

关键词：寿险公司；价值评估；精算估价

摘要：目前，欧美金融业的并购风潮方兴未艾，随着我国加入世界贸易组织，我国保险业未来必定面临类似的经营策略。因此，寿险公司的价值评估是一个不可忽视的课题。当前，国外保险公司的价值评估主要采取四种方法，即有效保单价值法；净值调整数法；业务体系价值法；无形资产或负债法。

寿险公司价值的认定较其它行业困难，其主要原因在于寿险负债的长期性及整个业务体系价值估计的复杂性。目前，欧美金融业的并购风潮方兴未艾，随着我国加入世界贸易组织，我国保险业未来必定面临类似的经营策略，因此，寿险公司的价值评估是一个不可忽视的课题。

一、寿险公司的价值认定

寿险公司的价值评估在财务上有其基本的理论。虽然在企业的并购行为中，公司价值的认定通常是该公司股票的交易价格，或其财务报表上所有者权益值为依据的，但本文首先理论性地计算公司价值（称为精算估价），使公司的买卖价格有一个合理的判断基础。另外，精算估价尚有一重要功能，即透过该估价方法可以对公司的一些隐藏问题有较完整而深入的了解，这对买方而言是极重要的信息。

二、估价方法

目前，国外对保险公司价值的评估，并没有统一公认的方法。事实上，不同精算师对同一保险公司的评估结果也经常有很大的差异。精算估价的方式目前共有四类：

（一）有效保单价值法

有效保单价值法的思路，是将每类有效保单未来每年的利润进行逐年折现。计算的步骤包括：

1. 利润的认定

保险商品的利润较其它行业的商品利润更难认定，原因是除非保单的承保终止，否则无法确知真实的成本，因此也无法得知正确的利润。这是保险经营，尤其是保单分红中都会经常遇到的问题。然而实务上的做法，就是确定法规所认定的利润，法规所认可的利润便可以由股东自由使用或分配。

2. 有效保单的预测

预测的基础是一系列的精算假设，包括：

（1）经验退保率、经验死亡率、经验意外伤害或失能率。在此要特别说明的是，一般商品定价或准备金计算所采用的精算假设均包含安全系数。但有效保单的估价并不需要安全系数，因为这种估价的目的是为了向买卖双方的决策者提供有效的参考。



(2) 给付费用、管理费用、自留再保费率、税率、通货膨胀率。此部分大多是费用率的假设。它并非套用寿险产品定价时的附加费用率假设，而且依据实际费用分析结果，并考虑未来可能变化（如通货膨胀率上升，将导致费用增加）的最佳估计值。

依上述模型，将当前所有有效保单逐一模拟，到所有保单都终止为止。

3. 利润的折现

在模拟结束后，产生了各年度的利润。传统上对利润的折现方式有两种做法：

(1) 最末年度折现。把所有有效保单视为投资标的，投资重视的是实际的现金流量，因此有效保单为一有价证券，它代表着一连串的现金流量，将这些现金流量折现至今即为利润现值。这种做法存在的问题是，现金流量的利润现值与实际财务报表的利润现值不同。

(2) 各年度折现。如前文所述，利润的认定是以法规认定方式为宜。因此，将每年的利润（损失）分别折现即为总利润现值。折现率一般采用两种方法：一种是依各年度有效保单所产生的盈余，按其风险程度，产生风险保费，风险保费再加上无风险利率即为折现率；另外一种则是以各保单设计的预定利率加权平均后的值为折现率。前者为市场利率的反应，后者是资金成本的概念。理论上，两者的值在预期上是相同的，但实际上常有差异。在实务中应综合考虑两者的数值。

(二) 净值调整数法

法定的净值是认可资产减去负债后的余额，或者叫做偿付能力额度。净值加上若干调整，包括非认可资产、资产帐面与市场价格的差异及特别准备金，即为公司价值。

需要调整的项目有：

1. 非认可资产。法定净值的计算并没有将寿险公司的所有资产计算在内，而只是包含了那些可以立即变现的资产，也就是说，对资产中不能立即变现的那部分打一定的折扣。我国保险监督管理委员会于2001年3月颁布了《保险公司最低偿付能力额度及监管指标管理规定》，这部法规所附的《保险公司资产认可表》中明确规定了各类资产的认可比例，对不同风险和不同流动性的资产规定了不同的认可比例。而在计算公司价值的时候则应该将没有计算在内的非认可资产包括进来。

2. 资产帐面与市场价格的差异。包括股票、不动产及债券等的调整，在时间及成本足够时，可取得评估机构的报告作为调整的依据。

3. 特别准备金。特别准备金主要包括特别责任准备金和保费不足准备金等。

(三) 业务体系价值法

这种方法的思路在于：因公司未来展业的发展，公司能不断签发新的保单，而新保单又变为新的有效保单，成为未来利润的来源。这种方法的计算，与有效保单的计算有共同之处。



基本做法是，首先需对未来的业务进行预测，由于业务的不确定性，一般都预测未来 20 年或 25 年的年销售量，将每年新保单初始年度的亏损视为投资资金，与后续年度的利润共同视为未来的现金流量。而后续年度的利润现值，一般是由运用前面所求得的有效保单值得出。

有两点值得注意：

1.折现率。由于业务系统的组织结构变化风险较大，以及寿险产品形态的转变，使得所采用的折现率比新保单折现率更高。在寿险市场或社会经济变化较大的环境中，折现率可高达 25%。

2.未来利润的现值。由于各险种所产生的利润有很大的不同。因此，若新保单业务量的预测可以细分，则利润的计算也应当细分。

（四）无形资产或负债法

无形资产如商誉、经营许可证或自行研发的计算机软件；无形负债如公司对业务员或职员的书面或口头承诺，都应加以考虑。

这种方法在判断或查证上都特别困难。然而当一家公司要进行并购交易之前，部分原因是经营不善所导致，而这种特别状况常使得这一部分的重要性增加。往往由于这一部分的疏忽而提供了不真实的公司价值，使得估价的报告严重地偏离了真实价格。

三、其它估价方法

从财务管理角度来看，标的的价值经常是股东的投资可获得未来报酬的现值。例如股票的价值，是把股票的股利视为永久年金折算而得。因此，保险公司的估价亦可经下列步骤求得。

（一）法定自有资金

法定要求的所有者权益是公司在估价日时的自有资金，通常它要求为公司所有责任准备金的一定比例，而此资金是为避免公司发生偿付问题的缓冲器。因此每一年的法定自有资金便可以根据这一比例求得。至于股东权益超过此法定自有资金的部分，则依公司对盈余处理的原则，分配给保户、股东或作为新业务的支持资金。

（二）盈余的预测

每年的有效保单所产生的利润，以及签发新保单所需投入的资金，以及纳税的考虑，都要纳入盈余的预测中。每年所决定的盈余，同样根据公司红利分配等决策，分配给保户及股东，且保留部分盈余作为公司的资本公积。

公司的价值，则是税后保留的盈余现值加上股东权益超出法定资金的部分。

四、保险公司估价的最新发展



由于近来各国保险公司并购案不断，而且面对环境的迅速变化，各方面的经营决策阶层对公司价值评估的了解越来越迫切。随着公司财务理论与实践的不断发展，陆续出现新的看法。虽然各种理论方法并陈，尚无统一的看法，但某些研究的角度值得我们密切关注。

近几年来，学者们对公司价值的研究，大致起源于 1993 年美国财务准则会计公报（Statement of Financial Accounting Standards, SFAS）第 115 号的出现。由于该公报对某些资产决定采用公允价值，但对所有的负债仍沿用帐面价值，这与一般会计对资产及负债均采用同一认定方式的原则不同，使得各方对于负债的公允价值的统一认定方法有明显的需要。

对于公司负债公允价值的计算，大致分为两种方向：

（一）直接估计

除了上文所介绍的精算评估方法，近来则引用了投资学上的期权技术。即把保单视为一种有价证券，而保险公司或保户则处于拥有某些内嵌期权的地位，那么就可以引用期权的估价技术对公司价值进行计算。然而，保单的内含选择多种多样，比一般证券更为复杂，因此运用这种方法，应先了解以下几方面内容：

1. 股票及债券的期权估价方式运用于保单负债的期权估价。
2. 各项保单的风险，如解约或部分解约，保险公司倒闭等的差值估计。
3. 各类寿险产品的保户行为。

（二）间接估计

这是在知道公司资产的公允价值及公司的卖价后，以公式：负债公允价值(FVL) = 资产公允价值(FVA) - 公司价值 (AV) 来求得，它表示买方在买得公司后，再把该公司的资产卖掉，剩下的则是公司的负债。

当然，公司的卖价实际上可能不只一个，因此会造成 FVL 也不只一个的情形。解决该问题的方法是，有经验的买方可以卖掉该公司的原资产，换成一个更恰当的资产组合，来匹配其负债，使得 AV 增加。理论上可以找到一个最佳的资产组合，使得 AV 值最大。由此，造成唯一的 FVL。在投资的技术上，这种最佳组合正是投资学的主要课题。

另外，我们可以就 AV 本身研究，找出理论性的 AV 值。一个公司的 AV 值应该是可分配的利得 (Distributable earning)，它是公司的税后利润，再根据投资损益及风险资金调整后而得，代表买方前期投资后的回收。此利得的估价可采用类似直接估价负债的模式，只不过后者是讨论负债的现金流量，而前者是讨论可分配利得。

（三）两种方式的比较

通过对直接法与间接法进行比较，直接法的优点体现在以下几方面：首先，财务理论健全。其所采用的现金流量分析，都是采用现代投资技术。易为其它金融机构人员所接受。其次，不需分析资产部分。第三，各项参数直接依市场状况而定，贴近现实。



直接法的缺点体现在以下几方面：首先，需要具备财务分析知识，与一般精算方法不同。其次，采用期货调整值，而该值通常得参考市场类似产业及商品而定，但保险负债尚无同类可比。第三，由于参数引用市场状况值，因此负债之公平价值的变动较大。第四，不计人责任准备金或法定资金的需求。

间接法的优点体现在以下几方面：首先，此法主要引用精算估价技术。其次，计人资金成本及责任准备金，能与普通财务报表匹配。第三，连结资产及负债状况，较有一致，哇。

间接法的缺点体现在以下两方面：首先，折现值的采用并无明确的方法，将随着公司的不同而调整。其次，负债的公允价值随资产价值的变化而变化，并受法令变动的的影响。

五、从公司理财观点看公司价值

我们可以由公司理财的角度来看保险公司的价值。假定保险公司是股份公司，公司的价值就是股票的总价值：

公司价值=未来利润+清偿价值+保证价值

未来利润是指公司未来的利润，这包括了一些无形的价值，如有效保单利润现值、经营许可证、商誉、销售系统、人力资源等。这些项目和公司风险有关，当公司风险愈小，证明其愈具有继续经营的能力，因此未来利润愈高。

清偿价值是公司资产的市值减去负债的现值而得。它与无形资产的内容无关，而只是公司立刻变卖的价格。

保证价格是由于保险公司具备有保险保证基金等机制，在某种程度上保证其清偿能力而体现的价值。因此，就债权而言，保险公司可以出售较市场利率低的保单，就股权而言，股东在赚取高报酬利润时，较不必担心违约成本。这在财务上，是一种看跌期权价值，也就是说当保险公司本身的风险愈高，保证价值就愈高。因此，它和上文所述的未来利润呈负相关关系。

从这三项价值来看，清偿价值是不随公司风险而变动的，而当公司风险降低，则未来利润降低，但保证价值升高。因此公司的风险和它的价值，并非呈现绝对的负相关关系。这一点是公司理财学的一种理论：对一个公司而言，如果它把公司的资产内容调整，采用高风险但市值不变的资产，则公司的风险当然增高；所以此时市场就将公司已出售的债券（保单）之市值折价，因此公司的负债市值就下降。但因资产市值不变，因此公司的价值（股价）反而升高。金融工程上的几种技术，如杠杆收购，就是使用这种原理。当保险公司采用高风险的资产，就使得未来利润价值降低，但保证价值则升高；如果保证价值上升得较未来利润上升得大，则公司的价值反而增加。

观察上述的直接法及间接法，间接法是以有形资产现值—负债现值；盈余现值，但资产现值不仅包括公司的有形资产，同时亦应包括无形资产（即未来利润），有形资产现值—盈余现值=负债现值+未来利润+保证价格。用直接法计算负债，事实上也是计算上式左边的三项价值。

从此观点来看，负债现值的估计之所以变得复杂，尤其是折现率的采用，其实是未来利润及保证价值的估计所造成的。与其将财务的问题硬套人精算模型，不如以精算模型估计负债现值，以财务模型估计未来利润及保证价值较为恰当。

