1) 固定资产变价净收入：是指固定资产出售或报废时的出售价款或残值收入扣除清理费用后的净额

(2) 固定资产变现净损益对现金净流量的影响

固定资产变现净损益对现金净流量的影响=(账面价值-变价净收入)×所得税税率

固定资产的账面价值=固定资产原值-按照税法规定计提的累计折旧

①如果(账面价值-变价净收入)>0, 则意味着发生了变现净损失, 可以抵税, 减少现金流出, 增加现金净流量

②如果(账面价值-变价净收入)<0, 则意味着实现了变现净收益, 应该纳税, 增加现金流出, 减少现金净流量

(3) 垫支营运资金的收回

伴随着固定资产的出售或报废, 投资项目的经济寿命结束, 企业将与该项目相关的存货出售, 应收账款收回, 应付账款也随之偿付。营运资金恢复到原有水平, 项目开始垫支的营运资金在项目结束时得到回收。

【教材例 4-3】某企业 2×15 年 12 月 31 日以 20000 元价格处置 1 台闲置设备, 该设备于 2×07 年 12 月以 80000 元价格购入, 并于当期立即投入使用, 预计可使用年限为 10 年, 预计净残值率为零。按年限平均法计提折旧(均与税法规定相同)。若企业适用的所得税税率为 25%, 不考虑其他相关税费, 计算该业务对当期现金流量的影响。

年折旧额=80000/10=8000(元)

目前账面价值=80000-8000×8=16000(元)

该业务对当期现金流量的影响=20000-(20000-16000)×25%=19000(元)。

【单选题·2019 年】甲公司拟购买一台价值 40 万元的设备, 预计使用年限为 5 年, 采用年限平均法计提折旧, 预计净残值为零。该设备预计每年为公司实现销售收入 50 万元, 相应付现成本 22 万元。适用的企业所得税税率为 25%, 假设不考虑其他相关税费, 会计折旧方法与税法规定一致, 则该设备经营期每年现金净流量为()万元。

A. 28 B. 115 C. 50 D. 23

【答案】D

【解析】折旧=40/5=8(万元), 该设备经营期每年现金净流量=(50-22)×(1-25%)+8×25%=23(万元)。

【知识点 2】固定资产投资决策方法

一、非贴现法

(一) 投资回收期法

1. 投资回收期是指收回全部投资所需要的时间

2. 缩短投资回收期可以提高资金的使用效率, 降低投资风险, 因此, 投资回收期是评选投资方案的重要标准

3. 投资回收期一般不能超过固定资产使用期限的一半, 多个方案中则以投资回收期最短者为优

4. 投资回收期的计算方法

(1) 若各年的现金净流量相等:

投资回收期(年)=投资总额/年现金净流量

(2) 若各年的现金净流量不相等:

投资回收期=n+(第 n 年年末尚未收回的投资额/第 n+1 年的现金净流量)

5. 优点: 能够直观地反映原始投资的返本期限, 便于理解, 计算简便, 可以直接利用回收期之前的净现金流量信息

6. 缺点: 没有考虑资金时间价值因素和回收期满后继续发生的净现金流量, 不能正确反映不同投资方式对项目的影响

【教材例 4-4】某企业有甲、乙两个投资方案, 甲方案需要投资 4500 万元, 设备使用 6 年, 每年现金净流量为 2500 万元; 乙方案需要投资 4000 万元, 设备使用 6 年, 每年现金净流量为 1600 万元。计算甲、乙两个投资方案的投资回收期并判断选择投资方案。

甲方案的投资回收期=4500/2500=1.8(年)

乙方案的投资回收期=4000/1600=2.5(年)

从计算结果看, 甲方案的投资回收期比乙方案的投资回收期短, 所以选择甲方案。

【教材例 4-5】某企业计划投资一个项目，需要投资 10000 万元，现有甲、乙两个投资方案

甲、乙两个方案有关资料

单位：万元

使用期间（年）	甲方案 各年现金净流量	甲方案年末累积现金净流量	乙方案 各年现金净流量	乙方案年末累积现金净流量
1	6000	-4000	0	-10000
2	5000	1000	2000	-8000
3	3000	4000	6000	-2000
4	2000	6000	8000	6000

两个方案的现金流量不相等，投资回收期为：

甲方案的投资回收期=1+4000/5000=1.8（年）

乙方案的投资回收期=3+2000/8000=3.25（年）

从计算结果分析，甲方案的投资回收期比乙方案的投资回收期短，所以选择甲方案投资。

（二）投资回报率法

1. 投资回报率是年均现金净流量与投资总额的比率

2. 投资回报率的高低以相对数的形式反映投资回报水平的高低，投资回报率越高，则方案越好。通过比较各方案的投资回报率，选择投资回报率最高的方案

3. 投资回报率的计算公式为：

投资回报率=年均现金净流量/投资总额

4. 优点：计算公式简单

5. 缺点：没有考虑资金时间价值因素，不能正确反映建设期长短及投资方式等条件对项目的影响

二、贴现法

（一）净现值

1. 净现值（记作 NPV），是指一个投资项目在项目计算期内，按设定折现率或基准收益率计算的各年净现金流量现值的代数和

2. 计算方法

$$\text{净现值 (NPV)} = \sum_{t=0}^n \frac{\text{NCF}_t}{(1+r)^t}$$

NCF_t 表示第 t 年的现金净流量；n 表示项目预计使用年限；r 表示折现率

3. 净现值大于 0，说明方案的实际报酬率高于所要求的报酬率，项目具有财务可行性；净现值小于 0，说明方案的实际投资报酬率低于所要求的报酬率，项目不可行；净现值等于 0，说明方案的实际报酬率等于所要求的报酬率，不改变股东财富，没有必要采纳

4. 多个方案中，应选择净现值最大的方案

5. 优点

（1）适用性强，能基本满足项目年限相同的互斥投资方案的决策

（2）能灵活地考虑投资风险

6. 缺点

（1）所采用的折现率不易确定

（2）不适宜于对投资额差别较大的独立投资方案的比较决策

（3）净现值法有时也不能对寿命期不同的互斥投资方案进行直接决策

7. 折现率可以按以下方法确定

（1）以拟投资项目所在行业的平均收益率作为折现率

（2）如果项目风险与企业风险不一致，则采用项目本身的加权资本成本作为折现率

（3）如果项目风险与企业风险一致，则可采用企业的加权资本成本作为折现率

【教材例 4-7】某投资项目的所得税税前净现金流量：NCF0 为-1100 万元，NCF1 为 0，NCF2-10 为 200 万元，NCF11 为 300 万元。假定该投资项目的基准折现率为 10%。根据上述资料，按公式计算的该项目净现值为：
 $NPV = -1100 \times 1 + 0 \times 0.9091 + 200 \times (6.1445 - 0.9091) + 300 \times 0.3505 = 52.23$ （万元）
 该项目的净现值大于 0，方案具有财务可行性。

（二）年金净流量法

1. 年金净流量是指项目期间内全部现金净流量总额的总现值或总终值折算为等额年金的平均现金净流量

2. 计算公式：

$$\begin{aligned} \text{年金净流量} &= \text{现金净流量总现值} / \text{年金现值系数} \\ &= \text{现金净流量总终值} / \text{年金终值系数} \end{aligned}$$

3. 年金净流量指标的结果大于 0，说明每年平均的现金流入能抵补现金流出，投资项目的净现值（或净终值）大于 0，方案的报酬率大于所要求的报酬率，方案可行

4. 在两个以上寿命期不同的投资方案比较时，年金净流量越大，方案越好

5. 优点：适用于期限不同的投资方案决策

6. 缺点：不便于对原始投资额不相等的独立投资方案进行决策

【教材例 4-8】甲、乙两个投资方案，甲方案需一次性投资 10000 元，可用 8 年，残值 2000 元，每年取得净利润 3500 元；乙方案需一次性投资 10000 元，可用 5 年，无残值，第一年获利 3000 元，以后每年递增 10%。如果资本成本率为 10%，应采用哪种方案？

两项目使用年限不同，净现值是不可比的，应考虑它们的年金净流量。

甲方案每年 $NCF = 3500 + (10000 - 2000) / 8 = 4500$ （元）

乙方案各年 NCF 为：

第 1 年 $= 3000 + 10000 / 5 = 5000$ （元）

第 2 年 $= 3000 \times (1 + 10\%) + 10000 / 5 = 5300$ （元）

第 3 年 $= 3000 \times (1 + 10\%)^2 + 10000 / 5 = 5630$ （元）

第 4 年 $= 3000 \times (1 + 10\%)^3 + 10000 / 5 = 5993$ （元）

第 5 年 $= 3000 \times (1 + 10\%)^4 + 10000 / 5 = 6392.30$ （元）

甲方案净现值 $= 4500 \times 5.335 + 2000 \times 0.467 - 10000 = 14941.50$ （元）

乙方案净现值 $= 5000 \times 0.909 + 5300 \times 0.826 + 5630 \times 0.751 + 5993 \times 0.683 + 6392.3 \times 0.621 - 10000 = 11213.77$ （元）

甲方案年金净流量 $= 14941.50 / (P/A, 10\%, 8) = 2801$ （元）

乙方案年金净流量 $= 11213.77 / (P/A, 10\%, 5) = 2958$ （元）

尽管甲方案净现值大于乙方案，但它是 8 年内取得的。而乙方案年金净流量高于甲方案，如果按 8 年计算可取得 15780.93 元 (2958×5.335) 的净现值，高于甲方案。因此，乙方案优于甲方案。本例中用终值进行计算也可得出同样的结果。

（二）内含报酬率法

1. 内含报酬率又称内部收益率，是指项目投资实际可望达到的收益率

2. 从计算角度分析，内含报酬率是使投资方案净现值为 0 时的贴现率

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{NCF_t}{(1+r)^t} = 0$$

求出公式中使等式成立的 r 值，就是内含报酬率

3. 内含报酬率大于基准收益率时，投资项目具有财务可行性；内含报酬率小于基准收益率时，投资项目则不可行

4. 多方案比较中，选择内含报酬率最大的投资方案

5. 优点

（1）内含报酬率反映了投资项目可能达到的报酬率，易于被高层决策人员所理解

（2）对于独立投资方案的比较决策，如果各方案原始投资额现值不同，可以通过计算各方案的内含报酬率，反映各

独立投资方案的获利水平

6. 缺点

- (1) 计算复杂，不易直接考虑投资风险大小
- (2) 在互斥投资方案决策时，如果各方案的原始投资额现值不相等，有时无法作出正确的决策。

【教材例 4-9】某企业有一个投资项目，需要在项目起点投资 4500 万元，设备使用 10 年，每年现金净流量 1000 万元，计算该项目的内含报酬率。如果企业的资金成本为 16%，该项目是否可行？

根据内含报酬率计算公式，有： $1000 \times (P/A, r, 10) - 4500 = 0$

$$(P/A, r, 10) = 4.5$$

查年金现值系数表，得：

$$(P/A, 18\%, 10) = 4.4941$$

$$(P/A, 16\%, 10) = 4.8332$$

由于 $4.4941 < 4.5 < 4.8332$ ，采用插值法：

$$r = 17.97\%$$

该项目内含报酬率为 17.97%，高于资本成本 16%，项目可行。

(三) 现值指数法

1. 现值指数法又称获利指数法，是投资项目的未来现金净流量现值与原始投资额现值的比率

2. 计算公式

现值指数 = 未来现金净流量现值 / 原始投资额现值

3. 现值指数大于 1 的方案是可取的；否则不可取

4. 在现值指数大于 1 的诸多投资方案中，现值指数最大的方案为最优方案

5. 优点

是一个相对数指标，反映了投资效率，所以用现值指数指标来评价独立投资方案，可以克服净现值指标不便于对原始投资额现值不同的独立投资方案进行比较和评价的缺点，对方案的分析评价更加合理、客观。

【教材例 4-10】有 A、B 两个独立投资方案

净现值计算表

单位：元

项目	方案 A	方案 B
原始投资额现值	30000	3000
未来现金净流量现值	31500	4200
净现值	1500	1200

从净现值的绝对数分析，方案 A 大于方案 B，似乎应采用方案 A；但从投资额来看，方案 A 的原始投资额现值大大超过了方案 B。所以，在这种情况下，如果仅用净现值来判断方案的优劣，就难以作出正确的比较和评价。按现值指数法计算：

$$A \text{ 方案现值指数} = 31500 / 30000 = 1.05$$

$$B \text{ 方案现值指数} = 4200 / 3000 = 1.40$$

计算结果表明，方案 B 的现值指数大于方案 A，应当选择方案 B。

【2018·真题·多选题】下列关于固定资产投资决策的表述中正确的有（ ）。

- 净现值法适用性强，能基本满足项目年限相同的互斥投资方案的决策
- 净现值法适宜对投资额差别较大的独立投资方案的比较决策
- 内含报酬率法用于互斥投资方案决策时，如果各方案的原始投资额现值不相等，可能无法做出正确决策
- 年金净流量法适用于期限不同的投资方案的决策
- 投资回报率法没有考虑资金时间价值因素，不能正确反映建设期长短及投资方式等条件对项目的影响

【答案】 ACDE

【解析】 净现值法不适宜对投资额差别较大的独立投资方案的比较决策，选项 B 错误。

第三节 有价证券投资管理

【知识点 1】股票投资

一、股票投资的优缺点

优点	1. 投资收益高
	2. 能降低购买力的损失
	3. 流动性很强
	4. 能达到控制股份公司的目的
缺点	投资风险较大

二、股票的估价模型

1. 投资于股票预期获得的未来现金流量的现值，即为股票的价值，或内在价值、理论价格。
2. 股票给持有者带来未来的收益一般是以股利形式出现的，因此也可以说股利决定了股票价值。
3. 股票估价是股票投资的基础。股票的估价模型有以下四种：

模型	内容
基本模型	永久持有的普通股票的价值=各年股利的现值加总 其估价模型为： $\sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+k)^t}$ 普通股票的价值 P=预期各期股利现值合计= 其中： d_t 为预计第 t 年的股利；k 为投资者要求的报酬率
零增长模型	零增长模型是普通股票的股利增长速度为 0，即每年的股利保持不变，这种股票价值的估价模型为： $P=d_0/k$ 式中，P 表示普通股票的价值； d_0 表示上一期支付的固定股利；k 表示投资者要求的报酬率
固定增长模型	若普通股票的股利每年都增长，并且增长速度相等，这种条件下，容易得到其估价模型为： $P=d_0 \times (1+g) / (k-g) = d_1 / (k-g)$ 式中，P 表示普通股票的价值； d_0 表示上一期支付的固定股利； d_1 表示下一期预计支付的股利；g 表示股利的增长率；k 表示投资者要求的报酬率，并且 k 大于 g
阶段性增长模型	在一段时间里高速增长，在另一段时间里正常固定增长或固定不变。对于阶段性增长的股票，需要分段计算，才能确定股票的价值

【结论】股票决策原则：当股票价值高于股票市价（购买价格），可以购买。

【教材例 4-11】某公司普通股票上年每股分配股利 1.2 元，该公司每年股利的增长率为 3%，投资者要求的报酬率为 8%，则该公司的股票价值为多少元？

根据固定增长股票的估价模型，计算该公司的股票价值为：

$$P=1.2 \times (1+3\%) / (8\%-3\%) = 24.72 \text{ (元)}$$

【教材例 4-12】假定某投资人持有甲公司的股票，投资必要报酬率为 15%。预计甲公司未来 3 年股利将高速增长，增长率为 20%。在此以后转为正常增长，增长率为 12%。甲公司最近支付的股利是 2 元。现计算该公司股票的价值。

首先，计算非正常增长期的股利现值 单位：元

年份	股利 (D_t)	复利现值系数 (15%)	股利现值 (P_t)
1	2 × (1+20%) = 2.4	0.870	2.088
2	2.4 × (1+20%) = 2.88	0.756	2.177
3	2.88 × (1+20%) = 3.456	0.658	2.274
	合计 (3 年股利的现值)		6.539

其次，计算第三年年底的普通股价值：

$$P_3 = D_4 / (k-g) = D_3 \times (1+g) / (k-g) = (3.456 \times 1.12) / (15\% - 12\%) = 129.02 \text{ (元)}$$

$$\text{计算其现值} = 129.02 \times (P/F, 15\%, 3) = 129.02 \times 0.6575 = 84.831 \text{ (元)}$$

最后，计算该股票的价值 = 6.539 + 84.831 = 91.37 (元)。

【知识点 2】债券投资

一、债券投资的优缺点

优点	1. 投资收益比较稳定 2. 投资安全性好
缺点	购买债券不能达到参与和控制发行企业经营管理活动的目的

二、债券的估价模型

将在债券投资上未来收取的利息和收回的本金折为现值，即可得到债券的内在价值。影响债券价值的因素主要有债券的面值、期限、票面利率和所采用的贴现率等。

债券估值模型有以下三种：

种类	内容
一年付息一次的债券	<p>1. 特点 每年年底债券持有人都会得到当年的利息，在债券现期日收回债券的本金</p> $2. \text{ 计算公式: } P = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+k)^t} + \frac{F}{(1+k)^n}$
到期一次还本付息的债券	<p>1. 特点 在未到期之前不支付利息，当债券到期时，一次支付全部的本金和利息，一般情况下，这种债券的利息是按单利计息</p> $2. \text{ 计息公式: } P = \frac{Fx(1+nx)}{(1+k)^n}$
贴现发行债券	<p>1. 特点。在债券上没有票面利率，只有票面值的债券，在债券发行时，以低于票面值的价格发行，到期时按面值偿还，面值与发行价格的差额作为债券的利息</p> <p>2. 计算公式：P=F/(1+k)ⁿ</p> <p>式中，P 表示债券价值；F 表示债券面值；K 表示市场利率；n 表示付息期数</p>

【结论】债券的决策原则：当债券价值高于购买价格，可以购买。

【教材例 4-13】某公司投资购入一种债券，该债券的面值为 1000 元，票面利率为 8%，每年年末付息一次，期限为 10 年。若市场利率为 10%，则该债券的价值为多少元？若市场利率为 6%，则该债券的价值又为多少元？

根据债券估价模型，该债券价值分以下两种情况：

(1) 当市场利率为 10% 时：P = 80 * (P/A, 10%, 10) + 1000 * (P/F, 10%, 10) = 877.1

(2) 当市场利率为 6% 时：P = 80 * (P/A, 6%, 10) + 1000 * (P/F, 6%, 10) = 1147.2

【2013·真题·单选题】甲公司拟发行票面金额为 10000 万元，期限为 3 年的贴现债券。若市场年利率为 10%，则该债券的发行价格为（ ）万元。

- A. 7000.00 B. 7513.15 C. 8108.46 D. 8264.46

【答案】B

【解析】贴现债券是指期内不计息，到期还本的债券，债券的发行价格 = 10000 / (1+10%)³ = 7513.15 (万元)。

第四节 公司并购与收缩

【知识点 1】并购的概念

并购	合并	吸收合并	吸收合并也叫兼并，是指以主并企业法人地位存续为前提，将目标公司的产权折合为股份，连同相应的资产与负债整合到主并企业之中的资本运作方式
		新设合并	新设合并是指两个或两个以上公司合并组成一个新的统一的法人公司，被合并的各公司原有的法人地位均不复存在
	收购	非控制性收购	即参股性收购，主并企业与目标公司各自原有的法人地位继续存在
		控制性收购	取得目标公司第一大股东地位，目标公司通常作为主并企业的一个子公司，而继续保持其原有的法人地位

【知识点 2】并购动因

获取公司控制权增效	兼并收购的目的，就在于获得对企业的控制权，通过运用控制权而产生控制权增效
取得协同效应	即俗称的“1+1>2”效应：协同效应主要来源于管理协同、经营协同、多样化经营、财务协同以及市场价值低估
向市场传递公司价值低估的信息	1. 公司收到兼并收购要约这一事实可能会传递给市场这样的信息：该公司拥有迄今为止尚未被认识到的额外价值，或者企业未来的现金流量将会增长 2. 即便是一项不成功的并购，也会向市场传递目标企业随后可能会被其他企业收购的信号，从而提升股价
降低代理成本	1. 当管理者只拥有一小部分公司股份时，便会产生代理问题。这种部分的所有权可能会导致管理者的工作缺乏活力，或导致其进行额外的消费，因此在所有权极为分散的大公司中，单个所有者没有足够的动力去花费大量的资源用于监督管理者行为 2. 降低代理成本一般可以考虑两个方面的途径： (1) 组织机制方面的制度安排 (2) 市场机制方面的制度安排
管理者扩张动机	因为经理的报酬是公司规模的函数，因此具有很强烈的扩大公司规模欲望，会接受资本预期回收率很低的项目，并热衷于扩大规模。希望通过并购扩张公司，不断促使公司迅速发展，以实现其在事业上的雄心壮志

【知识点 3】被并购企业的价值评估

项目	内容
折现式价值评估模式	1. 基本估值模型 $V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+K)^t}$ 式中，V：目标公司价值；FCF：目标公司自由现金流量；K：折现率；t：期限；n：折现期 2. 并购中实际使用的是目标公司的股权价值 目标公司股权价值=V-目标公司债务价值 3. 现金流量折现模式的应用需要三个重要参数： ①现金流量②折现率③期限
非折现式价值评估模式	1. 非折现式价值评估模式包括 (1) 市盈率法 (2) 账面资产净值法 (3) 清算价值法等 2. 市盈率法下的每股价值计算公式如下： 每股价值=预计每股收益×标准市盈率 市盈率=每股价格/每股收益

<p>3. 标准市盈率</p> <p>标准市盈率的确定一般要遵循下列原则：</p> <p>(1) 以一家或多家具有相似的发展前景和风险特征的公司为参照</p> <p>(2) 考虑主并企业自身的市盈率</p> <p>(3) 以最近 10 个或 20 个交易日的市盈率进行加权平均</p> <p>4. 估值模型的应用</p> <p>(1) 选用恰当的方法，对拟并购的目标公司的价值作出合理的估价，对于指导企业搜寻与择取价位合理的目标公司并获得并购成功非常重要</p> <p>(2) 不同方法，甚至同一方法在不同人之间使用时，对目标公司的估值都会存在差异。因此，这些方法确定的目标公司的价值只是确定一个价格基准、价格上限，作为与目标公司进行价格谈判的基础</p> <p>(3) 并购价格的确定还需要考虑战略因素</p> <p>(4) 并购公司还要考虑并购后需要追加的资本支出和营运资本的资金需求，结合自身的财务资源及风险承受能力，通过与目标公司讨价还价，最终达成一致的并购成交价格</p>

【知识点 4】并购支付方式

	支付方式	内容
并购支付方式	现金支付方式	<p>优点：</p> <p>1. 是一种最简捷、最迅速的方式</p> <p>2. 最为那些现金拮据的目标公司所欢迎</p> <p>缺点：</p> <p>1. 对于大宗的并购交易，会给并购公司造成巨大的现金压力，甚至无法承受</p> <p>2. 引起并购公司的流动性问题，而如果寻求外部融资，又会受到公司融资能力限制</p> <p>3. 同时，一些国家规定，如果目标公司接受的是现金价款，必须缴纳所得税</p>
	股票对价方式	<p>优点：</p> <p>可以避免企业集团现金的大量流出，从而并购后能够保持良好的现金支付能力，减少财务风险</p> <p>缺点：</p> <p>1. 可能会稀释企业集团原有的控制权结构与每股收益水平</p> <p>2. 股票支付处理程序复杂，可能会延误并购时机，增大并购成本</p>
	杠杆收购方式	<p>1. 杠杆收购（LBO）是指集团公司通过借款的方式购买目标公司的股权，取得控制权后，再以目标公司未来创造的现金流量偿付借款。通常有两种情况：</p> <p>(1) 集团公司以目标公司的资产为抵押取得贷款购买目标公司股权</p> <p>(2) 由风险资本家或投资银行先行借给集团公司一笔“过渡性贷款”去购买目标公司的股权，取得控制权后，集团公司再安排目标公司发行债务或用目标公司未来的现金流量偿付借款</p> <p>2. 杠杆并购需要目标公司具备的条件：</p> <p>(1) 有较高而稳定的盈利历史和可预见的未来现金流量</p> <p>(2) 公司的利润与现金流量有明显的增长潜力</p> <p>(3) 具有良好抵押价值的固定资产和流动资产</p> <p>(4) 有一支富有经验和稳定的管理队伍等</p>
	卖方融资方式	<p>定义</p> <p>卖方融资是指作为并购公司的集团公司暂不向目标公司支付全额价款，而是作为对目标公司所有者的负债，承诺在未来一定时期内分期、分批支付并购价款的方式</p> <p>适用范围</p> <p>通常用于目标公司获利不佳，急于脱手的情况</p> <p>优点</p> <p>1. 可以拉近双方在并购价格认定上的差距，建立起对目标公司原所有者的奖励机制</p> <p>2. 可以使集团公司避免陷入并购前未曾预料的并购“陷阱”，而且由于减少了并购当时的现金负担，从而使企业集团在并</p>

购后能够保持正常的运转

3. 可以使集团公司获得税收递延支付的好处

【要点提示】作为一种未来债务的承诺，采用卖方融资方式的前提是：企业集团有着良好的资本结构和风险承受能力

【2018·真题·单选题】公司并购的支付方式是指并购活动中并购公司和目标公司之间的交易形式。下列不属于并购支付方式的是（ ）。

- A. 买方融资方式
- B. 杠杆收购方式
- C. 现金支付方式
- D. 股票对价方式

【答案】A

【解析】并购支付方式是指并购活动中并购公司和目标公司之间的交易形式。并购支付方式主要包括：（1）现金支付方式；（2）股票对价方式；（3）杠杆收购方式；（4）卖方融资方式。

【知识点 5】并购后的一体化整合

1. 企业并购并不是两个企业的简单合并或形式上的组合，并购后的整合是决定并购成败的关键。

2. 企业并购后的整合工作包括：

- （1）诸如更新公司名称等形式上的整合；
- （2）财务整合：财务整合是核心内容与环节之一
- （3）文化整合；
- （4）人力资本整合；
- （5）组织整合；
- （6）经营战略整合

3. 财务整合的基本内容包括：

财务管理目标；财务组织；财务管理制度；会计核算体系；资产与债务；业绩考评体系。

【知识点 6】公司收缩

一、公司收缩的含义：

企业常常通过资产剥离、公司分立、股份回购等手段，实现经营或资本收缩。公司收缩有助于界定公司最优规模，并解决好多元经营的问题。

二、公司收缩的方式

收缩方式	概念	内容
资产剥离	资产剥离指企业将其所拥有的资产、产品线、经营部门、子公司出售给第三方，以获取现金或股票，或现金与股票混合形式回报的一种商业行为	（一）分类 1. 按照剥离是否符合公司的意愿划分 （1）自愿剥离（2）非自愿或被迫剥离 2. 按照剥离业务中所出售资产的形式划分 （1）出售固定资产 （2）出售无形资产 （3）出售子公司等形式 （二）动因 1. 适应经营环境变化，调整经营战略 2. 提高管理效率 3. 提高资源利用效率 4. 弥补并购决策失误或成为并购决策的一部分 5. 获取税收或管制方面的收益 （三）优点。资产剥离的消息通常会对股票市场价值产生积极的影响
公司分立	公司分立指一个公司依照公司法有关规定，通过股东会决议分成两个或两个以上的公司	（一）分类 1. 标准式公司分立 2. 衍生式公司分立 （1）换股式公司分立（2）解散式公司分立

分拆上市	<p>1. 广义的分拆上市是指已上市公司或者尚未上市公司将其中部分业务独立出来单独上市</p> <p>2. 狭义的分拆上市指的是已上市公司将其中部分业务或者已上市母公司将其中某个子公司独立出来，另行公开招股上市</p>	<p>对子公司负面影响</p> <p>1. 分拆后的子公司的高层管理人员仍然要做一些努力以摆脱母公司的过多干预</p> <p>2. 分拆上市后，如果母公司仍然对分拆的子公司处于绝对控股地位，可能会动用子公司的现金来满足母公司的需要，如偿还债务、投资新业务等，是分拆上市中的风险之一</p>
------	---	--

【2017·多选题】 母公司将子公司分拆上市对完善公司治理结构发挥的主要功能有（ ）。

- A. 压缩公司层级结构，使子公司更灵活面对挑战
- B. 使母公司更易于动用子公司资金投资新业务
- C. 解决母公司投资不足的问题
- D. 有效激励母公司管理层的工作积极性
- E. 使子公司获得自主的融资渠道

【答案】 ACE

【解析】 分拆上市对完善公司治理结构发挥着重要功能，主要表现为以下七个方面：（1）使子公司获得自主的融资渠道；（2）有效激励子公司管理层的工作积极性；（3）解决投资不足的问题；（4）子公司利益的最大化；（5）压缩公司层阶结构，使企业更灵活面对挑战；（6）使子公司的价值真正由市场来评判；（7）反收购的考虑。所以选项 A、C、E 正确。

章节总结：

- 1. 投资分类
- 2. 投资项目现金流量估计
- 3. 固定资产投资决策方法及其应用
- 4. 股票的股价模型
- 5. 债券的股价模型
- 6. 公司并购
- 7. 公司收缩