

# 第 篇：管理

## 第十三章 营运资本政策

### 【学习目的与要求】

1. 了解什么是营运资本，及营运资本管理的重要性
2. 了解营运资本管理中应考虑的因素
3. 掌握企业营运资本政策
4. 了解不同营运资本政策对成本和风险的影响

实际情况表明，财务经理的大部分时间都用于以企业营运资本管理为主导的日常内部经营管理工作。可见，企业营运资本管理已成为理论和实践研究的重要主题之一。

### 第一节 营运资本及其管理的重要性

#### 一、营运资本的概念

对于营运资本，人们有着许多不同的理解，其概念有广义和狭义之分。广义的营运资本又称毛营运资本，是指一个企业流动资产的总额。狭义的营运资本又称净营运资本，是指流动资产减去流动负债后的余额。对会计人员来说，他们主要关心的是净营运资本，用来衡量企业避免发生流动性问题的程度。而对财务经理和财务风险人员来说，他们关注的是一般是总营运资本（如现金、有价证券、应收账款、存货等），因为对于他们而言，任何时候为企业提供与之相匹配的适当的营运资本即流动资产至关重要。下面介绍的企业营运资本管理，主要也就是探讨流动资产的管理。

流动资产是指可以在一年或者超过一年的一个营业周期内变现或耗用的资产。流动资产可以按不同的标准进行分类。

1. 按流动资产的组成要素分类：有现金、有价证券、应收账款、存货等。
2. 按流动资产占用资金的时间长短分类：有永久性流动资产和临时性流

动资产。

流动资产的主要组成要素将在下一章逐一介绍，下面对按时间性分类作一些解释。

永久性流动资产是指满足企业长期最低需求的那部分流动资产，一般预计占有期限在1年以上。临时性流动资产则是指随季节性需求而变化的那部分流动资产。二者的特征可用图13—1表示。

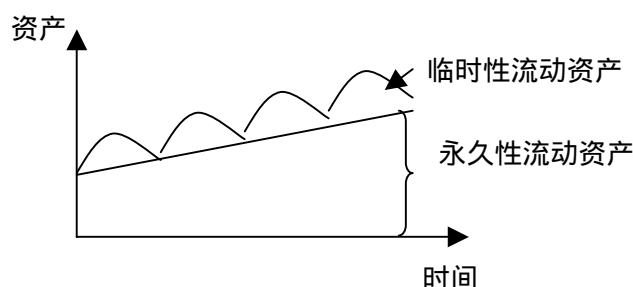


图 13—1 不同时间的营运资本需求

永久性流动资产与企业的固定资产有两点极为相似。第一，尽管筹资购得的永久性流动资产被称为流动资产，但其投资的金额是长期性的。第二，对一个成长过程中的企业来说，所需要的永久性流动资产会随着时间的变化而增长，正如固定资产水平也随着时间的变化而增长一样。然而，永久性流动资产的一个十分不同于固定资产的重要特征在于它是不断变化的。企业的固定资产在其使用期内不会发生明显的变化，但企业的现金、应收账款和存货却在不停地流动，只是它们在总体上保持一定。因而，永久性流动资产并非指永久停留的特定流动资产，而是指其中的具体内容不断变换的永久性流动资产投资。

如同永久性流动资产一样，临时性流动资产是由形式不断变化的流动资产组成。但是，由于在企业的总流动资产中，这部分流动资产的需求是季节性的，因此，可以通过临时性、季节性的资金来源来筹集。

## 二、营运资本的特征

为了有效地管理企业的营运资本，必须研究营运资本的特征，以便有针对性地进行管理。营运资本一般具有如下特征。

1. 流动性。流动资产或者是货币，或者是能够快速转换为货币的有价证券、应收账款和存货，一般具有较强的变现能力。流动负债也均应在一年或超过一年的一个营业周期内偿还。如果遇到意外情况，企业出现资金周转不灵、

现金短缺时，可通过变卖短期投资、应收账款、存货等流动资产，以迅速获取现金。这对财务上应付临时性资金需求具有重要意义。因此流动性是营运资本的本质特征。

2．补偿性。企业营运资本的实物形态是经常变化的，一般在现金、原材料、在产品、产成品、应收账款、现金之间顺序转化。在营运资本的不断流动过程中，一种旧的资产占用形态的消失必然为一种新的资产占用形态所取代。在这个过程中，资产的价值不会丧失。否则，营运资本的流动规模必然萎缩乃至出现停滞。

3．增值性。在营运资本的流动过程中，企业员工创造的剩余价值不断被吸收，使营运资本每经过一个循环都出现一个价值增值额，即利润。因此，营运资本具有增值性。正是营运资本的增值性，使得营运资本的存在具有经济意义，也使得利润额的实现有了相应的保证。

### 三、营运资本管理的重要性

1．从企业资产的总体构成来看，流动资产占企业全部资产的一半以上。由于它们代表了这样一大笔投资，并且这样一大笔投资又是相对容易变化的，所以流动资产值得财务负责人充分重视。

2．营运资本管理对小企业尤其重要。虽然小企业通过租赁厂房和设备可以使其固定资产方面的投资最小化，但他们不可能避免在现金、应收账款和存货方面的投资；此外，因为小企业进入长期资本市场存在一定限制，所以，它们必须很大程度上依靠商业信用和短期银行贷款来融资，而这两方面通过增加流动负债又影响了营运资本。因此，营运资本管理对小企业的财务负责人特别重要。

3．销售额的增长与流动资产筹资的需要之间存在极其密切和直接的关系。一般来说，销售额增加会导致所需存货相应增加，并且还可能要求现金余额相应增加，而这些流动资金都需要进行筹集。正因为流动资金与销售量之间的这种密切联系，就要求财务经理随时了解企业营运资本的发展状况。

当然，从战略角度，用长远眼光来看，固定资产投资对企业至关重要，但因为流动资产筹资的准备时间没有固定资产的筹资准备时间充裕，所以在日常管理中，需要财务经理的更多关注。

### 四、营运资本管理中应考虑的基本因素

营运资本管理中应考虑的基本因素包括：

1. 流动性。考虑到资产需要保持一定的流动性，同时也为了保证要求的补偿性余额，公司必须选定它的现金和有价值证券的水平。

2. 销售影响。放宽信用标准和保持较高的存货水平可能都会有助于增加销售和迅速供应订货，但同时这些行为也会增加成本，公司财务经理必须权衡利弊，选定其应收账款和存货的水平。

3. 与利益关系人之间的关系。顾客关心的是公司能否以具有竞争性的价格提供优质产品或服务；同样，公司也关心它的供应商在这些方面的能力。而公司这些方面的声誉很大程度上取决于它管理流动资产和流动负债的能力。

4. 短期筹资组合。与确定短期筹资同长期筹资的比例一样，企业在考虑、权衡了获利能力和风险目标以后，必须选定各种短期筹资的比例。

## 第二节 营运资本政策

良好的营运资本管理要求企业在权衡获利能力与风险的基础上，确定流动资产的最佳水平，以及为维持这一流动资产水平而采取的短期资金和长期资金的适当组合。

### 一、营运资本投资政策

企业在其日常运作中，必须保持足够的流动性，同时企业又希望其运作能尽可能高效并获取收益。现金流动性强，但不能带来收益；固定资产也许可以带来正的净现值，但它们的流动性却很差。为了付款和满足紧急情况，企业必须保持一定的流动性。

从企业生产和筹资周期的变化来看，经济周期将引起资产的需求发生波动，但是流动资产不大可能下降为零。随着销售额上升，在现金、应收账款和存货方面的投资必然按比例增长。销售额水平逐年的稳定增长将导致流动资产的持续性增加。虽然个别应收账款被还清、个别的存货项目体现为产品，并已销售，但是企业的连续经营将导致随着销售额的增加，应收账款和存货方面的投资也将增加。同样，销售额的临时性季节波动将导致流动资产需求量发生类似的波动。

营运资本投资政策（也称资产组合）就是要解决在既定的总资产水平下，

流动资产与固定资产及无形资产等长期资产之间的比例关系问题。这一比例关系可由流动资产占总资产的百分比来表示。可供企业选择的营运资本投资政策主要有：

### （一）适中的营运资本投资政策

企业流动资产的数量按其功能可以分为两大部分：（1）正常需要量。即为满足企业正常的生产经营活动需要而占用的流动资产。（2）保险储备量。即为应付意外情况的发生而在正常生产经营需要量以外储备的流动资产。

在适中的营运资本投资政策下，流动资产占总资产的比例比较适中，流动资产在保证企业正常需要的情况下，再适当增加一定的保险储备量，以防不测。如图 13—2 中的 B 政策。

### （二）冒险（积极）的营运资本投资政策

有的企业在安排流动资产数量时，只安排正常生产经营需要量而不安排或少安排保险储备量，流动资产占总资产的比例相对较低，这便属于冒险的营运资本投资政策。如图 13—2 中的 C 政策。

### （三）保守的营运资本投资政策

实行保守的营运资本投资政策的企业，其流动资产占总资产的比例相对较大，除正常需要量及基本的保险储备量外，往往还增加一定的额外储备量，以降低企业的风险。如图 13—2 中的 A 政策。

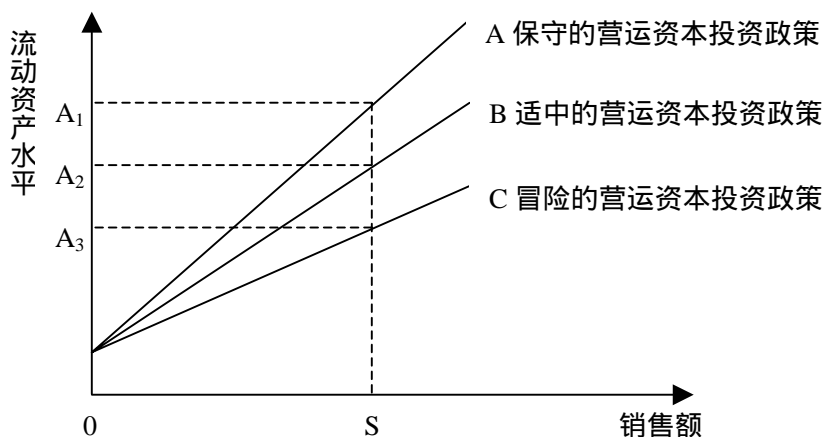


图 13—2 营运资本投资政策示意图

在决定一个企业的流动资产的数量或水平时，财务人员必须权衡获利能力与风险的关系。通常产量越大，为支持这一产量所需要的流动资产投资也越

多，但它们之间并不是线性关系。因为与企业后期能有效地利用它的流动资产相比，前期产出水平较低时，企业需要更大比例的流动资产投资。

如果把流动性与保守性等同起来，则在保守的营运资本投资政策下，企业将维持大量的现金和有价值证券余额，保持大量的存货，并运用信用政策，刺激销售，从而也将导致较多的应收账款。而在积极的营运资本投资政策下，对现金、应收账款和存货的持有量则要求非常严格。介于保守的和积极的营运资本投资政策之间的是适中的营运资本投资政策。在各种产量水平下，保守政策下的流动资产持有量最高，而在积极的政策下流动资产持有量则最低。

但是，必须注意，积极的营运资本投资政策一方面会增加获利能力，另一方面还会造成其他方面的影响，即现金的减少将降低企业到期清偿债务的能力；通过采取更严格的信用政策和销售政策来减少应收账款的数额，这有可能会减少销售和销售的减少；而减少存货也可能造成由于存货短缺而丧失销售机会。可见，积极的营运资本投资政策将导致风险增加，它是强调获利能力胜于流动性的一种政策。

所以，在制定营运资本投资政策时，财务人员面临着风险与收益的权衡。不同的营运资本投资政策，对企业的风险与收益会产生不同的影响。

例 1：某公司目前的资产构成及其筹资组合详见表 13—1 所示。目前该公司生产的甲产品的年销售量为 5 000 件，实现息税前利润 250 000 元。现根据市场预测，甲产品每年可销售 6 000 件，实现息税前利润 300 000 元。但目前该公司的生产能力不足，为此必须追加 150 000 元的固定资产投资。现该公司决定，在资产总额不变的情况下，通过减少流动资产投资的方式来满足固定资产投资的需要。假定公司筹资组合不变，那么，改变营运资本投资政策后对公司风险和收益的影响详见表 13—2。

表 13—1 某公司现行的资产构成及筹资组合 单位：元

资 产		资 金	
流动资产	400 000	短期资金（流动负债）	200 000
固定资产	600 000	长期资金	800 000
合计	1 000 000	合计	1 000 000

表 13—2 营运资本投资政策对公司风险与收益的影响 单位：元

项 目	现在情况 ( 一般政策 )	计划变动情况 ( 冒险政策 )
流动资产	400 000	250 000
固定资产	600 000	750 000
资产合计	1 000 000	1 000 000
息税前利润	250 000	300 000
投资 ( 息税前 ) 利润率	25%	30%
流动资产 / 总资产	40%	25%
流动比率	2.0	1.25

从表 13—2 中可以看到，由于该公司采用了比较冒险的营运资本投资政策，企业的投资利润率由现在的 25% 上升到 30%，提高了企业的获利能力。但流动资产占总资产的比重从 40% 下降到 25%，流动比率也由 2.0 下降到 1.25。这表明公司的财务风险增加了。因此，公司在选择营运资本投资政策时，必须在风险与报酬之间进行权衡。

从以上关于营运资本投资政策的分析介绍，可以证实这样两个方面：

1．获利能力与流动性呈反方向变动关系。在资产的构成中，由于流动性的排序与获利能力的排序相反，因此其流动性的提高必然要以牺牲一部分的获利能力为代价。

2．获利能力与风险同方向运动。更高的获利能力必然伴随着更高风险。这也就是说，一个积极的营运资本政策既可能由于其获利能力高而实现高收益，也可能由于风险太大而导致实际收益率降低。

但是，在现实生活中，实际情况要复杂得多。比如不同类型的流动资产对风险和收益的影响并不相同；此外，现金持有量的增加同相同数量的应收账款或存货增加相比，它更能改善企业的风险状况，而闲置的现金与同量的有价证券相比，现金对收益的损害则更大。总而言之，每项流动资产（现金、有价证券、应收账款和存货）的最佳水平将取决于管理者在获利能力与风险之间的权衡。

## 二、营运资本筹资政策

一个企业所需要的资金，可以用短期资金来筹集，也可用长期资金来筹集。短期资金主要是指流动负债，长期资金则包括长期负债和所有者权益。一般而

言，流动负债的成本要低于长期负债和所有者权益的成本，相应地可以增加企业的收益。但流动负债的偿债压力要比长期负债的偿债压力大，企业如果维持较高比例的流动负债，则会面临较大的财务风险。

营运资本筹资政策（也称筹资组合）就是要解决在既定的总资产水平下，流动负债筹资与长期资本筹资的比例关系问题。这一比例关系可用流动负债占总资产的百分比来表示。营运资本筹资政策一般可以描述为以下三种类型：

#### （一）一般性营运资本筹资政策

一般性营运资本筹资政策遵循的是短期资产由短期资金来融通，长期资产由长期资金来融通的原则。这里短期资产指的是临时性流动资产，长期资产则除了固定资产、无形资产和长期投资等长期资产以外，还包括永久性流动资产（如长期占用的应收账款、存货等）。一般性营运资本筹资政策可以用图 13—3 加以说明。

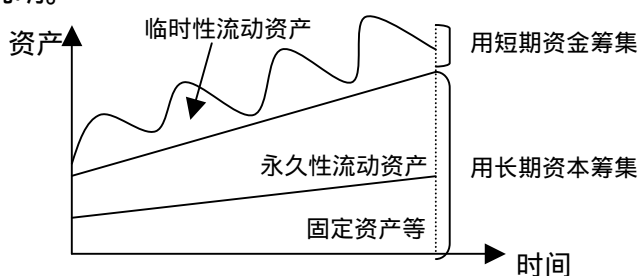


图 13—3 一般性营运资本筹资政策

#### （二）积极的营运资本筹资政策

积极的营运资本筹资政策是指部分长期资产由短期资金来融通。在这种政策下，长期资产由长期资金来融通，而临时性流动资产和一部分永久性流动资产通过短期资金来融通，如图 13—4 所示。图中虚线甚至可以画在表示固定资产的部分中，说明全部流动资产和部分固定资产通过短期资金来筹集。在这种情况下，短期筹资过度利用，流动负债占全部资本的比例大大提高。

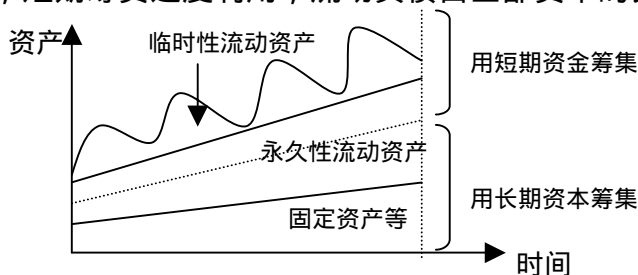


图 13—4 积极的营运资本筹资政策



### （三）保守的营运资本筹资政策

保守的营运资本筹资政策是将部分短期资产用长期资金来融通。在这种政策下，企业使用一小笔短期资金来满足其季节性的高峰期需求。如图 13—5 所示。图中虚线可以画在表示临时性流动资产的部分，虚线上方的波峰表示短期筹资，虚线下方的波谷表示长期筹资，说明长期资本正被用于满足积极性需求。

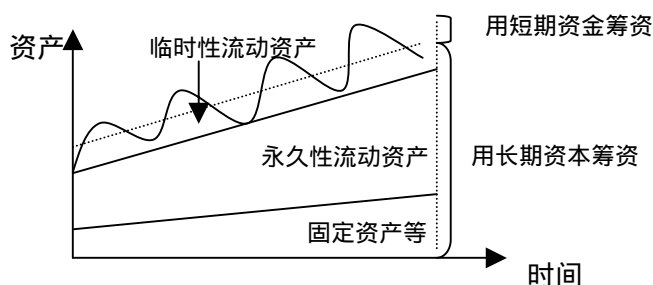


图 13—5 保守的营运资本筹资政策

对于积极的营运资本筹资政策，其资金成本较低，能减少利息支出，增加企业的收益。但用短期资金融通一部分长期资产，则风险比较大，通常冒险的财务人员偏好使用此种类型。而对于保守的营运资本筹资政策，一般风险较小，但成本较高，会使企业收益降低。通常较为保守的财务人员常使用此种类型。

下面以一般营运资本筹资政策为基础来分析三种筹资政策的成本水平。如果利率突然上升，采用积极性营运资本筹资政策的企业相对于采取不那么积极的营运资本筹资政策（一般性的和保守性的政策）的企业，将会受到更大的损失，这是因为在这种情况下，一般性的和保守性的政策使企业以较低的成本锁定了更多的长期资金，从而使企业的筹资成本更低。如果利率下降，情况则正好相反，采用积极性营运资本筹资政策的企业才是赢家，这是因为在这种情况下，有更多长期资金的企业可能会因较高的利息成本或再筹资成本而陷入困境。正因为存在资金成本升高，甚至不能取得资金的可能性，因此，不能随时进入资本市场的企业应该更加谨慎，应考虑采用一般性或保守一些的营运资本筹资政策。相反，能随时进入资本市场的企业可以采取积极一点的营运资本筹资政策。

财务经理常常会预测利率的变动方向。预计利率将会下降时，进取型的

财务经理会采用积极的营运资本筹资政策。而预计利率将会上升时，保守型的财务经理则会采取一般的，甚至保守的营运资本筹资政策。如果利率实际上按照财务经理的预测方向运动，企业将实现额外的收益。然而，如果实际利率变动的方向恰好相反，则在利率的方向上碰运气的做法会适得其反，它将会使企业盈利减少。因此，企业应该更多地在其管理及产品质量方面下功夫，而不是采取赌博行为，去依赖猜测利率变动的方向。

选择不同的营运资本筹资政策对企业的收益和风险会产生不同的影响。因为在资金总额不变的情况下，由于短期资金的成本相对较低，短期资金筹资增加，将导致企业报酬的增加。但是，此时如果流动资产的水平不变，则流动负债的增加将使企业的流动比率下降，短期偿债能力减弱，财务风险增加。

例 2：某公司现行营运资本筹资政策如表 13—3：

表 13—3 单位：元

资 产		资 金	
流动资产	400 000	短期资金（流动负债）	200 000
固定资产	600 000	长期资金	800 000
		其中：长期负债	300 000
		股东权益	500 000
合计	1 000 000	合计	1 000 000

短期资金（流动负债）成本为 5%，长期负债成本为 10%，目前该公司税息前利润为 250 000 元。

假设公司的税息前利润及资产结构均保持不变，现在公司考虑调整营运资本政策，加大短期资金的比重，相应地降低长期资金的比重，则对公司风险和报酬的影响详见表 13—4。

表 13—4 单位：元

项 目	目前采用的营运资本筹资政策 （较保守）	计划采用的营运资本筹资政策 （较冒险）
流动负债	200 000	400 000
长期负债	300 000	100 000
股东权益	500 000	500 000
资金总额	1 000 000	1 000 000
税息前利润	250 000	250 000

减：			
短期资本成本	$200\ 000 \times 5\%$	10 000	$400\ 000 \times 5\%$ 20 000
长期负债成本	$300\ 000 \times 10\%$	30 000	$100\ 000 \times 10\%$ 10 000
税前利润		210 000	220 000
所得税( 税率 30% )		63 000	66 000
净利润		147 000	154 000
投资净利率	$147\ 000 / 1\ 000\ 000 = 14.7\%$		$154\ 000 / 1\ 000\ 000 = 15.4\%$
流动负债/总资金	$200\ 000 / 1\ 000\ 000 = 20\%$		$400\ 000 / 1\ 000\ 000 = 40\%$
流动比率	$400\ 000 / 200\ 000 = 2$		$400\ 000 / 400\ 000 = 1$

从表 13—4 中可以看出，由于采用了比较冒险的融资计划，即增加了成本较低的短期资金（流动负债），企业的净利从 147 000 元增加到了 154 000 元，投资净利率也由 14.7% 上升到了 15.4%。但是，随着流动负债占总资金的比重由 20% 上升到 40%，流动比率也由 2 下降到 1。这表明公司的财务风险相应地增大了。可见，企业在确定营运资本筹资政策时，必须在风险和报酬之间进行认真权衡。

### 三、影响营运资本政策的因素

在选择营运资本政策时，除了要权衡风险和报酬外，还必须分析考虑其影响因素。

#### （一）企业所处行业的特点

不同行业由于经营的内容不同，企业选择的营运资本政策会有很大的不同。比如，批发和零售行业的流动负债比率通常比一般的制造行业的要高出许多，这是因为批发和零售行业较之制造行业而言，它们资产的流动性强，抵御风险的能力较大。

#### （二）企业经营规模

企业经营规模对营运资本政策的选择也有重要影响。一般经营规模较小企业的流动负债的比率比大企业的要高。这是因为大企业可以采用发行债券、股票等方式，在金融市场和资本市场筹措长期资金，因此利用流动负债较少。而小企业由于受经营规模的影响，很难到长期金融市场和资本市场去筹集资金，所以会较多采用流动负债。

#### （三）市场利率状况

当长期资金的利息率和短期资金的利息率相差较少时，企业一般会选择

较多地利用长期资金，较少地使用流动负债筹资，以降低风险；相反，当长期资金利息率远远高于短期资金利息率时，则企业将会较多地利用流动负债筹资，以降低资金成本。

[复习思考题]

1. 什么是营运资本，营运资本管理对企业有何重要意义？
2. 营运资本管理中应考虑哪些因素？
3. 企业营运资本政策及不同政策对企业风险和报酬有何影响？

[练习题]

某公司目前流动资产 30 000 元，固定资产 70 000 元，短期资金 20 000 元，长期负债 40 000 元，所有者权益 40 000 元。其税息前利润为 30 000 元，短期资金成本为 5%，长期负债成本为 12%。该公司拟改变其营运资本筹资政策，短期资金的比例增加为 30%，长期资金的比例下降为 70%，假设其税息前利润保持不变，所得税为 30%。

要求：

- (1) 计算目前及改变营运资本筹资政策后的企业投资报酬率和流动比率。
- (2) 分析评价改变营运资本筹资政策后对企业风险和报酬的影响。