

案例二：企业营运资金政策

亥俄橡胶制品有限公司

俄亥俄州橡胶制品有限公司成立于第二次世界大战之后不久。在那个时代，它的主要客户是汽车行业。由于公司地处俄亥俄州的西北部，所以可以比较方便的将公司的产品运往位于俄亥俄州和密西根一些汽车装配厂。公司于1947年建立，并象美国许多公司一样通过一系列的收购兼并，不断地进行重组发展至今。到1993年为止，公司的顾客相比早年更为多样、处于不同的行业。

俄亥俄橡胶制品有限公司现在生产的产品主要工业用软管和皮带（皮带轮和传送带），其产品可用于从汽车制造到采矿等不同工业用途。尽管公司的大量产品是卖给不同的中间商（如批发商、经纪人等），但有相当多的销售收入来自于那些特别定制的产品，尤其是航空业和军工业。鉴于这种情况和行业的一般特点，公司非常注意对财务状况各方面的控制。其中对于营运资金的监督和控制尤为重要。

这种控制包括长期融资和短期融资关系以及它们各自对于股权回报率的影响。财务经理也确实看到了公司最近几年在美国的裁员、重组及制造业环境巨变大潮中生存下来。正如公司主计长强调的那样，对于资产负债表的关注，是非常重要的。

公司的主计长——卡罗·海宁，最近已经开始总结公司的营运资金政策。目前公司的财务结构如表1所示。

当前的短期借款利率为6%，公司的长期债务利率为9%。公司的所得税为35%（包括联邦税、州税和地方税）。1993年的销售额是7000万美元。1993年的销售利润率为7.6%。海宁从公开出版的行业数据得知，和他们公司有着相似业务范围、相似顾客群企业的股权回报率要比俄亥俄州橡胶制品有限公司高出1到3个百分点。

海宁怀疑公司的营运资金政策是不是太过于保守。采用激进的营运资金决策能否增加原来已经不错的股东回报率。目前，公司的流动资产是靠长期负债来支持的。海宁非常想知道运用短期借款来满足流动资产中波动性流动资产的

需要会对股权回报率产生什么样的影响。此外，她还想对永久性的流动资产的40%也采用短期融资来满足。目的在于想了解一下这种营运资金决策的改变对股权回报率的影响。如果这种影响是正面的，就向公司财务委员会提交上述的计划。财务委员会包括以下成员：海宁、公司的司库、公司财务副总经理和来自公司两个经营部门的主计。

在考虑通过融资改变公司的营运资金政策时，海宁在思考公司营运资金各项目的实际流转情况。对于像俄亥俄州橡胶制品有限公司这样的企业，存货的控制是一个关键。由于不同的生产种类和客户类型就要求重视存货的管理对营运资金管理的影响。公司在这种情形下尤其要注意存货对销售比率是否偏离理想的状况。这种考虑的关键是在经济周期按其正常运行起伏涨落时能始终保持理想的存货销售比率。

在过去的10年俄亥俄塑胶制品有限公司的销售收入稳步增长。在这种好的趋势下，销售额和利润下降的可能性极其微小，公司一直保持了理想的存货对销售比率。另外，当海宁在查看公司的历史数据时，发现公司的现金周转期（循环期）也保持稳定，这种状况不仅从公司的发展趋势来看，而且从同行业的相互比较来看都是如此。行业数据可以从包括贸易期刊等不同的出版物中得到。俄亥俄塑胶制品有限公司的存货周转天数一般为42天。公司平均收帐期和行业平均差不多为45天，应付帐款为60天，在行业中属于标准。

表1 俄亥俄塑胶制品有限公司 资产负债表 1993年底(单位千元)			
流动资产*	\$16,000	流动负债	\$3,500
固定资产净值	24,000	长期负债	14,000
		普通股	22,500
总资产	40,000	负债及权益总额	40,000

注：外部融资支持的流动资产中的20%为波动性流动资产，它们随销售的波动而波动。

问题：

1. 计算在现行的营运资金政策和计划营运资金政策下的公司股权回报率。哪一个股权回报率更高（假设所有的长期债务目前的利率按照9%来计算。也就是说，流动资产中通过债务来支持的总额为1400万美圆。融资方式的变动不改变债务的总额。同时假设将部分长期债务转变为短期债务的过程是“无摩擦的”，

也就是说提前偿还部分长期负债没有任何罚金或费用)。

2. 对于第 1 题的答案有何发现。考虑由于营运资金政策的变化带来风险的增加或减少以及与此相关的股权回报率的变化, 海宁是否应该主张改变营运资金政策?

3. 如果预计 1994 年的收益曲线比 1993 年的更加陡峭, 这是否会改变你对第二题的答案? 如果改变, 为什么? 回答该问题时请说明比较陡峭的收益曲线和相对平缓的收益曲线的含义?

4. 在理解收益曲线的含义时, 长期收益曲线和短期收益曲线的收益及期限数据最好用什么数据来代表?

5. 如果增加对于特殊客户的销售, 是否会影响管理层对长期或短期融资决策选择?

6. 在存货和销售额的关系上, 公司已具有什么优势? 是什么因素使得公司近几年能保持一个理想的存货对销售的比率?

7. 请估计作为一个典型的美国制造企业, 合理的存货对总资产的比率应该是多少? 结合这一比率谈谈海宁对作为营运资金组成部分的存货的关注。

8. 公司的现金周转期由哪些部分构成? 这些因素是如何相互作用来影响公司的偿债能力的? 俄亥俄州橡胶制品有限公司现金周转期多长? 较长的现金周转期意味着什么?

9. 假如公司的销售下降了, 管理层应该针对营运资金如何作出及时的准确的调整?

10. 公司的财务委员会的组成成员是否合理? 为什么?