

营运资金管理的重心转移： 从资金到营运

李心合

一、营运资金管理是公司管理的重中之重

早在二十世纪九十年代中期，国内就有人提出“财务中心论”的观点，并获得学界和实务界的一致认可。更早追溯，发达经济体在经历了二十世纪七八十年代经济滞胀的危机后，微观层面的企业运营就已从营销导向过渡到财务导向，财务管理因此被提升到企业管理的中心位置，这也是现金流量表被正式确认为第三张报表并备受关注的微观背景。

企业管理重心转移的重要背景是资本市场的发展和资本经营的崛起，转移直接带来了财务功能的转型和提升。检索国内外的财务学及管理学文献，关于公司价值创造中财务的功能作用，学界的解释主要有两种。一是服务活动论，也就是把财务看成是为价值创造提供服务的活动。管理学文献几乎清一色的观点就是把财务、会计、人事等职能列入服务性部门或职能部门，提供服务性工作。在迈克尔·波特教授于1985年提出、至今仍无人修正的价值链分析模型中，财务活动也是被无争议地列入创造价值的辅助活动之中。二是驱动因素论，也就是把财务（投融资）和经营视为公司及股东价值创造的关键性驱动因素

或推动力量，而这两种力量之间的关系通常被描述为：投资所建造的业务经营单位，是公司及股东价值创造的源泉。在商品经营的限度内，服务活动论和驱动因素论有其一定的合理性。因为对商品经营而言，财务活动主要还是支持性的，真正创造价值的活动仍是研、供、产、销等经营活动。问题在于，现实地看，直接创造价值的活动已不再局限于商品经营，资本经营越来越成为独立于商品经营的价值创造区域。就资本经营的性质而言，归属于财务职能显然是最适当的选择。现代财务与传统财务的根本差别在于，现代财务是一种以投融资为主要内容的实体性活动，在现代市场环境中，这种活动是能够也必须创造价值的。

资金管理涉及短期资金管理与长期资金管理，短期资金管理就是人们常说的营运资金管理。营运资金涉及流动资产和流动负债，也就是资产负债表的全部短期性或流动性项目。相对于长期资金管理，短期的营运资金管理是企业运营与管理的重中之重。之所以如此，主要理由是：①营运资金是企业生存的底线或红线。主流财务学把公司目标函数设计为“价值最大化”，基本的理论前提之一是“可持续发展假设”（区别于会计的可持续经营假设）。从一般意义看，企业

的两大基本目标是生存和发展。利润决定发展，资金或现金流决定生存，国内外众多企业失败的普遍教训是现金流或现金流断流，国际金融危机的深刻启示也是现金为王、资金至尊。②营运资金是风险性最大的资金。营运资金主要依附于企业的商品经营，深受市场竞争的影响，并且直接受产业链中上下游企业的冲击，极容易出现波动甚至“沉淀”后出现断流。对于“沉淀”的应收款项和存货，又极易形成损失，损害企业的利润流和现金流。③营运资金直接关联商品经营或业务经营的正常运转。营运资金其实就是附着于业务营运的资金，正是基于这样的联系，营运资金断流就是业务经营停止运转，营运资金危机也就意味着业务经营危机，这是企业最不愿意看到的困境。这不同于长期资金，对企业而言，长期资金短缺至多只是延缓或终止投资项目的进行。④金融危机期间频发的营运资金危机是企业最致命的杀手。2008年以来，我们所能经常看到或听到的是频频出现的营运资金链断裂和因此而陷入危机的企业甚至行业。鉴于以上情况，企业应高度重视营运管理，学界也应重视营运管理的理论与政策研究。

二、营运资金管理的重心是营运而不是资金

营运资金管理受到学界和实务界的关注一般认为是二十世纪三十年代以后。在这之前,财务管理的重心落脚在外部资金筹措问题的描述上,很少关注企业内部运营管理问题。二十世纪三十年代大萧条期间出现的大量企业破产倒闭,推动财务管理重心开始向现金流量的分析、计划与控制以及合理资本结构保持方面转移,并逐渐成为财务界研究的重点,持续受到学界和实务界的重视。管理的基础是信息。伴随这一过程的是营运资金报表受到关注。尽管十九世纪六十年代英国就已经出现了资金报表,但直到二十世纪三十年代资金报表才成为会计教科书的一般论题。二十世纪五十年代以后美国公司普遍自愿编制现金流量表(名称多样而不统一),六十年代开始规范,包括对“资金”概念的规范。资金报表(以营运资本为基础或以现金为基础)的普及化和规范化的进程,其实也是营运资金管理受重视的过程。

营运资金管理的理论似乎已经成熟,被纳入教科书、可谓是主流的营运资金管理理论的主要内容可以归纳为:

①营运资金管理政策,主要涉及流动资产的融资策略问题,包括激进、保守和配合型政策。②现金管理,主要涉及最佳现金持有量的确定、现金收支的管理和剩余现金的投资管理。③应收账款管理,主要涉及信用政策的制定。④存货管理,主要涉及最优采购量的确定等内容。营运资金管理问题的学术研究还涉及另外两个方面:营运资金管理与公司价值相关性研究和营运资金管理影响因素或驱动因素研究。

主流的营运资金管理理论把管理重心落脚在“资金”二字上,主要关注资金的流量与存量,尤其是资金的短期筹措和资金的短期合理占用及运用(包括教科书中的“永久性流动资产”)。把营运资金管理描述成一种资金管理,与主流财务学对财务的定性及功能定位有关。

按照财务管理教科书的表述,公司财务的对象是“金融市场与公司经营之间的现金流转”,基本问题是解决投融资问题。这样的功能定位,使财务与资金建立了血缘关系。体现在营运资金管理上,重心自然就被搁置在“资金”而不是“营运”上。观察国内外财务管理教科书不难发现,涉及到营运资金的管理,从头到尾很难看到“营运”或“经营”的影子,营运资金管理成为脱离业务或经营的封闭的资金循环,由此导致的资金与运营、财务与业务的断裂或脱节,也许是主流营运资金管理理论乃至主流财务学理论最致命的缺陷之一。

然而事实上,财务与业务的关系相当于一枚硬币的两面,既相异又相关、既不相容又相容。就营运资金而言,它始终是附着于业务运营的资金,并且直接由业务运营所决定。在营运资金概念中“营运”与“资金”的关系应该是:“营运”是因,“资金”是果。尽管现实中常常是结果导向,但决定营运资金管理效果的仍是业务的“营运”。营运资金管理的重心,显然应该是业务的“营运”而不是财务的“资金”。

值得说明的有三点:一是将营运资金管理的重点落脚在“营运”上,需要设计并运行业务与财务相关联或融合的机制,解决财务与业务“两张皮”问题。财务与业务的相异性和不相容性决定了财务与业务应当分而治之,其关联性和相容性又决定了财务与业务在“分”的基础上应该恰当地“合”。“合”的具体方式,应以业务流程为基础,区分各个流程节点的主办方与协办方及其合作机制。

二是设计“以客户为中心”的营运模式。面对市场化、全球化、信息化及需求结构的重大变化,企业的商品运营模式应从按库存生产转向按订单生产、从以企业和生产为中心转向以客户和市场为中心。对企业整体而言,以客户为中心的运营模式的基本要素包括:客户选择——价值获取——战略选择与控

制——业务范围及运作方式设计。对具体业务运作而言,以客户为中心的运营模式的基本构件是:客户需求调查与分析——客户评审选择——需求导向的研发与设计——采购设计——制造设计——营销设计——资金管控。

三是广义上理解的“营运”或“运营”,应当既包括商品运营又包括资本运营。实业扩张性项目投资属于商品经营的范畴,是扩大了的商品经营。现实中,企业营运资金危机的原因更多是商品经营所引起的应收账款和存货资金沉淀及扩大再经营所引起的投资和负债过度,这些才是营运资金管理的真正重点。

赛维(全称“江西赛维LDK太阳能高科技有限公司”),曾经以“超越光速”的速度成为“光伏帝国”,然而在经历了2010年的辉煌之后,光伏产业市场从2011年三季度开始急剧变脸,多晶硅产品价格一路大跌,加上作为客户的德国最大光伏企业Q-cells公司破产,使赛维迅速陷入经营亏损。2010年盈利2.91亿美元的赛维,2011年便出现销售下降14%、亏损6.21亿美元的局面,2012年一季度继续保持着亏损3.53亿美元的状态。经营巨亏及由此引起的欠薪和裁员、供应商堵门等使赛维最终陷入需要破产拯救的尴尬境地。赛维的营运资金危机,表现在资金上,根子却在资金外,在于业务经营和扩张过度,这也是所有出现资金链危机的企业的共同特征。

三、建立基于供应链和全产业链的营运资金管理模式

营运资金管理的重心在营运,而营运管理的重心何在?

大约从二十世纪九十年代中期开始,一个全新的概念——“供应链”被引入营运资金管理领域。这一变化正挑战主流财务学理论的建构模式,并冲击业已成熟的实务规则。

在主流财务学的逻辑和范式框架内,供应链概念是被作为外生性变量设

置的。之所以如此，概因主流财务学理论的分析与建构模式：新古典。说到新古典，人们自然会想到形式主义、个体主义、经济人、理性、均衡、边际分析等术语。按照新古典的分析范式，每个企业和个人都是具有独立行为能力、独立利益驱动的个体，为了个体效用最大化，每个个体只从自身利益出发选择和设计行为，完全不需要考虑和兼顾他人的利益，这就是所谓“经济人假设”的内核。新古典和经济人所关心的只是“自己”而不是“供应链”，所关注的只是“利己”而不是“利他”。因此，在主流财务学框架中，体现利他性的供应链只能被设定为“外生性变量”，只能被排除在主流财务学体系之外。

然而，现实并不像主流财务学所主观设定的那样纯粹，供应链不仅现实地存在着，而且在公司风险控制与价值创造中的作用越来越显著，尤其是在金融危机时期，资金链断裂是破产倒闭的最大杀手，而导致资金链断裂的最致命的原因正是供应链崩溃。鉴于这个情况，忽视或轻视供应链的财务学注定是有重大缺陷、远离现实的财务学。

令人欣慰的是，二十世纪九十年代以来，财务学界开始了新的觉醒，默默地调整和更新主流的财务学理论及所指导下的财务实务规则。体现在营运资金管理领域，陆续有许多学者突破主流财务学的界限，倡导将供应链关系作为营运资金管理的重点。学界和实务界的新变化，是营运资金管理中心从“资金”向“营运”转变的一个重要表现，同时也标志着一种新的营运资金管理理论和模式的出现。

把供应链与营运资金管理联系并作为后者的重点是基于这样一个事实：资金是在供应链中营运的，因此做好营运资金管理必须关注供应链的上下游。亿博物流咨询数据库提供的资料显示，供应链管理可以彻底改变企业的业务运营及营运资金管理效率。实行供应链管理

后，总供应链管理成本(占收入的百分比)可以降低10%以上，中型企业的增值生产率提高超过10%，绩优企业资产运营业绩提高15%~20%，中型企业的库存降低3%，绩优企业的库存降低15%。

把供应链引入营运资金管理需要企业稳定和固化供应链关系与结构，以降低不确定性风险。但是，那些固化了供应链关系的企业，同样也要防范固化的风险，尤其是那些试图借助供应链关系“傍大款”的企业。俗话说“背靠大树好乘凉”，但过度的依赖有时也会为其所累，2012年上半年被赛维拖下水的“京运通”公司(全称“北京京运通科技股份有限公司”)就是很好的例证。京运通成立于2002年，起初只是一家名不见经传的小公司，2007年和赛维合作后迅速成为国内多晶硅铸锭炉三强企业。2008年、2009年该公司对赛维的销售额分别为2.52亿元、2.42亿元，占同期营业收入的34.17%和50.87%。但由于2010年和2011年遭遇了赛维的大额订单撤销，以及受光伏产业整体危机的影响，2012年一季度，京运通的营业收入和净利润同比分别下降了82.63%、90.74%，经营活动产生的现金净流量为负8 000多万元，面临生死考验。

而在供应链中位居主导地位的核心企业或龙头企业，也要设计好自己的营运资金管理模式。现实中，很多龙头企业为显示企业“霸主”地位，在供应链关系中选择“两头沾”的运营模式，表现在营运资金管理上就是对上游供应商“先货后款”，对下游客户“先款后货”。这种模式在经济常态运行和“霸主”企业健康运营期间无疑是有效的，但当宏观经济陷入衰退或“霸主”企业财务陷入危机状态时，“两头沾”的结果会加速“霸主”企业的死亡，并产生强大的冲击波，形成“多米诺骨牌效应”。仍以赛维为例，该公司曾凭借行业龙头地位采取“两头沾”运营模式并获得充裕的现金流，为亮丽财报打下了基础。但发生危

机后，曾经的合作伙伴变成了讨债者，供应商纷纷催债的残酷现实无疑加重了赛维的财务危机。另一方面，“两头沾”的结果也给大量供应商和客户带来负面影响，甚至被赛维拖入困境。

供应链不同于食物链，食物链可能是单项序列的，而供应链是双向互应的，因此供应链关系需要上下游共同维护。同时，就一般情况而言，基于纯粹交易关系的供应链与基于产权关系的供应链的稳定程度是不同的，前者明显不如后者，这也是龙头企业纷纷借助控股或独资方式搭建集团平台构造供应链关系的重要原因。一旦供应链以集团企业的面孔出现，则整个供应链各个节点的企业营运资金效率都有可能大大提升。值得注意的是，全供应链或全产业链运营模式需要有与之适应的财务与经营能力作为支持，否则同样可能产生较大风险。光伏行业就曾盛行垂直一体化和全产业链风潮，赛维、尚德、英利等光伏企业纷纷追捧这一模式，延伸至上游多晶硅产业。然而，全产业链模式毕竟是有缺陷的，比如，有可能削弱原有主业的优势、与原有客户成为竞争对手后有可能失去一些订单和客户、多而不专可能会导致亏损等。尤其是当全产业链中的某一环遭遇困境时，全产业链整体都有可能遭遇断裂和瘫痪。现实情况是，当2011年光伏产业的“寒冬”到来之时，行业内全供应链模式的企业几乎全部遭遇滑铁卢，亏损严重。2011年赛维亏损54.90亿元人民币，英利亏损32亿元人民币，尚德亏损10.07亿美元。

因此，营运资金管理重心的转移需要构造基于供应链的运营模式，而供应链运营模式的设计又需要避免多重风险，尤其是要防范导致全产业链陷入崩溃的多米诺骨牌风险。■

(作者单位：南京大学会计与财务研究院)

责任编辑 周愈博