

## 第十五章 营运资金管理原理

本章提要与目标：营运资金管理是短期财务决策的重要内容，风险与收益的权衡是营运资金管理的首要原则。通过学习，理解营运资金管理在财务管理中的重要地位；掌握营运资金管理的基本原则；了解各种营运资金管理策略的不同类型及其组合；辨析各种营运资金管理策略的风险与收益。

### 第一节 营运资金管理概述

企业的短期财务决策，就是营运资金的财务管理与决策，它包括短期融资和流动资产资产管理两方面的内容。短期财务决策的目的是：筹措融通由于季节性、周期性和随机性因素造成企业经营活动的波动变化所需的资金；正确地管理与运用流动资产，使现有的固定资产得到最大限度的利用，促进企业的正常营运与有效增值；研究增加流动资产所带来的收益同短期筹资成本相平衡的条件以及短期负债代替长期负债的可能性。

#### 一、营运资金及其特征

营运资金有广义和狭义之分，广义的营运资金又称总营运资金，是指一个企业流动资产的总额；狭义的营运资金又称净营运资金，是指流动资产减去流动负债之后的净额。如果净营运资金为正，与之相对应的净流动资产要以长期负债或股东权益的一定份额为其资金来源。流动资产通常包括现金、有价证券、应收票据、应收账款、预付账款、存货等；流动负债通常包括短期借款、应付票据、应付账款、预收账款以及其他应付款项等。

营运资金具有以下特征：

1. 营运资金周转的短期性。营运资金的构成内容是流动性较强的流动资产与流动负债，它们的周转时间一般在一年或一个营业周期以内，对企业的经营活动影响时间较短。根据这一特点，营运资金可以采用短期融资的方式加以解决。

2. 营运资金数量的波动性。企业营运资金的数量会随着企业生产经营活动的内外部条件变化而变化，呈现出波动性。一般来讲，生产经营具有季节性的企业的营运资金波动性较大，非季节性企业营运资金的波动性较小。

3. 营运资金来源的灵活性。企业筹集长期资金的方式一般比较少，而筹集营运资金的方式则灵活多样，可选择的方式有：银行短期借款、商业信用、票据贴现、应收账款抵押、应交税金、预收货款、应付费用等。

#### 二、营运资金管理的意义

营运资金的管理既包括流动资产的管理，也包括流动负债的管理，因为流动负债是流动资产的主要来源。营运资金在企业资金总额中占有较高的比重，营运资金管理对于财务管理乃至企业管理都具有重要的意义，因此，财务人员的大多数时间都用于营运资金管理。其意义具体表现为：

1. 企业现金流量预测上的不确定性以及现金流入和现金流出的非同步性，使营运资金成为企业经营活动的重要组成部分。此外，营运资金的持有数额越多，企业偿还到期债务的能力越强。这就要求企业保持一定数量的营运资金。

2. 营运资金周转是整个企业资金周转的基础。只有营运资金顺利周转的情况下，企业生产经营活动的各个环节才能得以合理衔接，收入的实现与费用的补偿才能合理配比，并赚取一定的利润用于企业未来的发展。

3. 营运资金管理水平决定着财务报表所反映的企业形象。如现金管理水平直接影响着

现金流量表；应收款项、存货的管理水平直接影响着销售收入、销售成本，进而影响利润表；流动资产与流动负债的管理水平直接影响着资产负债表等。

4.企业陷入财务危机首先表现为营运资金管理的失败。通过对营运资金管理状况的及时评价和监控，可以为企业的财务危机提供一套预警系统，以便早做准备，采取相应的对策来防止财务危机的发生。

### 三、营运资金管理的基本原则

营运资金管理的重要性要求营运资金管理必须遵循以下原则：

1. 风险和收益的适度均衡。营运资金持有量的高低，影响着企业的收益和风险。较高的营运资金持有量，意味着在固定资产和流动负债一定的情况下，流动资产额较高。这会使企业有较大把握按时支付到期债务，及时供应生产用材料和准时向客户提供产品，从而保证经营活动平稳进行，风险较小。但是，由于流动资产的收益性一般低于固定资产，所以较高的流动资产比重会降低企业的收益性。而较低的营运资金持有量带来的后果正好相反。所以，各企业应当根据自身的具体情况和环境条件，确定适当的营运资金持有量，在风险与收益之间取得适度均衡。

2. 重视营运资金的合理配置。营运资金的合理配置要求在理财目标的制约下保持营运资金各个组成部分的合理比例关系，具体内容为：流动资产与固定资产等长期资产的比例关系；流动负债与长期负债、自由资金等长期资金的比例关系；流动资产内部相互之间的比例关系；流动负债内部相互之间的比例关系；流动资产与流动负债之间的比例关系。

3. 加快营运资金周转速度，提高资金的利用效果。资金只有在不断流转中才能产生效益。与长期资金相比，营运资金的盈利能力较低，有些营运资金（如库存现金）基本上不产生投资收益。因此，在保证生产经营需要的前提下，加快营运资金周转，减少营运资金占用，可以提高营运资金的利用效果。

## 第二节 营运资金管理策略

营运资金管理策略包括营运资金投资策略、营运资金筹资策略、营运资金策略组合。

### 一、营运资金投资策略

营运资金投资策略的目的在于：在总资产水平即定的条件下，合理确定流动资产与固定资产等长期资产的比例关系。这一比例关系的表现形式是流动资产占总资产的比重。企业可以选择的营运资金投资策略有三种：

1. 保守策略（A）。企业流动资产占总资产的比例相对较大，除正常流动资产需要量及基本保险储备量外，再增加一定的额外储备量。由于流动资产的收益率一般低于固定资产的收益率，因此，这一策略的预期盈利能力将较低。若流动负债保持不变，这一策略将使净营运资金增加，企业无力偿还到期债务的风险也降低。

2. 激进策略（C）。企业流动资产占总资产的比例相对较小，流动资产一般只满足正常需要，不安排或只安排很少的保险储备。这一策略使企业在取得较高的预期盈利能力的同时，也承受较高的陷入财务困境的危险。

3. 中庸策略（B）。企业流动资产占总资产的比例相对适中，流动资产在保证正常需要的情况下，再适当增加一定的保险储备。其预期盈利能力和风险都介于保守与激进策略之间。

三种策略之间的对比关系如图 15-1 所示。

最优的营运资金投资水平，也就是预期能使企业价值最大化的水平。这一水平是多种因素共同作用的结果，它们包括：销售水平和现金流动的变动性、经营杠杆和财务杠杆等。因此，并不存在一种对所有企业都是最优的单一营运资金投资策略。企业应根据自身的具体情

况，结合其对风险的态度，选择营运资金的投资策略。

## 二、营运资金筹资策略

营运资金筹资策略的目的在于：在总资产水平即定的条件下，合理确定流动负债与长期负债的比例关系。这一比例关系的表现形式是流动负债占总资产的比重。企业可以选择的营运资金筹资策略有三种：

1. 保守策略（A）。全部长期资产、永久性流动资产（企业维持生产经营所需要的最低水平的流动资产）以及部分临时性流动资产（受季节性、周期性影响的流动资产，如季节性存货、销售和经营旺季的应收账款）所需要的资金均由长期负债与自由资金来筹集，其余部分临时性流动资产由短期负债来筹集。在这种情况下，短期融资的使用以及流动负债占总资产的比例均被限制在一个较低的水平上。由于流动负债的融资成本低于长期负债，这一策略使企业的融资成本上升，利润下降。同时，企业债务到期越短，其不能偿债的风险就越大，因此，这一策略使企业的财务风险降低。

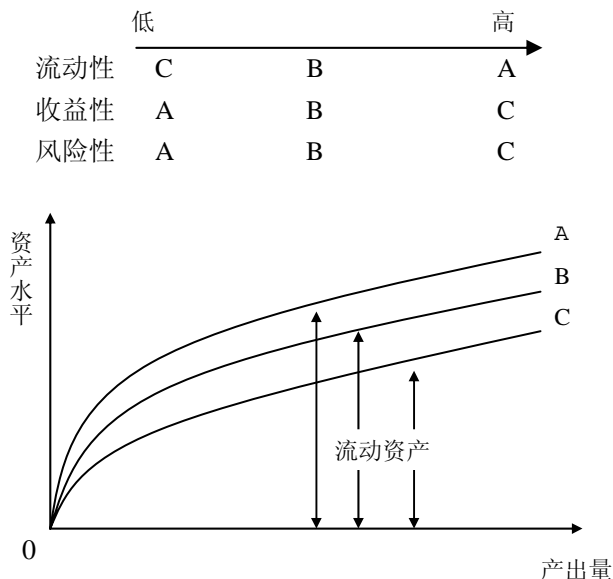


图 15-1

负债的期间相配合，以降低企业不能偿还到期债务的风险和尽可能降低融资成本。临时性流动资产所需资金以流动负债来筹集，永久性流动资产与长期资产所需资金由长期负债和自由资金来筹集。这种策略使流动负债水平介于激进策略与保守策略之间，因此，其收益与风险也处于二者之间。

三种策略之间的对比关系如图 15-2 所示。

营运资金筹资策略同样需要企业在风险与收益权衡的基础上，结合自身的具体情况，以企业价值最大化为目标作出合理的选择。

## 三、营运资金管理的策略组合

2. 激进策略（C）。临时性流动资产和一部分永久性流动资产所需资金由流动负债来筹集，其余的永久性流动资产与长期资产所需要的资金由长期负债与自由资金来筹集。更加极端的表现是，有的企业所有的永久性流动资产乃至部分固定资产所需资金也由流动负债来筹集。在这种情况下，过度利用短期融资，流动负债占总资产的比例大大提高，从而使企业的资金成本下降，利息支出减少，利润增加。但由于大量使用期限较短的流动负债，导致流动比率下降，偿债能力减弱，财务风险加大。

3. 中庸策略（B）。将资产与

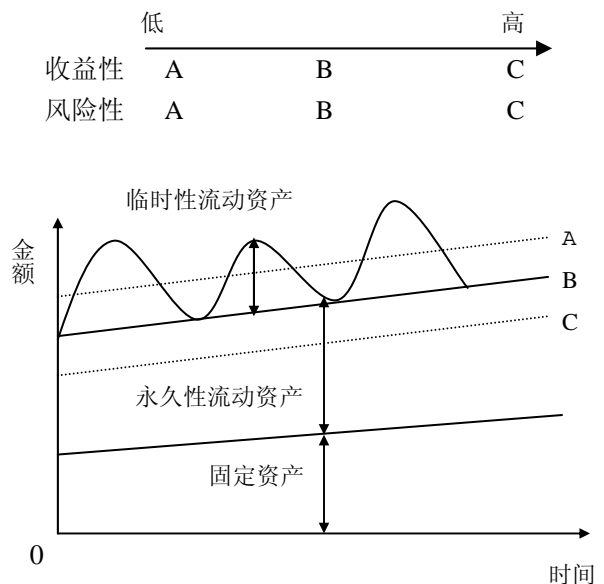


图 15-2

营运资金管理是营运资金投资管理与筹资管理的统一体，既要研究它们各自的策略选择，更需要分析它们之间的相互作用，因此，必须研究营运资金投资策略与筹资策略的合理组合。营运资金管理的策略组合如表 15-1 所示。

表 15-1 营运资金的策略组合

投资		筹资策略（流动负债比例）		
		激进（高）	中庸（一般）	保守（低）
投资策略 （流动资产 比例）	激进（低）	最激进	激进	中庸
	中庸（一般）	激进	中庸	保守
	保守（高）	中庸	保守	最保守

1. 最激进的营运资金管理策略。营运资金的投资战略和筹资战略均十分激进，在这种情况下，企业的收益水平最高，但相应的风险水平也最高。

2. 激进的营运资金管理策略。具体有两种情况：（1）激进的筹资策略和中庸的投资策略的组合；（2）中庸的筹资策略和激进的投资策略的组合。这种情况下，企业的收益水平较高，相应的风险水平也较高。

3. 中庸的营运资金管理策略。具体有三种情况：（1）激进的筹资策略和保守的投资策略的组合；（2）保守的筹资策略和激进的投资策略的组合；（3）中庸的筹资策略和中庸的投资策略的组合。在（1）和（2）两种情况下，流动负债比例和流动资产比例对风险与收益水平的影响具有一种相互抵消的作用，从而使企业的风险水平和收益水平的表现一般。在第（3）种情况下，企业的风险与收益水平也表现为一般。

4. 保守的营运资金管理策略。具体有两种情况：（1）保守的筹资策略和中庸的投资策略的组合；（2）中庸的筹资策略和保守的投资策略的组合。这种情况下，企业的收益水平较低，相应的风险水平也较低。

5. 最保守的营运资金管理策略。企业营运资金的筹资策略和投资策略均十分保守，在这种情况下，企业的收益水平最低，相应的风险水平也最低。

下面举例说明不同营运资金管理组合策略的实施结果。

**【例 1】**D 公司确定的资本结构为：60% 负债融资，40% 普通股融资。公司目前正在考虑三种可供选择的营运资金投资和筹资策略。

激进策略。要求相对少的流动资产投资和相对多的短期负债融资，流动资产为 450 万元，流动负债为 400 万元。

保守策略。要求相对多的流动资产投资和相对少的短期负债融资，流动资产为 550 万元，流动负债为 200 万元。

中庸策略。要求流动资产投资 500 万元，短期负债为 300 万元。

这三种不同的营运资金管理策略的实施结果见表 15-2。

从表中可以看出，激进的营运资金管理策略的获利能力最高，预期资产收益率为 3.05%，而保守的营运资金管理策略的获利能力最低，预期资产收益率为 1.99%。相反，激进的营运资金管理策略的风险也最大，其流动比率只有 1.13，净营运资金为 50 万元，居三者最低；而保守的营运资金管理策略的流动比率和净营运资金最高，其风险最小。中庸的营运资金管理策略，其获利能力与风险，均处于三者之中。

尽管这一例子的分析未能直接得出企业应选择的营运资金管理的最佳策略，但它却向财

务人员指出了各种可供选择策略的风险与报酬。在此基础上，结合企业对风险态度和实际情况，财务人员可以作出有利于企业价值最大化的营运资金管理策略。

#### 四、营运资金管理策略选择的影响因素

风险与收益的权衡是影响营运资金管理策略选择的首要因素，此外，还有以下因素影响营运资金管理策略的选择。

1. 行业因素。不同行业的经营内容和经营范围有着明显的差异，从而导致不同行业的流动资产比例、流动负债比例以及流动比率等也存在着较为明显的差异。因此，企业营运资金管理策略的选择必须从该行业的特点出发，以行业标准判断营运资金持有水平的高低。

表 15-2 不同营运资金管理策略的实施结果 单位：万元

	激进策略	中庸策略	保守策略
流动资产	450	500	550
固定资产	400	400	400
资产总额	850	900	950
流动负债（8%）	400	300	200
长期负债（10%）	110	240	370
负债合计	510	540	570
普通股	340	360	380
负债与权益合计	850	900	950
预期息税前利润	80	80	80
减：利息			
短期负债	32	24	16
长期负债	11	24	37
应税利润	37	32	27
减：所得税（30%）	11.1	9.6	8.1
税后净利	25.9	22.4	18.9
预期资产收益率	3.05%	2.49%	1.99%
净营运资金	50	100	350
流动比率	1.13	1.67	2.75

2. 规模因素。规模大的企业与规模小的企业相比，其流动资产比例可以相对较低，因为规模大的企业具有较强的融资能力，当出现偿债风险时，一般能够迅速筹集到资金，承担风险的能力较强，从而可以使流动资产比例处于一个较低的水平。此外，规模大的企业在资本市场上筹集长期资金的能力较强，对流动负债的依赖程度相对小于中小企业，因而可以有相对较低的流动负债比例。

3. 利率因素。利率的动态变化及长短期资金利率的静态差异均会对营运资金水平产生明显影响。当利率较高时，企业倾向于降低流动资产比例，以减少对流动资产的投资，降低利息支出。当长短期资金的利息率相差较小时，企业倾向于降低流动负债比例，以更多地利用长期资金。反之，流动资产比例和流动负债比例则会出现相反的变动趋势。

4. 经营决策因素。营运资金管理策略是企业整体经营决策的一个组成部分，它不仅对其他经营决策产生影响，而且也受到其他经营决策的影响。这些经营决策主要包括：生产决策、信用政策、股利政策、长期投资决策等。

#### 【案例】海尔三个零目标

对海尔来讲，物流给了我们什么呢？第一个，给了我们物流，可以使我们实现三个零的目标。第二个，给了我们能够在市场竞争中取胜的核心竞争力。

对物流来讲，三个零的目标是什么呢？这是我们海尔自己确定的，三个零就是零库存、零距离、零营运资本。

零库存。现在我们的仓库已经不叫仓库了，它只是一个配送中心。它是为了下道工序配送而暂存的一个地方。我想对中国企业来讲，零库存就意味着不仅仅是没有大量的物资积压，不会因这些物资积压形成呆滞物资。当然，最重要的还不在这里。最重要的在于可以为零缺陷铺平道路。就是说，这些物资都是采购最好的，采购最新鲜的。它可以使质量保证有了非常牢靠的基础。

零距离。零距离就是根据用户的需求，我拿到用户的定单，再来以最快的速度满足用户的需求。大家参观的时候可以看到，包括生产过程，也是柔性的生产线，都是为定单来进行生产的。我们在全国有 42 个配送中心。这些配送中心可以及时地配送到用户手里去。通过这种做法，可以实现零距离。我想零距离对企业来讲，不仅仅是意味着我的产品不需要积压，赶快到用户手中，它还有更深的一层意思，就是说，我可以在市场当中不断地获取新的市场，创造新的市场。就像美国的管理大师德鲁克所说的：“好的公司是满足需求，伟大的公司是创造市场。”对我们来讲，最重要的就是创造市场。”

零营运资本。所谓零营运资本，就是零流动资金占用。这在全世界做得最好的就是 DELL。我们现在因为有了前面的两个：零库存和零距离，因此我现在也可以做到。简单地说，我在给分供方付款期到来之前，我可以先把用户应该给我的货款收回来。为什么我可以把用户的货款收回来呢？因为我可以做到现款现货。为什么可以做到现款现货呢？因为我是根据用户的定单来制造的。所以，我这个产品到用户手里，用户就可以把款付给我。这就是企业进入良性运作的过程。

最后，我想直接表现的就是这三个零。物流带给我们的就是这三个零。但最重要的，给企业的是核心竞争力。

核心竞争力是什么？我认为，是在市场上可以获得用户忠诚度的能力，这就是核心竞争力。它并非是意味着你一定生产一个核心部件。有人说我生产这个核心部件，因此我有核心竞争力。我看是未必。DELL 不生产软件，也不生产硬件，它可以从 INTEL 采购，可以从微软采购，它可以获取用户的忠诚度，因此就有了核心竞争力。

对我们来讲，物流意味着什么？它可以使我们寻求和获得核心竞争力。我认为，一只手抓住了用户的需求，另一只手抓住了可以满足用户需求的全球的供应链，把这两种能力结合在一起，这就是企业的核心竞争力。