



第三节 投资决策

【考点】固定资产投资决策（重点）

（一）现金流量估算

投资中的现金流量是指一定时间内由投资引起的各项**现金流入量、现金流出量及现金净流量**的统称。

1. 初始现金流量

初始现金流量是指**开始投资**时发生的现金流量，总体是**现金流出量**，用负数或带括号的数字表示，包括：

（1）**固定资产投资额**。包括固定资产的投入或建造成本、运输成本和安装成本等。



第三节 投资决策

(2) **流动资产投资额**。包括对原材料、在产品、产成品和现金等流动资产的投资。

(3) **其他投资费用**。指与长期投资有关的职工培训费、谈判费、注册费用等。

(4) **原有固定资产的变价收入**。指固定资产更新时原有固定资产变卖所得的现金收入。

计算公式：**初始现金流量**= (1) + (2) + (3) - (4)



第三节 投资决策

2. 营业现金流量

营业现金流量是指投资项目投入使用后，在其寿命周期内由于生产经营所带来的现金流入和流出。则计算公式为：

每年净营业现金流量（NCF）=每年营业收入-付现成本-所得税=净利润+折旧

【补充公式】直线法折旧=（固定资产原始价值-固定资产残值）÷使用年限



第三节 投资决策

3. 终结现金流量

终结现金流量是指投资项目完结时所发生的现金流量，包括：①固定资产的残值收入或变价收入 ②原来垫支在各种流动资产上的资金收回③停止使用的土地的变价收入等。

估算投资方案的现金流量应遵循的基本原则是：只有增量现金流量才是与项目相关的现金流量。



第三节 投资决策

（二）财务可行性评价指标（重点）

财务可行性评价指标可分为非贴现现金流量指标和贴现现金流量指标。

1. 非贴现现金流量指标

非贴现现金流量指标是指不考虑资金时间价值的指标，一般包括投资回收期（静态）和平均报酬率。

（1）**投资回收期（静态）**。指回收初始投资所需要的时间，一般以年为单位。计算方法：

①如果每年的营业净现金流量（NCF）相等，则公式为：

$$\text{投资回收期} = \frac{\text{原始投资额}}{\text{每年 NCF}}$$



第三节 投资决策

②如果每年的营业净现金流量（NCF）不相等，则计算投资回收期要根据每年年末尚未回收的投资额加以确定。投资回收期法特点如下：

优点	概念容易理解，计算简便
缺点	没有考虑资金的时间价值；没有考虑回收期满后的现金流量状况。



第三节 投资决策

(2) 平均报酬率 (ARR)。指投资项目寿命周期内平均的年投资报酬率。公式为：
$$\text{平均报酬率} = \frac{\text{平均年现金流量}}{\text{初始投资额}} \times 100\%$$

平均报酬率法特点如下表所示

平均 报酬 率	规则	只有高于必要报酬率的方案才可选；而在多个方案的互斥选择中，则选用平均报酬率最高的方案。
	优点	简明，易懂，易算
	缺点	没有考虑资金的时间价值



第三节 投资决策

2. 贴现现金流量指标

贴现现金流量指标是指考虑了货币时间价值的指标，包括净现值、内部报酬率和获利指数等。

(1) **净现值**。净现值指投资项目投入使用后的净现金流量，按资本成本率或企业要求达到的报酬率折算为现值，加总后减去初始投资以后的余额。计算公式为：

$$NPV = \text{未来报酬总现值} - \text{初始投资} = \sum_{t=1}^n \frac{NFC_t}{(1+k)^t} - C$$



第三节 投资决策

式中：NPV为净现值； NFC_t 为第 t 年的净现金流量； k 为贴现率（资本成本率或企业要求的报酬率）； n 为项目预计使用年限； C 为初始投资额。

净现值的另一种计算方法：即净现值是从投资开始至项目寿命终结时所有一切现金流量（包括现金流入和现金流出）的现值之和。计算公式为：
$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CFAT_t}{(1+k)^t}$$

式中： n 为开始投资至项目寿命终结时的年数； $CFAT_t$ 为第 t 年的现金流量； k 为贴现率（资本成本率或企业要求的报酬率）。



第三节 投资决策

净现值的决策规则：在只有一个备选方案的采纳与否决策中，**净现值为正则采纳**；在有多个备选方案的互斥选择决策中，在可选方案中选择净现值最大的方案。

净现值法**特点**如下表所示：

净现值法	优点	考虑了资金的时间价值，能反应各种投资方案的净收益
	缺点	不能揭示各方案本身可能达到的实际报酬率水平。



第三节 投资决策

(2) 内部报酬率 (IRR)。内部报酬率是指使投资项目的净现值等于零的贴现率。内部报酬率反映投资项目的真实报酬

率。计算公式为：
$$\sum_{t=1}^n \frac{NFC_t}{(1+r)^t} - C = 0$$

式中： NFC_t 为第t年的净现金流量；r为内部报酬率；n为项目使用年限；C为初始投资额。

① 内部报酬率的决策规则。在只有一个备选方案的采纳与否决策中，如果计算出的内部报酬率大于或等于企业的资本成本率或必要报酬率，则采纳该方案；在有多个互斥方案中，选择内部报酬率超过资本成本率或必要报酬率最大的投资项目。

。



第三节 投资决策

②内部报酬率法的优缺点，如下表所示。

内部报酬率法	优点	考虑了货币时间价值，反映了投资项目的真实报酬率，容易理解
	缺点	计算方法比较复杂，特别是每年的 NCF不相等时，一般要经过多次测算才能求得



第三节 投资决策

(3) 获利指数。又称利润指数 (PI)，是指投资项目未来报酬的总现值与初始投资额的现值之比。其优点在于考虑了货币时间价值，能够真实地反映投资项目的盈亏程度。

由于获利指数是用相对数表示，所以，有利于在初始投资额不同的投资方案之间进行对比。计算公式如下：

获利指数法的决策规则：在只有一个备选方案的采纳与否决策中，获利指数大于或等于1 则采纳该方案；在有多个互斥方案时，选择获利指数最大的投资项目。



第三节 投资决策

【注意】在进行投资决策时，主要根据的是贴现指标。在互斥选择决策中，使用三个贴现指标选择结论不一致时，在资本无限量的情况下，以净现值为选择标准。



第三节 投资决策

(三) 项目风险的衡量与处理方法

项目风险的衡量和处理一般使用调整现金流量法和调整折现率法。

1.调整现金流量法。是把不确定的现金流量调整为确定的现金流量，然后用无风险报酬率作为折现率计算净现值。计算

公式为：
$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{\text{第 } t \text{ 年现金流量的肯定当量系数} \times CFAT_t}{(1 + \text{无风险报酬率})^t}$$

式中，NPV为净现值； $CFAT_t$ 为第t年的现金流量。

【注意】肯定当量系数是指不确定的1元现金流量相当于使投资者肯定满意的金额系数，数值在0~1之间，越远期的现金流量，肯定当量系数越小。



第三节 投资决策

(2) 调整折现率法。基本思路是对高风险的项目采用较高的折现率计算净现值。计算公式为：

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CFAT_t}{(1 + \text{无风险报酬率})^t}$$

【考点】长期股权投资决策（略）



第四节 并购重组

【考点】并购重组动因（了解）

(1) **客观动因**。指从企业发展本身出发考虑的动因。

(2) **主观动因**。指企业所有者，管理者和目标公司管理者从各自利益出发考虑的动因。

【考点】并购重组方式及效应

（一）收购与兼并

1. 企业收购与企业兼并的含义

收购与兼并是企业实施加速扩张战略的主要形式，二者统称为并购。



第四节 并购重组

①企业收购指一个企业用现金、有价证券等方式购买另一家企业的资产或股权，以**获得对该企业控制权**的一种经济行为。
(原有两家公司仍然存在)

②企业兼并指一个企业购买其他企业的产权，并使**其他企业失去法人资格**的一种经济行为。狭义兼并也称吸收合并，吸收合并和新设合并统称为合并。一个公司吸收其他公司为吸收合并，**被吸收的公司解散**。两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并，**合并各方解散**。



第四节 并购重组

2. 企业并购的类型（熟悉）

（1）按双方的业务性质来划分，分为纵向并购、横向并购、混合并购。

①纵向并购：处于同类产品且不同产销阶段的两个或多个企业所进行的并购。

②横向并购：处于同一行业的两个或多个企业所进行的并购。

③混合并购：处于不相关行业的企业所进行的并购。



第四节 并购重组

(2) 按并购双方是否友好协商来划分，分为善意并购和敌意并购。

①善意并购：并购企业与被并购企业双方通过友好协商来确定相关事宜的并购。

②敌意并购：在友好协商遭到拒绝时，并购企业不顾被并购企业的意愿而采取非协商性并购的手段，强行并购被并购企业的并购。



第四节 并购重组

(3) 按照并购的支付方式来划分，分为承担债务式并购、现金购买式并购、股权交易式并购。

①**承担债务式并购**：即在被并购企业资不抵债或资产与债务相等的情况下，并购企业以**承担被并购企业全部或部分债务**为条件，取得被并购企业的资产所有权和经营权。采用这种并购方式，可以减少并购企业在并购中的现金支出，但有可能影响并购企业的资本结构。



第四节 并购重组

②**现金购买式并购**：并购企业用**现金购买**被并购企业的资产或股权（股票）。采用这种并购方式，将会加大并购企业在并购中的现金支出，但**不会稀释**并购企业大股东股权。

③**股权交易式并购**：并购企业用其**股权**换取被并购企业的股权或资产。

采用股权交易式并购虽然可以减少并购企业的现金支出，但会**稀释**并购企业的大股东股权。此外，上市公司可以向特定对象发行可转换为股票的公司债券、定向权证用于购买资产或者与其他公司合并。



第四节 并购重组

(4) 按照是否利用被并购企业本身资产来支付并购资金划分，分为杠杆并购、非杠杆并购。

①杠杆并购：并购企业利用被并购企业资产的经营收入，来支付并购价款或作为此种支付的担保的并购方式。

②非杠杆并购：并购企业不用被并购企业自有资金及营运所得来支付或担保支付并购价格的并购方式。



第四节 并购重组

(5) 按照并购的实现方式划分，分为协议并购、要约并购、二级市场并购。

①协议并购：指买卖双方经过一系列谈判后达成共识，通过签署股权转让、受让协议实现并购的方式。

②要约并购：买方向目标公司的股东就收购股票的数量、价格、期限、支付方式等发布公开要约，以实现并购目标公司的并购方式。

③二级市场并购：指买方通过股票二级市场并购目标公司的股权，从而实现并购目标公司的并购方式。



第四节 并购重组

3. 并购效应（重点）

（1）实现协同效应，包括管理协同、经营协同和财务协同。

（2）实现战略重组，开展多元化经营。

（3）获得特殊资产和渠道，比如土地，优秀管理队伍，优秀研究人员或专门人才以及专有技术、商标和品牌等无形资产，国外市场和技术。

（4）降低代理成本。代理成本包括：契约成本、监督成本 and 剩余损失。



第四节 并购重组

（二）分立与分拆

1、分立与分拆的概念

（1）分立。分立是指一家公司依照法律规定、行政命令或公司自行决策，分解为两家或两家以上的相互独立的新公司。

公司分立有存续分立和解散分立两种方式。

①存续分立也称派生分立，是指一个公司分离成两个以上公司，本公司继续存在并设立一个以上新的公司。

②解散分立也称新设分立，是指一个公司分成两个以上公司，本公司解散并设立两个以上新的公司。



第四节 并购重组

(2) 分拆。分拆是指将公司的一部分设立为一个独立的新公司，原公司会持有新公司的部分股票，这一新设的分拆公司公开发行新股并上市就称分拆上市。我国很多上市公司是分拆上市的。

2. 分立的动机

- (1) 适应战略调整。
- (2) 减轻负担。
- (3) 筹集资金。
- (4) 清晰主业。
- (5) 化解内部竞争性冲突。



第四节 并购重组

(三) 资产注入与资产置换

(1) 资产注入。指交易双方中的一方将公司账面上的资产，可以是流动资产、固定资产、无形资产、股权中的某一项或某几项，按评估价或协议价注入对方公司。如果对方支付现金，则意味着资产注入方的资产变现；如果对方出让股权，则意味着资产注入方以资产出资进行投资或并购。



第四节 并购重组

(2) 资产置换。指交易双方（有时可由多方）按照某种约定价格（如谈判价格，评估价格等）在某一时期内相互交换资产的交易。资产置换的双方均出资产，通常意味着业务的互换。资产置换意味着集团内部战略目标、业务结构、资产结构及各公司战略地位的调整。



第四节 并购重组

（四）债转股与以股抵债

1. 债转股

债转股是指公司债权人将其对公司享有的合法债权转为出资（认购股份），增加公司注册资本的行为。债转股的积极效应体现在：①能够使被投资公司降低债务负担。②使债权人获得通过债务企业上市、股权交易或股票回购方式收回全部投资的机会。



第四节 并购重组

2. 以股抵债

以股抵债是指债务人以其持有的**股权抵偿其所欠债务**的行为。

以股抵债的积极效应体现在：①**有效提升**债权公司的资产质量。②**使**每股收益和净资产收益率水平**提高**。



第四节 并购重组

【考点】企业价值评估

价值评估是指买卖双方对标的（企业或股权或资产）做出的价值判断。价值评估的方法主要有：

（一）收益法

收益法是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。收益方法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。

（1）股利折现法。

（2）现金流量折现法。通常包括企业自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型。其基本模型为：
$$= \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+i)^t}$$



第四节 并购重组

（二）市盈率法

市盈率是某种股票普通股每股市价（或市值）与每股盈利（或净利润总额）的比率。市盈率法不适用于周期性较强的行业。

目标企业的价值=企业净利润总额×标准市盈率

（三）市净率法

市净率是每股市价与每股净资产的比率。

目标企业的价值=企业净资产总值×标准市净率



第四节 并购重组

（四）市盈率相对盈利增长比率法

市盈率相对盈利增长比率（PEG），是用公司的市盈率除以公司未来3年或5年的每股收益复合增长率。

①当PEG等于1时，表明市场赋予这只股票的估值可以充分反映其未来业绩的成长性。

②当PEG大于或小于1时，则说明这只股票的价值可能被高估或低估，或市场认为这家公司的业绩成长性会高于或低于市场的预期。



第四节 并购重组

（五）市销率估值法

市销率也称价格营收比，是股票市值与销售收入（营业收入）的比率。

目标企业的价值=销售收入（营业收入）×标准市销率

谢谢 观看
THANK YOU