

■人物素描

从詹森指数到公司控制与资本结构理论

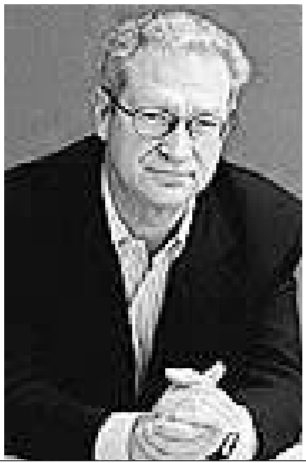
□史晨昱

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在美国各国发展势头迅猛。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



迈克尔·詹森是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,他的某些前沿研究甚至达到举座皆惊的地步。除了在资本市场理论中确立举足轻重地位外,他还任公司控制理论和资本结构理论方面做了开创性工作,是代理经济学的创始人之一。

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,以及大公司在资本市场的行为。

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中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,就能引出企业的产权(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MBA和经济学、金融学、会计学博士学位,1967年起任教于罗切斯特大学,1984年起任该校金融和工商管理专业LeClare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,他与他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点平台。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。

■本期人物话语



半年来世界经济风险有所减轻

罗德里戈·拉托(国际货币基金组织总裁)4月9日在华盛顿的一个研讨会上发表演讲时表示,世界经济状况总体良好,今年世界经济的增长率可能将达到5%,阻碍世界经济的风险在过去六个月中有所减轻。但当前经济繁荣的背后也存在诸多不确定性,各国政府仍应对可能出现的风险保持警惕。

■多声道

汇率对解决全球失衡作用不要过分夸大

胡晓炼(中国人民银行副行长)14日在华盛顿出席国际货币与金融委员会2007年春季会议时接受新华社记者采访,称造成全球失衡的原因是长期形成的和多方面的。全球失衡的解决主要依靠各国采取结构性改革和调整的措施。结构性改革发挥作用是一个渐进的过程,需要各国共同努力。因此,全球失衡的调整也将需要较长的时间,不可能一蹴而就。各方通过磋商,加强了上述共识,也看到了汇率政策在减少失衡方面作用的有限性。近年来各国都致力于推行内部结构性改革和调整政策,对逐步减少全球失衡起到了积极作用。

“股市热”好过“房市热”

王小广(国家发改委经济研究所经济形势研究室主任)日前在北京召开的“上市公司市值管理高峰论坛”上说,应更多引导过剩的流动性进入股市,并通过产业政策配合资本市场推进产业结构调整,以促进国民经济竞争力的提高。以美国和日本的发展经验对比,王小广说,股市热一点要比房市热一点更好。可以考虑利用流动性过剩的机会,通过股市的发展来促进产业结构调整,通过产业政策与资本市场结合,大力发展代表产业升级方向的重化工业、装备制造业和

现代制造业,促进国民经济竞争力的提高。

扩大保险覆盖面要坚持“三贴近”

吴定富(中国保监会主席)4月13日在北京大学中国保险与社会保障研究中心(CCIS-SR)主办的“赛瑟论坛·2007”上提出,扩大保险覆盖面的“三贴近”原则:一是贴近人民群众最关心、最直接、最现实的利益。紧紧围绕关系民生的热点难点问题,对于教育、医疗、社会保障等保险业能够直接发挥作用的领域,找准自身服务的定位和切入点。二是贴近人民群众的保险需求。把需求当作产品开发最好的指引,把市场当作业务发展最好的老师。三是贴近保险公司的自身实际。必须根据公司的实际,制定能够充分发挥自身比较优势的战略,找准目标客户和细分市场,有针对性地做好服务。

铁路大面积提速有六方面显著变化

胡亚东(铁道部副部长)4月12日下午在铁道部召开的新闻发布会上说,第六次全国铁路大面积提速将带来六方面的显著变化:一是提速调图规模之大前所未有;二是具有世界先进水平的动车组大量开行;三是客运产品更加丰富多样;四是旅客列车运行时间进一步压缩;五是货运产品更加贴近市场;六是提速安全保障体系更加严密。

■来自日内瓦

渐进式调控对中国金融稳定意义重大

□徐千惠

在经济全球化的今天,如何维护中国经济和金融的稳定性的问题,重要性日益突出了。

在目前中国经济体系中,确实有一些产业的发展非常迅速。但是,在当前能源(石油)价格持续上涨的预期下,通胀压力已渐增,如何控制这些快速发展的产业过度增长,也成为防止中国经济过热和稳定经济的一大问题。

为了控制一些产业的过度增长,中国政府采取了局部性加渐进式的调控方式,即主要调控一些过度增长的产业,而不是将宏观调控覆盖到整个经济,以此来避免宏观调控可能会对经济造成过大的影响。例如,政府并没有在短期内大幅提高整体的利率水平,而是仅仅提高了一些产业的借贷成本,增加其承担风险的压力,以此促使这些产业削减其过度庞大的发展计划。这样的柔性调控方式,在一定程度上保证了整个经济体的平稳快速增长。

尽管这种渐进式宏观调控能否取得完全的市场效果,可能“仁者见仁,智者见智”,但笔者认为这是一种调控宏观经济的合理方式。一些国外专家建议中国应当采取一些更能立竿见影的有效调控手段,但这样做却存在着

诸多风险。

为什么这样说呢?因为,当中国政府向全球金融市场借款时,中国政府往往需要在美国政府的借款成本基础上多支付48个基本点(即多付0.48%)的风险费用。相比之下,俄罗斯需要支付260个基本点,巴西的风险费用则是超过800个基本点,看起来中国支付的风险费用是非常小。而中国之所以能享受如此之低的借款成本,原因在于,只要中国的风险费用可以保持在这一低水平上,将源源不断地吸引外国增加对中国的投资。并且,中国政府筹资的利率成本也将维持在低水平上。比较一下巴西的情况,由于巴西要支付高额的风险费用,巴西每年至少有200亿美元会流入外国银行。是的,没有夸张,的确确实是210亿美元!

现在,让我们再来仔细探讨一下为什么中国的风险费用会这么低。

原因有许多。之一,中国拥有充裕的外汇储备,之二,中国经济在过去20多年内有快速增长。当然,更重要的一个影响因素是,改革开放以来的中国经济还未发生全国性的金融危机,这一点常常被国外同行所忽视。

由于目前的人民币仍然与美元挂钩,但政府在决定人民币的贷款和借款利率方面仍有相当的

影响力,尽管人民币的存贷款利率会有小幅波动。只要这些金融保持参数不变,无论全球金融市场发生了什么,对外国人来说,中国的国债和人民币存款的美元价值实际上都是相等的。在这个基础上,如果我们再假设外国投资者都确信中国经济依然能保持原有的增长趋势,那么对中国国债或货币市场工具的投机就会相应地减弱。

从这个意义上说,在目前中国经济所面临的大环境下,保持人民币利率和汇率稳定,都将有助于中国避免未来发生经济或金融危机。

不妨看看韩国的例子。韩国1998年爆发金融危机时,在国际投机资本的冲击下,在数天之内,韩国即陷入了经济危机的尴尬境地。尽管韩国已妥善地处置了金融危机,但这场危机的影响至今仍反映在韩国的风险费用之中,目前韩国的风险费用为68个基本点。

韩国案例给予我们的启示是,作为一个非常成功的经济体,中国应当维持目前对宏观经济的管理方式,不必迎合国际投资者的需求,调整相关的金融系数,如大幅调整目前非常低廉的风险费用(即人民币利率和汇率水平)。这对于维护中国经济或金融稳定是相当重要的。

■经济学家学问故事

民国年间的财政学研究代表人物

□梁捷

在查阅民国经济史料的时候,我就发觉1927年到1937年这段时间的经济著作最多,堪称学术史上的“黄金十年”。这个阶段,“五四”前后留美的学生陆续回国,开始在各个大学任教,有时间著书立说。出版的技术和市场也逐渐成熟,在上海一下子冒出数十家书店,各自声称要推系列丛书。学术市场空前地热闹,看看当时很多专著的封底广告就知道了。虽然很多书后来并未出版。

从目前留下的出版物来看,那时最活跃的经济学家当属马寅初。他长期驰骋于政、学、商三界,一刻不停地写作剖析时局的小册子,前两年出版的《马寅初全集》,共15卷,560万字。可学界很清楚,这不可能是马公的“全集”,毕竟他有很多手稿和资料在六十年代付之一炬。

另有一人,活跃程度不下于马寅初,若单论纯粹学理性著作,数量恐怕还在马之上,他便是哥伦比亚大学经济学博士李权时。今天,不管是研究“财政学”还是“中国经济思想”,或是“商业制度”,都会碰到此人的书,以前估计他在民国年间至少出版了20种书。后来读到孙大权博士的《中国经济学的成长》,才知道,原来他可考证的出版物就有40余种,其中有30种是在1927年到1937年之间出版的。

李权时,字雨生,浙江镇海人,1895年出生。他1918年从清华毕业,当时还叫清华学堂,尚未改成大学。两年以后,他在大洋彼岸的芝加哥大学获经济学硕士学位,又过两年,获哥伦比亚大学财政学方向的博士,时年27岁。他1922年回国,旋即担任复旦大学商学院院长,这种骄人成绩日后只有陈岱孙差可比肩。

按照当时的惯例,清华、北大等名校毕业的本科生,就有资格在一般的大学里任教。李权时这样有着海外名牌大学博士学位的年轻学者,自然受到无数学校的追捧。他把家安在上海,拿了复旦大学的教职,可是推不掉其他大学的力邀,只好四处兼课。李权时是沪上最早买汽车的教授之一,为的就是节省赶路时间。

李权时那时也是年轻气盛,仗着外语娴熟,经济学底子又厚,人家学校缺什么经济学课程他就开什么,横亘中西,兼及理论和实务,即使和他专业的财政学无关也照讲不误。他先后讲授课程数目之多之杂让人瞠目。

从1927年起,李权时陆续把自己的讲义和研究撰写成书,先给世界书局出版,后来东南书店和商务印书馆也来约稿,就一发而不可收。他最早出版的书是《中国经济思想小史》。那个时代,学者对传统都有极高的认识,但有一些同事如唐庆增比起来,李的主要兴趣并不在思想史上。他讲述和写作思想史,就引入亚当·斯密《国富论》框架,分成分配、消费、租税以及交易等几个不同主题,配合分析我国古籍中有类似思想的文献。大约要十年以后,从哈佛归来的唐庆增模仿胡适《中国哲学史》的体例,按照思想流派写成《中国经济思想史》(上卷),才算另造出一套有别于李权时的知识框架。

李权时早期有很大一部分著作应该算作教科书,比较有影响的有《经济学原理》、《经济学ABC》、《财政学ABC》等等。但无论学术价值,有几本书分属于两套极有影响的丛书,值得一提。一套是马寅初和刘大钧组织的“中国经济学会丛书”,收罗了很多学术专著,如陈达《中国劳工问题》,杨荫溥《中国金融研究》等,反响巨大。李权时精心撰写了《财政学原理》,1931年出版,与他们并列,亦可看作当时国内财政理论研究的巅峰。

还有一套则是商务印书馆老板王云五主编的万有文库。王云五以极大的精力和热情组稿,汇拢成这一块巨大成就。李权时、唐庆增这些身在上海的经济学者当然都是王云五重点拉拢的对象。李权时在1929年撰写了《商业循环》和《商业政策》,大量讨论西方前治理理论和实务,颇受读者欢迎。

可这些理论研究和引介在学界也遭到一些批评。同是“中国经济学社”的主要成员,南开大学的何廉对李权时的研究路数就颇有微词。他曾说,美国人对商业循环,这是他们的学术前沿。可是中国连像样的金融市场都还没有,基础工业也很薄弱,哪来的经济周期,又让学生何以能够理解这么抽象的经济周期或者商业循环呢?何廉主张实地调查,带着学生四处走访。其实李权时也做社会研究的。身处上海,自然以研究上海的金融业最为方便,所以他和赵君人合著了一本《上海之钱庄》,成为记录20年代上海钱庄最翔实客观的历史资料。但以李权时的性格,终究不愿意在一个狭窄的领域先挖深后拓广。

抗战爆发,李权时当时留在上海,转移不便,后来和周作民、戴嵩庐、张素民、董修甲等知名经济学家一道加入了汪伪政权。抗战胜利以后,李权时落水的旧账被翻出来,从此一蹶不振。虽然他有时还写一点关于财政或者经济问题的文章,但被大家毅然决然排除在学术讨论和集会之外,只得无奈地去了香港。

1950年,李权时回到上海,而此时学界更无他的立足之地。1956年,他有机会受聘于东北人民大学,就全力培养年轻教师。不久,东北人民大学改为吉林大学,成为东北地区经济学实力最强的高等学府。