出资者投资偏好与委托受托责任：关系与内容

谢志华

摘　要：本文认为，出资者投资偏好将影响到委托受托责任关系和内容的界定。国家出资者的特有属性包括：人民性、抽象性、国家性、公共性、社会性和权威性，正是这些特有属性决定了国有出资者投资目的偏好和投资风险偏好方面的独特性。文章进一步在此概念体系基础之上，结合国内外国企分类监管的实践，提出将国有企业分为政策性（公益性）垄断型企业、政策性（公益性）混合型企业和商业性竞争型企业。由于不同类型企业的出资者属性不同，所形成的委托受托责任的关系及其内容存在显著差异，因此国有企业与非国有企业以及不同类型的国有企业出资者财务管理的内容和方式也将存在差异。

关键词：所有权属性；投资目的偏好；投资风险偏好；国企分类；出资者财务差异

出资者与经营者的委托代理关系和内容的差异不仅与经营者所履行的不同经营责任（资本经营责任和资产经营责任）密切相关，也与出资者投资偏好的不同紧密联系。任何出资者进行投资都有自身的投资偏好。投资偏好的一般解释是不同的投资人由于财力、学识、个人投资取向和投资时机等因素的不同，其投资风险承受能力也将存在差异；同一个投资主体也可能在不同的时期、不同的年龄阶段及其他因素变化的情况下而表现出对投资风险承受能力的不同。显然这里的投资偏好是针对自然人投资主体进行说明的，而且投资偏好主要是指投资的风险偏好。与此比较，出资者的投资偏好存在两个不同：一是投资偏好的主体不仅仅只是自然人，终极出资者既可以是自然人出资者（或者私人出资者），也可以是国家出资者，公司法人或者其他法人也可以作为中间出资者进行出资，不同类型的出资者必然有不同的投资偏好；二是投资偏好不仅仅只是投资的风险偏好，还包括投资目的偏好。对于自然人而言，投资的目的就是为了获取投资收益，自然人对于投资收益的预期就决定了其风险偏好的大小。投资收益的预期越高，投资的风险偏好就越大，反之亦然——这就是所谓的风险与收益相对称。对于国家出资者而言，投资偏好就不仅仅指投资的风险偏好，原因在于国家出资者进行投资不都是为了获取投资收益，还必须考虑国家和社会的利益。国家利益和社会利益往往与投资收益不一致，从而决定了国家作为出资者的投资偏好具有国家和社会属性，正是这种国家和社会属性使得国家出资者与自然人出资者在对经营者进行授托责任时会存在较大的差异。当国家出资者的投资仅仅只是为了满足投资收益的需要时，这种投资偏好也就是指投资的风险偏好，显然国家作为出资者与自然人作为出资者的这种投资风险偏好也会存在不同，这种不同也必然导致国家出资者与自然人出资者在对经营者进行授托责任时会存在一定的差异。公司法人和其他法人作为出资者在进行投资时，其投资偏好最终取决于终极出资者的投资偏好及其终极出资者的出资比例。如果国家出资者享有控制权，投资偏好就更多地具有国家和社会属性；如果自然人出资者享有控制权，投资偏好就更多地体现为投资的风险偏好，也就是要在投资收益与投资风险之间实现均衡。那么，不同出资者的投资偏好是怎样决定出资者与经营者的委托受托责任关系及其内容的差异的？

一、出资者的投资目的偏好与委托受托责任：关系与内容

公司的终极出资者分为国家所有者和自然人（私人）所有者，国家所有者与自然人所有者由于其所有权主体的属性不同使得投资的目的不同，从而导致其与公司经营者的委托受托责任关系和内容存在相应的差异。国家所有者与自然人所有者的所有权主体属性的主要不同体现在6个方面：

1. 人民性。国家财产属于全体人民所有，由此国家所有者实质上是指全体人民，但全体人民不可能直接对国有财产行使所有权权力，而是必须委托代表全体

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

人民的国家行使这种权力。人民性首先是整体性，反映的是全体人民的整体诉求而不是单个人的或者集团的诉求；其次是国家性，国家是人民的国家，国家必须代表全体人民的利益行使各种国家权力，包括国有财产的所有权权力。整体性意味着国家代表人民行使所有权权力时必须以全体人民的共同利益作为出发点，而国家性则要求国家在行使国家财产所有权权力时必须通过国家权力的合理有效使用，确保人民的共同所有权权力得以实现。与此不同，自然人所有者的所有权主体具有个体性，他们在行使所有权权力时主要是从个人利益出发，表达和实现自身的利益诉求。

2. 抽象性。国家以抽象的概念形式而存在，因此所谓全体人民委托国家行使国有财产所有权权力是通过国家权力机关实际进行的，也就是人民委托国家权力机关行使所有权权力，国家机关与全体人民之间形成了国有财产所有权的委托受托责任关系。我国目前的体制是在政府下设国有资产监督管理委员会实际代表国家行使国有产权权力，对所出资的企业或公司进行监督管理。尽管由于专业化和专家化所导致的社会分工的进一步细化(特别是两权分离的不断深化)，自然人所有者也在将资本经营权和资产经营权进行授权，但自然人所有者仍然要自行行使终极所有权权力。

3. 国家性。国有财产的所有权主体就是国家，这意味着国有产权行权主体在行使所有权权力时，在代表全体人民利益的基础上也要考虑整个国家利益。国家利益的核心是国家安全以及国家可持续稳定发展。国家安全既包括对外安全，也包括对内安全。只有整个国家的这些利益都能得以实现，国家的全体人民的利益才有切实的保障。自然人所有者是以个体利益为出发点的，其既没有足够的权力范围使其行为具有国家性，也没有自身的利益诉求使其行为具有国家性。

4. 公共性。国家存在的重要使命之一就是为社会提供公共产品并维持公共秩序，而政府作为国家所有者的代表在行使国有产权权力时也自然要考虑公共产品提供和公共秩序维持的需要。一方面，国家所有者的人民性和国家性要求其必然考虑人民和国家的整体利益，而公共产品的提供和公共秩序的维持正是人民和国家整体利益的重要体现；另一方面，国家所有者财产的最终归属权是全体人民，国有财产的运用所获得的收益也最终归属于全体人民。将国有资产和国有资产运用所取得的收益用于公共产品的提供和公共秩序的维持也就是"取之于民，用之于民"。自然人所有者既没有足够的能力也没有动机提供公共产品和维持公共秩序，在公共产品充分完善、公共秩序有序有效的条件下，自然人所有者只是追求自身投资收益最大化。

5. 社会性。一方面国家的社会性表现为使整个社会的各种利益关系处于和谐的状态而不至于引发社会危机，另一方面国家要通过提供社会服务和社会保障，既使人民能够享受到国家公共服务的好处，又使劣势群体不被社会所遗弃而共享社会成果，从而增强对国家的认同感、使命感。国家作为所有者必须通过投资以及投资收益的分配协调各种利益关系，更好地提供社会服务，确保社会保障体系能够惠及所有需要资助的人们。自然人所有者也可能要承担某种社会责任，但这种社会责任的履行并不可能惠及全社会，更多情况下自然人所有者承担社会责任是一种国家或者社会强制，主要目的是使他们的行为不要伤及或者危及社会。

6. 权威性。国家作为所有者是以国家权力为基础的，无论是立法权、行政权还是司法权都能够有效地保证国家所有者权力的有效运用，特别是在履行国家和社会义务时这种权力行使的有效性是任何其他权力主体所不能媲美的。一方面凭借国家权力，国家所有者的财产能够得到有效的保护，另一方面凭借国家权力，能够按照国家和社会需要(公共需要)有效地运用国有资产、合理地分配国有资产运营所取得的收益。而自然人所有者主要是通过公司章程的制定对所投资的企业行使权力，自然人所有者自身的财产安全最终也必须凭借国家权力得以保护，自然人所有者的所有权权力只是对特定财产或者所投资的企业产生效力，不可能对整个国家和社会发生作用。

正由于国家所有权的这些特征，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(十八届三中全会通过)要求国有资本投资运营要服务于国家战略目标，更多投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，重点提供公共服务、发展重要前瞻性战略性产业、保护生态环境、支持科技进步、保障国家安全。

当国有资本投资运营要服务于这些方面时，由此而形成的国有企业目标就会与私人企业或者民营企业的目标存在较大差异。各国根据国有资本投资而形成的国有企业市场定位和目的的不同对国有企业进行了各种分类：一是按市场竞争程度分类，以法国和新加坡为代表。法国政府将国有企业分为垄断性国有企业和竞争性国有企业两类，如法国电力、铁路、航空、邮政和电信等属于垄断性国有企业，竞争性国有企业主要是指建筑业、加工业和服务业中的国有企业。二是按照赋予的任务分类，以芬兰、瑞典、新西兰和挪威为代表。芬兰将国有企业划分为承担特定任务类企业，包括芬兰电网、芬兰产业投资公司；有战略利益的商业类企业，包括芬兰铁路和芬兰航空等；以投资者利益为主的纯粹商业类企业，包括养老金信息服务公司等。三是按法律地位及持股比重分类，以英美韩为代表。

我国也根据国有资本投资而形成的国有企业的市场定位和目的进行了各种分类。上海市将国有企业分为竞争类、功能类和公共服务类。竞争类企业是以市场

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

为导向，以经济效益最大化为目标，兼顾社会效益；功能类企业是以完成战略任务或者重大专项任务为目标，兼顾经济效益；公共服务类企业则是以确保城市正常运行和稳定、实现社会效益为目标。北京市属国企也分为三类，一是城市公共服务类，承担和提供公共产品或服务，如公交、地铁、自来水、热力等保障城市运行的企业。二是特殊功能类，承担政府在不同阶段赋予的专项任务和重大项目，如市保障性住房建设投资中心。三是竞争类，这类企业以经济效益最大化为目标，在竞争类企业中分战略支撑和一般竞争两个层级。黄群慧《光明日报》2014年11月17日版）将国企划分为三类："公共政策性企业"、"特定功能性企业"和"一般商业性企业"。"公共政策性企业"是始终以实现社会公共利益为目标的特殊国企；"一般商业性企业"是以经济效益为目标的竞争性国企；"特定功能性企业"是承担特定的国家功能的企业，该功能的实现又以企业自身发展和经营活动营利为基础。

无论国外还是国内的分类都存在一个共同的问题，就是分类标志不统一，这种不统一主要表现在交叉使用两个分类标志，就是企业的设立目的和企业的市场定位。怎样才能实现这两个分类标志的有机融合是进行国有企业分类所必须要解决的问题。实际上，国有企业按设立目的分为国家性企业、社会性企业和商业性企业，为了更好地与已有的通用表达相一致，可以将国家性企业表达为政策性企业，将社会性企业表达为公益性企业；而国有企业按市场定位分为垄断型企业、混合型企业（是指兼具国家垄断和市场竞争两种特性的企业）和竞争型企业。在学理上就可以将两种分类进行九种组合：政策性垄断型企业、公益性垄断型企业、商业性垄断型企业；政策性混合型企业、公益性混合型企业、商业性混合型企业；政策性竞争型企业、公益性竞争型企业和商业性竞争型企业。由于这里的垄断是指国家垄断，所以商业性垄断型企业和商业性混合型企业并不存在，同时政策性竞争型企业也不存在，因这里的政策性也就是国家垄断性，从而就不可能存在自由竞争的可能性。公益性竞争型企业从市场角度看主要是指各种民营公益性企业，如民办教育、民办养老机构等，它们充分地参与市场竞争，这类企业如果站在国家视角显然不属于国有企业，当然就可以不包括在国有企业的分类中。而其他类型就属于国有企业的基本分类，现实中每一种分类的具体表现是：政策性垄断型企业就是指国家烟草总公司和中储粮总公司等；公益性垄断型企业如北京市自来水总公司（国家层面并不直接提供此类社会服务，而是由当地的城市提供）政策性混合型企业如国家的各类军工企业、石油企业，它们一方面受国家指派垄断某一领域的生产经营，另一方面又从事民品的生产；公益性混合型企业则包括北京地铁、北京巴士、北京热力等公司，这类公司整体上是提供社会服务，政府通常会对这些企业提供一定的政策补贴，但它们仍然要参与市场竞争，也就是在市场中还存在其他同类竞争对手；商业性竞争型企业就是以平等的地位充分参与市场竞争的各类企业，目前在我国的国有企业中还存在许多这类企业。按照中央的要求，这类企业要逐步进行混合所有制的改革，也就意味着随着社会经济的发展，这类企业的国有资本可以逐步退出。这样站在我国国有企业的现实背景看，国有企业的分类主要包括：政策性垄断型企业、公益性垄断型企业、政策性混合型企业、公益性混合型企业和商业性竞争型五种。如果进一步将政策性和公益性合并为政策性或者公益性，国有企业的分类就成为政策性（公益性）垄断型企业、政策性（公益性）混合型企业以及商业性竞争型企业三种。

由于不同类企业所要实现的国家和社会目的不同，国家所有者与经营者或者企业之间委托受托责任的关系和内容与完全的商业性竞争型企业必然存在差异。就委托受托责任的关系而言，对政策性（公益性）垄断型企业除了财产关系、经营关系和市场契约关系外，还存在行政关系，也就是国家为了确保自身政策和公益目标的充分实现常常会动用行政手段，对国有企业的行为进行行政管制；对政策性（公益性）混合型企业除了财产关系、经营关系和市场契约关系外，也会存在一定的行政关系，但政府更多是通过国家政策直接影响这类企业的生产经营行为，并尽可能使它们的生产经营活动与市场接轨，如国有热力公司的供热活动既可采取政府直接补贴企业的方式实现其公益目标，也可以采取政府补贴居民的方式实现热力公司完全按市场标准收费，从而达成热力公司经营的市场化。除了委托受托责任关系的不同外，委托受托责任的内容也存在差别。政策性（公益性）垄断型国有企业以承担国家责任和社会责任为主，但也必须要进行经济核算，以最少的投入和最低的成本实现国家的政策性或公益性目标；政策性（公益性）混合型国有企业也要承担一定的国家责任和社会责任，并且要通过实现资本的保值增值为履行这两种责任提供基础，国家要尽可能地通过市场化的方式使其履行国家责任和社会责任；对于商业性竞争型企业无论是国有、民营还是混合所有制都必须要承担一定的社会责任。由于政策性（公益性）垄断型国有企业和政策性（公益性）混合型国有企业的国家所有者与经营者或国有企业之间存在行政关系，国家所有者对经营者或国有企业的管控就会既带有行政性又带有经营性的双重特征，国家出资者的财务管理也必然与国家财政之间存在密切的关系。整体上说，政策性（公益性）混合型国有企业依据国家的基本需要有可能转化为政策性（公益性）垄断型国有企业，也可能转化为商业性竞争型企业。尽管如此，在我国现实条件下，这类

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

国有企业仍然会有一个较长的存在时期，一些新的需要还可能产生新的这类国有企业，所以其会处在一个比较动态的变化之中。

二、出资者投资风险偏好与委托受托责任：关系与内容

出资者投资偏好不仅表现在投资目的上，也表现在投资的风险预期上。不同出资者预期的投资收益不同，其风险偏好的大小也不相同。整体上，出资者的投资风险偏好可以分为风险偏好者、风险厌恶者和风险中立者三类。一般来说，自然人所有者由于其承担风险的能力较弱，同时还要考虑自身生存和发展的需要，对风险的偏好程度相对较低。与此不同，国家所有者相对于某一特定出资所承担的风险而言，其承担风险的能力相对较强，庞大的国有资产在各个领域对多个企业进行投资，本身就具有风险分散的特征；国家所有者还可以依托国家权力的力量对所投资企业实施风险的最终化解；国家所有者的国家性要求其能够为国家长期稳定发展提供基础，从经济视角看，就是要为国家经济的长期稳定发展提供前提。要实现这一经济目标，就需要在经济领域不断地进行创新，创新就必须要进行投资。由于创新是面向未来的，是否成功具有很大的不确定性，由此而形成的创新投资能否形成收益也具有很大的不确定性。创新可以分为国家层面的创新和企业层面（包括个人层面）的创新。国家层面的创新有一些是不能直接带来投资收益的，如理论创新；有一些是涉及到整个产业转型升级的，这是单一企业所不能及的；有一些只是在未来较长时期以后才可能取得收益，这也是企业所不愿为的；还有一些不会产生经济效益而只会带来国家利益或者社会效益。当这些创新行为必须要通过或者更适合于通过企业进行时，就必然需要国家所有者对这些企业进行投资，也就是国有资本投资运营要更好地服务于发展重要前瞻性战略性产业和支持科技进步。一般来说，与市场竞争性相关的创新可以通过商业性竞争型企业的自然选择来进行，其资金也由其自身提供；而上述与市场竞争性关联度不大的创新则需要通过国家的资金和政策支持，国家总是担负着风险最大的创新投资的使命。一旦国家将这些资金通过直接投资或者间接市场投资投入企业时，就形成了国家所有者与这些企业之间的委托受托责任关系，国家也必然要对接受投资的企业进行管控以确保委托这些企业的责任得以履行。

国家所有者对这类企业进行投资后他们之间就形成了财产关系，企业以这种财产关系为基础就承担了创新责任，这种创新责任显然不同于经营责任只是为了实现资本保值增值，最为重要的是要确保国家创新目标的实现，或者更直接地说就是要形成创新成果，服务于发展重要前瞻性战略性产业和支持科技进步的需要。创新责任的履行关键是如何在以最少投入的条件下获得更多的创新成果，国家所有者正是基于这一要求而对承担创新责任的经营者或企业进行管控，相应地，出资者财务的管控内容也必然拥有自身的特点和要求。事实上，北京中关村作为一个创新孵化基地设立了许多创新企业，这些企业许多都是由国家引导基金进行投资而形成的。国家投资这些企业的根本目的就是为了取得创新成果，一旦创新成果被社会所需要并带来收益时，这些国家基金就会退出企业，所以退出机制的完善就显得十分重要；一些企业的创新投资可能陷于失败，投资失败的评价以及是否再投资的决策就显得十分重要；一些企业的创新投资并不直接带来经济效益，寻找投资成本与创新成果之间的匹配关系也变得十分重要。

总之，出资者的投资偏好不同使得所有者与经营者之间的委托受托责任关系及其内容存在明显的差异，正是这种差异导致出资者财务的内容和方法也将存在差异。

（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>、北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目<GZ20130801>、国家社科基金重大项目"国家治理视角下的国有资本经营预算制度研究"<14ZDA027>和财政部会计名家培养工程支持项目的支持）

（作者单位：北京工商大学国有资产管理协同创新中心）

责任编辑　李斐然

主要参考文献

1. 黄群慧.国企混合所有制改革应分类推进.光明日报 2014 年 11 月 17 日

2. 季晓南.发展混合所有制不是将国企都改制上市.上海证券报 2014 年 11 月 7 日

3. 季晓南.积极推进混合所有制经济发展.人民日报 2014 年 11 月 18 日

4. 卫兴华，何召鹏.究竟该怎样理解"积极发展混合所有制经济".北京日报 2014 年 12 月 1 日

5. 张政军.国有企业分类管理如何推进.经济日报 2013 年 5 月 3 日

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