

第三节

投资决策

【本节知识点】

【知识点】固定资产投资决策

【知识点】长期股权投资决策

【知识点】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。

通常按项目期间将现金流量分为：

- 1. 初始现金流量
- 2. 营业现金流量
- 3. 终结现金流量
- 1. 初始现金流量

定义	开始投资 时发生的现金流量
内容	(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。 (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 ； (4) 原有固定资产的变价收入
计算	初始现金流量 =（1）+（2）+（3）-（4）

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：

①**每年净营业现金流量**=每年营业收入-付现成本-所得税

②**每年净营业现金流量**=净利润+折旧

其中**付现成本**指当期支付现金的成本，包括固定成本与变动成本，不包括折旧。

【补充公式】

①直线法折旧下固定资产年折旧额=（固定资产原始价值-固定资产残值）÷使用年限

②净利润=利润总额-所得税税额=利润总额×（1-所得税税率）

③利润总额 =营业收入- 成本= 营业收入-（付现成本 + 非付现成本）

= 营业收入 -（付现成本 + 折旧）

= 营业收入 -（固定成本 + 变动成本 + 折旧）

假设非付现成本仅为折旧

3. 终结现金流量

定义	投资项目完结时所发生的现金流量
内容	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	

（二）财务可行性评价指标（重点）

1. 非贴现现金流量指标（不考虑资金时间价值）

投资回收期 (静态)	①如果每年的营业净现金流量（NCF）相等，则公式为：投资回收期=原始投资额/每年 NCF
	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
	注：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
平均报酬率 (ARR)	平均报酬率=平均年现金流量/初始投资额×100% 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

2. 贴现现金流量指标（考虑资金时间价值）

	(1) 净现值	(2) 内部报酬率 (IRR)	(3) 获利指数
公式	$NPV = \text{未来报酬总现值} - \text{初始投资}$ $= \sum_{t=1}^n \frac{NFC_t}{(1+k)^t} - C$	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。 $\sum_{t=1}^n \frac{NFC_t}{(1+r)^t} - C = 0$	投资项目未来报酬的总现值与初始投资额的现值之比 $PI = \frac{\text{未来报酬的总现值}}{\text{初始投资额}}$
决策规则	①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； ②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	①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； ②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	①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； ②在有多个互斥方案时，选择获利指数最大的投资项目
优点	考虑了资金的时间价值，能反映各种投资方案的净收益	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	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
缺点	不能揭示各方案本身可能达到的实际报酬率水平	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	——

【注】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。

(三) 项目风险的衡量与处理方法

调整现金流量法	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 $NPV = \sum_{t=0}^n \frac{\text{第}t\text{年现金流量的肯定当量系数} \times CFAT_t}{(1 + \text{无风险报酬率})^t}$ 【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
调整折现率法	对高风险的项目采用较高的折现率计算净现值 $NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CFAT_t}{(1 + \text{无风险报酬率})^t}$

【知识点】长期股权投资决策（了解）

(一) 长期股权投资概述

长期股权投资是指以股东名义将资产投资于被投资单位并取得相应的股份，按所持股份比例享有被投资单位

的权益以及承担相应的风险。

长期股权投资是一种交换行为，是企业将资产让渡给被投资单位所获得的另一项资产，企业所取得的是伴随表决权甚至控制权的资产（股权）。

（二）长期股权投资的风险及控制

类型	具体内容
投资决策风险	①违反国家法律法规风险、未经审批或超越授权审批风险、被投资单位所处行业和环境的风险及其本身的技术和市场风险 ②投资项目的尽职调查及可行性论证风险 ③决策程序不完善和程序执行不严格的风险等
投资运营管理风险	①股东选择风险、公司治理结构风险、投资协议风险、道德风险 ②被投资企业存在的经营风险和财务风险 ③项目小组和外派人员风险 ④信息披露风险
投资清理风险	退出风险和投资退出时机与方式选择的风险等

第四节
并购重组

【本节知识点】

【知识点】并购重组动因

【知识点】并购重组方式及效应

【知识点】企业价值评估

【知识点】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。

【知识点】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

①企业收购		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	定义	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
	吸收合并（狭义兼并）	一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散
	新设合并	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

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。

（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。

（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。

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。

（4）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。

3. 并购效应与分立、分拆效应（重点）

并购效应	分立与分拆效应
（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、监督成本和剩余损失	（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

（二）分立与分拆

分立	含义	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	
	类型	存续分立	① 存续分立也称派生分立 ，是指一个公司将其部分资产分离出去，成立一个或多个新的公司，原公司继续存在的一种公司分立方式
		解散分立	② 解散分立也称新设分立 ，是指一个公司将其全部资产分别归入两个或两个以上新设立的公司，原公司解散； 丧失法人资格的一种公司分立方式
分拆	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人股并上市就称分拆上市		

（三）资产注入与资产置换

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 对方公司接受资产的支付方式： 现金、股权
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

（四）债转股与以股抵债

债转股	定义	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
	积极效应	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
以股抵债	定义	债务人以其持有的 股权抵偿其所欠债务 的行为
	积极效应	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

【知识点】企业价值评估

收益法	将 预期收益资本化或折现 ，确定评估对象价值的评估方法（1） 股利折现法 （2） 现金流量折现法 （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）
市盈率法	市盈率=普通股 每股市价 （或市值）÷ 每股盈利 （或净利润总额） 目标企业的价值=企业净利润总额×标准市盈率
市净率法	市净率= 每股市价 ÷ 每股净资产 目标企业的价值=企业净资产总值×标准市净率
市盈率相对盈利增长比率法	市盈率相对盈利增长比率（PEG），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

收益法	将预期收益资本化或折现，确定评估对象价值的评估方法（1）股利折现法（2）现金流量折现法 （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）
市销率估值法	市销率=股票市值÷销售收入（营业收入） 目标企业的价值=销售收入（营业收入）×标准市销率