出资者的投资偏好：风险与投向

谢志华　粟立钟

摘　要：出资者投资风险偏好决定出资者的投资方向和投资规模。终极出资者的所有权性质影响出资者的投资风险偏好，自然人出资者的风险偏好具有多样性、商业性和竞争性等特征；而国家出资者的风险偏好具有国家安全性、国家宏观性、国家战略性和公共服务性等特征。这些差异导致国家出资者的投资行为不是完全遵循风险与收益匹配的原则。中间出资者的经营权属性也将影响到相应出资者的投资风险偏好，资本经营主体的投资由于面临商品市场和资本市场的双重风险以及较高的未来风险等，投资主体的风险偏好较高；资产经营主体的投资主要面临商品市场的风险以及较低的未来风险等，投资主体的风险偏好相对较低。

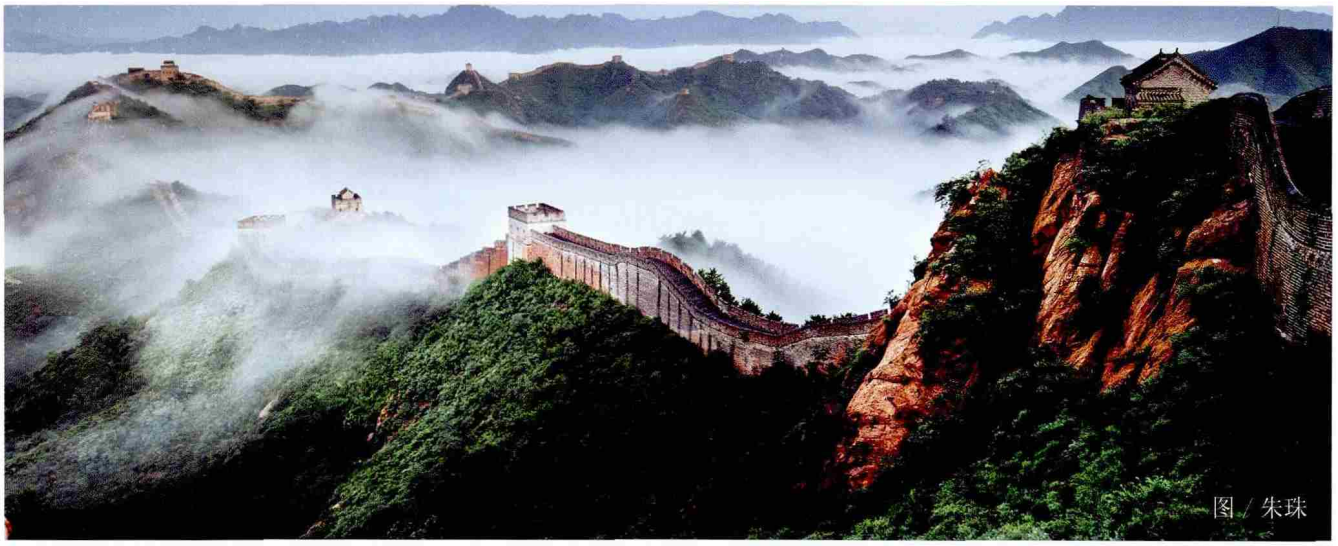
关键词：出资者财务；投资风险；投资风险偏好；投资方向

一、出资者的投资风险偏好

出资者的投资偏好不仅与委托受托责任关系和内容密切相关，而且决定了出资者的投资风险偏好及其相应的投资方向。从这个意义出发，出资者投出资本也就是根据自身的投资风险偏好对所进行的投资进行风险匹配的过程，只有当所投资方向及规模的风险程度与出资者的投资风险偏好匹配时，投出资本才能真正实现。实际上，出资者投资偏好的实质就是投资的风险偏好，原因很简单：首先，出资者进行投资都是为了在未来取得收益。既然是面向未来的就必然存在预知性，而预知有可能正确，也有可能发生偏离从而导致投资风险；其次，出资者进行面向未来的投资具有一定的期间性，正是这种期间性使得出资者进行投资决策时的投资环境在未来可能面临变化，从而影响到投资决策实际取得的收益。如果说前者意味着主观对客观的判断产生误差从而导致投资风险的话，那么后者则意味着由于客观环境的千变万化而导致的投资风险。投资有风险是一种客观存在，因而是一种不可回避的客观事实。投资风险以投资收益的不确定性的形式得以表现，原因在于无论投资者是基于主观原因还是由于客观环境的变化而导致投资决策出现误差，最终都表现为投资的实际收益与投资决策的预期收益的不一致，这种不一致的一般表达就是指未来投资收益的不确定性，即投资风险就是指未来投资收益的不确定性，这是狭义的投资风险。由于投资要带来投资收益就必须要进行投入，所以投资风险也可以从投入的视角进行理解，这时投资风险就表现为投资成本或代价的不确定性，它意味着投资的本金有可能无法收回甚至全部变为损失。如果投资风险表现为投资收益或者投资代价的不确定性，那么投资风险产生的结果有可能带来收益的不确定性，也可能没有收益，甚至可能导致投资损失，这就属于广义的投资风险。

投资者面对未来的投资风险必然要选择一个与其自身投资风险偏好相适应的投资方向以至投资项目。不难看出，投资风险与投资风险偏好既有联系又有区别。联系是投资风险是投资风险偏好存在的前提，没有投资风险程度的差异，投资风险的选择性偏好就失去了存在的基础；但如果没有投资主体的投资风险程度的差别化选择，投资风险程度差异的存在也就失去了意义。正是投资风险与投资风险偏好的这种内在关系，使得各投资主体在整个投资领域选择适合自身偏好的投资方向，从而使得投资领域的各个投资方向能够被完全覆盖。投资风险与投资风险偏好又存在明显的差异：一是投资风险是客观存在的，而投资风险偏好则与投资主体的主观愿望密切相关，不同的投资主体的风险偏好不同，同一个投资主体在不同时期、不同环境下的风险偏好也不相同，正是这种不同决定了他们对投资方向的选择。二是投资风险偏好决定了投资者对投资风险的选择及其控制，投资者有什么样的投资风险偏好就会选择与此相应的投资风险的类型及其大小，或者通过其风险控制使投资风险的类型及其大小满足自身投资风险偏好的要求。也就是说，投资风险的类型及其大小是投资者风险偏好的表现形式，通过投资者对投资风险的类型及其大小的选择与控制，既能确定投资者的投资方向，也能通过这种投资方向的选择最终满足投资者的风险偏好。相反，投资风险不能决定投资者的风险偏好，投资者的风险偏好决定投资主体对投资

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



风险的类型及其大小进行选择和控制的过程。在风险管理中必然要实现风险与收益(成本)的对称性，一般积极进取的投资者偏向于高风险是为了获得更高的收益，而稳健型的投资者更多从安全性的角度考虑，偏向于低风险，往往也只能获得相对较低的收益。风险是一种不确定性，投资者面对这种不确定性所表现出的态度、倾向就是其风险偏好的具体体现。

二、终极出资者的投资风险偏好与投资方向的选择

终极出资者分为国家所有者和自然人所有者，他们的自身属性决定了其风险偏好的差异，那么这种自身属性到底体现在哪些方面，又是怎样决定他们的风险投资偏好的？

(一)自然人出资者的风险投资偏好

自然人或者个人在进行投资时，不同的人由于家庭财力、学识、投资时机、个人投资取向等因素的不同，其投资风险承受能力不同；同一个人也可能在不同时期、不同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差异，这里的风险承受能力就是个人出资者风险偏好的决定因素。从整个市场的视角看，个人出资者进行投资最终都将趋向于风险与收益(成本)的对称性。所以个人出资者进行投资的风险偏好可以归结为以下特征：一是个人出资者进行投资的目的都是为了获取投资收益，也就是个人出资者进行投资是商业性的；二是个人出资者进行投资必然面临其他投资者的竞争，竞争的结果有可能导致投资的收益下降，甚至投资失败，所以个人出资者进行的投资具有竞争性；三是个人出资者进行投资由于每个人的风险偏好不同，各自会选择与其风险偏好相适应的投资方向(或者投资产品)，其结果一方面导致了投资市场上投资方向(投资产品)的多样性，使得任何一个出资者都可以根据自身的投资偏好进行投资方向(投资产品)的选择，另一方面，每个出资者根据自身的投资偏好进行投资方向(投资产品)选择的结果会形成差别化的收益率；四是个人出资者进行投资必然要按照各自的投资偏好自由地进行投资方向(投资产品)的选择，要达成这一目标就必然要求投资市场不能形成垄断或者操控市场的行为，有序和自由竞争是这一市场的基本特征。总之，自然人或者个人作为出资者，其投资的风险偏好是多样性的、差别化的，是商业性的、竞争性的，还是有序的、平等的。

(二)国家出资者的风险投资偏好

国家所有权主体与自然人所有权主体的属性存在明显的差异，国家所有权主体具有抽象性、人民性、国家性、公共性、社会性和权威性，这就决定了国家作为出资者的投资风险偏好与自然人作为出资者的投资风险偏好也会存在明显差异。国家作为出资者的投资风险偏好要更多地体现国家安全性、国家宏观性、国家战略性、公共服务性、社会公益性、生态环保性和国家垄断性。国家安全要求国家处于没有危险的客观状态，不仅国家没有外部的威胁和侵害，而且也没有内部的混乱和疾患的客观状态。国家安全包括国民安全、领土安全、主权安全、政治安全、军事安全、经济安全、文化安全、科技安全、生态安全、信息安全。如国家作为出资者进行军事工业的投资就具有国家安全性的特征。显然，进行国家安全方面的投资并不会直接产生经济效益，从投资的风险偏好的视角看，它是只有成本却没有相称收益的投资。国家宏观性亦称国家宏观调控，国家在宏观经济运行中为了促进市场发育、规范市场运行，必然对社会经济总体进行调节与控制。国家作为出资者为了实现宏观调控而进行的投资主要体现在政策性投资上，这种投资不是为了直接谋求项目的投资收益，而是为了实现宏观经济的总体平衡

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

以及弥补市场失灵。如国家进行粮食和棉花储备所进行的投资显然不是基于投资收益目标，而是基于市场供求均衡的目标，往往要与市场进行反向操作，因而很难按市场法则获取相称的投资收益。国家战略性是指依据国际国内情况，综合运用政治、军事、经济、科技、文化等国家力量，筹划指导国家建设与发展，维护国家安全，达成国家目标。为了实现国家战略(特别是经济战略)的需要，国家必须要为未来的发展(特别是经济发展)提供准备，进行先导性投资(或者战略性投资)。先导性投资在投资期一般不会取得相应的投资收益，甚至投资还可能陷于失败，具有极大的风险性。各个国家为了实现产业升级都会投入大量的资金，大多数情况下都采取种子基金的形式，通过吸纳社会资金共同实现产业升级目标，这时国家投资的目的显然不是为了投资收益，而是为了实现产业升级。公共服务性是指国家集中一部分社会资源，用于为市场提供公共物品和服务，满足社会公共需要的分配活动或经济行为，是通过公共财政予以实现的。在市场经济条件下，许多公共产品的提供是通过财政支出进行的，其中有很大一部分也是通过国家作为出资者的投资行为予以实现，很显然这种投资的目标并不是为了每一个投资项目本身的投资收益，而是为了向社会或者市场提供公共产品，它可能根本就不存在获取收益的要求和可能。如大规模的城市基础设施建设、各种经济开发区的基础设施提供，都不是为了从市场中谋取投资收益，相反是为市场提供公共产品。社会公益性是指国家为广大公民提供所能享受的利益，这里所指的广大公民有全国性的广大，也有地区性的广大。国家作为出资者通常都要大量地进行公益事业投资，形成了许多公益性的国有企事业单位，按照整体的改革方向，其中的事业单位都将要逐步按公司化进行改造，实现企业化经营。国家对公益性的国有企业进行投资显然不可能完全按照市场法则进行运行并取得相应的市场回报，许多公益性事业都必须要通过国家的各种政策性投资和政策性补贴才能有效运行，从这个意义出发，国家作为出资者所进行的公益性投资也不可能完全按照收益与风险匹配的原则进行营运。生态环保性是指国家为实现环境恢复和绿色低碳发展，促进生态健康和可循环持续，从政策层面上支持和引导绿色低碳产业，寻求适合国情的绿色低碳经济发展模式。无论是对已经破坏的生态环境进行治理和恢复，还是在现在和未来实施绿色低碳发展都无不需要国家政策的扶植和支持，特别是国家的直接投资。国家作为出资者进行这方面的投资显然很难取得相称的投资收益，其投资的效果表现为自然性、恢复性、整体性、未来性，其商业性、市场性和盈利性特征极不明显或者很难实现。如国家对大气治理所进行的投资就具有如此特征。国家垄断性是指国家运用政权的力量，并通过国营经济组织对某些重要产业部门或产品的生产及市场实行一定程度的独占或统管，其目的在于发展重要的、有关国计民生的产业，稳定社会经济生活。国家垄断性通常是因为相应的产业部门或者产品有着极高的垄断收益，为了维持市场公平和实现国家战略，通常由国家出资者进行投资形成国有企业，进行国家垄断经营，如烟草、稀有的矿产资源等。国家垄断经营的结果必然取得垄断收益，这些垄断收益由国家获得，既能维持市场的自由竞争不被破坏，又能使国家获得足够的收益满足其发展战略的需要。

(三)国家出资者与自然人出资者的投资风险偏好差异

综上所述，不难看出国家作为出资者的投资风险偏好与自然人作为出资者的投资风险偏好至少存在以下差异：一是国家作为出资者的投资许多都不是为了直接获得投资收益，因此其投资偏好并不是完全按照风险与收益匹配的原则进行的；二是国家作为出资者的投资偏好受国家所有权主体属性的决定而具有国家安全性、国家宏观性、国家战略性、公共服务性、社会公益性、生态环保性和国家垄断性，这些投资的偏好显然更多地具有整体性、未来性、社会性和公共性，而不像自然人出资者的投资只是具有个体性、现实性、商业性和利益性；三是国家作为出资者的投资风险偏好不是处在风险与收益相匹配的状态中，而是处在两者的极端状态，也就是有的投资项目有风险无收益、有的投资项目有收益无风险，这恰恰是市场运行中的两种极端状态，不能由参与市场自由竞争的投资主体运行这些投资项目，自然就成为了一种国家责任，否则必然不利于市场的自由公平竞争，从而破坏市场的有序运行；四是国家作为出资者也可能进行具有某种程度的政策性混合型的投资，在这种投资中，国家作为出资者的投资风险偏好也并不能完全实现收益与风险的匹配，往往要通过政策性补贴才能实现两者的均衡；五是国家作为出资者也能够进行商业性竞争型的投资，这种投资完全是按市场法则运行，投资的风险偏好也完全遵从风险与收益匹配的原则。一般来说，国家进行这种投资可进可退，总是处在一个动态的调整过程之中。不难看出，国家作为出资者所进行的投资一般都更着重于风险与收益非对称性的投资方向。而对于风险与收益对称的投资方向，则视国家出资者的资金积累和经济社会的需要采取进退自如、收放有度的原则，通过市场进行运作，以谋求投资收益的最大化。

三、中间出资者的投资风险偏好与投资方向的选择

正如十八届三中全会所指出的，国有资产监管要从管人、管事、管资产、管资金的直接管理企业的模式转变为管资

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

本的间接管理模式。这种以管资本为主的管理模式实际上就是站在受托终极出资者资本经营功能的视角而提出的，作为资本经营的主体，必然受托终极出资者进行投出资本、监管资本的运用和调整存量资本结构的活动。实践中，受托终极出资者的监管功能的主体主要是国资委，不仅如此，国资委也直接管人、管事、管资产、管资金。如果国资委要实现从直接管理企业转向管资本，就必须要进行功能转换，进一步完善现有的国有资产管理体制，以管资本为基础加强国有资产监管。必须说明的是，十八届三中全会还要求改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本经营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。这意味着必须要构建专业化的国有资本的投资运营主体，受托终极出资者进行资本经营，这样受托终极出资者进行资本经营的主体不仅包括监管的主体，也包括运营的主体。无论这两个主体是否分离，单从监管的角度而言，受托终极出资者进行监管的主体不仅要监管资产经营的主体(实体的公司)，也要监管资本经营的主体(投资公司、资本运营公司)。进行资本经营的主体一旦投出资本，也就要对接受出资的企业进行监管，从而形成一个完整的监管体系。进行资本经营的主体必然要对进行资产经营的主体进行出资，而进行资产经营的主体也可以对实体企业进行出资，它们都成为了中间出资者。

资本经营的主体与资产经营的主体在对实体企业进行投资时，其投资的风险偏好存在差异从而导致投资方向的选择也不相同。一般来说，资本经营的主体进行出资存在以下特征：一是资本经营的主体在进行出资时不仅要通过出资谋求资本利润率最大化，也要实现资本利得最大化，也就是资本经营的主体通常要面临双重风险，即投资实体企业的商品市场的经营风险以及资本市场的金融产品价格波动的风险。正是由于存在这两个风险，相应资本经营的主体可以获得出资所分享的利润以及股权价格变化所获得的资本利得。二是资本经营的主体专注于投资，而投资是面向未来的，未来必然存在不确定性从而导致风险较高。三是资本经营的主体既然面向未来进行投资，就必然要考虑接受投资的实体企业的未来成长性，也就是说资本经营的主体的投资虽然也关注实体企业过去的业绩，但更关注未来的可持续稳定增长性。即便是完全新设的企业或者新开发的项目，只要具有未来成长性，资本经营的主体也更偏好这种投资。但新设的企业或者新开发的项目的投资也可能面临失败，从而导致投资的风险更大。如从事风险投资的公司所投项目失败的比重高达三分之二以上，但是一旦成功就会由于项目的未来高成长性而带来很高的报酬，特别是资本利得。四是资本经营的主体由于专注于投资，投资规模较大，大多会进行多元化投资，多元化投资的结果使得资本经营的主体会面临多个产业的产业风险或者不同商品市场的经营风险。从上述分析不难看出，资本经营的主体的投资风险偏好相对较高。与此不同，资产经营的主体投资风险偏好相对较低，主要表现在：资产经营主体的出资目的主要是为了实现利润最大化，所以其面临的风险主要是来自于商品市场的经营风险，一般不会遇到资本市场股权价值波动的风险；资产经营主体的出资是以已有的实业为基础的，通过出资主要为了更好地完善供应链体系或者经营体系，从而实现规模经济效应和范围经济效应；资产经营主体的出资既然是以已有实业为基础的，而不是完全从零开始进入新领域、新项目的投资，其未来风险相对也会较小。所以进行资产经营的主体更强调针对已有实业经营中存在的缺陷的改进进行投资，本身就具有风险回避、转移和消除的特征。资本经营的主体比之于资产经营的主体的投资风险偏好更强，它们往往会投资一些在未来成功的几率相对较小、但一旦成功投资收益就会很高的项目。之所以能这样做，不仅在于这种投资项目的风险与收益是匹配的(即高风险高收益)，同时也在于资本经营主体往往进行大规模的投资，而这种大规模的投资就能较好地实现投资方向的多元化而分散风险。也就是资本经营主体在每个投资项目的选择上偏向于选择高风险高收益的项目，但也通过投资组合分散风险。资产经营主体的投资大多与已有的实业进行匹配，投资的风险相对较小，投资的报酬也相对较低。事实上，进行与已有的实业经营相关的对外投资，由于经营经验而使得未来的不确定性减少，同时由于已经形成了市场竞争使得投资的报酬也会相对较低。

总之，出资者的投资风险偏好存在差异，从而导致投资方向的选择不尽相同。特别是国家作为出资者其投资风险偏好更具特点，正是这种特点决定了其投资方向的异质性。

（本文受到国家社科基金重大项目"国家治理视角下国有资本经营预算制度研究"<14ZDA027>、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>、科研基地建设-科技创新平台-现代商科特色项目<PXM2015_014213_000063>和财政部会计名家培养工程支持项目<财会[2014]25号>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 对外经济贸易大学国际商学院）

责任编辑 李斐然

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