

金融企业股权转让的市场法定价剖析

——以Y财产保险公司为例

李有华¹(高级审计师), 贾英姿²(博士)

【摘要】 本文以某保险公司为例,应用市场法对金融企业股权进行定价,从资产规模、经营能力、盈利能力、成长性方面分析了目标公司与样本公司的指标差异和原因,并在此基础上得出估值结论。

【关键词】 金融企业; 保险公司; 市场法定价; 股权转让

【中图分类号】 F830.59

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)11-0103-4

股权定价的对象是企业的净资产,即资产扣除负债后的部分,定价的目的是为了得出股权投资交易中的股权转让价格。股权定价的结果体现为投资价值,既包括以股份公司形式存在的独立实体的内在价值,也包括企业战略价值、协同价值、成长机会价值等。股权定价的方法一般包括市场法、成本法和收益法三类。

通过对我国金融企业股权转让的历史案例进行分析后笔者发现,对金融企业估值一般不采用收益法,理由是金融企业的现金流受到严格监管,预测非常困难。此外,金融企业相应的资本支出主要体现为对无形资产(人力资源、商誉)的投资,运营资本(流动资产与流动负债的差额)的变动规模和幅度都非常大,与促进未来成长的再投资缺乏相关性,属于资产负债驱动型企业,因而适宜收入驱动型企业使用的收益法对大多数金融企业来说并不适用。实践中,最为常用的方法是市场法中的市盈率(P/E)法,鉴于此,本文尝试以某保险公司为例,分析金融企业的股权转让定价。

一、Y保险公司业务情况概述

对保险公司资产的定价分为相对定价法与绝对定价法二类,其中,相对定价法是指将定价对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较,来确定定价对象价值的评估方法;绝对定价法一般以保险公司精算基础为假定条件,认为保险公司资产价值由三部分组成,即:内含价值(EV)、一年新业务价值(NBV)和表外业务价值。

当前,我国保险行业正处于产业深化发展的初级阶段,保险收入与资产规模不断增长,和其他行业相比,保险公司的经营具有一定特殊性,比如:保险公司资产净现金流入的特殊性,即先有出售保险净现金流入,之后产生相关成本。另外,保险公司责任准备金提取对利润影响较大,管理层可以通过对资产定价参数进行调整来管理负债水平,进而影响对

资产价值的客观评价。因此,目前对保险公司资产定价更适宜采用哪种方法,业界并未达成一致的意见。

Y保险公司财险业务包括财产损失保险、责任保险、信用保险和保证保险、短期健康和意外伤害保险等,近年来保费收入和盈利能力均呈现稳定增长的态势。根据新华网发布的《2013中国保险公司竞争力评价研究报告》,在全国47家财险公司中,Y财产保险股份有限公司综合竞争力排名第5位,其盈利能力排名第5位,资本管理能力排名第11位,业务发展潜力竞争力排名第4位。由此可见,Y财险公司市场竞争的优势和价值已经得到体现,采用市场法定价较为合适。

二、市场法定价

(一)市场法定价的主要过程

第一步,分析定价对象的基本面,包括:企业类型、注册地、注册时间、业务结构、经营模式、成长性、主要风险等;第二步,确定可比对象,主要结合上述企业资产基本情况及数据资料的可获得性进行筛选;第三步,分析企业主要财务状况,评价企业经营能力、风控能力、创新能力及成长能力;第四步,设置合理的调整系数将可比企业的价值加以修正,得出被定价企业资产修正价值乘数;第五步,考虑流动性折扣和资产溢价的影响,最终确定资产价值。

在选取价值指标时,常用的指标有市净率(P/B)、市盈率(P/E)、市销率(P/S)等,鉴于以下原因,使用市盈率法对财险公司定价是比较合适的:

1. 盈利稳定并且可以合理预测。Y财险公司开业于2008年10月,成立已近8年。根据经验,保险公司成立初期,基于偿付能力的会计利润一般有7~8年的亏损期,承保利润的释放已逐渐平稳。

2. 资本不易重置且存在资本溢价。Y财险公司的业务持续健康发展,市场地位逐步提升。根据《中国保险业竞争力报

□ 金融·保险

告(2012~2013)》,Y财险在国内保险市场营业收入居前的15家财险公司中综合竞争力位列第三,是中国财险行业最具竞争力的三强企业之一,亿元保费信访量指标居行业最佳,投资竞争力位居第二,在业界具有良好的商誉价值。

3. 资产清算的风险很小。Y财险公司坚持以《保险公司风险管理指引》为统领,资产负债率保持在70%以下,低于行业平均水平,资产负债匹配度良好。在保险风险方面,公司坚持质量为先,效益至上,准备金充足率大于100%,承保年度满期赔付率控制在可接受范围内,再保合约能力满足目标值要求;在投资业务方面,权益投资总体上采取高度谨慎的策略,严格控制仓位,精选个股,风险容忍度为其净值减少7%。固定收益类单只持仓券种如发现触及保监会相关监管规定需经过研究确定后进行相应处理。

(二)市场法定价的主要公式

标的公司价值=标的公司P/E×标的公司每股收益

其中:标的公司P/E=修正后可比公司P/E的加权平均值=可比公司P/E×可比公司P/E修正系数×权重

可比公司P/E修正系数=∏影响因素Ai的调整系数

影响因素Ai的调整系数=标的公司系数/可比公司系数

以Y财险公司资产为定价对象,以2014年年度数据为基础,综合业务结构、风险、数据可获得性等条件,选定中国人保、新华保险、中国太保为可比公司,各公司2014年主要财务状况如表1所示:

公司名称	总资产	所有者权益	营业收入	净利润
中国人保	7822.2	1255.8	3515.0	187.15
新华保险	6437.09	483.59	1431.87	64.06
中国太保	8251.0	1171.31	2197.78	110.49
Y财险	98.17	29.58	69.14	1.38

(三)修正系数的确定

结合保监会《关于印发〈精算报告〉的通知》、保险公司全面风险管理的相关法规、保险公司核心竞争力评价常用指标等,修正系数根据资产规模、经营能力、盈利能力、成长性、风控能力、创新能力六个维度综合确定。标的公司与比较公司的对比分析如下:

1. 资产规模。在总资产、净资产等规模性指标上,Y财险公司与上述比较对象间存在较大差距,但若以单位价值(P/E)为定价对象,绝对数量指标主要影响企业总体价值,对单位价值影响有限。

2. 经营能力。具体情况通过表2、表3列示。Y财险公司属于中小型财险公司,新华保险属于大型寿险公司,故在表3中未列入新华保险。从表3可以看出,Y财险公司的企业财产险收入占比相对其他两家公司而言较高,达到33.7%。Y财险公司在电力保险产品开发与定价方面具有电力专业技术人才资

源丰富、电力保险个性化需求挖潜能力强、电网保险损失数据积累较多的优势,因此具备创新开发相关电力专属产品的能力。和太保、人保一样,Y财险公司的机动车辆保险收入在业务收入中占比也是最高,但未超过50%,这主要是因为Y财险公司作为中小保险主体,存在先天劣势,难以在短期内满足自主定价要求,同时还存在销售能力不够、理赔资源不足、机构覆盖率较低和信息系统建设滞后的缺点,导致价格劣势明显而难以获取业务,再加之目前车险规模较小,固定费用难以摊薄,理赔服务要求提高,赔付成本不断提升,面临价格、销售、效益和服务多重冲击,想要实现车险收入增长越来越难。

表2 经营能力比较 单位:亿元

项目	指标	Y财险	新华保险	中国太保	中国人保
经营能力	保费总额	74.82	1098.68	2197.78	3491.69
	投资收益	4.56	362.92	464.75	130.79
	总投资资产	68.61	6257.18	7618.86	2179.83
	保费总额排名	30	4	5	1

表3 各类业务收入占比(%)

项目	指标	Y财险	中国太保	中国人保
业务收入占比	企业财产险	33.7	6.3	5.1
	机动车辆险	46.6	78.5	73.1
	责任保险	2.9	4.0	4.0

3. 盈利能力。具体数据如表4所示:

表4 盈利能力比较

项目	指标	构成因素(公式)	Y财险	新华保险	中国太保	中国人保
盈利能力	COE	Rf	3.89%	3.89%	3.89%	3.89%
		ERP	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%
		β	1.1919	1.2276	1.1385	1.2054
		Rt	1%			
		Rf+β×ERP+Rt	13.53%	12.79%	12.14%	12.63%
	ROE	-	4.66%	13.2%	9.43%	14.9%
	ROE/COE	-	34.44%	103.20%	77.65%	117.98%

资本成本(COE)采用CAPM模型计算确定:

$$COE=Rf+\beta\times ERP+Rt$$

其中:Rf为无风险收益率,一般取同期长期国债的收益率,2014年12月31日10年期国债到期收益率为3.89%。

β为权益系统风险系数,使用可比公司的Beta系数来估算目标公司的β值。在国内证券市场上,选择保险行业上市公司作为可比公司,根据Wind数据库,沪深A股同行业上市公司无财务杠杆的Beta平均值为1.1919。

ERP为市场风险溢价,是对于一个风险充分分散的市场投资组合投资者所要求的高于无风险利率的回报率。根据测算,本次市场风险溢价取7.25%。

R_t 为企业特有风险调整系数,Y财险公司个别风险调整系数确定为1%,因为中国保险市场竞争激烈,如果不能有效应对,可能造成营业收入和市场份额的不稳定,其资产规模、业务规模结构等与可比公司相比仍存在较大改进空间。

通过表4中与三家可比公司的ROE、COE指标对比可以看出,Y财险公司的ROE、COE指标均低于中国人保、新华保险和中国太保。另外,根据2013年中国保险行业竞争力评价结果,Y财险公司在总资产收益率、净投资收益率、投资收益率、人均综合收益、人均利润5个指标上排名前十,表现优秀。综合来看,Y财险公司虽然在行业整体中相对盈利能力较强,但是与国内一流的保险公司相比还存在较大差距。

4. 成长性。在成长性方面,Y财险公司为新兴保险公司,成长性较好,通过表5中的指标对比可以看出,营业收入和资产总额近两年增长较快,两项指标均高于中国人保、新华保险和中国太保。

表5 成长性比较

项目	指标	Y财险	中国太保	新华保险	中国人保
成长性	近两年营业收入平均增长率	34.52	13.2	10.6	14.8
	近两年资产总额平均增长率	17.2	10.1	14.2	6.7

5. 风控能力。保险是高风险金融行业,我国保监会对于保险公司风险管理有严格的监督机制,2008年底保监会以风险为导向制定了《保险公司风险管理指引》、《保险公司内部控制基本准则》等政策,建立了保险公司分类监管与评价体系,对法人机构主要评价其偿付能力风险、资金运用风险、业务经营风险以及公司治理、内控与合规风险,按照风险从低到高,每个季度将保险公司分为A、B、C、D四类,并分别实施针对性的监管措施,但该评价结果未公开发布。另外,美国加州大学富乐顿分校保险研究中心发布的2015年《亚洲保险竞争力排名研究报告》指出,Y财险公司在本年度入围的中国非寿险公司十强中位列第九,稳定性测试排109位。此外,偿付能力是反映保险公司风险控制水平的重要指标,保险公司应当具有与其风险和业务规模相适应的资本,确保偿付能力充足率不低于100%。偿付能力充足率的计算公式为:

偿付能力充足率=保险公司的实际资本/最低资本

其中:保险公司的实际资本是指认可资产与认可负债的差额;保险公司的最低资本是指根据监管机构的要求,保险公司为吸收资产风险、承保风险等有关风险对偿付能力的不良影响而应当具有的资本数额。

由此,相关风险控制指标对比如表6所示。

Y财险公司严格遵循保监会《保险公司风险管理指引》、《保险公司内部控制基本准则》等政策规定,把风险管控能力作为“六个能力”之首,防风险,促发展,能有效进行风险管理,退保率、偿付能力充足率、资产负债率满足了保监会关于全面风险管理的要求。在具体指标上,从表6中的可比公司

表6 风险控制能力比较

项目	指标	Y财险	中国太保	新华保险	中国人保
风控能力	稳定性测试排名	109	89	45	7
	偿付能力充足率(%)	232.65	177	226.53	239
	资产负债率(%)	69.8	85.55	92.5	83.95

看,Y财险公司的稳定性测试排名相对靠后但处于上升阶段,偿付能力充足率较2013年上升6%,仅低于中国人保,资产负债率显著低于其他可比公司但较上年略有上升,这一趋势对于金融企业的意义与生产企业是相反的。保险公司作为经营负债的公司,偿债能力的下降反映出在风险可控的水平上管理负债规模的增加,即经营规模的扩大。

6. 创新能力。持续创新是保险公司业务稳定发展并不断壮大的关键,也是盈利持续增长的基础。对于保险行业来说,创新主要集中于两个方面:一是营销渠道创新。互联网为解决保险买卖双方信息阻隔提供了有效渠道,特别是移动智能终端能第一时间让保险公司与客户实现无障碍沟通互动,在提供服务的同时获取客户特征信息,依据偏好提供高质量新产品服务,根据网站与年报相关信息查询,除Y财险公司外,其他三家可比公司均有移动电话终端APP及社交公众号等,而Y财险公司只有网上与电话渠道。二是保险产品创新。2013年Y财险公司成立了产品研发中心,进一步健全总分支产品开发体系,在完成常规保险产品开发及维护的基础上,积极致力于新能源项目保险产品的研发工作。其自主开发的太阳能光伏组件25年期产品质量与功率补偿保险产品填补了国内空白,受到业内的广泛关注。创新能力比较如表7所示:

表7 创新能力比较

项目	指标	Y财险	中国太保	新华保险	中国人保
创新能力	营销渠道	一般	较好	较好	较好
	保险产品	较好	一般	一般	较好

对比因素分数计算:以上各项指标均以Y财险公司为基准分100分进行对比调整,可比保险公司各指标系数与Y财险公司比较后确定,低于Y财险公司指标系数的则调整系数小于100,高于Y财险公司指标的则调整系数大于100,即P/E修正系数=Y财险得分/可比保险公司得分。

相关调整系数和修正系数计算结果如表8、表9所示。

表8 调整因素分数

调整因素	新华保险	中国太保	中国人保
资产规模调整	101	103	102
经营能力调整	101	102	103
盈利能力调整	103	101	105
成长性调整	98	96	95
风控能力调整	95	94	96
创新能力调整	98	98	99

表 9 修正系数调整

调整因素	新华保险	中国太保	中国人保
资产规模调整	0.9901	0.9709	0.9804
经营能力调整	0.9901	0.9804	0.9709
盈利能力调整	0.9709	0.9901	0.9524
成长性调整	1.0526	1.0753	1.0870
风控能力调整	1.0870	1.0989	1.0753
创新能力调整	1.0204	1.0204	1.0101
修正系数	1.1112	1.1363	1.0702

经对可比公司 P/E 进行修正,同时考虑在可比性方面,Y 财险公司属于中小型财险公司,新华保险属于大型寿险公司,中国太保与中国人保的资产、利润、收入与 Y 财险公司的可比性较强,故对三家可比公司赋权后计算得出标的公司 P/E。

表 10 2014年12月31日可比公司市盈率

	新华保险	中国太保	中国人保
成交额(万元)	185582.72	324505.34	5650
成交量(万股)	3770.95	10145.74	1560.88
成交均价(元)	49.21	31.98	3.62
每股收益(元/股)	2.05	1.22	0.31
P/E	24.00	26.21	11.68
权重	10%	40%	50%
Y 财险 P/E	20.83		

此外,由于本次计算 P/E 时采用的市价为上市首日的成交均价,该价格代表的是中小投资者交易的价格水平,而运用该方法是对控股资产的定价,所以还应考虑控制权溢价并对 P/E 进行相应调整。被美国估值界称为企业价值评估泰斗的 Shannon Pratt 从 1998 年即开始统计发生的各种控制权并购案例,主要研究资本市场上控股权交易与非控股权交易的差价,并将案例编辑为数据库,表 11 为相关溢价数据。

表 11 1998~2006年Shannon Pratt统计的相关溢价数据

年份	控制权溢价平均值 (不包含负溢价数据)	控制权溢价中位值 (不包含负溢价数据)	控制权溢价平均值 (包含负溢价数据)	控制权溢价中位值 (包含负溢价数据)
1998	35.90	29.30	23.60	22.70
1999	46.50	32.40	40.00	28.70
2000	48.70	37.10	35.30	28.90
2001	52.10	35.90	34.00	25.90
2002	49.10	34.00	33.10	24.60
2003	53.90	37.70	46.20	33.30
2004	36.40	26.20	28.60	22.50
2005	33.10	24.30	23.10	16.70
2006	29.00	20.50	23.50	17.20

在国内,China Venture 公司借鉴了相关思路,研发了 CVSource 数据信息系统,并对我国 2600 多件少数股权收购

和 1600 多例非上市公司控股权案例进行统计分析,目前分析结果是二类交易的 P/E 差异为 17.87%,具体如表 12 所示:

表 12 CVSource 控制权溢价测算

年份	少数股权交易		控股权交易			
	并购案例数量	市盈率(P/E)	并购案例数量	市盈率(P/E)	控股权溢价率(%)	缺乏控制权折扣(%)
2011	498	19.36	408	21.35	10.26	9.31
2010	461	16.67	346	18.54	11.22	10.09
2009	470	13.82	251	17.32	25.37	20.24
2008	450	14.82	257	17.31	16.75	14.34
2007	408	15.81	244	20.23	27.91	21.82
2006	130	15.01	83	19.49	29.89	23.01
2005年及以前	231	17.73	119	19.22	8.4	7.75
合计/平均值	2648	16.18	1589	19.07	17.87	15.61

鉴于 Y 财险公司股权尚未上市流通,而可比公司均为上市公司,故需考虑流动性折扣,借鉴国际上研究市场流动性折扣的相关成果,可采用新股定价方法进行估算,该方法认为新股发行价与上市交易后的市价之间的差额即是由股票上市流通的因素导致的,因此可以认为在这两种情况下价值的差异就是流动性折扣,通过 wind 数据库对 2002~2011 年我国 A 股 1200 多家上市公司新股发行价的分析,找出其新股发行价与上市首日收盘价、30 日价、60 日价以及 90 日价之间的关系,测算折扣率介于 7.8%~43%,平均值为 30.6%,其中金融行业为 27.82%,并且经营业绩欠佳、主业不突出、财务杠杆较高的公司其折扣率也较高,对照 Y 财险公司正处于快速发展阶段,经营稳健,经营业绩较好,综合确定的流动性折扣为 25%。

综合以上分析,Y 财险公司调整后 P/E=标的公司的 P/E×(1+控制权溢价率)×(1-流动性折扣率)=20.83×(1+17.87%)×(1-25%)=18.41。

Y 财险公司资产价值=(净利润×P/E+非经营性资产及负债)×权益乘数=(137831786.50×18.41+0)×9817716255.20/2957918191.56=8422237649.3004(元)

当前,我国保险公司正面临着金融业市场化程度加深、国企改革等环境变化,市场法这一资产估值方法既考虑了保险公司的财务状况、产品结构、业务结构,又考虑了未来行业的发展和公司的战略,在一定程度上克服了其他估值方法的局限,能合理体现保险公司的经济和社会价值。

主要参考文献:

李冰清,杨雪.内含价值在寿险公司价值评估中的应用误区及修正[J].保险研究,2005(12).

作者单位:1.国网能源研究院,北京 100142; 2.中国财政科学研究院,北京 100142