编者按 ▶

不同于传统的企业财务，出资者是一个独立于企业之外的财务主体，它进行的财务管理是出资者财务管理，即出资者为了资本保全和实现资本增值而进行的财务管理。出资者财务管理的主要内容是监管资本的运用、调整资本结构及处理利益相关者的财务关系。通过这些财务活动及其所体现财务关系的管理，目的是实现资本报酬最大化。“理论讲堂”栏目从本期开始将刊发系列文章，对“出资者财务”理论作较系统的阐述，希望对读者有所裨益。

两权分离：作用与问题
——出资者财务的形成

谢志华

1553年，英国以股份募资的方式设立了历史上第一家以购买股份作为出资的公司制企业——莫斯科尔公司。几百年来，西方国家已经建立了一套比较完善的公司制的企业制度。公司制企业的基本特征是两权分离，两权分离的制度日趋完善，发展到今天形成了股东大会、董事会、总经理办公会的分离形式。股东大会对公司拥有所有权，董事会主要享有公司的重大经营决策权，总经理班子拥有经营执行权。历史上，为什么要通过公司制的形式形成所有权与经营权的分离，大多认为通过两权分离和标准化的股份可以向社会募集资金，实现企业的规模化经营，以及可以寻找更加优秀的专业人才担当企业经营之职责。实际上，两权分离的公司制企业的作用不仅于此，更意味着人类社会的发展模式发生了重大的变化，可以说两权分离意味着人类社会发展的世纪转换。

人类社会发展的决定性因素是生产力，而生产力主要由两个要素构成(即人和资源)，只有把人类有限的资源交给最优秀的人使用，社会生产力才能得到极大的提高，社会才能极大地满足人们的物质生活需要。但是，在人类发展的漫长历史过程中，有关生产力的两个要素的结合模式始终存在两个最为基本的矛盾：矛盾之一是优秀的人不一定是资源的所有者，而资源的所有者却不一定是优秀的人。如果要使社会生产力得到极大的提高，就必须要将相对不优秀的人手中所拥有的资源转移到更加优秀的人手中，这是一种社会发展的必然需要，问题在于采取何种转移方式。矛盾之二是资源的所有者愿意把资源转移给一个相对优秀的人之后，一个更为优秀的人产生了，社会只有快捷地把资源转移到这个更为优秀的人手中，社会生产力才能得到更大的提高，这也是一种社会发展的必然需要，问题在于采取何种转移方式才能达到快捷的程度。

为了解决第一个矛盾，人类社会发展的历史经历了一个十分痛苦的裂变过程。在资本主义原始积累及以前的社会，要把相对不优秀的所有者的资源转移到没有资源而相对优秀的人手中，采取的基本转移方式是暴力转移，也称之为一个阶级推翻另一个阶级。通过这种阶级斗争的方式，实现资源的转移，并进而将人类社会划分为原始社会、奴隶社会、封建社会、资本主义社会和社会主义社会及至共产主义社会。每一个社会都有其主体的阶级，正是这个主体阶级的性质决定了社会的性质。以阶级斗争的方式实现资源转移，新生阶级的先进性程度越高，生产力发展的水平也就

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

越高。尽管如此，由于采取阶级斗争暴力转移的方式，每一次转移都必将带来人类生产力的极大下降。原因很简单，暴力转移只是在社会生产力已经下降到极低从而导致民不聊生时才发生，这时生产力已经降至极低的水平，同时每一次暴力转移都是通过战争的方式进行的，而战争必然要耗费人类社会的大量资源。资本主义的原始积累采取的仍然是暴力转移方式，也就是说，资本主义的原始积累在解决第一个矛盾上比之于以前的一切社会没有任何进步的地方。暴力转移方式形成的根本原因就在于资源的所有者把资源转移给优秀的人时必须将所有权和经营权同时转移，所有者变得一无所有，他们必然采取武装抵抗的方式保护自己的所有权，而想获得资源的另一方也必然要采取武装夺取的方式取得资源的所有权和经营权，暴力转移当然不可避免。社会痛定思痛，创造了两权分离的公司制企业制度。通过两权分离，资源的所有者拥有所有权，而社会相对优秀的人则拥有资源的经营权，在资源通过经营取得收益后，则在所有者和相对优秀的人（也称之为经营者）之间进行分配。两权分离使得暴力转移的方式转化为和平转移的方式，正是这样，这之后人类社会开始由一个阶级推翻另一个阶级的暴力革命的社会向相对和谐的社会转变。基于此，我们可以把人类社会发展阶段按照生产力的两个要素的结合模式划分为暴力转移的阶段以及和平转移的阶段。自第一个矛盾通过和平转移的方式得以解决后，问题并没有完全了结，在两权分离后如何实现所有者与经营者之间的权、责、利关系的有效协同就成为了十分现实的问题。

为了解决第二个矛盾，公司制企业在实行两权分离的基础上，经历了由有限责任公司向股份公司的转变，股份公司的出现使得公司的股份标准化，从而为公司向整个社会募集资金和股权的流动提供了前提条件。在此基础上，股份公司进一步转化为上市公司。上市公司的出现是以资本市场的建立为前提的。由于有了资本市场，上市公司就可以通过资本市场发行股票和债券向整个社会公众募集资金，上市公司的股票都可以高速流动。或者更直接地说，就是股票市场的高速流动性使得市场对资源的配置作用大大加强，也使得生产力的两个要素结合的第二个矛盾得以解决。当资本市场上出现了更加优秀的公司时，投资者就会将相对不太优秀的公司的股票出售，从而导致相对不太优秀的公司的股票价格下跌，公司再融资必然出现困难，公司与其他企业之间的业务活动也可能受阻。投资者将股票出售所获得的资金转而投向更加优秀的公司，使资源不断地向相对更加优秀的公司转移，社会生产力必然大大提高。资本市场辐射的范围越广，资源选择向更优秀的企业转移的范围也越广，资本市场的流动性越强，资源从相对不优秀企业向相对更优秀企业转移的速度就越快，特别是在证券交易网络体系通过计算机技术实现后，这种转移速度就达到了极高的状态。正是资本市场辐射的范围越来越广，流动性越来越强，使得资本市场对资源的配置效率达到了前所未有的程度。尽管如此，要使投资人能够准确地判断将资金从相对不优秀的企业转移到相对更优秀的企业，必要的前提是上市公司信息披露的内容和质量，以及投资人参与上市公司内部治理的程度。自产生资本市场和设立上市公司以来，通过投资人与上市公司的相互博弈使这两个方面进行了不断的改进，但是仍然存在许多问题，集中起来就是投资人与上市公司之间的信息不对称，投资人参与上市公司治理的角色定位不明确、不到位。

事实上，从自然人企业向公司制企业转换有着内在的必然性，自然人企业的基本特征是自己的钱自己经营，由此带来的所有收入都归自然人，其激励效应最大；一旦发生损失都必须由自然人承担，其约束效应也最大。自然人企业最大的优势是激励和约束效应达到最高，但也存在劣势，就是自己的钱自己经营是以自己的资本规模为前提的，无法实现规模效应；自己的钱自己经营也是以自己的能力为前提的，无法实现能力效应，正是自然人企业的这种缺陷促使了自然人企业必然向公司制企业转换。公司制企业的基本特征是将整个社会的资本尽可能多地交给最优秀的人经营：一方面，当把社会资本更多地集中到某一公司时，该公司就实现了规模化经营，从而产生规模效应；另一方面，为了经营大规模的资本，必须要有相应能力的人才能做到，公司制企业通过两权分离寻找最为优秀的经营者担当此任，从而产生能力效应。大规模的经营需要能力强的经营者，则两者之间形成了相互的协同性。但是，大规模经营所产生的群体劳动导致了员工偷懒和相互搭便车行为的产生（在中国称之为"大锅饭"效应），而两权分离寻找最为优秀的人担当经营者也导致了经营者背德和逆向选择行为的产生。所以，两权分离的公司制企业并非只是产生有益的作用，同时也存在这两个方面的问题。为了解决员工偷懒和相互搭便车的问题，不得不通过采用岗位预算、岗位核算和岗位考核的办法强化每个岗位的预算刚性和自身利益的独立性，使每个员工在大规模群体劳动的前提下仍然感觉到为自己而工作，也只有通过自身努力工作才能得到相应的回报。为了解决经营者背德和逆向选择的问题，不仅要清晰地界定两权分离后出资人和经营者之间的权力义务关系，更要通过强化出资人对经营者的监控，既确保出资人的利益不受到侵害，又使得经营者能够获得与其专业能力及其发挥相称的利益。这显然要比解决员工偷懒和搭便车问题复杂和深刻得多。

两权分离的公司制企业的产生以及资本市场和上市公司的形成确实解决了

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

生产力的两个要素结合中所存在的两个根本的矛盾，同时也解决了自然人企业无法实现规模效应和能力效应的根本缺陷。前者使得整个社会的资源配置不再通过暴力形式而是和平形式进行，从而在宏观层面使得社会生产力得到极大提高；后者使得每一个公司制企业的规模与经营者能力之间有可能达到最佳的匹配，从而在微观层面使得每一公司的生产力达到最大。但是，如果公司制企业所带来的种种问题不能得到有效地解决，上述两个层面的作用的发挥就会大打折扣。围绕这些问题，理论界和实务界进行了长期地探索和实践，并形成了相关的理论和实务。代表性的理论和实务主要有：

贝利、米恩斯和钱德勒等的“两权分离理论”。1932年，《现代公司与私有产权》一书对美国200家大公司进行了分析，结果是这些大公司中很大比例是由未持股的高管人员控制的，公司实际已由职业经理组成的“控制者集团”所控制，形成了事实上的两权分离。钱德勒认为，股权分散的加剧和经营管理的专业化使得经营者不仅垄断了专门的经营管理信息，而且实际地掌握了对企业的控制权。这说明，在两权分离以后，作为所有者的出资人与经营者之间的权力界定和权力协调成为最为关键的问题，所有者为了自身利益必然要对经营者进行控制，而经营者往往会进行反控制，最终双方通过博弈达成协调一致。

20世纪30年代，美国经济学家贝利和米恩斯提出了“委托代理理论”，倡导所有者主动实现所有权和经营权分离，所有者保留剩余索取权，而将经营权利让渡。这样就产生了所有权与控制权分离所形成的直接问题，作为失去控制权的所有者如何监控拥有控制权的经营者，这就成为了委托代理理论所要解决的核心问题。这里，问题的根本是所有者和经营者利益的不一致，承担风险的大小不对等，两者掌握的信息不对称，经营者有绝对优势，其为追求自身利益的最大化，很可能做出与所有者和公司的利益不一致的行为。为确保资本安全和资本收益，就必然要引入公司治理机制，对经营者进行激励和约束，确保其行为与所有者的目标一致，从而解决代理风险问题。

事实上，所有者与经营者的关系协调的基础是双方掌握的信息的对称性程度，正是由于经营者较所有者掌握的信息有绝对的优势，从而导致了所有者对经营者的监控缺乏信息基础，由此就产生了信息不对称理论。信息不对称理论认为掌握信息比较充分的一方往往处于比较有利的地位，而信息贫乏的一方则处于比较不利的地位。所以，在所有者与经营者的信息关系中，所有者往往处于不利的地位。为了改变这种不利的地位，就必然要强化经营者对所有者的信息披露机制，使得所有者不仅能够了解公司的财务和经营状况，还能够利用动态的信息对公司进行监控。

为了解决委托代理关系中所发生的种种问题，必然要发生代理成本，代理成本包括监督成本和约束成本。代理成本主要是指股东与经营者之间订立、管理、实施那些或明或暗的合同的全部费用。只有当代理成本大大低于委托经营者经营管理所带来的超额收益时，两权分离才有合理性。从历史和实践看，两权分离的公司制企业制度就成为现代企业制度，是企业发展的基本方向。既然如此，一方面企业必须要向现代企业制度转换，另一方面必须要解决两权分离后委托代理关系中所存在的种种问题，公司治理就成为了必然的选项，因而形成了一整套公司治理的理论与方法。

狭义的公司治理主要是指公司的股东、董事及经理层之间的相互制衡和协同关系；广义上，公司治理则是指公司与利益相关者包括股东、债权人、员工、客户(包括供应和需求两方)、社会公众、政府之间的相互制衡和协同关系。在两权分离后，所有者拥有所有权，经营者拥有经营权，理论上说，所有者不得干预经营者的生产经营活动，那么所有者通过什么来对经营者进行监控以达成所有者的目标？在长期的公司治理实践中发现，从财务的视角实现所有者对经营者的监控更符合两权分离后所有者和权力界定的特征，由此就产生了财务治理的理论和实践。财务治理是公司治理的核心内容，公司治理的目标在很大程度上取决于财务治理。财务治理是在公司制条件下，公司的利益相关者与经营者和公司在财务收支控制、财务剩余索取、财务监督、财务利益分配和财务人员配置等方面划分权限，从而形成相互制衡和协同的关系。

财务治理也分为广义的财务治理和狭义的财务治理。广义的财务治理是指公司与所有利益相关者包括股东、债权人、员工、客户(包括供应和需求两方)、社会公众、政府之间的相互制衡与协同的财务关系，它表现为一组财务契约，通过财务契约合理确定利益相关者在财务上的权、责、利关系。通过出资人向公司投入资本，形成了出资人与公司之间的股权关系；通过向债权人借款，形成了债权人与公司之间的债权债务关系；通过公司雇佣员工、员工向公司提供劳动，形成了多劳多得、按劳付酬的劳动契约关系；通过业务经营，形成公司客户与公司之间的商品供求关系，由于在商品供求过程中必然要按量论价、按质论价并发生资金往来，从而形成以价格为基础的交换关系和以结算为基础的信用关系；由于公司担当了环境保护、劳动就业、缴纳税金、社区服务等社会责任，而社会及其社会公众也必须为公司提供良好的经营环境，从而形成了社会及其社会公众与公司之间的社会责任关系，这些社会责任的履行都必然涉及到由于资金转移而引起的财务关系；通过政府的各项与公司有关的经济政策的落实与执行，形成了政府与公司之间的缴

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

纳税收、财政支持以及国家信用关系。如此等等，不难看出，公司与所有利益相关者之间都存在着相互制衡和相互协同的财务关系。狭义的财务治理主要是指以两权分离为基础而形成的出资人(所有者)与经营者和公司之间相互制衡和协同的财务关系，这种关系也是以契约的形式予以规定，其中最为主要的契约就是公司章程。由于本文主要是讨论两权分离的作用和问题，所以这里讲到的财务治理主要是指狭义的财务治理。由于狭义的财务治理主要是指出资人(所有者)与经营者和公司之间的相互制衡和协同的财务关系，也称之为出资者财务。实际上，在两权分离后，一方面经营权赋予了经营者，另一方面经营者又存在背德和逆向选择行为的可能性，所以为了保证经营者在行使经营权的过程中不产生背德和逆向选择行为，出资者不能"一分了之"，至少必须要确保经营者背德和逆向选择行为尽可能不发生、少发生；在此基础上，由于经营者获得了经营权，也要使经营者的决策不至于导致公司失败，并且要保证大多数决策都能相对较优，从而使公司可持续发展。只有这样，出资者的利益才能得到最终和充分的保证。所以，出资者财务有着两个基本的目标：一是防止经营者背德和逆向选择行为的发生，这称之为底线目标；二是能够保证经营者所制定的决策使公司可持续发展。这两个方面的目标更多的是从出资人对经营者和公司的监控视角出发的，其中最核心的内容是财务监控。

除了对经营者和公司的监控外，在两权分离的基础上，作为出资者也有自身独立的财务行为，最为基本的财务行为就是投资(或称之为投出资本)，通过投资与接收投资者之间形成股权关系。必须说明的是，出资者有的可能直接参与到公司内部治理，也就是用"手"表决，也有可能只是通过资本市场的证券买卖从外部对公司进行治理，也就是用"脚"表决，所以财务治理上也具有这种内外治理的特征。出资者除了投出资本的独立财务行为外，还可以通过资本的流动调整自身投出资本的方向、规模和结构，其通过将自身投出的资本从一个产业转向另一个产业，从一个地区转移到另一个地区，从一个公司转移到另一个公司，从一个产品转移到另一个产品，从而实现投出资本方向的调整；出资者通过将自身投出的资本退出或者扩张从而实现投出资本规模的调整；出资者还可以通过减资或增资，通过收购兼并实现资本结构的调整。所有这些都具有出资者自身独立的财务行为特征。出资者财务在调整出资者与经营者和公司的财务关系中有着两种基本方面：一是通过以财务手段监控经营者和公司的行为协调相互之间的财务关系，二是通过出资者自身的财务行为调整相互之间的财务关系。

总之，两权分离形成了出资者，而出资者为了行使自身的财务权力、协调自身与经营者和公司的财务关系就产生了出资者财务。

[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

● 词条

外部不经济

外部不经济(External diseconomy)是指某些企业或个人因其他企业和个人的经济活动而受到不利影响，又不能从造成这些影响的企业和个人那里得到补偿的经济现象，如江河上游造纸厂排放污水，造成下游农作物欠收、农业减产的情况。造成这种现象的根源在于环境资源的不可分割性，使其产权界定成本非常高或根本就难以界定，环境资源因此具有全部或部分公共性。这又使得人们可以互不排斥地共同使用自然生态环境资源，而不考虑其公正性和整个社会的意愿。

处理外部不经济有以下几点对策：一是使用税收和补贴。对造成外部不经济的企业，国家可以征税，其税收的数量应该等于该企业给社会其他成员造成的损失，从而使该企业的私人成本恰好等于社会成本。二是通过企业合并。例如，一个企业的生产影响到另外一个企业，且这种影响是负的(外部不经济)，则第一个企业的生产就会超过社会最优水平。但是，如果把这两个企业合并为一个企业，则此时的外部影响就被"内部化"了。合并后的单个企业为了利益将使自己的生产确定在其边际成本等于边际收益的水平上。由于此时不存在外部影响，故合并企业的成本和收益就等于社会的成本和收益。于是资源配置达到了最优。三是"明确财产权"。在许多情况下，外部影响的存在之所以导致资源配置失当，是因为财产权不明确。所谓财产权，是通过法律界定和维护的人们对财产的权力。它描述了个人或企业使用其财产的方式。如果这种财产权是完全确定的并得到充分的保障，外部的负影响就可能不会发生。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net