两权四层次分离：出资者系列与经营者系列

谢志华

所有权与经营权的两权分离是一个整体的概念，伴随着经济社会的发展，所有权与经营权分离的内涵不断深化，外延不断扩展。时至今日，两权分离进一步拓展至两权四层次分离，相应形成了出资者系列与经营者系列，正是这种分离以及所形成的两个系列，使得所有者与经营者的委托受托关系也相应发生变化。

两权四层次分离的第一层次是国家和自然人终极所有权与资本经营权（投资权）相分离以及国家和自然人终极所有权与资产经营权（生产经营权）相分离，经营者享有了资本经营权和资产经营权；第二层次是国家和自然人终极所有权与法人所有权相分离，相应的公司法人拥有了法人所有权，而经营者就是公司的法定代表人，代行公司的法人所有权权力；第三层次是以资本经营权为基础的法人所有权与资产经营权相分离，作为专司资本经营的公司代表终极所有者通过投资将资本投入专司资产经营的公司，专司资产经营的公司行使资产经营权；第四层次分离是以资本经营权或资产经营权为基础的法人所有权与部分资本或资产经营权相分离，在这种分离中尽管享有法人所有权的资本经营公司或资产经营公司并没有直接对享有部分资本或资产经营权的分公司投入资本，但却将一部分资本或资产经营的权力赋予了分公司，从而形成了实质上的法人所有权与部分资本或资产经营权的分离，它们之间必然会形成委托受托责任关系。这四个层次的分离的结果产生了出资者系列：国家和自然人作为终极出资者享有了法律意义上的所有权，而资本经营权主体和资产经营权主体作为中间出资人享有法人所有权也即经济意义上的所有权，终极出资者和中间出资者形成出资者（这里的出资者是指拥有所有权的出资者，不包括债权人）系列；这四个层次的分离也形成了经营者系列，包括从事资本经营的经营者享有资本经营权，从事资产经营的经营者享有资产经营权，从事部分资本或资产经营的分公司享有部分资本经营权或资产经营权，他们形成经营者系列。每一层次的出资者与相应层次的经营者形成了委托受托责任关系。上述关系如图1如示。

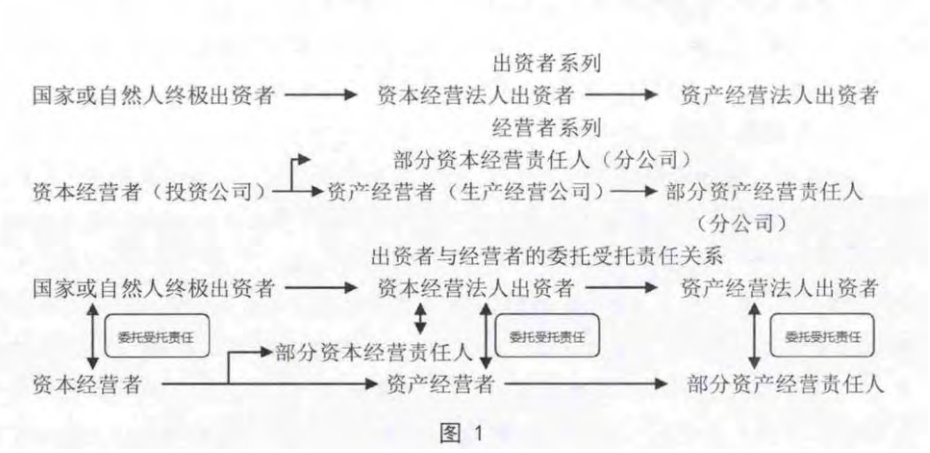


图 1

尽管在实际的出资过程中，某一公司的出资者可能包括国家或自然人终极出资者、资本经营法人出资者和资产经营法人出资者，并不完全遵从上述出资者的出资顺序关系，但是，从理论上进行这种抽象是必要的。更为重要的是无论某一公司的出资人是终极出资人还是中间出资人，如果这一公司从事资本经营就应该享有资本经营的基本权利，如果从事资产经营就应该享有资产经营的基本权利。而分公司所享有的部分资本或资产经营权的大小则由独立的公司法人自行决定，每个公司都会存在一定的差异。从法律上说，无论是资本经营公司的分公司还是资产经营公司的分公司都不是独立法人，它与独立法人之间不存在出资关系，也就导致分公司的责任人并非是完整意义上

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

的经营者。尽管如此，分公司的设立与公司内部的一般部门还是存在明显的差异，相对而言，分公司存在相对独立的资本经营或生产经营活动，也必然会占用公司的一部分资产，并与出资的公司之间存在委托受托责任关系，所以有必要将其纳入经营者系列。出资者系列和经营者系列的形成经历了历史的变迁，并基本遵循专家化、组织化、专业化、市场化和规范化的路径进行演变。

出资者和经营者的专家化。两权分离的公司制企业之所以产生是由于在两权合一的自然人企业的所有者的经营能力不具备专家化特征，导致经营效率下降。通过两权分离，一方面所有者拥有最终的所有权，另一方面委托专家化的经营者进行经营，必然大大提高资本回报率。所有者通过授权而实现专家化，最初是在生产经营活动领域发生的，主要在于早期的自然人企业所有者又是经营者，主要从事生产经营活动，所有者通过直接设立企业将自己的财产投入其中并从事生产经营活动。随着商品市场的不断发展，交易的广度和深度不断提高，使得生产经营日趋复杂，而所有者自身的经营能力很难担当，而不得不授权专家从事生产经营活动。随着资本市场的建立和完善，所有者主要通过资本市场将自己的资本投入到公司中去，由于资本市场的易变性和运行结构的复杂性，使得所有者的投资行为也日趋复杂，所有者自身难以胜任投资行为而不得不委托专家从事投资活动。经过这两次专家化就形成了专门从事资产经营和资本经营的主体。从事资产经营和资本经营的主体还可以进一步将其部分经营权委托给更专业化的分公司的责任人进行经营，如专门从事销售的分公司的负责人就是在销售领域的专家。由此不难看出，不仅所有者的生产经营行为实现了专家化，而且所有者的投资行为也实现了专家化。

出资者和经营者的组织化。两权分离意味着所有者的许多职能由专家行使，并且这种专家不是单一个人而是一个有效协同的组织群体，正是通过这种组织化使得专家化的行权能力得以有效保证，出资者或所有者才愿意实行两权分离，并使所有者和经营者的委托受托契约关系能够长期持续地延续。由于所有者主要将资本经营权（主要是投资和监管投资的运用的权利）和资产经营权委托经营者经营，所以出资者和经营者的组织化也是围绕这两个方面展开的。就资本经营权主体的组织化而言经历了一个由自然人、民间投资协会、公司法人到机构法人的历史演变。自然人作为投资者（也是终极所有者）其最大的问题并非是投资专家，所以当他们的投资陷于失败或亏损时，自然人就有可能通过民间协议委托具有投资能力的人进行投资，这样就形成了民间投资协会。民间投资协会的专家化程度有一定的提高，但是仍然存在以下问题：①专家选择的范围十分狭小，主要是自然人周边熟悉和认可的专家；②自然人与民间投资专家的协议的规范化程度较低，常常容易引起纠纷；③民间投资协会的组织化程度较低，它通常主要包括自然人出资者的理事机构、一些投资专家以及相应的会计人员，没有健全的内部治理结构以及与投资业务相关的业务运营机构。公司法人作为投资者在从事生产经营的同时也进行投资业务，在公司内部会设立一些与投资业务有关的部门（如投资部、证券部等）。公司法人具有非常完善的内部治理结构，同时，由于围绕投资业务建立了相关的业务运营机构，其业务的组织化程度也相对较高。存在的根本问题是公司法人的内部治理结构并不是基于资本经营或者投资业务的需要而构造的，公司内部的专家化和专业化更偏重于生产经营活动，而资本经营活动的专家化程度必须进一步提高。当资本经营主体由机构法人担当时就成为了专营主体，机构法人包括投资公司、财务公司、基金公司、证券公司、资产管理公司等，其基本业务就是筹资、投资、监管以及资本运营业务。机构法人的组织设立是完全按照资本经营的要求进行的，这不仅表现在公司的内部治理结构上，强调确保投资决策的正确性和防范投资风险的发生，而且也表现在公司的内设业务部门也是按照资本经营的业务结构所设立，并在内部按照业务结构实现专家化和专业化。就资产经营主体的组织化而言，由于每一个资产经营公司的经营业务的规模和结构极不相同，所以每一个公司会随着自身业务规模的扩大和业务结构的改变而调整公司的业务组织结构，尽管如此，只要是公司就必须要有相应的内部治理结构，内部治理结构通常由股东大会、董事会、监事会和经理办公会构成。从事资本经营的机构法人也具有类似的治理结构特征，只是在这种治理结构所需要的专家能力特征具有较大的差异。同时，股东大会、董事会、监事会和经理办公会之间的委托受托责任的内容和形式也不尽相同。如机构法人的董事会主要进行对外投资决策，而公司法人的董事会主要进行基于生产经营需要的投资决策。

出资者和经营者的专业化。从社会生产发展的历史进程看，经历了一个分工协作的演变过程。分工是协作的基础，分工只有通过协作才能充分实现其效益。分工的最大好处就是使得被分工的每一个行业或领域都能实现高度的专业化。如果说专家化是所有者通过寻找优秀的专业人士进行授权，那么专业化则是在整个社会中通过社会分工为所有者提供专家化的基本条件。只有整个社会有了专业分工，专家化才有了存在的基础。随着市场经济的不断发展和完善，在市场中形成了各种各样的专业化分工和专业化领域，其中适应两权分离的需要也产生了各种各样的专门行业和领域。在以商品市场为主体的社会经济中，所形成的最主要的服务于所有者需要的行业是职业经理人行业；在资本市场出现后，所形成的服务于所有者需要的行业是投行业；当所有者

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

将自身的资本投入到从事生产经营的公司后，为了确保所有者的财产安全和利益的取得，所有者必然要对经营者进行监督，为此就形成了服务于所有权监督的审计行业；为了满足所有者寻找优秀经营者的需要产生了猎头行业；为了满足所有者将资本通过资本市场投入到相关公司的需要产生了咨询业；为了满足所有者规范委托受托责任关系的需要产生了律师行业。如此等等，所有这些行业的产生都无不同所有权与经营权相分离的不断深化和延展相联系。正是通过这种紧紧围绕两权分离的专业化才使得两权分离成为现实：一方面为所有者提供了所需的专家体系，另一方面行业专家也需要去寻找合适的所有者。

出资者和经营者行为的市场化。早期的以生产经营为基础的两权分离是商品市场交易的规模、交易的频度和交易的复杂性所致。两权分离的进一步发展与资本市场的关系密切。随着资本市场的出现，所有者主要通过股票投资持有公司的股份，并在资本市场上进行股票买卖，而公司也相应发展成为了公众公司。如果说早期的两权分离的公司制企业主要是所有者与从事生产经营的经营者之间产生两权分离，那么这时的两权分离所要解决的最关键问题是经营者是否履行了受托责任，相应的财务报表也是为了报告受托责任的履行情况，所有者利用财务报表也是为了考核经营者是否实现了其保值增值的目标。当上市公司出现后，作为公众公司通过资本市场向整个社会募集资金，而出资者通过资本市场购买股票对发行股票企业形成股权关系，由此就出现了通过资本市场产生两权分离的形式。在这种形式下，由于出资者主要通过资本市场进行股票的买卖并对购买股票的公司进行管控，所以上市公司所提供的财务报表不仅仅要报告受托责任的履行情况，更需要有助于出资者进行股票买卖的决策或投资决策，财务报表的目的就拓展为决策有用。与此同时，出资者还需要通过财务报表对购买股票企业进行管控，财务报表的目的又进一步发展为治理和定价功能。不难看出，现代公司制企业两权分离的实现形式是通过资本市场实现的，与早期的公司制企业所有者直接聘用经营者的两权分离的形式存在明显的差异。不仅如此，在通过资本市场进行两权分离的条件下，出资主体大众化，特别是不少出资者主体的目的不是为了真正对公司进行出资，而是专注于证券投资，这样就形成了投资大众。为了保证投资大众的利益，产生了许多专门为投资者提供服务的行业，或者反过来说，所有者的投资职能被进一步专家化后又通过市场化的方式得以实现。在股票的一级市场，为了使出资者所购买股票的公司不至存在很大的风险，就形成了证券商，他们通过对拟上市公司进行评价、辅导、监督为出资者提供专业保障；在股票的二级市场上，为了帮助投资者能够有效地进行证券买卖，就形成了各种基金管理公司、投资咨询公司等，基金管理公司、投资咨询公司等作为一种专业证券投资机构或咨询机构，受托于投资者进行二级市场的投资；在整个股票市场，为了保证上市公司的信息披露的真实和可靠性，就形成了会计师事务所，它为投资者对上市公司的管控提供信息专业服务；为了保证上市公司的规范运作，维护投资人的合法权益，就形成了律师事务所；在资本市场中为了进行交易定价，就形成了资产评估事务所；为了帮助投资者更好地寻找和培养职业经理人，在市场上就形成了猎头公司。如此等等，所有这些市场机构是市场的构成主体，通过他们的行为才产生了市场的规范和有效运行，他们与投资者之间形成了市场的供求关系，正是这种供求关系既推动了两权分离的深化与延展，也有效地实现了投资者与所有这些市场机构之间的利益均衡。或者说，没有一种比市场能更好地实现两权分离的委托受托双方利益均衡的机制，这就是市场化的本质。尽管如此，并非所有的投资者与这种市场机构之间的关系都表现为所有者与经营者的关系，只是进行资本市场证券交易的投资者与这种市场机构的关系是一种市场供求关系，而所有者与经营者的关系则是一种委托受托责任关系。市场供求关系是通过相互的市场博弈所达成的契约予以协调，是一种等价交换关系，一旦交换完成双方的权利义务关系也就终结。为了规范这种市场等价交换关系，投资者与市场机构之间权利义务关系的合约逐渐演化成标准合约，如基金管理公司发行的基金证券等。正是由于这些合约的标准化使得这些合约可以在市场上进行买卖，并通过这种合约的买卖调整、终止投资者与这些市场机构的关系。而委托受托责任关系虽然也是通过出资者与经营者的讨价还价所形成的契约予以确定并进行调整，但这种关系一旦建立，经营者就对出资者形成了保值增值的责任，经营者必须要履行这种责任。为了确保这种责任的履行，出资者与经营者之间必须进行合理分权，由此就产生了授权与受权关系。出资者与经营者之间所形成的委托受托契约并不能在市场上进行交易，它的调整必须征得出资者和经营者的相互认可，它的终止则是以经营者是否履行完出资者的受托责任为标志。事实上，每一个市场机构作为一个公司，也有自己的出资者，他们是公司的股东，他们与公司的经营者之间也会形成委托受托责任关系，每个公司的经营者也必须要履行受托责任，履行这种受托责任当然要享有相应的权利和分享相应的收益。如基金管理公司一方面为证券市场的广大投资者提供专业服务，基金管理公司通过发行基金股票从市场上募集投资者的资金，然后将其投入到上市公司，也就意味着基金管理公司代行了投资者对上市公司进行投资的专业职能。由于基金管理公司对上市公司进行了投资也必然要对上市公司的风险进行管控。另一方面，基金管理公司也必须为本公司的出资者谋求资本的保值增值，而为实现这种保值增值的经营

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

活动不是生产经营活动，而是证券买卖活动，属于资本经营的范畴。总之，随着经济社会的发展，特别是市场的不断完善，终极所有者的职能逐渐被分离出来，通过专家化和专业化方式被替代，有的职能通过市场主体的市场运作得以实现，而所有者委托经营者从事资本经营和生产经营的两权分离关系仍然通过委托受托契约予以确定、调整和终止。

出资者和经营者行为的规范化。两权分离如果不能在委托人和受托人之间建立规范化的委托受托责任关系，出资者的根本利益就不能得到保证，也就是资本不能实现保值增值，两权分离就不可能实际地发生。实际上，在两权分离的发展过程中，出资者与经营者通过不断地博弈来明确两者之间的委托受托关系，并使之规范化，也包含法律化。在这个博弈的过程中，出资者和经营者总结了处理相互关系的各种规律，从而形成为确保两权分离成功实现的各种规范。即使时至今日，也不能说这种规范就已经达到了非常完善的境地，经营者对所有者的背德行为和逆向选择行为时有发生。正是基于这样的事实，出资者与经营者之间的委托受托责任关系的内容和协调机制还必须进一步完善，特别是当两权分离的内容不断深化和延展，从而出现两权四层次分离的条件下，有效地规范所有各个层级的出资者和经营者的委托受托责任关系就变得十分重要。并且，这种规范是一个动态完善的过程。只有不断地实现出资者与经营者委托受托责任关系的规范化，两权分离才可以持续不断地深化和延展下去。所有各个层级的出资者和经营者委托受托关系都包括相互的责任界定、权利界定和利益界定。

总体上，所有权与经营权的两权分离有着丰富的内容，它经历了一个长期的演变过程，终极所有者作为终极出资人拥有法律意义上的所有权，而其他权力则逐渐委托专家化的经营者履行，其中包括资本经营权和资产经营权，资本经营权和资产经营权主体也拥有法人所有权也即经济意义上的所有权，它们也可以对外进行投资，从而与终极出资人共同形成出资者系列；资本经营权主体和资产经营权主体也可以将经营权进行委托从而形成经营者系列。出资者财务就必须以出资者系列与经营者系列之间所形成的委托受托责任关系为基础，研究各个层面的出资者与经营者的委托受托财务责任关系。

[本文受到科技成果转化和产业化——北京市国有企业预算管理体系完善对策及实施(PXM2013_014213_000099)、北京市教委创新团队项目"投资者保护的会计实现机制及其效果研究"(IDHT20140503)和北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目(GZ20130801)的支持]

(作者单位：北京工商大学国有资产管理协同创新中心/北京工商大学投资者保护研究中心)

责任编辑 李斐然

参考文献：

1. 刘浩，孙铮.2004.国家出资者财务管理研究.会计研究，9

2. 李维安，钱先航.2010.终极控制人的两权分离、所有制与经理层治理.金融研究，12

3. 李心合.2001.利益相关者财务控制论(上).财会通讯，6

4. 宋玉.2009.最终控制人性质、两权分离度与机构投资者持股——兼论不同类型机构投资者的差异.南开管理评论，5

5. 谢志华，郭一鸣.1997.国有产权制度改革与出资者财务约束.中国工业经济，8

● 词条

价值链截取战略

价值链截取战略是指企业在任何时期都始终选择行业中最有价值的经营环节并持续创造价值，以此来实现企业各个时期的发展或战略目标。其核心思想是，集中企业已有资源优势始终选择最能为企业创造价值的经营环节，并保持价值链位移的适应空间。价值链截取战略相比其他竞争战略具有以下几方面的优势：首先，企业实施这样的战略模式不需要有太多的自身改造过程。因为企业在逐渐发现价值链中附加值较高的环节后，会渐渐将企业资源重心运用于某一个或几个固定环节，因而实施这样的战略不会受到企业内部太多的抵触，战略转换成本极低。其次，企业导入这样的战略在时机上几乎没有要求。无论企业的发展方向是什么，价值链截取战略总是具有天然迎合的特质，往往不会对企业发展方向形成阻力或限制。再次，实施价值链截取战略一般不会要求企业对战略目标做出修正，其基本上对什么样的战略目标都具有一定的支持程度。最后，为价值链截取战略匹配的成长战略选择范围较广。除了多元化等与价值链截取战略有冲突的成长战略之外，其他的成长战略几乎都与价值链截取战略相匹配。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net