出资者与经营者委托受托责任：关系和内容的演进

谢志华

摘　要：两权分离的深度发展使得经营权进一步分工为资本经营权和资产经营权，相应形成了资本经营者和资产经营者。出资者与这两种经营者的委托受托责任关系和内容存在明显的差异，区分这种差异有助于出资者分别对资本经营者和资产经营者进行出资者财务管理。

关键词：资本经营；资产经营；委托受托责任；关系和内容

两权分离形成了出资者与经营者的委托受托责任，伴随着两权分离向广度和深度的进一步发展，这种委托受托责任的关系和内容也进一步演进。两权分离的广度和深度的发展主要表现为经营权的进一步分离即出资者的所有权与资产经营权和资本经营权的分离，经营权主体的专业化和组织化程度不断提高，相应也拓展了出资者和经营者的委托受托责任的关系和内容。

一、出资者与资产经营者的委托受托责任：关系与内容

通过两权分离，出资者将财产委托资产经营者，资产经营者与出资者之间形成了委托受托财产责任关系；出资者将财产委托资产经营者经营相应形成了委托受托经营责任关系。出资者与资产经营者的财产责任关系和财产经营责任关系都以契约（以公司章程为主体的一整套契约）的方式予以确定，也就形成了契约关系。出资者与资产经营者的契约关系所确定的内容主要包括财产责任关系和财产经营责任关系所涉及的权利义务关系以及相应的信息披露的权利义务关系。就财产责任关系而言，资产经营者必须确保出资者投入的资本所转化而成的资产在通过其生产经营活动后能够收回本金，即实现资本数量保全和资本质量保全。由于资产经营者是通过经营资产实现出资者的资本保全和资本增值的，这种资产经营在实现出资者对经营者的委托受托责任上就表现出如下的特点：(1)资产经营只是经营资产，而经营资产是由公司的经营者自身进行的，它不是通过将其资产在公司以外进行投资而由他人经营，从这个意义出发资产经营是一种由经营者自身进行的经营。一旦出资人投入公司的资本被资本经营者再以对外投资（如购买资本市场股票）的形式投入其他公司，对于这一部分资本而言，资产经营者就不再是资产经营者的角色，它已成为出资主体，进行的是资本经营。(2)资产经营是通过商品市场进行的，资产经营者运用商品市场上所购进的资产进行生产经营活动，并生产出新的商品在商品市场上进行出售，也就是生产经营活动基本业务包括购进资产、储存资产、进行资产的再生产以及销售资产等。在生产经营活动过程中必然要发生物料消耗的转移成本、活劳动消耗而发生的新增成本以及相关的其他费用，所有这些成本费用都是由出资人所投入的资本而转化的现金进行初始支付，并最终通过公司的生产经营活动所形成的现金收入予以补偿。从另一个角度看就是出资者通过资产的使用计提相应的成本费用并通过生产经营活动所形成的这一现金收入收回本金，同时，当现金收入大于出资者投入的本金时就产生了利润（也就是资本增值）。(3)资产经营的进行一方面是成本费用发生和收入形成的过程，另一方面也是资产使用、耗费和新资产形成的过程。资本保全和资本增值既可以通过收入扣除成本费用后大于零得以实现，也可以通过期末资产大于期初资产（或期初投入资本）得以实现。如果通过资产经营使得期末总资产超过了出资者投入资本所形成的资产，不仅意味着出资者实现了资本保全，也实现了资本增值。可见，资产经营者是通过资产经营活动实现利润，并且利润最终都以新增资产的形式存在。

正由于资产经营的上述特征，使得出资者与经营者的委托受托责任的内容也有自身的特点，主要表现在：(1)出资者特别关注投入公司的资本所转化而成的资产，以及通过经营活动而形成的资产本身的安全，只有确保这些资产的安全，资本数量保全和资本数量增值才有物质保证。为此，出资者一方面为了准确及时地了解

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

公司期初和期末的资产状况，必然要求经营者提供相应的信息报告。另一方面为了确保资产的安全性必然要对资产的购、存、产、销活动进行有效的控制，通过这一控制不仅要使得资产在数量上完好无缺，还要在质量上完好无损。事实上，除了过程控制，历史地看一直被采用至今的控制方法就是财产清查，通过财产清查不仅能摸清公司实际的资产数量和质量，也能确定相应会计报告的真实性。(2) 出资者将资本投入公司后，由此所形成的资产被经营者进行经营，在生产经营活动过程中资产不断处于数量的变动和形态的变化中，最终通过商品市场使得资产都能够变现。一旦资产不能变现，不仅出资者的资本无法实现保全，甚至有可能导致出资者破产。正因为这样出资者必然关注商品市场风险，这种风险或者表现为商品价格下跌从而资产变现能力下降，或者表现为商品不能出售从而资产不能变现。为此，出资者必然对资产的变现风险进行有效地控制，这种控制既包括出资者对资本投向的控制，也就是资产的经营范围的控制；也包括出资者对资产占用规模和资产占用结构的控制，最明显的例子就是出资者通常会对内部资产的投资规模进行数量限制，以及对固定资产的投资规模进行约束。总之，资产经营者在资产的占有、使用、处置和分配中必须要满足出资者的风险偏好的要求，并确保期末资产都能随时随地变现。(3) 出资者将资本投入公司进行生产经营活动后，在整个生产经营活动过程中既会发生成本费用，也会形成收入。经营者对成本费用的无节制支出必然会损害出资者的利益，甚至可能侵占出资者的本金，出资者必然要对成本费用进行控制。在对成本费用控制的基础上，出资者期望获得更多的收入，出资者还希望收入扣除成本后所形成的新增收益能够获得更多的分配份额。相应，出资者必然会通过各种激励和约束措施使公司增加收入，或者更直接地说是增加利润，利润的数量和质量往往就成为了对资产经营者考核的主要内容。而为了在已实现的新增收益的基础上获得更大的分配份额，出资者必然参与和决定收益分配。

二、出资者与资本经营者的委托受托责任：关系与内容

伴随资本市场的不断发展以及专业化分工的不断深化，两权分离得到了进一步的扩展。不仅所有权与资产经营权相分离，并且所有权与资本经营权也发生了分离，出资者不再仅仅是终极所有者(也称之为终极出资者，主要是指国家和自然人所有者)，从事资本经营的主体也受托终极出资者行使部分出资者的权利(也称之为中间出资者或者法人出资者)。终极出资者委托资本经营者进行经营就必须将自身的财产授托于资本经营者，而资本经营者受托经营必然以终极出资者投入的财产作为物质基础，两者之间就形成了财产关系，终极出资者依托这种财产关系对公司享有权利，对资本经营者行使权力。资本经营者不仅要保证这些财产的安全，而且必须通过资本经营活动实现终极所有者的利益最大化，从而形成了终极所有者与资本经营者的受托经营责任关系。与资产经营者代替终极出资者从事资产经营不同的是，资本经营者只是部分地受托资本经营，而资产经营者则是完整地受托资产经营。理由很简单，终极出资者必然要最终保留终极出资权，主要包括出资、退资和转资的权利，监管所出资本的使用状况的权利。终极出资者与资本经营者的财产责任关系和经营责任关系都是以市场契约的方式予以确定的，他们通过讨价还价确定各自的权利义务，也就成为市场契约关系。这种关系的内容与出资者同资产经营者所确定的契约关系内容存在明显的差异。尽管资本经营者无论经营之初所使用的出资者的资本还是经营期终了所形成的经营成果都以资产的形态存在，但是，资本经营者所经营的资产主要都是以对外投资的形式而存在，包括对外的股权直接投资和资本市场的股票间接投资，这些资产一般都是金融资产，这些对外投资所形成的金融资产相对资本经营者是资产，相对资产经营者是出资者的投资(也就是资本)，这也正是后来形成终极出资权与资本经营权的原因所在。伴随着资本市场的不断成熟，从事资本经营的主体的出资者不仅包括终极出资者，也包括投资公司、基金公司、财务公司和专司资本经营的母公司等其他出资者。所以相对于资本经营者而言，所有这些出资主体统称为出资者，是一种混合的出资者。另外，接受出资的资本经营主体经历了一个专家化的过程，即自然人到民间投资协会，再由民间投资协会到公司法人，最后成为专司资本经营的机构法人。在资本经营过程中，通过资本经营所形成的金融资产的收益形式和变现方式都与生产经营活动所形成的实物资产的收益形式和变现方式存在明显的不同，正是这种不同使得资本经营在实现出资者对经营者的委托受托责任上表现出如下的特点：

(一) 资本经营者相对于终极出资者是经营者，而相对于资产经营者又是中间出资者。一方面他必须以经营者的身份对终极出资者的投资负责，承担资本经营责任；另一方面他又必须以出资者的身份对接受投资的资产经营者行使出资者权力，这种权力就是资产经营者受托出资者所应该承担的责任，关于这一点已在前面论述。资本经营者只有充分保证资产经营者能够实现资本保值增值的目标，才能最终实现终极出资者对其所确定的保值增值的目标。所以，资本经营者作为出资者一定会将终极出资者的出资权力通过自身的出资行为贯彻和落实到对资产经营者的要求中去。同时，终极出资者也会要求资本经营者在其所专事的资本经营活动中贯彻和落实其特定的出资权力。值得说明的是，终极出资者与作为资本经营者的中间出资者只是一种理论上的划分，实践中，一个机构法人或者资本经营主体的出资者可能既包括终极出资者也包括其他中间出资者，

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

是一种混合的出资者结构。

（二）出资者将资本投入机构法人（或资本经营主体）后，资本经营者通过资本市场进行投资，也就是买卖金融资产（包括直接购买资产经营公司的股权或者间接地通过股票市场买卖股票取得对发行股票公司的股权权利）。必须说明的是尽管资本经营者通过资本市场买卖金融资产实现出资、退资和转资，但是，由于其投资行为分为直接的股权投资和间接的股票市场投资，两者在资本保全和资本增值的实现方式（或者盈利模式）上存在根本的区别。就直接的股权投资而言，资本经营者通过买入从事生产经营公司的股权，主要的目的就是为了获取所投资公司的长期利润分配，从这个意义出发，资本经营者进行投资的目的不在于资本市场金融资产的买卖价差，而在于接受投资公司的生产经营活动的投资回报。为了实现投资的报酬最大化，资本经营者必然要寻找投资报酬率最高的资产经营公司进行投资；一旦将投资投入该公司，为了确保公司实现预期的投资报酬率，资本经营者必须监管该公司的资产经营活动是否符合公司章程的规定；当所投资的资产经营公司已经实现预期的投资报酬率并使得公司的股权价值达到最大时，资本经营者可以按照公司的章程的规定将股权出售。如果股权的出售价格高于投资时的股权价格，资本经营者还可以获得资本利得。但必须说明的是资本经营者进行这种股权投资的最终目的不是为了取得资本利得而是利润，也不会对所投资公司的股权进行反复的买卖，这种资本利得的取得不是通过公开市场业务实现的。在股票市场上买卖股票是资本经营者进行间接的股票市场投资的基本经营行为，股票是其经营的商品，买卖股票是其基本的经营活动，通过股票价差取得资本利得是其经营的根本目的。而且，间接的股票市场投资可以在股票市场上反复买卖某一上市公司的股票，资本经营者关注的是公司股票价格的涨落。资本经营者也关注发行股票的公司的生产经营活动及其成果，但其目的是为了了解和判断发行股票的公司的股票价格的涨落，以从中获取股票价差。不难看出，在直接的股权投资下，资本经营者的股权资产的价值是由所投资的生产经营公司的盈利状况所决定，而间接的股票市场投资的股票资产价值最终来说也是由所发行股票的资本经营公司盈利状况所决定，但在某一时点或者较短的时间看，公司所发行的股票价值也可能直接受资本市场供求关系所影响，而与所发行股票的公司的盈利状况并无直接联系。也就是说，股票市场的股票价格的变动所受到的影响因素比直接的股权投资所形成的股权资产的价值的影响因素更为复杂。

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。

（三）终极出资者将资本投入资本经营公司进行经营后，在整个资本经营活动过程中（直接的股权投资与间接的股票市场投资的过程并不相同）既会产生投资支出，也会形成投资收入，在投资过程中还会产生各种投资的费用。投资支出也就是投资的本金包括股权或者股票的买入成本，投资收入包括股权或者股票出卖的价格收入，而各种投资费用是指股权或者股票交易的费用、监管资本运用的费用、存量资本结构调整（主要是指收购兼并行为的费用）。资本经营者在经营过程中只有通过投资收入弥补投资支出和投资费用后，才能实现出资者资本保值增值的要求。可见，资本经营者是通过经营主要取得资本利得以及投资所分配的利润，并且资本利得和分配的利润通过再经营又形成了股权资产和股票资产。

正由于资本经营的上述特征，使得出资者与资本经营者的委托受托责任的内容不同于出资者与资产经营者的委托受托责任内容，主要表现在以下方面：第一，出资者特别关注所投入资本转化为资本经营者的股权和股票资产（也就是金融资产）的价格变动的风险。出资者投入公司的资本最终都要转化为金融资产，金融资产是一种虚拟资产，它本身的价值既取决于发行金融资产的生产经营公司的经营状况，也取决于市场供求变化，金融资产的价格也可能由于市场的变化而一钱不值，使得出资者资本全部遭受损失，这样出资者必然要对已有金融资产的价格风险进行有效控制。在股票投资的方式下，出资者为了防止股票价格大起大落而导致的股票资产价格的缩水，一般要对资本经营者进行的股票交易设定风险控制幅度，在大多数情况下是采取最低或者最高收益水平控制这种风险；在股权投资的方式下，由于资本经营者行使出资者对资产经营者的部分出资权力，出资者对资本经营者的风险控制主要是促使资本经营者确保资产经营者按照出资者所确定的投资方向、投资规模和投资结构，合理有效地使用其资产。可见，与出资者对资产经营者的实物资产的风险控制不同，出资者对资本经营者的金融资产的风险控制着重于金融资产价格变动风险的控制，资产数量已经通过监管当局和股票账户交易体系进行有效控制。当资本经营者进行股票投资时，由于股票市场价格瞬息万变，为了及时地根据这种变化进行股票交易，一方面资本经营者对所投资生产经营公司提供的信息的时间节奏必然加快，另一方面机构法人或者资本经营公司的出资者也要求提供动态信息，只有这样

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

才能有助于出资者进行过程的风险控制，以保证金融资产在每个时间节点上的价格变动范围能够处于其风险偏好的范围内。第二，出资者将资本投入机构法人或资本经营公司后，由此所形成的金融资产经过资本经营者经营，其资产的形态和数量不断发生变化，最终这些金融资产都必须要通过资本市场出售才能变现。由于金融资产在资本市场上不断地被进行交易，其变现的风险要大大高于实物资产的变现风险，出资者对金融资产的交易过程必然进行风险控制。要进行这种控制，终极出资者必然关注所投入资本转化为资本经营者的股权和股票投资的投资方向、投资规模和投资结构，并通过这三个方面的控制实现资本经营者进行投资的实际风险与自身风险偏好的匹配。与此同时，在进行资本市场交易中，资本经营者还可能存在操作性风险，为了防止这种风险的发生，出资者也需要对相关的操作方法和流程进行有效控制，特别是要根据出资者的投资风险偏好，确定金融资产投资的类型以及相应的投资流程，在此基础上进一步规定金融资产风险评估的方法以及风险控制的标准。实际上出资者也通过直接的股权投资和间接的股票投资向机构投资者和资本经营公司进行出资，直接的股权投资是通过接受投资的资本经营公司的股东大会以及董事会的表决权(即用手表决)对资本经营者进行风险控制。而间接的股票投资是通过出资者在股票交易市场的交易行为(即用脚表决的方式)对资本经营者进行风险控制。机构法人或资本经营公司对资产经营公司也可以采取这两种控制方式，对资产经营过程的风险控制也具有相同之处。总之，无论出资者还是中间出资者作为出资人，他们都必然要对接受资本的公司的经营过程进行风险控制，只是由于资本经营公司与资产经营公司的经营对象不同、风险的类型与风险的发生方式不同，因而风险控制的方式也不同。第三，出资者将资本投入机构法人和资本经营公司进行资本经营活动后，在整个金融资产的投资过程中会产生两种支出和收入，一种是金融资产的买卖支出和收入以及投资利润所得，其中收支差额为资本利得；另一种是从事资本经营活动所发生的成本费用和形成的佣金收入。对于前者一方面要防止资本经营者违规操作为自身谋取利益，另一方面也要防止资本经营者占用和侵吞出资者的资本并获取相应的利益。对于从事资本经营活动所发生的费用必须防止经营者通过成本费用的无节制支出损害出资者的利益，甚至侵占出资者的投资，出资者必然要对成本费用进行控制。为了增加资本利得、利润以及佣金收入，出资者要通过有效地激励约束机制使它们实现最大化，也就是资本经营者的收入应该与这三种收益挂钩。

总之，由于出资者与资产经营者和资本经营者的委托受托责任关系及其内容有所不同，从而使得出资者对资产经营者与资本经营者的财务控制的内容和控制方法存在明显的差异。

在实践中，两权分离使得经营权主体不断地专家化和组织化，伴随两权分离的演进和深化，在市场中不断产生了许多专业化组织。这些专业化组织包括律师事务所、会计师事务所、资产评估事务所以及承担保荐人角色的证券公司等，他们是专家化的中介组织。这些中介组织与出资者之间也会形成委托受托责任关系，但这种委托受托责任关系不是以财产责任关系为基础而形成的，只是一种单纯的市场供求契约关系，这些中介组织为出资者提供专业服务；这种委托受托责任关系也不是以财产的经营责任为基础形成的，所以这些中介组织并不为出资者承担资产经营和资本经营的责任。尽管如此，由于这些中介组织的高度专家化和组织化，它们能够受托出资者承担某些出资者财务管理的责任，如会计师事务所受托出资者对资产经营者和资本经营者进行监督的责任，相应出资者与会计事务所之间就形成了委托受托审计责任关系，这是直接代行出资者的部分监督职能，如此等等，不一一说明。

（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

主要参考文献

1.劳秦汉.1998.会计理论研究的新视角：从现代会计的双重受托责任看会计的本质、职能与目标.会计研究，8

2.刘大可，朱光华.2001.试论所有制结构理论中的出资者与利益相关者.经济科学，4

3.刘峰.1995.从经济环境看财务会计的目标.当代财经，11

4.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

5.谢志华.2014.两权四层次分离：出资者系列与经营者系列.财务与会计(理财版)，4

6.袁志忠，白美丽.2002.两权分离下的受托责任分析.石家庄经济学院学报，6

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