两权分离与出资者财务

谢志华

在两权分离的公司制企业，一方面，必须确保在对外关系中公司法人财产所有权的独立性和完整性；另一方面，也必须确保在对内关系中明确地界定出资者的所有权与经营者的经营权的合理边界，实现经营者所承担的经营责任与履行这种责任所必要的授权的有效匹配，同时，也能保证经营者作为公司的法定代表人在对外关系中能够依法独立地行使法人所有权权利。

一、两权分离：所有权与经营权的基本界定

既然公司制企业是以两权分离为基础而形成的，准确和清晰地界定所有权与经营权的边界就成为了两权分离的前提。根据产权理论和分工理论的原理，至少在两个方面存在明确界定所有权与经营权的必要以及两者之间的基本边界：

第一个方面，公司一旦形成就以独立的法人而存在，独立的法人拥有自己的财产从而形成了法人财产所有权。法人财产所有权权利是经营权存在的基础，也是界定出资者的所有权与经营者的经营权的边界的前提。公司拥有法人财产所有权表明它与出资者自身的财产所有权相分离。这种分离意味着：一是公司的财产不再是出资者自身的财产，它具有自身独立的形态，这不仅表现在数量上的不同，而且也表现在这些财产的用途不同。数量上的不同是由于有限责任所导致的，而用途上的不同则在于并非出资者自身的财产都用于经营活动，也必然要用于消费活动，但出资者投入到公司的财产只是用于经营活动（也就是用于再生产）。既然出资者投入公司的财产只是用于经营活动而不得用于消费活动，公司的法人财产就成为一种特定用途的财产，必须区别于出资者自身的财产。二是在两权分离的条件下，经营者拥有经营权，经营者为了对外从事经营活动行使经营权权利，必须要以公司的法人财产权作为基础，否则，经营权就成为了无本之木、无源之水。两权分离的条件下，公司与外界发生的各种交易活动都是由经营者进行的，包括购销活动、借贷活动等等，所有这些交易活动都与公司的法人财产密不可分。三是在两权分离的条件下，经营者拥有经营权，经营者行使经营权权利也体现在进行内部经营活动上。在进行内部经营活动的过程中，无论是各种要素的流动，还是伴随各种要素流动所发生的价值转移和价值创造的活动无不以公司法人财产权作为基础。财产的占有、使用、处置和分配权既是所有权权利的集中表现，也是经营权权利的存在基础。

第二个方面，公司一旦产生就形成所有权与经营权分离，这种分离是专业化和专家化的结果。经营者作为职业经营专家行使经营权，而所有者只行使所有权，经营权成为了一种相对所有权独立存在的权利形态。公司法人财产权一方面表明了所有者对公司所投入的财产是其形成的基础，另一方面，它也为公司的经营者的经营权提供了基础。从这个意义出发，所有者的全部财产与投到公司的财产的分离是两权分离的形成前提，也是经营权能够独立行使的存在前提。一旦公司的所有权与经营权相分离，这两种权利就必然存在明确的边界，它不仅是公司的经营者作为分工结果的专家行使权利的前提，也是经营者作为所有者的受托人履行责任的基础。由于两权分离经历了一个历史的变迁，最早是所有权与资产（商品）经营权的分离，后来又产生了所有权与资本经营权的分离，由此就形成了资产经营

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

权和资本经营权。这两种经营权的经营对象不同，也就决定了这两种经营权权利的内容的不同。就资产经营权权利而言，至少表现在以下几个方面：一是所有者向公司投入资本，为了进行资产经营，经营者必须将所有者投入的资本转化成用来从事经营活动的资产。在将资本转化为资产的过程中，经营者必须拥有将资本用来购买和建造资产的权利，也必须拥有为了有效从事经营活动合理布局资产结构的权利；一旦资本转化为资产，经营者为了开展经营活动，必须享有对资产的实际占有、使用、处置和分配的权利。这两者是经营者进行经营活动的基础，经营者从事经营活动不是以投入的资本作为经营的对象，而是以投入的资本所转化而成的资产作为经营的对象，这就是资产经营的本质。二是当所有者投入公司的资本转化为从事经营活动的资产后，经营者按照所有者所设定的经营范围，持续地展开各项经营业务。实际上，经营者的经营权就是表现为运用公司法人所拥有的全部资产，进行购进、生产、存储、销售和售后服务等全部业务的决策权、执行权以及执行过程的控制权。同时，为完成这些经营业务也必需要有其他配套的或附属的业务活动，如为进行经营业务必然需要资金，经营者就享有与此相应的财权；进行经营业务必然需要人力资源，经营者就享有与此相应的人事权；进行经营业务必然需要使用物的资源，经营者就享有与此相应的对物的占有、使用、处置和分配的权利。就资本经营权权利而言，也至少包括以下方面：①所有者向公司投入资本，为了进行资本经营，经营者必须将所有者投入的资本一方面转化成用于经营活动所需要的各种资产，为经营业务提供物质基础；另一方面也直接将所有者投入的资本再投入到从事资产经营的企业中去，从而直接开展资本经营业务活动。当所有者投入的资本转化为各种资产后，经营者为了开展各种经营活动，就必须对这些资产享有占有、使用、处置和分配权。②资本经营者所从事的资本经营活动包括对外投出资本、监管资本的运用以及对存量资本结构进行调整，所有这些活动只要在所有者所规定的风险控制范围内，经营者就享有决策权、执行权和执行过程的监督权。为了保证资本经营业务的有效进行，也必须要有其他配套的或附属的业务活动，包括资金的筹措和使用、人力资源的配备以及为进行经营业务所必需的物力资源的配备，为此经营者就必须享有相应的财权、人事权和相应的物力资源的占有、使用、分配和处置的权利。可见所有权与资产经营权和资本经营权相分离后，资产经营者和资本经营者所享有的经营权利因所承担的经营责任的内容不同而存在明显的差异。

两权分离经历了所有权与资产经营权的分离以及所有权与资本经营权的分离，由于所有者的经营权权利经历了这样两次专业化和专家化分离，相应所有者所拥有的所有权权利也会存在差异。就所有权与资产经营权的分离而言，所有者所拥有的所有权权利主要包括：首先，最重要也是最基本的权利是对经营者的聘用权。聘用权实质上内含了所有者与经营者之间的委托受托责任关系，所有者必然对经营者赋予经营责任，经营者必然对所有者承担责任，只有两者达成一致，聘用合约才能达成。聘用权实际上还包含了对经营者的业绩考核和评价的权利，这种权利决定了经营者是不是能够被持续聘用，从这个意义出发它仍然属于所有者聘用权的内容。其次，当所有者聘用经营者时，也就意味着所有者愿意将自身的资本投入到公司，决定对公司投资或者不投资取决于所有者的意愿。所有者所期望的投资报酬实质上是指所有者进行投资的风险偏好。每一个作为投资人的所有者都有其投资的风险预期以及与这种预期相适应的报酬率。所有者正是根据这种风险预期所适用的报酬率决定其投资的方向和投资的规模。由于所有者投入公司的资本转化为资产后，相应的投资风险就转化为资产经营风险，所有者为了确保自身投资风险偏好的实现，必然要锁定经营者进行资产经营的风险。也就是说，在所有权与资产经营权相分离的条件下，投资者风险偏好的选择和实现是通过资产经营风险的控制得以体现的，所有者的投资风险偏好必将贯穿在经营者经营的各个方面和经营的全过程。而当资产经营风险的大小与所有者的投资风险偏好不一致时，与此相应的经营行为就会被所有者调整和约束。再次，当所有者将自身的资本投入公司由经营者进行运营后，所有者享有对公司资产经营活动进行监管的权利。监管的目标就是要确保经营者的行为不得损害所有者权益，并符合所有者的风险偏好。就前者而言，最低的目标就是不得以任何形式(如化公为私、在职消费)侵吞所有者投入的资本，最高的目标是通过采取有效的激励措施使得经营者在符合所有者风险偏好的前提下，实现所有者利益最大化。第四，所有者可以根据自身的意愿决定是否追加资本或者减少资本，对于投出的资本可以根据自身的意愿决定是否退出或者转让、是否与其他所有者投出的资本进行整合，也就是凡涉及到资本权益变动的事项，所有者都拥有最终的决定权。第五，所有者享有对收益

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

的分配权。所有者通过与其他收益分配主体的讨价还价确保自己的分配份额，在此基础上，进一步确定归属于自己的收益是否留存于公司还是进行分配。第六，所有者拥有对公司存续、分拆、合并、终止的最终裁决权。原因很简单，公司是通过所有者投入资本而形成的，所有者必然拥有最终裁决权。

就所有权与资本经营权相分离而言，所有者的权利既有与上面相同的部分也存在明显的差异。主要在于资本经营权主体并不直接从事资产经营活动，而主要是受托所有者行使投资专家的功能。所有者相对于资本经营权主体仍然拥有的所有权权利包括：①聘用经营者的权利。由于资本经营不同于资产经营，在所有者与资本经营者的委托受托责任关系中，授托责任的内容存在明显的差异，从而导致所有者对经营者的聘用所确定的标准、对经营者的业绩考核和评价的内容也存在明显的差异。如果说资产经营者对所有者的受托责任主要是通过资产经营实现利润最大化，从而实现所有者投资报酬最大化，那么，资本经营者对所有者的受托责任主要是通过资本经营，更直接的说是通过对外投资，不仅实现所投项目的利润最大化，更要实现资本利得的最大化，后者是资本经营的直接收益。资本经营者毕竟已经代替所有者行使投资专家的功能，所以，对资本经营者的受托责任的确定以及相应的业绩考核或评价都必须围绕投资及其相关活动进行。②投出资本的权利。无论资产经营或者资本经营都离不开所有者的出资，当资本经营权从所有者的权利中分离出来后，所有者并不直接对资产经营的公司行使出资权，但必然对资本经营的公司直接行使出资权，并通过资本经营公司对资产经营公司行使间接的出资权。所有者对资本经营公司的出资既是资本经营的起点，也是资本经营的基础。任何所有者在对资本经营公司进行出资时都有自身所期望的投资报酬，这种投资报酬是与投资的风险偏好相对称的。所有者的投资风险偏好的传导机制是所有者通过投资方向和投资规模的选择将自身的投资风险偏好传导给资本经营公司，资本经营公司按照所有者的投资风险偏好通过投资方向和投资规模的选择将投资风险的偏好进一步传导给资产经营公司，并通过资产经营公司经营风险偏好的选择、发生和实现，确保出资者投资风险偏好或者说期望的投资报酬的最终实现。不难看出，资产经营公司的经营风险偏好是所有者投资风险偏好实现的最终基础。所有者为了实现自身的投资风险偏好，必然要对资本经营公司对外投资的风险偏好进行控制，这与所有者对资产经营公司的经营风险偏好的控制存在明显的不同。而当资本经营公司对外投资的风险的大小与所有者的投资风险偏好不一致时，与此相应的经营行为就会被所有者调整和约束。实际上，所有者是根据自身的投资风险偏好与资本经营公司投资的风险类型的相适性对资本经营公司做出最终的选择。③监管资本运用的权利。一旦所有者对资本经营公司出资，就必然要对其资本的运用进行监管，由于资本经营公司主要是从事投资活动，对资本经营公司监管的内容、标准和方式与资产经营公司也必然存在差异。除了监管资本经营公司不得侵吞所有者的资本以及通过资本获得个人消费外，更为重要的是必须确保资本经营公司的投资风险不能超出所有者的风险偏好。正因为这样，资本经营公司的经营范围、经营类型的选择以及内部的组织构造都必需要考虑所有者对投资风险控制的要求。所有者为了激励资本经营公司的经营者实现投资报酬最大化也必然要采取与资本经营相应的激励机制。④收益分配的权利。收益分配的层次体系是，资产经营公司对资本经营公司进行分配，资本经营公司再对所有者进行分配。由于所有者享有收益分配权，其收益分配的权利传导机制则是所有者确定对资本经营公司收益分配的要求，资本经营公司根据这一要求再确定对资产经营公司的收益分配要求。资本经营公司一方面必然从资产经营公司分享投资收益，另一方面通过自身的资本经营也会取得收益。所有者在确定对资本经营公司收益分配的要求时就必然要将两者的收益综合考虑，并通过资本经营公司直接取得分配收益。在所有者行使收益分配权时也必然要考虑两者（资本经营公司和资产经营公司）的可持续发展。现实中，为了实现这两者的协调就产生了资本经营预算与资产经营预算（也称资本经营预算与生产经营预算）相衔接的问题。

无论相对于资产经营权还是资本经营权，所有者都拥有作为出资者的终极权利，这种权利就是法律意义上的所有权，包括所有者出资、撤资、转移资本、资本融合等的权利。一言以蔽之，凡涉及所有者权益变动的一切行为，所有者都享有最终决定的权利。同时，在经营者进行资产经营和资本经营的过程中，其经营行为不得改变所有者的投资风险偏好，一旦改变必须得到所有者的认可。

二、两权分离：出资者财务与经营者财务

长期以来财务行为只是由财务部门进行，伴随两权分离的进行，原有财务部门的财务行为仍然存在，而所有

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

者和经营者的分工使得财务的主体进一步从财务部门扩展到所有者和经营者，由此形成了出资者财务和经营者财务。之所以称出资者财务而不是所有者财务，是因为两权分离后，所有者成为了终极出资者，终极出资者通过投资向资本经营公司出资，而资本经营公司又通过投资向资产经营公司出资，如此衍生就形成了出资者系列。任何一个层级的出资者都必然要行使财务权利，也就形成了出资者财务。

在两权分离后，出资者的权利主要表现在两个方面：一是凡涉及出资者在公司的所有者权益的变动都必须得到出资者的认可；二是凡涉及出资者的投资风险偏好被经营者或者公司改变时，也必须得到出资者的认可。那么这两种权利与财务有着什么样的直接联系呢？

必须明确的是在两权分离以后，出资者的所有权与经营者的经营权必须有着明确的边界。当所有者授权经营者进行经营以后，所有者不仅要赋予经营者经营责任，而且也必须授予经营者相应的经营权利。只有实现经营责任和经营权利的对等，两权分离的经营权才是完整的；两权分离后经营者对经营责任的履行才能真正成为自身的义务，有责有权才能实现所有者与经营者委托受托关系中的权利与义务的对等；对经营者的业绩考核和评价才能建立在完整、客观和互不推诿的基础上。既然两权分离后经营者享有经营权，所有者的所有权权利中就不能再包含经营权权利的因素，所有者也不得越权干预经营者的经营权。一般而言，在微观经济活动中存在经营活动和财务活动，对资产经营公司而言，经营活动就是购进、生产、存储、销售和售后服务等活动，这是经营者的基本经营权利。为了进行经营活动，公司也必然要进



行筹资、投资、营运资金管理和收益分配，进行生产经营活动也必然要进行资产的购买、占有、使用、处置等，这都属于财务活动，进行财务活动必需享有财权。对资本经营公司而言，为了开展资本经营活动也要进行资产的购买、占有、使用、处置等，也属于财务活动。进行资本经营必须要进行筹资，在筹得资金后为了对资产经营公司形成资本关系必然要进行投资，在进行投资后为了确保资本权益和实现出资者的风险偏好必须要进行监管，通过监管并实现收益后必然要对收益进行分配，最后还必须根据所投资企业的经营状况进行存量资本结构的调整，包括增资减资、收购兼并、合并分立、撤资终止等。不难看出，进行资本经营的公司的经营行为本身就属于财务的范畴，属于财务行为。由于资本经营公司受托所有者代行出资者的功能，所以，相对于资产经营公司而言，资本经营公司的经营行为就是出资者的财务行为。与终极出资者的差别主要表现在它是专业化、专家化、公司化和规范化的出资主体。尽管资本经营公司自身的经营行为与其作为出资者的出资行为基本是合二为一的，并且属于财务范畴，但是资本经营公司仍然是经营主体，享有的是资本经营权权利，在两权分离的条件下，所有者也不得干预这种经营权权利。

从上面的分析可以看出，无论资产经营还是资本经营的公司都主要从事经营活动，并享有与此相应的经营权力。在经营的过程中为了满足经营活动的需要必然要相伴财务活动。对资产经营公司而言，财务活动(资金运动) 与经营活动(也称之为商品运动) 相对独立，并为经营活动提供支持；对资本经营公司而言，财务活动与经营活动两者基本合二为一，并最终表现为财务行为或者资金运动。正由于资本经营公司和资产经营公司不仅存在经营活动也存在财务活动，所以两权分离后经营者不仅享有开展经营活动的权利，也享有进行财务活动的权利，这是经营者财务的形成基础。

站在终极出资者和作为资本经营公司对资产经营公司进行投资的出资者(法人出资者) 角度看，任何出资者都应享有所有权权利，并不得越权干预经营者权利。既然经营权权利已赋予经营者，那么出资者所享有的所有权权利就基本属于财务权力的范畴。两权分离后，出资者系列的各层级出资者依托出资所形成的所有权权利而进行的各项行为大多具有财务的属性。行为之一是确定经营者的责任目标。在两权分离的条件下，各层级的出资者与相应的经营者之间形成了委托受托关系，这种关系的核心是委托受托责任。只有出资者必须授托责任，而经营者也愿意受托责任，这时，出资者才愿意对经营者行使聘用权，经营者也才愿意被出资者所聘用。一旦经营者被聘用，经营者就必须按照受托责任的要求进行经营活动，并最终实现或超过所要求的经营目标。出资者也是按照授托责任的要求对经营者进行监管，对其

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

经营结果进行考核、评价。可见出资者对经营者的聘用、监管、考核和评价都无不以委托受托责任为基础，而委托受托责任的基本目标就是实现出资者投入资本的保值增值，这一目标是由一系列的财务指标和财务标准所构成的，当然属于财务的范畴。行为之二是获取经营者履行受托责任的信息。两权分离后，各层级的出资者与相应的经营者之间产生了信息不对称，如果在聘用经营者之前出资者不能获得有关经营者能力的信息，就不可能做出选择经营者的最终决断；如果在聘用经营者之后，出资者不能获得经营者履行受托责任的过程及其结果的信息，出资者也不可能聘用经营者；为了考核经营者履行受托责任的情况，并对其实施奖罚，出资者还必须要获得投资的公司的财务状况和经营成果的信息。所有这些信息主要是通过会计报表进行披露的，为了确保会计报表所披露的信息真实、相关，出资者必然要确定会计信息确认、计量的标准和报告的形式。通常把这种满足出资者需要的会计称之为财务会计，而满足纳税需要的会计则称之为税务会计，满足出资者需要的财务会计也属于财务的范畴。行为之三是投出资本。出资者的基本职能就是向公司投资，在向公司投资时，出资者必然根据自身的投资报酬的预期和风险偏好决定投资的方向和规模，并以此确定投入什么样的公司。投资行为是财务的基本行为。为了投资出资者也可能进行筹资，对于终极出资人而言主要是依靠自身的资金进行投资，但当自己的资金不足时，也可以通过筹资募集资金。而对于法人出资者则主要是通过募集资金进行投资。筹资行为也是财务的基本行为。行为之四是确定预算体系。为了确保出资者对经营者的授托责任的实际履行，出资者必然要求经营者确定详细的预算体系。该预算体系一方面必须说明经营者通过展开哪些经营活动实现受托责任目标，也可以称之为基于事的预算；另一方面必须说明经营者怎样把预算指标分解落实到公司内部每一个部门和员工身上，使出资者的授托责任目标有实现的主体基础，也可以称之为基于人的预算(或称责任预算)。实际上，预算体系是出资者在两权分离的条件下对经营者实施经营监管的标准以及监管的方式，而预算体系具有基本的财务属性。行为之五是监管投出资本的运用。出资者将资本投入公司后必然将其转化为资产，并以此为基础展开经营活动。在经营活动过程中，经营者必须将出资者的风险偏好贯穿始终，当经营行为超出出资者的风险偏好时，必须受到出资者的监管或者受到出资者的认可。为此出资者必须对经营者确定有关风险偏好的控制标准，如经营范围的规定、资产购置规模的规定、负债筹资规模的标准等，这些标准一般都是由财务指标构成的。在经营活动过程中，经营者也必须确保出资者的资本的安全，不得侵吞资本和任意进行在职消费。为了实现资本保全，控制经营者侵吞资本和在职消费的行为，出资者必须制定有关资本保全和成本费用开支标准的各项制度或标准，这些显然都属于财务的范畴。在此基础上出资者可以通过自身，也可以借助审计进行监督。行为之六是进行存量资本结构的调整。如前所述，存量资本结构的调整包括增资减资、收购兼并、合并分立、撤资终止等行为。一方面这些行为大多是财务行为，另一方面这些行为的发生和进行都无不以会计和审计作为基础，它们或本身就是财务行为或者具有很强的财务属性。行为之七是进行收入分配。收入分配本身属于财务管理的内容，收入分配必须以会计报表所揭示的收益信息为基础；收入分配不仅要在政府、出资者、经营者和员工之间进行，也必须在公司和出资者之间进行。前者是对全部新创造的价值在公司各要素提供主体之间进行的分配，后者是税后利润在出资者和公司之间所进行的分配。收益分配的政策和分配方式都属于财务的范畴。

总之，出资者依托出资所形成的所有权权利而进行的各项行为一般都具有财务的属性，这就是出资者财务形成的基础，它是与经营者财务相对应的。■

[本文受到教育部人文社科青年基金项目(10YJC790374)、国家社科基金项目(11CGL025)、国家社科基金重点项目“国有资本授权关系及实现模式研究”(14AJY005)、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.罗飞，王竹泉.2001.论国家作为出资者对国有企业的财务管理.会计研究，4

3.谢志华.2000.关于出资者财务的几个理论问题.财务与会计，12

4.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

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