

习题解析

第一章

一、单项选择题

1. A 2. C 3. D 4. D 5. D 6. B 7. C 8. B 9. D 10. C

二、多项选择题

1. CD 2. ABC 3. ABCD 4. AD 5. BC 6. AD
7. CD 8. BD 9. BC 10. ACD

三、简答题

1.【解析】 股东财富最大化目标相比利润最大化目标具有四方面的优点:考虑现金流量的时间价值和风险因素、克服追求利润的短期行为、股东财富反映了资本与收益之间的关系、防止高管进行“创造性记账”;股东财富最大化是以保证其他利益相关者利益为前提的;股东是企业的所有者,如果企业无法为股东创造财富,那么股东就有可能撤资。

2.【解析】 有利影响:有利于企业治理的完善与企业规模的扩大,但被聘用者必须拥有足够的能力、职业素养、知识以及相关的经验。

不利影响:产生代理问题,可讨论该背景下代理问题的主要冲突,如代理人与委托人的权力冲突等。

3.【解析】 利益相关者的利益与股东利益在本质上是是一致的,当企业满足股东财富最大化的同时,也会增加企业的整体财富,其他相关者的利益会得到更有效的满足;股东的财务要求权是“剩余要求权”,是在其他利益相关者利益得到满足之后的剩余权益。

对股东财富最大化需要进行一定的约束;提升企业的社会责任;引入综合报告等。

4.【解析】 矩阵结构。因为矩阵结构修正了直线结构的缺点,在直线结构的基础上再加以横向结构从而联结成了矩阵结构,而加以的横向结构是以项目为划分的横向领导结构。这种结构是根据项目组织的,任务清楚、目的明确,因此适合 C 企业主营业务的复杂性以及项目的大量性。而且,矩阵结构通过减少领导层级,使得信息的传递更加快捷,使得项目决策更灵活。此外矩阵结构赋予从各方面抽调来的人员信任感以及荣誉感,激发了他们的工作热情。

其他能够提升企业整体效率的结构都可讨论,言之有理即可。

5.【解析】 解决代理问题的两个关键点是代理人与委托人利益的相连以及持续不断的监管。

利益的相连主要表现为激励,其主要包括:经济价值增量薪酬政策、股权激励、高管股票期权计划(ESOPs)。监管的方式有多种,分别为外部审计、独立非执行董事、董事会下属委员会等。

第二章

一、单项选择题

1. A 2. D 3. A 4. D 5. C 6. A 7. B 8. A 9. B 10. C

二、多项选择题

1. ACD
2. AC
3. ABCD
4. BCD
5. ABCD
6. ABCD
7. ABD
8. ABC
9. ACD
10. BD

三、计算分析题

- 1.【解析】 81.28%、1.17、0.35、29.25%、14.15%
- 2.【解析】 总差异:2 534.84-2 929.34=-394.50(万元)
2 929.34=24.62×11.78×10.10
第一次替代:26.20×11.78×10.10=3 117.22
第二次替代:26.20×10.81×10.10=2 860.54
第三次替代:26.20×10.81×8.95=2 534.84
A 变化对 F 的影响:3 117.22-2 929.34=187.88
B 变化对 F 的影响:2 860.54-3 117.22=-256.68
C 变化对 F 的影响:2 534.84-2 860.54=-325.70
总变动的影响:187.88-256.68-325.70=-394.50
- 3.【解析】

(1)

单位:万元

项 目	2020 年	2019 年
营业收入	3 720	4 250
净利润	256	344
总资产平均余额	2 500	2 320
净资产平均余额	1 042	1 110
销售净利率(1)	6.88%	8.09%
总资产周转次数(2)	1.49	1.83
权益乘数(3)	2.40	2.09
权益净利率=(1)×(2)×(3)	24.60%	30.94%

(2)A 公司 2020 年权益净利率相比于 2019 年减少了 6.34%,A 公司 2019 年权益净利率=8.09%×1.83×2.09=30.94%,下面利用因素分析法进行逐个分解因素的分析。

- 替换销售净利率:6.88%×1.83×2.09=26.31%
- 替换总资产周转次数:6.88%×1.49×2.09=21.43%
- 替换权益乘数:6.88%×1.49×2.40=24.60%
- 销售净利率减少对权益净利率的影响:26.31%-30.94%=-4.63%
- 总资产周转次数降低对权益净利率的影响:21.43%-26.31%=-4.88%
- 权益乘数升高对权益净利率的影响:24.60%-21.43%=3.17%
- 总影响=-4.63%-4.88%+3.17%=6.34%

四、简答题

1.【解析】 财务分析是指利用财务报表及其他有关资料,运用科学方法对企业财务状况和经营成果进行比较和评价,以利于企业经营者、投资者、债权人及国家财税机关掌握企业财务活动状况和进行经营决策的一项管理工作。其基本要素主要有:第一,财务分析的主体,即对企业财务报表进行分析的机构和人员。第

二,财务分析的依据,主要是企业编制的财务报表。第三,财务分析的方法,即对财务报表提供的信息进行比较和评价,并拟定对策的方法。第四,财务分析的客体,即财务评价的对象。第五,财务分析的目的,即进行财务分析的最终目标。

开展财务分析具有重要意义:(1)有利于企业经营管理者进行经营决策和改善经营管理;(2)有利于投资者作出投资决策和债权人制定信用政策;(3)有利于国家财税机关等政府部门加强税收征管工作和正确进行宏观调控。

2.【解析】 长期资本负债率,因为流动资产与流动负债的金额经常发生变动,而长期资产与长期负债则相对稳定,因此长期资本负债率也相对稳定,但是这个指标并不是越小越好。

根据公式,资产负债率=负债总额÷资产总额×100%,如果要指标相对较小,则应减少长期负债总额而增加资产总额,即增加股本总额。从公司的角度来说,长期负债的减少确实能减轻公司支付利息的压力,但同时增加的股本也意味着支付股利的增加。理论上来说股东要求的回报会高于债权人要求的回报,因为股东面临的风险往往要比债权人高,所以股利的增加要大于利息的减少,最后公司面临的支付压力不减反增。

以股本的增加作为公司长期总资本的增加往往要求公司在原有数量上发行新股,而股票的过多发行会使原有股东对公司的控制权稀释而引起股东的不满。综上所述,长期资本负债率指标并不是越低越好。

3.【解析】 杜邦分析体系是以权益净利率为核心,将它分解成总资产净利率与权益乘数的乘积。在此基础上,将总资产净利率分解成销售净利率和总资产周转率相乘。总资产净利率反映的是企业的经营战略及获利能力,营业净利率反映了利润率,总资产周转率反映了资产的周转效率。LV公司是奢侈品品牌,瞄准的是优质的细分客户群,提高产品质量同时提高价格,相较沃尔玛从其总资产周转率较低,但销售净利率较高;沃尔玛是国际大型连锁超市,相较LV,其客户群体更大,销售净利率很低,低盈利高周转。

五、案例分析题

【解析】

项 目	2020 年	2019 年
流动比率	2.29	2.39
速动比率	1.65	1.72
资产负债率	68%	66.67%
长期资本负债率	53.85%	52.97%
利息保障倍数	10.58	12.32
毛利率	27.08%	25.70%
销售净利率	9.78%	7.78
权益净利率	36.53%	27.20%
应收账款周转次数	2.92	
存货周转次数	4.54	
总资产周转次数	1.22	

第三章

一、单项选择题

1. C 2. C 3. D 4. C 5. B 6. D 7. A 8. C 9. D 10. B

二、多项选择题

1. ABCD 2. ABCD 3. BC 4. ABC 5. AD 6. ABD
7. AB 8. AC 9. ABD 10. ABC

三、计算分析题

1.【解析】 $V = 1\,000 \times 10\% \times (P/A, 6\%, 5) + 1\,000 \times (P/F, 6\%, 5) = 100 \times 4.212\,4 + 1\,000 \times 0.747\,3 = 1\,168.54$ (元)

设到期收益率为 r_d

当 $r_d = 5\%$, $1\,000 \times 10\% \times (P/A, 5\%, 5) + 1\,000 \times (P/F, 5\%, 5) = 100 \times 4.329\,5 + 1\,000 \times 0.783\,5 = 1\,216.45$ (元)

$$\frac{r_d - 5\%}{6\% - 5\%} = \frac{1\,190 - 1\,216.45}{1\,168.54 - 1\,216.45}$$

解得 $r_d = 5.55\%$

此时,债券的价值小于其市价,且到期收益率小于投资者要求的必要报酬率,所以不应该进行购买。

2.【解析】 $R_{\text{必要报酬率}} = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) = 5\% + 3 \times (10\% - 5\%) = 20\%$

$$V = \frac{D_0 \times (1+g)}{R-g} + D_0 = \frac{1.5 \times (1+6\%)}{20\% - 6\%} + 1.5 = 12.86$$
 (元)

此时市价大于股票的内在价值,所以不值得购买。

3.【解析】 $D_1 = 2 \times (1+15\%) = 2.3$ (元)

$$D_2 = 2 \times (1+15\%)^2 = 2.65$$
 (元)

$$D_3 = 2 \times (1+15\%)^2 \times (1+10\%) = 2.92$$
 (元)

$$V = 2.3 \times (P/F, 12\%, 1) + 2.65 \times (P/F, 12\%, 2) + 2.92 \times (P/F, 12\%, 3) + \frac{2.92 \times (1+8\%)}{12\% - 8\%} \times (P/F, 12\%, 3) = 62.36$$
 (元)

4.【解析】

(1)

A 股票的期望收益率 $= (5\% + 10\% + 8\% + 9\%) \div 4 = 8\%$

B 股票的期望收益率 $= (6\% + 13\% + 10\% + 7\%) \div 4 = 9\%$

(2)

$$\text{A 股票的标准差} = \sqrt{\frac{(5\% - 8\%)^2 + (10\% - 8\%)^2 + (8\% - 8\%)^2 + (9\% - 8\%)^2}{3}} = 2.16\%$$

$$\text{B 股票的标准差} = \sqrt{\frac{(6\% - 9\%)^2 + (13\% - 9\%)^2 + (10\% - 9\%)^2 + (7\% - 9\%)^2}{3}} = 3.16\%$$

(3)

A 股票变异系数 $= 2.16\% \div 8\% = 0.27$

B 股票变异系数 $= 3.16\% \div 9\% = 0.35$

(4)

组合期望收益率 $= 8\% \times 60\% + 9\% \times 40\% = 8.4\%$

$$\text{组合标准差} = \sqrt{W_A^2 \cdot \sigma_A^2 + W_B^2 \cdot \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB}}$$

$$= \sqrt{60\%^2 \times 2.16\%^2 + 40\%^2 \times 3.16\%^2 + 2 \times 60\% \times 40\% \times 2.16\% \times 3.16\% \times 0.4} = 2.14\%$$

5.【解析】

(1)

甲债券当前价格 $= 1\,000 \times (P/F, 10\%, 5) = 620.9$ (元)

乙债券当前价格 $= 100 \times (P/A, 10\%, 5) + 1\,000 \times (P/F, 10\%, 5) = 1\,000$ (元)

丙债券当前价格 $= 120 \times (P/A, 10\%, 5) + 1\,000 \times (P/F, 10\%, 5) = 1\,075.80$ (元)

(2)

甲债券一年后的价格 $= 1\,000 \times (P/F, 10\%, 4) = 683$ (元)

乙债券一年后的价格 $= 100 \times (P/A, 10\%, 4) + 1\,000 \times (P/F, 10\%, 4) = 1\,000$ (元)

丙债券一年后的价格 $= 120 \times (P/A, 10\%, 4) + 1\,000 \times (P/F, 10\%, 4) = 1\,063.39$ (元)

(3)

投资于甲债券的税后收益率 $= \frac{(683 - 620.9) \times (1 - 20\%)}{620.9} = 8\%$

投资于乙债券的税后收益率 $= \frac{100 \times (1 - 30\%) + (1\,000 - 1\,000) \times (1 - 20\%)}{1\,000} = 7\%$

投资于丙债券的税后收益率 $= \frac{120 \times (1 - 30\%) + (1\,063.39 - 1\,075.80) \times (1 - 20\%)}{1\,075.80} = 6.89\%$

四、简答题

1.【解析】 风险是在一定时期和一定条件下实际收益与预期期望收益水平产生偏离的程度,即对于未来收益的不确定性。其不仅仅包括了负面效应的不确定性,同时也包含了正面效应的不确定性,俗称危险与机会并存。风险具有不确定性、动态性、偶然性、可知性、客观性、相对性、普遍性。站在危险与机遇角度上说明即可。

2.【解析】 货币的时间价值是指货币经历一段时间的投资和再投资后所增加的价值。在财务管理中,通常对于长于一年的投资、筹资行为中我们经常会考虑货币时间价值问题来考虑该项决策行为是否正确,因为企业进行投资决策时会考虑时间成本,若投资并没有为我们带来预期的最低增量收益,则该项投资对于我们而言失去投资的必要性。可以站在股票投资等方面展开。

3.【解析】 风险厌恶投资者是不喜欢风险的,当他们对于具有相同预期收益率的不同投资组合时,他们更偏好于选择风险最低的投资项目,从而获取与预期收益率偏离较小的报酬率。但是这并不意味着他们不会选择风险较高的项目,一般而言风险厌恶投资者对于高风险项目要求比风险偏好者更高的收益率才会对风险项目进行投资,以足额补偿未来存在的风险水平。

风险中性投资者对于预期收益率相同但风险水平不同的投资项目没有明显的偏好,他们只会在意预期收益率的高低,他们会更愿意选择预期收益率最高的投资项目。

风险偏好投资者喜欢风险,他们希望通过选择风险较高的项目以获取更高的收益率,但是他们也会因此承担由于高风险在未来带来高损失的可能性,一般而言这一类投资者的风险承受能力较高。

4.【解析】 年金是指一定期间内每期相等金额的收付款项。按收付时点不同,年金有普通年金(后付年金)、先付年金(即付年金)、递延年金、永续年金。复利是指要将本期计算出来的利息并入下一期的本金一并计算利息,俗称利滚利。分为复利现值、复利终值。

5.【解析】 (1)财务活动的风险是指获得预期财务成果的不确定性;(2)在财务活动中,要求收益与风险相适应,风险越大要求的收益越高;(3)这一原则要求人们应当对决策项目的风险和收益作出全面的分析和权衡,注意项目的搭配,分散风险,做到既降低风险又获得较高收益。

五、案例分析题

1.【解析】 EFSG 公司有大量的现金,愿意支付 196 000 美元,可以在今后 9 年中,每年得到 32 638.39 美元。而塞茨费尔德女士现在迫切需要现金,以 9 年期每年 32 638.39 美元的现值换取现在的 140 000 美元。双方都愿意达成此次交易。而西格公司,一方面付出了 140 000 美元,另一方面又立刻得到了 196 000 美元,净赚 56 000 美元。所以西格公司能够安排此次交易成功并获得利润。

2.【解析】

①对于塞茨费尔德而言:

$32\,638.39 \times (P/A, i, 9) = 140\,000$

当 $i=18\%$ 时

$$32\,638.39 \times (P/A, 18\%, 9) = 32\,638.39 \times 4.303 = 140\,442.99 (\text{万元})$$

当 $i=19\%$ 时

$$32\,638.39 \times (P/A, 19\%, 9) = 32\,638.39 \times 4.1633 = 135\,883.41 (\text{万元})$$

利用插值法:

$$\frac{X-18\%}{19\%-18\%} = \frac{140\,000-140\,442.99}{135\,883.41-140\,442.99}$$

$$X = 18.10\%$$

塞茨费尔德现在需要资金,如果塞茨费尔德投资的项目的报酬率大于 18.10% ,那么与西格公司进行交易是合适的。

②对于 EFSG 集团而言:

$$32\,638.39 \times (P/A, i, 9) = 196\,000$$

当 $i=8\%$ 时

$$32\,638.39 \times (P/A, 8\%, 9) = 32\,638.39 \times 6.2469 = 203\,888.76 (\text{万元})$$

当 $i=9\%$ 时

$$32\,638.39 \times (P/A, 9\%, 9) = 32\,638.39 \times 5.9952 = 195\,673.68 (\text{万元})$$

利用插值法:

$$\frac{X-8\%}{9\%-8\%} = \frac{196\,000-203\,888.76}{195\,673.68-203\,888.76}$$

$$X = 8.96\%$$

只有当 EFSG 集团的必要报酬率小于 8.96% 时,它才会进行购买。

3.【解析】 主要结合货币时间价值因素以及风险投资的概念进行论述即可。

第四章

一、单项选择题

1. A 2. A 3. C 4. B 5. C 6. D

二、多项选择题

1. AB 2. ABD 3. ABC 4. ABC 5. ABC

三、计算分析题

1.【解析】

$$(1) \text{流动资产占营业收入的百分比} = (1\,000 + 3\,000 + 6\,000) \div 20\,000 \times 100\% = 50\%$$

$$\text{流动负债占营业收入的百分比} = 3\,000 \div 20\,000 \times 100\% = 15\%$$

$$\text{增加的营业收入} = 20\,000 \times 30\% = 6\,000 (\text{万元})$$

$$\text{需增加的营运资金} = 6\,000 \times 50\% - 6\,000 \times 15\% = 2\,100 (\text{万元})$$

$$(2) \text{增加的留存收益} = 20\,000 \times (1 + 30\%) \times 12\% \times (1 - 60\%) = 1\,248 (\text{万元})$$

$$\text{对外筹集资金量} = 148 + 2\,100 - 1\,248 = 1\,000 (\text{万元})$$

2.【解析】

(1)

年 度	产销量(X:万件)	资金占用(Y:万元)	XY	X ²
20×3	1 200	1 000	1 200 000	1 440 000
20×4	1 100	950	1 045 000	1 210 000
20×5	1 000	900	900 000	1 000 000
20×6	1 200	1 000	1 200 000	1 440 000
20×7	1 300	1 050	1 365 000	1 690 000
20×8	1 400	1 100	1 540 000	1 960 000
合计 n=6	ΣX=7 200	ΣY=6 000	ΣXY=7 250 000	ΣX ² =8 740 000

$$a = \frac{\sum X^2 \sum Y - \sum X \sum XY}{n \sum X^2 - (\sum X)^2} = 400$$

$$b = \frac{n \sum XY - \sum X \sum Y}{n \sum X^2 - (\sum X)^2} = 0.5$$

解得, $Y = 400 + 0.5X$

即不变资本总额为 400 万元,单位业务量所需要的可变资本额为 0.5 万元。

(2)将 20×9 年预计销售量 1 500 万件代入上式,得出 20×9 年的资金需要量为:

$$400 + 0.5 \times 1\,500 = 1\,150 (\text{万元})$$

四、简答题

1.【解析】 财务战略是企业战略中一类特殊的战略。企业财务战略具有以下特征:

第一,从属性。企业财务战略必须服从于企业战略的要求。作为企业战略的一个子战略,财务战略不是独立于企业战略之外,而是服务于企业战略,与企业战略协调一致,从资金上支持和促进企业战略的实施直至完成。当然,这种从属性并不表明财务战略是简单地服从于企业战略,而是两者之间的一致性。

第二,导向性。财务战略一经制定,就成为指导企业具体资本运作和财务管理行为的行动指南。财务战略不是详细、具体的资本运营实施计划,而是用来指导企业在一定时期内各种资本运营活动的一种纲领性谋划,是制订各种具体资本运营计划和措施的依据。

第三,长期性。企业财务战略的着眼点不是企业当前,也不是为了维持企业现状,而是面向未来,为了谋求企业的持续长远发展。因此,在指定财务战略时,不应当急功近利,而是要从企业长期生存和发展的观点出发,有计划、有步骤地改善,充实和提高企业资本实力,提高企业对未来环境的适应能力。

第四,系统性。企业财务战略是把企业资本运营当作一个系统来对待,注重它与企业整体战略,与企业内、外环境之间的关系和企业自身各要素之间的关系,并从整体角度来协调好这种关系。因此,研究制定财务战略要有整体性观点、动态性观点、联系性观点、结构性观点和调控性观点等系统观念。

第五,风险性。企业财务战略不能完全消除风险,而且应该敢于冒风险,但财务战略可以指导企业善于冒风险,并有效地防范、规避风险,实现风险与收益的平衡,因此,财务战略注重资本运营与企业内、外理财环境之间的关系,注重对理财环境变化的灵敏性。所以,它能使企业抓住风险机会,避开风险威胁。

第六,重大性。企业财务战略的影响或作用重大。财务战略一旦实现,将会给整个企业带来勃勃生机和活力,使企业得到迅速发展。但是,一旦财务战略决策失误,将会给企业带来重大损失,甚至陷入破产、倒闭的局面。所以,企业必须高度重视财务战略的制定、实施和控制。

2.【解析】 企业财务战略的内容主要包括筹资组合战略、负债经营战略、资本结构优化战略、资本投资战略、成本管理战略、资本收益分配战略等。

(1)筹资组合战略是企业财务战略的重要组成部分,具体是指企业根据内外部环境状况,对企业资金筹集的目标、结构、渠道和方式等进行长期和系统的谋划,旨在为企业经营战略的实施和提高企业的长期竞争力提供可靠的资金保证,并不断提高企业筹资效益。筹资战略不是具体的资金筹集实施计划,而是为适应未来环

境和企业战略的要求,对企业资金筹措的重要方面所持有的一种长期的、系统的构想。筹资组合战略的直接目的是既要使企业达到资本成本最小化,又要确保企业资金来源的可靠性和灵活性,并以此为基础不断降低企业总资本成本。

(2) 负债经营是商品经济高度发达的产物。正确认识评价负债经营的利弊,根据市场需求和经济环境的发展变化与企业生产经营对资本的实际需要及财务状况,把握负债经营的适度性,有效实施负债经营战略,是成功运作资本,持续稳定发展企业的关键。负债经营战略管理,主要包括举债规模的管理、举债方式的管理、负债期限的管理、举债利率决策、清偿方式的选择等。

(3) 资本结构是决定企业整体资本成本的主要因素和反映企业财务风险程度的主要尺度。稳固、健康的资本结构是企业生存和持续发展的有利条件,而脆弱、病态的资本结构则会给企业带来高额的资本成本和巨大的财务风险。所以,优化资本结构,合理筹措资金,使各种资金来源和资本配比保持合理比例,是企业财务战略管理的重要内容,也是财务战略管理的核心。

(4) 资本投资战略是企业财务战略管理的核心内容,决定着企业能否把有限的资金和资源合理配置,有效利用,主要包括固定资产投资方向、企业规模和资本规模的确定,用于外延扩大投资还是用于内涵扩大投资,用于老产品改造还是用于新产品开发投资,自主经营还是引进外资联合投资,自有资金投资还是贷款负债投资,固定资产与流动资产投资比例决策等。

(5) 资本收益分配战略,是明确企业获利程度的战略目标,如利润额、利润率等。利润分配主要解决在较长时期内的企业留利多少用于资本积累扩大再生产、多少用于改善职工生活福利提高职工生活质量等,这方面的内容主要包括资本收益的管理、股份公司股利分配政策的制定等。

3.【解析】

(1) 财务预测是融资计划的前提。公司要对外提供产品和服务,必须要有一定的资产,销售增加时,要相应增加流动资产,甚至还需要增加固定资产。为取得扩大销售所需增加的资产,公司需要筹措资金,一部分来自留存收益,另一部分来自外部融资。通常,销售增长率较高时留存收益不能满足公司的资本需求,即使获利良好的公司也需要外部融资。对外融资,需要资金提供者,向其作出还本付息的承诺或提供盈利前景,使之相信其投资安全并且可以获利,这个过程往往需要较长的时间。因此,公司需要预先知道自己的财务需求,提前安排融资计划,否则就可能产生资金周转问题。

(2) 财务预测有助于改善投资决策。根据销售前景估计出融资需求不一定总能满足,因此,就需要根据可能筹措的资金来安排销售增长以及有关投资项目,使投资决策建立在可行的基础上。

(3) 预测有助于应变。财务预测与其他预测一样都不可能很准确。从表面上看,不准确的预测职能导致不准确的计划,从而使预测和计划失去了意义。事实并非如此,预测给人们展现了未来的各种可能前景,促使人们制订出相应的应急计划。预测和计划是超前思考的过程,其结果并非仅仅是一个融资需求额,还包括对未来各种可能前景的认识和思考。

4.【解析】 财务预测的方法主要包括以下几种:

(1) 销售百分比法是根据资产负债表和利润表中有关项目与营业收入之间的依存关系预测企业资金需求量的一种方法,即假设相关资产、负债和营业收入存在稳定的百分比关系,然后根据预计营业收入和相应的百分比预计相关资产、负债,最后确定融资需求。

(2) 财务预测的回归分析法是利用一系列历史资料求得各资产负债表项目和销售收入的函数关系,然后基于预计营业收入预测资产、负债数量,最后预测融资需求。

(3) 运用信息技术进行财务预测的最简单方式,是使用电子表格软件,如 Excel 等。

5.【解析】 销售百分比法是根据资产负债表和利润表中有关项目与营业收入之间的依存关系预测企业资金需求量的一种方法。即假设相关资产、负债和营业收入存在稳定的百分比关系,然后根据预计营业收入和相应的百分比预计相关资产、负债,最后确定融资需求。

运用销售百分比法预测的步骤如下:(1)确定经营资产和经营负债项目的销售百分比;(2)预计各项经营资产和经营负债;(3)预计可动用的金融资产;(4)预计增加的留存收益;(5)预计增加的借款。

6.【解析】 回归分析法是基于资本需要量与营业业务量(如销售数量、销售收入)之间存在线性关系假定

建立数学模型,然后根据历史有关资料,用回归直线方程确定参数预测资金需要量的方法。其预测模型为:

$$Y=a+bX$$

式中: Y 表示资本需要总额; a 表示不变资本总额; b 表示单位业务量所需要的可变资本额; X 表示经营业务量。

不变资本是指在一定的营业规模内不随业务量变动的资本,主要包括维持营业所需要的最低数额的现金、原材料的保险储备、必要的成品或商品储备,以及固定资产占用的资本。可变资本是指随营业业务量变动而同比例变动的资本,一般包括在最低储备以外的现金、存货、应收账款等占用的资本。

第五章

一、单项选择题

1. B 2. A 3. B 4. D 5. B 6. B 7. B 8. C
9. C 10. D 11. D 12. B 13. B 14. C 15. B 16. D
17. C 18. C

二、多项选择题

1. BD 2. ABC 3. BC 4. ABC 5. BD 6. AB
7. BC 8. ABC 9. AD 10. BC 11. ABD 12. ABD

三、计算分析题

1.【解析】

(1)计算表中英文字母表示的项目数值: $A=-1\ 900+1\ 000=-900$ (万元); $B=900-(-900)=1\ 800$ (万元); $C=-1\ 014.8+1\ 425.8=411$ (万元)。

(2)计算或确定下列指标:①包括建设期的静态投资回收期 $=3+900/1\ 800=3.5$ (年),不包括建设期的静态投资回收期 $=3.5-1=2.5$ (年);②净现值为1 863.3万元;③年金净现值 $=1\ 863.3/(P/A,6\%,6)=1\ 863.3/4.917\ 3=378.93$ (万元);④包括建设期的动态回收期 $=3+1\ 014.8/1\ 425.8=3.71$ (年),不包括建设期的动态回收期 $=3.71-1=2.71$ (年);⑤现值指数 $=(1\ 863.3+1\ 943.4)/1\ 943.4=1.96$ 。

(3)评价该项目的财务可行性:该项目的净现值1 863.3万元 >0 ,现值指数1.96 >1 ,因此该项目具备财务可行性。

2.【解析】

(1)继续使用旧设备:

年折旧额 $=(84\ 000-4\ 000)/8=10\ 000$ (元)

目前的账面价值 $=84\ 000-3\times 10\ 000=54\ 000$ (元)

旧设备变现:①40 000元;② $(54\ 000-40\ 000)\times 25\%=3\ 500$ (元)

旧设备继续使用:机会成本43 500元 $(40\ 000+3\ 500)$

终结点处置固定资产的现金流入量 $=5\ 500-(5\ 500-4\ 000)\times 25\%=5\ 125$ (元)

继续使用旧设备各年的现金流出量的总现值 $=(43\ 500+10\ 000)+18\ 000\times(1-25\%)\times(P/F,10\%,2)+13\ 000\times(1-25\%)\times(P/A,10\%,6)-10\ 000\times 25\%\times(P/A,10\%,5)-15\ 125\times(P/F,10\%,6)=53\ 500+13\ 500\times 0.826\ 4+9\ 750\times 4.355\ 3-2\ 500\times 3.790\ 8-15\ 125\times 0.564\ 5=89\ 105.51$ (元)

(2)购买新设备

年折旧额 $=(76\ 500-4\ 500)/6=12\ 000$ (元)

终结点处置固定资产的现金流入量 $=6\ 000-(6\ 000-4\ 500)\times 25\%=5\ 625$ (元)

购买新设备现金流出量的总现值 $=87\ 500+9\ 000\times(1-25\%)\times(P/F,10\%,4)+7\ 000\times(1-25\%)\times(P/A,10\%,6)-12\ 000\times 25\%\times(P/A,10\%,6)-16\ 625\times(P/F,10\%,6)=92\ 524.86$ (元)

由于继续使用旧设备现金流出的总现值 89 105.52 元小于购买新设备现金流出的总现值 92 524.86 元,所以应该选择继续使用旧设备。

四、简答题

1.【解析】(1)项目投资是实现财务管理目标的基本前提。企业财务管理的目标是不断提高企业价值,为股东创造财富。因此,要采取各种措施增加利润,降低风险。

(2)项目投资是公司生产发展的必要手段。在科学技术、社会经济迅速发展的今天,企业无论是维持简单的再生产还是实现扩大再生产,都必须进行一定的投资。

(3)项目投资是公司降低经营风险的重要方法。公司把资金投向生产经营的关键环节或薄弱环节,可以使各种生产经营能力配套、平衡,形成更大的综合生产能力。

2.【解析】在投资方案的选择中,如果选择了一个投资方案,则必须放弃投资于其他途径的机会。其他投资机会可能取得的收益是实行本方案的一种代价,被称为这项投资方案的机会成本。机会成本不是我们通常意义上的“成本”,它不是一种支出或费用,而是失去的收益。这种收益不是实际发生的,而是潜在的。机会成本总是针对具体方案的,离开被放弃的方案就无从计量确定。

3.【解析】投资决策之所以要以按收付实现制计算的现金流量作为评价项目经济效益的基础,主要有以下两个方面的原因:

(1)采用现金流量有利于科学地考虑资金的时间价值因素。科学的投资决策必须认真考虑资金的时间价值,这就要求在决策时一定要弄清每笔预期收入款项和支出款项的具体时间,因为不同时间的资金具有不同的价值。所以,在衡量方案优劣时,应根据各投资项目寿命周期内各年的现金流量,按照资本成本率,结合资金的时间价值来确定。而利润的计算并不考虑资金收付的时间,它是以权责发生制为基础的。

(2)采用现金流量才能使投资决策更符合客观实际情况。在长期投资决策中,现金流量能更科学、更客观地评价投资方案的优劣,利润则明显存在不科学、不客观的成分。这是因为:①利润的计算没有一个统一的标准,在一定程度上要受到存货估价、费用分摊和不同折旧计提方法的影响。因而,利润的计算比现金流量的计算有更大的主观随意性,以此作为决策的主要依据不太可靠。②利润反映的是某一会计期间“应计”的现金流量,而不是实际的现金流量。若以未实际收到的现金的收入作为报酬,具有较大的风险,容易高估投资项目的经济效益,存在不科学、不合理的成分。

4.【解析】利润与现金流量的差异具体体现在以下几个方面:

(1)购置固定资产付出大量现金时不计入成本;

(2)将固定资产的价值以折旧或折耗的形式逐期计入成本时,却又不需要付出现金;

(3)计算利润时不考虑垫支的流动资产的数量和回收的时间;

(4)销售行为一旦确定,就确认为当期的销售收入,尽管其中有一部分并未于当期收到现金;

(5)项目寿命终了时,以现金的形式回收的固定资产残值和垫支的流动资金在计算利润时也得不到反映。

5.【解析】

(1)项目初始现金流量

项目初始现金流量主要涉及购买资产和使之正常运行所必要的直接现金流出,包括设备购置及安装支出、垫支营运资本等非费用性支出。

(2)项目寿命期内现金流量

项目寿命期内现金流量主要包括新项目实施所带来的税后增量现金流入和流出。这里的现金流入一般是指营业现金收入。现金流出是指营业现金支出和缴纳的税金。

(3)项目寿命期末现金流量

项目寿命期末现金流量主要是与项目终止有关的现金流量,如设备变现税后净现金流入、收回营运资本现金流入等。另外,可能还会涉及弃置义务等现金流出。

6.【解析】

(1)净现值(net present value, NPV)是指特定项目未来现金流量现值与原始投资额现值的差额,它是评

价项目是否可行的最重要的指标。

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决策。
- ②能灵活地考虑投资风险。

缺点:

- ①所采用的贴现率不易确定。如果两方案采用不同的贴现率贴现,采用净现值不能得出正确结论。
- ②不适用于独立投资方案的比较决策。
- ③不能直接用于对寿命不同的互斥投资方案进行决策。

(2)内含报酬率(internal rate of return, IRR),是指使投资方案未来的每年现金净流量的现值恰好与原始投资额现值相等,从而使净现值等于零时的贴现率。

优点:

- ①反映了投资项目可能达到的收益率,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。

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。
- (3)获利指数(profitability index, PI),又称利润指数或现值指数,是投资项目未来报酬的总现值与初始投资额的现值之比。

优点:

- ①考虑了资金的时间价值,能够真实地反映投资项目的盈利能力。
- ②由于获利指数是用相对数表示的,因此有利于在初始投资额不同的投资方案之间进行对比。

缺点:

获利指数只代表获得收益的能力而不能代表实际可能获得的财富,它忽略了互斥项目之间投资规模上的差异,所以在多个互斥项目的选择中,可能会得出错误的结论。

(4)投资回收期(payback period, PP),是指投资引起的现金净流量累积到与原始投资额相等所需要的时间。它代表收回投资所需要的年限。

优点:

概念容易理解,计算也比较简单。

缺点:

- ①静态回收期忽视了货币的时间价值。
- ②静态回收期和动态回收期有一个共同的缺陷就是它们只考虑了未来现金净流量(或现值)综合等于原始投资额(或现值)的部分,没有考虑超过原始投资额(或现值)的部分。

(5)平均报酬率(average rate of return, ARR),是指投资项目寿命周期内平均的年投资报酬率,也称为平均投资报酬率。

优点:

简单、易懂、易算。

缺点:

没有考虑货币的时间价值,而且平均报酬率的确定具有很大的主观性。

7.【解析】

(1)肯定当量法的核心思想就是把不确定的各年的现金流量,按照一定的系数(约当系数)折算为大约相当于确定的现金流量的数量,然后利用无风险折现率来评价风险投资项目的决策分析方法。

(2)概率法是指通过发生概率来调整各期的现金流量,并计算投资项目的年期望现金流量和期望净现值,进而对风险投资作出评价的一种方法。概率法适用于各期现金流量相互独立的投资项目,各期的现金流量相

互独立是指前后各期的现金流量互不相关。

(3)决策树法也是在对不确定性投资项目进行分析的一种方法。前面提到的概率法适用于分析各期现金流量相互独立的投资项目,决策树法可用于分析各期现金流量彼此相关的投资项目。决策树直观地表示一个多阶段项目决策中每一个阶段的投资决策和可能发生的结果及其发生的概率,所以决策树法可用于识别净现值分析中的系列决策过程。

(4)敏感性分析(sensitivity analysis),是投资项目评价中的一种研究不确定性的方法,它在确定性分析的基础上,进一步分析不确定性因素对投资项目的最终经济效益指标的影响及其影响程度。

五、案例分析题

1.【解析】

(1)①垫支营运资本=3 500-1 500=2 000(万元);

②使用新设备每年折旧额=4 000×(1-10%)/5=720(万元),1至5年每年的付现成本=1 800+1 600+200=3 600(万元);

③最终残值=0万元,残值变现损失抵税=4 000×10%×25%=100(万元),项目终结回收的现金流量=2 000+100=2 100(万元);

④ $NCF_0 = -4 000 - 2 000 = -6 000$ (万元), $NCF_{1-4} = (5 100 - 3 600) \times (1 - 25\%) + 720 \times 25\% = 1 305$ (万元), $NCF_5 = 1 305 + 2 100 = 3 405$ (万元);

⑤普通股资本成本=0.8×(1+5%)/12+5%=12%,银行借款资本成本=6%×(1-25%)=4.5%,新增筹资的边际资本成本=12%×3 600/(3 600+2 400)+4.5%×2 400/(3 600+2 400)=9%

(2)该项目净现值 $NPV = -6 000 + 1 305 \times (P/A, 9\%, 4) + 3 405 \times (P/F, 9\%, 5) = -6 000 + 1 305 \times 3.239 7 + 3 405 \times 0.649 9 = 440.72$ (万元)

或: $NPV = -6 000 + 1 305 \times (P/A, 9\%, 5) + 2 100 \times (P/F, 9\%, 5) = -6 000 + 1 305 \times 3.889 7 + 2 100 \times 0.649 9 = 440.85$ (万元)

该项目净现值大于0,因此应当购置新设备(项目可行)。

2.【解析】

(1)①税后年运行成本=7 500×(1-25%)=5 625(万元);

②每年折旧=(24 000-3 000)/10=2 100(万元),每年折旧抵税=2 100×25%=525(万元);

③残值变价收入=3 000(万元);

④残值净收益纳税=(3 000-3 000)×25%=0(万元);

⑤ $NCF_{1-9} = -5 625 + 525 = -5 100$ (万元), $NCF_{10} = -5 100 + 3 000 - 0 = -2 100$ (万元);

⑥ $NPV = -24 000 - 5 100 \times (P/A, 10\%, 9) - 2 100 \times (P/F, 10\%, 10) = -24 000 - 5 100 \times 5.759 0 - 2 100 \times 0.385 5 = -54 180.45$ (万元),年金成本=54 180.45/(P/A, 10%, 10)=54 180.45/6.144 6=8 817.57(万元)。

(2)①年折旧=(22 500-2 500)/10=2 000(万元),目前账面价值=22 500-2 000×4=14 500(万元);

②目前资产报废损失=14 500-9 500=5 000(万元);

③目前资产报废损失抵税=5 000×25%=1 250(万元);

④残值报废损失减税=(2 500-2 000)×25%=125(万元)。

(3)使用旧流水线的年金成本=40 037.54/(P/A, 10%, 6)=40 037.54/4.355 3=9 192.83(万元),因为继续使用旧流水线的年金成本高于购置新流水线的年金成本,所以应选择更新。

第六章

一、单项选择题

1. D 2. B 3. D 4. D 5. C 6. A 7. D 8. B

9. D 10. B 11. B 12. B 13. B 14. D 15. B 16. D
17. A 18. B 19. D 20. A 21. A 22. B 23. B 24. B

二、多项选择题

1. BC 2. AD 3. ACD 4. ABD 5. ABD 6. AD
7. ABD 8. ACD 9. ABD 10. ABD 11. ABCD 12. ABCD
13. ABC 14. BCD 15. AC

三、计算分析题

1.【解析】

(1) 甲方案总成本 = $30\,000 \times 8\% + 2\,000 + 3\,000 = 7\,400$ (元), 乙方案总成本 = $40\,000 \times 8\% + 2\,000 + 2\,000 = 7\,200$ (元), 丙方案总成本 = $50\,000 \times 8\% + 2\,000 + 500 = 6\,500$ (元), 丁方案总成本 = $60\,000 \times 8\% + 2\,000 + 0 = 6\,800$ (元), 因为丙方案总成本最小, 所以该企业的最佳现金持有量是 50 000 元。

$$(2) \textcircled{1} \text{最佳现金持有量} = \sqrt{\frac{2 \times 250\,000 \times 500}{10\%}} = 50\,000 \text{ (元)};$$

$\textcircled{2}$ 全年现金管理相关总成本 = $\sqrt{2 \times 250\,000 \times 500 \times 10\%} = 5\,000$ (元), 全年现金交易成本 = $(250\,000 / 50\,000) \times 500 = 2\,500$ (元), 全年现金持有机会成本 = $(50\,000 / 2) \times 10\% = 2\,500$ (元);

$\textcircled{3}$ 有价证券交易次数 = $250\,000 / 50\,000 = 5$ (次), 有价证券交易间隔期 = $360 / 5 = 72$ (天)。

2.【解析】

(1) A 零件的平均每日需用量 = $36\,000 / 360 = 100$ (件), A 零件的经济订货批量 = $\sqrt{\frac{2 \times 6\,000 \times 36\,000}{300 \times 20\% \times (1 - 100/500)}} = 3\,000$ (件);

(2) A 零件年度最佳订货次数 = $36\,000 / 3\,000 = 12$ (次);

(3) A 零件的订货变动成本 = $12 \times 6\,000 = 72\,000$ (元);

(4) A 零件的变动储存成本 = $3\,000 / 2 \times (1 - 100/500) \times 300 \times 20\% = 72\,000$ (元)。

3.【解析】

(1) 每次订货变动成本 = $(80 - 26) \times 10\,000 / 60 = 9\,000$ (元);

(2) 单位变动储存成本 = $1 + 50 \times 6\% = 4$ (元/件);

(3) 经济订货批量 = $\sqrt{\frac{2 \times 9\,000 \times 1\,800\,000}{4}} = 90\,000$ (件); 每年最佳订货次数 = $1\,800\,000 / 90\,000 = 20$ (次); 最佳订货周期 = $360 / 20 = 18$ (天);

(4) 每日平均需用量 = $1\,800\,000 / 360 = 5\,000$ (件); 再订货点 = $5 \times 5\,000 = 25\,000$ (件)。

四、简答题

1.【解析】

(1) 营运资本的来源具有多样性。企业筹集长期资金的方式一般较少, 只有吸收直接投资、发行股票和债权等方式。与筹集长期资金相比, 营运资金的筹集方式比较灵活多样, 通常有银行短期借款、短期融资券、商业信用、应交税费、应付股利、应付职工薪酬等多种内外部融资方式。

(2) 营运资本的数量具有波动性。流动资产的数量会随着企业内外部条件的变化而变化, 时高时低, 波动很大。季节性企业如此, 非季节性企业也如此。随着流动资产数量的变动, 流动负债的数量也会相应发生变动。

(3) 营运资本的周转具有短期性。企业占用在流动资产上的资金, 通常会在一年或超过一年的一个营业周期内收回, 对企业影响的时间比较短。

(4)营运资本的实物形态具有变动性和易变现性。企业营运资金的占用形态是经常变化的,营运资本的每次循环都要经过采购、生产、销售等过程,一般按照现金、原材料、在产品、产成品、应收账款、现金的顺序转化。因此,在进行流动资产资产管理时,必须在各项流动资产上合理配置资金数额,做到结构合理,以促进资金周转顺利进行。同时,以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收账款、存货等流动资产一般具有较强的变现能力,如果遇到意外情况,企业出现资金周转不灵、现金短缺时,便可以迅速变卖这些资产,以获取现金,这对财务上应对临时性资金需求具有重要意义。

2.【解析】

(1)满足正常资金需求

企业应该认真分析生产经营状况,合理确定营运资金的需求数量。营运资金的需求数量与企业生产经营活动有直接关系,财务人员应该认真分析生产经营状况,采用一定的方法预测营运资金的需求数量,营运资金的管理必须把满足正常合理的资金需求作为首要任务。

(2)提高资金使用效率

营运资金周转是指企业的营运资金从现金投入到生产经营开始,到最终转化为现金的过程。加速资金周转是提高资金使用效率的主要手段之一。提高营运资金使用效率的关键是采取有效措施,比如缩短营业周期、加速变现过程、加快营运资金周转等。

(3)节约资金使用成本

在营运资本管理中,必须正确处理保证生产经营需要和节约使用成本两者之间的关系。要在保证生产经营需要的前提下,尽力降低资金使用成本。一方面要挖掘资金潜力,加速资金周转,精打细算地使用资金;另一方面要积极拓展融资渠道,合理配置资源,筹措低成本资金,服务于生产经营。

(4)维持短期偿债能力

偿债能力是企业财务风险高低的标志之一。合理安排流动资产与流动负债的比例关系,保持流动资产结构与流动负债结构的适配性,保证企业有足够的短期偿债能力是营运资金管理的重要原则之一。因此,企业安排好两者的比例关系,进而保证有足够的资金偿还短期负债。

3.【解析】

根据短期资产与企业销售额之间的数量关系,可以将企业的短期资产持有政策分为三种:

(1)宽松型持有政策

宽松型持有政策要求企业在一定的销售水平上保持较多的短期资产,这种政策的特点是报酬低、风险小。在这种政策下,企业拥有较多的现金、短期有价证券和存货,能按期支付到期债务,并且为应付不确定情况保留了大量资金,使风险大大降低,但由于现金、短期有价证券投资报酬率较低,因此存货只能使资金营运效率低,降低了企业的盈利水平。

(2)适中型持有政策

适中型持有政策要求企业在一定的销售水平上保持适中的短期资产,既不过高也不过低,流入的现金恰好满足支付需要,存货也恰好满足生产和销售所用。这种政策的特点是报酬和风险的平衡。在企业能够比较准确地预测未来经济状况时,可以采用这种政策。

(3)紧缩型持有政策

紧缩型持有政策要求企业在一定的销售水平上保持较少的短期资产,这种政策的特点是报酬高、风险大。此时企业的现金、短期有价证券、存货和应收账款等短期资产降到最低限度,可降低资金占用成本,增加企业收益,但同时也可能出现由于资金不足造成拖欠货款或者不能到期偿还到期债务等不良情况,加大企业风险。在外部环境相对稳定,企业能非常准确地预测未来的情况下,可以采用该政策。

4.【解析】

(1)交易性需求

交易性需求是指置存现金以用于日常业务的支付。企业经常得到收入,也经常发生支出,两者不可能同步同量。收入多于支出,形成现金置存;收入少于支出,需要借入现金。企业必须维持适当的现金余额,才能使业务活动正常地进行下去。

(2) 预防性需求

预防性需求是指置存现金以防止意外支付。企业有时会出现意想不到的开支,现金流量的不确定性越大,预防性现金的数额也就应该越大;反之,如果企业现金流量的可预测性强,预防性现金数额就可小些。此外,预防性现金数额还与企业的借款能力有关,如果企业能够很容易地随时借到短期资金,也可以减少预防性现金的数额;若非如此,则应扩大预防性现金数额。

(3) 投机性需求

投机性需求是指置存现金用于不寻常的购买机会,比如遇有廉价原材料或其他资产供应的机会,便可用手头现金大量购入;再如在适当时机购入价格有利的股票和其他有价证券;等等。当然,除了金融和投资公司外,一般来讲,其他企业专为投机性需要而特殊置存的现金并不多,遇到不寻常的购买机会也常设法临时筹集资金。但拥有相当数额的现金,确实为突然的大批采购提供了方便。

5. 【解析】

第一种是成本分析模式,是通过分析持有现金的成本,寻找持有成本最低的现金持有量。其计算公式为:最佳现金持有量下的现金持有总成本 $=\min(\text{管理成本}+\text{机会成本}+\text{短缺成本})$ 。

企业持有现金将会有三种成本:

(1) 机会成本

现金的机会成本是指企业因持有一定现金余额丧失的再投资收益。再投资收益是企业不能同时用该现金进行有价证券投资所产生的机会成本,这种成本在数额上等于资金成本。放弃的再投资收益即机会成本属于变动成本,它与现金持有量的多少密切相关,即现金持有量越大,机会成本越大,反之就越小。

(2) 管理成本

现金的管理成本是指企业因持有一定数量的现金而发生的管理费用。例如,管理人员工资、安全措施费用等。一般认为这是一种固定成本,这种固定成本在一定范围内和现金持有量之间没有明显的比例关系。

(3) 短缺成本

现金的短缺成本是指在现金持有量不足,又无法及时通过有价证券变现加以补充所造成的损失,包括直接损失与间接损失。现金的短缺成本随现金持有量的增加而下降,随现金持有量的减少而上升,即与现金持有量负相关。

第二种是存货模式,现金的机会成本和交易成本是两条随现金持有量呈不同方向发展的曲线,两条曲线交叉点相应的现金持有量,即相关总成本最低的现金持有量。

企业持有现金将会有两种成本:

(1) 机会成本

现金的机会成本是指企业因持有一定现金余额丧失的再投资收益。企业平时持有较多的现金,会降低现金的短缺成本,但也会增加现金占用的机会成本;平时持有较少的现金,则会增加现金的短缺成本,却能减少现金占用而降低机会成本。

(2) 交易成本

有价证券转换回现金所付出的代价(如支付手续费费用),被称为现金的交易成本。现金的交易成本与现金转换次数、每次的转换量有关。假定现金每次的交易成本是固定的,在企业一定时期现金使用量确定的前提下,每次以有价证券转换回现金的金额越大,企业平时持有的现金量便越高,转换的次数便越少,现金的交易成本就越低;反之,每次转换回现金的金额越低,企业平时持有的现金量越低,转换的次数会越多,现金的交易成本就越高。可见,现金交易成本与持有量成反比。

第三种是随机模型(米勒-奥尔模型),该模型有两条控制线和一条回归线。最低控制线 L 取决于模型之外的因素,其数额是由现金管理部经理在综合考虑短缺现金的风险程度、企业的借款能力、企业日常周转所需资金、银行要求的补偿性余额等因素的基础上确定的。

6. 【解析】

(1) 三分组和模式

在西方一些发达国家,比较流行的投资组合三分法是:1/3 的资金存入银行以备不时之需;1/3 的资金投

资于债券、股票等有价值证券;1/3 的资金投资于房地产等不动产。同样,投资于有价值证券的资金也要进行三分,即 1/3 投资于风险较大、有发展前景的成长性股票;1/3 投资于安全性较高的债券或优先股等有价值证券;1/3 投资于中等风险的有价值证券。

(2) 风险与报酬组合模式

证券的风险大小可以分为不同的等级,报酬也有高低之分。投资者可以测定出自己期望的投资报酬率和所能承受的风险程度,然后在市场中选择相应风险和报酬的证券作为投资组合。一般来说,在选择证券进行投资组合时,同等风险的证券,应尽可能选择报酬高的;同等报酬的证券,应尽可能选择风险小的,并且要尽可能选择一些风险呈负相关的证券进行投资组合,以便分散证券投资的非系统性风险。

(3) 期限搭配组合模式

期限搭配组合模式就是根据企业不同时期的现金流量模式和规律,对短期金融资产的期限进行搭配,进行长、中、短期相结合的投资组合。投资者对现金的需求总是有先有后,长期不用的资金可以进行长期投资,以获得较大的投资收益,近期就可能要使用的资金,最好投资于风险较小、易于变现的有价值证券。同时,通过期限搭配,还可以使现金流入与流出的时间尽可能接近,从而降低由于到期日不同造成的机会成本。

7.【解析】

(1) 信用期间是企业允许顾客从购货到付款之间的时间,或者说是企业给予顾客的付款期间。信用期过短,不足以吸引顾客,在竞争中会使销售额下降;信用期过长,对销售额增加固然有利,但只顾及销售增长而盲目放宽信用期,所得的收益有时会被增长的费用抵销,甚至造成利润减少。因此,企业必须慎重研究,确定出恰当的信用期。

(2) 信用标准是指顾客获得企业的交易信用所应具备的条件。如果顾客达不到信用标准,便不能享受企业的信用或只能享受较低的信用优惠。企业在设定某一顾客的信用标准时,往往先要评估其赖账的可能性。这可以通过“5C”系统来进行。所谓“5C”系统,是评估顾客信用品质的五个方面:品质(character)、能力(capacity)、资本(capital)、抵押(collateral)和条件(conditions)。

① 品质。品质是指顾客的信誉,即履行偿债义务的可能性。企业必须设法了解顾客过去的付款记录,看其是否有按期如数付款的一贯做法,以及其与其他供货企业的关系是否良好。这一点经常被视为评价顾客信用的首要因素。

② 能力。能力是指顾客的偿债能力,即流动资产的数量和质量,以及与流动负债的比例。顾客的流动资产越多,其转换为现金以支付款项的能力越强。同时,还应注意顾客流动资产的质量,看是否有存货过多、过时或质量下降,影响其变现能力和支付能力的情况。

③ 资本。资本是指顾客的财务实力和财务状况。

④ 抵押。抵押是指顾客拒付款项或无力支付款项时能被用作抵押的资产。这对于不知底细或信用状况有争议的顾客尤为重要。一旦收不到这些顾客的款项,便以抵押品抵补。如果这些顾客提供足够的抵押,就可以考虑向他们提供相应的信用。

⑤ 条件。条件指可能影响顾客付款能力的经济环境。比如,万一出现经济不景气,会对顾客的付款产生什么影响,顾客会如何做等,这需要了解顾客在过去困难时期的付款历史。

(3) 现金折扣是企业对顾客在商品价格上所做的扣减。向顾客提供这种价格上的优惠,主要目的在于吸引顾客为享受优惠而提前付款,缩短企业的平均收款期。另外,现金折扣也能招揽一些视折扣为减价出售的顾客前来购货,借此扩大销售量。

8.【解析】

(1) 取得成本是指为取得订单的成本,其又分为订货成本和购置成本。订货成本是指取得订单的成本,如办公费、差旅费、邮资、电报电话费等支出。订货成本中有一部分与订货次数无关,如常设采购机构的基本开支等,称为订货的固定成本;另一部分与订货次数有关,如差旅费、邮资等,称为订货的变动成本。购置成本是指存货本身的价值,经常用数量与单价的乘积来确定。

(2) 储存成本是指为保持存货而发生的成本,包括存货占用资金所应计的利息、仓库费用、保险费用、存货破损和变质损失等。储存成本也分为固定成本和变动成本。固定成本与存货数量的多少无关,如仓库折旧、

仓库职工的固定月工资等。变动成本与存货的数量有关,如存货资金的应计利息、存货破损和变质损失、存货的保险费用等。

(3)缺货成本是指由于存货供应中断而造成的损失,包括材料供应中断造成的停工损失、产成品库存缺货造成的拖欠发货损失和丧失销售机会的损失及造成的商誉损失等。如果生产企业以紧急采购代用材料解决库存材料中断之急,那么缺货成本表现为紧急额外购入成本。

五、案例分析题

1.【解析】

(1)原方案平均收现期 $=30 \times 80\% + (30+20) \times 20\% = 34$ (天),新方案平均收现期 $=10 \times 40\% + 20 \times 30\% + 30 \times 20\% + (30+20) \times 10\% = 21$ (天)。

单位:元

方案	原方案	新方案	变化
边际贡献	$(80-60) \times 36\ 000 = 720\ 000$	$(80-60) \times 36\ 000 \times (1+15\%) = 828\ 000$	108 000
收账费用	$80 \times 36\ 000 \times 20\% \times 5\% = 28\ 800$	$80 \times 36\ 000 \times (1+15\%) \times 10\% \times 5\% = 16\ 560$	-12 240
应收账款占用资金应计利息	$\frac{80 \times 36\ 000}{360} \times 34 \times \frac{60}{80} \times 12\% = 24\ 480$	$[\frac{80 \times 36\ 000 \times (1+15\%)}{360} \times 21 \times \frac{60}{80}] \times 12\% = 17\ 388$	-7 092
存货占用资金应计利息	$2\ 000 \times 60 \times 12\% = 14\ 400$	$2\ 400 \times 60 \times 12\% = 17\ 280$	2 880
现金折扣成本	0	$80 \times 36\ 000 \times (1+15\%) \times (5\% \times 40\% + 2\% \times 30\%) = 86\ 112$	86 112
税前损益	652 320	690 660	38 340

(2)改变信用政策增加的税前损益为 38 340 元,大于 0,因此,甲公司应推出该现金折扣政策。

第七章

一、单项选择题

1. A 2. B 3. C 4. C 5. A 6. C 7. C 8. D

二、多项选择题

1. ACD 2. ABC 3. BCD 4. ABD 5. AB 6. ACD
7. BCD 8. BCD 9. AD

三、计算分析题

1.【解析】

(1)放弃现金折扣的机会成本 $=2\% / (1-2\%) \times 360 / (40-10) = 24.49\%$;

(2)应借款总额 $=495\ 000 / (1-20\%) = 618\ 750$ (元),借款的实际年利率 $=8\% / (1-20\%) = 10\%$;

(3)应借款总额 $=495\ 000 / (1-1\%) = 500\ 000$ (元),借款的实际年利率 $=\frac{500\ 000 \times 1\%}{500\ 000 \times (1-1\%)} \times 12 \times 100\% = 12.12\%$;

(4)方案二的成本最小,应该选择方案二。

四、简答题

1.【解析】

(1)筹资速度快,容易取得。由于短期筹资的期限较短,债权人承担的风险相对较小,往往顾虑较少,不需要像长期筹资那样对筹资方进行全面、复杂的财务调查,因此短期资金更容易筹集。

(2)筹资富有弹性。在筹集长期资金时,资金提供者出于资金安全方面的考虑通常会向筹资方提出较多的限制性条款或相关约束条件;短期筹资的相关限制和约束相对较少,使得筹资方在资金的使用和配置上显得更加灵活、富有弹性。

(3)筹资成本低。一般来说,当筹资期限较短时,债权人所承担的利率风险相对较小,因此向筹资方索取的资金使用成本也相对较低。

(4)筹资风险高。短期筹资通常需要在短期内偿还,因而要求筹资企业在短期内拿出足够的资金偿还债务,若企业届时资金安排不当,就会陷入财务危机。此外,短期负债利率的波动也比较大,一时高于长期负债水平也是有可能的。

2.【解析】

(1)配合型筹资政策。配合型筹资政策是指公司的负债结构与公司资产的寿命周期相对应,其特点是:临时性短期资产所需要的资金用临时性短期负债筹集,永久性短期资产和固定资产所需要的资金用自发性短期负债和长期负债、股权资本筹集(见图7-1)。配合型筹资政策的基本思想是:公司将资产和资金来源在期限和数额上相匹配,以降低公司不能偿还到期债务的风险,同时,采用较多的短期负债筹资也可以使资本成本保持最低水平。

(2)稳健型筹资政策。稳健型筹资政策的特点是:临时性短期负债只满足部分临时性短期资产的需要,其他短期资产和长期资产用自发性短期负债、长期负债和股权资本筹集满足。在稳健型筹资政策中,长期融资支持非流动资产、永久性短期资产和部分临时性短期资产。企业通常以长期融资来源为临时性短期资产的平均水平融资,短期融资仅用于融通剩余的临时性短期资产,融资风险较低。这种策略通常最小限度地使用短期融资,但由于长期负债成本高于短期负债成本,就会导致融资成本较高,收益较低。如果长期负债以固定利率为基础,而短期融资方式以浮动利率为基础,则利率风险可能降低。因此,这是一种风险低、成本高的融资策略。

(3)激进型筹资政策。激进型筹资政策的特点是:临时性短期负债不但要满足临时性短期资产的需要,而且要满足一部分永久性短期资产的需要,有时甚至全部短期资产都要由临时性短期负债支持。在激进型筹资政策下,临时性短期负债所占比例较大,而临时性短期负债的资本成本相对于长期负债和股权资本来说一般较低,因此在该政策下,公司的资本成本低于配合型筹资政策。但另一方面,由于公司为了满足永久性短期资产的长期、稳定的资金需要,必然要在临时性短期负债到期后重新举债或申请债务展期,将不断地举债和还债,加大了筹资和还债的风险。因此,激进型筹资政策是一种报酬高、风险大的营运资本筹集政策。

3.【解析】

(1)短期借款筹资的优点

首先,银行资金充足,实力雄厚,能随时为企业提供比较多的短期贷款。对于季节性和临时性的资金需求,采用银行短期借款尤为方便。而对于规模大、信誉好的大企业,更可以比较低的利率借入资金。其次,短期借款具有较好的弹性,可以在资金需要量增加时借款,在资金需要减少时还款。

(2)短期借款筹资的缺点

首先,资本成本较高。采用短期借款成本比较高,不仅不能与商业信用相比,与短期融资券相比也高出许多,而抵押借款因需要支付管理和服务费用,成本更高。其次,限制较多。向银行借款,银行要对企业的经营和财务状况进行调查后才能决定是否贷款,有些银行还要对企业有一定的控制权,要求企业把流动利率、负债率维持在一定的范围内,这些都会对企业构成限制。

第八章

一、单项选择题

1. C 2. C 3. C 4. D 5. A 6. B 7. B 8. C
9. B 10. D

二、多项选择题

1. AC 2. AD 3. ABD 4. ABC 5. ACD 6. ACD
7. ABD 8. ABCD 9. ABC 10. BC

三、计算分析题

1.【解析】

(1) 2018 年预计息税前利润 = $30\,000 \times 12\% = 3\,600$ (万元)

$$(2) \frac{(EBIT - 1\,000) \times (1 - 25\%)}{600 + 200} = \frac{(EBIT - 1\,700 \times 10\% - 1\,000) \times (1 - 25\%)}{600}$$

解方程得: $EBIT = 1\,680$ (元)

(3) 由于 2018 年预计息税前利润大于每股收益无差别点的息税前利润, 因此选择方案二即债务融资对企业才是有利的。

$$(4) K_s = \frac{0.5 \times (1 + 5\%)}{8.5} + 5\% = 11.18\%$$

$$2. \text{【解析】 } 2019 \text{ 年经营杠杆系数} = \frac{3\,600 - 3\,600 \times 50\%}{3\,600 - 3\,600 \times 50\% - 600} = 1.5$$

$$2019 \text{ 年财务杠杆系数} = \frac{3\,600 - 3\,600 \times 50\% - 600}{(3\,600 - 3\,600 \times 50\% - 600 - 900) \times (1 - 25\%)} = 5.33$$

2019 年复合杠杆系数 = $1.5 \times 5.33 = 7.995$

3.【解析】 长期借款的资本成本 = $400 \times 5\% / 400 = 5\%$

债券的资本成本 = $1\,000 \times 8\% \div [1\,200 \times (1 - 4\%)] = 6.94\%$

普通股的资本成本 = $0.5 \times (1 + 6\%) \div [8\,000 \div 1\,000 \times (1 - 5\%)] + 6\% = 12.97\%$

留存收益的市场价值 = $500 \times 8\,000 \div 1\,000 = 4\,000$ (万元)

留存收益的资本成本 = $0.5 \times (1 + 6\%) \div (8\,000 \div 1\,000) + 6\% = 12.63\%$

$$K_w = 5\% \times \frac{400}{400 + 1\,200 + 8\,000 + 4\,000} + 6.94\% \times \frac{1\,200}{400 + 1\,200 + 8\,000 + 4\,000} + 12.97\% \times \frac{8\,000}{400 + 1\,200 + 8\,000 + 4\,000} + 12.63\% \times \frac{4\,000}{400 + 1\,200 + 8\,000 + 4\,000} = 12.10\%$$

四、简答题

1.【解析】

用资费用是指因使用资金而付出的代价, 例如向债权人支付的股息、向股东支付的股利等; 筹资费用是指企业在筹集资本活动中为获得资本而付出的费用, 例如向银行支付的借款手续费, 因发行股票、债券所支付的发行费用。两者的不同特性有以下几点:

① 发生时点不同, 筹资费用一般发生在筹资活动开始时点, 属于一次性费用, 而用资费用是经常性的, 一般随着资金的使用进度不断发生; ② 筹资费用不会随着用资情况变化, 属于固定性资本成本, 而用资费用会因为使用资金数量及时期限长短而变动, 属于变动性资本成本; ③ 筹资费用相对较少, 而用资费用是资金成本的主要部分。

2.【解析】 企业筹资管理的基本要求, 是要在严格遵守国家法律法规的基础上, 分析影响筹资的各种因素, 权衡资金的性质、数量、成本和风险, 合理选择筹资方式, 提高筹资效果。具体原则如下:

- ①筹措合法原则:企业筹资要遵循国家法律法规,合理筹措资金。
- ②规模适当原则:要根据生产经营及其发展的需要,合理安排资金需求。
- ③取得及时原则:要合理安排筹资时间,适时取得资金。
- ④来源经济原则:要充分利用各种筹资渠道,选择经济、可行的资金来源。
- ⑤结构合理原则:筹资管理要综合考虑各种筹资方式,优化资本结构。

3.【解析】企业的筹资方式主要有吸收直接投资、发行股票、留存收益、长期借款、发行债券、混合筹资等,企业应当根据自身实际情况,选择适合的筹资方式。

①吸收直接投资:优点是有助于增强企业的财务实力、信用;有助于降低财务风险。缺点是资金成本比较高,容易分散控制权。

②普通股融资:优点是没有固定的股利负担;风险小、融资限制少;通过普通股融资还可以增强企业的信誉。缺点是普通股的融资资本成本较高;容易分散企业的控制权;同时企业过度依赖普通股融资,可能会是一种消极信号,导致股票价格下跌,进而影响企业其他融资手段的使用;可能会产生较高的隐性成本。

③留存收益:优点在于不需要筹资费用,并且可以产生节税效应。缺点是筹资的数量金额有限,并且会影响股票的价格。

④长期借款筹资:优点在于筹资速度快;借款弹性较大,具有较大的灵活性;资金成本较低;可以发挥财务杠杆的作用。缺点在于筹资风险较高;限制性条款比较多;筹资数量有限。

⑤债券筹资:优点在于资金成本较低;可以获得财务杠杆利益;可以保证股东的控制权;有利于公司调整资本结构。缺点在于财务风险较高;限制条件较多;筹资数量有限。

⑥优先股筹资:与债券相比,不支付股利不会导致企业破产;没有到期期限,不需要偿还本金;与普通股相比,发行优先股一般不会稀释股东权益,也不会减少股东的控制权和收益;可以获得资本永久使用权,有利于增加普通股的股东权益,有利于吸引投资者。优先股筹资的缺点在于资金成本较高,优先股股利不能在税前扣除,没有抵税作用;限制条件较多。

⑦可转换债券筹资:优点是有助于降低资本成本;便于筹集资金;有助于调整资本结构;有助于稳定股票价格,减少融资中的利益冲突。但是同时可转换债权投资有股价上扬的风险,虽然可转换债券的转换价格高于其发行时的股票价格,但如果转换时股票价格大幅上扬,而企业只能以较低的转换价格换出股票,会降低企业的股权融资额;可能会存在财务风险;丧失低息优势。

4.【解析】若公司采用的是固定股利政策,则股权资本成本=股利/当前股价= D/P ;

若公司采用固定股利增长政策,则股权资本成本=本期股利 $\times(1+增长率)$ /当前股价+增长率= $D_0 \times (1+g)/P+g$

5.【解析】长期借款、长期债券的资本成本称作债务资本成本,债务资本成本的计算方法主要有到期收益率法、可比公司法、风险调整法、财务比率法。

到期收益率法适用于目标公司目前有上市交易的债券。该方法使用内插法求折现率,即找到未来现金流出的现值等于现金流入现值的那一个折现率。

可比公司法适用于目标公司没有上市交易的长期债券,但是拥有上市交易债券的可比公司。该方法计算可比公司的长期债权到期收益率,作为本公司的长期债务资本成本。

风险调整法适用于目标公司目前没有上市交易的长期债券,也没有合适的可比公司,但是目标公司有信用评级资料。计算公式为债券债务资本成本=政府债券的市场回报率+企业信用风险补偿率。

财务比率法适用于目标公司没有上市的长期债券,没有合适的可比公司,并且没有信用评级资料。该方法主要根据关键财务比率大体上判断该公司的信用评级,有了信用级别就可以使用风险调整法确定其债务成本。

普通股资本成本的估计方法主要有资本成本定价模型、股利增长模型、债券收益率风险调整模型等。留存收益资本成本的估计与普通股资本成本相似,但是无须考虑筹资费用。

按照资本资产定价模型,证券(特别是股票)投资的必要报酬率等于无风险报酬率加上风险报酬率: $R = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$ 。其中, R_f 表示无风险报酬率, R_m 代表市场报酬率或者市场投资组合的期望报酬率; β

代表某公司股票收益率相对于市场投资组合期望收益率的变动幅度。

股利增长模型的计算方法如下,若公司采用的是固定股利政策,则股权资本成本=股利/当前股价= D/P ;若公司采用固定股利增长政策,则股权资本成本=本期股利 $\times(1+\text{增长率})$ /当前股价+增长率= $D_0 \times (1+g)/P+g$ 。若考虑发行费用,股权资本成本= $D/[\text{当前股价} \times (1-\text{发行费用率})]$;股权资本成本= $D_0 \times (1+g)/[\text{当前股价} \times (1-\text{发行费用率})]+g$ 。

债券收益率风险调整模型认为,普通股的求偿权在债权之后,因此持有普通股股票的风险要大于持有债权的风险。这样股东就必然要求获得超过债券投资报酬率的一定的风险补偿。用公式表示如下: $R_s = \text{税后债务成本 } R_d + \text{股东比债权人承担更大风险所要求的风险溢价 } R_p$ 。一般情况下,无风险利率 R_f 一般用同期国债收益率表示,股权风险溢价 R_p 可以凭借经验估计或者通过历史数据分析。

优先股的资本成本是优先股股东要求的必要报酬率,优先股资本成本包括股息和发行费用。计算公式为 $r_p = D_p / [P_p \times (1-F)]$, r_p 表示优先股资本成本, D_p 表示优先股每股年股息, P_p 表示优先股每股发行价格, F 表示优先股发行费用率。优先股资本成本的估计方法与债务成本类似,不同的只是其股利在税后支付,其资本成本会高于债务的资本成本。

6.【解析】 账面价值权重是指根据公司资产负债表上显示的会计价值来衡量每种长期资本的比例。使用账面价值确定企业资本构成的比例有一定的优势:相关资料容易从资产负债表中获得,计算方便,权重构成符合企业资本的实际构成。但是这种方法也有一定的缺陷:账面结构反映的是历史的结构,不一定符合企业未来融资成本的特点,会扭曲资本成本,账面价值与市场价值有极大的差异。

市场价值权重是指根据当前负债和权益的市场价值比例衡量每种资本的比例。采用这种方法的优势在于可以公允地反映公司资本结构构成的市场价值,便于测算企业预期的融资成本水平,有利于企业融资和投资决策。但是不足之处在于证券的市场价值经常处于波动之中,资本的权重缺乏稳定性。

目标价值权重是指根据按市场价值计量的目标资本结构衡量每种资本要素的比例。公司的目标资本结构,代表未来将如何筹资的最佳估计。如果公司向目标资本结构发展,目标资本结构权重更为适合。这种权重可以选用平均市场价格,回避证券市场价格变动频繁的不便,可以适用于公司评价未来的资本成本,而账面价值权重和实际市场价值权重仅反映过去和现在的资本成本。

7.【解析】 经营杠杆是由于企业经营成本中固定经营成本的存在而导致息税前利润变动率大于营业收入变动率的杠杆效应。经营杠杆系数(DOL)通常用来反映经营杠杆的大小和作用程度,以及评价企业经营风险的大小。在一定销售范围内,固定成本总额不变的情况下,经营杠杆系数说明了营业收入(销售量)增长(减少)所引起的息税前利润增长(减少)的幅度。

8.【解析】 财务杠杆是由于债务利息、优先股股利等固定融资成本所引起的普通股每股收益增长幅度大于息税前利润变动率的杠杆效应。财务杠杆系数(DFL)通常用来反映财务杠杆的大小和作用程度,以及评价企业财务风险的大小。财务杠杆系数表明息税前利润增长(减少)引起的每股收益的增长(减少)的幅度。

9.【解析】 复合杠杆又称总杠杆,是指由于固定经营成本和固定融资成本的存在而导致的普通股每股收益变动率大于营业收入变动率的杠杆效应。联合杠杆系数(DTL)能够估计出营业收入变动对每股收益造成的影响。

10.【解析】 每股收益无差别点,是指能使两个筹资方案每股盈余相等的息税前收益。即当息税前收益为无差别点时,无论是采用债务筹资还是股权筹资,公司的每股盈余是相同的。

当预计息税前收益大于每股盈余无差别点的息税前利润时,由于财务杠杆的作用,采用债务筹资时的每股盈余必然高于股权筹资下的每股盈余,增加债务筹资可以优化资本结构。但是,如果当息税前收益小于每股盈余无差别点的息税前利润时,由于财务杠杆的负效应,债务筹资下的每股盈余将会小于股权筹资下的每股盈余,在这样的情况下,增加股权筹资可以优化资本结构。因此,可以通过各种筹资方案下的每股盈余的比较,来选择能够使资本结构优化的追加筹资方案。

每股收益 $EPS = [(\text{息税前利润} - \text{债务利息}) \times (1 - \text{所得税税率}) - \text{优先股股息}] / \text{普通股股份数} = (EBIT - I) \times (1 - T) / N$

假设每股收益无差别点为 \overline{EBIT} , 则

$$(\overline{EBIT} - I_1) \times (1 - T) / N_1 = (\overline{EBIT} - I_2) \times (1 - T) / N_2$$

\overline{EBIT} :每股盈余无差别点; I :负债利息; I_1 、 I_2 :两种筹资方案下的年负债利息; N :流通在外的普通股股数; N_1 、 N_2 :两种筹资方案下流通在外的普通股股数。

在每股盈余无差别点既定的基础上,再预计追加筹资下的 $EBIT$,预计的 $EBIT$ 大于 \overline{EBIT} ,选择债务资金的追加筹资方式可以提高每股盈余,相对应的资本结构为最佳资本结构;反之,则应该选择股权资本的追加筹资方式。

五、案例分析题

【解析】

(1)应用 CAPM 模型,计算股权资本成本:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) = 4\% + 1.2 \times (10.5\% - 4.0\%) = 11.8\%$$

计算债务的税后资本成本:

$$\text{每年的税后利息费用} = 100 \times 7\% \times (1 - 30\%) = 4.9 (\text{元})$$

运用试错法:

$$\text{采用 } 5\% \text{ 的折现率,现值为 } 4.9 \times 5.78637 + 100 \times 0.71068 = 99.42。$$

$$\text{采用 } 7\% \text{ 的折现率,现值为 } 4.9 \times 5.38929 + 100 \times 0.62275 = 88.68。$$

$$\frac{r_p - 5\%}{7\% - 5\%} = \frac{99.42 - 94.74}{99.42 - 88.68}$$

$$r_p = 5.87\%$$

计算 WACC:

$$\text{文汇公司发行的股票数} = 1500 \div 1 = 1500 (\text{万股})$$

$$\text{股票总市值 } V_e = 1500 \times 8.4 = 126000 (\text{万元})$$

$$\text{债券总市值 } V_p = 1500 \times 94.74 \div 100 = 1421.1 (\text{万元})$$

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= r_e \cdot \left(\frac{V_e}{V_e + V_p} \right) + r_p \cdot \left(\frac{V_p}{V_e + V_p} \right) \\ &= 11.80\% \times \left(\frac{126000}{126000 + 1421.1} \right) + 5.87\% \times \left(\frac{1421.1}{126000 + 1421.1} \right) = 11.1 \end{aligned}$$

(2)股权融资的风险要高于债务融资,股权资本成本大于债务资本成本。传统观点认为,WACC 最低时的资本结构即为最优资本结构。随着较便宜的债务资本的增加,WACC 下降,但是债务资本增加到一定程度,公司财务风险加大,股权资本成本随之上升,WACC 将加大。

MM 理论认为,在无所得税、无破产成本、无交易成本、无信息不对称的完美资本市场中,公司的资本结构不影响公司价值,资本结构不影响 WACC。随着债务比例的加大,较便宜的债务资本成本所带来的好处,被加大的股权资本成本恰好抵销,WACC 保持不变。

公司所得税的作用。基于债务利息的税盾效应,公司融资应全部采取债务融资。但是,若考虑到高额债务所产生的财务困境成本和破产成本、代理成本,这一结论并不成立。

权衡理论认为,需要权衡债务的利息税盾收益、激励收益与财务困境成本、破产成本、代理成本,债务的边际收益等于边际成本时的债务水平,即为最优资本结构。

基于信息不对称的排序理论认为,公司应首选留存收益融资,其次为债务融资,最后为股权融资。公司融资不再寻求考虑 WACC 的最小化。

(3)文汇公司为了并购 A 公司需要的融资额为 5015 万~6400 万元。考虑并购溢价,需要的融资额要更高。文汇公司当前的资本结构(债务股权比率,基于账面价值)是 60% $(1500 \div 2500 \times 100\%)$,如果采用债务融资,收购后,公司的债务将至少增加 7015 万元(新增债务融资 5015 万元以及 A 公司现有的 2000 万元债务),杠杆水平将高达 346% $[(1500 + 5015 + 2000) \div 2500 \times 100\%]$ 。现金收购,B 公司原股东退出。

这一杠杆水平非常高,公司需要考虑高杠杆所产生的财务风险,比如支付利息偿还本金的能力以及潜在

的破产风险。问题的关键是,并购所产生的收益是否能够超过债务融资带来的成本和风险。

第九章

一、单项选择题

1. A 2. B 3. D 4. A 5. C 6. D

二、多项选择题

1. ABC 2. AB 3. ABD 4. AD 5. BD

三、计算分析题

1.【解析】

- (1)发放现金股利所需税后利润 $=0.05 \times 6\,000 = 300$ (万元);
(2)投资项目所需税后利润 $=4\,000 \times 45\% = 1\,800$ (万元);
(3)计划年度的税后利润 $=300 + 1\,800 = 2\,100$ (万元);
(4)税前利润 $=2\,100 / (1 - 25\%) = 2\,800$ (万元);
(5)计划年度借款利息 $=(\text{原长期借款} + \text{新增借款}) \times \text{利率} = (9\,000 / 45\% \times 55\% + 4\,000 \times 55\%) \times 11\% = 1\,452$ (万元);
(6)息税前利润 $=2\,800 + 1\,452 = 4\,252$ (万元)。

2.【解析】

- (1)2019年净利润的股利支付率 $=3\,000 / 12\,000 \times 100\% = 25\%$;
(2)2019年净利润的股利支付率 $=3\,000 / 10\,000 \times 100\% = 30\%$;
(3)2019年净利润的股利支付率 $=(12\,000 - 8\,000 \times 3/5) / 2\,000 \times 100\% = 60\%$;
(4)2020年分配股利 $=2\,400 + (12\,000 - 2\,000) \times 16\% = 3\,600$ (万元);
2019年净利润的股利支付率 $=3\,600 / 12\,000 \times 100\% = 30\%$ 。

四、简答题

1.【解析】 相同点:股东都会得到现金收入,公司所有者权益都会减少。

不同点:股票回购有着与发放现金股利不同的意义。

①对股东而言,股票回购后股东得到的资本利得需要缴纳资本利得税,发放现金股利后股东则需缴纳股利收益税。

②对公司而言,股票回购有利于增加公司价值:

第一,公司进行股票回购的目的之一是向市场传递了股价被低估的信号。

第二,当公司可支配的现金流明显超过投资项目所需的现金流时,可以用自由现金流进行股票回购,有助于提高每股收益。

第三,避免股利波动带来的负面影响。

第四,发挥财务杠杆的作用。

第五,通过股票回购,可以减少外部流通股的数量,提高股票价格,在一定程度上降低公司被收购的风险。

第六,调节所有权结构。

2.【解析】 相同点:普通股股数增加;每股收益和每股市价下降;资本结构不变。

不同点:股票分割会降低每股面值,股票股利不会降低每股面值;股票分割不会导致股东权益内部结构变化,股票股利会导致股东权益内部结构变化;股票分割不属于股利支付方式,股票股利属于股利支付方式。

3.【解析】 固定股利政策有利于树立公司良好形象,增强投资者对公司的信心,稳定股票的价格;稳定的股利有利于投资者安排股利收入和支出。缺点在于股利的支付与盈余相脱节,当盈余较低时仍要支付固定的

股利,这可能导致资金短缺,财务状况恶化;同时不能像剩余股利政策那样保持较低的资本成本。固定股利支付率政策能使股利与公司盈余紧密地配合,以体现多盈多分、少盈少分、无盈不分的原则,才算真正公平地对待了每一位股东。但是在这种政策下各年的股利变动较大,极易造成公司不稳定的感觉,对于稳定股票价格不利。剩余股利政策可以保持理想的资本结构,使加权平均资本成本最低。缺点是各年股利变动大,对于稳定股价不利。低正常股利加额外股利政策使公司具有较大的灵活性;这种股利政策可使那些依靠股利度日的股东每年至少可以得到虽然低但比较稳定的股利收入,从而留住这部分股东。

4.【解析】 股利宣告日、股权登记日、除息日(除权日)、股利支付日。

股权登记日的股票价格=除息日的股票价格+本次股利

在除息日,上市公司发放现金股利、股票股利以及资本公积转增资本后,股票的除权参考价=(股权登记日收盘价-每股现金股利)/(1+送股率+转增率)

5.【解析】 抑制经理人员随意支配自由现金流的代理成本;保护处于外部投资者保护程度较弱环境中的小股东。

第十章

一、单项选择题

1. A 2. A 3. C 4. D 5. A 6. D

二、多项选择题

1. BD 2. ABCD 3. ACD 4. BCD 5. BC

三、计算分析题

1.【解析】 后续期每股股权现金流量终值=后续期第一年每股股权现金流量/(股权资本成本-永续增长率)= $5.1011 \div (12\% - 3\%) = 56.6789$ (元/股)

后续期每股股权现金流量现值= $56.6789 \times (P/F, 12\%, 5) = 32.16$ (元/股)

预测期每股股权现金流量现值=各期股权现金流量的现值之和=6.18(元/股)

每股股权价值= $32.16 + 6.18 = 38.34$ (元/股)

2.【解析】 营业净利率= $3.82 \div 83.06 \times 100\% = 4.6\%$

股权成本= $7\% + 0.75 \times (12.5\% - 7\%) = 11.125\%$

市销率= $\frac{4.6\% \times 74\% \times (1+6\%)}{11.125\% - 6\%} = 0.704$

乙公司股票价值= $50 \times 0.704 = 35.20$ (元)

四、简答题

1.【解析】 (1)价值评估可以用于投资分析。

(2)价值评估可以用于战略分析。

(3)价值评估可以用于以价值为基础的管理。

2.【解析】 市盈率模型的优点:首先,计算市盈率的数据容易取得,并且计算简单;其次,市盈率把价格和收益联系起来,直观地反映投入和产出的关系;最后,市盈率涵盖了风险、增长率、股利支付率的影响,具有很高的综合性。

市盈率模型的局限性:如果收益是负值,市盈率就失去了意义。因此,市盈率模型最适合连续盈利的企业。

3.【解析】 (1)收益法:是通过对未来收益加以折现来评估企业价值,一般包括实体自由现金流量折现模型、股权自由现金流量折现模型、股利折现模型和经济利润折现模型等。

(2)市场法:是将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较以确定评估对象价值,一般包括上市公司比较法、交易案例比较法。

(3)成本法:是以估算获得标的资产的现实成本进行估价。

4.【解析】 债务增加时,风险上升,股权成本会上升,而上升的幅度不容易测定。加权平均资本成本受资本结构的影响较小,比较容易估计。债务成本较低,增加债务比重使加权平均资本成本下降。与此同时,债务增加使风险增加,股权成本上升,使得加权平均资本成本上升。在无税和交易成本的情况下,两者可以完全抵消;在有税和交易成本的情况下,债务成本的下降也会大部分被股权成本的上升所抵销,平均资本成本对资本结构变化不敏感,估计起来比较容易。

5.【解析】 确定折现率的基本原则实质上是确定一个合理的期望投资报酬率,它通过估算企业的资本成本来确定。由于企业存在多种收益口径的选择,因此,评估人员需要注意折现率必须与被折现的现金流量的类型和风险相一致,估计折现率的一个重要原则就是:股东自由现金流量与股权资本成本相匹配,企业自由现金流量与加权平均资本成本相匹配。

五、案例分析题

1.【解析】 (1)2020 年税后经营净利润 $=61.6+23\times(1-20\%)=80$ (亿元)

2020 年经营营运资本增加 $=(293-222)-(267-210)=14$ (亿元)

2020 年营业现金净流量 $=80+30-14=96$ (亿元)

2020 年购置固定资产的现金流出=资本支出=净经营性长期资产增加+本期折旧与摊销 $=(281-265)+30=46$ (亿元)

2020 年实体现金流量 $=96-46=50$ (亿元)

(2)实体价值 $=\frac{50}{12\%-6\%}=833.33$ (亿元)

或: $\frac{50}{1+12\%}+\frac{50\times(1+6\%)}{12\%-6\%}\times(1+12\%)^{-1}=833.33$ (亿元)

股权价值 $=833.33-164=669.33$ (亿元)

(3)实体价值 $=700+164=864$ (亿元)

$864=2020$ 年实体现金流量 $\div(12\%-6\%)$

2020 年实体现金流量 $=864\times(12\%-6\%)=51.84$ (亿元)

第十一章

一、单项选择题

1. D 2. C 3. A 4. B 5. B 6. C 7. A 8. D

二、多项选择题

1. CDE 2. ABE 3. BCDE 4. ABCDE 5. ABCDE

三、计算分析题

1.【解析】 B 公司的价值 $V=18\times 4\ 500=81\ 000$ (万元)

2.【解析】 (1)燕宝公司目前股价 $=3\times 10=30$ (元/股);英伦公司目前股价 $=1.25\times 8=10$ (元/股)

因此,燕宝公司的收购价格应为: $10\times(1+20\%)=12$ (元/股)

股票交换比例 $=12\div 30=0.4$

则,燕宝公司应发行新股股数 $=800\times 0.4=320$ (万股)。

(2)公司完成并购后新公司的普通股总股数为 2 320 万股

则新公司的每股收益 $= (6\,000 + 1\,000) \div 2\,320 = 3.017$ (元)。

(3)如果并购后公司的市盈率仍维持10倍,则股价 $= 3.017 \times 10 = 30.17$ (元)。

四、简答题

1.【解析】 经营协同效应理论认为公司的经营活动存在着规模经济,规模经济是由某些资源的不可分割性而产生的。通常在公司合并之前,公司的经营活动不能达到实现规模经济的潜在要求,而通过横向、纵向或混合并购可以获得规模经济,实现经营协同效应。例如,公司的人员、设备、一般管理费用等固定成本,如果被分摊到较大的产出量中,就可以降低单位产品的成本,相应地提高产品利润率。

2.【解析】 公司自由现金流量是以目标公司为主体计算出的现金流量,它是全部现金流入量扣除成本费用和必要的投资后剩余的现金流量;是公司在一定期间内为包括普通股股东、优先股股东和债权人在内的所有投资者创造的净现金流量。公司自由现金流量等于息前税后利润加上折旧减去资本性支出和营运资本增加额后的余额。股权自由现金流量是公司普通股股东所能获得的现金流量,是公司全部现金流入量扣除成本费用、必要的投资、偿还债权人本金和利息、支付优先股股利后剩余的现金流量;等于净利润加上折旧、新增债务额,减去资本性支出、营运资本增加额、债务本金偿还额和优先股股利之后的余额。

3.【解析】 公司分立是公司收缩经营规模的一种重要方式。公司分立是指一家公司依法分成两个或两个以上公司的经济行为,主要有以下两种形式。

(1)新设分立。新设分立是指将一家公司分割成两家或两家以上的具有法人资格的公司,原公司解散。

(2)派生分立。派生分立是指一家公司将原公司的一部分资产和业务分离出去,另设一家新的公司,原公司存续。

4.【解析】 财务危机也可以称为财务困境或财务失败,是指企业由于现金流量不足,无力偿还到期债务,而被迫采取非常措施的一种状态。发生财务危机的经营状况征兆有:

(1)盲目扩大企业规模。企业规模的扩大通常有两种形式:一是内部扩充;二是外部扩张。内部扩充会增加固定资产投资,耗用企业大量现金。并购是外部扩张的一条捷径,但是作为一种高风险、高收益的行为,不少企业只看到其好处,而忽视了潜在的风险。如果企业同时在许多地方大举收购其他企业,同时涉足许多不同领域,则可能使企业负担过重,出现资金紧张问题。

(2)企业信誉不断降低。信誉是企业在长期经营中创立和积累起来的,是企业的一种重要的无形资产。

(3)关联企业趋于倒闭。由于赊销业务的大量存在,企业之间形成了紧密的债权债务关系,因此当一家企业出现财务危机时,就可能影响关联企业的财务状况。

(4)产品市场竞争力不断减弱。产品市场竞争力的高低主要体现在企业产品所占的市场份额和盈利能力上。如果企业的产品出现积压,市场占有率明显下降,或产品市场份额未变,但盈利空间明显缩小,就说明企业市场竞争力在减弱,从而可能导致财务危机的出现。

(5)无法按时编制和报送财务报表。

5.【解析】 破产财产是指依法在破产宣告后,可依破产程序进行清算和分配的破产企业的全部财产。破产财产的构成条件是:(1)必须是破产企业法人可以独立支配的财产;(2)必须是在破产程序终结前属于破产企业的财产;(3)必须是依照破产程序可以强制清偿的债务人的财产。

五、案例分析题

(1)当企业在一个行业中发展到一定规模时,为了分散风险和加快企业的发展,可以采取多元化经营战略。但是A公司的多元化战略实施得过早,存在问题如下:

①曾经的主业电脑行业本应继续做大做强,依靠技术革新增强竞争力,而非在市场竞争中采取防守策略。A公司本可以利用其规模小、成长性好的优势,采用差异化战略在电脑行业继续发展。

②A公司后续选取的医药和房地产,与之前的电脑主业差异较大,不能很好地形成互补的优势。

③在多元化战略实施过程中,A公司表现得比较急躁,房地产行业需要大量的资金,很容易导致在其他行业的投资不足,一旦资金紧张,企业陷入财务危机的可能性就大大增加。

- ④没有进行制度革新,管理水平未得到提升。
- ⑤缺乏自己的企业文化。
- (2)A 公司陷入财务危机的原因主要有:
 - ①企业管理结构存在缺陷。
 - ②盲目扩大规模,过度经营。
 - ③过于激进地开发大项目,头脑过热。
 - ④后期过度依赖外部筹资,财务结构失衡。
 - ⑤没有对经营环境作出正确判断,从而自我定位失误。

第十二章

一、单项选择题

1. C 2. B 3. D 4. C 5. A

二、多项选择题

1. ABC 2. ACD 3. BD 4. ABD 5. ABCD

三、简答题

1.【解析】(1)寻求生产高效率。随着国内竞争的加剧和在其他市场需求的增加,公司通常决定必须在海外生产产品。假设具有必要技能的劳动力和交通基础设施供应充足。总部设在高成本的国家的公司有强烈的意图将生产转移到较低成本的地区。

(2)避开政治、贸易和监管壁垒。政府有时对进口商品和服务施加关税、配额和其他的限制。他们经常这样做来增加收入,保护国内产业,追求各种政治和经济政策目标。为了规避政府的壁垒,公司经常将生产基地拓展到国外。

(3)扩大市场。当一家公司的国内市场成熟后,国外市场的成长机会通常更好。根据产品生命周期理论,一家公司首先在其国内市场生产,可以更好地开发其产品并满足国内客户的需求。这将吸引竞争对手加入,但当国内市场迅速发展,新客户的出现会使销售额出现令人满意的增长。然而,随着国内市场的成熟,以及总需求的增长放缓,竞争变得更加激烈。同时,国外市场对产品的需求也在增加,这就促使公司将生产转移到海外,一方面可以满足外国客户需求,另一方面可以降低生产和运输成本,使公司可以保持竞争地位。

(4)寻求原材料和新技术。许多重要的原材料的供应在地理上分散,所以许多公司必须将公司迁移到原材料被发现的地方,即使在一些地方经营会存在挑战。

(5)保护生产过程和产品。公司通常拥有特定的无形资产,如品牌公司、生产技术和营销技能、管理才能和卓越的研发能力。遗憾的是,涉及无形资产的产权往往很难保护,特别是在国外市场。为了对生产过程、售配送系统和产品本身保密,公司宁愿自己在海外投资,也不愿意授权给当地的外国公司经营。一旦一家公司的配方或生产过程泄露给当地的其他公司,那些当地公司可能很容易开发类似的产品或采用相似的制作过程。这将削减公司的销售收入。

(6)分散风险。通过建立全球范围内的生产基地和销售市场,公司可以减缓单一国家经济不景气的影响。

(7)维护客户。一家公司进军国外,并从事生产和销售经营,那么,在这些新的地区,公司需要生产要素和服务。如果公司能从所在国的一家供应商那里获得所需的全部生产要素,那么,维持双方的合作关系将是一件很容易的事,并且公司有可能从中获得规模经济和其他好处。因此,从生产要素和服务供应商的角度看,跟随客户到国外市场去发展是非常明智的。

2.【解析】(1)保证宏观经济原则。在处理企业、部门的微观经济利益与国家整体的宏观利益的问题上,企业部门通常是尽可能减少或避免外汇风险损失,而转嫁到银行、保险公司甚至是国家财政上去。在实际业务中,应把两者利益尽可能很好地结合起来,共同防范风险损失。

(2)分类防范原则。对于不同类型和不同传递机制的外汇汇率风险损失,应该采取不同适用方法来分类防范,以期奏效,但切忌生搬硬套。对于交易结算风险,应以选好计价结算货币为主要防范方法,辅以其他方法;对于债券投资的汇率风险,应采取各种保值为主的防范方法;对于外汇储备风险,应以储备结构多元化为主,又适时进行外汇抛补。

(3)稳妥防范原则。该原则从其实际运用来看,包括三方面:①使风险消失;②使风险转嫁;③从风险中避损得利。尤其第三点,是人们追求的理想目标。

3.【解析】 ①贸易壁垒;②不完全的劳动力市场;③无形资产;④纵向一体化;⑤产品生命周期;⑥为股东提供投资分散化服务。

四、案例分析题

当前经济的格局对跨国公司有着很大的影响,它的某方面的变动和国际关系的改变都会从不同程度上对跨国公司造成一定的冲击。然而经济全球化已成为当今世界的一大趋势,其发展速度以及对社会经济生活的影响广度与深度,正在引起人们的普遍关注。我们之所以提出“经济全球化与跨国公司”这一命题,是因为两者有着极其密切的联系,尤其是20世纪80年代以来,跨国公司在经济全球化中扮演了日益显著而重要的角色。经济全球化是经济活动跨越民族、国家疆界进行的一个过程,即生产要素愈益自由地在全球范围内进行配置。但应当指出的是,这一进程并非由某个人或国家所决定的,或者说不以人们的主观意志为转移的。经济全球化的基本动因来自两个方面:

一是由资本的本质所决定的。复地在第二次筹资时就是遇到了这样的情况。资本具有增值的本性,并以获取最大限度的利润为目标,而市场经济则为其提供了广阔舞台。特别是自20世纪90年代以来,有越来越多的国家加入市场经济的行列,资本的跨国流动也进一步加速。当资本达不到企业上市所需募集的份额时,对其自身的发展和上市是有很大决定性作用的。

二是由生产力自身发展规律所决定的。生产力的发展尤其是大的发展变化,都会引起资本的急剧扩张和经济的全球化,历史上两次大的科技革命(蒸汽机的发明和电气化的普及)均促成了经济全球化浪潮。这既是生产力发展的结果,反过来又为生产力的进一步发展开辟了道路。现如今的发展规律不再是一开始的蒸汽电力的发展而是全球经济发展规律,资本的流通,国际贸易的单边到多边发展以及消费市场的发展,复地的第三次成功很大一部分归因于将10%的股份公开发售,这样就是遵循市场发展的规律,扩大了市场发展面。