

营运资金中外差异及匹配分析和预测模型研究

王进江 孙 钰

(北京中企华资产评估有限责任公司, 北京 100020)

【摘要】净营运资金变动是收益法中现金流量的构成要素, 中外评估对营运资金构成及处理不尽相同, 并对各自观点进行了分析。营运资金实质是经营业务在一定风险下所需必要周转资金, 其预测前需进行必要的调整, 且其预测表是资产负债表和现金流量表间的桥梁。营运资金与价值类型、假设前提等要素间应匹配一致, 并指出了评估实务中营运资金预测存在的若干瑕疵。保有现金内涵是经营对现金的日常即时需求, 建立了保有现金预测模型。

【关键词】收益法现金流构成 营运资金中外差异 营运资金匹配瑕疵 保有现金预测模型

【中图分类号】F275

【文献标识码】A

【文章编号】1007-0265 (2026) 07-0033-09

一、收益法现金流构成及营运资金中外差异和观点

现金流量是收益法中预期收益常采用的口径, 净营运资金变动是现金流量的重要构成要素, 不论是企业自由现金流量 (公式1-1) 还是权益自由现金流量 (公式1-2) 或是国际上常使用的再投资额 (公式1-3) 指标。

$$FCFF=EBIT \times (1-t) + DA - CE - NC \quad (1-1)$$

$$FCFE=NI + ND + DA - CE - NC \quad (1-2)$$

$$\text{再投资额} = (CE - DA) + NC \quad (1-3)$$

式中: $FCFF$ —企业自由现金流量; $FCFE$ —权益自由现金流量; DA —折旧摊销; CE —资本性支出; NC —净营运资金增加额; NI —净利润; ND —净付息债务增加额。

(一) 营运资金构成的中外差异

我国企业价值评估中, 营运资金通常含有保有现金, 如王秀和罗丽 (2020) [1] 指出营运资金包括

最佳现金持有量。国际企业价值评估中, 营运资金通常不含保有现金, 如达摩达兰 (2010) [2] 指出“无论公众公司还是私人公司, 其账面都会有被视为非营业资产的资产, 这类资产的第一种, 也是这类资产最明显的例子就是现金和准现金投资”, 又如实用投融资分析师教材 (2011) [3] 指出“营运流动资金 (OWC), 是指经营性流动资产减去经营性流动负债, 与通常财务分析中的营运资金概念不同, 财务模型中的营运流动资金不包括货币资金和交易性金融资产等与公司主营业务无关的流动资产, 也不包括短期借款和应付股利等与融资活动相关的流动负债, 通常营运流动资金包括存货、应收款项、预付款项、应付款项和预收款项等”。中外对于营运资金构成的差异主要在于是否含保有现金。

(二) 现金的持有动机及两种分类和低效观点

不同的公司尤其是不同类型的公司以及同一公司基于不同目的在不同的时间内, 持有现金的数量和比例不尽相同甚至差异较大。达摩达兰 (2010) [2]

[作者简介] 王进江 (1966-), 男, 北京中企华资产评估有限责任公司研发总监、上海分公司总评估师, 研究方向: 资产评估; 孙钰 (1983-), 女, 北京中企华资产评估有限责任公司上海分公司执行总经理, 研究方向: 资产评估。

指出公司持有现金的动机有经营（交易）动机、预防动机、未来的资本投资、战略性现金持有和管理层兴趣，其中预防动机的变量有经济波动性、经营波动性等。

达摩达兰（2010）^[2]指出由于现金持有的动机不同，实务中最常见的分类方法是将现金余额分为经营性现金余额与超额现金；从估价的角度看，更有用的分类方法是，按照现金被投资于何处，将现金分为损耗现金与非损耗现金。损耗现金即被投资于低于市场利率如国债收益率的现金，反之为非损耗现金；损耗现金被视为营运资本一部分，但国际财务模型中营运流动资金（OWC）通常不含现金。

（三）现金的两种处理方法与贡献观点

达摩达兰（2010）^[2]指出在折现现金流估价法中有两种方法可以将现金及交易证券纳入考虑范围之内，一个是将其并入公司经营性资产中（合并估价法），另一个是分别对经营性资产和现金及交易证券进行估价（分别估价法），通过分析我们认为，后一种方法是更可靠的，导致错误的可能性更小。我们认为合并估价法的处理会导致错误的理由源于，现金获取的收益率小于公司经营性资产适当的权益成本，经折现后现金的价值将大打折扣，而一般情况下认为，现金不应该折价。

作者认为，保有现金相对于经营性资产运营实现的现金流，属于贡献资产，即保有现金对现金流是有贡献的，若经营性资产组中没有保有现金，与现金流相对应的经营性资产组是不完整的，是不能独立产生现金流的，虽然保有现金是低效的，但不能孤立看待现金，含保有现金的经营性资产组才是有机并独立的整体。

二、营运资金实质及调整内容和财报衔接关系

营运资金净增加额是企业价值收益法评估采用现金流折现模型中减项，营运资金又称循环资金，常表述为企业用于日常经营活动资金或所需资金或占用的全部周转资金，定义为流动资产减去流动负债净额，其中流动负债不含融资借款等。

（一）营运资金的实质和预测前调整内容

企业日常业务包括预期或相对持续经营业务、

临时或偶发等非持续或非经营业务，现金流折现模型通常应用于经营尤其是持续经营业务，笔者认为，将营运资金表述为对应业务在一定风险下日常经营所需必要周转资金更能体现出营运资金实质，不同风险的折现率及对应营运资金应不尽一致。必要营运资金源于从当期生产或劳务到现金流入周期内所需现金流出金额，因对于不同行业及模式业务来说这个周期不尽一致，故对应营运资金占用水平也不尽一致。

为准确、合理地预测与经营业务相匹配的必要营运资金占用水平，在营运资金预测前，应对资产负债表、利润表、现金流量表三张财报进行与营运资金相关的必要调整，因被评估企业以往和基准日账面及报表反映的营运资金可能不一定是该企业相应期间必要营运资金占用的实际水平，故调整内容至少两个方面，一是对与预期经营业务现金流形成无关的其它经营及非经营业务相关资产负债和相关损益的调整，如对临时或偶发或非经营性业务配置资产负债和损益的剥离；二是对超过正常经营周转所需资产负债和损益的调整，如账面上较高的应收款项和存货占用额可能有一部分是没有参与相应期间正常周转的历史遗留款项和超储积压库存，又如相应期间按正常商业信用应付但由于资金短缺等原因而拖欠的相应款项。上述调整应在清查核实及企业访谈和相应财务报表分析基础上结合评估要素等后综合确定，同时笔者认为，调整应有借贷平衡分录和衔接匹配记录，这有利于规避可能的遗漏和重复。

（二）营运资金预测表与财务报表间的衔接关系

营运资金依赖于资产负债表中的流动资产与流动负债，资产负债表反映在报表日的时点存量，利润表是基于权责发生制反映企业经营状况，现金流量口径是基于收付实现制反映企业经营状况，各财务报表间是衔接匹配的，营运资金预测表是预期资产负债表科目和预期现金流量表科目之间的桥梁。现金流量表主表包括经营活动、投资活动、筹资活动等三部分产生的现金流量，从净利润调节到经营活动现金流量是现金流量间接法的编制，其中净营运资金增加额是重要构成，如经营性应收项目的减少额和存货的减少额以及经营性应付项目的增加额

表示现金流量流入,反之则表示现金流量流出。对一般企业,营运资金公式通常为:

$$WC=MH+OWC \quad (2-1)$$

$$OWC=(IA-BC-NA)-(BD-FI-ND) \quad (2-2)$$

$$FCFF=MC-CE \quad (2-3)$$

$$NC=CI+RI+GI-PB \quad (2-4)$$

式中:WC—营运资金;MH—保有现金;OWC—非现金营运资金;IA—流动资产;BC—货币资金;NA—非经等流动资产调减;BD—流动负债;FI—融资借款;ND—非经等流动负债调减;MC—经营活动现金流净额;CI—保有现金增加额;RI—经营性应收项目增加额;GI—存货增加额;PB—经营性应付项目增加额。

三、营运资金及与价值类型等匹配及实务瑕疵

评估目的、评估对象、价值类型、评估基准日、评估假设、评估方法是影响评估结论的六大要素,尤其是价值类型。国际评估准则理事会(2024)^[4]发布的《国际评估准则》提出,价值类型描述了报告中价值所依据的基础假设或要求,其可能影响或决定评估师对于方法、输入和假设的选择,以及最终价值。根据前述准则内涵,笔者认为,不同价值类型下对应的营运资金预测金额应是不尽一致的。

(一) 营运资金预测与价值类型间的衔接匹配

企业业务持续运营下,我国评估准则中市场价值、投资价值、在用价值是较常采用的,以下就三种价值类型与营运资金预测数据间如何衔接匹配进行分析。

1. 市场价值:市场价值是自愿买方和自愿卖方在各自理性行事、适当的市场营销的公开交易市场上谈判达成的、反映最佳用途的价格,相关的参数输入值应是市场参与者总体的共同认知即平均水平,包括营运资金预测的占用水平。

2. 投资价值:投资价值是明确的交易双方基于特定目的、考虑协同效应和投资回报水平的情况下标的资产具有的,相关的参数输入值应是针对特定交易者所具有或期望的,不同投资者的输入值不尽相同,营运资金预测应与之衔接匹配。

3. 在用价值:在用价值是将标的资产按其正在使

用方式和程度及其对所属企业、资产组的贡献价值,预计现金流现值相当于在用价值,相关的参数输入值应是所属企业、资产组自身水平,营运资金预测应基于这个自身水平。

(二) 营运资金预测中的实务瑕疵

1. 保有现金确定存在两个瑕疵。一是保有现金大多简单按期间付现成本的1个月或以上月数或货币全额确定;二是年度付现成本简单按照成本费用减折旧与摊销或成本费用减折旧与摊销减全部原材料成本等确定。

2. 营运资金必要调整不足。营运资金预测前的调整大多仅为非经部分,如关联往来、留抵进项税等,对相关资产或负债经勘察出的超额占用的必要调整、营运资金的清查核实与评定估算间衔接匹配和营运资金实质反映不足。

3. 预测期周转率简单不变。营运资金相关科目周转率代表对应资产或负债的运营效率,随管理假设、计划措施、经营阶段和规模大小等差异而不尽一致,预测期周转率简单按照历史期平均或基准日等某期并保持不变是有较大瑕疵的。

4. 营运资金缺少与现金流量表的关联。营运资金相关科目或变动是现金流量表间接或直接法的构成部分,目前在营运资金预测后,有部分会链接并形成预测期资产负债表,但较少有链接并形成预测期现金流量表,这对清楚解释很重要。

5. 价值类型对营运资金预测影响欠考虑。如收购目的的市场价值与投资价值间、与财报目的的可收回金额间,对各自营运资金预测数据的影响考虑是欠缺的。

四、非现金营运资金归并与综合量化预测模型

对于一般企业,不含货币资金的经营性流动资产包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产等,不含融资借款的经营性流动负债包括应付票据、应付账款、预收款项、合同负债、应付职工薪酬、应交税费等,经营性营运资金还包括在其他应收款、其他流动资产、其他应付款、其他流动负债中与经营性业务相关的内容。笔者认为,非现金营运资金预测时,应基于其本质

遵循重要性原则, 对非重要的内容根据其性质进行必要的归并可能更为合理。

(一) 营运资金 (OWC) 的预测途径

王秀和罗丽 (2020)^[1] 指出目前在企业价值评估实务中营运资金的预测一般有两种途径, 综合分析途径和分项预测途径, 综合分析途径是基于营运资金与营业收入之间的比例关系来预测营运资金, 这种方法的前提是营运资金与营业收入高度相关; 分项预测途径是分别对经营性流动资产和经营性流动负债的各组成项目进行预测, 进而预测营运资金的途径。

(二) 营运资金 (OWC) 的综合分析途径

国家金融监督管理总局 (2024)^[7]《流动资金贷款管理办法》明确, 流动资金贷款需求量应基于借款人日常经营周转所需营运资金与现有流动资金的差额 (即流动资金缺口) 确定, 营运资金需要量的公式为:

$$WCQ = S_0 \times (1 - SI_0) \times (1 + g) / WCT \quad (4-1)$$

$$WCT = 360 / (I_y + R_y - A_y + P_y - D_y) \quad (4-2)$$

式中: WCQ —营运资金量; S_0 —上年度销售收入; SI_0 —上年度销售利润率; g —预计销售收入年增长率; WCT —营运资金周转次数; I_y 、 R_y 、 A_y 、 P_y 、 D_y —存货、应收账款、应付账款、预付账款、预收账款周转天数。

五、现金持有影响及付现成本和保有现金预测模型

现金持有量的影响因素包括折现模型考虑、季节性考虑、赊销政策考虑、行业类型特点、交易规模考虑、波动性考虑等。折现模型如陈瑶云等 (2023)^[5] 指出付现成本中利息支出是否应与现金流测算模型口径一致; 行业类型如零售业、制造业等, 其现金导向或信用导向不尽相同; 交易规模如达摩达兰 (2010)^[2] 指出如果公司的收入大部分是由大量小额交易带来的, 那么与利用少量大额交易产生收入的公司相比会更需要现金。达摩达兰 (2010)^[2] 指出确定经营性现金持有量是很困难的, 通常可以按照一般规则、行业平均、跨行业回归分析等3种方法进行估计, 其中一般规则即经营性现金是销售收入2%, 与我国目前常按一个月付现成本估

计类似。笔者认为, 对于不同行业和模式企业其保有现金占用水平应是不尽一致的, 1个月付现成本等或销售收入2%的客观依据都不充分。

(一) 年度付现成本的计算

企业的年度成本费用最终都是要付现的, 只是付现的时间和付现的方式不同而已, 包括在业务发生时支付、因赊购而跨期支付、先资本性支出然后摊销等, 故年度付现成本与赊购状况及摊销费用紧密相关, 营运资金中保有现金内涵是经营对现金的日常即时需求。对于应付账款等应付款项 (注: 在此还包括应付票据、合同负债、应付职工薪酬、应交税费等), 年末小于年初的金额表示现金支出的净增加, 反之表示现金支出的净减少。年度付现成本在年度成本费用合计基础上, 除折旧与摊销调整外, 还应考虑预付赊购等净变动调整, 企业现金流下:

$$T = \text{营业成本} + \text{税金及附加} + \text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用} - \text{折旧与摊销} + \text{预付账款等净增加额} - \text{应付款项等净增加额} \quad (5-1)$$

式中: T —年度日常经营性付现成本; 财务费用—对于企业现金流, 除利息收支外的其它财务费用, 对于权益现金流则应考虑利息支出。

(二) 最佳现金持有量的量化模型

最佳现金持有量的模式主要有存货模式、随机模式、成本分析模式及现金周转模式, 其中存货模型应用了存货经济订货量模型的原理, 现金持有量是使机会成本与短缺成本 (注: 可替换为交易成本) 组成的总成本最低; 程翔 (2015)^[6] 指出随机模型是在现金需求量难以预知的情况下进行持有量控制的方法, 根据历史经验和现实需要测算出一个现金持有量的上限和下限; 成本分析模式是根据现金有关成本分析其总成本最低时现金持有量, 一般考虑企业持有现金的机会成本、管理成本和短缺成本, 类似于存货模型; 现金周转模式是按现金周转期来确定最佳现金余额, 现金周转期指现金从投入生产经营开始到最终转化为现金所排序要的时间。公式如下 (注: 5-2为存货模型、5-3至5-5为随机模型、5-6至5-8为现金周转模式):

$$R^2 = (2 \times T \times F) / K \quad (5-2)$$

$$R = \sqrt[3]{\frac{3b\delta^2}{4r}} + L \quad (5-3)$$

$$H = 3R - 2L \quad (5-4)$$

$$\delta = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \mu)^2}{n}} \quad (5-5)$$

$$\text{现金周转天数} = I_y + R_y - A_y + P_y - D_y \quad (5-6)$$

$$CCC = 360 / \text{现金周转天数} \quad (5-7)$$

$$\text{最佳现金持有量} = \text{年度现金需求量} / CCC \quad (5-8)$$

式中：R—最佳现金持有量；T—一定期间内的现金需求量；F—每次出售有价证券的交易成本（注：每次的量为T/R）；K—持有现金的机会成本率；b—每次出售有价证券的交易成本； δ —预期每日现金余额变化的标准差；r—有价证券的日利息率；L—最低现金持有量；H—最高现金持有量； x_i —第i期的现金余额； μ —总体均值（注：即x的均值）；n—数据总量（注：即x的数量）；CCC—现金周转次数。

（三）营运资金中保有现金预测模型

企业实际经营中的最佳现金持有量不同于收益法现金流构成中营运资金的保有现金，企业实际经营中的最佳现金持有量包括对资本性支出的需求等，营运资金中的保有现金是特指日常经营性的最佳现金持有量。笔者认为，最佳现金持有量的存货模式、随机模式、成本分析模式可应用于企业实际经营中，这三个模型在一般企业的收益法现金流评估模型中因通常将交易性金融资产等有价证券作为非经营性资产处理而不宜直接采用，基于现金周转模式假设整个经营均采用信用方式故营运资金中的保有现金宜以现金周转模式为基础确定。基于保有现金除了一定天数的付现成本外还应包括用于开具应付票据、信用证等所需的必要保证金等，故保有现金的确定模型采用公式（5-3）的形式，其中公式（5-3）的第一部分根据现金周转模式确定、公式（5-3）的第二部分L根据企业每日的T、必要保证金等因素确定，其中第一部分的CCC考虑日常经营性付现成本波动率。

$$MH = T / CCC + L = T / CCC + T / 360 + SD \quad (5-9)$$

式中：SD—必要保证金等。

六、营运资金预测结果的合理验证及与财务报表衔接

营运资金预测初步完成后，应进行营运资金预测结果合理与否的验证，合理性验证包括三个方面，一是比较营运资金相关科目预期占用水平与可比上市公司、财政部企业绩效评价的相应指标差异，分析差异合理性；二是与企业历史比较，分析趋势合理性；三是与财务报表衔接，通过财务报表预测与配平，分析结果合理性。若验证后存在不合理，需根据匹配要求和影响因素进行相应调整。前两个方面的验证宜于理解和操作，下面就第三个方面验证方法和逻辑进行阐述。

（一）使用间接法编制现金流量表

资产负债表有平衡关系，而利润表和现金流量表自身没有平衡关系，但配平资产负债表最常用的方法是采用间接法编制现金流量表，根据现金流量表的计算结果来平衡资产负债表。实用投融资分析师教材（2011）^[3]指出现金流量表体现的是非现金资产、负债和股东权益变化引起的现金流入或者流出，间接法是根据资产负债表中资产（不包括货币资金）、负债和股东权益的变化来编制。其中：

$$\text{净现金流量增加（资产）} = \text{期初资产} - \text{期末资产} \quad (6-1)$$

$$\text{净现金流量增加（负债或权益）} = \text{期末负债或权益} - \text{期初负债或权益} \quad (6-2)$$

间接法编制现金流量表的三步骤，第一步根据资产负债表写下所有科目（除货币资金）变动，并注意某科目变动是导致现金流入还是流出；第二步对上步变动项目合并或拆分，以满足间接法编制现金流量表需要；第三步根据经营活动、投资活动和融资活动（未考虑当年新增融资缺口）现金流量对上步项目归类，其中：

$$MC = NI + DA + (PB - RI - GI) + \text{长期经营性负债增加} \quad (6-3)$$

$$\begin{aligned} \text{融资缺口前期末现金} &= \text{当年净现金流} + \text{期初现金} \\ &= (MC + \text{投资活动现金流净额} + \text{融资活动现金流净额}) + \text{期初现金} \end{aligned} \quad (6-4)$$

(二) 货币资金及融资缺口计算和配平资产负债表

根据现金流量表计算结果，若融资缺口前期末现金大于所需现金（保有现金），则多出部分记为多余现金（溢余资金），否则记为融资缺口。实用投融资分析师教材（2011）^[3]指出年底现金有三种常用的计算方法，第一种是用融资缺口前期末现金加融资缺口，第二种是用所需现金加多余现金，第三种是融资缺口前期末现金与所需现金二者中的较大值，三种方式的计算结果是完全相同的。

利用年底现金（货币资金）和融资缺口（负债科目）来配平资产负债表，在预期某年期末的货币资金和融资缺口科目处引用与之对应的数据，同时在资产负债表最后加平衡测试行，平衡测试行的数据等于资产总计减负债及权益总计，若预期某年期末的平衡测试行不为0则迭代循环。实用投融资分析师教材（2011）^[3]指出循环引用产生的过程：期末的现金余额和融资缺口影响当期的利息收入和利息费用计算结果，从而影响当期的净利润，而净利润作为现金流量表中计算经营活动现金流的基础影

响当期净现金流，最后影响期末的现金余额或融资缺口。

在配平的预期资产负债表后，形成了企业包括资产负债表、现金流量表和利润表等较完整的预期财务报表，可进行一些重要财务指标的合理性分析。实用投融资分析师教材（2011）^[3]指出财务结果分析有两个作用：一是可以对公司的经营状况有一目了然的认识；二是从中发现一些不合理的结果，根据该结果追本溯源，找到不合理的假设数字甚至是不合理的模型结构，从而对模型进行调整。笔者认为，合理与否分析还包括对当年新增融资缺口的融资能力可行性分析。

七、某企业的保有现金及营运资金预测案例

收购目的涉及对A企业的股东全部权益价值进行评估，评估基准日2022年6月30日，价值类型市场价值，本案例为收益法评估中的现金保有量及营运资金预测，近三年1期的流动资产及流动负债见表1。

表1 A公司基准日流动资产及流动负债一览表（单位：万元）

项目	编号	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-6-30
一、流动资产合计	B	136 038.39	150 670.29	164 230.97	179 333.32
货币资金	B1	27 964.10	39 872.86	28 612.82	37 161.14
交易性金融资产	B2	500.00			200.00
应收票据	B3	14 250.63	19 685.98	16 132.87	11 561.53
应收账款净额	B4	41 160.47	41 779.88	52 134.52	55 610.66
预付账款	B5	1 401.50	2 506.60	1 667.98	3 351.18
其他应收款净额	B6	30 267.45	18 275.07	28 464.90	28 997.33
存货净额	B7	18 662.34	26 615.04	36 460.37	42 334.21
其他流动资产	B8	1 831.91	1 934.87	757.52	117.27
二、流动负债合计	C	217 100.01	157 473.11	178 016.28	183 508.31
短期借款	C1	17 000.00	32 040.63	37 035.50	46 148.85
应付票据	C2	9 397.14	9 508.27	15 800.59	19 258.98
应付账款	C3	55 740.54	53 194.61	52 383.49	56 287.31
预收账款	C4	334.50	220.90		
合同负债	C5		904.39	1 578.99	1 957.44

续表

项目	编号	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-6-30
应付职工薪酬	C6	3 634.71	4 586.32	5 344.70	3 604.25
应交税费	C7	2 373.82	4 008.07	2 167.50	2 443.66
其他应付款	C8	128 619.30	49 185.54	38 491.49	39 412.63
一年到期的非流动负债	C9			20 005.14	9 471.15
其他流动负债	C10		3 824.38	5 209.89	4 924.04

（一）财报调整及归并和经营性非现金营运资金占用

财务报表与非现金营运资金剔除调整为资产负债表表交易性金融资产、其他应收款和其他应付款的关联往来等、其他流动资产和其他流动负债的溢

余税费等，利润表中其他收益、投资收益、资产减值和信用资产减值损失、资产处置收益以及与调整相关的利息费用和利息收入，现金流量表中与资产负债表、利润表调整相关部分，调整后非现金营运资金项目按重要性归并简表见表2。

表2 A公司经营性非现金营运资金简表（单位：万元）

项目	编号	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-6-30
应收票据	B3	14 250.63	19 685.98	16 132.87	11 561.53
应收款项净额	B4	20 063.83	29 121.64	38 128.35	45 685.39
存货净额及预付	B7	18 662.34	26 615.04	36 460.37	42 334.21
应付票据	C2	9 397.14	9 508.27	15 800.59	19 258.98
应付款项	C3	55 740.54	53 194.61	52 383.49	56 287.31
预收账款及其他	C4	6 343.03	8 815.29	7 512.20	6 047.94

注：B6归入B4，B5归入B7，C5、C8、C10归入C3，C6、C7归入C4。

根据表2计算的经营性非现金营运资金周转次数见表3，其中2019年的非现金营运资金相关科目为当年期末数据、2020年12月—2022年6月为期初期末

平均数据，2022年主营业务收入、主营业务成本为根据1—6月线性外推的全年数据。

表3 A公司经营性非现金营运资金周转次数表

项目	单位	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-6-30	平均值	离散系数
应收票据	次	12.01	10.75	11.14	14.05	11.99	12.28%
应收款项净额	次	4.16	4.32	4.13	3.55	4.04	8.36%
存货净额及预付	次	6.98	5.30	4.45	3.52	5.06	29.06%
应付票据	次	14.90	13.80	11.83	8.41	12.24	23.29%
应付款项	次	2.51	2.23	2.42	2.31	2.37	5.24%
预收账款及其他	次	26.97	24.06	24.45	28.70	26.04	8.40%

A近三年1期经营性非现金营运资金周转次数的离散系数均小于30%，其中B7和C2近三年1期的周

转次数是趋势下降的，且这二项的离散系数也是最大的。

(二) 非现金营运资金的预测

本项目的非现金营运资金预测采用分项预测途径，周转次数取值以表3的历史数据为基础，其中

B3、B4、C3、C4的预测周转次数取值为平均值，B7取值为近1年1期均值3.99次，C2取值为近1年1期均值10.12次，预测结果见表4。

表4 A公司非现金营运资金预测表（单位：万元）

项目	2022-7-31	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31	2026-12-31	2027-12-31
应收票据	20 638.24	27 733.73	31 195.20	35 880.89	39 725.01	41 813.70
应收款项净额	61 260.02	82 321.41	92 595.99	106 504.42	117 914.83	124 114.67
存货净额及预付	47 433.15	64 029.04	73 596.60	83 949.75	93 341.78	98 718.77
应付票据	18 701.41	25 244.89	29 016.84	33 098.77	36 801.75	38 921.73
应付款项	79 858.72	107 800.66	123 907.64	141 338.26	157 150.74	166 203.47
预收账款及其它	9 489.73	12 764.43	14 357.57	16 514.15	18 283.41	19 244.73

(三) 保有现金的预测

根据表3计算的近三年一期现金周转天数分别为（-）12.85天、（-）17.74天、6.47天、18.11天，其中评估基准日当期是根据1-6月线性外推的全年数据计算存在一定的瑕疵，通过与行业可比数据对比分

析，笔者认为在2021年6.47天基础上考虑一定的波动性取值为10天来进行预测相对稳妥。经对近一年1期各月日常经营现金支出的波动性分析其波动率约为30%，根据公式（5-1）预测的现金成本、根据公式（5-9）预测的保有现金见表5。

表5 A公司日常经营性保有现金预测表（单位：万元）

项目	2022.7-12	2023.1-12	2024.1-12	2025.1-12	2026.1-12	2027.1-12
年度付现成本	114 520.56	246 384.25	303 218.69	353 573.72	402 677.04	436 034.99
现金周转次数	18	36	36	36	36	36
周转保有现金	6 362.25	6 844.01	8 422.74	9 821.49	11 185.47	12 112.08
每日付现成本	636.23	684.40	842.27	982.15	1 118.55	1 211.21
应付票据保证金	4 918.95	6 640.04	7 832.16	8 705.81	9 679.79	10 237.40
保有现金	11 917.42	14 168.45	16 897.18	19 509.45	21 983.81	23 560.91

(四) 结果差异的分析

该案例原评估结果为31.46亿元，非现金营运资金、日常经营性保有现金按照本文参数、模型调整后评估结果为31.27亿元，调减了0.59%，看似差异不大，实质上是几个不同方向调整相抵后的结果。一是付现成本的调整，原付现成本在减折旧与摊销外将生产成本中的原材料全额减除，笔者认为在减折旧与摊销外调整的应是预付、应付款项的年度变动净额；二是原周转保有现金是按照1个月付现成本，笔者在对该企业现金周转天数分析后认为是11

天的付现成本；三是原存货、应付票据是按照近三年1期平均值取值预测的，笔者分析趋势后认为近一年1期平均值取值预测更为合理。

【参考文献】

[1] 王秀, 罗丽. 关于采用收益法进行资产组商誉减值测试中营运资金测算方法的探讨 [J]. 中国资产评估, 2020(12):23-27.
[2][美] 艾斯沃斯·达摩达兰. 达摩达兰论估价：面向投资和公司理财的证券分析（第2版）[M]. 罗

菲,主译.大连:东北财经大学出版社,2010:95-99、303-339.

[3] 实用投融资分析师认证考试教材编写组.估值建模[M].北京:中国金融出版社,2011:96-237.

[4] 国际评估准则理事会.国际评估准则(2025年1月31日生效)[M].中国资产评估协会,译.北京:中国财政经济出版社,2024:18-32.

[5] 陈瑶云,白植亮,周越.关于收益法营运资金若干问题的思考[J].中国资产评估,2023(12):46-53.

[6] 程翔.财务决策模型:应用场景与EXCEL实现[M].北京:清华大学出版社,2015:392-519.

[7] 国家金融监督管理总局.流动资金贷款管理办法:2024年第2号[A].2024年1月30日.

Research on Differences in Working Capital between Chinese and International Practices, Matching Imperfections, and Forecasting Models

Wang Jinjiang, Sun Yu

(CHINA ENTERPRISE APPRAISALS Co., Ltd., Beijing 100020)

Abstract: Changes in net working capital are a component of cash flow in the income approach. Chinese and foreign valuation practices differ in their understanding and treatment of working capital, and this paper analyzes these differences. Working capital essentially represents the necessary working capital required for business operations under certain risks. Its forecasting requires necessary adjustments, and the forecast table serves as a bridge between the balance sheet and the cash flow statement. Working capital should be consistent with value type, assumptions, and other elements. Several flaws in working capital forecasting in valuation practice are pointed out. Cash reserves represent the immediate daily cash needs of operations. Forecasting models for cash reserves established. The reasonableness of working capital forecasts needs to be verified. An application of this approach is demonstrated through a case study of working capital forecasting for a specific project.

Keywords: Cash flow composition in income approach, Differences in working capital between Chinese and international practices, Matching imperfections of working capital, Cash on hand forecasting model

