

融资成本与管理成本

《证券分析》 CH47

陈泽理

2024/04/30

一个投资信托融资例子

- 1929年1月美国石油公司的组织和融资状况：
 - 向公众以每股34美元的价格发行了3,250,000股股票
 - 公司获得每股31美元的净额，总计约1亿美元
 - 同时发行认股权证
 - 认股权证有效期5年，行权后可以以每股34美元的价格额外认购1,625,000股股票
 - 购买对应一股普通股的认股权证所需投入大约是股价的 $\frac{1}{6}$ （假设行权概率为 $\frac{1}{2}$ ）

管理成本中的三个项目

- 以34美元购买股票的投资者将会被以三种途径为“管理”进行付费
 - 支付价格与公司实际到款之间的差额
 - ✓ 支付给承销商，每股3美元
 - 通过发行给利益相关者认股权证而支付的价值
 - ✓ 公司净值的1/6被分配给认股权证，约1679万美元
 - 通过高管得到的报酬及采用 公司形式所导致的额外税收
 - 合计2654+万美元，大约占总资金的25%-30%
 - 不仅仅是投入的本金牺牲比例，也是未来利润的扣除比例。

支付这一成本获得了什么？

- 管理技能存在严重的限制。
 - 董事并无义务将自己全部甚至是主要精力投入到企业中
 - 公司预期评估限制。公司致力于投资单一的石油领域，判断和分析的范围被大大限制，资金高度集中。
- 支付的管理成本相对于获取的服务价值过高
- 管理成本没有得到相应披露，被认股权证所掩饰

投资信托融资中投资银行的立场

- 三个券商出售股票原则
 - 企业必须经营良好，提供足够的记录和财务报表供公众以发行价购买股票的合理性做出判断；
 - 投资银行必须首先代表股票购买者的利益而行动，并且它必须与公司管理层保持距离。他的职责包括，保护他的客户免于向管理层支付过度的补偿以及阻止可能有损股东利益的政策；
 - 投资银行拿走的补偿必须是合理的，它代表了公司为募资服务所支付的费用。
- 投资信托的管理层和其投资银行在大体上是相同的
- 对融资和管理的补偿不得不仅仅由接受服务的人决定，而且没有公认的合理标准来进行控制

投资银行的新角色

- 双重伪装
 - 代表自己与企业的发起人做一笔交易；
 - 与社会公众做一笔交易，从公众身上募集承诺投给企业的资金。
- 其获得的报酬使其与投资者的关系发生重大变化
 - 将投资银行看作投资者自己的经纪人和代理人
 - 将投资银行看作努力筹集资金将企业经营下去的“企业发起人-经营者-管理者”
- 1933年《证券法》要求充分披露来保护投资者，但除了分析师很少有人能捕捉关键信息。

公众应当为新的企业融资吗？

- 把资本投入到新企业中对国家的发展是十分有必要的，但由公众进行融资的新企业并不能给国家的建设带来巨大的贡献。
- 新企业所需的资本应当在私人或者个人的基础上提供，即组织者本身或者是组织者关系亲密的人提供。
- 禁止新企业和**不成熟**的企业向公众公开发行股票，这样做才符合国家的利益。
- 不成熟：规模、经营状况等。

投资银行不稳健带来的影响

- 投资银行标准的放松、利用巧妙的手段来增加个人报酬，对企业管理领域产生不良影响。
- 管理层认为他们自己应当获得可观的薪水，也应该大幅参与企业利润的分配，但这应取决于管理层自身的能力。
- 管理层经常使用一些手段来保护自己的收益，比如低价购买认股权证。
- 1933年证券法立法，管理层报酬需要在10-K中披露。
- 股东本身可以通过披露很好地控制报酬，那么他们的利益就能够得到很好的保护。