

资本结构

《证券分析》 CH40

陈泽理

2024/04/09

优先证券与普通股

- 公司总资本中优先证券和普通股所占的比例对其每股收益能力的影响很大？
- 假定三家企业ABC，其近期平均收益均为\$1,000,000.
- A: 发行了100,000股普通股;
- B: 发行了\$6,000,000, 利率为4%的债券及100,000股普通股;
- C: 发行了\$12,000,000,利率为4%的债券及100,000股普通股.
- 假定债券的价值等于其面值，普通股股价是其每股收益的12倍.

优先证券与普通股

- 盈利能力完全相同的公司，因其资本结构的不同导致价值不同。
- 资本结构本身对企业控制人而言是可控的。
- 一家企业是否可以通过改变优先证券和普通股的比例，任意增加或减少其公允价值？

| 公司 | 普通股收益 | 普通股价值 | 债券价值 | 公司的总价值 |
|----|-----------|------------|------------|------------|
| A | 1 000 000 | 12 000 000 | | 12 000 000 |
| B | 760 000 | 9 000 000 | 6 000 000 | 15 000 000 |
| C | 520 000 | 6 000 000 | 12 000 000 | 18 000 000 |

优先证券与普通股

- 相比于B公司，A公司没有债务，风险更小，当收益增加或减少时，A公司的股票相对B公司受到的影响更小。
- 如果B公司的市盈率为12，那么A公司的市盈率就应该更高。
- A公司的普通股相当于B公司的债券和普通股。
- 实际中，普通股的购买者几乎不会意识到普通股中债券部分的存在。

| 假设收益（单位：美元） | 每股收益（单位：美元） | | 每股收益与基数相比 | |
|-------------|-------------|--------|-----------|-------|
| | 公司 A | 公司 B | 公司 A | 公司 B |
| 1 000 000 | 10. 00 | 7. 60 | (基数) | (基数) |
| 750 000 | 7. 50 | 5. 10 | -25% | -33% |
| 1 250 000 | 12. 50 | 10. 10 | +25% | +33% |

最优资本结构原则

- 对于任何企业而言，最优的资本结构中应包含优先证券，其数量应该符合安全发行以及安全投资的标准。
- 从股东的视角出发，发行普通股来筹集资本相对于发行债券而言产生的收益更少。
- 适当利用银行贷款来应付季节性资金需求是更为有益且合理的选择。

| 假设收益（单位：美元） | 每股收益（单位：美元） | | 每股收益与基数相比 | |
|-------------|-------------|--------|-----------|-------|
| | 公司 A | 公司 B | 公司 A | 公司 B |
| 1 000 000 | 10. 00 | 7. 60 | (基数) | (基数) |
| 750 000 | 7. 50 | 5. 10 | -25% | -33% |
| 1 250 000 | 12. 50 | 10. 10 | +25% | +33% |

负债越高越好吗？

- C: 发行了\$12,000,000,利率为4%的债券及100,000股普通股.
- 收益仅仅为利息费用的两倍，这种债券并不安全。
 - C公司收益率为8%，所有者通过发行4%利率的债券就能回收自己的所有投资，并依然能保持企业的控制权。
- 因此，C公司的债券往往会折价销售
 - 根据CH26，不安全的投机性债券价格不应超过\$70
- 审慎的投资者会因其财务风险太大而避开C，因此C的市盈率也可能达不到12.
- 最终，C的总值可能会低于\$15,000,000(B公司)
- 当优先证券的数量大到对发行和投资不安全时，优先证券在资本结构中也不再具有优势了。

投机性资本结构中的杠杆因素

- 尽管投机性资本结构公司的所有证券不再属于投资级的范围，但其普通股具有明显的投机优势。
- C公司收益增长25%，其普通股每股收益可以增长50%。
- 在牛市中，投资性资本结构的企业其股价相对较高，在熊市中，其下跌幅度更大。
- 若投机性资本结构公司股票以低价发行，那么这些公司的股票上涨空间远大于下跌空间。

| 表 40—3 | | 美国供水和电气公司的普通股数据 | | | | (单位: 美元) |
|-------------------------|--------|-----------------|---------|-----------|---------------------|----------|
| 项目 | 1921 年 | 1923 年 | 1924 年 | 1929 年 | 1929 年与 1921 年数字的比率 | |
| 总收入 ¹ | 20 574 | 36 380 | 38 356 | 54 119 | 2. 63 : 1 | |
| 相对于费用的净收益 ¹ | 6 692 | 12 684 | 13 770 | 22 776 | 3. 44 : 1 | |
| 固定费用和优先股股息 ¹ | 6 353 | 11 315 | 12 780 | 16 154 | 2. 54 : 1 | |
| 普通股收益余额 ¹ | 339 | 1 369 | 990 | 6 622 | 19. 53 : 1 | |
| 报告中的数据: | | | | | | |
| 普通股股数 | 92 000 | 100 000 | 500 000 | 1 657 000 | | |
| 每股收益 | 3. 68 | 13. 69 | 1. 98 | 4. 00 | | |
| 普通股最高价 | 6. 5 | 44. 75 | 41. 875 | 199 | | |

投机性资本结构中普通股的投机价值

- 投机性资本结构的公司中，普通股股东的利益是以牺牲优先证券持有者的利益为代价。
- 普通股股东利用少量自有资金和大量优先证券持有者的资金来经营公司，仅承担相对较少的风险。
- 普通股股东拥有对企业未来利润的“廉价的看涨期权”。
- 当行情不好时，普通股股东无法以优先证券持有者的利益为代价来获取自己的收益。

结论

- 购买具有投机性资本结构公司的普通股时，只能选择股价低于正常水平或者市场总体水平的股票。
- 进行这种投机时，应优先选择优先债券为优先股的公司而不是债券的公司，这样能最小化甚至消除普通股因债券违约而退市的风险。
- 切记，任何股票不可能完全实现预期收益。