

优化资源配置 防范财务风险

图 / 陈刚

【编者按】

当前，金融脱实向虚、金融服务实体经济质量不高、实体企业融资难、融资贵、高杠杆及金融化等问题已引起社会广泛关注。从资金运动的角度来看，这些问题都是不同层次、不同形式的资金错配的表现，其根源在于缺乏科学的企业资金配置概念框架的指导和传统的财务分析体系存在严重缺陷所致。事实上，现代企业的资金流与物流已不再是同步运动，资金、资本与资产的差距越来越大，将资产等同于资金、资本可能造成严重的信息扭曲后果。同时，传统经营至上的营业观念也需要更新，在产品经营和资本经营之间的配置方向选择成为企业战略性的资金配置决策，与之相对应，需要建立战略性资金错配的判别标准。因此，重建企业资金配置的概念框架，建立企业战略性资金错配的判别标准，矫正传统财务分析体系对资金效率和财务风险信息的扭曲，是解决问题的治本之策。本期专题从理论到方法再到实践应用，力图为企业资金配置优化提供全方位的支持。

企业资金配置优化的概念框架

王竹泉

摘要：企业资金配置是企业资金运动的中心环节，也是企业财务管理的核心内容。本文在澄清资金、资本与资产概念混淆并重新界定资金概念的基础上，按资金运动性质将其划分为运用资金性质的资金运动（或营业活动，涵盖经营活动和投资活动）和筹措资金性质的资金运动（或筹资活动），并进一步将企业资金配置划分为战略层面资金配置和战术层面资金配置，开拓了企业资金配置的视野。与之同时，揭示了企业资金配置的内在逻辑以及传统财务分析体系的信息扭曲导致的资金错配，重建了与现代企业资金配置相适应的资金效率和财务风险分析体系。

关键词：资金配置；概念框架；资金运动；资金效率；财务风险

中图分类号：F275.1 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2019) 21-0030-04

企业是一个运用资金开展营业活动以实现创造价值目的的主体。如何在不同的营业活动之间优化资金配置既是企业财务管理的核心内容，更是企业财务管理提升企业价值创造能力的根本途径。近年来，越来越多的大型企业开始采用“现金池”“大司库”等资金集中管理模式，企业资金的集中调度和集约化利用能力得到了显著增强。但是，高度集中的资金管理体制是否能够带来企业价值创造能力的提升？这还要取决于企业资金配置的成效。受制于传统营业观念的束缚、资金概念的模糊和落后财务分析体系的误导，企业资金错配现象较为普遍，亟待科学的资金配置概念框架的指导。

一、传统的营业观念对企业资金配置的束缚

从资金运动的源头来看，企业的资金来自于外部资本市场投资者的资本配置，一个完整的资金配置过程可以划

分为两个环节：一个环节是通过外部资本市场（含信贷市场和证券市场）把社会资本配置给各种不同组织形态的企业，为企业营业活动提供资金，这形成了外部资本市场；另一个环节是不同组织形态的企业把资金再配置到各个分部或子公司，并通过他们把资金配置给不同的投资项目，这形成了企业的内部资本市场。

在内部资本市场，根据营业活动的资金需求配置资金是资金配置的基本动因。然而，传统的营业观念将经营活动等同于营业活动，企业的资金配置自然就成为在不同产品经营活动之间配置资金的选择，企业资金配置的疆域局限于内部资本市场，这从根本上制约了在内部资本市场和外部资本市场之间配置资金的比较和选择，从而导致资金逐利避险的本性难以充分发挥，企业资金配置优化的目标也难以企及。

事实上，资金配置优化的过程也就是企业营业活动比较优势对标对比的过

程。如果企业仅将目光局限在企业内部各种产品经营业务之间的对比上，则资金配置的优化可能从一开始就已将许多大好的机会置之度外了。因此，现代企业的营业观念不应局限于配置资金直接生产产品从而实现资本增值的经营活动，还应拓展到包括配置资金间接生产产品从而实现资本增值的投资活动在内，即营业活动是一切配置资金创造价值的活动，包括经营活动和投资活动两类活动。在企业内部资本市场上，企业经营者面临的首要选择是确定资金在两类不同的营业活动之间的配置方向，即：将资金配置到从事产品经营的经营活动，还是将其配置到从事资本经营的投资活动？笔者认为，第二层次的选择才是在经营活动内部的不同产品或服务之间、或投资活动的不同投资项目之间的资金配置方向的选择。因此，企业资金配置应扩展到在广义营业活动的范畴下（对应内部和外部资本市场）不同营业活动比较优势的对比和选择。显然，

基金项目：国家社科基金“微观企业资本错配成因与化解对策研究”（16CJY007）；中国海洋大学基本科研业务费重大项目“资金管理智库基础数据平台研究”（201762027）

作者简介：王竹泉，中国海洋大学管理学院教授，博士生导师，中国企业营运资金管理研究中心主任。

企业资金配置的视野越开阔,其资金配置比较优势的显示度就会越高,企业在市场中的优势和地位就能从根本上得到保障。

二、模糊的资金概念导致企业资金配置内涵的混乱

会计和财务都认为自己的研究对象是资金运动,所不同的是会计旨在为企业的资金运动提供一份“写真”,描绘企业资金运动的“财务图景”,而财务管理旨在对资金运动进行科学规划和控制以实现风险可控和回报最大化。然而遗憾的是,不论是会计还是财务,都没有“资金”的定义,而是将“资金”与“资产”混为一谈,似乎资金就是资产的价值表现形式。因此,在描述一个企业的总资产有多少时,我们用的最多的就是企业资产负债表中的“资产总额”。与之相对应,企业的“流动资金”与“流动资产”被混为一谈,从财务分析中使用总资产回报率、总资产周转率、流动资产周转率等作为衡量总资产、流动资金运用效率最常用的指标就可以看出这一点。

但是,只有资金流与物流完全一致的情况下,资金才会与资产等同。而在市场经济高度发达的今天,资金流与物流已产生了严重的分离,从而导致每一个微观主体的资产和资金的差异。与之相同,流动资产与流动资金之间也会产生差异。

显然,如果将资金与资产等同,企业资金配置自然就演变成为企业的资产配置。为此,也有不少企业将企业资金配置的资金理解为货币资金,企业资金配置就是企业货币资金的配置。究竟企业资金配置的资金是指货币资金,还是指全部的资产?还是既涉及资产,也会涉及负债?由于对资金概念的认识不同,导致实践中企业资金配置的资金范围也大不相同。从本质上来说,资金配置是实现企业营业活动资金需求和投资者资

本投入之间的有机衔接。因此,资金配置的对象是投资者投入的资本(包括企业自有资金与借入资金),并不包括企业利用供应商、客户等商业信用,也不包括应付职工薪酬、应交税费等产生的临时结算性债务。将资金范畴与资产范畴相混淆,意味着将企业营业活动形成的应付账款、应付票据、预收账款、应付职工薪酬、未交税费等部分也计算到了总资金之中,把供应商、客户、员工、政府等都纳入到了投资者的行列,泛化了资金与投资者的概念。从企业的实际需要来看,也是要解决如何更加有效地利用资本市场、债券市场、信贷市场等金融手段为企业发展服务的问题。

三、落后的财务分析体系对企业资金配置方向的误导

即使放眼到内部、外部资本市场广义营业活动范畴下进行资金配置的选择,企业资金配置的优化还会受到外部资本市场和内部资本市场有效性的影响。是否充分尊重资金的本性以及引导资金配置的基础信号是否准确也都会对企业资金配置的效率产生重要影响。

资金的本性是逐利避险,根据资源配置效率理论,效率与金融资源配置相对应才能实现金融资源配置的帕累托最优。即在同等的风险水平下,资金逐利避险的本性将驱使资金流向资金效率更高的企业、行业或营业活动。而在同等的资金效率水平下,资金逐利避险的本性又会驱使资金远离风险高的行业、企业或营业活动。这就是市场“无形的手”作用的体现。除市场“无形的手”的作用影响资金运动的方向之外,政府“有形的手”的作用对资金运动的方向也会产生重要影响。在外部资本市场,政府可以通过直接调整货币政策以影响整个社会的资金运动规模、结构和水平,从而对资本市场投资者的资金配置和资金运动方向产生影响。政府还可以通过调整

财税政策和产业政策影响不同产业、企业的投资回报和风险水平,从而间接调节资本市场上资金运动的方向。相对来看,市场“无形的手”更体现资金本性和资本所有者的意志,而政府“有形的手”更体现公共利益和国家意志。只有在充分发挥市场决定性作用的同时更好地发挥政府作用,资本市场的资金运动才能保持正确的方向,并从根本上保障资金运动的效率和质量。

但是,外部资本市场作用的发挥并不必然带来企业资金配置效率的提高。与外部资本市场的资金运动受市场“无形的手”和政府“有形的手”两种力量影响一样,内部资本市场同样也存在市场“无形的手”和企业“有形的手”两种力量的影响。显然,在不考虑经营活动、投资活动的资金配置风险差异的情况下,若经营活动资金回报率高于投资活动回报率,则市场“无形的手”将引导企业将资金配置到经营活动之中,反之,则将引导企业将资金配置到投资活动之中。也就是说,虽然逐利避险的本性也是企业内部资本市场决定资金运动方向的基本逻辑,但是在企业内部资本市场中,“有形的手”不仅包括政府货币政策、财税政策、产业政策等外在政策因素的影响,而且还包括企业战略、经营管理政策等的影响。企业战略和经营管理政策将引导企业把资金配置到战略规划的重点领域、业务或项目,尽管这些领域、业务或项目可能并非资金逐利避险的自然选择。

需要特别指出的是,不论是外部资本市场还是内部资本市场,也不论是“无形的手”还是“有形的手”作用的发挥,都依赖于科学、准确的资金效率和财务风险信息的支持。但是,研究表明,由于传统财务分析体系存在的“资金、资本与资产相混淆”“营业性负债和金融性负债不加区分”以及“营业活动与经营活动混为一团”等重大缺陷,导致实体企

业资金效率被严重低估,财务风险被严重高估,并导致实体企业经营活动、投资活动资本效率水平的严重错位,从而造成宏观、中观和微观多层次资金错配的发生,对企业资金配置的优化造成了严重的不良影响。

四、企业资金配置概念框架的重建

(一) 建立体现资金配置性质和现代营业观念的资金运动分类

从资金运动和资金配置本身来看,将营业活动等同于经营活动的传统营业观念的根源在于传统的资金运动分类的错误。传统的资金运动分类将全部经济活动分类为经营活动和理财活动(涵盖投资活动和筹资活动两部分),将经营活动作为企业最主要的经济活动,投资活动和筹资活动均要从属于经营活动,其体现的资金配置逻辑是经营活动资金配置要优先保障。经营活动在资金配置上的这种优先地位导致战略层次的资金配置决策(将资金配置到直接创造价值的经营活动还是间接创造价值的投资活动)形同虚设,企业的资金配置变成了战术层次的经营活动内部不同产品间的配置选择。这不仅违背了资金运动逐利避险的本性和科学的资金配置理性,而且扼杀了企业资本经营创造价值的活力和机会。不仅如此,将投资活动和筹资活动两类性质不同的资金运动归为理财活动本身也说明这种分类的依据不是按照资金运动本身的性质。

从资金运动的性质出发,投资活动属于资金运用性质,而筹资活动属于资金来源性质,两者运动性质完全不同,运动方向也完全相反,因此不应该归为同一类。而经营活动和投资活动都属于资金运用性质,将这两部分资金运动归为同一类才更为合理。因此,按资金运动本身的性质可以将企业的资金运动划分为资金运用性质的资金运动(涵盖经

营活动和投资活动)和资金筹措性质的资金运动(筹资活动)两大类。资金运用性质的资金运动可以称之为“营业活动”,这与现代企业的营业观念相吻合,即:营业活动不仅包括产品经营活动,而且将作为资本经营的投资活动也纳入其中。与之相适应,企业的资金配置就可以分为战略层面的资金配置和战术层面的资金配置两个层面。战略层面的资金配置是在经营活动和投资活动之间的资金配置选择,而战术层次的资金配置是在经营活动内部不同的产品经营之间或投资活动内部不同的投资项目之间的资金配置。目前内部资本市场的研究实质上只是战术层面资金配置的研究,而缺少战略层面的研究。

(二) 建立与资金运动相吻合的资金概念和分类体系

资金运动与物流的分离已导致资金与资产的重大差异,资金与资产的概念混淆亟待澄清。众所周知,资产是企业拥有或控制的能够产生未来经济利益的经济资源。但是,资产未必都来自于投资者,而资金是与投资者相联系的概念,准确的资金概念应是企业在营业活动中所垫支的从投资者获取的投资。从数量上看,总资金应为总资产减去营业活动产生的非金融性负债之后的余额。即:

$$\text{总资金} = \text{总资产} - \text{非金融性负债}$$

$$= \text{所有者权益} + \text{金融性负债}$$

$$= \text{自有资本} + \text{借入资本} = \text{总资本}$$

由此可见,资金与资本是同一个事物的两个不同的方面,但它们不同于资产,不能将资金、资本与资产相混淆。

在资金重新界定的基础上,应进一步按资金投向的营业活动领域将总资金分为经营活动总资金和投资活动总资金。

$$\text{总资金} = \text{总资产} - \text{非金融性负债}$$

$$= \text{经营活动资产} + \text{投资活动资产} - \text{经营活动非金融性负债} - \text{投资活动非金融性负债}$$

$$= \text{经营活动资产} - \text{经营活动非金融性负债} + \text{投资活动资产} - \text{投资活动非金融性负债}$$

$$= \text{经营活动资金} + \text{投资活动资金}$$

“经营活动资金”是直接用于产品(或实体)经营活动的资金,这部分资金通过企业营业收入、营业成本或费用来影响企业的价值创造。与之相对应,不仅“存货”“应收账款”“应收票据”“应付账款”“应付票据”等经营性流动资产、流动负债被视为经营活动的资产或负债,而且企业购置的固定资产、无形资产及其他长期资产、长期应付职工薪酬等也被视为经营活动的资产或负债。这与传统经济活动分类中将购置、处置固定资产、无形资产以及其他长期资产视为投资活动有显著的区别。用于购置固定资产、无形资产以及其他长期资产的资金也是通过营业收入、营业成本或费用(在正常使用期间)或资产处置收益或损失(在处置期间)影响企业的价值创造,而不是通过投资收益,即其创造价值的方式与投资活动资金具有根本的不同。

“投资活动资金”则是指企业用于对外投资或资本经营活动的资金,具体包括企业对“交易性金融资产”“可供出售金融资产”“持有至到期投资”以及“长期股权投资”等的资金运用,与经营活动资金显著不同,投资活动资金是通过“投资收益”等来影响企业的价值创造。由于母公司对子公司的“长期股权投资”和“投资收益”在合并财务报表中已被抵销,而代之以子公司的经营性资产、负债或营业收入、费用的一定比例,因此,对企业集团这一主体来说,母公司对子公司的投资仍然属于经营活动。原因是从企业集团这一经济主体来看,子公司的经营活动也是由母公司控制,且这种活动的结果在合并财务报表上表现为营业收入、营业成本或费用的改变。但对于母公司这一法人主体来说,母公

司对子公司的投资毫无疑问是资本经营,因为子公司仍属于具有独立法人资格和自主经营权利的经营主体,而且该投资所影响的也不是母公司报表上的营业收入、营业成本或费用的改变,而是母公司财务报表上的“投资收益”。

除可按资金投向或配置用途对资金进行分类外,还可以按资金回收期的长短对资金进行分类。不论企业将投资者投入的资本投入到经营活动,还是投入到投资活动,其资金回收期都存在着长期或短期的区分,通常将一年之内能够收回的资金称之为流动资金或营运资金,而将一年以上才能收回的资金称之为非流动资金或长期资金。因此,按资金回收期的长短可以将资金分为流动资金(或营运资金)和非流动资金(或长期资金)。即:

$$\begin{aligned} \text{资金} &= \text{资产} - \text{非金融性负债} \\ &= (\text{流动资产} + \text{非流动资产}) - (\text{非金融性流动负债} + \text{非金融性长期负债}) \\ &= (\text{流动资产} - \text{非金融性流动负债}) \\ &+ (\text{非流动资产} - \text{非金融性长期负债}) \\ &= \text{流动资金(或营运资金)} + \text{非流动资金} \end{aligned}$$

显然,流动资金(或营运资金)不同于流动资产,流动资金是由投资者的投入所形成的流动资产部分(或是投资者投入的资本被占用在流动资产上的部分),因此,要从全部流动资产中扣除由非投资者的投入所形成的流动资产部分。非流动资金也不同于非流动资产,非流动资金是由投资者的投入所形成的非流动资产部分,因此,要从全部非流动资产中扣除由非投资者的投入所形成的非流动资产部分。

$$\begin{aligned} \text{营运资金} &= \text{流动资产} - \text{非金融性流动负债} \\ &= \text{流动资产} - \text{非金融性流动负债} - \text{金融性流动负债} + \text{金融性流动负债} \\ &= \text{流动资产} - \text{流动负债} + \text{金融性流动负债} = \text{营运资本} + \text{金融性流动负债} \end{aligned}$$

“营运资金=营运资本+金融性流动负债”反映了流动资金或营运资金运用和来源的平衡关系。营运资本表示长期资本来源(涵盖金融性长期负债和自有资本)筹集的流动资金(或营运资金),而金融性流动负债则反映了短期资本来源筹措的流动资金(或营运资金)。营运资本只是流动资金的一部分,不能将其与营运资金或流动资金混为一谈。

(三) 建立衔接外部资本市场与内部资本市场信息需求的财务分析体系

资金回报和财务风险是资本市场投资者进行投资决策的重要依据。资金回报率是指一定时期内企业获得的归属于投资者(股东和金融债权人)的收益与企业所运用的投资者投入资本的比例。企业的资金回报率是金融性债权人是否愿意为企业提供贷款所关注的首要指标,其同时也是股东评价企业经营管理业绩的重要指标。然而,传统财务分析体系往往以总资产回报率作为衡量整体资金运用效率的指标,这不仅夸大了资金的投入,而且其对资金回报的计算往往只是将利润总额加回财务费用,既未将投资收益中所包含的属于税后口径的联营、合营企业投资收益调整为税前口径,也没有将在财务费用中被减掉的利息收入加回到资金回报之中,三者的共同作用势必会造成总资产回报率被严重低估,使金融资本注入实体经济的积极性遭受打击。

在对资本、资金等进行重新界定和科学分类的基础上,创新的总资金回报率除在分母中使用总资金平均余额替代总资产平均余额外,还需要在计算息税前利润时调整加回利息收入以及联营企业和合营企业收益税前、税后口径的差异,并按运用资金直接创造价值(经营活动)和运用资金间接创造价值(投资活动)的分类标准将总资金、息税前利润分为经营活动和投资活动两部分,进而分别对经营活动资金效率和

投资活动资金效率进行分析评价,以满足企业内部资本市场战略层次资金配置的决策需求。

在财务风险信息方面,根据总资金的融资结构设计资本负债率或有息债务率(金融性负债/总资金)和资本杠杆(总资本/所有者权益)分别替代传统财务分析体系中的资产负债率和资产杠杆,从而为投资者的决策提供更为真实、准确的财务风险信息。与此同时,根据“营运资金=营运资本+金融性流动负债”的关系设计“金融性流动负债占营运资金之比”和“营运资本占营运资金之比”两个指标,从流动资金或营运资金的融资结构角度评价企业的短期财务风险。金融性流动负债占营运资金之比越高,则企业的短期财务风险越高,而营运资本占营运资金之比越高,则企业的短期财务风险越低。☐

责任编辑 武献杰

主要参考文献

- [1] 王竹泉,王苑琢,王舒慧.中国实体经济资金效率与财务风险真实水平透析——金融服务实体经济效率和水平不高的症结何在? [J]. 管理世界, 2019, 35(2): 58-73+114+198-199.
- [2] 王竹泉,周在霞.现行财务报表列报及分析体系缺陷与改进——基于财务报告主要信息使用者需求角度[J]. 当代会计评论, 2018, 11(4): 119-138.
- [3] 王苑琢,王竹泉,孙建强,孙莹,杜瑞.中国上市公司资本效率与财务风险调查:2017[J]. 会计研究, 2018, (12): 62-69.
- [4] 王竹泉.宏观经济信息质量指数:提升国家治理水平和发展质量的战略举措[J]. 财务与会计, 2018, (21): 75-78.