

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文
(专业学位)

论文题目 股权结构对寿险公司成长的影响研究

研究生姓名: 张淑姣

指导教师姓名、职称: 郭冬梅 教授

学科、专业名称: 经济学、保险

研究方向: 保险公司经营管理

提交日期: 2024年6月3日

独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：张淑姣 签字日期：2024.6.3

导师签名：郭冬梅 签字日期：2024.6.3

导师(校外)签名：_____ 签字日期：_____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名：张淑姣 签字日期：2024.6.3

导师签名：郭冬梅 签字日期：2024.6.3

导师(校外)签名：_____ 签字日期：_____

Research on the impact of equity structure on life insurance companies

Candidate :Zhang Shujiao

Supervisor:Guo Dongmei

摘要

股权结构对公司成长发挥着重要的作用,两者之间的关系一直是学术研究中的热点话题。由于金融业的特殊性,学者们研究此类问题时,往往将保险公司的相关数据做剔除考虑。而寿险公司的健康成长同样有赖于合理的股权架构,以寿险公司为研究对象,考虑股权结构对其成长的影响是具有现实意义的。

根据公司治理理论、委托代理理论、利益侵占和利益协同理论、企业成长内生因素论等理论以及相关文献,将股权结构分成“股权性质”、“股权集中度”以及“股权制衡度”三方面内容,将寿险公司的成长分成“‘质’的提高”和“‘量’的增加”两个维度,“质”的提高体现在公司内在能力的提高,“量”的增加一般指公司规模的扩大。为了更加清晰寿险公司的股权结构与成长状况的变化,本文还对整体寿险公司历年来的股权结构变化和总体成长状况进行了整理。对理论进行充分的分析后,选取 59 家寿险公司 2015 年至 2021 年一共 7 年时间的数据长度,采用双向固定效应模型对面板数据用 stata17 进行实证分析,试图进一步研究股权结构对寿险公司成长的影响。通过理论分析和实证研究,本文得出的结论如下:(1)股权结构对寿险公司综合成长的影响主要体现在“量”的成长方面。国有股由于需要考虑承担社会责任,稳定经济运行,并不会一味的扩大规模,与寿险公司“量”的成长呈现负相关关系,外资股与寿险公司“量”的成长呈现正相关关系,股权集中度与寿险公司“量”的成长呈现 U 型关系。而股权结构对寿险公司“质”的成长影响较小,只有股权制衡度与“质”的成长呈现倒 U 型关系,股权集中度与股权性质对寿险公司“质”的成长没有显著的作用;(2)受“量”的成长影响,国有股对寿险公司综合成长也表现为负相关关系,而外资股与寿险公司综合成长呈正相关;(3)股权集中度和股权制衡度对寿险公司综合成长的影响呈现非线性关系,股权集中度与寿险公司综合成长为正 U 型关系,股权制衡度与寿险公司综合成长呈现倒 U 型关系。

根据以上研究结论,本文提出以下建议:(1)寿险公司不仅要关注自身的规模成长,更要注重公司内在能力的提高;(2)在坚持发挥国有经济主导作用的前提下推动寿险公司股权多元化;(3)寿险公司要选择适合自身的股权集中度,使控股股东的利益与中小股东利益一致,减少大股东的利益侵占行为;(4)寿险公司要落实“保险业对外开放持续深化”的相关要求。

关键词： 寿险公司 公司成长 股权性质 股权集中度 股权制衡度

Abstract

Ownership structure plays an important role in company growth, and the relationship between the two has been a hot topic in academic research. Because of the particularity of financial industry, when scholars study this kind of problem, they often take the relevant data of insurance company into consideration. The healthy growth of life insurance companies also depends on a reasonable equity structure, taking life insurance companies as the research object, considering the impact of equity structure on its growth is of practical significance.

According to corporate governance theory, principal-agent theory, interest encroachment and interest synergy theory, enterprise growth endogenous factors theory and related literature, the structure of equity is divided into three parts: the nature of equity, the degree of concentration of equity and the degree of checks and balances of equity, the growth of life insurance companies can be divided into two dimensions: the improvement of quality and the increase of quantity, an increase in volume generally refers to an increase in the size of a company. In order to clarify the change of ownership structure and growth status of life insurance companies, this paper also analyzes the change of ownership structure and growth status of life insurance companies. After a thorough analysis of the theory, the data of 59 life insurance companies from 2015 to 2021 for a total of seven years were selected for empirical analysis

using two-way fixed-effect model and STATA17, this paper attempts to further study the impact of equity structure on the growth of life insurance companies. Through theoretical analysis and empirical research, the conclusions are as follows: (1) the impact of equity structure on the comprehensive growth of life insurance companies is mainly reflected in the “Volume” of growth. Due to the need to consider the social responsibility of state-owned shares, stable economic operation, and will not blindly expand the size of life insurance companies, “Volume” growth has a negative correlation, there is a positive correlation between foreign capital stock and the growth of “Volume” of life insurance companies, and a U-shaped relationship between ownership concentration and the growth of “Volume” of life insurance companies. However, equity structure has little influence on the growth of quality of life insurance companies, and only the degree of equity checks and balances and the growth of quality have an inverted U-shaped relationship, the degree of ownership concentration and the nature of ownership have no significant effect on the growth of “Quality” of life insurance companies, (3) the influence of the degree of equity concentration and the degree of equity checks and balances on the comprehensive growth of life insurance companies shows a non-linear relationship, the relationship between equity concentration degree and comprehensive growth of life insurance company is positive U-shaped, and the relationship between equity balance degree and

comprehensive growth of life insurance company is inverted U-shaped.

Based on the above research conclusions, this paper puts forward the following suggestions: (1) life insurance companies should not only pay attention to their own scale growth, but also pay attention to the improvement of the company's internal capabilities; (2) to promote the diversification of life insurance company's equity on the premise of giving play to the leading role of state-owned economy; (3) to choose the right degree of equity concentration for life insurance company so as to make the interests of controlling shareholders coincide with those of small and medium-sized shareholders; (4) Life insurance companies should implement the requirements of "Deepening the opening-up of the insurance industry to the outside world".

Keywords: Life Insurance Company; company growth; equity nature; equity concentration; equity checks and balances

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 国内外文献综述	4
1.2.1 关于公司成长的定义与衡量方面的研究	4
1.2.2 关于股权结构对公司成长影响的研究	5
1.2.3 关于寿险公司成长影响因素的研究	7
1.2.4 文献评述	8
1.3 研究内容和方法	9
1.3.1 研究内容	9
1.3.2 研究方法	10
1.3.3 技术路线图	10
1.4 可能的创新点和不足之处	12
1.4.1 可能的创新点	12
1.4.2 不足之处	12
2 相关概念与理论基础	13
2.1 相关概念	13
2.1.1 股权结构	13
2.1.2 寿险公司成长	13
2.2 相关理论	14
2.2.1 公司治理理论	14
2.2.2 委托代理理论	14
2.2.3 利益侵占理论与利益趋同理论	15
2.2.4 企业成长的内生因素论	15
2.3 股权结构与公司成长的作用机制	16
2.3.1 股东性质与公司成长	16

2.3.2 股权集中度与公司成长	17
2.3.3 股权制衡度与公司成长	17
3 寿险公司的股权结构变迁和成长状况	19
3.1 寿险公司股权结构变迁	19
3.1.1 股权结构单一阶段	19
3.1.2 股权结构股改渐进阶段	19
3.1.3 股权结构多元化阶段	19
3.2 寿险公司的成长状况	20
3.2.1 寿险公司“质”的成长分析	20
3.2.2 寿险公司“量”的成长分析	22
4 股权结构对寿险公司成长的实证研究设计	24
4.1 研究假设	24
4.1.1 股权性质对寿险公司成长的影响	24
4.1.2 股权集中度和制衡度对寿险公司成长的影响	25
4.2 数据来源及变量说明	26
4.2.1 数据来源	26
4.2.2 衡量股权结构的变量说明	26
4.2.3 衡量寿险公司成长的变量说明	27
4.2.4 控制变量说明	29
4.3 双向固定效应模型设定	31
5 股权结构对寿险公司成长的实证分析	33
5.1 描述性统计	33
5.2 共线性检验	33
5.3 基准回归结果	35
5.3.1 股权结构对寿险公司“质”的成长影响	35
5.3.2 股权结构对寿险公司“量”的成长影响	36
5.3.3 股权结构对寿险公司综合成长的影响	37
5.4 异质性分析	39

5.5 稳健性检验	42
6 研究结论与对策建议	47
6.1 研究结论	47
6.2 对寿险公司的对策建议	48
6.2.1 提高“质”的成长能力	48
6.2.2 推动股权多元化	48
6.2.3 选择合适的股权集中度	49
6.2.4 落实持续深化对外开放要求	49
参考文献	50
后记	55

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

寿险公司是我国保险市场的重要组成部分,在为个人和家庭提供经济保障的同时,也对社会的稳定和经济的发展发挥了重要的支持作用。依据国家统计局公布的数据,2022年度全年的保险公司总保费达到了46957亿人民币,而这当中,涉及到寿险公司业务范畴的人寿保险、健康险与意外伤害险等方面的保费占了全部保险公司保费的大部分,具体数额达到34245亿人民币,占据了整个行业保费的72.93%。同时,2022年一年内,各家保险公司共支出各种类型的赔付款项达15485亿人民币,其中寿险公司所经营的人寿保险、健康险和意外伤害险业务赔款及给付7728亿人民币,约占总体费用的49.91%。此外,由国务院办公厅于2022年颁布实施的《中国保险业标准化“十四五”规划》强调了要“支持养老保险第三支柱建设,制定养老保险产品和服务标准,促进保险机构开发满足消费者需求的多样化养老保险产品”;同样,党的二十大报告中也提到了“完善基本养老保险全国统筹制度,发展多层次、多支柱养老保险体系”、“积极发展商业医疗保险”。而以上这些都属于寿险公司的业务范畴,寿险公司的重要性不言而喻。

鉴于寿险公司的重要性,维持其健康的发展状况和良好的成长态势对经济增长、人民安居乐业和社会稳定有着至关重要的影响。研发新的保险产品、开拓新的销售渠道、扩大商业养老保险和商业医疗保险的受众群体、更好的发挥保障功能这些都依托于寿险公司的成长。公司是企业的组织形式,寿险公司成长完全适用于企业成长理论,以下内容也不再对公司和企业作出区分。

亚当·斯密在1776年的《国富论》中提到了企业成长相关理论,他主张社会分工的出现促使劳动走向专业化,这种专业化分工提高了工人的熟练度,极大地提升了生产效率,从而促进了企业的成长,然而,这种增长并不是没有节制的野蛮生长,最终会受到市场规模的限制。后新古典经济学的企业成长理论将企业成长定义为规模经济的扩大,该理论的观点为企业只有在增长到属于自身的最合

适的规模之后,才能通过领先的装置和生产工具实现劳动的分工和专业化生产模式,从源头上降低生产成本费用来提高盈利水平,最终得以实现规模收益。而新制度经济学则看重企业的契约性,对其生产性并没有给予过多的关注;太过于重视交易费用对企业成长产生的影响,而忽视了内在因素如企业资源、发展能力等在企业成长中的积极意义。约瑟夫·熊彼特的企业成长理论的核心观点是企业的增长和发展由企业家的创新活动所驱动,也就是通过对拥有的初始资源进行全新的配置与整合来实现更高的效益和减少不必要开支的一种经济模式。彭罗斯创新性地企业成长的关键性要素归因于企业内部,并建立了“企业资源—企业能力—企业成长”的分析框架。而钱德勒的观点则为市场占比的扩大与技术创新发展是现代工商企业产生和成长的决定性因素,现代工商企业产生和成长都源于管理层级制下的管理协调效果。

对企业成长理论的研究成果颇多,观点也并不统一。总结现有的各类企业成长理论,可以粗略的将影响企业成长的因素分为外生因素和内生因素两大方面。外生因素包括所处行业、交易市场、经济体制、政策法规等;内生因素包括公司治理、研发投入、创新技术、管理能力等。

股权结构作为公司治理的逻辑起点和根本基础,对公司的成长起着不可小觑的作用。在不同的股权结构假设下,公司治理的侧重点和发展路径也会存在不同,从而对公司的成长形成差异。国内外有关股权结构对公司成长影响的研究颇为丰富,但是在选择研究对象时往往剔除金融行业的公司,以保险行业为研究对象的更是少见。但是,股权结构对保险公司的成长也有着不可忽视的作用。从2009年开始实施《保险公司股权管理办法》起,该办法一直在根据现状作出调整。2019年原银保监会发布的《中国银保监会办公厅关于明确取消合资寿险公司外资股比限制时点的通知》指出自2020年1月1日起,合资寿险公司的外资占比不再受到比例限制,最高可达百分之百。可见股权结构对保险公司同样重要,那么股权结构究竟会如何影响寿险公司的成长?以上的理论与疑问提供了选题方向和研究思路。

1.1.2 研究意义

理论意义可以体现在以下两个方面:

（1）丰富了寿险公司成长的研究内容

企业成长具有复杂性，不同的行业有不同的企业成长规律，不能以一概全，本文以单一行业的寿险公司为研究对象来探究影响企业成长的要素，与已有文献相比，将研究对象拓展到了寿险行业，补充了现有企业成长理论。现有文献中，对于企业成长理论，国内外的研究对象大多以上市公司为主（谢军和曾晓涛，2005；Zheka，2005），其中多以制造业（Margaritis 和 Psillaki，2010）、物流业（李国凤，2013）、农业（丁建霞和谢丹夏，2019）、旅游业（孙平等人，2022）等行业公司为研究样本。涉及寿险公司成长理论的，主要集中在验证 Gibrat 法则方面（李秀芳等人，2013），甚少有对涉及寿险公司成长影响因素作出全面分析的文献和研究。

企业成长的话题一直备受关注，是包括经济学界在内的各界研究的重要内容。尽管许多如马歇尔、科斯和彭罗斯等知名学者的研究为理解公司发展的重要性因素或者其运作方式提供了重要见解，然而直到现在，我们仍然无法对公司的成长有清晰且一致的定义，并且关于公司发展的理论框架也没有达成共识。本文并不试图对所有的成长理论作出梳理，而是以现有的企业成长概念为起点，专注于寿险公司这一研究对象，力图根据经验分析和理论分析选出符合寿险公司成长表现的指标，对寿险公司成长进行多角度多因素的分析。

（2）为股权结构对寿险公司成长影响的研究提供更多理论依据

股权结构作为公司治理的基础，其对寿险公司成长的影响就不应被忽略。虽然国内关于寿险公司成长的研究相对有限，但现有的研究已经指出一些影响寿险公司成长的关键因素，如公司规模（邵全权，2011）、投入成本、是否是集团企业、行业集中程度（蔡华和张宁静，2012）、退保率（李秀芳等人，2013）、创新力、回归产品保障功能、扩展新的服务领域、提升经营效率（完颜瑞云等人，2018）等，这些因素都会作用于寿险公司的成长。也有学者从股权结构角度对寿险公司的某些方面进行分析，如股权结构对寿险公司成本效率（蒋绵绵等人，2015）、经营绩效（陈燕玲和葛晶晶，2020）、财务业绩（祝继高等人，2020）的影响，但是没有系统完整的阐述股权结构对寿险公司成长的影响。本文在已有的研究上，将寿险公司的成长分为“质”与“量”两个方面，“质”的提高体现着公司内在能力的提高，可以表现为管理层经营效率的提高、资源配置效率的提

高、公司内部文化的建立、经营绩效的提高等等，“量”的增加一般指公司规模的扩大，具体可以体现为公司员工数量的增加、机构数量的增长、销售业绩的提高、资本数量的增加等等。试图更全面的阐述股权结构对寿险公司成长的影响，为该领域的研究提供更多的理论依据。

现实意义主要体现在：从公司治理角度研究寿险公司的股权结构，分析股权结构对寿险公司成长的影响，促进寿险公司的成长。一方面，由于经济环境的变化，《保险公司股权结构管理办法》在不断的修订；另一方面，外资持股比例仍旧是寿险业对外开放的重大议题，原银保监会指出 2020 年开始取消合资寿险公司的外资比例限制。可见，研究股权结构对寿险公司的成长具有重要意义，寿险公司可以从研究结论中检验现行股权结构对自身成长的影响，寻找适合的股权结构来促进自身的成长。

1.2 国内外文献综述

1.2.1 关于公司成长的定义与衡量方面的研究

公司作为企业的一种组织形式，公司成长的定义包含于企业成长的定义之中。根据彭罗斯的研究观点，从理论上来说，企业的成长具有两种不同的解释，有时候指的是纯粹数量上的增加，而另一些时候，则是基于其本质延伸出的规模扩大或是发展质量的提高。杨杜（1996）将企业成长分为“量的成长”和“质的成长”两个方面，他认为企业成长体现的不单纯是各种外在指标数量上的扩大，还应该考虑内在能力的变化。汤文仙和李攀峰（2005）进一步阐明了企业成长是集规模扩大、企业文化和企业制度完善等一体的过程，不止是以规模数量扩张为主的“量的成长”，更要注重以在激烈的竞争中存活并提高内在能力为目的的“质的成长”，并且需要建立相应的制度保证支持企业健康的成长。然而，杨洋（2014）则主张企业成长的概念不能局限于静态的角度，除了“量”和“质”的变化，还应该包括动态的过程，也就是随着成长能力的变化，在成长能力对规模的持续作用下所形成的成长能力和规模的动态演化轨迹。倪克金和刘修岩（2021）在对已有文献进行总结后，认为企业成长至少包括企业的生存能力和企业的可持续发展能力这两个方面的内容。卢福财、陈慧（2023）在进行研究时将企业成长性的内

容分成了企业的能力增长因素与对企业未来的预期。

关于公司成长的衡量,不同的学者提出了不同的观点,目前尚未有一个统一的标准,从已有研究来看,有些学者采用单一的指标来衡量公司成长,也有学者为了能够全方位衡量公司的成长,运用计量方法将多项指标整合成综合性的指标计算成长指数。单一的指标有:分支机构数(Chandler, 1962)、市净率(谢军和曾晓涛, 2005)、托宾 Q 值(蒋美云, 2005)、公司规模(杜运周等, 2008)、利润(Delmar, 1997; Baum, Locke and Smith, 2001; Hardwick and Adams, 2014)、资产回报率(李昕等, 2022)、营业收入增长率(姜付秀、伊志宏、苏飞、黄磊, 2009; 胡亚权、周宏, 2012; 赵茂等, 2023)等。

伴随着经济发展速度加快,影响公司成长的要素越来越多,因此,对成长评价的研究角度也在不断扩展,不再依赖于单一的财务指标。范柏乃、沈荣芳和陈德棉(2001)从管理层的能力、员工的专业素养、产品技术特性及市场的营销力这四个维度,从中挑选了二十种指标构建了一个评价指标体系。而符林等人(2008)为了能够综合衡量上市公司的成长状况,选择净利润增长率、收入增长率、现金实力、资产增长率、偿债能力五项指标来构建评价体系。叶民英和崔敏(2015)在研究时采用因子分析法,用样本公司的 16 个具体指标构建了衡量公司成长的综合性指标,以此分析创业板上市公司成长情况。完颜瑞云(2018)用规模增长率、保费增长率、从业人员增长率、机构增长率和净利润增长率五个指标来计算得出能够综合反映寿险公司成长的成长指数。朱志红等人(2020)选择从盈利情况、偿债能力、增长潜力、运营效率、现金流能力五个维度共 14 个指标构成了对石油化工公司成长的综合评定体系。乔朋华(2021)等人在研究香港交易所中资上市公司时,将企业的成长分成“长期绩效”与“短期绩效”,其中用托宾 Q 值来表示“长期绩效”,以总资产回报率来计算“短期绩效”。

1.2.2 关于股权结构对公司成长影响的研究

关于股权结构对公司成长的影响,现有文献基本从“股权性质”以及“股权集中度”以及“股权制衡度”这三个角度来衡量股权结构,而且大多以上市公司为研究对象。

(1) 股权性质角度

谢军、曾晓涛（2005）将股权划分为国家股、法人股和流通股，以 763 家上市公司为样本，研究股权结构与公司成长之间的关系，发现法人股股东对于提升公司的成长性表现出最大的热情，国家股股东则位居其后。陈燕玲和葛晶晶（2020）以银行系寿险公司为对象，选取了 2012 年—2018 年的相关面板数据，采取 DEA 分析方法计算银行系寿险公司的经营绩效，在对理论进行充分分析后运用 Tobit 回归模型对此类公司股权结构如何影响其经营效率开展深入探讨，结果显示，外资持有股份的比例与公司经营效率呈现反向关联关系。

（2）股权集中度和股权制衡度角度

股权集中度和制衡度是股权结构理论的关键要素。当下，文献资料中关于股权集中度、制衡度与公司成长关系的观点莫衷一是，不同行业之间股权集中度、制衡度对公司成长产生的影响不一样，甚至在同一行业中得出的结论也不尽相同，具体的，对于几者之间的关系，主要观点可以归纳为三种：

第一，股权集中度与公司成长呈正相关关系，股权制衡对公司成长有负面影响。徐莉萍等人（2006）分析了我国上市公司的股权分布比例情况及其对公司运营效率的影响，并得出结论：股权集中度与公司效率之间存在明显且积极的线性相关关系，但是股权制衡程度过高会对公司的经营发展有消极影响。曾江洪和李莹（2007）同样认为中小上市公司的成长性与股权集中度存在积极的正相关关系。王柯（2023）在研究研发投入对科创板企业成长性的影响时，发现股权制衡度在其中具有显著的负调节作用。

第二，股权集中度与公司成长呈现负相关关系，股权制衡有利于提高公司成长性。如果控股股东占有较大的股份份额，他们可能会利用这种优势来侵蚀被控公司的利益并削弱其增长能力（Denis 和 McConnell，2003；Omran 等，2008）。赵晨、章仁俊（2010）和李成刚、罗聪（2012）选择竞争性行业上市公司的面板数据样本，对股权集中度、股权制衡度与企业成长之间的关系进行了实证研究，都认为过于集中的股权会对公司成长产生不利的负面影响。张栓兴等人（2017）以创业板科技类上市公司 2011 年—2015 年数据为样本，研究发现第一大股东持股比例越高，研发投入对企业成长的影响就越小，反而股权制衡越高，研发投入的增加越有益于企业的成长。姜婷和张保帅（2019）以研发投入为中介，研究股权结构对挂牌公司成长性的影响，结果显示，股权集中度的提高会导致当期研发费用

投入的降低,进而削弱公司的成长性;相反,股权制衡度的增加会显著提高滞后研发投入从而促进公司的成长。

第三,股权集中度与公司成长呈现出一种 U 型或倒 U 型非线性关系,股权制衡度与公司绩效呈倒 U 型关系。随着第一大股东持股比例逐步增加,其侵吞资产的行为可能会变得更加活跃,然而,一旦这个占比超越了某个关键点,大股东与中小股东的利益就会开始同步,从而带来更有效的监督作用。同理,当股权制衡度到达临界点时,再继续提高会对公司的经营成长具有负面影响。曹廷求等(2007)使用 2004 年—2006 年 A 股上市公司的数据,研究股权结构的不同特点、最终控制者类型和级别及其可能带来的业绩差别。结果显示,股权集中度与公司绩效呈左低右高的 U 状趋势。同样的,姜婷等(2018)对中国“新三板”市场挂牌的 286 家公司进行调查研究后,发现第一大股东持股比例与公司成长性之间存在倒 U 形关系。此外,丁月(2017)以沪深 A 股的 14 家上市公司为研究对象,分析结果发现,银行的股权制衡度和经营绩效之间是倒 U 型关系。魏润卿和王淑童(2023)对 2016—2020 年的 120 组企业财务面板数据展开解析,发现股权制衡度与企业财务绩效呈倒 U 型关系。

1.2.3 关于寿险公司成长影响因素的研究

国外以寿险公司成长为研究对象的文献较多。比如 Hardwick and Adams (2002)以净资产增速为指标衡量公司的成长并开展了实证检验,发现经营成本、服务能力、公司所处行业以及公司地理位置都会显著影响公司成长。也有其它不同的观点, Geroski et al. (1997), Weiss (2011) 和 Hardwick and Adams (2014)对保险公司成长路径中的经营方式、资本结构和经营利润等方面进行研究,分析后认为保险公司的成长能力和公司模式创新、产品创新等能力的发展具有一致性。

国内学者也对其他因素与寿险公司成长之间的关系进行了分析。刘占国(2010)通过对我国中小型寿险公司成长路径问题的研究,认为我国中小型寿险公司的成长模式分为以下两种:一是内部成长模式,主要依靠自身资源和能力发展;二是外部成长模式,不单纯依托公司能力,而是外靠其它资源和力量进行成长。邵全权(2011)通过资产增长率和保费增长率来评估寿险公司的发展情况,

他的结论显示，产业特征、业务模式以及运营产生的外部效应都可能对寿险公司的成长产生显著的影响。完颜瑞云等人（2018）把国内 39 家寿险公司当成研究对象，以其六年的相关数据进行了研究，结果显示创新研发水平、回归产品保障属性、开拓新兴市场以及提升运营效益等要素都有助于推动寿险公司成长，此种效应在中小型寿险公司上体现的更明显。

近年来，股权结构对寿险公司成长的重要性也被学者所认同。何小伟（2012）曾对我国合资寿险公司的股权更迭现象进行研究，指出股权更迭不单单是对合资寿险公司的股权结构进行调整，也改变了合资寿险公司的经营理念，而且还对寿险行业的生态环境产生了影响。蒋绵绵等人（2015）认为股权性质与国内寿险公司的经营成本效率不存在显著的相关性关系，但是股权集中度却会对寿险公司的成本效率产生显著的影响。而陈燕玲和葛晶晶（2020）通过研究发现股权性质对银行系寿险公司经营效率存在影响，外资持股比例对公司经营效率具有抑制作用。祝继高等人（2020）以 2009 年—2017 年中国寿险企业的相关数据为研究对象，发现第一大股东持股比例越高，寿险公司的经营绩效越好，偿付能力也越高；而股权制衡度越高，寿险企业的财务绩效和偿付能力反而会下降。易李卓坤（2021）则认为股权集中度与寿险公司经营绩效之间呈正 U 型关系。

1.2.4 文献评述

（1）从上述文献来看，学者们对于公司的成长理论研究的已经比较透彻，并且对各个行业的公司成长都有单独讨论，但是对寿险公司的讨论较少。首先，对寿险公司成长的衡量还没有系统的结论，指标选择也不全面，基本都只关注经营绩效这个方面。其次，对于寿险公司成长的影响因素涉及股权结构的比较少。

（2）通过对文献的学习，可以得出国内外不少学者在研究股权结构与公司的成长性时，几乎都把研究对象定为上市公司，且都会把保险行业数据剔除，单独把寿险公司作为研究对象的比较少，近年来国内学者有以银行系寿险公司为研究对象，但是由于银行系寿险公司依托于银行股东，销售渠道大多以银保渠道为主，借助于民众对银行的信任感，发展较快，因此仅是对银行系寿险公司的研究结果无法代表所有寿险公司。

以上现象的出现主要是因为保险公司的特殊性。虽同为金融行业，保险公司

与银行业、证券业还是存在着很大的不同。一是经营的对象特殊，主要经营对象是风险；二是资金来源不同，主要的资金来源是应收保费；三是资产负债率偏高，正是因为筹集到的应收保费，保险公司需要承担未来的经济责任，这样便导致了资产负债率远比其他普通公司要高。正是由于这些特殊性，保险公司的各项指标，比如总资产收益率、净资产收益率、净利润等也会受到影响，呈现出与其他行业的公司差距较大的表现，因此，学者们在研究时，从精细化和结论普遍性的角度考虑，往往不会将保险公司与其他公司直接放在一起讨论。而保险公司以寿险公司和财险公司为主，寿险公司与财险公司经营的产品和服务对象各异，且相比较而言，寿险公司的服务周期更长，覆盖的时间段也更大，所以对于寿险公司的偿付能力管理标准与财险公司存在差异，两者的经营策略、利润侧重也有区别，因而把寿险公司和财险公司区分为两个独立的部分来探讨是合理的。由于寿险公司有其特殊性，但其作为“公司”，又具备了一般公司的特性，股权结构对寿险公司成长性的影响是否也会跟其他公司一样？所以，本研究将分别分析寿险公司的成长指标和股权结构，并通过实证研究进一步对股权结构和成长性之间的关系进行分析，以期得到两者之间的关联机制。

1.3 研究内容和方法

1.3.1 研究内容

主要内容可以细分为以下几点：

(1) 从企业成长的复杂性角度出发，将寿险公司的成长分为“质”与“量”两个维度，即内在成长能力与规模，内在能力包括经营效率、资源配置效率和公司内部文化等，公司规模的表现形式为公司员工数量、机构数量、销售业绩、资本数量等，目的在于更好的衡量寿险公司的成长。由于寿险公司大多为非上市公司，传统的托宾Q值无法衡量寿险公司的成长性，因此通过梳理各种成长理论，对适合表现寿险公司两个维度的成长指标作出合理的分析。

(2) 股权结构是公司治理的逻辑起点，将股权结构分为股权性质、股权集中度和股权制衡度这三块内容，分析我国寿险公司的股权结构特征。不同的股权结构下剩余控制权和剩余索取权的匹配程度存在差异，进而决定了股东对经理层

激励监督的程度，并最终决定了公司治理的基本方式与公司成长的良好态势。基于此，本研究致力于从不同的角度描述分析寿险公司的股权结构类型。

(3) 在对寿险公司的股权结构和成长指标有了一定了解的基础上，进一步探究股权结构对寿险公司成长的影响。学术界关于股权性质、股权集中度以及股权制衡度对公司的成长产生的影响结论莫衷一是，而且单以寿险公司为样本的文献不足，本研究力图通过理论分析和实证证据来说明股权结构对寿险公司成长的作用。

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法

本文通过对大量相关文献的整理，先归纳目前有关公司成长理论、股权结构对公司成长影响的相关研究进程和研究结论，找到可以衡量公司成长的通用指标以及股权结构对公司成长的普遍影响，再找到当研究目标仅为寿险公司时的文献，以此选择出可以衡量寿险公司成长的较为全面的指标，为后文的研究提供理论基础。

(2) 实证研究法

本文利用《中国保险年鉴》和各保险公司官网，找到股权结构数据和各类与寿险公司成长有关的财务数据，构建双向固定模型，对股权结构和寿险公司成长进行实证分析，然后对寿险公司总部所在的位置是否属于北上广深地区进行分类，进行异质性分析，最后再进行稳健性检验。

1.3.3 技术路线图

本文的具体研究思路如图 1.1 所示。

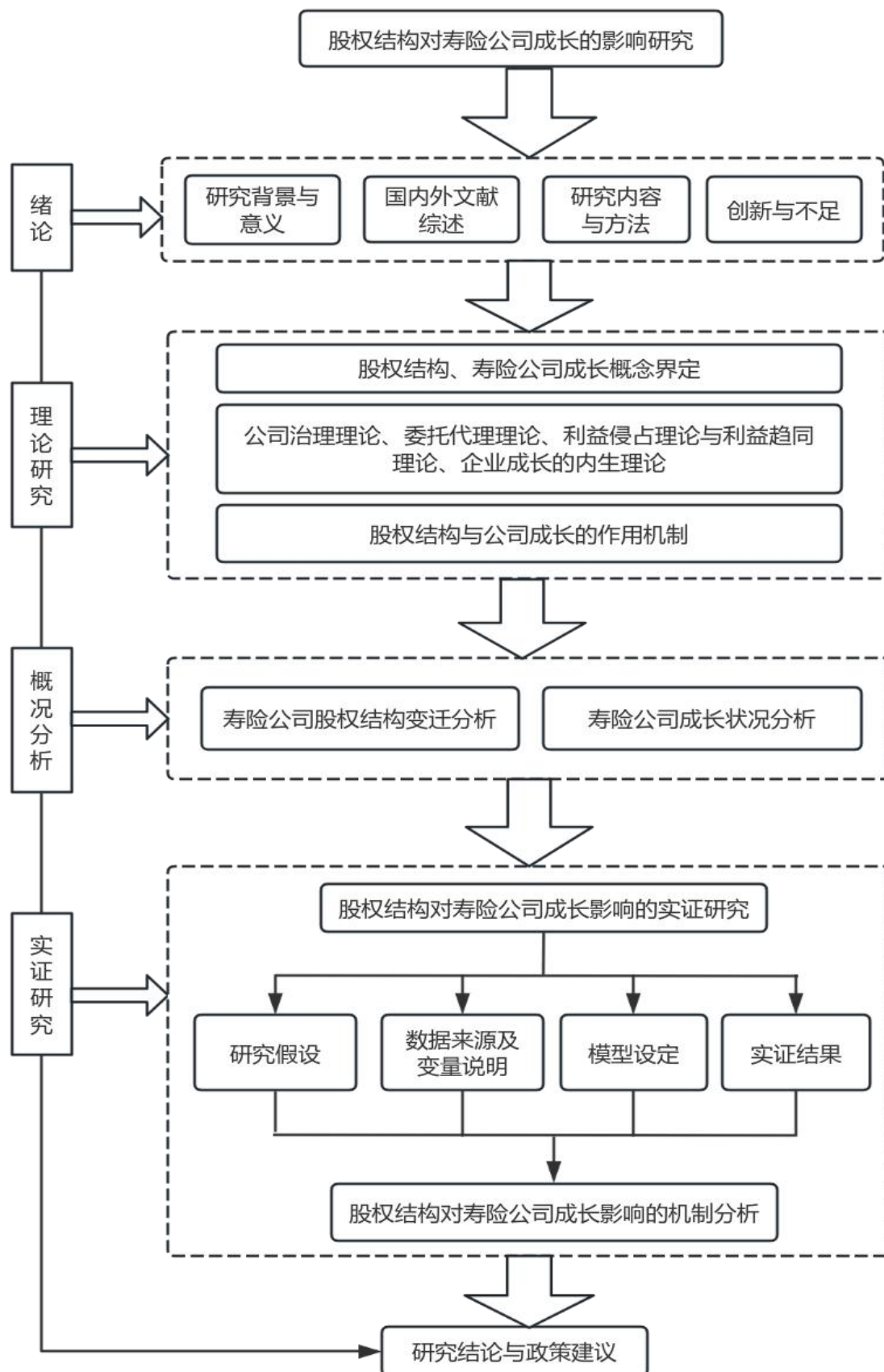


图 1.1 技术路线图

1.4 可能的创新点和不足之处

1.4.1 可能的创新点

第一，从研究对象的角度来看，本研究较为全面的考虑了衡量寿险公司成长的指标。已有相关文献基本都是研究股权结构对寿险公司经营绩效的影响，即单从“质”的方面考虑，仅涉及了寿险公司成长的某一个角度，本文通过借鉴已有的研究，从“质”和“量”两个角度出发，找到可以较为全面衡量寿险公司成长的指标，继而研究股权结构对寿险公司成长的影响。

第二，从研究样本和数据的角度来看，选取了寿险行业符合研究条件的所有公司。关于股权结构对公司成长的研究，学者们选取的公司基本都是上市公司且剔除了保险行业的数据，鉴于寿险公司经营的特殊性，本文将寿险公司作为单独的研究对象，且选取 2015 年—2021 年的数据。

1.4.2 不足之处

第一，受限于样本数据的可得性和年份完整性，研究对象仅为国内 59 家寿险公司，这些寿险公司的成长受股权结构的影响关系可能无法代表所有寿险公司的情况；研究年份在 2015 年—2021 年，而股权结构对寿险公司成长的影响可能随着经济环境的改变而改变。此外，现有的公司样本数据存在少量缺失。

第二，在选择寿险公司的成长指标时，不论是质的指标还是量的指标，可能都存在考虑不周到的情况，遗漏部分指标。

2 相关概念与理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 股权结构

股权结构是公司治理的基础,一般是指股份公司总股本中不同性质的股份所占的比例及其彼此之间的关系。学者们一般从三个角度来研究股权结构,即股权性质、股权集中度和股权制衡度。股权性质的分类标准是股东属性,包括国有股(含国家股和国有法人股)、社会法人股、自然人股和外资股。股权集中度指各大股东的持股比例,就此而言,股权结构可分成三种类型:一是股权高度集中,绝对控股股东一般拥有公司股份的67%以上,从而具备对公司的全面掌控能力;二是股权高度分散,公司不存在控股股东,所有权与经营权基本处于完全分离状态,单个股东所持股份的比例都不会超过20%;三是股权相对集中,公司拥有股权占比较高的相对控股股东,但并不存在一股独大的现象,还有其他股东也能够对公司的决策作出干预,这些股东所持股份比例在20%与50%之间。股权制衡度则是对应股权集中度的概念,指的是能影响企业决定的大股东之间的互相牵制关系,使得没有任何一位大股东能在其中独断专行。

2.1.2 寿险公司成长

寿险公司成长适用于企业成长理论,其成长同样表现在资本的增加、经营范围的扩大和质量的提高等方面。根据现有理论,学者们基本认同公司成长主要体现在两个维度,即“质”的提高和“量”的增加。“质”的提高体现着公司内在能力的提高,可以表现为经营效率的提高、资源配置效率的提高、公司内部文化的建立等等,相较于“量”来说,公司“质”的成长比较难以量化。“量”的增加一般指公司规模扩大,具体可以体现为公司员工数量的增加、机构数量的增长、销售业绩的提高、资本数量的增加等等,指标比较容易衡量。

寿险公司的成长同样可以分为“质”和“量”两个方面来衡量。“质”体现在寿险公司内在能力的提高,作为一种隐形的状态代表着寿险公司未来发展的趋

势。根据彭罗斯的观点，企业内部的能力才是企业成长的关键点，因此将内在能力的提高作为寿险公司“质”的成长的体现，具体指标选择为净资产收益率增长率、总资产收益率增长率、净利润增长率和综合资本充足率。鉴于寿险公司经营产品的特殊性，其“量”的增加可以选择保费收入增长率、从业人员增长率、资产总额增长率、营业收入增长率、分支机构增长率。综上，寿险公司的成长兼顾了质的成长和量的成长，是在经营效率和公司各项规模都要不断提升进步的成长。

2.2 相关理论

2.2.1 公司治理理论

公司治理理论不仅仅只是针对对于管理层的监督作出的监督制衡机制，该理论同样重视发挥公司治理结构和机制的作用来确保公司战略的正确性和决策的科学性，从而维护公司各方利益相关者的权益。从狭义的角度来看，公司治理是指所有者为了约束管理层的行为制定出一整套监督与制衡体系，属于内部治理，主要是对由股东大会、董事会、监事会及管理层所构成的公司治理结构作出的治理机制；而从广泛的角度来看，公司治理则是通过一系列包括了内外部的规则或机制来调节公司及其各个利益关联方之间的利益关系。

林毅夫（1997）的观点是，公司治理结构实际上就是指公司的所有者对运营管理和经营绩效进行监督和控制的一整套完整体系。从公司管理者的角度来看，完善的制度体系能够约束他手中的管理权力，减少他侵占公司利益，制止其用公司资金为个人享受消费买单的行为，与此同时，也要有科学合理的激励机制，确管理者的个人利益能够与公司发展的战略目标趋同，让管理者更有动力去实现公司价值最大化。同理，良好的管理制度同样能够对各位股权持有者以及公司各方利益相关者作出约束，明确与公司有关的每一个人的职责和权利，共同实现利益的最大化。

2.2.2 委托代理理论

委托代理理论主要研究在利益相冲突和信息不对称的前提下，委托人如何优化合同来激发受托人的积极性以及降低代理费用。委托代理理论随同现代公司制

度的发展而逐渐为人所知，在现代企业的背景下，股权持有者根据股份数量依法享有公司的所有权并对高管人员委任以协助经营管理。然而，这也使得决策权力与所有权分割开来，产生出委托方与被委托方之间信息不对称及目标差异等问题，从而增加了道德风险和逆向选择的可能性。此时委托人就要建立一种有效的机制使代理人在经营和管理公司时可以更多地考虑委托人的利益。这种机制围绕“约束”和“激励”这两个主题，尤以“激励”为重，即通过报酬的方式尽可能的让委托和代理双方达到高度的利益兼容。同时这种机制要求委托人为监督代理人的行为而付出的代价最小化。

2.2.3 利益侵占理论与利益趋同理论

利益侵占是指大股东对小股东的利益侵占，由传统的委托代理理论发展而来，属于第二类代理问题。该理论产生的原因是公司股权相对集中或高度集中导致大股东与中小股东之间矛盾丛生。申尊焕等（2003）认为由于公司未能对大股东监督经营者的服务提供补偿才导致大股东侵害中小股东的相关利益。Johnson、La Porta 等人在 2000 年首次将大股东对小股东的利益侵占行为描述为“隧道挖掘”，即如果控股股东持股比例处在一个相对较低的水平上，那么随着持股比例的增加，控制性股东的控制能力得到加强，隧道挖掘行为随之增加。

利益趋同是指随着大股东持股比例增加到一定高度，大股东会意识到只有公司整体得到发展自身才能获得更大的收益。这个时候大股东就失去了侵占中小股东利益的动机，开始与其他股东形成利益同盟。

2.2.4 企业成长的内生因素论

企业成长的内生动力主要来源于企业内部的资源和能力，这些资源和能力可以在企业内部调配和组合。彭罗斯（1959）首次明确指出存在于企业内部的能力才是对企业成长起到关键性作用的因素，并且将分析框架设计为“企业资源—企业能力—企业成长”，冲破了一直以来新古典经济学均衡论对企业成长研究的约束。根据彭罗斯对企业的界定，他把企业视为在行政管理的组织架构下具有明确边界约束的资源组合。基于此观点，他强调企业内部的资源及其衍生出来的“生产性服务”才是企业成长的关键作用。彭罗斯认为推动企业成长的是企业内部的

剩余生产能力，而不是外部环境或者其他因素：只要存在这种剩余的生产能力，才能激发企业的扩大化进程。鉴于资源的不可分割性、资源间的失衡性及理性和能力的局限性，导致企业总会有剩余资源，不可能存在完全出清的均衡状态，从而使企业始终保持着增长潜力，也就是说，企业成长不存在固定规模的限制。依据彭罗斯的观点，董事会以及管理层的管理经营水平和服务水平依托于公司治理的一系列制度体系，包括但不限于：股权架构，比如股权集中度和制衡度；权力安排，比如董事长是否兼任管理层；监督机制，比如独立董事的设置；激励机制，比如对高管的股权与薪资激烈。基于以上理论分析，公司的内部能力是公司成长推动力的重要组成部分，理应作为影响公司成长的重要方面加以分析。

2.3 股权结构与公司成长的作用机制

2.3.1 股东性质与公司成长

股东性质主要是指股权的构成，根据投资主体的不同，可以分为国有股（包括国家股和国有法人股）、社会法人股、外资股和自然人股。股权构成不同，即不同股东性质的比例不同，不仅会影响公司的经营战略、方向，还会涉及到不同的委托-代理方式，从而影响公司的成长。从现有的研究来看，讨论股权性质对公司成长的影响基本从国家股和外资股这两个角度来研究，本文也从这两种股东性质来研究。

从理论角度来看，国有股的所有者是全体人民，但是，由全体人民来管理公司不具备现实性，因此，会出现委托-代理关系，而且是比较长的委托代理链条。在现实生活中，首先由全体人民委托政府去管理公司，其次，政府作为公共法人需要选出代理股东即董事会来行使国有股的股东权力，最后董事会再将经营权委托给公司管理层。这种层层代理的情况不利于对公司管理层的约束，会造成监管缺失的局面，从而影响公司的经营和成长。此外，国有股股东在进行投票决策时需要较多的考虑社会责任和稳定经济社会的运行，不单单以股东利益最大化为目标，也会对公司的经营产生一定程度的影响。但是国有股可以增加公司的实力，提升公司的外部形象，可以为公司的发展积极赋能，促进公司的稳定发展。

资质优良外资股的进入可以优化公司的股权结构，为公司带来先进的经营管

理模式，也可以带来一定的研发费用和先进的技术，增强产品的竞争力，从而促进公司成长。但是，外资股的引入也并非百利而无一害。其一，引入国外投资者时，由于中外双方文化和观念上的不同，可能会导致产生摩擦成本；其二，每个市场都有其特殊性，国外的经营理念或者产品不一定适合本地，只有将经营理念与本地市场相结合，才能够促进企业的成长。

2.3.2 股权集中度与公司成长

股权集中度体现的是公司股权结构的数量关系。如果股权相对分散，就会存在多名大股东的情况，他们之间就会形成掣肘，互相制衡，谁都不能单独决策，能够有效避免因一个股东的控制导致决策失误而造成重大损失的可能性，有利于公司的长远发展。除此之外，股权分散的情况下，持股较多的股东进行利益输送的难度提高，在一定程度上保护了公司的利益。但是，股权结构分散也意味着决策权的分离，当多位大股东利益目标不一致或者经营管理理念出现分歧时就会导致决策效率低下，不能及时应对重大事件，势必会对公司的成长产生负向效应。

当最大股东的持股比例大于 67%时，就可以实现对公司的绝对控制权，此时，最大股东的利益与公司利益趋于一致，就会尽最大努力对管理者经营公司实施监管，促进公司的健康成长。然而，当股权过于集中时，大股东与小股东可能会面临不对等的利益，大股东可能会出于自身的利益而侵犯到中小股东的权益。另外，大股东处于绝对的控股地位，如果缺少对大股东的监督机制，大股东可能会与管理层合谋，出现为了自己的利益而挪用公司资金等情况。无论是侵占中小股东的利益，还是损害公司的利益，都不利于公司的成长。

2.3.3 股权制衡度与公司成长

在绝对控股模式中，第一大股东的股权占比达 67%以上，该模式对公司成长有两个方面的影响。一方面，由于第一大股东的持股比例非常高，第一大股东的利益就会与公司利益基本趋于相同，为了使自身利益得到保障，第一大股东就会有充分的理由和动力对管理层进行监督，减少管理层的内部控制行为和侵占公司利益行为，进而有效的提高公司经营决策效率，促进公司成长。另一方面，在第一大股东拥有绝对话语权的背景下，如果第一大股东和其他中小股东的利益目标

发生冲突，此时中小股东无法对控股股东形成制衡，也不能对公司重大事项决策产生重要影响，第一大股东可能会选择与管理层合谋，损害中小股东的利益，满足自己的私利，进而造成对公司的成长产生负向影响。

在相对控股模式下，第一大股东的股权占比为 51%至 67%之间，第一大股东对公司具有相对的控制权。在这种情况下，还存在着其他股权比例较高的大股东，能够与第一大股东之间形成一种制衡机制，因而有利于制约第一大股东的行为，使其无法单独决策。由于其他大股东有较高的持股占比，在监督管理层时也会较为积极，不会有“搭便车”的想法，几名大股东一起对管理层实施监督，可以提高管理层的工作效率，有利于公司经营绩效的提高，健康成长。

3 寿险公司的股权结构变迁和成长状况

3.1 寿险公司股权结构变迁

3.1.1 股权结构单一阶段

1980年至1992年处于计划经济体制时期，在此背景下，我国保险公司股权结构单一，中国人民保险公司一家独大、混业经营。经国务院批准，中国人民保险公司从1980年开始逐步恢复国内保险业务，经营范围包括人身保险、财产保险等各种业务，属于国有独资保险企业。

3.1.2 股权结构股改渐进阶段

1992年至2003年是寿险公司股权结构逐渐改变阶段，在组织形式上以股份制为主，在股权性质上虽然仍以国有股为主，但是出现了其他性质类别的股东。外资保险机构开始逐渐进入我国，友邦保险于九十年代初期开始在上海运营，成为我国首家外资保险公司。面对如此的市场环境，泰康人寿、新华人寿、天安人寿等股份制寿险公司纷纷成立，1996年中宏人寿作为国内首家中外合资寿险公司正式成立，安联人寿、金盛人寿等中外合资寿险公司也相继获准营业。2001年，我国加入世贸组织，对外的经济交流进一步扩大化并加速发展进程，但是当时的情况下，外资寿险公司只能采取合资形式进入我国，并且在设立合资公司时外方股东所占股权不得超过50%。

3.1.3 股权结构多元化阶段

2003年后，寿险公司的股权结构进入多元化阶段，民营股和外资股的比例不断扩大。2003年我国进行国有保险公司股份制改革，积极吸引外资，增加非国有资本的持股比例；2021年原银保监会修改《中华人民共和国外资保险企业管理条例实施细则》，取消了关于合资寿险公司的外资比例不得超过公司总股本51%的限制。从股权性质的角度来看，尽管寿险市场的主体仍然是国有控股的股份制保险公司，但是同时活跃着中宏人寿保险有限公司、中德安联人寿保险有限

公司、中信保诚人寿保险有限公司等中外合资企业以及合众人寿保险股份有限公司、华夏人寿保险股份有限公司、阳光人寿保险股份有限公司等民营企业，股权结构呈现多元化景象。

3.2 寿险公司的成长状况

3.2.1 寿险公司“质”的成长分析

寿险公司“质”的成长主要表现为内在能力的提高，可以表现为管理层经营效率的提高、资源配置效率的提高、经营绩效的提高等等。由于寿险公司的上市数量极少，无法用市场指标来衡量寿险公司的内在成长能力和未来发展潜力，即寿险公司“质”的成长能力，因此采用财务指标来对寿险公司“质”的成长作出分析。从整体上来看，寿险公司“质”的成长呈现上升的趋势，但是受市场环境的影响较大，要进一步提高内在成长能力。

从较直观的净利润角度来看，如图 3.1 所示，2015 年至 2021 年的寿险公司净利润在整体上呈现一个上升趋势，特别是 2019 年的净利润增长飞快，但是 2021 年净利润呈现下降的状态且近几年净利润增长率呈现下降的趋势。从 2021 年的情况来看，中国平安人寿保险股份有限公司的净利润为 551.20 亿，占据了行业总净利润的 27.34%，中国人寿保险股份有限公司的净利润为 524.12 亿，占据了 26%，两家寿险公司的净利润就占据了整体的 50%以上。而同时存在着合众人寿保险股份有限公司、鼎诚人寿保险有限责任公司、汇丰人寿保险有限公司等寿险公司出现净利润为负的情况，不同寿险公司的净利润水平存在较大差距。

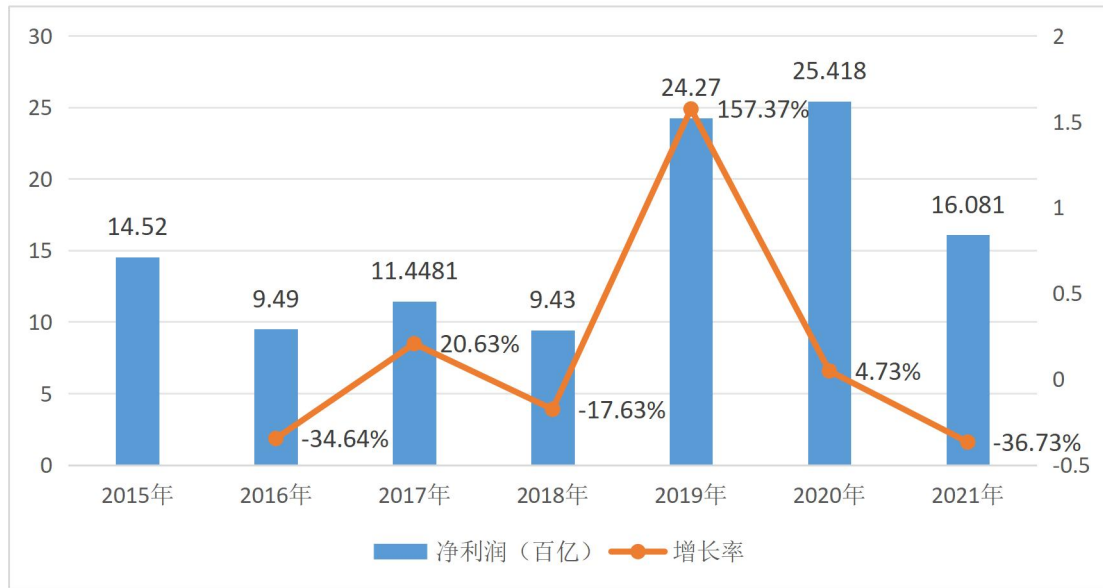


图 3.1 2015 年—2021 年寿险公司整体净利润和净利润增长率

数据来源：根据中国保险年鉴数据整理

从常用来衡量寿险公司经营绩效的净资产收益率和总资产收益率的角度来看，如图 3.2 所示，两者的趋势基本一致，而寿险公司的净资产收益率和总资产收益率起伏变化较大，呈现出了下降—上升—下降表现状态，同样 2019 年是表现最好的。从寿险公司个体的表现来看，仍然存在着合众人寿保险股份有限公司、鼎诚人寿保险有限责任公司、汇丰人寿保险有限公司等寿险公司的净资产收益率和总资产收益率为负的情况，表现较好的中国平安人寿保险股份有限公司净资产收益率为 18.53%，总资产收益率达 1.53%。可见，寿险公司“质”的成长发展并不均衡，不同寿险公司之间的表现有较大的差距。

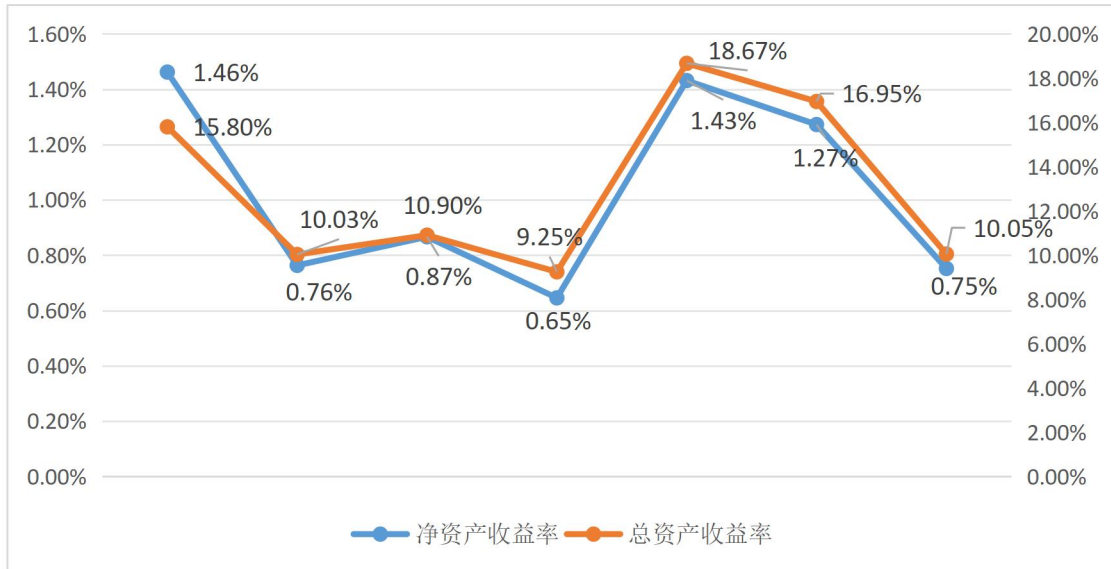


图 3.2 2015 年—2021 年寿险公司整体净资产收益率和总资产收益率

数据来源：根据中国保险年鉴数据整理

3.2.2 寿险公司“量”的成长分析

从 2015 年至 2021 年，寿险公司在规模上保持平稳发展。寿险公司主体不断扩大，逐渐形成了以大型上市寿险公司和中小型寿险公司为主，外资、合资寿险公司并存的多元化市场格局。以最能代表寿险公司规模资产总额和保费收入为例，如图 3.2 所示，寿险公司整体的保费收入和资产总额呈上升趋势。保费收入虽然在 2021 年出现了小幅度下降的情况，但是整体还是处于缓慢上升状态，且 2021 年寿险公司的保费收入仍然占据保险市场保费收入的 69.54%，可见寿险公司成长发展的韧性和活力仍然强劲。而寿险公司整体的资产总额则是逐年上升。另外，从图中可以看出，寿险公司整体在规模上的成长循序渐进。

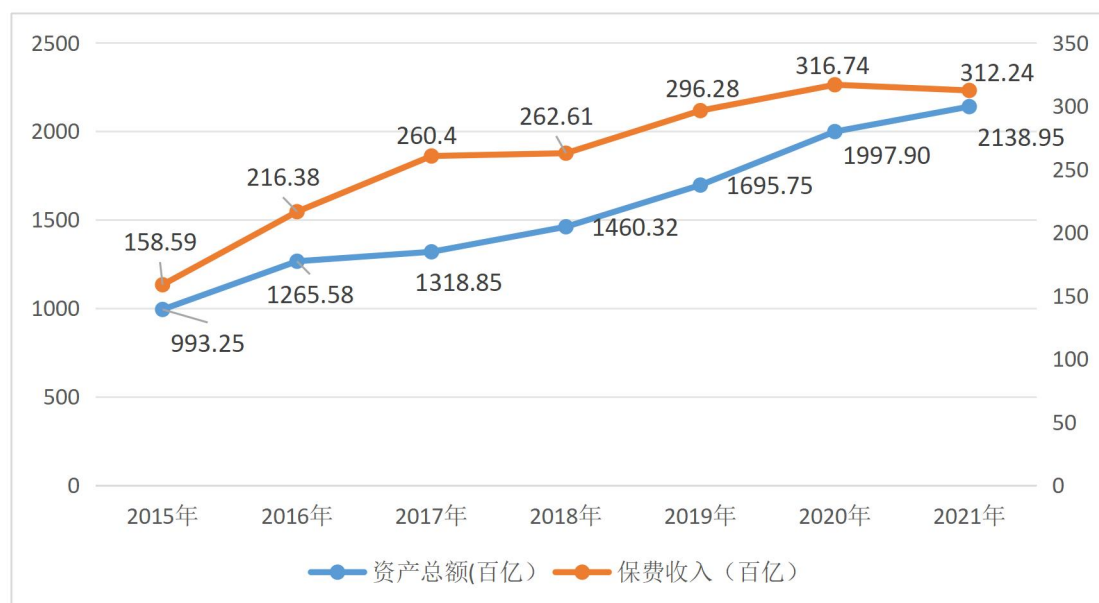


图 3.3 2015 年—2021 年寿险公司整体保费收入和资产总额

数据来源：根据中国保险年鉴数据整理

4 股权结构对寿险公司成长的实证研究设计

4.1 研究假设

4.1.1 股权性质对寿险公司成长的影响

通常将股权性质分为国有股、社会法人股、外资股和自然人股，其中国有股包括国家股和国有法人股。现有研究中一般将国有股和外资股作为研究对象，在股权性质角度本文也只以国有股和外资股为研究对象。下面将就这两类股权性质对寿险公司成长的影响机制提出研究假设。

由于国有股的股东是全体人民，具有复杂的委托-代理链条，而且学术界在进行研究时采用的方法不同，所以学者对于国有股与公司成长之间的关系提出了不同的观点。部分学者明确表示，国有股的目标并不是单纯地追求经济利益的最大化，而是要兼顾政治诉求。因此可能会通过行政的方式来干预公司的生产经营，比如对重大事项的决策、管理层的选择等，以期达到对市场进行宏观调控以及承担社会责任、注重社会效益的目的。如此，企业价值最大化便不是唯一追求，所以这部分学者提出国有股在一定程度上会约束企业的发展。除此之外，国有股的委托代理链条过长，导致剩余控制权和剩余索取权的紊乱配置，在管理层与公司的利益目标不一致，而监管约束又不强的情况下，管理层成员就会为了个人利益损害公司的利益甚至转移公司资产，不利于公司的健康成长发展。相反，还有一些学者认为国有股可以促进公司的发展和成长。一方面，国有股往往可以提高公司的社会形象，增加民众的信赖度，公众对国有控股公司的产品倾向性比较高；另一方面，国有股可以利用国有资源渠道优势，提高公司的经营绩效。综上，经过综合分析后，提出以下假设：

假设 1：国有股比例对寿险公司成长有正面影响。

外资股是指外国公司依法出资形成的股份，以外国法人股最为常见。这些外资股东大多来自于保险业发展相对成熟和完善的地区和国家，自身实力比较雄厚，管理经验比较丰富。比如 1996 年 11 月成立的国内首家中外合资人寿保险公司中宏保险，其外资股东为宏利金融集团。宏利金融集团是加拿大主要的财经服务企业，业务遍布全球 19 个国家和地区。所以，增加外资股一方面可以优化股权结

构，引进国外寿险公司先进的管理经验，帮助公司制定科学合理的发展规划、管理制度、人才培养制度、激励机制等，持续推进高水平对外开放；另一方面也能够增加寿险公司的资本实力，有更多的资金进行市场调研和产品研发，提升公司的综合水平和成长能力。2019年7月20日，国务院金融稳定发展委员会办公室对外发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，将人身险外资股比限制从51%提高至100%的过渡期提前至2020年。因此，提出以下假设：

假设 2：外资股比例对寿险公司成长有正面影响。

4.1.2 股权集中度和制衡度对寿险公司成长的影响

股权集中度对公司成长的影响一直是国内外学者讨论的焦点。从现实情况来看，国内寿险公司的股权相对比较集中，“一股独大”的现象也较为普遍。当股权结构较为分散，集中度不高时，大股东就容易产生“利益侵占”行为，为了短期的利益，借助控制权去侵害别的小股东利益。国内学者李秋孟（2014）通过大量实证研究发现，大股东手中掌控的股份越多，保险企业的经营绩效提升幅度就越小。但是随着股权集中度的提高，大股东的持股比例增加到一定程度后，此时，一方面大股东会更加积极地参与公司的管理，另一方面，大股东自身利益与公司利益的一致性不断提升，虽然从理论上来说，大股东此时能够在博弈过程中占据更有利的地位，但他已经逐渐失去此种行为的动机。侵占中小股东利益所能获得的利益水平在总体利益中的比重下降，为了自身利益能够有所提升，大股东“掏空”的动机减弱，反而要把重心放在提升公司整体发展上。对此，本文提出以下假设：

假设 3：股权集中度与寿险公司成长呈 U 型关系。

股权制衡是对权力的一种约束，使任何一名股东都不能对公司重大事项的决策单独施加影响，而是在相互制约的前提下共同作出决定，避免一股独大的情形出现。从理论上来说，建立股权制衡机制，股东之间相互监督制约，能够减少大股东对中小股东的利益侵占行为，控制股权集中度处于相对合理的区间。此外，在股份占比较高的几位股东之间互相制衡的股权结构下，能够实现对大股东行为的高效监督，减少关联交易的私利行为，从而大幅提升公司成长发展能力。因此，大部分学术文献中都得出了“股权制衡度越高，越有利于公司成长”的结论。但

是当股权制衡度过高时，一旦出现大股东之间利益不一致、无法调和的情况，就会产生激烈的矛盾冲突甚至是对公司控制权的争夺，从而引发一系列的连锁反应：公司决策效率低下，日常经营混乱，公司价值下降，抑制公司成长。除了会出现矛盾不可调和的状况，多个大股东的存在会出现“搭便车”的行为。在股权制衡度较高的背景下，对管理层的监督就会成为“公共品”，搭便车行为可能导致对管理层的监督不足，不利于提升公司绩效。由此可见，股权制衡通过多种途径影响公司成长，影响方向和力度具有复杂性，利弊兼有，可能出现非线性特征。综上，本文提出假设：

假设 4：股权制衡度与寿险公司成长呈倒 U 型关系。

4.2 数据来源及变量说明

4.2.1 数据来源

本研究选择 59 家寿险公司 2015 年—2021 年的年度数据作为分析样本，形成面板数据。所有数据来源于保险统计年鉴以及各保险公司官网，由于某些年份某些公司不公开数据，导致极少量数据缺失，因此借助 stata17 软件采用线性插值法填补缺失数据。线性插值法是使用连接两个已知量的直线来确定在这两个已知量之间的一个未知量的值的方法，不用给出具体的函数关系，根据已有数据预测其他数据即可使用插值算法。本研究选取的寿险公司既有大型老牌寿险公司，也有中小型寿险公司，各类指标数据层次不齐，容易出现极端值情况，为了降低极端值的影响，本文对变量进行 1%分位及 99%分位的缩尾处理。

4.2.2 衡量股权结构的变量说明

借鉴相关学者衡量保险公司股权结构的指标（李维安和曹廷求，2004；夏喆和靳龙，2013），本文将股权结构变量分为三部分，一是股权性质，二是股权集中度，三是股权制衡度。针对股权性质变量，选取国家股和国有法人股之和占总股本的比例（STA）以及外资股占总股本的比例（FOR）作为解释变量。由于寿险公司经营的产品特殊，再加上 2003 年我国才开始进行国有保险公司股份制改革，一股独大的现象仍然比较普遍，股权基本集中在前三大股东手中，有近一半的数

据前三大股东的股权占比为 100%。为了获取更多有效信息，对于股权集中度变量，选取的变量为第一大股东的持股比例（SR1）；股权制衡度变量用第二大股东与第一大股东持股比例之比（Z1）来表示。

4.2.3 衡量寿险公司成长的变量说明

关于衡量寿险公司成长的变量，即被解释变量的选取，分为两方面。第一部分是寿险公司“质”的成长，也就是内在成长能力的变量选取。我国寿险公司大多是未上市的中小企业，不适合用托宾 Q 值来衡量该变量，因此基于会计学财务的维度，参考孙蓉等人的研究，最终确定选取净资产收益率增长率（ROE）、总资产收益率增长率（ROA）、净利润增长率（Net profit）、综合资本充足率（Capital）作为被解释变量，对寿险公司的经营能力的成长进行衡量。借鉴陈兴红、武春友和匡海波（2015）选择八个可以代表公司成长的指标综合成熵值来表示公司成长以及完颜瑞云、周小飞（2018）将代表保险公司成长的五个指标为基础做成几何平均值的做法，采用主成分分析法，将以上四个指标整理为一个寿险公司“质”的成长指标。

首先使用 stata17 软件通过 KMO 检验和 Bartlett 球形检验来验证净资产收益率增长率、总资产收益率增长率、净利润增长率、综合资本充足率是否可以采用主成分分析法。检验后的 KMO 值为 0.714，P 值为 0，学界一般将 KMO 值是否大于 0.5 以及 P 值是否小于 0.05 作为判断是否可以使用主成分分析法的依据，通过检验。其次，如表 4.1 所示，前两个主成分的累计解释率达到 98.30%，大于经验值 80%，因此提取出前两个主成分。最后，计算得到寿险公司“质”的成长指标： $Growth1 = (Comp1 * 0.7335 + Comp2 * 0.2495) / 0.9830$ 。

表 4.1 衡量寿险公司“质”的成长指标主成分累计解释率

Component	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
Comp1	2.9341	1.93621	0.7335	0.7335
Comp2	0.997885	0.931862	0.2495	0.9830
Comp3	0.066023	0.0640283	0.0165	0.9995
Comp4	0.00199466	0	0.0005	1.0000

第二部分是寿险公司“量”的成长，也就是寿险公司规模变量的选取。在关于企业成长的文献中，销售额、从业人员是常用的测度企业规模成长指标。考虑到保险公司的经营特性，参考完颜瑞云等人的做法，本研究选择营业收入增长率（Income）、资产总额增长率（Size）、保费收入增长率（Premium）、从业人员增长率（HR）、分支机构增长率（Branch）这五个指标来衡量寿险公司的规模成长情况。

同样先对“营业收入增长率、资产总额增长率、保费收入增长率、从业人员增长率、分支机构增长率”这五个指标进行 KMO 检验和 Bartlett 球形检验。检验后的 KMO 值为 0.613，P 值为 0，通过检验。如表 4.2 所示，按照累计解释率大于 80%的经验值，提取出前四个主成分。同样计算得到寿险公司“量”的成长指标： $Growth2 = (Comp1 * 0.4242 + Comp2 * 0.2073 + Comp3 * 0.1809) / 0.8124$ 。

表 4.2 衡量寿险公司“量”的成长指标主成分累计解释率

Component	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
Comp1	2.12083	1.08426	0.4242	0.4242
Comp2	1.03657	0.132022	0.2073	0.6315
Comp3	0.904546	0.283828	0.1809	0.8124
Comp4	0.620718	0.303378	0.1241	0.9365
Comp5	0.31734	0	0.0635	1.0000

最后，为了得到股权结构对寿险公司成长的最终综合影响，仍然采用主成分分析法，从净资产收益率增长率（ROE）、总资产收益率增长率（ROA）、净利润增长率（Net profit）、综合资本充足率（Capital）、营业收入增长率（Income）、资产总额增长率（Size）、保费收入增长率（Premium）、从业人员增长率（HR）、分支机构增长率（Branch）这九个指标提取出最终的综合成长指标。进行 KMO 检验和 Bartlett 球形检验后，KMO 值为 0.694，P 值为 0，主成分特征值和累计解释率如表 4.3 所示。提取出前四个主成分后，计算得到寿险公司综合成长指标： $Growth3 = (Comp1 * 0.3320 + Comp2 * 0.2663 + Comp3 * 0.1148 + Comp4 * 0.1034) / 0.8165$

表 4.3 寿险公司综合成长指标主成分累计解释率

Component	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
Comp1	2.9876	.590874	0.3320	0.3320
Comp2	2.39673	1.36313	0.2663	0.5983
Comp3	1.0336	0.102772	0.1148	0.7131
Comp4	0.930829	0.178014	0.1034	0.8165
Comp5	0.752815	0.226296	0.0836	0.9002
Comp6	0.526519	0.222517	0.0585	0.9587
Comp7	0.304001	0.238069	0.0338	0.9925
Comp8	0.0659319	0.0639615	0.0073	0.9998
Comp9	0.00197046	0	0.0002	1.0000

4.2.4 控制变量说明

资产负债率：资产负债率反映的是公司负债总额占企业资产总额的百分比，能够对公司资产的整体结构和经营能力进行一个直观描述。

赔付率：赔付率是指一定会计期间赔款支出与保费收入的百分比，可以用来判断保险公司经营管理能力的水平。

退保规模：退保规模主要衡量寿险公司经营业务的质量，可为监测偿付能力稳定性提供预警性信息。

新单保费增长率：新单保费体现了寿险公司开拓新业务的能力。

各具体变量说明和数据来源如表 4.4 所示。

表 4.4 变量说明及数据来源

变 量	名称	计算方法	数据来源	
被 解 释 变 量	寿险公司 “质”的成 长 (Growth1)	净资产收益率增 长率 (ROE)	$\frac{(\text{今年净资产收益率} - \text{去年净资产收益率})}{\text{去年净资产收益率}}$ 历年中国 保险年鉴	
		总资产收益率增 长率 (ROA)	$\frac{(\text{今年总资产收益率} - \text{去年总资产收益率})}{\text{去年总资产收益率}}$ 历年中国 保险年鉴	
		净利润增长率 (Net profit)	$\frac{(\text{当年净利润} - \text{去年净利润})}{\text{去年净利润}}$ 历年中国 保险年鉴	
		综合资本充足率 (Capital)	当年寿险公司综合资 本充足率 各保险公 司官网	
		寿险公司的 综合成长 (Growth3)	保费收入增长率 (Premium)	$\frac{(\text{当年保费收入} - \text{去年保费收入})}{\text{去年保费收入}}$ 历年中国 保险年鉴
		从业人员增长率 (HR)	$\frac{(\text{当年从业人员人数} - \text{去年从业人员人数})}{\text{去年从业人员人数}}$ 历年中国 保险年鉴	
		“量”的成 长 (Growth2)	资产总额增长率 (Size)	$\frac{(\text{当年总资产} - \text{去年总资产})}{\text{去年总资产}}$ 历年中国 保险年鉴
		营业收入增长率 (Income)	$\frac{(\text{当年营业收入} - \text{去年营业收入})}{\text{去年营业收入}}$ 历年中国 保险年鉴	
		分支机构增长率 (Branch)	$\frac{(\text{当年分支机构数量} - \text{去年分支机构数量})}{\text{去年分支机构数量}}$ 历年中国 保险年鉴	
		解 释	国家股和国有法人股之和占总股本的比例 (STA)	国家股和国有法人股 之和/总股本 各保险公 司官网

变 量	外资股占总股本的比例 (FOR)	外资股/总股本	各保险公 司官网
	股权集中度 (SR1)	第一大股东的持股比 例	各保险公 司官网
	股权制衡度 (Z1)	第二大股东持股比例 /第一大股东持股比 例	各保险公 司官网、本 文计算
	赔付率 (Pay)	赔款支出/保费收入	本文计算
控 制 变 量	资产负债率 (Liability)	负债总额/资产总额	本文计算
	退保规模 (Surrender)	退保金的自然对数	历年中国 保险年鉴
	新增保费增长率 (New Policy Premium)	(当年新增保费收入 -去年新增保费收入) /去年新增保费收入	历年中国 保险年鉴

4.3 双向固定效应模型设定

本文拟采用双向固定效应模型进行实证分析,可以部分解决遗漏变量带来的内生性问题,股权性质、股权集中度和制衡度对寿险公司成长影响的具体模型如下:

(1) 股权性质与寿险公司成长的模型

$$Growth_{it} = \alpha + \beta_1 STA_{it} + \beta_2 Pay_{it} + \beta_3 Liability_{it} + \beta_4 New\ Policy\ Premium_{it} + \beta_5 Surrender_{it} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{it}$$

$$Growth_{it} = \alpha + \beta_1 FOR_{it} + \beta_2 Pay_{it} + \beta_3 Liability_{it} + \beta_4 New\ Policy\ Premium_{it} + \beta_5 Surrender_{it} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{it}$$

(2) 股权集中度和制衡度与寿险公司成长的模型

$$Growth_{it} = \alpha + \beta_1 SR1_{it} + \beta_2 SR1^2_{it} + \beta_3 Pay_{it} + \beta_4 Liability_{it} + \beta_5 New\ Policy\ Premium_{it} + \beta_6 Surrender_{it} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Growth}_{it} = \alpha + \beta_1 Z1_{it} + \beta_2 Z1^2_{it} + \beta_3 \text{Pay}_{it} + \beta_4 \text{Liability}_{it} + \beta_5 \text{New Policy Premium}_{it} + \beta_6 \text{Surrender}_{it} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{it}$$

其中，在模型（2）中增加了股权集中度和股权制衡度的二次项，以考察股权集中程度和股权制衡程度是否对寿险公司成长产生非线性影响。

5 股权结构对寿险公司成长的实证分析

5.1 描述性统计

经过缩尾处理后的各变量数据如表 5.1 所示。采用主成分法提取的综合成长率最小值为-5.050，最大值为 5.314。而寿险公司“质”的成长指标最小值为-10.78，最大值为 2.234，“量”的成长指标最小值为-1.051，最大值为 5.668。与综合成长指标和“质”的成长指标相比，寿险公司之间“量”的成长差距较小。国家股和国有法人股之和占总股本比例的均值为 0.371，而外资股占总股本比例的平均值为 0.220，可见寿险公司中国家股和国有法人股的持股比例较大。从股权集中度来看，第一大股东的持股比例均值为 0.473，寿险公司的股权集中度较高。股权制衡度的最小值为 0，最大值为 1.021，不同寿险公司的股权制衡度表现不同。

表 5.1 各变量描述性统计表

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	N	mean	sd	min	max
company	413	30	17.05	1	59
year	413	2,018	2.002	2,015	2,021
STA	413	0.371	0.328	0	1
FOR	413	0.220	0.228	0	1
SR1	413	0.473	0.209	0.116	1
SR1 ²	413	0.267	0.237	0.0133	1
Z1	413	0.671	0.324	0	1
Z1 ²	413	0.555	0.392	0	1
Growth1	413	1.47e-09	1.303	-10.78	2.234
Growth2	413	7.41e-11	0.831	-1.051	5.668
Growth3	413	-2.60e-09	0.886	-5.050	5.314
New Policy Premium	413	1.905	9.030	-0.783	69.49
Pay	413	1.290	9.363	0.000180	81.64
Liability	413	0.878	0.0970	0.415	1.116
Surrender	413	20.77	2.463	14.59	25.39

5.2 共线性检验

在进行多元线性回归之前，先对线性模型做一个共线性检验，表 5.2 是共线

性检验结果，用 VIF 的方法判断模型是否存在共线性。从结果上来看，四个自变量与控制变量之间的 VIF 值均没有超过 10，符合要求，模型之中不存在共线性。

表 5.2 共线性检验

(1) 国有股与控制变量的共线性检验

Variable	VIF	1/VIF
Liability	1.42	0.702420
Surrender	1.32	0.758544
New Policy Premium	1.27	0.789849
Pay	1.06	0.942118
STA	1.04	0.957177
Mean VIF		1.22

(2) 外资股与控制变量的共线性检验

Variable	VIF	1/VIF
Surrender	1.78	0.563158
FOR	1.43	0.698277
Liability	1.39	0.718437
New Policy Premium	1.36	0.734258
Pay	1.12	0.892231
Mean VIF		1.42

(3) 股权集中度与控制变量的共线性检验

Variable	VIF	1/VIF
Liability	1.39	0.718508
Surrender	1.35	0.742390
New Policy Premium	1.27	0.787542
SR1	1.07	0.930829
Pay	1.05	0.950906
Mean VIF		1.23

(4) 股权制衡度与控制变量的共线性检验

Variable	VIF	1/VIF
Surrender	1.67	0.597315
Liability	1.41	0.710432
Z1	1.30	0.769197
New Policy Premium	1.25	0.797872
Pay	1.05	0.955017
Mean VIF	1.34	

5.3 基准回归结果

5.3.1 股权结构对寿险公司“质”的成长影响

采用稳健的双向固定模型进行实证检验后，股权结构对寿险公司“质”的成长影响的回归结果如表 5.3 所示。国家股和国有法人股之和占总股本的比例与寿险公司“质”的成长之间呈现正相关关系，系数为 0.344，外资股占股比例与寿险公司“质”的成长之间的系数为 0.006，但是都不显著，即股权性质与寿险公司“质”的成长没有显著的相关性。从股权集中度和制衡度的角度来看，股权集中度虽然与寿险公司“质”的成长呈现正 U 型关系，但是没有通过显著性检验，而股权制衡度与寿险公司“质”的成长呈现显著的非线性关系。Z1 在 5%的水平上与寿险公司“质”的成长显著正相关，加入二次项后， $Z1^2$ 与寿险公司“质”的成长的系数为-4.908，在 10%的水平上显著。即增加股权制衡度会促进寿险公司“质”的成长，但一旦股权制衡度高于某个点，股权制衡度的提高反而会抑制寿险公司“质”的成长。

表 5.3 股权结构对寿险公司“质”的成长影响的回归结果

VARIABLES	(1) Growth1	(2) Growth1	(3) Growth1	(4) Growth1
STA	0.344 (1.28)			
FOR		0.006 (0.03)		
SR1			-2.525 (-0.70)	
SR1 ²			1.124 (0.46)	
Z1				8.277** (2.11)
Z1 ²				-4.908* (-1.85)
Pay	-0.005** (-2.14)	-0.005** (-2.13)	-0.005** (-2.32)	-0.006** (-2.63)
New Policy Premium	-0.006 (-0.66)	-0.006 (-0.65)	-0.007 (-0.73)	-0.008 (-0.80)
Liability	-3.309*** (-4.07)	-3.294*** (-4.06)	-3.205*** (-3.94)	-3.160*** (-3.75)
surrender	-0.112 (-1.00)	-0.111 (-0.99)	-0.114 (-1.01)	-0.111 (-1.00)
Constant	5.327* (1.82)	5.425* (1.86)	6.310* (1.87)	2.485 (0.83)
Observations	413	413	413	413
R-squared	0.084	0.083	0.086	0.096
Company FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES

注：Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.3.2 股权结构对寿险公司“量”的成长影响

股权结构对寿险公司“量”的成长影响的回归结果如表 5.4 所示。国家股和国有法人股之和占总股本的比例与寿险公司“量”的成长之间的系数为-1.056，并且在 1%的水平上显著相关，国家股和国有法人股的比例过高不利于寿险公司“量”的成长。而外资股与寿险公司“量”的成长之间呈现正相关关系，在 5%的水平上显著。股权集中度与寿险公司“量”的成长之间呈现 U 型的非线性关系，SR1 与 Growth2 的系数为-6.102，SR1² 与 Growth2 的系数为 5.196，都在 1%的水平上显著。即股权集中度的提高会抑制寿险公司“量”的成长，但是当股权集

中度高于一程度时，反而会促进寿险公司“量”的成长。股权制衡度与寿险公司“量”的成长仍然呈现倒U型关系，Z1与Growth2的系数为4.771，Z1²与Growth2的系数为-3.092，但是没有通过显著性检验。

表 5.4 股权结构对寿险公司“量”的成长影响的回归结果

VARIABLES	(1) Growth2	(2) Growth2	(3) Growth2	(4) Growth2
STA	-1.056*** (-3.13)	(2.08)		
FOR		0.674** (2.08)		
SR1			-6.102*** (-4.11)	
SR1 ²			5.196*** (4.98)	
Z1				4.771 (1.10)
Z1 ²				-3.092 (-1.08)
Pay	-0.024*** (-2.83)	-0.024*** (-2.76)	-0.025*** (-2.69)	-0.024*** (-2.73)
New Policy Premium	0.021 (1.47)	0.021 (1.47)	0.020 (1.32)	0.021 (1.40)
Liability	-1.574*** (-4.24)	-1.631*** (-4.30)	-1.435*** (-3.79)	-1.526*** (-4.39)
surrender	-0.116** (-2.21)	-0.119** (-2.34)	-0.125** (-2.38)	-0.119** (-2.34)
Constant	4.511*** (3.78)	4.075*** (3.41)	5.687*** (4.20)	2.658* (1.69)
Observations	413	413	413	413
R-squared	0.408	0.407	0.416	0.411
Company FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES

注：Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.3.3 股权结构对寿险公司综合成长的影响

在得到股权结构分别对寿险公司“质”与“量”的成长影响后，继续采用稳健的双向固定效应模型研究股权结构对寿险公司综合成长的影响，回归结果如表 5.5 所示，国家股和国有法人股之和占总股本的比例过大会不利于寿险公司的综

合成长，两者之间的系数为-0.746，在 5%的水平上通过了统计检验，假设 1 错误。虽然国有股可以帮助寿险公司提高公众的信任度，带来一定的资源优势，但是国有股东会更加考虑社会责任，尤其是保险本身就具有社会保障功能，国有股并不会一味的考虑公司经济价值最大化，而是考虑保持寿险公司的稳定，发挥寿险保障功能，因此会在一定程度上对寿险公司“量”的成长产生影响，从而对寿险公司的综合成长产生影响。而外资股占总股本的比例与寿险公司综合成长的系数为 0.740，在 1%的水平上显著，说明增加外资股的比例有助于寿险公司的成长，验证了假设 2 的猜想。

SR1 在 10%的水平上与综合成长率呈现负相关关系，加入二次项后， $SR1^2$ 与综合成长率的相关系数为 2.753，呈正相关关系，在 5%的水平上显著。可见股权集中度的提高一开始不利于寿险公司的成长，但是当股权集中度到达一定的高度时，大股东意识到自己利益与公司利益存在一致性，反而有动力去促进寿险公司的成长，假设 3 正确。

Z1 在 1%的水平上与综合成长呈现正相关关系，系数为 5.531，加入平方项后， $Z1^2$ 与综合成长的系数为-3.178，在 5%的水平上显著，即股权制衡度的提高会促进寿险公司的综合成长，但是当股权制衡度达到一定程度后，反而会抑制寿险公司的综合成长，假设 4 正确。

表 5.5 股权结构对寿险公司综合成长影响的回归结果

VARIABLES	(1) Growth3	(2) Growth3	(3) Growth3	(4) Growth3
STA	-0.746** (-2.39)			
FOR		0.740*** (3.80)		
SR1			-3.260* (-1.85)	
SR1 ²			2.753** (2.43)	
Z1				5.531*** (2.74)
Z1 ²				-3.178** (-2.24)
Pay	-0.025*** (-3.92)	-0.025*** (-3.85)	-0.025*** (-3.75)	-0.025*** (-3.80)
New Policy Premium	0.027*** (3.07)	0.027*** (3.14)	0.026*** (2.91)	0.026*** (2.95)
Liability	-2.679*** (-5.67)	-2.724*** (-5.87)	-2.612*** (-5.41)	-2.628*** (-5.62)
surrender	-0.062 (-0.92)	-0.064 (-0.97)	-0.067 (-1.01)	-0.064 (-0.97)
Constant	4.211*** (2.70)	3.851** (2.46)	4.793*** (2.77)	1.975 (1.22)
Observations	413	413	413	413
R-squared	0.407	0.408	0.408	0.418
Company FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES

注: Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.4 异质性分析

由于寿险公司的位置选择决定了人力资源和资金的补充速度,对公司成长有重要影响,而开放程度的不同也会影响寿险公司股权结构的选择,因此本文根据公司总部位置的不同进行异质性分析。将寿险公司分为两类,一类是公司总部位于北京、上海、广州和深圳,另一类为公司总部位于其他地方的寿险公司。

如下表 5.6 所示,总部位于北上广深的寿险公司共有 44 家,而位于四地以外的寿险公司共有 15 家。两类寿险公司进行对比,发现总部位于四地以外的寿险公司外资股比例和股权集中度明显偏低,可见地理位置会影响寿险公司的股权

结构和成长能力，有必要进行异质性分析。

表 5.6 总部位于不同位置的寿险公司之间的变量对比

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
	N	mean	min	max	N	mean	min	max
company	308	22.50	1	44	105	8	1	15
year	308	2,018	2,015	2,021	105	2,018	2,015	2,021
STA	308	0.365	0	1	105	0.390	0	0.925
FOR	308	0.226	0	1	105	0.203	0	0.500
SR1	308	0.506	0.188	1	105	0.376	0.116	0.500
SR1 ²	308	0.303	0.0354	1	105	0.162	0.0133	0.250
Z1	308	0.660	0	1	105	0.704	0.355	1
Z1 ²	308	0.556	0	1	105	0.552	0.126	1
New Policy	308	1.218	-0.705	44.14	105	3.697	-0.783	69.49
Premium Pay	308	1.958	0.000180	81.64	105	0.133	0.00102	0.894
Liability	308	0.896	0.525	1.166	105	0.828	0.415	0.971
surrender	308	21.08	14.82	25.39	105	19.82	14.59	23.17
Growth3	308	1.94e-09	-4.885	3.311	105	1.86e-09	-0.880	6.314
Number of company	44	44	44	44	15	15	15	15

首先对总部位于北上广深的寿险公司进行分析，回归结果见表 5.7。从股权性质来看，寿险公司的综合成长与国家股的系数为-0.588，在 5%的水平上显著，通过了统计检验。外资股与寿险公司的成长呈现没有显著的相关性。股权集中度与综合成长率为显著的非线性关系，整体关系呈现 U 型，当第一大股东持股比例增加时，不利于公司的成长，但是当第一大股东持股比例达到临界值时，再增加持股比例将会有利于寿险公司的成长。股权制衡度与寿险公司的成长关系也为非线性，Z1 与综合成长的系数为 5.338，在 5%的水平上显著，Z1² 与综合成长的系数为-3.974，在 10%的水平上显著，股权制衡度增加时先对公司的成长有促进作用，但是当达到临界值时，股权制衡度的提高将不利于公司的进一步成长。跟整体样本的回归结果相比，外资股对寿险公司成长的促进作用并没有通过显著性检验，本文认为理由如下：北上广深是我国的超一线城市，经济发展远超其他地区，寿险公司的经营和发展相比于国外也毫不逊色，因此外资入股带来的经营理念和技术并没有起到锦上添花的作用。

表 5.7 总部位于北上广深的寿险公司股权结构对公司成长影响的回归结果

VARIABLES	(1) Growth3	(2) Growth3	(3) Growth3	(4) Growth3
STA	-0.588** (-2.26)			
FOR		0.348 (0.89)		
SR1			-9.608*** (-5.40)	
SR1 ²			7.115*** (5.80)	
Z1				5.338** (2.17)
Z1 ²				-3.974* (-2.00)
New Policy Premium	-0.012 (-0.86)	-0.011 (-0.84)	-0.018 (-1.26)	-0.014 (-1.02)
Pay	-0.016*** (-2.95)	-0.016*** (-2.88)	-0.017*** (-2.80)	-0.016*** (-2.81)
Liability	-3.723*** (-4.16)	-3.770*** (-4.24)	-3.329*** (-3.13)	-3.606*** (-3.74)
surrender	-0.099 (-1.20)	-0.102 (-1.26)	-0.107 (-1.29)	-0.104 (-1.27)
Constant	5.973** (2.65)	5.778** (2.57)	8.293*** (3.66)	4.444** (2.06)
Observations	308	308	308	308
R-squared	0.256	0.255	0.271	0.262
Company FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES

注: Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

接着对总部位于四地之外的寿险公司进行回归分析, 具体回归结果如下表 5.8 所示。国有股与四地之外的寿险公司的综合成长之间的系数为-3.458, 外资股与综合成长之间的系数为-12.004, 都没有通过显著性检验。股权集中度与制衡度也和四地之外的寿险公司综合成长没有显著的相关关系。本文认为原因是存在异质性, 这类寿险公司的地理位置不占优势, 相较于北上广这些发达地区, 总部地区稍欠发展, 成长较慢。再加上这类公司基本都属于年轻公司, 成立年限基本不超过 20 年, 因此无法发挥股权结构对寿险公司成长的作用。

表 5.8 总部位于四地以外的寿险公司股权结构对公司成长影响的回归结果

VARIABLES	(1) Growth3	(2) Growth3	(3) Growth3	(4) Growth3
STA	-3.458 (-1.60)			
FOR		-12.004 (-1.14)		
SR1			1.707 (0.28)	
SR1 ²			-4.353 (-0.48)	
Z1				14.860 (1.68)
Z1 ²				-10.577 (-1.68)
New Policy Premium	0.040*** (3.89)	0.039*** (3.84)	0.039*** (3.80)	0.042*** (3.97)
surrender	-0.125* (-1.76)	-0.117 (-1.76)	-0.120 (-1.75)	-0.119* (-1.90)
Pay	-0.938 (-1.72)	-0.814 (-1.44)	-0.920 (-1.57)	-0.678 (-1.52)
Liability	-2.952** (-2.88)	-2.853** (-2.66)	-2.900** (-2.78)	-2.665** (-2.77)
Constant	6.716*** (3.13)	7.581** (2.26)	5.304** (2.54)	0.249 (0.08)
Observations	105	105	105	105
R-squared	0.797	0.794	0.795	0.810
Company FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES

注: Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.5 稳健性检验

2009 年,我国下达《商业银行对保险公司股权投资试点管理办法》之后大批商业银行纷纷开始入股保险公司。有数据显示,银行系保险公司通过控股银行销售的保险产品收入占其公司保费收入的 50%以上,中邮人寿、交银康联的占比甚至超过 90%,控股银行的分支机构渠道有效促进了银行系保险公司的成长。而这类保险公司具有其特殊的股权结构,几乎都以国有股为主,外资股占比不高,且第一大股东的持股比例都在 50%左右。因此,为了提高得出结论的稳定性,在剔除中邮人寿、建信人寿、农银人寿、工银安盛、交银康联、招商信诺、光大永

明、中荷人寿、中银三星、中信保诚这十家银行系寿险公司的相关数据后重新检验，以进一步提高模型的说服力。

剔除十家银行系寿险公司后，重新对能否使用主成分分析法进行检验，检验结果显示同样可以使用。衡量寿险公司“质”的成长的四个指标 KMO 值为 0.698，P 值为 0，衡量寿险公司“量”的成长的五个指标 KMO 值为 0.578，P 值为 0，衡量寿险公司综合成长的成长的九个指标 KMO 值为 0.681，P 值为 0。

首先对股权结构与寿险公司“质”的成长之间的关系进行检验。如表所示，国家股和国有法人股之和占总股本的比例与寿险公司“质”的成长之间的系数为 0.300，外资股占股比例与寿险公司“质”的成长之间的系数为 0.066，但是都不显著，即股权性质与寿险公司“质”的成长没有显著的相关性。从股权集中度的角度来看，也与寿险公司“质”的成长不存在显著关系。只有股权制衡度与寿险公司的“质”的成长之间存在倒 U 型关系，且在统计意义上显著。具体结果如表 5.9 所示。

表 5.9 股权结构对除银行系寿险公司“质”的成长影响的回归结果

VARIABLES	(1) Growth1	(2) Growth1	(3) Growth1	(4) Growth1
STA	0.300 (1.14)			
FOR		0.066 (0.24)		
SRI			-2.620 (-0.74)	
SRI ²			1.333 (0.55)	
Z1				7.781* (1.98)
Z1 ²				-4.599* (-1.75)
New Policy Premium	-0.006 (-0.72)	-0.006 (-0.71)	-0.007 (-0.77)	-0.007 (-0.86)
Pay	-0.004** (-2.41)	-0.004** (-2.41)	-0.004** (-2.50)	-0.004*** (-2.88)
Liability	-3.030*** (-4.23)	-3.020*** (-4.22)	-2.913*** (-4.02)	-2.897*** (-3.86)
surrender	-0.117 (-1.02)	-0.116 (-1.01)	-0.120 (-1.03)	-0.116 (-1.01)
Constant	5.161* (1.78)	5.221* (1.81)	6.069* (1.82)	2.491 (0.85)
Observations	343	343	343	343
R-squared	0.088	0.088	0.090	0.101
Company FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES

注: Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

其次对股权结构与寿险公司“量”的成长之间的关系进行检验。检验结果如下表 5.10 所示, 国家股和国有法人股之和占总股本的比例与寿险公司“量”的成长之间的系数为-1.322, 并且在 5%的水平上显著相关。而外资股与寿险公司“量”的成长之间呈现正相关关系, 在 1%的水平上显著。股权集中度与寿险公司“量”的成长之间呈现 U 型的非线性关系, 即股权集中度的提高会抑制寿险公司“量”的成长, 但是当股权集中度高于某个点后, 反而会促进寿险公司“量”的成长, 股权制衡度与寿险公司“量”的成长并没有显著的相关关系。

表 5.10 股权结构对除银行系寿险公司“量”的成长影响的回归结果

VARIABLES	(1) Growth2	(2) Growth2	(3) Growth2	(4) Growth2
STA	-1.322** (-2.49)			
FOR		1.022*** (4.91)		
SR1			-2.225* (-1.77)	
SR1 ²			2.520*** (2.82)	
Z1				3.307 (1.01)
Z1 ²				-2.160 (-0.96)
New Policy Premium	0.027*** (2.85)	0.027*** (2.87)	0.026*** (2.82)	0.026*** (2.72)
Pay	-0.026*** (-3.35)	-0.026*** (-3.26)	-0.026*** (-3.22)	-0.026*** (-3.21)
Liability	-1.632*** (-3.33)	-1.714*** (-3.66)	-1.626*** (-3.24)	-1.616*** (-3.54)
surrender	0.029 (0.49)	0.024 (0.43)	0.022 (0.39)	0.024 (0.42)
Constant	1.528 (1.37)	1.028 (0.91)	1.562 (1.40)	0.154 (0.12)
Observations	343	343	343	343
R-squared	0.463	0.463	0.459	0.459
Company FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES

注：Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

最后，检验股权结构对寿险公司综合成长的影响，如表 5.11 所示，国家股和国有法人股之和与综合成长率的相关系数为-0.725，且在 5%的水平上显著。而外资股与寿险公司的成长仍旧呈现出正相关关系，相关系数为 0.674，在 1%的水平上显著。SR1 与寿险公司综合成长的相关系数为-3.005，SR1² 与寿险公司综合成长的相关系数为 2.497，都通过了显著性检验，股权集中度与寿险公司的成长为正 U 型关系。Z1 与综合成长的相关系数为 5.527，Z1² 与综合成长率的相关系数为-3.301，都在统计意义上显著，与前文结论一致。

表 5.11 股权结构对除银行系寿险公司综合成长影响的回归结果

VARIABLES	(1) Growth3	(2) Growth3	(3) Growth3	(4) Growth3
STA	-0.725** (-2.41)			
FOR		0.674*** (3.75)		
SR1			-3.005* (-1.82)	
SR1 ²			2.497** (2.30)	
Z1				5.527*** (2.92)
Z1 ²				-3.301** (-2.53)
New Policy Premium	0.016** (2.28)	0.016** (2.31)	0.015** (2.19)	0.015** (2.14)
Pay	-0.020*** (-3.56)	-0.020*** (-3.49)	-0.020*** (-3.43)	-0.020*** (-3.43)
Liability	-2.839*** (-5.74)	-2.887*** (-6.01)	-2.768*** (-5.31)	-2.780*** (-5.42)
surrender	-0.057 (-0.81)	-0.059 (-0.86)	-0.062 (-0.89)	-0.059 (-0.86)
Constant	4.192** (2.67)	3.898** (2.48)	4.726*** (2.73)	2.087 (1.31)
Observations	343	343	343	343
R-squared	0.393	0.394	0.394	0.405
Company FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES

注: Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

6 研究结论与对策建议

6.1 研究结论

上述内容主要针对 2015 年——2021 年 59 家寿险公司的股权性质、股权集中度和股权制衡度与寿险公司成长之间的作用进行了实证检验。由此获得了以下几个重要检验结果：

(1) 股权结构对寿险公司综合成长的影响主要体现在“量”的成长方面，寿险公司“质”的成长与股权结构的关系不大，仅与股权制衡度之间呈现倒 U 型关系。国有股与寿险公司“量”的成长呈现负相关关系，国有股由于需要考虑承担社会责任，稳定经济运行，尤其是寿险需要发挥服务民生的作用，并不会一味的扩大规模，会在一定程度上对寿险公司“量”的成长产生影响，外资股与寿险公司“量”的成长呈现正相关关系，股权集中度也与寿险公司“量”的成长呈现显著的 U 型关系。股权结构的变化较少能影响寿险公司的内在成长能力，但是对于寿险公司的规模发展却有较大的影响力。

(2) 从股权性质来看，国有股会促进寿险公司“质”的成长，但在统计意义上不显著；受国有股与寿险公司“量”的成长关系的影响，国有股与寿险公司综合成长呈负相关关系，主要是寿险业的特殊性，寿险公司的国有股东在经营时更加会考虑保持寿险公司的稳定，发挥寿险的保障功能，始终坚持服务国家发展大局，不会一味的追求扩大经营规模。

外资股对寿险公司“质”的也呈正相关关系，但是并不显著。外资股的增加有利于寿险公司“量”的成长上，从而促进寿险公司的综合成长。说明外资股的引入有利于股权结构多样化，持续对外开放，引进优秀人才和外资，对寿险公司综合发展成长产生积极作用。

(3) 从股权集中度和股权制衡度来看，股权集中度与寿险公司综合成长呈正 U 型关系，股权制衡度与寿险公司综合成长呈倒 U 型关系。本文采用第一大股东的持股比例对股权集中度进行测算。研究发现，寿险公司第一大股东持股比例和寿险公司综合成长是正 U 型非线性相关，并且通过了统计学显著性检验。即在股权集中度较低的情况下，大股东会有利益侵占行为，会由于自身利益而损害其他股东的利益，此时提高股权集中度不利于寿险公司成长。但是，当股权集

中度提高到一定程度时，大股东会因自身股份的增加而呈现“利益趋同效应”，也就是大股东与中小股东利益趋同，大股东考虑到公司的利益会积极对经理人进行监督，从而促进寿险公司综合成长。股权制衡度选用第二大股东的持股比例除以第一大股东的持股比例进行测算。研究发现，该指标与寿险公司综合成长存在显著的“倒U型”非线性关系，说明寿险公司综合成长随着股权制衡度的增加先上升后下降。

6.2 对寿险公司的对策建议

6.2.1 提高“质”的成长能力

股东需要考虑寿险公司的内在成长能力，除了增加寿险公司的规模外，还要注重管理层的经营效率、产品研发投入、资源配置效率、公司内部文化的建立等事项。从寿险市场的现状来看，大部分寿险公司都把快速扩张、进一步提升自身市场份额放在了优先级较高的位置上，侧重于寿险公司的规模成长方面。然而，保险业规模上的发展一定程度上也受益于国家整体的快速发展。目前来看，保险业所面临的外部挑战不可小觑，全球经济发展不容乐观，股东需要转变寿险公司的成长模式，将寿险公司的成长重心放在“降本提质”上。

6.2.2 推动股权多元化

多元化的股权结构下，不同类型的投资主体可以相互监督，充分发挥各自的优势。要始终坚持公有制的主体地位和国有经济的主导作用，充分发挥国有股的优势，提高国有资本的运行效率。属于民营资本的自然人股和社会法人股往往有比较强的动力参与寿险公司的治理，促进寿险公司的成长。资质优良的外资股可以以其专业特色和经营方式，激发寿险公司的经营活力。因此，鼓励寿险公司的股权结构多元化，在充分发挥国有股优势的同时可以吸引经济实力强、治理结构健全、资质优良的民营企业 and 外资持股，从而提高寿险公司的成长能力。

6.2.3 选择合适的股权集中度

合理的股权集中度能够使控股股东的利益与中小股东利益一致、与公司整体利益一致，从而提高控股股东监督管理层的积极性，提高经营管理效率。本文研究发现，寿险公司的股权集中度和综合成长之间呈现正 U 型非线性相关，说明寿险公司股权结构中的“利益侵占”和“利益趋同”并存。随着股权集中度的提高，先是会抑制寿险公司的综合成长，当股权集中度到达一定程度时，利益趋同效应开始大于利益侵占效应，会促进寿险公司的综合成长。但是，也不能无限制的提高股权集中度，不同的寿险公司需要根据自身情况选择适合自己的股权集中度，以最大限度发挥控股股东的“利益协同”作用，使大股东和中小股东利益趋同，进一步推动寿险公司的综合成长。

6.2.4 落实持续深化对外开放要求

寿险公司要积极落实有关部门“提升对外开放水平，不断提升保险业对外开放的深度和广度，确保国家金融和经济安全”的相关要求。2018 年 4 月原中国银保监会宣布“将外资人身险公司外方股比放宽至 51%，3 年后不再设限”，2019 年 7 月原银保监会又提出“缩短外资人身险公司外方股比限制从 51%提高至 100%的过渡期至 2020 年”。自 2020 年 1 月 1 日起，正式取消经营人身保险业务的合资保险公司的外方比例限制，外方比例可达 100%。持续对外开放，引入优秀外资股可以优化公司的治理结构，获取寿险公司的发展资金，从而促进寿险公司的发展。与此同时，也要落实好外资机构投资者的准入门槛，防止恶意收购的行为发生。

参考文献

- [1]Hardwick P, Adams M. Firm Size and Growth in the United Kingdom Life Insurance Industry[J]. Journal of Risk & Insurance, 2002, 69(4) : 577-593.
- [2]Choi, B. P. and M. A. Weiss. An Empirical Investigation of Market Structure, Efficiency, and Performance in Property-Liability Insurance [J] . Journal of Risk and Insurance, 2005. 72(4) : p. 635-673.
- [3]Cummins, J. D., Rubio-Misas, M. Deregulation, Consolidation, and Efficiency: Evidence from the Spanish Insurance Industry[J]. Journal of Money, Credit, and Banking, 2006, 38(2) : 323-355.
- [4]Santarelli, E., and M. Vivarelli. “Entrepreneurship and the process of firms ” entry, survival and growth, Industrial and Corporate Change, (2007), 16(3) : 455-488.
- [5]Coad, A. A Closer Look at Serial Growth Rate Correlation. Review of Industrial Organization. (2007) 31(1) : 69-82.
- [6]Cummins, J. D. and Xie, X. Mergers and Acquisitions in the US Property-Liability Insurance Industry: Productivity and Efficiency Effects[J]. Journal of Banking & Finance, 2008.
- [7]Choi B P. The U. S. Property and Liability Insurance Industry: Firm Growth, Size, and Age [J] . Risk Management and Insurance Review, 2010, 13(2) : 207-224.
- [8]Adams M, Andersson L F, Hardwick P, et al. Firm size and growth in Sweden’ s life insurance market between 1855 and 1947: A test of Gibrat’ s law[J]. Business History, 2013, 56(6) : 956-974.
- [9]Cummins J. D, Weiss M. A. Analyzing Firm Performance in the Insurance Industry Using Frontier Efficiency and Productivity Methods[M]. Handbook of Insurance, 2013, 795-861.
- [10]Wulandari S, Cabanda E. Determinants of Cost Efficiency and Productivity Growth of the Indonesian Insurance Industry[J].

International Journal of Knowledge-Based Organizations,
2016, 6(2): 70-82.

[11]Anandarao S, Durai S, Goyari P. Efficiency Decomposition in Two-Stage Data Envelopment Analysis: an Application to Life Insurance Companies in India[J]. Journal of Quantitative Economics, 2019, 17(2): 271-285.

[12]李霞. 影响我国中小企业成长的主要因素分析[J]. 技术经济, 2003, (5) : 36-37.

[13]徐莉萍, 辛宇, 陈工孟. 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J]. 经济研究, 2006(1):90-100.

[14]赵桂芹, 周晶晗. 公司成长与规模是否遵循 Gibrat 法则——对我国非寿险公司的实证检验[J]. 产业经济研究. 2007(03):11-16.

[15]曹廷求, 杨秀丽, 孙宇光. 股权结构与公司绩效:度量方法和内生性[J]. 经济研究, 2007(10):26-137.

[16]谢晓霞, 李进. 股权结构、董事会特征与业绩研究——中国保险公司的治理结构分析 [J]. 保险研究, 2009, (8):90-95.

[17]侯建仁, 李强, 曾勇. 风险投资、股权结构与创业绩效[J]. 研究与发展管理, 2009, 21(4):10-19.

[18]刘占国. 我国中小型寿险企业发展研究[D]. 南开大学保险学, 2010.

[19]赵晨, 章仁俊. 股权结构特征与企业成长关系研究[J]. 统计与决策. 2010(13):147-149.

[20]佟岩, 陈莎莎. 生命周期视角下的股权制衡与企业价值[J]. 南开管理评论, 2010(1):108-115.

[21]邵全权. Gibrat 法则是否适用于中国寿险公司——兼论寿险公司规模与成长的影响因素[J]. 财经研究, 2011, (10) : 15-25.

[22]梁芹, 陆静. 基于三阶段 DEA 模型的中国寿险市场效率研究[J]. 经济管理, 2011, 33(07):149-155.

[23]陈德萍, 陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007~2009 年中小企业板块的实证检验[J]. 会计研究, 2011.

- [24] 王晓英, 彭雪梅. 国有上市保险公司股权结构对经营绩效的影响研究[J]. 保险研究, 2011(4):28-35.
- [25] 蔡华, 张宁静. 企业成长的影响因素——基于中国寿险业的实证研究[J]. 保险研究, 2012, (1) :60-70.
- [26] 段伟宇, 师萍, 陶建宏. 创新型企业股权结构与成长性的关系研究——基于沪深上市企业的实证检验[J]. 投资研究, 2012, 31(5) :79-90.
- [27] 李维安, 李慧聪, 郝臣. 保险公司治理、偿付能力与利益相关者保护[J]. 中国软科学, 2012, 08:35-44.
- [28] 李秀芳, 卞小娇, 安超. 寿险企业成长模型: 基于 Gibrat 法则的实证检验[J]. 保险研究, 2013, (3) :88-99.
- [29] 刘玉焕. 寿险产品集中度对保险公司经营绩效的影响及传导路径研究[J]. 南方金融. 2013(09):64-68+77.
- [30] 叶成徽. 寿险公司股权结构的国际比较及其启示[J]. 特区经济, 2014(05):113-118.
- [31] 陈强, 《高级计量经济学及 stata 应用》[M]. 北京: 高等教育出版社, 2014.
- [32] 杨洋. 基于公司治理的企业成长研究[D]. 东南大学, 2014.
- [33] 江涛, 范流通, 景鹏. 两阶段视角下中国寿险公司经营效率评价与改进——基于网络 SBM 模型与 DEA 窗口分析法[J]. 保险研究, 2015(10):33-43.
- [34] 蒋绵绵, 杜朝运, 常雪凌. 中国寿险公司股权结构与成本效率关系的实证研究[J]. 统计与信息论坛, 2015, 30(06):67-72.
- [35] 杨霞, 汪志远, 王丽斯. 银行系与非银行系寿险公司经营效率比较研究[J]. 金融理论与实践, 2016, (3).
- [36] 孙强. 费率市场化视角下的寿险公司经营效率分析——基于 SFA 和 DEA 的对比分析[J]. 保险研究, 2017(06):49-58.
- [37] 完颜瑞云, 周小菲, 陈滔. 我国寿险公司成长的路径选择及影响因素分析[J]. 保险研究. 2018(07):45-59.
- [38] 乔明哲, 吴为民, 徐士伟, 杨笑. 股权集中、R&D 强度与创业企业成长——来自深圳创业板的证据[J]. 北京理工大学学报(社会科学版).

2019, 21 (06) :80-89.

[39]毛颖,孙蓉,甄浩. 保险公司股权结构对风险承担行为的影响研究[J]. 保险研究, 2019(07) :14-28.

[40]王博文,郝臣. 保险公司股权结构对风险承担影响的实证研究[J]. 兰州财经大学学报. 2020, 36(04) :1-15.

[41]陈燕玲,葛晶晶. 股权结构对银行系寿险公司经营效率的影响——基于 DEA-Tobit 模型两步法分析[J]. 金融发展研究, 2020(06) :75-80.

[42]吴望春,李春华. 近十年中国寿险公司经营效率分析及中外资对比——基于 DNSBM 模型的寿险应用实例[J]. 中央财经大学学报, 2020(02) :38-55.

[43]祝继高,苏嘉莉,黄薇. 股权结构、股权监管与财务业绩——来自中国寿险业股权监管的经验证据[J]. 会计研究, 2020(06) :61-74.

[44]许晴. 产品结构对寿险公司经营效率的影响研究[D]. 西南财经大学, 2020.

[45]马连福. 股权结构设计与公司治理创新研究[J]. 会计之友. 2020(17) :2-7.

[46]易李卓坤. 我国寿险公司股权集中度对经营绩效影响的实证研究[D]. 湖南大学, 2021.

[47]王丽珍,肖淦丹,田嘉晴. 股权结构对财险公司风险承担行为影响的实证研究[J]. 保险研究, 2021(02) :17-30.

[48]杜强强. 股权结构对银行系寿险公司经营绩效的影响研究——以 8 家寿险公司为例[D]. 石河子大学, 2021.

[49]石实. 股权结构、股东异常行为与中小银行风险承担——基于我国 70 家城商行 2015—2019 年的实证研究[J]. 金融理论与实践. 2022(05) :61-69.

[50]汪小龙,邹小磊. 股权结构影响企业经营增长路径研究——基于资源获取中介效应的检验[J]. 北京科技大学学报(社会科学版). 2023, 39(03) :340-352.

[51]孟乐元,高孝廉,张檬予,刘振强. 股权结构、风险偏好及中小银行经营绩效研究——基于 24 家上市中小银行的分析[J]. 西部金融. 2023(01) :41-48.

[52]彭雪梅,邓启平. “开放—稳定”抑或“开放—脆弱”？外资持股对寿险

公司财务稳定性的影响[J]. 保险研究. 2023 (04) :15-28.

[53]刘璐, 王小涵, 魏龙飞. 寿险公司股权结构对经营绩效的影响——基于经理人代理成本视角[J]. 财经理论与实践. 2023, 44 (05) :19-25.

后记

行文至此，感慨万千。若白驹之过隙，三年的研究生学生生涯即将结束，求学期间学到的理论知识与为人处世的道理将使我受益一生。即将毕业之际，三年的时光如幻灯片一般在眼前闪过，刚踏入校园的憧憬与忐忑，静心学习后的收获与喜悦，挑灯夜读时的坚定和执着，在课堂上发言时的自信和沉着，都是自己作为学生的美好回忆。正是这段学习时光，丰富了我的专业知识，也丰富了我的人生阅历，让我的论文得以成行，也让我有了更多前行的动力。

首先，我要感谢老师。感谢所遇到的每一位老师，他们严谨的学术态度和扎实的学术水平，让我受益匪浅，在日常学习中他们对我倾囊相授，在论文开题和中期检查期间也给我提出了很多宝贵的意见。在这里尤其要感谢我的导师，不仅在日常生活中时刻关心我的身心健康，会在我遇到挫折，情绪沮丧时与我分析我现存的优缺点，助我向上，而且从论文选题到中期检查再到终稿，始终亲力亲为，给我的论文提出了很多重要的修改建议。

其次，我要感谢我的父母。我的父母虽不善言语表达，但他们为我做的每一件事都在诉说着对我的爱意。从小到大，他们尊重我的意见，支持我的决定，培养了我独立、自强的性格。在我求学期间，他们一如既往的给予了我最大的帮助和支持，会不时询问我是否按时吃饭，是否按时休息，倾尽他们所有来爱我，感谢爸妈，我真的很爱我的父母。

最后，还要感谢我的室友与同学们，我只身一人来到千里之外求学，是我的室友让我在寝室感受到了家的温暖，让我可以缓解思乡之情，心无旁骛的专注学习。我的同学们也在日常生活和论文写作过程中给我以许多鼓励和帮助，感谢他们。

这是终点亦是起点，之后，我会将所学到的所有理论知识运用到实际生活，实现我的人生梦想。