

本书由金盛人寿保险有限公司资助出版

寿险公司内含价值的理论和实践

魏迎宁摇主编

经济管理出版社

图书在版编目(CIP)数据

寿险公司内含价值的理论和实践 魏迎宁主编 北京:经济管理出版社, 2006

ISBN 7-302-13400-0

I. ①魏... II. ①魏... III. ①人寿保险—保险公司—企业管理—研究 IV. ①F840.62

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第 000000 号

出版发行:经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 愿号中雅大厦 层

电话:(010) 66555555 邮编:100045

印刷:北京银祥印刷厂

经销:新华书店

责任编辑:何瑶怡

技术编辑:晓瑶成

责任校对:郭红生

封面设计:伊人设计

印张:10 字数:20千字

2006年 月第 版

2006年 月第 次印刷

印数:1-1000册

定价:15.00元

书号:ISBN 7-302-13400-0

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部

负责调换。联系地址:北京阜外月坛北小街 圆号

电话:(010) 66555555 邮编:100045

《保险与经济发展》丛书编委会

主 编 :吴定富 王洛林

副 主 编 :李克穆 吴小平 魏迎宁 李 扬

执行编委 :李 扬 袁 力 陈文辉

编 委 :吴定富 王洛林 李克穆 吴小平 李 扬
梁 涛 袁 力 周道许 王新棣 刘京生
郭左践 陈文辉 王 建 孙建勇 孟昭亿
杨华柏 吴晓军 蔡 昉 王国刚

《寿险公司内含价值的理论和实践》

主摇编：魏迎宁

副主编：陈文辉摇李摇扬摇张良华摇许毅飞

执笔人：许毅飞摇丁摇昶摇郭金龙摇李冰清

阎建军摇杨步青摇黄摇洋

内含价值报告项目工作组成员：

许毅飞摇丁摇昶摇利明光摇张振堂

陈泉尧摇王世斌摇月微黎摇李秉康摇李世增摇王雷

序

一

寿险公司的经营目的在于为股东和保户创造持久的价值,因此,以价值评估为基础的价值管理模式,已逐步成为国际上许多著名寿险公司提高管理水平,促进公司发展的一种重要管理方式。

内含价值是寿险公司价值的主体,并且是对公司真实价值比较客观的描述。所以,准确地评估内含价值是准确评估公司总体价值的基础。然而,寿险公司经营的特殊性,使得一般公司价值评估方法不能完全适用于它,因此,从 19 世纪 80 年代开始,在一些保险业发达的国家中,逐渐发展起“内含价值评估”这样一种新的财务工具。如今,这种新的财务工具已经在国际保险业中得到了广泛的应用。

二

内含价值评估法最早出现在英国,当时主要是为了对付 19 世纪 90 年代对寿险公司的恶意收购。因为基于法定会计准则上的评估方法低估了寿险公司的价值,使得一些不曾预料到的恶意收购发生。应用内含价值评估方法之后,寿险公司的评估价值大大提高,并给予公司股东一个恰当的公司价值描述。之后,内含价值评估法便迅速在英国传播,并很快越过国界,先是被很多欧洲国家,随后则被澳大利亚、加拿大、南非、美国等国家广泛使用。

当前,内含价值方法的使用和公布有几个不同的层次:它可能只是某种内部管理报告或者提供给一些财务分析者的分析报告,也可能是(强制性或非强制性)外部信息披露要求。比如在英国和一些欧洲国家,内含价值结果已经成为公司年度报告的组成部分,并且在许多文件里,内含价值成为财务信息的补充内容。最近以来,很多迹象表明,内含价值评估法正在被制造行业接受。

欧洲是内含价值方法的发源地,欧洲保险公司使用内含价值的时间比世界上其他国家的公司要长,应用也更为广泛,相对来说比较成熟。同时,这也意味着欧洲公司有充足的时间对内含价值的计算方法、分析方法以及评估结果进行修正,所以,欧洲的公司在内含价值评估法的应用上更有经验。在英国,几乎所有的大型公司在法定财务报告之外附加公布内含价值报告。数据表明,自从1989年以来,公布内含价值的公司数目以欧洲为最多,欧洲的寿险公司公布内含价值报告已经成为一种惯例。

在美国众多保险公司里,内含价值评估法正在被接受,其推广的速度也比较快。当然,美国许多保险公司没有采用内含价值评估法,而是在继续使用基于成本净资产原则的价值评估方法。美国的保险公司可分为相互保险公司和股份制公司,相互保险公司没有必要使用内含价值评估法,股份公司中有一部分采用该法,但主要用来评估其海外部分的经营业绩。这种情况主要是由于历史的沿袭。当前,北美公司主要采用的还是成本净资产评估法。即便如此,近年来,在美国,内含价值已经获得了越来越多的认可,不少公司都进行内含价值的计算,尽管不一定公布内含价值评估的结果。原因在于,相互保险公司“股份化”使得公司财务信息披露的要求提高,而成本净资产基础上的评估方法不能动态地反映寿险公司的财务状况,相对于内含价值法,基于成本净资产评估的公司价值会被低估,所以,采用和重视内含价值法的公司数目在不断增加。

加拿大的情况与美国类似。在加拿大,运用内含价值评估法的公司为数不多,主要原因同样是受相互保险公司为主这种财产组织形式的影响。不过,在加拿大,内含价值也正逐渐受到越来越多的关注。目前,加拿大精算学界对内含价值已进行了积极深入的研究,在实务中越来越多的寿险公司也逐渐接受了内含价值评估法。早在1986年11月,加拿大精算委员会(加拿大精算师协会)就提出,保险公司可以通过参考统一的指引计算内含价值并将计算的结果向外界披露,并相应制定了用内含价值法衡量公司价值所参考的指引,该指引规定了风险折现率、内部收益率以及锁定资本等假设的标准。

从市场规模和经营状况看,南非的保险公司在全球保险市场并不起眼,但其经营利润和财务评估都有自己独特的方式,在使用内含价值进行公司价值评估方面采取了积极的态度。在短短几年里,南非的众多保险公司都采用了内含价值评估法,如今内含价值报告已经成为南非寿险业的一项标准报告,并被分析师

作为相关市场的价值评估工具而广泛应用。

综上所述,虽然问世不久,内含价值评估法的应用和推广的速度却相当快。作为它的倡导者,欧洲已经将内含价值评估法作为寿险公司评估的通用方法,一些新兴国家和地区也很快采纳了该方法。

三

内含价值评估方法是一种现金流折现方法。从经济上看,它关注的是公司未来的现金流和风险情况,在技术上,它是精算技术和财务方法的结合体。由于全面考虑了决定寿险公司价值的各方面因素,较之其他方法,它便显得更为专业、更为科学。从实践上看,内含价值概念不仅能够帮助投资者和管理者全面了解保险公司的现状,而且,作为一种价值管理手段,能够有效对公司的利润进行分析从而帮助管理者有效地对产品和职能部门进行绩效管理,帮助公司对各种保险产品进行比较分析,选择最有利的产品进行销售,让投资者得到最大化的投资回报。鉴于以上原因,越来越多的寿险公司开始投入大量的力量进行内含价值方面的研究。

内含价值方法在我国的应用还处于起步阶段,我国大部分寿险公司出于安全等各种因素的考虑,尚未公布这部分数据。中国人寿保险股份有限公司(以下简称“中国人寿”)和中国平安保险(集团)股份有限公司(以下简称“中国平安”)作为两家上市的寿险公司,都遵照国际惯例在其年报里向投资者公布公司的内含价值,并对各种假设进行了详细地说明。

2005年10月15日,中国人寿保险股份有限公司在美国纽约证交所上市。2005年10月15日,中国人寿保险股份有限公司在香港联交所挂牌上市。中国平安为香港联合交易所主板上市公司,股份名称“中国平安”。中国人寿与中国平安在其招股说明书中,都有相应的内含价值报告。

2005年年底,中国人寿与中国平安在其年报中分别公布了内含价值报告。在2005年年报中,中国人寿公布由通能(香港)咨询有限公司协助完成的以2005年12月31日为评估日的内含价值报告。其中,内含价值为82.56亿元,其中调整净资产额为32.56亿元,有效业务价值为50.00亿元,而当年的一年新业务价值为2.56亿元。投资回报率假设从2005年的1.5%逐渐变化至2015年的1.5%,之后保持不变,风险贴现率为1.5%。中国平安在其2005年

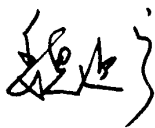
年报里公布其由华信惠悦保险精算顾问有限公司协助完成的寿险业务的内含价值。到 2005 年 12 月 31 日,寿险业务的内含价值为 70.01 亿元,其中调整净资产额为 60.01 亿元,这一部分价值适用于整个集团,有效业务价值为 10.01 亿元,而当年的一年新业务价值为 7.01 亿元,有效业务价值和当年新业务价值仅适用于平安寿险。投资回报率假设从 2005 年的 7.5% 逐渐变化至 2015 年的 7.5%,之后保持不变,风险贴现率为 7.5%。这些报告公布之后的市场运行情况显示,内含价值报告对于帮助投资者正确、全面评估中国人寿与中国平安公司的价值发挥了重要作用。

四

本书是在中国保险业协会精算工作委员会“内含价值报告项目工作组”的相关研究报告的基础上,组织中国保监会、中国社会科学院保险与经济发展研究中心、有关保险公司和南开大学、上海财经大学等高校的专家学者编撰而成。全书共有四章,第一章是寿险公司内含价值的概念和意义,主要介绍内含价值的概念与发展历史、公司价值评估理论以及内含价值在各国应用情况和意义;第二章是寿险公司内含价值报告与财务报告,分析了保险业务利润的特征、通用会计准则下的保险业务利润、寿险公司内含价值利润、寿险公司内含价值报告解读以及寿险公司内含价值与经济附加值(税前)和股东附加值(税后)的比较;第三章总结了寿险公司内含价值报告制度的国际经验,对内含价值报告进行国际比较;第四章是寿险公司内含价值的计算方法和应用,主要介绍寿险公司内含价值计算的步骤,内含价值计算的实例,内含价值的具体应用以及评价等。另外,我们把中国保监会即将出台的《人身保险内含价值报告编制指引(征求意见稿)》作为附录附于书后以便读者参考。第一章和第四章分别由南开大学的王帆和李冰清同志撰写,第二章由上海财经大学的杨步青博士撰写,第三章第一节由中国社会科学院保险与经济发展研究中心的阎建军博士在中国保险业协会精算工作委员会“内含价值报告项目工作组”的相关研究报告的基础上进行翻译整理和总结,第二节内容基本引自中国保险业协会精算工作委员会“内含价值报告项目工作组”的相关研究报告,并进行部分整理和编辑。郭金龙博士负责全书的结构设计和统稿,许毅飞、丁昶、郭金龙、黄洋等同志对全书进行了概念和文字的校对和修改,对有关理论和技术问题提出修改意见等。

由于内含价值在我国的研究和应用还处于起步阶段 ,加上编写时间仓促 ,本书难免会有诸多不足之处。今后 ,随着我国寿险公司内含价值评估的实践逐步推进和有关研究的不断深入 ,我们将不断对存在的问题和不足之处进行修改和完善。金盛人寿保险有限公司慷慨资助了本书的出版 ,在此谨致谢忱 ! 中国社会科学院金融研究所刘戈平先生和经济管理出版社何怡女士对本书文字的修改和编辑做了很多工作 ,在此一并致谢 !

中国保险监督管理委员会



二〇〇四年 远月 圆日

目 录

第一章 寿险公司内含价值的概念和意义	(页)
第一节 内含价值概念的提出与发展历史	(页)
第二节 内含价值的定义	(页)
第三节 公司价值评估理论介绍	(页)
第四节 内含价值的应用及意义	(页)
第二章 寿险公司内含价值报告与财务报告	(页)
第一节 保险业务利润的特征	(页)
第二节 通用会计准则下的保险业务利润	(页)
第三节 寿险公司内含价值利润	(页)
第四节 解读寿险公司内含价值报告	(页)
第五节 寿险公司内含价值与经济附加值()和 股东附加值()的比较	(页)
第三章 寿险公司内含价值报告制度的国际经验	(页)
第一节 内含价值报告的国际比较	(页)
第二节 内含价值报告国际比较(英文)	(页)
第四章 寿险公司内含价值的计算方法和应用	(页)
第一节 寿险公司内含价值计算的步骤	(页)
第二节 内含价值计算的实例	(页)
第三节 内含价值的具体应用以及评价	(页)
附录 :人身保险内含价值报告编制指引(征求意见稿)	(页)

第一章

寿险公司内含价值的概念和意义

第一节 摇内含价值概念的提出与发展历史

寿险公司的经营目的在于为股东和保户创造持久的价值，因此，以价值评估为基础的价值管理模式，已逐步成为国际上许多著名寿险公司提高管理水平，促进公司发展的一种重要管理方式。内含价值的应用在欧洲尤为普遍。内含价值是寿险公司价值的主体，并且是对公司真实价值比较客观的描述。准确地评估内含价值是准确评估公司总体价值的基础。

一、内含价值概念的提出

20世纪六七十年代，针对寿险公司的恶意收购在英国国内纷纷上演，严重打击了该国寿险业的发展。恶意收购频频出现的根本原因在于法定评估方法低估了寿险公司的价值。

法定评估方法是以法定会计准则（~~准则~~）和法定偿付能力为基础的用于保险监管者评定保险公司财务状况是否良好的方法，主要目的在于证明保险公司有足够偿付能力，能够履行保险合同，以保护保单持有人的利益。因此，在选择评估假设和评估方法时就比较保守，在收入的确认上，法定评估方法遵守收付实现制，后期的续期保费只有实现后，才能纳入利润中；而在费用的确认上，虽然采用修正责任准备金，但是前几年的费用还是很高，尤其在新业务的第一年只有亏损，根本没有利润。我们可以用下面的一组分红终身寿险保单的

~摇~

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

例子①来说明保险公司的现金流以及利润的特点。

假设：年龄 30 岁，男性，分红终身寿险，保额为 1000 元，毛保费为 15 元，表 1 中给出了期末盈余的计算结果。

表 1 保单生效前 10 年期末盈余表

年	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
原保费	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
原费用	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
原利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
原死亡	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
原红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
原退保	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
原其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
原净收入	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00
原净支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
原净盈余	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00

观察表 1 中的数据，该保单生效前 10 年每年末的期末盈余都为负，也就是说公司在承保该业务后第 10 年才开始产生利润。在这样的情况下，如果业务增长很快，反而会出现亏损。这就出现了发展快却没有利润，没有业务反而会出现利润的怪现象。

法定评估方法只承认已经实现的收入和已发生的费用，而寿险产品绝大部分为长期业务，每张新签保单全部收入的实现要经过几年甚至几十年才能完成，但是费用的发生，特别是支付给代理人的佣金在签发保单时就需要支付绝大部分甚至是全部。法定评估方法忽略新签保单在以后年份可能实现的利润，在此方法评估下，新保单带给寿险公司的是亏损而非利润，这就导致寿险公司新业务越多亏损越严重。

法定会计准则对于死亡率、收益率各方面的假设都是保守的，不足以衡量保险公司的经营成果，不能有效地分析公司的成长，对于需要上市的保险公司，如果采用法定会计准则，其价值就被低估，不能筹措到足够的资本金，甚至会遭到恶意的收购。法定会计准则的重心在于偿付能力，重视公司当前业务，而忽视了公司长期运营的潜力。因此，法定评估方法制约了寿险行业的持续发展。

在美国改善这种状况的一种办法，就是采用美国一般会计准则（GAAP）评估法。GAAP 更关心公司的获利能力，因此，其各种假设更符合实际。对于收入的确认，采用权责发生制，即收益在保单签订时已确认。而展

① 李秀芳：《寿险精算实务》，南开大学出版社，2004 年 10 月第 1 版，第 10 页。

业费用作为递延资本在以后确定保费收入时逐期摊销，故折现法侧重于收入在相应期间的分布。但是折现法关注的是公司总的收益的情况，无法区分资本收益和有效业务价值收益，也不能考察不同险种、不同部门的价值增值情况，没有区分现有业务和新业务所创造的利润，不能区分新业务是增加公司的利润还是减少公司的利润。故折现法不能做出公司的绩效评估，不能帮助公司管理和控制风险。

针对上述情况，内含价值（毛保费扣除赔款）评估法应运而生，它是针对寿险产品营业周期长和展业费用高的特性构造的一种价值评估方法。最先采用内含价值概念的是英国保险公司。1945年，英国皇家控股保险公司的董事们发现股票市场上的市盈率偏低。经考察发现，这主要是由于按照监管部门的有关规定，寿险业务只有部分利润反映在会计报表中，公司的真实价值被严重低估。在这种情况下，公司决定采用内含价值来测定公司寿险业务的真实价值，并反映到公司的财务报表中。皇家保险的这种做法在市场上引起一系列争论，并最终获得了一致认可。越来越多的寿险公司开始采用内含价值，精算师协会也开始颁布内含价值计算的指导准则，认可并规范内含价值的计算。其后，内含价值的应用在跨国公司业务的推动下逐渐推广到世界其他地区。目前，内含价值已成为英国寿险公司的主要财务汇报基准，澳大利亚以及南非的保险公司也已普遍采用内含价值的汇报方式，而北美、欧洲其他国家及亚洲的保险业对它也日渐熟悉。财务分析员及评级机构对这种新的衡量方式都有一定的了解，并开始尝试采用内含价值作为估计保险公司股价的基准。在寿险公司的并购活动中，内含价值更是起到不可替代的作用。

二、关于内含价值的发展历程

由于内含价值评估方法的兴起只是近二十几年的事，而我国保险公司近几年才开始运用内含价值方法进行评估和管理，所以国内在这方面的研究比较少，欧美的研究成果在这方面比较突出。下面主要以欧美学者的一些文章为脉络来介绍内含价值法的发展历程：

(员) 1945年，英国的《火葬保险》杂志发表了关于内含价值的文章，这是比较早的以现金流折现法研究寿险公司价值的文章。文中指出：反映寿险公司的价值的主要有资产（净资产）、未来新业务价值（净保费扣除经营成本、有形资产和无形资产等要素。“资产”（净资产）定义为现有业务的

未来盈余以某一风险利率贴现到评估日的数值。根据经验假设失效率、死亡率等因素得到现有业务在未来各时期的资产和负债，从而确定各期盈余以计算“资产”（**资产**）。这里的“资产”（**资产**）的概念类似于内含价值概念中有效业务价值（**有效业务价值**）的定义。特殊之处在于用来折现负债现金流的风险利率的确定，其利率等于与其期限相同的一级证券的利率。未来新业务价值定义为寿险公司未来新业务能产生的价值，与内含价值评估法里关于未来新业务价值的定义基本一致。有形资产，包括公司拥有的房地产等固定资产，这部分价值并没有记入公司的基金中，只有在公司被收购时才会考虑。无形资产，包括公司的商誉、对公司极有价值的特殊人员，等等。在这篇文章中，内含价值评估法中的两个主要因素——有效业务价值和未来新业务价值——已具雏形并给出了比较准确的定义，该文为内含价值法的发展奠定了理论基础。

（**圆**）**月**和**辛**的《**寿险公司内含价值的评估**》定义了寿险公司的评估价值：在持续发展的基础上公司可获得的预期收益的经济价值，即寿险公司所有未来利润的贴现值。该文主要针对三个要素的计算，即调整净资产（**调整净资产**）、有效业务价值（**有效业务价值**）、未来新业务价值（**未来新业务价值**）。如何衡量调整净资产（**调整净资产**），该文给出了三种方法：外部贴现法（**外部贴现法**）、市场价值法、偿付边际法（**偿付边际法**）。外部贴现法将净资产未来产生的现金流折现到评估日，但是这种方法需要假设权益资本的分红率、资本利得等因素，主观性较强，不利于操作。市场价值法用市场价格衡量资产，得到的结果比较准确。市场价值法认为所有的盈余都能够分配给股东，实际情况却是监管部门要求寿险公司从盈余中提取法定资本（**法定资本**）以保证公司的偿付能力。偿付边际法正是针对这种情况把公司盈余分成两部分，一部分是净资产，另一部分就是保证清偿能力的法定资本。法定资本是对保单持有人的一项保障，一般是将其作为资本成本（**资本成本**）在有效业务价值（**有效业务价值**）中进行调整。另外，该文对未来新业务价值的计算提出了“乘数”（**乘数**）的概念。未来新业务价值的计算以最近一年的新业务价值为基础再乘以乘数，就能得到结果，公式为：

新业务价值(灾害损失)增進率算 越孕_園伊(員_員)伊_葬
越孕_園伊(員_員)伊_葬

孕灾为最近一年的新业务价值

在这篇文章中提出了调整净资产的概念并给出了计算方法，并且在计算未来新业务价值时给出了“乘数”这个概念，以上两点都使寿险公司评估方法向内含价值法又迈进了一步。

(猿)《灾孝葬服社宅葬孝祭第卷名涉葬礼葬器志孝葬赠、《私忌葬器第卷名涉葬礼葬器志孝葬赠》、《附葬器第卷名涉葬礼葬器志孝葬赠》、《附葬器第卷名涉葬礼葬器志孝葬赠》给出了内含价值法评估寿险公司的计算公式： $\text{内含价值} = \frac{\text{未来利润}}{(1 + r)^t}$ 。内含价值法的优点主要有三个：内含价值法将未来利润考虑进公司价值中，使保单首年的高额费用对公司的冲击降到最小；内含价值法能够比较公司不同保单的盈余状况；如果给出了其中假设，内含价值法很容易理解。内含价值法的缺陷在于：假设相当重要，如果某个假设不准确会使公司价值发生很大的波动，通常假设都带有精算人员的主观性，因此其结果的可靠性不高，其中最为重要的风险贴现率由精算人员根据自身的经验确定，一般的外部评估人员对寿险公司的风险贴现率通常不是很了解，因此如果寿险公司用传统内含价值方法定价，投资者可能会对其结果提出疑问。

(源) 裁 隔 分 录 查 缺 和 卑 因 即 宅 缺 的 《 酉 亥 录 》 缺 亡 查 录 城 郭 多 阙 录 上 卷 叁 亥 考 选 耶 禁 杜 寓 彭 潘 演 译 以 及 《 酉 亥 录 》 缺 亡 查 录 城 郭 多 阙 录 上 卷 叁 亥 考 选 耶 禁 杜 寓 彭 潘 演 译 中 提 到 传 统 内 含 价 值 法 近 年 来 受 到 股 票 分 析 师 的 质 疑 ， 他 们 认 为 用 该 法 衡 量 寿 险 公 司 的 资 产 和 负 债 无 法 与 其 市 场 价 格 一 致 。 寿 险 公 司 的 许 多 产 品 的 条 款 里 都 包 含 了 保 证 (早 寿 期 禁 杜 寓 彭 潘 演 译) 或 期 权 的 性 质 ， 比 如 保 单 选 择 权 、 保 单 贷 款 等 ， 这 些 权 利 的 价 值 会 随 着 市 场 的 走 向 而 变 化 ， 如 果 计 算 保 单 负 债 时 仅 仅 是 将 这 些 权 利 的 金 融 风 险 隐 含 在 一 个 简 单 的 风 险 贴 现 率 里 ， 显 然 对 于 专 业 的 股 票 分 析 师 来 讲 是 无 法 接 受 的 ， 因 此 出 现 了 “ 市 场 一 致 ” 评 估 方 法 。 这 种 方 法 将 具 有 保 证 和 期 权 性 质 负 债 的 未 来 可 能 的 现 金 流 与 其 概 率 密 度 曲 线 相 结 合 ， 计 算 出 相 当 准 确 的 负 债 价 值 。 对 于 股 票 分 析 师 ， 他 们 更 乐 意 接 受 市 场 一 致 评 估 方 法 ， 因 为 这 种 评 估 方 法 经 常 用 于 金 融 资 产 的 定 价 。 相 对 于 传 统 的 内 含 价 值 法 ， 市 场 一 致 方 法 的 优 点 在 于 ： 负 债 价 值 以 市 场 为 基 础 ； 风 险 性 负 债 价 值 自 动 与 交 易 资 产 价 格 一 致 ； 与 实 际 偿 付 能 力 测 试 成 为 一 体 ； 可 与 其 财 务 上 的 公 允 价 值 相 符 。 如 果 期 权 和 保 证 类 的 金 融 风 险 占 到 寿 险 公 司 负 债 的 大 部 分 时 ， 市 场 一 致 法 将 更 大 地 发 挥 其 作 用 。 这 种 评 估 寿 险 公 司 价 值 的 方 法 属 于 新 生 事 物 ， 没 有 被 寿 险 公 司 完 全 接 受 ， 而 且 计 算 过

程也很复杂，因此市场一致法还需要接受市场的考验和进一步改进。

第二节 摇内含价值的定义

一、内含价值的基本定义

内含价值的英文名称叫做 ~~内在价值~~ ~~经济价值~~ 国内一般将其翻译为内含价值，其他的名称还包括内涵价值、内嵌价值、隐含价值。中国证券监督管理委员会关于保险公司上市招股说明书的特别规定中则称其为内在价值。在这里我们沿革保险业及精算界的习惯称谓，称其为内含价值。

内含价值可以认为是保险公司价值评估中引入“经济价值”的概念，并将其按照保险业的特点进行改进，所形成的具有行业特征的公司价值概念，这一概念如今已广泛应用于国外寿险公司价值评估活动中。

“经济价值（~~精算价值~~）”是相对于“账面价值（~~月报价值~~）”、“市场价值（~~公允价值~~）”的价值概念，它与未来现金流预期密切相关，经济价值的计算建立在未来现金流量模式和相关的风险折现率基础上。内含价值在本质上延续了经济价值的概念，在计算中引入了精算假设，是一种以精算技术为基础的保险行业特有的公司价值概念。

对于内含价值的界定，各国的精算师协会组织都有相关的阐述。但需要指出的是，各国精算师协会的界定仅区别在文字的表述上，所表示的内容是基本一致的。这里我们先分别介绍加拿大精算协会的定义与英国精算学会的定义，并对二者进行比较，然后介绍欧洲内含价值准则和中国保险监督委员会在《人身保险内含价值报告编制指引》（征求意见稿）中对内含价值的定义，并与前两种定义进行比较。

加拿大和英国对内含价值的定义

内含价值的具体定义在各国有所不同，目前主要有加拿大精算协会的定义与英国精算学会的定义两种，我们分别来看一下这两种定义。

定义一：加拿大精算协会（~~加拿大精算协会~~，简称 ~~加精~~）的

定义^①。

内含价值是以下几项之和：

①未来股东税后收益（即可以分配给股东的营业收益，包括锁定资本上的投资收益）的现值。

②锁定资本（~~长期基金以外的资本~~）未来变化的现值。

③评估日的自由资本（~~长期基金以外的资本~~）。

其中：

未来股东税后收益是现有业务在未来带来产生可分配利润，其中包括锁定资本的投资收益，其现值就是有效业务价值，加上锁定资本的投资收益现值。

锁定资本是公司为了维持法定偿付能力而持有的资本，又叫偿付能力资本（~~长期基金以外的资本~~）（有的文献中也叫做要求资本，~~长期基金以外的资本~~可以通用，下同），各国保险监管机构对锁定资本的提取都有一定的规定。随着有效保单到期，偿付资本将在以后的保单年度每年释放出一笔资金，成为可以分配给股东的现金流，这一部分现金流的现值计入内含价值。

自由资本是评估日公司资本金的税后市场价值超出锁定资本的部分，也叫做自由盈余。

定义二：英国内含价值的定义。

内含价值是以下几项之和：

①当前有效业务在未来可分配利润和红利的现值。

②长期基金未来可分配的自由资本现值。

③长期基金以外的股东资产价值。

其中：

长期基金是公司为已有保单而持有的偿付能力资本（~~长期基金以外的资本~~）或者要求资本（~~长期基金以外的资本~~），这一部分资本随着有效保单的减少而在以后的保单年度每年释放出一定数额的资金，计算内含价值要包含这一部分释放的资本金的风险贴现值，也就是定义表述中的第二项——长期基金未来可分配的自由资本现值；长期基金以外的股东资产价值，是净资产超过长期基金的部分，叫做自由资本或自由盈余。

从上文的表述和分析可以得出这样的结论：定义一与定义二事实上是相同

^① 陈树强：《长期寿险公司内含价值的概念和意义》，载《中国保险报》，2004年10月10日。