

# 经营模式对寿险公司财务状况的影响\*

——基于资产负债管理视角

仲赛末 赵桂芹

(上海财经大学金融学院,上海 200433)

**内容提要:** 最近几年,我国某些新兴寿险公司变传统经营模式为资产驱动负债型模式,在负债端承保中短期“理财险”业务快速募集资金,在资产端以激进方式进行权益投资,如举牌上市公司、收购海外企业等,引起业界和学界广泛讨论。基于资产负债管理视角,本文利用2013—2016年我国63家寿险公司的非平衡面板数据,根据公司万能险业务占比区分寿险公司经营模式,分析经营模式选择的影响因素,以及经营模式对寿险公司财务状况的影响。研究发现,外部宏观经济环境变化、行业内部竞争激烈是公司选择资产驱动负债型经营模式的主要外部导因;我国寿险公司经营模式在样本期间存在分化;资产驱动负债型公司的财务稳健度显著弱于传统经营模式的公司,风险提高而绩效没有显著提升。因此,监管部门需要尽快落实宏观审慎监管框架,切实执行资产负债管理监管规则,防范金融风险发生。

**关键词:** 经营模式 资产负债管理 财务状况

**中图分类号:**F840 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2018)09—0155—18

## 一、引言

2013—2016年,在“低利率”“资产荒”的宏观经济环境下,寿险市场不断分化,一些新兴<sup>①</sup>寿险公司选取资产驱动负债型经营模式,即在承保端集中业务于“理财化”的中短存续期人身险,在资产端使用万能险保费而非自有资金进行权益类投资,引发“险资举牌潮”和“海外收购潮”,被监管部门称为激进经营<sup>②</sup>。传统上,寿险公司以负债端的承保业务来驱动资产端的投资业务发展,其主要盈利模式在于先吸收负债端的保费,再在资产端进行稳健的财务投资;而非传统型公司则是先选择投资战略,寻找投资盈利计划,出售保险产品后,使用保费进行相应投资,这是负债驱动资产型经营模式和资产驱动负债型经营模式的本质区别(朱南军,2016)<sup>[1]</sup>。Beightler Street(1967)<sup>[2]</sup>、Caswell和Goodfellow(1976)<sup>[3]</sup>、Born(2011)<sup>[4]</sup>及Sigma(2012)<sup>[5]</sup>等对寿险公司山派(依靠承保端盈利)和海派(依靠投资端盈利)的经营模式进行比较,发现各有利弊。

收稿日期:2018-05-23

\* **基金项目:**上海市社科规划一般项目“保险行业声誉风险:形成机制、度量与监管”(2017BJB012);2016上海财经大学研究生创新基金项目“我国财险公司生命周期的测度”(CXJJ-2016-315)。

**作者简介:**仲赛末,女,博士研究生,研究领域是寿险公司经营与管理,电子邮箱:zsm1121161@sina.com;赵桂芹,女,副教授,研究领域是风险管理与保险,电子邮箱:zhao\_guiqin@126.com。通讯作者:仲赛末。

①借鉴国外对新兴市场(Emerging Market)的定义,新兴为中性词,指近年来业务突飞猛进的新开业公司。

②根据2018年1月31日,中国银保监会副主席陈文辉在保险资金运用贯彻落实全国保险兼顾工作精神专题培训会议的讲话归纳总结。陈文辉.深刻反思个别激进公司教训 切实落实保险资金运用基本原则[N].中国保险报,2018-01-31。

我国寿险公司的经营模式在过去几年出现分化,源于经济与社会环境的深刻变革给寿险资金运用带来的极大影响(朱南军和韩佳运,2016)<sup>[6]</sup>,可谓是偶然之中存在必然。按照传统经营模式,寿险公司从开业到盈利,可能需要8~10年的时间,属于中长期投资。Preffer(1965)<sup>[7]</sup>的研究表明,新开业寿险公司的股东行为具有很强的投机性。而在中国,民营资本的进入使得股东很难忍受这么长周期的投资,纷纷采用一些激进的创新方式来缩短投资回收期。个别新开业中小型寿险公司变传统的负债驱动资产型经营模式为资产驱动负债型经营模式,不惜违规开展业务、提高权益类投资比例,滚雪球般放大资产负债规模,已经将这个漫长的盈利周期缩短至2~3年。纵观世界寿险行业发展历史,寿险公司选择资产驱动负债型经营模式并不罕见,且也带来了寿险公司后续经营的问题。美国、日本寿险公司曾因出售高保证利率的寿险产品爆发过经营危机,主因就是宏观环境突然逆转,寿险公司无法继续维持投资端的高收益,造成承保端大规模退保。20世纪90年代,日本遭遇经济衰退后,寿险公司利差损严重;2000年左右,美国网络科技股泡沫破裂致使寿险公司权益类投资损失惨重(戴稳胜,2004)<sup>[8]</sup>。此外,受2008年次贷危机影响,国际上一些著名寿险公司,如林肯国民寿险公司(LNC)、美亚保险(AIG)、荷兰国际集团(ING)等也因投资业务失误,出现重大经营危机,甚至破产(Bobtsheff等,2016)<sup>[9]</sup>。“偿二代”监管体系的核心是要求寿险公司维持与自身风险相适应的偿付能力,通过制定差异化的风险因子,引导保险资金长期、稳健地运用,抑制过度投机(卓志,2007)<sup>[10]</sup>。而某些公司资产负债管理理念缺失,将通过高保证利率吸收的万能险保单保费进行高杠杆投资,一旦投资收益达不到万能险保单的保证收益率,就会迫使寿险公司动用自有资本来维持正常经营,届时,寿险公司的现金流和偿付能力都将面临重大考验(边文龙和王向楠,2017)<sup>[11]</sup>。

目前,对寿险公司经营的相关研究较多,且已有部分学者关注于寿险公司资产负债管理方面的研究。李秀芳等(2002<sup>[12]</sup>;2012<sup>[13]</sup>)在借鉴国外研究的基础上,对我国寿险公司适用的资产负债管理模型进行了构建。陈迪红(2004)<sup>[14]</sup>、吴岚(2011)<sup>[15]</sup>对寿险公司资产负债管理技术的应用进行分析,认为现金流匹配、现金流测试及免疫技术可以较好地控制利差,建议采取动态资产负债管理技术以便更好地应对金融市场风险。戴成峰和张连增(2013<sup>[16]</sup>,2014<sup>[17]</sup>)分别结合新会计准则、经营业务类型,提出了针对保险公司操作的动态财务分析流程。但是,由于现阶段我国寿险公司资产负债管理方面信息披露不完全,学术研究领域对寿险公司资产负债管理方面的实证研究不多,对于寿险公司资产驱动负债型经营模式与企业经营绩效的关系更缺乏研究。基于此,为清晰判定这一模式对寿险公司发展的影响,以期为后续研究,尤其是制定相关的规制政策提供依据。本文以2013—2016年我国寿险公司为样本,通过实证研究拟解决如下几个方面的重点问题:(1)基于资产负债管理视角,我国寿险公司是否存在经营模式的分化?(2)寿险公司经营模式的选择与什么因素有关?(3)经营模式的不同对寿险公司的财务状况造成了什么影响?

## 二、研究背景与研究假设

### 1. 市场竞争、监管政策和寿险公司经营模式

在承保业务选择上,万能险作为具有投资功能的保险产品,具有三个明显的特征,即下设最低保证利率、实际投资收益上不封顶、期限灵活且短期可退保支取。万能险的爆发性增长首先得益于2012年保险投资范围的放宽<sup>①</sup>,之后,在2015年,保险资金运用范围继续拓宽至创业板、优先股、创

<sup>①</sup> 2012年7月—12月,原中国保监会现中国银保监会接连发布《保险资金投资债券暂行办法》《保险资金委托投资管理暂行办法》《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》《保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法》《保险资金参与股指期货交易规定》等文件,大大拓宽了保险资金运用范围。

业基金等。与此同时,监管机构放宽保险机构牌照发放、提高权益类投资比例上限、调整寿险公司控股股东持股比例和万能险保单费率改革<sup>①</sup>,为寿险公司将万能险保单“中短期理财化”提供了现实条件,万能险发行规模和结算利率迅速攀升,寿险业竞争格局也发生了变化,如表1所示。长久以来,我国寿险行业维持了寡头垄断的竞争格局,以国寿、平安、新华、泰康为代表的传统型公司占据半壁江山。为了在日趋激烈的行业竞争中赢得所剩无几的市场份额,同时为缩短开业到盈利的时间,借助万能险这一负债端工具,中小寿险公司迅速扩大保费规模,提高市场份额。从表1中可以看出,2013—2016年,按规模保费<sup>②</sup>统计的非上市寿险公司的市场份额逐年上升,2015年首次超过六大上市寿险公司,2016年达到整个寿险市场的58.04%。

表1 寿险公司市场份额的变化 单位:%

市场份额	2012	2013	2014	2015	2016
六大上市寿险公司	74.63	84.02	57.49	45.99	41.96
非上市寿险公司	25.37	15.98	42.51	54.01	58.04

资料来源:根据中国银保监会官方网站公布数据计算

在资产配置上,鉴于寿险公司负债经营的特点,银行存款与债券是寿险公司的基础性资产配置。随着监管机构对保险资金权益类投资的放开(如表2所示),整个保险业银行存款和债券投资占比自2012年开始逐年下降,其中,银行存款占比在2016年年末跌破20%。与此同时,权益类资产占比小幅上升,其他投资<sup>③</sup>增长迅猛,从2012年的9.47%提高到了2016年的36.07%。站在寿险公司角度,适当增加权益类资产配置,追求稳定长期收益,是必然的选择。

表2 2005—2018年影响寿险公司资产配置的主要政策

时间	文件	权益类投资限制
2005-02-07	《关于保险机构投资者股票投资有关问题的通知》	股票投资上限5%
2010-08-11	《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》	权益类投资上限25%
2014-01-23	《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》	权益类投资上限30%
2015-07-08	《中国保监会关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》	单一蓝筹股上限10%,权益类投资上限40%
2017-01-24	《中国保监会关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》	对保险机构与非保险一致行动人投资进行限制
2013-04-16	《中国保监会关于〈寿险公司股权管理办法〉第四条有关问题的通知》	持股比例可以超过20%,但不得超过51%
2018-03-07	中国保监会修订《寿险公司股权管理办法》	单一持股比例上限降为1/3

资料来源:中国银保监会网站

① 过去几年,监管机构发放保险机构牌照超过50张,还有200个在排队。政策文件参见2012年10月《关于印发〈保险资金境外投资管理暂行办法实施细则〉的通知》,2013年4月《关于〈寿险公司股权管理办法〉第四条有关问题的通知》,2015年2月《关于万能型人身保险费率政策改革有关事项的通知》。

② 规模保费 = 原保险保费收入 + 保护投资新增交费 + 投连险独立账户新增交费。

③ 其他投资主要包括基础设施等各类债权、股权投资计划、不动产投资、保单质押贷款、信托、银行理财等投资产品。

除了受监管政策的影响,寿险公司资产配置的变化还与市场投资环境密切相关。2014年以来,我国长期债券市场收益率走低,债券市场风险偏高,固定收益类资产因通货膨胀而贬值的风险较大,保险机构不得不偏好权益类投资(朱南军和韩佳运,2016)<sup>[6]</sup>。2015年7月,股票市场巨幅震荡,监管机构配合救市将保险资金投资单一蓝筹股、权益类投资的上限分别提高为10%和40%<sup>①</sup>,加上2015年下半年以及2016年初资本市场的连续回调,股票二级市场个股估值优势开始显现,某些新兴中小寿险公司由于追求业务规模的迅速扩张,负债端期限较短而成本较高,更加追求“短平快”的投资收益,因此在权益类投资上较为激进。

最后,偿付能力监管体系的变化会影响公司的资产配置。自2016年开始,我国正式实施以风险为导向的“偿二代”监管框架,不同类别的股权投资,其基础风险因子有明显的差异,如表3所示。显然,这在很大程度上会影响保险资产配置,寿险公司为了满足监管要求,有足够动力去主动配置资本占用更为经济的资产。在“偿二代”监管体系下,如果寿险公司将权益类投资类别调整到长期股权投资,不仅可以在权益法会计计量标准下将投资的上市公司的净利润确认为寿险公司的投资收益,还可以显著降低权益类投资的资本占用,这也是2015—2016年“险资举牌”现象频现的原因之一。

表3 “偿二代”监管体系下险资股权投资基础风险因子的取值

投资类型	类别	基础风险因子取值
股票投资	沪深主板	0.31
	中小板	0.41
	创业板	0.48
长期股权投资	对子公司股权投资	0.1
	对合(联)营企业股权投资	0.15

资料来源:《寿险公司偿付能力监管规则第1号~第17号》

## 2. 研究假设的提出

安邦保险集团最先在我国提出并采用资产驱动负债型经营模式,由于该集团旗下寿险公司2013年、2014年投资收益率远远高于行业平均水平,随后,一批民营资本系寿险公司也效仿了这种“先在投资端找到高收益项目,再在承保端通过发售保单实现保费快速增长,不断扩大资产负债规模”的盈利模式,而这种模式明显悖于传统寿险公司长期、稳健的经营原则,引发了业界和学界的担忧(徐高林和朱永玲,2016<sup>[18]</sup>;叶颖刚,2016<sup>[19]</sup>)。在这种盈利模式下,虽然保险合同是万能险保单形式,但投资并不是“保险”的,主要集中于长期股权投资,资产端期限与负债端期限严重错配,违背了“保险姓保”的原则(朱南军,2016)<sup>[1]</sup>。

万能险变异为“理财险”后,采用“资产驱动负债”业务模式的个别寿险公司使用保费大规模投资权益类资产,就此引发“险资举牌潮”,举牌目的引发市场担忧。值得一提的是,部分寿险公司受益于2015—2016年的市场行情,在股票和商业地产投资方面均取得了传统寿险公司无法企及的收益,这也是新开业中小型寿险公司即使没有野心控制上市公司,也要争相采用资产驱动负债型经营模式的主因。因此,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>:2013—2016年我国寿险业存在经营模式的分化,一些公司变传统的“负债驱动资产”型经营模式为“资产驱动负债”型模式。

如果第一个研究假设得到验证,那就需要考虑具有什么特征的寿险公司会选择“资产驱动负

① 2015年7月8日《中国保监会关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》。

债”型经营模式,选择该模式的原因是什么?在前文,本文已经从宏观经济、行业环境两个层面分析了“资产驱动负债”型模式出现的成因,而在微观层面,寿险公司经营模式的选择会受哪些因素影响?寿险公司选择不同的资产负债经营模式,离不开经营目标的设定。站在寿险公司股东的立场,提高所有者权益报酬率(ROE)和维持财务稳健度是其资产负债管理的首要目标(戴稳胜,2004)<sup>[8]</sup>。寿险公司的利润可分为承保利润和投资收益两部分:寿险公司的承保利润取决于死差、费差和利差<sup>①</sup>三个方面,一旦将万能险业务“中短期理财化”,死亡率对承保利润造成的短期影响几乎可以忽略不计;利差损则取决于寿险公司的投资收益率。因此,本文认为,上一期财务稳健度、营销费用率与投资收益率都会影响当期寿险公司经营模式的选择。因此,本文提出如下假设:

H<sub>2</sub>:上一期财务稳健度越差、营销费用率越高和投资收益率越高的寿险公司越倾向于选择资产驱动负债型经营模式。

如前所述,借助“资产端的保险投资新政”和“负债端的万能险费率改革”,兼具保险保障和理财投资功能的万能险受到市场欢迎,得到了持续超速发展,万能险保费的规模占比从2012年的16%迅速提高到2016年的34%。据本文调查,这期间市场上万能险产品的显著特征是“中短期”和“高现价”,导致该产品存在流动性和利差损两大类风险,这两类风险与资产负债不匹配风险紧密相关。根据我国保险监管规定<sup>②</sup>,本文从期限结构匹配、成本收益匹配和现金流匹配三个方面分析以发行万能险保单为代表的“资产驱动负债”经营模式对寿险公司财务状况的影响。

在期限结构匹配上,寿险公司在负债端把中长期万能险业务异化为短期理财险业务,资产端为“长期股权投资”,“长险短做”和“短险长投”造成了期限结构不匹配;在成本收益匹配上,大多数公司所售万能险保单的保证收益率为5.5%,银行、网络平台渠道的高昂手续费(3%左右),而14~16年寿险行业平均投资收益率为6%,显然,资产端波动的实际收益率(此类产品一般配置大量权益类和另类资产以确保高收益率)小于负债端固定的结算利率和银行手续费率,因此,大多数寿险公司的成本收益无法匹配;在现金流匹配上,万能险产品一般设置较短的退保惩罚期(不超过5年)和较低的退保惩罚率(不超过5%),并且退保惩罚会逐年递减并在短期内归零,一旦不存在退保惩罚,可能会出现大规模退保。一些寿险公司采用“新单保费”弥补“旧单退保”的方法,认为只要新业务的现金流源源不断地补充业务现金流,就不会出现流动性风险。然而,一旦寿险公司由于市场或者监管原因无法获取大量新业务,或者因意外状况引起突发现金流流出,现金流不足问题立即暴露。上述风险相互联系、相互影响,不同风险相互交织还会引起其他风险,从而对寿险公司经营状况产生影响(戴稳胜,2004)<sup>[8]</sup>。因此,本文提出如下假设:

H<sub>3</sub>:寿险公司经营模式的差异,会显著影响公司财务状况。

### 三、模型设定、变量选择与数据来源

#### 1. 计量模型设定

本文首先通过描述性统计,分析样本期间内我国寿险行业内是否存在经营模式的分化,观察不

① 死差:寿险公司进行精算定价时一般按照生命表估计死亡率,当估计的死亡率和保单实际发生的死亡率产生差异时的损益,即为死差;费差:寿险公司定价时估计的费用与保单实际发生的费用产生差异时的损益;利差:指寿险公司投资债券、股票等金融工具时所带来的收益与保单的保证收益产生差异时的损益。

② 根据2018年监管机构发布的《资产负债管理监管规则》,期限结构匹配是指寿险公司能够维持资产端现金流和负债端现金流在期限结构上的相对匹配;成本收益匹配是指寿险公司持有资产的收益能够覆盖负债成本,具备一定的持续盈利能力,防范利差损风险;现金流匹配是指寿险公司在中短期内能够获得充足资金以支付到期债务或履行其他支付义务,维持公司流动性充足,防范流动性风险。资产负债管理强调的是某一时点资产与负债现金流量的匹配,因此,即使公司的总资产大于总负债也有可能发生风险。当总资产大于总负债,但由于资产的流动性原因不能满足流动性负债的要求时,也会发生暂时的偿付能力不足而破坏寿险公司的财务稳健性。

同经营模式下寿险公司的财务状况是否也出现分化。然后,利用 Logistic 回归模型分析寿险公司经营  
模式选择的影响因素,为控制内生性,分析寿险公司上一年的财务特征是否会对当年经营模式选  
择产生影响。Logistic 回归模型为:

$$\frac{p}{1-p} = \exp(\alpha_0 + \alpha_1 FC_{i,t-1} + \alpha_2^T X_{i,t-1}) \quad (1)$$

其中, $p = P(\text{Type}_{it} | FC_{i,t-1}, X_{i,t-1})$ , $\text{Type}$  是虚拟变量, $\text{Type} = 1$  表示公司选择“资产驱动负债型”  
的经营模式, $\text{Type} = 0$  表示公司没有选择“资产驱动负债型”的经营模式; $p$  表示公司选择资产驱动  
负债型经营模式的概率, $FC_{i,t-1}$  为公司  $i$  在  $t-1$  年时的财务特征(包括营销费用率、 $Z$ -score 和投  
资收益率), $X_{i,t-1}$  为控制变量所构成的向量,模型拟合采用极大似然估计法。

最后,本文按公司经营模式进行分类,考虑公司经营模式对当期财务状况(包含公司绩效和  
风险)的影响,计量模型如下:

$$FR_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Type}_{i,t} + \beta_2^T X_{i,t} + u_{it} \quad (2)$$

其中, $FR_{it}$  为公司  $i$  在第  $t$  年的财务状况, $u_{it}$  为误差项。

## 2. 变量选择

本文旨在研究我国寿险公司是否存在经营模式分化、经营模式选择的影响因素以及经营模  
式对寿险公司财务状况(绩效和风险)的短期影响。根据文献回顾和研究假设,本文将主要研究变量  
进行以下设定:

(1) 财务状况。绩效指标:本文分别选取资产报酬率( $ROA$ )、营销费用率和投资收益率来度量  
寿险公司的总体、承保和投资绩效。其中, $ROA = \text{税前利润}/\text{总资产}$ ,营销费用率<sup>①</sup> = (本期手  
续费 + 佣金)/保费收入,投资收益率<sup>②</sup> = (投资收益 + 公允价值变动收益 + 汇兑收益)/年末总资产。

(2) 风险指标。1) 本文使用公司经营绩效的波动衡量公司总体风险,以资产报酬率( $ROA$ )的三  
年滚动标准差( $\sigma_{ROA}$ )来表示,该指标越大,总体风险越大。2)  $Z\text{-Score} = \frac{ROA + \text{权益}/\text{资产}}{\sigma_{ROA}}$ ,作为衡量寿  
险公司财务稳定性的传统指标, $Z\text{-score}$  值越大,表明公司收益的波动越小,财务状况越稳健(Eling &

Pankoke, 2016)<sup>[20]</sup>。3) 偿付能力变化率绝对值 =  $\left| \frac{\text{当期偿付能力充足率} - \text{上期偿付能力充足率}}{\text{上期偿付能力充足率}} \right|$ ,寿  
险公司经营越稳健,该值的变化就越小<sup>③</sup>。4) 风险资产比例,选取寿险公司财务报表中给出的交易  
性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产与投资资产之比,表征高风险资产所占比重<sup>④</sup>,其  
中,投资资产包括定期存款、协议存款、政府债券、金融债券、企业债券、资产证券化产品、信托资产、  
基础设施投资、权益投资、投资性房地产、衍生金融资产、其他投资资产。该指标越高,投资风险越  
高。5) 承保杠杆,用保费与所有者权益的比值表示,一般用来衡量承保风险和流动性风险(戴稳  
胜, 2004<sup>[8]</sup>; Xie 等 2017<sup>[21]</sup>)。资产驱动负债型公司的保障型保费占比较低,承保杠杆相应较低。

6) 融资系数,用准备金与保费收入的比值来表示,即保费中形成保险基金的量,实际反映了寿险公  
司保费收入可以使用的时间,该值越大,准备金可用时间越长,公司风险越小(戴稳胜, 2004)<sup>[8]</sup>。

① 考虑到寿险公司经营渠道的特点,本文关注寿险公司使用销售万能险带来的高销售成本,因此,分析经营模式对营销费  
用率的影响。

② 考虑资产驱动负债型公司偏好提高权益类投资和海外投资比重,本文特别加入公允价值变动收益和汇兑收益这两项衡  
量投资收益。

③ 由于资产驱动负债型公司需要不断补充资本扩大资产负债规模,因此,本文将偿付能力变化率的绝对值作为衡量指标,  
衡量寿险公司偿付能力的波动情况。

④ 2004 年中国保监会出台《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》,允许保险机构投资者从事股票、可转换公司债券等  
股票市场产交易的行为。样本期间,各寿险公司对高风险资产的投资基本成熟,具有代表性。

(2)经营模式的设定。正如前文分析,寿险公司 2013—2016 年选择资产驱动负债型经营模式的最主要特征为,业务集中于万能险,使用万能险保费进行权益类投资。在监管机构披露的寿险规模保费数据中,保户投资款新增交费即代表了万能险等高现价产品的规模情况,因此,本文用“保户投资款新增交费”占规模保费(原保险保费收入、保户投资款新增交费和投连险独立账户新增交费)的比例表征寿险公司的经营模式。朱南军(2016)<sup>[1]</sup>曾使用保户投资款占负债的比重,分析资产驱动负债型寿险公司的资金使用效率。本文将万能险业务占比处理为虚拟变量,如果比值超过年行业中位数,该变量设定为 1,否则为 0,对公司经营模式的类型加以区分,之后还会继续分析。

(3)其他控制变量。根据 Malik(2011)<sup>[22]</sup>、赵桂芹和吴洪(2014)<sup>[23]</sup>、王丽珍(2015)<sup>[24]</sup>的研究结果,表 4 展示了其他控制变量的设定。

表 4 控制变量的设定

变量	定义
业务集中度 <sup>①</sup>	先计算在 $t$ 年各公司各业务的行业市场份额来计算在 $t$ 年业务 $j$ 的公司集中度,然后计算在 $t$ 年业务 $j$ 在公司 $i$ 的占比,二者相乘得到在 $t$ 年公司 $i$ 的加权业务集中度。
公司规模	总资产的自然对数
杠杆率	总负债/总资产
保费增长率	(当期保费 - 上期保费)/上期保费
是否中资	虚拟变量,中资公司赋值为 1,否则为 0
是否集团子公司	虚拟变量,集团子公司赋值为 1,否则为 0
公司年龄对数	从公司成立或进入大陆市场到样本年度时间差的自然对数

资料来源:本文整理

### 3. 数据来源与描述性统计

本文研究对象为 2013—2016 年我国寿险行业,数据主要来源于历年《中国保险年鉴》、中国银保监会网站和各寿险公司披露的年度报告。部分寿险公司由于并购重组或集团化原因,影响了基础数据,为保证一致性,本文将其合并后选取母公司财务数据。样本还剔除了开业不满三年的寿险公司以及专业养老寿险公司(缺少偿付能力充足率指标),以便更为准确地分析整个寿险行业情况。除是否中资以及是否集团子公司两个虚拟变量外,本文对其他变量在 5% 和 95% 处进行了缩尾(Winsorized)处理。各个变量的描述性统计结果如表 5 所示。

表 5 主要变量描述性统计

变量	$N$	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
ROA	224	0.001	0.004	0.020	-0.064	0.025
ROA 三年滚动标准差	224	0.013	0.008	0.012	0.001	0.045
Z-Score	224	22.345	14.721	22.957	1.552	91.285
偿付能力变化绝对值	215	0.372	0.261	0.361	0.011	1.408
投资收益率	224	0.049	0.047	0.016	0.021	0.082
风险资产占比	224	0.357	0.345	0.154	0.096	0.643
费用率	224	0.405	0.290	0.406	0.089	1.877

① 本文将寿险公司的业务按普通寿险分红险、投连万能和健康意外险划分为三大类。

续表 5

变量	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
承保杠杆	224	2.970	1.717	3.438	0.099	12.513
融资系数	224	0.491	0.516	0.316	-0.212	1.031
是否资产驱动负债型公司	219	0.312	0.212	0.306	0.000	1.000
产品集中度	222	0.124	0.124	0.021	0.088	0.182
公司规模	224	10.417	10.246	1.633	7.345	13.458
杠杆率	224	0.873	0.889	0.069	0.667	0.962
保费增长率	223	0.596	0.223	1.156	-0.238	4.727
是否中资	224	0.598	1.000	0.491	0.000	1.000
是否集团子公司	224	0.237	0.000	0.426	0.000	1.000
公司年龄对数	224	2.285	2.303	0.511	1.099	3.497

资料来源:本文整理

可以发现,2013—2016年,样本寿险公司的各项关键变量差异较大。资产收益率  $ROA$  较低,中位数是均值的4倍,最大值和最小值之间差异巨大,说明整个寿险行业的经营状况并不乐观。公司平均投资收益率为4.9%,最大值8.2%,投资业务水平存在巨大差距,风险资产占比情况与之类似。部分公司财务稳健度较差,比如  $Z$ -score 最小值1.552,中位数14.721,最大值91.285,说明个别公司在经营过程中不能合理地匹配承保、投资业务,无法维持正常经营,公司财务状况波动剧烈。

#### 四、实证结果分析

##### 1. 寿险行业是否存在经营模式的分化?

(1) 新兴型公司与资产驱动负债型经营模式。本文统计了2013—2016年四年间63家寿险公司的万能险业务占比,结果发现,万能险业务占比超过80%的公司有5家,超过50%的公司有19家。以这四年万能险业务占比的中位数33.5%为基准,发现高于行业平均水平的公司有26家,这些公司大多是开业时间不长的新兴公司,具体如表6所示。这些新兴公司依靠万能险等中短期理财型寿险产品,快速扩张保费规模,并积极在证券市场进行权益类投资,截至2016年底,保险资金在A股举牌投资布局了100多家上市公司。特别是七大保险系<sup>①</sup>资金不但在资本市场上频频举牌上市公司,而且与上市公司高管爆发冲突,如“宝万之争”。

表6 万能险业务占比较高的公司(2013—2016年)

排序	公司	万能险占比(%)	排序	公司	万能险占比(%)
1	昆仑健康	95.36	14	英大泰和	64.70
2	复星保德信	89.97	15	和谐健康	55.26
3	华夏人寿	89.13	16	天安人寿	54.09
4	瑞泰人寿	83.38	17	长生人寿	52.72
5	前海人寿	82	18	国华人寿	52.43

<sup>①</sup> 恒大系、安邦系、宝能系、生命系、阳光保险系、国华人寿系、华夏人寿系被称为七大保险系资金。



续表 6

排序	公司	万能险占比(%)	排序	公司	万能险占比(%)
6	中融人寿	78.17	19	长城人寿	50.78
7	珠江人寿	78.05	20	幸福人寿	46.97
8	东吴人寿	75.91	21	富德生命	46.23
9	君康人寿	75.88	22	北大方正	45.71
10	渤海人寿	75.62	23	安邦人寿	40.88
11	信泰人寿	73.92	24	中法人寿	39.74
12	恒大人寿	70.23	25	同方全球	35.61
13	吉祥人寿	65.09	26	中银三星	34.67

资料来源:根据中国银保监会官方网站公布的数据计算

本文进一步统计了这七大保险系资金 2014—2016 年万能险产品的持股情况(如表 7 所示)。由于七大保险系资金使用万能险保费高调举牌,甚至联合一致行动人争夺上市公司经营控制权,被市场认为不是普通的财务投资。2017 年初,监管机构紧急纠偏,寿险行业进入新一轮转型期,这也是本文选择 2013—2016 年作为研究区间,分析我国寿险行业经营模式问题的最主要原因。

表 7 2014—2016 年七大保险系资金万能险产品持股概况

保险系资金	重仓股票	举牌次数	持股市值
宝能系	万科 A、南玻 A、格力电器	21	约 524.58 亿元
恒大系	万科 A、廊坊发展、梅雁吉祥	3	约 142.13 亿元
安邦系	民生银行中国建筑、万科 A	22	约 1483.21 亿元
阳光系	伊利股份、凤竹纺织、凯瑞德	7	约 57.57 亿元
生命系	浦发银行、农产品、金地集团	15	约 171.82 亿元
国华系	天宸股份、天海投资、新世界	15	约 336.82 亿元
华夏系	民生银行、中国银行、中国铁建	3	约 1015.42 亿元

资料来源:根据 Wind 数据库统计

(2) 寿险公司经营模式的分化。为了将传统寿险公司和新兴寿险公司的经营模式进行比较,本文以 2013 年为界限,统计了不同时间段两类公司万能险业务占比、投资收益率与综合退保率情况,如表 8 所示。

表 8 传统型公司与新兴型公司经营模式的分化(2011—2016 年)<sup>①</sup>

公司	万能险占比(%)		投资收益率(%)		综合退保率 <sup>②</sup> (%)	
	2013—2014 年	2015—2016 年	2011—2013 年	2014—2016 年	2011—2013 年	2014—2016 年
中国人寿	5.17	19.2	4.63	5.34	2.79	4.48
平安人寿	31.30	27.72	3.62	5.52	0.84	1.32

① 基于业务集中度、开业时间以及资产规模等因素,本文选取最具代表性的传统型、新兴型公司进行对比,分析寿险行业 2011—2016 年间出现的趋势变化。

② 综合退保率 = (退保金 + 保户储金及投资款的退保金 + 投连险账户的退保金) / (期初长期险责任准备金 + 保户储金及投资款期初余额 + 独立账户负债期初余额 + 本期规模保费) × 100%。

续表 8

公司	万能险占比 (%)		投资收益率 (%)		综合退保率 (%)	
	2013—2014 年	2015—2016 年	2011—2013 年	2014—2016 年	2011—2013 年	2014—2016 年
太保人寿	3.52	7.00	4.15	5.70	2.85	3.51
新华人寿	5.15	3.03	4.46	5.85	4.41	7.85
泰康人寿	22.71	22.97	4.22	6.36	2.59	4.49
安邦人寿	50.14	54.04	2.67	9.79	2.87	2.14
生命人寿	57.58	46.05	4.10	7.00	3.97	5.61
华夏人寿	92.66	85.94	3.90	8.42	4.40	3.33
天安人寿	74.78	44.89	3.94	7.73	7.18	13.32
恒大人寿	46.18	91.76	4.43	6.39	3.71	10.99
前海人寿	93.78	77.86	13.14	9.54	4.63	10.10
行业平均	30.95	34.99	3.8	5.82	3.54	7.23

资料来源:根据中国银保监会官方网站、各寿险公司年报数据计算

可以看出,在 2011—2016 年,传统型公司(以国寿、平安、太保、新华、泰康为代表)与新兴型公司(以安邦、生命、华夏、天安、恒大、前海为代表)出现较为明显的经营模式分化。相比新兴型公司,传统寿险公司的万能险业务、投资收益率和退保率并没有跟随行业趋势,在 2014—2016 年发生重大转折,维持了固有的稳健经营态势。具体而言,传统型公司如新华人寿,万能险业务占比一直较低,而新兴型公司如前海人寿过度依靠单一险种承保,很难分散和转移风险。相对于传统型寿险公司保守的投资策略,安邦、前海、华夏等公司在 2014—2016 年确实因为举牌蓝筹股获得了较高的投资收益率,远远超出行业平均水平,这也是其他中小寿险公司盲目跟风的主因。理财化的万能险保单期限灵活、保障水平低、保证利率高,即使投保人持有保单 1 年后就退保也能获得较高回报,因而新兴型公司的退保率普遍高于传统型公司,万能险保单因产品变异丧失保险保障职能,也因此被诟病为寿险公司的“融资平台”。

由此可见,一些新兴型寿险公司在负债端大规模承保万能险业务,在资产端特别是资本市场进行大规模权益投资,变传统的“负债驱动资产型”经营模式为“资产驱动负债型”经营模式,研究假设  $H_1$  得到验证。接下来,本文采用计量模型(1)来分析“资产驱动负债”经营模式选择的影响因素,验证研究假设  $H_2$  是否成立。

## 2. 寿险公司选择资产驱动负债型经营模式的影响因素

本文实证分析了寿险公司资产驱动负债型经营模式选择的影响因素,结果如表 9 所示。上期营销费用率( $\beta = 8.0967, p < 0.01$ )、上期投资收益率( $\beta = 15.2148, p > 0.01$ , 不显著)和公司当期资产驱动负债型经营模式选择呈正向关系。这说明,为销售万能险保单,公司需要提供较高的保证收益率(5.5%左右)来吸引投保人,只有上期投资收益率足够高,下期才能继续流转,不然经营就会陷入僵局;同样,为了更好地销售万能险产品,寿险公司只能选择成本较高的银邮、网销渠道来拓展市场份额。此外,上期  $Z$ -score( $\beta = -0.0248, p < 0.01$ )负向影响经营模式的选择,也就是说,财务稳健度越差的寿险公司,越倾向于选择资产驱动负债型经营模式。中资的新兴公司相比外资公司更愿意选择资产驱动负债型经营模式,这些公司的控股股东大多来自房地产等高杠杆率行业,逐利性特征比较突出。

表9 寿险公司经营模式选择的影响因素——Logistic 回归

因变量	模型 1	模型 2	模型 3
截距项	-6.3414 ** [2.9384]	3.4934 [2.2189]	0.3945 [2.5207]
营销费用率	8.0967 *** [1.7776]	—	—
Z-score	—	-0.0248 *** [0.0079]	—
投资收益率	—	—	15.2148 [11.8835]
业务集中度	3.9444 [7.9758]	4.5724 [7.3673]	6.8851 [8.1986]
规模	0.3045 [0.2298]	-0.1899 [0.1867]	-0.3134 * [0.1796]
杠杆率	0.4762 [2.7473]	-2.1176 [2.6504]	1.3947 [2.4059]
保费增长率	0.7221 *** [0.238]	0.3102 * [0.1828]	0.3675 * [0.1877]
是否中资	1.9175 *** [0.5147]	1.4565 *** [0.4516]	1.4671 *** [0.4314]
是否集团子公司	-0.9907 [0.6066]	-0.2491 [0.5436]	-0.2279 [0.5398]
公司年龄对数	-0.727 * [0.4093]	-0.3241 [0.3698]	-0.4486 [0.3598]
R-square	0.3466	0.2308	0.193
Chi2	38.11	40.26	34.85
观测值	219	219	219

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 的显著性水平下参数估计是显著的；[] 内为对应的经异方差调整后的标准差值

资料来源：本文整理

结合行业发展现状,本文发现,新开业中小型公司是选择资产驱动型经营模式的主体。原因可能在于,第一,相比较大型公司,中小型公司在个险渠道上没有任何竞争优势,只能以高费率、高成本的代价借助第三方平台(银邮、支付宝、微信等)销售产品。第二,我国寿险行业长期维持寡头垄断的局面,国寿、平安、新华、太保等老六家公司的总计市场份额长期维持在 70% 左右,而某些小型公司的市场份额甚至不到千分之一。随着保险机构主体数量的增加,市场竞争日益激烈,中小型公司唯有依靠高保证收益率的“理财险”拓展市场份额,再加大权益类投资获得高回报,才能循环扩大资产负债规模。第三,不同于国有资产背景的传统型公司,新兴型公司控股股东多为民营资本系,治理较为混乱,为压缩开业到盈利的周期,不顾经营过程中的剧烈财务波动和高风险,也会选择资产驱动负债型经营模式,尤其一些股东习惯了高负债、高周转、高现金的业务模式,更加注重寿险

公司的融资功能和现金流价值。

### 3. 经营模式对寿险公司财务状况的影响

绩效和风险是反映寿险公司财务状况的重要指标。本文分析了不同经营模式对公司财务状况的影响(如表10所示),结果发现,资产驱动负债型公司的营销费用率和投资收益率显著高于负债驱动型公司,而ROA相对较弱(尽管不显著)。首先,2014—2016年我国证券市场发生了几次巨幅震荡,在万科A、格力电器等险资举牌股创历史新高时,沪深两市大部分股票呈下跌趋势。换句话说,依靠频频举牌,加大权益类、商业地产投资比重获得超额收益的公司只是个例,大部分公司的绩效并没有因为采用资产驱动负债型经营模式显著提高。其次,越来越多中小公司过于依赖银邮、网络渠道销售,拉低行业议价能力,加剧了经营成本压力。此种情形下,采取资产驱动负债型经营模式的新兴型寿险公司即使投资收益率较好,但总体财务状况不会优于传统公司。

表10 经营模式对寿险公司财务状况的影响

因变量	绩效			风险				
	ROA	投资收益率	营销费用率	ROA三年标准差	偿付能力变化绝对值	风险资产占比	融资系数	承保杠杆
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8
截距项	-0.065*** [0.0203]	0.0912*** [0.0154]	0.9102** [0.4289]	0.0434*** [0.0109]	0.9387** [0.3763]	0.8883*** [0.1516]	0.1186 [0.2812]	-13.8049*** [2.2973]
是否资产驱动负债型	-0.0011 [0.0026]	0.0062** [0.0025]	0.4428*** [0.0732]	0.0054*** [0.0018]	0.1671** [0.069]	0.0708*** [0.0252]	-0.1237*** [0.0459]	-1.7447*** [0.3694]
业务集中度	-0.0087 [0.0487]	-0.1045** [0.0445]	0.9316 [0.9006]	0.0289 [0.032]	-0.668 [0.9403]	-2.5885*** [0.454]	1.1076 [0.9571]	6.4007 [8.1436]
规模	0.0093*** [0.0013]	0.0021* [0.0011]	-0.1234*** [0.0238]	-0.0015* [0.0009]	0.0281 [0.0289]	0.0129 [0.0109]	0.0559** [0.0228]	1.1215*** [0.154]
杠杆率	-0.0307 [0.0215]	-0.0593*** [0.0169]	0.3985 [0.422]	-0.0136 [0.014]	-0.75 [0.4655]	-0.3313 [0.2138]	-0.062 [0.3835]	1.1189 [2.3804]
保费增长率	0.0018** [0.0009]	0.0022** [0.0009]	-0.0444** [0.0189]	0.0017** [0.0007]	0.0074 [0.023]	-0.0062 [0.0095]	0.0885*** [0.0185]	0.1855 [0.1685]
是否中资	-0.0109*** [0.0028]	0.0041 [0.0025]	0.0544 [0.0631]	0.005** [0.002]	0.1041 [0.0765]	0.0073 [0.0258]	-0.0441 [0.0525]	1.2798*** [0.3335]
是否集团子公司	-0.0044 [0.0036]	0.0031 [0.0033]	0.1332** [0.0584]	-0.0011 [0.0025]	-0.2477*** [0.0787]	-0.0071 [0.0366]	-0.159** [0.0688]	-0.1499 [0.5358]
公司年龄对数	0.0018 [0.0026]	-0.0026 [0.0023]	0.0743 [0.0593]	-0.0052*** [0.002]	-0.0763 [0.0601]	-0.0403 [0.0244]	-0.1017** [0.0475]	1.3094*** [0.3633]
R square	0.4074	0.268	0.3964	0.3712	0.1878	0.2301	0.2007	0.5679
调整 R square	0.3846	0.2398	0.3732	0.347	0.1553	0.2004	0.1699	0.5513
N	217	217	217	217	209	217	217	217

注:\*\*\*、\*\*、\*分别代表在1%、5%、10%的显著性水平下参数估计是显著的;[]内为对应的经异方差调整后的标准差值

资料来源:本文整理

本文还发现,寿险公司选择资产驱动负债型经营模式,势必会提高风险,降低财务稳健度。资产驱动负债型经营模式对 ROA 三年标准差 ( $\beta = 0.0054, p < 0.01$ ) 和偿付能力变化绝对值 ( $\beta = 0.1671, p < 0.05$ ) 呈正向显著效应,说明这种类型公司财务波动更大,财务稳健度弱于传统经营模式的寿险公司。而资产驱动负债型经营模式对融资系数和承保杠杆的负向显著效应,主要源于公司保障型业务低,保险准备金不够充足,未来的流动性风险加剧。资产驱动负债型经营模式对风险资产 ( $\beta = 0.0708, p < 0.01$ ) 存在正向显著效应,一方面说明采取这种经营模式的公司的风险资产比重提高;另一方面也源于此类公司“将保险资金投向层层嵌套产品,放大杠杆,形成资金池,底层资产不清,具体投向模糊”<sup>①</sup>,而这种不走寻常路的做法,让监管部门在风险管控上面临考验。

综上所述,本文认为:

第一,2013—2016 年我国寿险行业确实存在公司经营模式分化的问题,具体表现为:新兴型公司在承保端过度销售万能险等中短存续期产品,快速扩张保费规模;资产端权益类投资演变为投机热潮,争夺上市公司控制权,大肆跨境并购,谋求资本快速变现。在七大保险系资金非理性举牌行为的带动下,新开业中小型寿险公司争相效仿资产驱动负债型盈利模式,利用银保渠道以较高的费用成本换取保费收入,将寿险公司盈利周期从传统的 7~10 年压缩为 3~4 年。

第二,相比传统型寿险公司,新兴型公司选择资产驱动负债型模式的主因为外部宏观环境变化和行业内竞争加剧。2014 年进入降息周期后,以债券为代表的固定收益类产品无法满足寿险资金长期增值保值的需求;2015—2016 年证券市场先后经历千股跌停、千股涨停和熔断,但蓝筹股特别是安邦、恒大、前海持有的万科 A、格力电器等反而创出历史新高;寿险业承保业务竞争激烈,寿险公司从 2012 年的 68 家扩容到为 2017 年的 85 家,马太效应显著,而个别公司被民营资本控制,股东守法合规意识淡漠,将寿险公司异化为争夺上市公司控制权的“融资平台”。这类公司从 2013 年进入了恶性循环的经营怪圈:在不计成本地吸收“理财险”保费,进行权益类投资,再吸收再扩大负债规模的同时,还要增加自有资本满足监管要求。公司如果无法维持这种“滚雪球”式的壮大,就可能出现放大杠杆、自我注资、虚增资本等违规现象。

第三,采用资产驱动负债模式的寿险公司,绩效没有显著优于传统经营模式的公司,且财务稳健度较差。结合前面公司经营模式选择的分析,财务稳健度差的寿险公司倾向选择资产驱动负债经营模式,选择了这种经营模式后财务稳健度更差,可以确定这种经营模式无法持续下去。由于资产端、负债端久期严重不匹配,这些公司一旦面临宏观环境逆转或者监管政策变更,可能会出现流动性不足,甚至偿付能力不足风险。寿险公司“中短存续期化”万能险产品,需要不断扩大万能险业务、不断吸收保费来维持这种资产负债表的平衡,而“长险短做”“短险长投”“杠杆投机”已经造成寿险公司的资产负债期限、收益、规模严重不匹配,存在巨大的资金缺口。20 世纪美国、日本的寿险公司也曾销售万能险等保证利率过高的产品,一味追求规模扩张,忽视资金运用的稳健性原则,在经济环境逆转后,寿险公司资产负债严重失衡,爆发过经营危机,我国必须引以为戒。

## 五、稳健性检验

如前所述,财务不稳健的新兴公司相比传统公司更偏好承保高现金流、高收益、高费用率的万能险业务。同时,寿险公司万能险业务比重越高,业务越集中,越不易分散风险,总体经营绩效被费差损、利差损拖累,也不会有显著提高。在该部分,本文不再以公司万能险业务占比是否超过行业

<sup>①</sup> 源自 2018 年 1 月 31 日,银保监会副主席陈文辉在保险资金运用贯彻落实全国保险兼顾工作精神专题培训会议的讲话。陈文辉. 深刻反思个别激进公司教训 切实落实保险资金运用规则[N]. 中国保险报,2018-01-31。

中位数进行虚拟变量设定的方式衡量资产驱动负债经营模式,而是直接以寿险公司万能险业务占比的实际值来表征公司对这种经营模式的偏好。实证结果如表 11 和表 12 所示。

表 11 经营模式选择的影响因素——Tobit 回归

因变量	模型 1	模型 2	模型 3
截距项	0.2195 [0.2179]	0.6141 ** [0.2448]	0.4387 [0.2824]
营销费用率	0.2927 *** [0.0368]	—	—
Z-score	—	-0.0015 ** [0.0008]	—
投资收益率	—	—	0.8625 [1.3341]
业务集中度	-1.1219 [0.7428]	-1.1283 [0.8396]	-1.002 [0.9499]
规模	-0.0032 [0.0187]	-0.0353 * [0.0207]	-0.0434 ** [0.0206]
杠杆率	0.1438 [0.2399]	0.2379 [0.282]	0.4428 [0.2724]
保费增长率	0.0518 *** [0.0147]	0.0408 ** [0.0166]	0.0429 ** [0.0167]
是否中资	0.1802 *** [0.0439]	0.2211 *** [0.0493]	0.2289 *** [0.0498]
是否集团子公司	-0.0453 [0.0561]	-0.0447 [0.0632]	-0.0454 [0.0639]
公司年龄对数	-0.0505 [0.0349]	-0.0513 [0.0396]	-0.0588 [0.0399]
Sigma	0.2294 *** [0.011]	0.2582 *** [0.0123]	0.2602 *** [0.0124]
LogL	11.71	-14.2	-15.94
观测值	219	219	219

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 的显著性水平下参数估计是显著的;

[ ] 内为对应的经异方差调整后的标准差值

资料来源:本文整理

表 12 经营模式对寿险公司财务状况的影响

因变量	绩效			风险				
	ROA	投资收益率	营销费用率	ROA 三年标准差	偿付能力变化绝对值	风险资产占比	融资系数	承保杠杆
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
截距项	-0.0638 *** [0.0201]	0.091 *** [0.0155]	0.8109 ** [0.3844]	0.0432 *** [0.0108]	0.9349 ** [0.3769]	0.8877 *** [0.1522]	0.1221 [0.285]	-13.334 *** [2.2697]

续表 12

因变量	绩效			风险				
	ROA	投资收益率	营销费用率	ROA 三年标准差	偿付能力变化绝对值	风险资产占比	融资系数	承保杠杆
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
经营模式	-0.0035 [0.0041]	0.0094** [0.0037]	0.8054*** [0.1054]	0.0082*** [0.0028]	0.262*** [0.0959]	0.1037*** [0.0382]	-0.1852** [0.0777]	-3.3043*** [0.5009]
业务集中度	-0.0101 [0.049]	-0.0982** [0.0445]	1.402* [0.8364]	0.0343 [0.0321]	-0.5384 [0.9231]	-2.5179*** [0.4596]	0.9835 [0.9814]	4.5231 [7.7281]
规模	0.0092*** [0.0013]	0.0022** [0.0011]	-0.1103*** [0.0207]	-0.0014 [0.0008]	0.0318 [0.0287]	0.0147 [0.0111]	0.0527** [0.0231]	1.0681*** [0.151]
杠杆率	-0.0303 [0.0218]	-0.0622*** [0.0165]	0.1948 [0.3709]	-0.0161 [0.0139]	-0.8233* [0.4651]	-0.3647* [0.2169]	-0.0037 [0.3878]	1.9168 [2.2878]
保费增长率	0.0019** [0.0009]	0.002** [0.0009]	-0.06*** [0.0166]	0.0016** [0.0007]	0.0027 [0.0223]	-0.0083 [0.0093]	0.0923*** [0.0179]	0.2488 [0.1655]
是否中资	-0.0103*** [0.0027]	0.0034 [0.0025]	-0.0301 [0.0541]	0.0043** [0.0019]	0.0815 [0.0774]	-0.0003 [0.0268]	-0.0299 [0.054]	1.6439*** [0.3295]
是否集团子公司	-0.0046 [0.0036]	0.0032 [0.0033]	0.1555*** [0.0577]	-0.001 [0.0025]	-0.2415*** [0.0789]	-0.0065 [0.0365]	-0.1606** [0.0697]	-0.2534 [0.5328]
公司年龄对数	0.0017 [0.0026]	-0.0028 [0.0023]	0.0727 [0.0527]	-0.0053*** [0.002]	-0.0815 [0.0597]	-0.0432* [0.0239]	-0.097** [0.0475]	1.3018*** [0.3422]
R-square	0.4094	0.2698	0.509	0.3742	0.1931	0.2305	0.2022	0.5946
调整 R-square	0.3866	0.2417	0.4901	0.3501	0.1609	0.2009	0.1715	0.579
观测值	217	217	217	217	209	217	217	217

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 的显著性水平下参数估计是显著的；[] 内为对应的经异方差调整后的标准差值  
资料来源：本文整理

表 11 分析了寿险公司万能险业务占比的影响因素。由于万能险业务占比取值在(0,1)之间,因此,本文此处采用 Tobit 回归方法进行参数估计。对比表 9 和表 11,可以发现实证结论基本一致,即新开业中小公司倾向选择资产驱动负债型经营模式,上一期营销费用率和投资收益率越高,越倾向选择资产驱动负债经营模式,提高万能险业务比重;上一期财务稳健度越差,越倾向通过万能险业务来拓展市场份额。

关于经营模式对寿险公司财务状况的影响,对比表 10 和表 12,可以发现前文的实证结论是稳健的,即寿险公司将业务过度集中于万能险业务,尽管短期提高了投资收益率,但由于较高的费用率,并不会在短期内显著提高总体经营绩效,反而会显著提高承保和投资风险,加剧经营波动,这种经营模式将难以持续下去。

## 六、总结与建议

本文以 2013—2016 年我国寿险公司的非平衡面板数据为样本,分析我国寿险业是否存在经营模式的分化、经营模式选择的影响因素以及经营模式对寿险公司财务状况的影响。研究

发现,我国寿险行业确实存在经营模式的分化,具体表现为一些寿险公司过度承保万能险业务,使用非自有资金进行权益类投资,滚雪球般放大资产负债规模,这种资产驱动负债型经营模式尽管提高了投资收益率,同时也提高了综合退保率,使公司面临的流动性风险增加。进一步分析发现,“低利率”“资产荒”的外部宏观经济环境,行业内部竞争加剧以及监管政策调整等因素推动了经营模式的分化;一些寿险公司选择资产驱动负债型经营模式,并没有显著提高总体经营绩效,却降低了财务稳健度,增加了经营风险。对这类公司,即使获得较高的投资利润,也无法覆盖利差损和费差损,若财务状况持续恶化,反而会引发现金流风险和偿付能力风险。

过去几年引起业界和学界广泛关注的“资产驱动负债型”经营模式问题,已经在2017年初落下帷幕,监管机构开始对之前的行业乱象进行积极整顿,但这种经营模式出现并盛行的背后原因以及其对行业发展的中、长期影响,有待本文进一步研究和检验。总结之前的经验教训,本文提出如下建议:

### 1. 加强资产负债匹配监管

截至2017年末,我国保险业资金可运用余额15万亿元,其中寿险资金所占份额最大,而人身险公司负债端平均久期为11.18年,资产端平均久期5.24年,资产负债不匹配风险异常严峻。为进一步防范寿险公司资产负债错配风险,监管机构已于2018年3月1日发布《资产负债管理监管规则》,但从保险保障基金对安邦保险注资608亿元的情况来看,应及时对资产驱动负债型公司进行重点排查,分阶段进行压力测试,防止股市异常波动对公司偿付能力产生重大影响。此外,要积极引导新兴型公司回归负债驱动资产型的传统经营模式,发挥“保险姓保”的根本职能,防范资产负债不匹配风险继续扩大。

### 2. 加强公司治理监管

从2015年宝万之争爆发,到2016年“险资举牌”引发争议,再到2018年保监会接管安邦保险,这些问题的背后离不开民营资本系的活跃与金融环境的日益复杂。除了对人身险业务进行调整外,保监会还需加强对寿险公司内部治理的监管,审核控股股东的资质,保证关联交易等公开信息披露的及时性。《寿险公司股权管理办法》已经将单一股东持股比例从51%降为1/3,监管机构还需要加大对公司股权结构、股东进入门槛和资本来源真实性的审查,保证公司落实内部控制机制,加大对违法违规寿险公司的处罚力度。

### 3. 改善寿险行业环境

我国寿险市场寡头垄断的格局比较明显,虽然国寿、平安、新华、太保等传统寿险公司,已经具备独有的核心竞争力,但行业占比最大的中、小公司却面临业务质量不高、竞争优势不突出的经营困境,且在短期内得不到缓解。因此,监管机构需要合理调整国有金融资本在保险行业中的占比,实现“既要减少对国有金融资本的过度占用,又要确保国有金融资本在金融领域保持必要的控制力”的目标。同时,监管机构还可以适当放宽对中、小险企的长期投资限制,鼓励资金投向“一带一路”“精准扶贫”“社区养老”等符合国家发展战略的重大项目,尽快消除“险资举牌”给保险业集体声誉带来的负面影响。

### 4. 深化金融行业监管改革

早在证监会主席刘士余发表讲话之前,即2015年中至2016年初,关于险资举牌、万能险保费投资是否合规的问题,就已经引起保险业内人士、学者和媒体的热议。实际上,采用资产驱动负债型经营模式的部分公司,其权益类资产投资并未违反监管规定,保险资金的进入反而提高了当时股票市场的流动性。保险公司因为“灰色行为”陷入争议,监管机构从派出人员进驻涉事公司调查取证,再根据调研结果更新监管规则,需要花费大量的人力、物力和时间。这警示我们,一方面监管机



构对待保险公司新问题、新局面必须采取科学审慎的监管态度,落实事中调查、事后处罚的监管流程;另一方面,监管机构应该对“灰色行为”做出迅速评估,对于违法行为坚决打击,对合规行为及时肯定,防范各类风险交织,演变为保险业系统性风险。作为金融领域不可或缺的一个重要部门,寿险公司、寿险行业在我国发挥的投融资功能和保险保障作用,长久以来都被外界低估,而寿险市场经营模式的分化及其可能引发的风险,对保险业乃至金融业的监管改革具有重要的启示作用。过去五年,金融业混业经营但实行分业监管,这种弊端正在进一步凸显,不能仅仅强调相关部门责任人承担相应风险,监管机构需要在源头上把控金融业的整体风险,全面协调监管目标,消除监管壁垒,构建统一的宏观审慎监管框架。2018年3月13日,中国金融监管实行重大改革,中国银行保险监督管理委员会负责功能监管、行为监管、机构监管,中国人民银行负责宏观审慎监管,标志着我国“双峰”监管模式的雏形初现。

### 参考文献

- [1]朱南军.中国寿险资金运用效率研究[M].北京:经济科学出版社,2016.
- [2]Beightler, C. S., and R. L. Street. Profit Planning in Non-Life Insurance Companies through the Use of a Probability Model [J]. *Journal of Risk and Insurance*, 1967, 34, (2): 255 - 267.
- [3]Caswell, J. W., and S. C. Goodfellow. Effect of including Investment Income in Ratemaking upon Profitability of Non-life Insurers [J]. *Journal of Risk and Insurance*, 1976, 43, (2): 305 - 315.
- [4]Born, P. H. Insurer Profitability in Different Regulatory and Legal Environments [J]. *Journal of Regulatory Economics*, 2001, 19, (3): 211 - 237.
- [5]Swiss Re. Understanding Profitability in Life Insurance [J]. *Sigma*, 2012, (1): 8 - 20.
- [6]朱南军,韩佳运.险资举牌的逻辑、特征与策略[J].北京:金融市场研究,2016,(4): 85 - 91.
- [7]Pfeffer, I. Measuring the Profit Potential of a New Life Insurance Company [J]. *Journal of Risk and Insurance*, 1965, 32, (3): 413.
- [8]戴稳胜.中国保险业资产负债建模分析[M].北京:经济科学出版社,2004.
- [9]Bobtcheff, C., T. Chaney, and C. Gollier. Analysis of Systemic Risk in the Insurance Industry [J]. *The Geneva Risk and Insurance Review*, 2016, 41, (1): 73 - 106.
- [10]卓志.人寿保险公司资本充足率及其模型研究[M].北京:中国金融出版社,2007.
- [11]边文龙,王向楠.投资职能对保险公司风险的影响研究[J].北京:金融研究,2017,(12):158 - 173.
- [12]李秀芳.中国保险业资产负债管理研究[M].北京:中国社会科学出版社,2002.
- [13]李秀芳,解强.寿险公司资产负债管理的新视角[J].北京:中国金融,2012,(16):59 - 60.
- [14]陈迪红.保险公司资产负债管理技术及其发展趋势[J].长沙:财经理论与实践,2004,(5):39 - 42.
- [15]吴岚.资产负债管理[M].北京:中国财政经济出版社,2011.
- [16]张连增,戴成峰.新会计准则下我国财产保险公司资产负债管理研究[J].北京:保险研究,2013,(3):63 - 72.
- [17]戴成峰,张连增.基于业务类型的我国财产保险公司资产负债管理研究[J].北京:保险研究,2014,(7):34 - 50.
- [18]徐高林,朱永玲.中融人寿警钟[J].北京:证券市场周刊,2016,(7):26 - 30.
- [19]叶颖刚.险资在资本市场频举牌的风险及对策研究[J].海口:海南金融,2016,(4):63 - 69.
- [20]Eling, M., and D. A. Pankoke. Systemic Risk in the Insurance Sector: A Review and Directions for Future Research [J]. *Risk Management and Insurance Review*, 2016, 19, (2): 249 - 284.
- [21]Xie, X. Y., Y. L. Wang, and G. Q. Zhao et al. Cash Holdings between Public and Private Insurers—A Partial Adjustment Approach [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2017, 82, (2): 80 - 97.
- [22]Malik, H. Determinants of Insurance Companies Profitability: An Analysis of Insurance Sector of Pakistan [J]. *Academic Research International*, 2011, (3): 314 - 320.
- [23]赵桂芹,吴洪.多元化、竞争对我国财产保险业经营绩效的影响[J].北京:经济管理,2014,(1):101 - 109.
- [24]王丽珍.监管压力、资本调整与风险承担——基于寿险业联立门限回归模型的研究[J].北京:经济管理,2015,(10):106 - 116.

# The Effects of Operating Models on Financial Conditions of Life Insurers: From the Perspective of Asset-liability Management

ZHONG Sai-mo, ZHAO Gui-qin

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200433, China)

**Abstract:** Traditionally, life insurers underwrite long-term policies to gather capital and invest largely in the long-term bonds and deposits to manage the assets and liabilities. It may take life insurers 8 years on average to profit through this liability-driven-asset model. In the past few years, some emerging life insurers have changed operation model from the liability-driven-asset model to the asset-driven-liability model. They underwrite short-term universal insurance to fund quickly and invest in equity and M&A abroad to shorten the business cycle, which are disputed in the academic and business industry.

So far, the literature on operation model and asset-liability management for insurers abroad is not explicitly applicable to life insurers in China because of the differences in the structures, setting and the premium financing. In the perspective of asset-liability management, we use unbalanced panel data of 63 life insurers from 2013 to 2016 in China, analyze the factors related to the choice of asset-driven-liability model, and test the effects of operation model on the financial condition of insurers.

We find that the operation models of life insurers are diverse in these years, which results from macroeconomic changes and fierce competition in the industry. In fact, few companies such as China Life Insurance Company, Taikang Insurance Company, China Pacific Insurance Company and Ping-an Insurance Company dominated the life insurance industry with over 60% market share in China, but the middle and small-sized companies compete fiercely for the rest of the market. If the normal business activities cannot reverse their losses, middle and small-sized insurers have to underwrite more bancassurance (universal life insurance) with higher expense and commission but lower return. However, lack of security function for policy holders, the universal life insurance is more like financial instrument to accumulate capital rapidly for the insurers themselves. In addition, regulatory standards counted equity investment with lower risk factors in the China Risk Oriented Solvency System (C-ROSS). To adapt to the environment outside, insurers prefer the asset-driven-liability model with short-term products sold and high-risk assets held.

Since the year of 2012, insurers have been allowed to expand investment in equity, real estate, futures and options and the ratio of equity holding peaked in the year of 2015. However, emerging insurers have observed to seek excessive cost and risk but higher lapse rate from the asset-driven-liability model. In the reported results, the financial stability of life insurers with asset-driven-liability model are significantly worse than their counterpart, the overall performance is not significant, but the operating risk increases significantly. The empirical results prove that not all the emerging insurers make a profit through the asset-driven-liability model as intended but some run into trouble now. Robust tests are consistent with the main model. Accused by the unusual fluctuation of the capital market in 2015 and 2016, a few life insurers did not adjust their capital with risk properly and punctually. Unfortunately, several companies held by private capital do not act to limit their overall risk, which implies that greater risk in one insurer may lead to greater risk in another.

As a consequence, this analysis explains why the life insurers prefer asset-driven-liability model and finds precarious financial condition incurred on these insurers in the past years. In light of the crisis in Japan and USA, our government should learn the lessons of radical operation and improve the asset-liability management of life insurers to prevent systematic risk inside the insurance industry. Also, enhancement on the governance regulation and life insurance market plays an important role in affecting these adjustments.

**Key Words:** operation model; asset-liability management; financial condition

**JEL Classification:** G38, G22

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2018.09.010

(责任编辑:李先军)