

从詹森指数到公司控制与资本结构理论

2007-4-20

由于兼具专业化管理、长期理性投资、支持和稳定市场等功能作用，二十世纪六十年代以来证券投资基金在各国发展势头迅猛。随着基金规模的不断扩张，基金产业竞争加剧。如同一项持续、激烈的竞赛，基金经理为排名而战，其收益水平、未来升迁等都与定期绩效排名高度相关。如何对基金绩效作科学而准确的价值判断就显得尤为重要。经过时间和市场的检验，在各种排名方法中，迈克尔·詹森(Michael Jensen) 29岁时(1968年)在“1945-1964年间共同基金的业绩”一文中提出的詹森指数，逐渐成为衡量基金绩效最为常用的经典方法。

早期在评价基金业绩时，用一段时期内资产净值平均增长率所表示的基金收益是较简单的指标，但它没有将基金收益与获得这种收益所承担的风险综合考虑。詹森指数的特点是综合考虑收益和风险两个因素，比单纯考虑基金收益大小要更科学，也更具有可比性。

詹森指数法直接在诺贝尔经济学奖成果——资本资产定价理论(CAPM)的基础之上，引入了市场基准指数，能直接告诉人们各基金表现优于基准组合的程度。依据CAPM，在均衡条件下，任何证券或组合的期望收益完全由其系统风险的大小所决定。因此，由CAPM模型所给出的这种期望收益率就可以作为衡量基金组合表现的基准。具体而言，若实际取得的收益率扣除由资本资产定价模型所决定的期望(理论)收益率的差值为正，说明基金组合收益在经由资本资产定价模型进行的风险收益调整后的表现优异，基金绩效超过了市场表现，基金经理具有超常的选股能力，跑赢大市，且差值越大，业绩越好；如果差值为负，则说明基金组合风险调整后的表现较差，基金经理的选股能力欠佳，跑输了指数。这个差值即为詹森指数。将詹森指数的概念运用于基金投资中，就是要通过主动管理的方式，追求詹森指数的最大化，来创造基金投资超额收益的最大化。

除了在资本市场理论中确立举足轻重地位外，1985年进入哈佛商学院任教的詹森，还有不少为他赢得了无数荣誉的理论成就。最突出的是在公司控制理论和资本结构理论方面的开创性工作。作为代理经济学的创始人之一，詹森和麦克林1976年发表了“企业理论：经理行为、代理成本与所有权结构”，文章吸收了代理理论、产权理论和财务理论，提出了“代理成本”概念和企业所有权结构理论。该文也成为企业理论领域中引用度最高的经典论文之一。

在现代企业理论中，关于企业的性质，有两种影响较大的观点，表现为对企业的两种不同定义，一是科斯的定义，二是詹森和麦克林的定义。詹森和麦克林认为，传统新古典经济学的企业理论，实际上是企业扮演重要角色的市场理论。企业作为一个“黑盒子”，按有关

产出和投入的边际条件运行，以实现利润或现值最大化。传统的企业理论不能解释企业各参与者相互冲突的目标是怎样达到均衡而实现利润或现值最大化的，也不能解释“所有权与控制权分离”的现象，以及大公司经理的行为。

在詹森和麦克林看来，企业的本质是契约关系。他们把企业定义为一种组织。这种组织和大多数其它组织一样，是一种法律虚构，其职能是为个人之间的一组契约关系充当连接点；就企业而言，这“一组契约关系”就是劳动所有者、物质投入和资本投入的提供者、产出品的消费者三方之间的契约关系。这里的契约关系既包括我们通常理解的明确的书面或口头契约，也包括不明确契约，即所谓“默契”。从这个观点出发，把企业人格化，比如说，问企业的目标函数是什么，就是严重的误导。企业不是个人，而是使许多个人冲突的目标在契约关系框架中实现均衡的复杂过程的焦点。因此，产权这个概念就有了决定成本和报酬如何在一个组织的参与者之间分配这个更宽一些的含义。由于权利通常都是由或明或暗的契约规定的，所以组织中个人，包括经理人员的行为，都取决于这些契约的性质。换言之，契约，尤其是企业所有者与经营者之间的契约所规定的产权，应当具有明确的行为含义。

同产权理论相关或互补的是代理理论。詹森和麦克林把代理关系定义为这样一种关系：委托人授予代理人某些决策权，要求代理人提供有利于委托人利益的服务；并且认为，假定双方都追求效用最大化，那么就有理由相信，代理人不会总是根据委托人的利益采取行动。为解决这个问题，首先，委托人可以激励和监控代理人，以使后者为自己的利益尽力；其次，代理人可以用一定的财产担保不损害委托人的利益，或者即使损害也一定给予补偿。显然，这样就发生了正的委托人监控成本和代理人担保成本。此外，即便如此，代理人的决策与使委托人效用最大化的决策仍会有差异，由此造成的委托人利益的损失，叫做“剩余损失”，也是一种代理成本。

公司股东和经营者的关系，完全符合代理关系的定义。所以，在所有权分散的现代公司与所有权与控制权分离相关的问题，最终都和代理问题有关。代理问题的通则是促使代理人采取使委托人福利最大化的行为，它存在于所有的组织和合作努力中。说明公司形式为何以及如何产生代理成本，就能引伸出企业的所有权（或资本）结构理论。詹森和麦克林对资本结构概念做出了有效的拓宽。长期以来，资本结构被简单地认为是权益资本和债务资本的比重，詹森则认为，资本结构不仅包括两者之间的比重，还应包括公司经理和外部人持有这两种资产的比重，以及这两种资产的构成。研究资本结构就必须研究债务内部的构成（如长期债务、短期债务、公开发行的债券、私募债券、可转换债券所占的比重）和股权资本内部的构成（如普通股、优先股等比重）。在诸多因素中，“代理成本”是企业所有权结构的决定因素。他们认为，代理成本的产生是由于经理人不是公司的完全所有者。不同的资本结构与不同的代理成本相联系，资本结构的选择是为了使代理成本最小化，最优的资本结构实际

上也就是企业代理成本最低时的融资结构。让经营者成为完全剩余权益的拥有者，可以降低甚至消除代理成本。

1990年入选《财富》杂志“年度25位最杰出的商界人士”的詹森，某些前沿研究有时甚至达到举座皆惊的地步。如1989年他在其撰写的一篇颇具争议的文章中提出，上市公司在经济领域中的作用正在逐渐弱化并开始失势。当时多数学者对他的预测表示出极大怀疑，报纸评论也认为他过度夸张。而十几年后，股市和私有市场之间的相互作用，促进了凯雷集团（Carlyle Group）、黑石集团（Blackstone Group）等私人股权投资收购基金的兴起。宽松的信贷市场、越来越繁复的上市公司制度体系以及股东对短期收益的偏好，使得收购基金对企业的吸引力越来越大，企业融资不再仅仅依赖股市。

这位真正横跨经济学和公司财务与治理两大领域的大师级学者生于1939年，早年获麦考利斯特大学学士学位，后获芝加哥大学金融学MBA和经济学、金融学、会计学博士学位。1967年起执教于罗切斯特大学，1984年起任该校金融和商务管理专业IsClare荣誉教授。并且，曾当选为美国艺术与科学研究院院士，担任美国金融学会会长等公职。多年来，他积极参与社会实践活动。1973年，他创建《金融经济学》期刊，如今这份杂志已成为金融经济学领域最有影响力的刊物之一。1994年，他与人合作创建了社会科学电子出版公司，致力于社会科学著作的电子出版事业，公司旗下的SSRN网站，包括会计、经济、金融经济学、法律、管理、信息系统、市场营销、谈判等8个专业研究网，已成为社会科学研究的重要平台。2000年，他加盟摩立特集团（Monitor Group），担任负责组织战略的执行董事。