



Thèse professionnelle

2019

Open Access

This version of the publication is provided by the author(s) and made available in accordance with the copyright holder(s).

The Determinants of the Success of Private Equity Fund with Insurance Background

Cao, Wei

How to cite

CAO, Wei. The Determinants of the Success of Private Equity Fund with Insurance Background.
Doctoral thesis of advanced professional studies (DAPS), 2019.

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:177913>

保险背景私募股权基金交易成功的决定因素

论文提交至

清华大学 与 日内瓦大学

用于满足部分要求

专业学位申请

应用金融学博士学位

(财富管理方向)

曹炜

(学号N° 58485)

教导: Harald Hau教授
瑞士日内瓦大学

副教导: 田轩教授
清华大学

2019年9月

声明

本人声明已阅读清华大学和日内瓦大学发布的相关反抄袭文件。

本人声明本论文由个人独立完成，是个人的研究成果。本论文任何责任归于作者，绝不是清华大学或日内瓦大学的责任，也绝不是导师的责任。

本人声明，论文中所有的信息来源均以完整和准确的方式加以引用，包括因特网上的资料来源。本文还明确指出了对本文所涉研究工作做出贡献的其他个人和团体。

本人清楚地知道不引用来源或没有正确引用是剽窃行为。剽窃在大学内被视为严重错误，会受到相应的惩罚。

鉴于上述情况，我谨此声明本论文为原创作品。

作者签名： 曹炜 日期：2019年9月

摘要

私募股权基金起源于 20 世纪 40 年代年的美国，经过 70 多年的发展，私募股权基金在全球范围内已经发展成为继银行信贷和公开募股之后的第三大企业融资方式。20 世纪 80 年代，中国引入私募股权投资基金，伴随着中国经济发展和政策引导，私募股权基金进入快速发展期。与此同时，保险机构因其负债周期长、资金成本低和供应稳定等特点，成为私募股权基金市场的重要机构投资者之一。

保险背景私募股权基金，不但可以丰富中国巨额保险资金的创新运用，而且可以有效的将保险资金与中国的产业发展联系起来打造保险生态产业圈，加速实体经济与金融业的发展，这对于新时代中国特色社会主义背景下，深化金融供给侧改革，推动保险业和私募股权基金产业高质量发展具有重要的现实指导意义。

本文基于文献分析法、专家访谈和案例分析的研究方法，主要研究内容为：第一章为引言部分，主要介绍了文章的研究目的、现状、方法以及创新和不足之处。第二章为理论基础与文献综述部分，分别介绍了国内外的研究情况。第三章为保险资金参与私募股权基金交易部分，主要从中国保险公司投资私募股权基金的原因、发展现状及与非保险背景公司的比较三个部分说明保险资金参与私募股权基金交易的情况。第四部分为保险背景私募股权基金的决定因素部分，采用专家调查法和案例分析法找出影响保险背景股权投资基金交易成功的决定因素。第五部分为总结和政策建议部分，基于文章的研究，对保险背景股权投资基金的未来发展给出一些政策建议。

关键词：私募股权基金；保险；决定因素；

目 录

保险背景私募股权基金交易成功的决定因素.....	1
摘要.....	3
目录.....	4
图表索引.....	5
第 1 章 引言.....	6
1.1 研究目的和研究主题的界定.....	6
1.2 研究方法.....	7
1.3 论文的创新点与不足之处.....	8
第 2 章 文献综述.....	10
2.1 国外文献综述.....	10
2.2 国内文献综述.....	11
第 3 章 保险资金参与私募股权基金交易.....	14
3.1 中国保险公司投资 PE 的原因.....	15
3.2 中国保险背景 PE 发展现状.....	16
3.3 中国保险投资 PE 存在的风险.....	17
3.4 保险背景与非保险背景 PE 的比较.....	18
第 4 章 保险背景 PE 成功的决定因素.....	21
4.1 根据 30 个专家访谈确定的决定因素.....	21
4.2 根据案例分析确定的决定因素.....	25
第 5 章 结论与建议.....	35
5.1 总结.....	35
5.2 未回答的开放性问题.....	35
5.3 政策建议.....	36
附录 1: 30 位保险从业人员具体名单表.....	38
附录 2: 30 位保险从业人员访谈内容.....	39
附录 3: 30 名保险从业人员口头访谈打分表.....	40
附录 4: 5 名保险高管人员专家访谈.....	41
致谢.....	42
参考文献.....	43

图表索引

图 1：保险背景私募股权基金投资结构图.....	19
图 2：非保险金融机构 or 其他企业私募股权基金投资结构图.....	19
图 3：药明康德以月为单位 K 线图.....	76
图 4：Lemonade 2017Q4-2019Q1 损失率.....	82
表 1：2006-2008 年中国保险资金投资结构情况及占比表 单位：亿元.....	15
表 2：2017-2019 年中国保险资金投资结构情况及占比表 单位：亿元.....	15
表 3：保险资金投资私募股权基金典型案例表.....	16
表 4：专家访谈人员统计情况表.....	21
表 5：专家访谈结果整理表.....	23
表 6：公司 2014-2018 年财务情况对比表（单位：亿元）.....	27
表 7：药明康德关键性指标（数据采取时间：2019年7月26日，一季报数据）.....	28
表 8：Allianz X 对与保险相关的数字业务12项直接投资（2016 年至 2019年）.....	30

第1章 引言

1.1 研究背景和研究主题

纵观保险资金投资的市场化历程，保险机构因为其负债周期长、资金成本低和供应稳定等特点，一直是私募股权基金市场的重要机构投资者。保险机构发起设立下属私募股权基金管理人是由其内生需求驱动的，是保险机构资产管理能力建设到一定程度后的必然发展阶段。在 2012 年以前，由于监管政策限制导致的保险投资标的、渠道单一，大部分保险资金只能投资于银行理财和银行间债券市场，收益率水平较同类金融产品处于明显劣势。截至 2012 年末，保险资金实际投资股权账面余额为 1971.8 亿元，占全行业资金运用余额的 2.88%，其中保险资金直接投资占比为 98.65%，间接股权投资（认缴私募股权基金）占比 1.35%，账面余额仅为 26.7 亿元，以中国人寿集团投资规模为主。原保监会在 2012 年开始逐步实行保险资金投资的市场化改革，保险公司自身也开始加大投资团队建设、产品创新和渠道拓展的力度，整体收益率水平得到明显提升。国务院在 2014 年 8 月的《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（又称保险“新国十条”）中首次提出了“允许专业保险资产管理机构设立夹层基金、并购基金、不动产基金等私募基金”，鼓励保险机构探索设立下属私募股权基金管理机构。在监管部门的政策指引下，以光大永明资产发起设立国内首家保险背景私募股权投资管理机构合源资本为标志，国寿投控、太平资产等保险资管公司已先后设立了下属私募股权基金管理公司，保险机构开启了从有限合伙人向普通合伙人转变的新阶段。从 2012 年到 2015 年，保险业的资产管理规模从 7.36 万亿快速上升至 11.18 万亿。保险公司参与直接股权投资和间接股权投资（投资私募股权基金）的范围和比例均得到一定程度放宽，但监管政策仍要求保险机构不得设立或参股投资机构，即保险资产管理机构不能作为普通合伙人发起设立私募股权基金。由于保险公司的风险偏好依然很低，该阶段新增资产配置以集合资金信托计划、基础设施债权投资计划、投资性房地产等未来现金流明确、增信程度高的非标产品为主。随着保险资金管理规模的不断增长，保险公司所面临的资产负债不匹配、整体收益率低、投资渠道单一的问题日益严重。2018 年 10 月，银保监会发布了修订后的《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》，对 2010 年发布的《保险资金投资股权暂行办法》相比较，进一步降低了保险公司间接投资股权的门槛，使得更多的保险机构可以参与间接股权投资。同时，新规取消了投资未上市股权及相关金融产品的账面余额不高于本公司上季末总资产的 5% 的限制，并放宽了投资比例，使单一保险公司投资于同一基金的账面余额上限从基金规模的 20% 提升至 30%，整个保险集团（控股）的合计金额可达到基金发行规模的 60%，进一步鼓励保险公司投资于私募股权基金。

保险资金是金融市场中最重要且必不可少的资金之一，是社会融资的重要方式，近年来，中国保险业成长迅速，根据中国保险资产管理业协会统计，2018年保险资金余额 164088.38 亿元，可见中国保险业资金积累了大量的富余资金。保险公司作为审慎的机构投资者，投资于私募股权投资基金具有重要的现实意义。中国人民银行原副行长、国家外管局原局长吴晓灵女士曾说过“中国不缺资金，但是缺乏把这些资金组合起来的工具”^[1]，保险业长期以来具有负债周期长、资金成本低和供应稳定等特点，导致保险资金体量大，资金投资压力巨大，因此开展保险背景私募股权投资基金具有微观和宏观两方面的现实意义，从微观上讲，保险资金投资私募股权基金有利于保险公司打造保险产业生态圈，有利于保险资金高效、创新运用，同时也有利于资金需求企业的协同发展。从宏观上讲，保险资金投资私募股权基金一方面可以解决我国金融资金长期的结构性配置失调问题，促进金融市场发展；另一方面保险资金投资股权私募基金可以加快传统产业转型升级，发展国家战略性和新兴产业，推动中国的产业整合和结构调整，为中国产业供给侧结构性改革贡献力量。

本文以保险机构设立并管理的私募股权基金作为研究对象，其中，私募股权投资基金（Private Equity），简称 PE，是指以专业基金管理公司作为运作平台，以基金方式作为募集载体，从事私人股权投资的基金，一般情况下有上市公司非公开交易股权和投资非上市公司股权两种类型。私募股权投资基金一般而言具有投资项目期限较长，流动性不佳，具有一定的附加价值，高风险与高收益并存的特点。本文在系统研究我国保险机构股权投资的原因、发展现状和特点的基础上，通过专家访谈法和案例分析法对国内保险背景私募基金进行分析，识别我国保险背景私募股权基金交易成功的决定性因素，总结出我国保险背景私募股权基金参与股权交易所面临的机遇和挑战，为我国保险资金自主开展间接股权投资管理业务提出具有建设性的参考建议。

1.2 研究方法

中国保险资金参与私募股权投资基金正处于发展阶段，还未有充分的数据进行计量分析，为了使得本文的分析具体且具有代表性，本文采取专家访谈法和案例分析法，具体如下：

1. 专家访谈法。影响私募股权投资基金投资成功的因素众多，本文拟采用文献分析法和专家访谈法相结合的方式确定其中的重要因素。具体而言，影响私募投资基金投资成功与否的关键涉及到投资方和被投资标的公司两个方面，其中影响投资方的主要因素为投资策略的合理性、尽职调查过程、估值方法和合理性等方面，而影响被投资标的公司的为财务、生产、技术、管理、市场五大方面，而每一个方面下又有众多小的指标对其起到决定性作用，以财务因素为例，影响财务因素的细分指标可能有募集资金使用的合理性、年度预算、资产负债率、应

收账款周转率等。因此，本文第一步使用文献分析法，通过对中国知网上所有关于私募股权基金投资成功因素的文献进行分析，找出其中的可能重要指标；第二步组织 30 名行业里的工作职员对所选择的指标进行评估，筛选其中的重要性指标；第三步组织 5 名行业里的高管人员对重要指标进一步把关，最终确定决定因素。

2. 案例分析法。为了能更好的说明保险背景 PE 的决定因素，本文选择一个实际案例，探寻典型案例中影响 PE 交易成功的决定因素。为了使得所选择的案例具有代表性，所以选择的案例应该具有两个特点：第一，所选案例所处的行业为中国股权投资的重点行业，2017 年中国股权投资前十大行业依次为互联网（22.5%），IT（21.5%），医疗健康（13.5%）、娱乐传媒（10.6%）、金融（6.8%）、电信及增值服务（6.8%）、机械制造（5.9%）、电子及光电设备（5.1%）、教育培训（3.9%）、清洁技术（3.4%）。除此之外，遵循我们在论文中讨论的投资逻辑，保险背景私募股权基金应该围绕医疗健康、教育培训、养老、汽车等符合保险战略投资方向的行业积极进行财务性投资布局，因此案例选择定位在医疗健康行业、机械制造行业。第二，所选投资企业应该在行业中具有典型特征，被投资企业主营产品市占率较高。根据这两点，初步筛选确定的投资案例为国寿大健康基金投资药明康德。

3. 比较分析法。也称为对比分析法，一般分为静态比较和动态比较两种，其中静态比较是指同一时期不同事物之间的比较，说明两种事物的差异；动态比较一般是同一事物不同时期变化的比较，借以了解经济活动的变化。本文采用两种比较方法相结合的手段，其中静态比较分析主要应用在中国保险背景和非保险背景私募股权基金的区别上，动态比较分析主要应用在案例分析上，即所选择案例在被投资前和投资后的表现的差异上。

1.3 论文的创新点与不足之处

论文的创新点与不足之处在于：

1. 论文的创新点。本文的创新点体现在两个方面：第一，选题角度的创新。随着保险背景私募股权投资基金的发展，其重要性凸显，但是目前就国内的研究来看并不多见，以保险和私募股权作为关键字在中国知网上搜索，自 2006 年至今，每年研究不足 5 篇文章，且内容集中在保险私募股权发展现状、存在的问题及其风险防范三大方面，并没有人系统完整的研究保险背景私募股权投资基金交易成功的决定因素，因此，本文以此为研究视角进行展开。第二，研究方法的创新。关于保险背景股权私募基金交易成功的决定因素相关资料的难获得性也促使本文选择专家访谈方法和案例研究方法进行研究，这是目前研究这一领域少有的，也是本文区别于其他文章之所在。

2. 论文的不足之处。本文的不足之处在于两个方面：第一，由于私募股权投资的私募性质，导致现在并没有完整且系统的公开数据，且很多非公开信息难以获取，所以本文缺乏足够的数据库支持，仅就专家访谈和案例企业进行了数据调查，不能使用经验分析方法对数据进行模拟回归，验证本文的重点结论。第二，在案例研究部分，我国保险机构从 2015 年才获准发起设立的私募股权基金管理公司，目前多家保险背景私募管理机构的经营模式仍然在摸索过程，关于股权投资策略、与上级保险机构之间的协同互动、投资团队激励和约束机制等内容还在不断完善中，投资案例的数量也有限，各个保险公司存在个体性的差异问题，所以研究结论会产生细微的差异，这些研究不足之处将会在未来的研究中进行改善。

第 2 章 文献综述

2.1 国外文献综述

国外对保险背景私募股权基金的研究较早，私募股权投资在制度规模上始于 20 世纪 70 年代，大规模的学术研究差不多在 30 年之后出现，本文介绍其中比较典型的文献。主要有：

1. 保险公司参与私募股权投资的原因分析。Diamond（1984）的研究发现保险公司作为专业的机构投资者具有更强的风险管理理念和风控体系，可以为被投资企业提供在内部管理和外部资源等方面的支持，从而提升被投资企业的管理质量。^[2] Khanna & Yafeh（2005）的研究发现保险公司具备很强的信息采集和整合能力，可以有效消除保险机构与被投资企业之间的信息不对称现象。^[3] Engel（2015）认为保险投资私募股权基金能够推动创新经济的发展，改善经济效率。保险公司参与股权投资的方式。Koh（2003）的研究发现，保险机构出于自身风控体系的要求，一般会深度参与公司董监事会的治理，从而减少被投资企业管理层的财务舞弊行为，提升被投企业的财务管理质量。^[4] Nahata（2016）认为保险公司参与股权私募投资的方式有分阶段投资和联合投资，分阶段投资的重要原因在于要关注被投资企业的经营绩效，以使得投资企业不断的监控被投资企业的盈利情况。而联合投资的原因则在于保险公司投资资金有限，需要更多的企业进行资金联合才能对重大项目进行投资。

2. 保险公司私募股权基金交易成功决定的因素。Diamond（1984）提出私募股权基金的管理人在消除信息不对称风险上较普通投资人具备比较优势，私募基金管理人在项目筛选、尽职调查和投后管理方面有一整套信息获取和评估机制，可以用更低的成本和更高的效率获取和处理信息，从而有效消除信息不对称现象。Lipuma（2011）关注了企业投资和尽职调查方面，认为投资方的尽职调查对投资企业成功与否具有决定性的作用，因为在委托-代理的环境下，容易产生道德风险的逆向选择问题，多以极其容易导致信息不对称或者贿赂等问题造成投资失败。Armor 和 Cumming（2006）认为宏观经济制度，包括公共政治、国家政策、法律环境极其制度等都对保险背景私募股权投资资金产生重要的影响，对交易成功起到宏观环境的作用，Waston（2008）也对这一观点表示认同。

除此之外，有两个重要的研究：Ludovic Phalippou（2014）认为基准的选择在研究私募股权基金业绩的各个方面起着至关重要的作用，因此作者使用 2012 年 3 月下载的 Preqin 现金流量数据集，包括 392 个美国基金，使用计量实证的计算方法得出：公开买断基金现金流数据足以复制最近但专有数据集的最新发现，且平均收购基金的表现优于标准普尔 500 指数，平均优于 5.7 个百分点，但是文章的缺点在于缺少更加详细的数据造成的很难得到精准的近似值。^[5]

Ma等人（2016）从中国的实际出发，立足于 2005 年中国股权分置改革之前和之后国有产权与非国有企业在并购市场表现的对比，使用实证的分析方法研究国家所有权对并购结果的影响，实证数据结果显示，国有收购方在合并后的长期业绩改善幅度要大，这主要是因为中国的国有企业在并购交易中主要是中央或者地方政府或者母公司进行协助，这说明政府及其代理人在资本市场重组过程中具有重要的作用，并且国有企业并购产生的协同效应应该由市场自由化来实现。^[6]

2.2 国内文献综述

中国国内对保险背景私募股权基金的研究较晚，但是成果丰富，主要有：

1. 保险公司参与私募股权投资的原因分析。保险公司参与私募股权投资的原因主要有：第一，满足保险资金资产-负债、投资-回报匹配需求，如吴晓蕾、王宇、温骊骊（2008）的研究认为保险资金厌恶短期波动，追求长期稳定收益，设立或投资私募股权基金可以满足保险资产负债匹配的需要，是保险资金管理追求“集中专业化”的未来趋势。保险机构具有丰富的市场资源和专业的投资能力，这些优势会推动其自行设立或参与注资私募股权基金。^[7]王颢（2016）的研究发现由于中国债券市场缺乏久期足够长的债券品种，长期资产缺失导致保险资金出现资产负债不匹配、“长钱短用”的问题，投资私募股权基金有助于提升保险资金对长期资产的配置。在实践中，保险资金配置私募股权基金面临着积极追求高于债券投资的长期回报、渴望短期收益与要求投资风险相对可控三者之间的现实矛盾。考虑到我国各阶段私募股权基金普遍存在的投资收益的“J-Curve”现象，作者提出险资投资私募股权基金应以类优先股、类夹层基金和类 FOF 基金的方式投资。第二，提高资金收益水平，分散风险，实现投资双方共赢。^[8]郭伟（2010）对私募股权基金在国内外的发展情况进行了对比研究，认为保险公司开展私募股权投资能够有效提高资金收益水平，形成良性循环。保险机构应积极做好人才和技术储备，提前建立完善的内部风控体系。^[9]陈文辉（2013）从保险监管机构的视角，分析了保险资金股权投资的重要意义、发展模式、国内外监管模式等内容，探讨了我国保险资金参与股权投资的可行性和实施路径，并提出了完善退出渠道、加大财政税收政策支持力度等宏观政策建议。^[10]于良（2016）从股权交易利益相关者（投资者和被投资者）的角度，对保险资金股权投资动因进行实证研究，认为保险公司具有金融投资机构和法人投资机构双重身份，其股权投资不仅能实现超额收益、分散风险的作用，还可以通过与被投资公司深度合作，产生协同效应，有利于提升保险公司竞争力和可持续发展。另外，保险公司股权投资有利于被投资公司提高公司治理水平和融资结构，实现投资人和被投资人的利益双赢。^[11]第三，有助于保险企业和被投资企业协同发展。左进（2017）认为保险公司通过设立保险私募股权投资基金，围绕保险主业开展汽车、养老、医疗等产业的投资，有助于建立保险生态圈，推动业务协同发展，是保险业高效对接实体经济的有效方式。针对保险资金现有投资考核、评估机制与股权投资不相匹配的现状，建议逐步推行“投

保联动”的评估制度体系，包括：以总体收益考核替代个体收益考核、以存续期考核替代年度收益考核、增加对保险主业的协同效应考核指标等。^[12]陈成（2017）认为保险业目前面临严峻的利差损压力，过去依靠内部金融交易来制造资产端收益率的客观环境已不复存在，保险资本应该寻求与高 ROE 的产业资本合作，以股权投资的方式将产业资本的 ROE 转化为保险业资产端的收益率。陈成还提出保险资金投资于与主业相关的汽车、医疗健康、养老等延伸领域，有助于提升保险主业风险控制能力，降低理赔成本；有助于提升保险产品竞争力，开拓销售市场；有助于保险公司做好细分市场客户管理。^[13]

2. 保险公司参与股权投资的方式。保险公司参与股权投资的方式有直接股权投资和间接股权投资。第一，对于保险公司的直接投资的研究有，吴晓蕾、王宇、温骊骊（2008）认为随着保险机构直接投资规模的不断增长，对私募股权投资在机制、技术以及投资文化上提出了新的要求，在适当领域将直接股权投资转为产业基金运作是一个必然趋势。通过搭建科学治理平台，依靠市场化机制来寻找专业化管理团队。在初设私募股权基金时，保险集团内部委托人仍然会是主要投资者，但对所有投资者要公平对待，最终基金的投资者构成应该由市场来选择。第二，对于保险公司间接投资的研究有，于良、孙健（2016）通过研究发现大型保险集团偏好直接投资模式，中小保险公司多以间接投资私募股权基金获取投资收益。提倡建立针对外部私募股权机构投资管理能力的信用评级体系，降低逆向选择风险。同时通过产品结构等方式对受托人形成声誉约束和行为约束机制，促使双方利益目标一致化。第三，通过专门的投资管理部门进行投资的有，陈文辉（2013）认为保险资管机构在积累了专业团队和业务基础后可以借鉴国外保险同行和国内券商、信托行业的做法，将股权事业部分拆设立独立子公司，专项从事私募股权产品的投资管理业务，针对不同保险资金的特性进行产品创新。从投资策略来看，陈成（2017）认为保险资金投资股权可分为战略投资、财务投资和产业投资。战略投资是大型保险公司围绕牌照和功能开展的投资布局，体量大、持股比例高，强调功能协同。财务投资基于投资收益的考量，一般不介入公司日常管理。产业投资着眼于具有战略价值的财务投资，一般会对持股比例和董事会有特殊要求，目的在于获取保险业务和投资业务的综合收益。在投资工具方面。除此之外，关于夹层投资的有，凌秀丽（2015）提出从平衡收益性和安全性的角度看，夹层投资是保险机构开展私募股权投资业务的优选方式。保险机构应灵活运用夹层投资股债结合的特点，在权益债务比重、分期偿款方式、资本稀释比例、利息率结构、企业未来价值分配等方面进行灵活的结构设计，在提供有效担保和分红保障安全的前提下，获得较好的投资回报。

3. 保险公司私募股权基金交易成功决定的因素。目前来看，此方面的研究非常有限，仅存的研究有程国平等人（2011）认为项目选择对私募股权投资机构是否能够盈利起着决定性作用。为使私募股权投资机构更加科学有效地选择合适的项目，在分析私募股权投资项目评价方法的基础上，结合 BP 神经网络的特点，探讨了基于 BP 神经网络的私募投资项目评价方法。模拟结果表明，BP 神经网络可以更加有效、准确地对项目进行评价，为投资机构提供决策依据。魏景芬（2012）采用了文献分析法和专家访谈法确

定了影响私募股权基金的因素，如市场因素、财务因素、生产因素等多方面，并将每个因素的影响子因素确定下来，采用 AHM法和熵值法确定了每个影响因素权重的大小，以模糊数学原理为基础构建了私募股权基金投资项目的综合评价模型，并以 A 企业为例，验证了 A 企业的投资风险情况。

第 3 章 保险资金参与私募股权基金交易

3.1 中国保险公司投资 PE 的原因

中国保险业资金规模不断增长，2018 年中国保险保费收入 38016.62 亿元，同比增长 3.92%，其中寿险、产险、健康险、意外险收入分别为 20722.86 亿元、10770.08 亿元、5448.13 亿元、1075.55 亿元，相应的同比增长-3.41%、9.51%、24.12%、19.33%，去除给付支出和赔款，保险资金余额巨大，为 164088.38 亿元。^①但是长期以来，保险资金的运用不尽合理，造成保险公司的盈利能力、偿付能力以及支撑工业建设能力不足，在这样的背景下，保险资金参与私募股权基金投资的主要原因为：

第一，发挥协同效应，解决因期限错配问题导致的资产-负债不匹配问题。协同效应，也可以说成是“1+1>2”的效应，即通过资源共享和优势互补实现各部门双赢的目标。保险背景私募股权基金的出现就是实现了保险余额资金与产业发展的协同效应，解决因期限错配问题导致的资产-负债不匹配问题。具体而言，保险资金最明显的特点即是其长期性和稳定性，以寿险为例，20 年以上的资金占比接近 50%，^[14]而我国债权市场上鲜有与保险资金相匹配的时期足够长的债权品种，这不满足保险资金厌恶短期波动，追求长期稳定收益的根本性质。^[15]因此私募股权基金投资成为保险资金追求稳定性和长期性的投资资产之一。

第二，优化投资结构，追求投资收益。我国保险资金投资收益率一直以来处于较低水平，2000-2008 年依次为 4.12%、4.30%、3.14%、2.68%、2.40%、3.60%、5.80%、12.17%、1.91%，其中 2005 年开始保险资金受到国家政策的引导，保险资金投资与资本市场日渐增多，收益率开始提升，2007 年达到最高水平，但是随着 2008 年金融危机的到来，全球股市暴跌，保险资金投资也随之遭受严重损失，收益率水平大幅大下降。保险资金收益一直以来偏低的原因在于中国保险资金投资结构的不合理，中国保险资金运用相比美国等国家还存在很大的差距，如表 1 所示，2008 年之前，中国保险资金投资主要表现在债权、银行存款占比较高，投资基金和股票投资比例较低，不满足安全性、流动性、收益性的有效结合，因此，私募股权投资基金成为优化投资结构、追求投资收益的重要投资资产之一，最近三年以来如表 1 所示投资结构明显改善。

^① 数据来源：中国保监会《2018 年保险统计数据报告》。

表 1：2006-2008 年中国保险资金投资结构情况及占比表 单位：亿元

年份	债券	银行存款	投资基金	股票	其他投资
2006 年	9451.16	5988.34	912.39	928.40	505.11
	53.14%	33.67%	5.13%	5.22%	2.84%
2007 年	11874.60	6585.30	2556.90	4765.50	1217.70
	43.98%	24.39%	9.47%	17.65%	4.51%
2008 年	17683.96	8087.33	4063.52		611.06
	57.88%	26.47%	13.3%		2%

资料来源：原中国保监会网站&现中国银行保险监督管理委员会

表 2：2017-2019 年中国保险资金投资结构情况及占比表 单位：亿元

年份	债券	银行存款	投资基金&股票	其他投资
2017 年	70886.96		18353.71	59965.33
	47.51%		12.3%	40.2%
2018 年	56382.97	24363.5	19219.87	64122.04
	34.36%	14.85%	11.71%	39.08%
2019 年	60377	24931	22087	65936
	34.8%	14.4%	12.7%	38.1%

资料来源：原中国保监会网站&现中国银行保险监督管理委员会^①

第三，专业化资产管理机构的配套。2003 年，中国成立了第一家保险资产管理公司，即中国人保资产管理公司，此后，大部分的保险公司都成立了专门的资产管理机构用于保险资金的投资管理，这些配套机构具有三大特点：第一，资产管理机构具有专业化的分工协作体系和专业化的从业人员，管理体制健全且运作规范，为从事私募股权投资基金提供了良好的技术和管理支持。第二，资产管理机构清楚国家重点产业政策，掌握广阔的市场资源，具有理性且长期的投资目标，能够享受长期稳定的投资收益。第三，资产管理机构具有健全的风控机制，其风险评估机制不仅能及时有效地发现存在的风险，而且能通过问责机制、稽核审计体系、资金流控制体系等有效控制风险，实现可承受风险范围内资产投资收益最大化。

第四，国家政策的积极引导。在以上因素推动下，保监会于 2010 年 9 月颁布了《保险资金投资股权暂行办法》，允许保险公司投资股权投资基金等相关金融产品；并于 2012 年 7 月发布了《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》，规定保险资金投资股权额度不得超过保险机构总资产的10%；国务院于2014年8月颁发了《国务院关于加强发展现代保险服务业的若干意见》（简称保险业“新国十条”）鼓励保险资金创新投资；保监会于 2014 年 9 月发布《中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》，批准保险资金投资创业基金；

^① 2019 年的数据采取的为 2019 年 1-7 月的数据，因此比例更为有意义。

保监会于 2015 年 9 月发布《关于设立保险私募基金有关事项的通知》详细规定了设立保险私募基金的方式；银保监会于 2018 年 10 月发布了修订后的《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》，进一步降低了保险公司间接投资股权的门槛，使得更多的保险机构可以参与间接股权投资。同时，新规取消了投资未上市股权及相关金融产品的账面余额不高于本公司上季末总资产的 5% 的限制，并放宽了投资比例，使单一保险公司投资于同一基金的账面余额上限从基金规模的 20% 提升至 30%，整个保险集团（控股）的合计金额可达到基金发行规模的 60%，进一步鼓励保险公司投资于私募股权基金。^①在国家政策一步步放松和引领下，中国保险背景下私募股权基金得到了长足发展。

3.2 中国保险背景 PE 发展现状

中国保险背景股权私募基金在国家政策和市场导向的双重作用下，将实体产业与金融创新相结合，发展迅速，不断摸索出了一条具有新时代中国特色社会主义特色的投资特色。本文将从投资主体、投资策略和范围、投资方式三个方面论述中国保险背景股权私募基金的发展现状。

（一）从投资主体来看，大型保险集团为中国保险投资私募股权基金的主体。随着国家政策的放开，保险公司积极投资私募股权基金，目前已经拿到股权投资牌照的保险公司有中国人保、中国人寿、平安保险、泰康人寿、中国太保、新华保险等大型保险集团。大型保险集团投资私募股权基金的动作不断，见表 3。

表 3：保险资金投资私募股权基金典型案例表^②

保险公司	投资基金	募集完成时间	出资额/基金规模
中国人寿	渤海产业基金	2006.12	5/60.8
	弘毅投资	2012.1	16/100
	苏州国发创投	2013.4	5/100
	上海嘉定创投	2013.12	12.5/50
泰康人寿	天士力大健康产业基金	2015.11	Non/50
	航天产业投资基金	Non	5/40
	诚柏基金	Non	2.9/2.9
平安保险	安全产业发展投资基金	2015.11	Non/1000
新华人寿	广州城市发展业投资基金	2014.12	Non/200
中国人保	兵器工业股权投资基金	2011.4	2/10
弘康人寿	南京久富基金	2015.6	2.7/13.5

资料来源：作者根据原保监会网站以及保险资产管理业协会网站资料整理

^① 作者根据中国国务院、银监会和保监会网站整理。

^② 注：Non 代表此信息并未披露，没有官方信息。

(二) 从投资区域和投资范围来看，保险背景私募股权基金投资区域较为集中，而投资范围具有多样化的特点。中国是巨国经济，地区之间的经济、政治、文化差异较大，保险背景私募股权投资基金在地区之间发展极度不平衡，主要集中在京津冀、长三角和珠三角地带，而其中北京、上海和广州为最活跃的城市。相对于区域较为集中而言，保险背景私募股权基金投资范围则显现为更为多样化，主要可以投资互联网、金融、能源、健康、养老、城市和基础设施建设、汽车、资源等多领域，但是一般而言，保险公司根据自身的专业人才、行业经验及市场预期重点投资养老、健康、城市建设和汽车等领域。

(三) 从投资方式和投资行为来看。从投资方式来看，私募股权基金按照投资方式可以分为直接投资和间接投资两种形式，中国保险背景私募股权基金一般采用的是“直接投资为主+间接投资为辅”的运作方式，具体而言，大型保险公司资金雄厚，具有专业的管理人才，其不仅看中投资所产生的收益，更看中其在目标企业的经营决策能力，以便实现保险公司产业链整合的战略目标，所以大型保险公司一般采取直接投资的方式。相反，市场上的中小型保险公司则一般选择间接投资方式，最大程度上分散私募股权基金投资风险。从投资行为来看，根据注册资金投入的方式，可以分为分阶段投资和联合投资两种，其中分阶段投资是指根据企业不同发展阶段对企业进行多次投资，一般而言，这种投资更关注与中后期企业的表现，在种子期、初创期和扩张期融资会比较多；联合投资是指两家或者两家管理机构联合设立基金对一家企业进行投资的行为。

3.3 中国保险投资 PE 存在的风险

一、保险背景股权私募投资基金存在的一般风险：

股权投资的风险一般是指因内部因素或者外部因素导致的公司决策人或者管理人员在管理上的失误，最终导致的利润率水平降低，因此投资风险也被称为经营风险或者操作风险。根据股权基金风险产生的原因，可以将其分为以下几类：

(一) 委托-代理风险。保险公司参与股权投资基金一般情况下存在双重委托-代理问题，第一重为投资人委托股权管理公司代为进行投资，第二重为被投资方的企业委托股权基金管理公司进行运作。前一种委托-代理风险表现在投资人对基金管理公司的职业素养、水平、专业度了解不足，后一种委托-代理风险表现在基金管理公司对企业发展水平、运营情况、获利水平等了解不深入，造成工作上的偏差。除此之外，因信息不对称和道德风险的存在逆向选择问题，即私募股权投资公司最大追求自身的高利润，忽略真实业绩等情况。

(二) 评估工具风险。保险公司参与股权投资基金使用的评估工具主要有三种方法，但是每种方法并不是尽善尽美：第一种方法为内部收益率方法，其存在很强大的前提假设，即现金流是一种可复制的投资，但是这种假设是与实际投资情

况有差别的，因此是不科学的。第二种方法为投资乘法法，此种方法没哟对现金流进行时间加权，如果通货膨胀比较严重，此种方法因没有考虑货币时间价值其计算结果也会和实际存在偏差。第三种方法为净现值法，但是如果净现值流量是负数，则准确性则受到挑战，因此评估工具的使用会造成评估风险。

（三）外部风险。保险公司参与股权基金投资受到外部风险因素的影响，外部风险因素主要有系统性风险因素和个别风险因素，系统性风险因素是指社会经济发展环境和国家政策对股权基金的影响，例如国家支持某个产业给与产业优惠发展政策，保险公司投资此类股权基金则更容易获得成功，否则，投资了国家限制发展的产业，则私权投资将更容易失败。除此之外，利率的变化影响着股权利息率的多少，也会间接造成投资风险。

二、保险背景股权私募投资基金存在的特殊风险：

在以上股权投资的基础上，私人股权投资不仅存在股权投资所特有的这些投资风险，而且会有更大的风险，这是私募股权投资的私募性质造成的，其存在的特殊风险有第一，流动性风险：即并非所有的私募股权投资都能以上市套现退出作出良好的结局，更多的投资项目可能由于种种原因不能上市或只能在原有股东内部转让等，或者讲股权难以短时间套现或只能以较高的折让价才能转让，从而不利于资金的流动。第二，延后风险。私募股权投资项目从洽谈到成功入股一般有较长的准备期，随时会因为种种原因而令原来的投资计划推迟或押后，从而增加投资的不确定性，这都带来基金延期的风险。

3.4 保险背景与非保险背景 PE 的比较

通过对保险背景 PE 和非保险背景 PE 进行比较，得出其不同点。具体而言：

（一）资金来源和资金用途方面的不同。

从 2014 年原中国保监会批准专业保险资产管理机构设立并管理私募股权基金以来，已经有国寿投控、平安资产、泰康资产等十余家保险资管机构设立了私募股权投资机构。保险背景的私募股权基金与其他的私募股权投资在机构结构上的不同如图 1 和图 2 所示：（1）资金来源方面的不同，保险 PE 的来源是上级保险资产管理机构的资金或其他社会化募集资金；其他私募的来源是企业、金融机构和高净值客户等社会化募集资金。（2）资金用途方面的不同：保险背景 PE 的用途有所受限，一般投资于战略性项目，而不同股东背景在战略性投资存在差异性，如注重品牌建设、公司资源互补性或者协调效应等；而非保险 PE 因为投资人看中的财务性收益，对战略性基本没有要求。

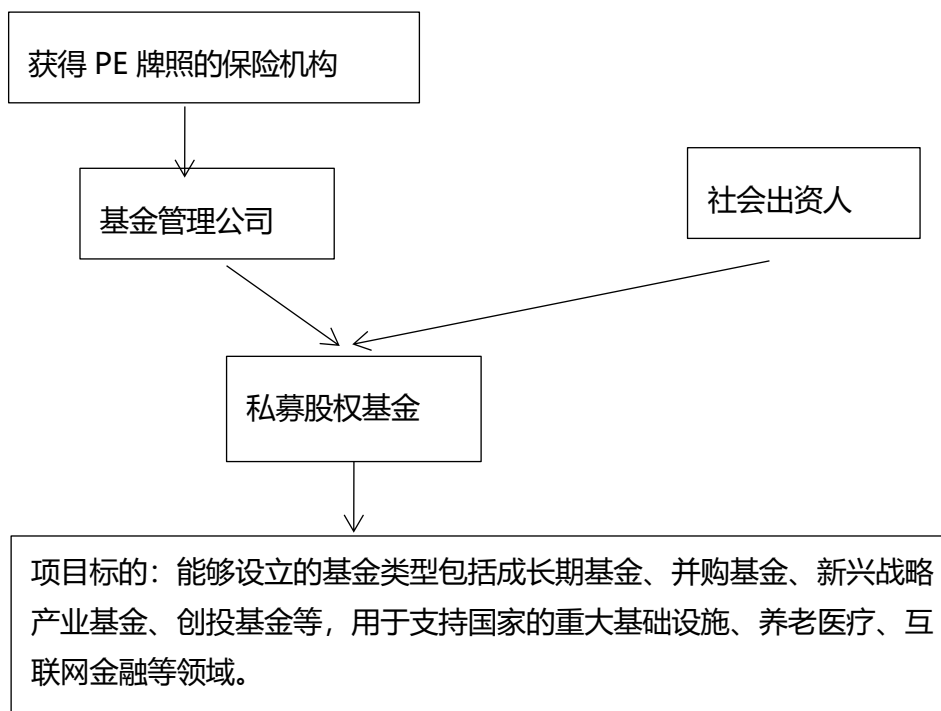


图 1：保险背景私募股权基金投资结构图

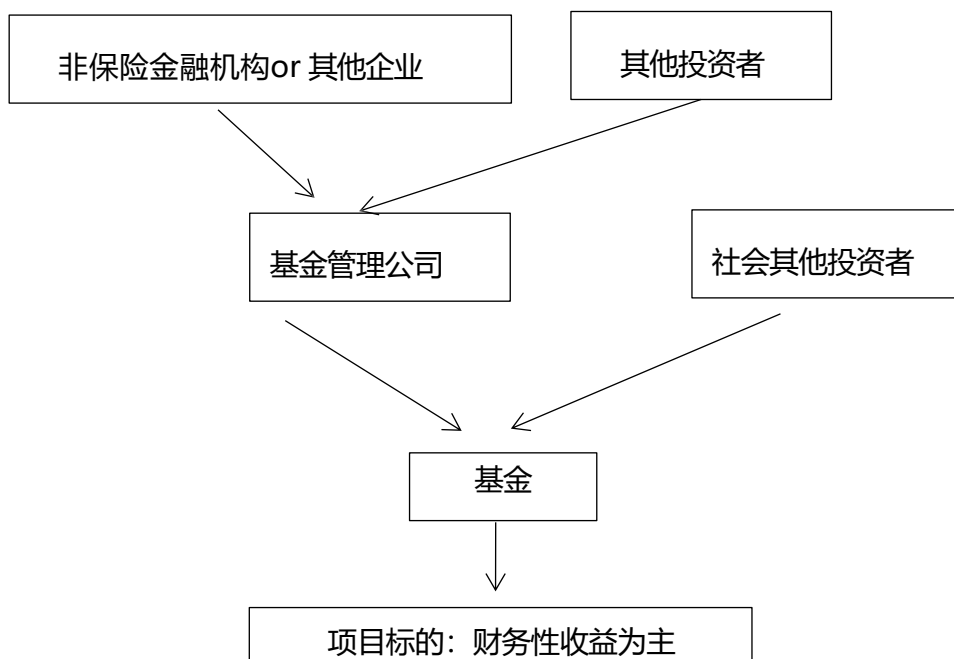


图 2：非保险金融机构 or 其他企业私募股权基金投资结构图

（二）公司治理结构的不同。

普通私募股权基金在公司治理结构上相对透明，一般由关键决策人员（或关键股东委派决策人员）组建投资决策委员会，作为私募股权基金的最高投资决策机构，类似传统公司架构中的董事会。合伙人大会有权决定普通合伙人及投资决策委员会的任免，但不参与基金的日常决策，类似于传统公司架构中的股东会。普通私募股权基金的这种结构设计保证了基金管理团队在日常运营中的效率和激励机制，与有限合伙人投资基金获取财务性收益的初衷是一致的。

对于保险背景的私募股权基金而言，由于在大多数情况下上级保险公司是普通合伙人的控股股东，并有权任免基金的管理团队。因此从公司治理的角度而言，与普通私募股权基金存在很大差异，但这与基金的资金来源和用途是相匹配的。从实践观察来看，中国保险公司（尤其是国企背景的保险公司）对下属私募基金管理人的治理结构控制更为严格，表现在：（1）私募股权基金管理人的股权结构与上级保险公司的出资比例相匹配。如果下级公司的资金主要来源于一家保险公司，则上级保险公司需要保证对下级私募基金管理人的绝对控股。在特殊情况下，可释放不超过 20% 的股权给下级公司的管理人员用于业绩激励。（2）一般由上级保险公司的高层管理人员兼任下级私募基金管理人的董事长（或法人代表），确保上级公司对下级公司的重大决策有一票否决权；（3）通过股东会或董事会对下级私募股权基金的投资范围和方向做出明确规定，以确保与上级保险公司的战略方向一致；（4）在维持对投资决策委员会具有重大影响力的前提下，可以对股权投资的金额进行分层设置，对于某些投资金额以下的股权项目可以由基金层面的投资决策委员会独立决策，对于设置金额以上的股权项目需要提交上级保险机构的管理层讨论决定。独立决策投资金额的限制与基金的管理规模成正比，一般不超过管理规模的 5%。

第4章 保险背景 PE 成功的决定因素

4.1 根据 30 个专家访谈确定的决定因素

专家是指在某一行业选择具有专业知识且经验丰富，在行业内具有举足轻重的人士，专家访谈法即对专家进行咨询相关问题得到的看法或者是观点，一般可以采取书面访谈和口头访谈或者两者结合的方式。本人工作于金融行业，对保险行业从业人员较为熟悉，本次访谈分为两个阶段进行，第一阶段在 7 月 10-15 日选择了 6 个保险公司的 30 名从业人员对交易成功的决定因素进行访谈，第二阶段在 7 月 15-20 日又选择了保险行业的 5 名高管人员对研究结果进行把关，其从业人员和高管人员的情况如表 4 所示，具体人员信息请参见附录 1。本文将采取口头访谈的方法进行调研。

表 4：专家访谈人员统计情况表^①

项目	大型保险机构 从业人员	大学以上学历 人数	男性所占人数	工作时间超 5 年以 上人数
30 名从业人员	26 人	20 人	20 人	18 人
5 名高管人员	4 人	5 人	4 人	5 人

资料来源：作者根据访谈对象情况进行整理

4.1.1 专家访谈设置的主要问题以及指标选择依据

一、专家访谈设置的主要问题：

专家访谈主要分为两个阶段，即针对 30 名保险从业人员的访谈和 5 名高管人员的访谈。其中，针对 30 名保险从业人员访谈的主要分为两个部分，第一部分为专家访谈的引导语，说明访谈的主题，目的以及信息保密性，以此确保所收集的信息真实完整，具有科学性。第二部分为专家访谈的内容部分，内容部分又分为三大方面的问题：第一方面为 30 名保险从业人员的基本信息情况，用以确保所访谈人员符合本研究的基本要求；第二方面为保险背景私募股权基金交易成功的决定因素部分；第三部分为开放性访谈部分，让这 30 位从业人员即兴发挥，找出其他重要因素。具体的访谈内容请参见附录 2。

二、指标选择依据及权重指标的选择

指标的选择遵循少数服从多数的原则，忽略小概率事件，将所有访谈的因素进行罗列，30 个人的访谈中如果超过 20 个人认为此影响因素为重要因素，则将入选为影响指标，如果小于 20 个人认为此影响因素重要，则咨询专家的意见，如果仅 1-2 个人认为重要，则可以认为此指标并没有那么重要。所有有指标权重的选择为在找出主要决定因素后及其每个影响因素所占比重大小，最后决定因素比重按照公式（1），使用 Stata 软件进行回归得到各比重的大小。

^① 根据对访谈对象的个人隐私保密及其学校保密要求，本文所进行调研的对象采用化名予以表示。

$$f(x) = a_0 + \sum_{n=1}^N a_n x_n + V$$

公式 (1)

其中 $f(x)$ 为被解释变量, x_i 为第 i 个解释变量, 解释变量为从 1-n 个, 具体的 n 由第一个问题最后确定的决定因素的个数所决定。v 为虚拟变量, 用来控制此私募股权基金是否为保险背景, 如果是保险背景设置为 0, 否则设置为 1, 此公式设置虚拟变量的意义在于为以后的科研打下基础, 使用一个比较普遍的公式, 而非仅仅是保险公司适合使用的公式。

然后, 拿此份资料对 5 名高管人员进行访谈, 对于决定因素, 高管专家同意的将保留, 不同意的部分如果超过 2 名高管否认, 则舍掉此因素; 对于权重的部分, 高管专家同意的即将保留, 不同意的有异议的将采取 20 名保险从业人员所计算的比重和高管专家所计算的比重进行权重计算, 重新赋予指标所占比重, 本文由于高管专家相对经验丰富, 对其意见赋予 60% 的权重指标, 而保险从业人员赋予 40% 的权重指标进行计算, 参见公式 (2)。具体访谈内容参见附录 3。

$$\lambda_n = 60\% \phi_n + 40\% \beta_n$$

公式 (2)

其中, n 为访谈专家人员的数量, α_n 为第 n 个保险从业人员认为的指标所占的比重, β_n 为 20 个保险人员所认为的指标所占比重, ϕ_n 为由公式 (1) 计算出来的 5 名专家认为的指标所占的比重; λ_n 为高管专家对从业人员指标不认可的请下重新确定的比重。

4.1.2 应答分析

对专家访谈给出的结果如上文所述步骤进行整理，得到表 5。

表 5: 专家访谈结果整理表

一级指标	二级指标（占比）	三级指标	三级指标所占比重
投资方 (保险公司)	投资策略（10%）	保险公司资产结构	2.6%
		投资策略的合理性	3.4%
		资产配置策略	4.0%
	评估过程（20%）	尽职调查	8.0%
		评估人员素质	6.0%
		评估合理性和方法	6.0%
投资标的企业	生产因素（10%）	原材料采购能力	3.0%
		生产规模经济情况	3.5%
		研发人才比重	1.5%
		专利技术和保护情况	1.5%
		研发费用占比	0.5%
	管理因素（10%）	管理人员的学历	2.0%
		管理人员的工作经历	3.0%
		管理人员的敬业水平	2.5%
		管理人员股权占比	1.5%
		企业文化	1.0%
	财务因素（10%）	年度预算和控制情况	2.0%
		资产-负债情况	1.5%
		固定和流动资金占比	2.5%
		募集资金使用情况	2.0%
		财务管理合理性	2.0%
	市场因素（10%）	产品竞争力	4.0%
		市场策略	2.0%
		市场渠道	2.0%
		销售人员情况	6.0%
其他影响因素	国家政策（25%）	产业政策	15%
		产业发展前景	10%
	外部风险（5%）	市场竞争风险	5%

资料来源：作者根据专家访谈的结果进行整理

根据专家访谈的结果可以看出，影响保险背景私募股权基金交易的影响因素有保险公司的投资策略和评估过程；被投标企业的生产、财务、管理和市场因素，还有国家政策三个主要方面，其中国家政策和评估过程所占比重较大。而追问到每个具体的因素时，有几个和保险背景私募股权投资至关重要的细分因素，具体论述如下：

4. 国家政策。从国家支持的角度来看，保险背景私募股权基金交易成功与否与国家政策息息相关，国家政策的引导不仅关系到第三章所讲的保险资金是否可以参加到私募股权交易之中，还关系到具体的保险资金参加到什么类型的企业投资中，即产业政策和产业发展前景中。本文以养老产业为例进行说明。（1）从发展前景来看，养老产业将是未来 30 年最大的产业之一。随着中国人口和家庭结构的变化，自 1999 年开始，中国已经进入老龄化社会，根据联合国 2015 年测算数据显示，预计到 2055 年中国将有 5.07 亿超过 60 岁的老龄人口。但是由于中国养老设施不健全，预计从今天起的 10 年后商业养老简称为爆发期，商业养老产业成为中国最重要的产业，产业规模巨大，根据全球老龄工作委员会预计，2020 年中国养老产业规模将达到 8 万亿元，2030 年将达到 22 万亿元。因此，养老产业发展前景良好。（2）从产业政策来看，目前中国政府积极鼓励发展养老产业，相应的出台了许多产业政策予以支持，如 2012 年民政部印发的《关于鼓励和引导民间资本进入养老服务领域的实施意见》；2013 年国务院印发的《关于加快发展服务业的若干意见》；2017 年 8 月，财政部、民政部、人社部联合发布《关于运用 PPP 模式支持养老服务业发展的实施意见》等等。如果保险背景私募股权投资资金投资到国家支持的产业上，则更有可能获得长远的获利。

5. 保险公司。对于保险公司而言，保险公司的投资策略和评估过程都很重要，其中投资策略一般参考国家的产业发展计划和本公司的长期发展需要，是需要经过长期探讨论证形成之后不能轻易改变的，因此投资策略在私募股权投资中相对来说具有稳定性。其中资产配置策略最为重要，在保险资金市场化的背景下，因私募股权基金交易存在的高风险高收益特点，占用资金较高，因此偿付能力充足率显得格外正要，因为资产配置策略关系到保险公司正常运营和投资收益的平衡，保险公司要根据自身保险资金的结构特征和风险倾向设置符合自身的投资策略，保证投保人的利益和资金收益的良好互动。除此之外，保险背景私募股权投资的评估过程也是很重要的，大型保险公司一般有资产管理中心，专门进行保险资金的运用，但是相对小一些的保险公司还不具备专业的资产管理人才，因此，对于中小型保险公司如果有资格进行私募股权投资，投资评估过程将是个很大的挑战。

6. 被投资企业。对于大型保险公司投资企业来说，企业一般不需要担忧资金到位情况，这是区别于非保险企业的最重大的区别。但是，随着募集资金的到位，保险公司与被投资企业的关系将弱于投资洽谈期。为了发挥保险公司和被投资企业的协同效应，保险公司一般不会一次性的予以注入资金，更好的方式是根据企业的发展阶段进行分期注入，被投资企业的财务状况表现情况因自身企业性质各不相同，但是一般而言生产因素、财务因素、管理因素、市场因素很多方面因素决定企业

经营的成败，和一般企业投资并无特别的差异。就生产因素而言；就财务因素而言，生产企业原材料采购能力和生产的规模经济起着较为重要的作用，因原材料直接制约着企业的生产与不生产两种状态，而生产的规模经济则会降低企业成本，除此之外，企业的创新能力也是降低企业成本的有效方式，具体体现在科研投资和科研人员比重上面；就管理因素而言，管理人员的工作经验和敬业程度对企业的发展至关重要，学历和管理人员股权比重和企业文化也起到一定的作用，这是因为管理人员是公司决策的核心，而管理人员是否会出现逆向选择和道德奉献则与自身的品质和环境的影响息息相关；就财务因素而言，所募集到的保险公司投资与自身企业的资产-负债情况、流动资金情况、以及募集资金情况和资金使用合理性都影响着企业资金的回流和使用；就市场因素而言，产品竞争力是企业成功售卖产品回收资金的关键，是从商品流到资金流的惊险的跳跃，如果产品无市场竞争力，则企业会无法变现影响企业的再生产，产品竞争力不落后，则市场策略、市场渠道和销售人员成为产品销售的重要因素。

4.1.3 总结

通过专家访谈方法，获得的保险背景私募股权投资基金交易成功的决定因素是很多方面的，总体而言从宏观上讲国家政策对其影响较为重要，从微观上讲，保险公司自己的投资策略和估值合理性决定着投资的方向，而被投资企业的生产因素、管理因素、财务因素和市场因素都对被投资企业的收益产生直接关联。因此，从影响因素上来讲，保险背景私募股权基金交易的收益率具有不确定性，高风险和高收益并存。

4.2 根据案例分析确定的决定因素

如前文文献综述部分所述，国外保险背景私募股权投资较早，而我国近几年来发展较快，因此本文分别对国内和国外的成功案例进行分析，以综合保险背景私募股权基金交易成功的决定因素。

4.2.1 案例选择

为了使得所选择的案例具有代表性，所以选择的案例应该具有两个特点：第一，所选案例所处的行业为中国股权投资的重点行业，2017年中国股权投资前十大行业依此为互联网（22.5%），IT（21.5%），医疗健康（13.5%）、娱乐传媒（10.6%）、金融（6.8%）、电信及增值服务（6.8%）、机械制造（5.9%）、电子及光电设备（5.1%）、教育培训（3.9%）、清洁技术（3.4%）。除此之外，遵循我们在论文中讨论的投资逻辑，保险背景私募股权基金应该围绕医疗健康、教育培训、养老、汽车等符合保险战略投资方向的行业积极进行财务性投资布局，因此案例选择定位在医疗健康行业、机械制造行业。第二，所选投资企业应该在行业中具有典型特征，市场占有率较高。根据这两点，初步筛选确定的国内投资案例为国寿大健康基金投资药明康德。

4.2.2 国内案例表现分析及其关键成功因素

（一）国内案例表现分析

中国人寿保险集团是我国大型保险企业，连续 17 年进入世界财富 500 强，尤其是 2019 年在世界 500 强中位于第 51 位。截止 2018 年，累计保费收入达 6463 亿元，营业收入 7684 亿元，总资产近 4 万亿元。^①中国人寿于 2016 年成立国寿股权投资有限公司，专注于私募股权投资的专业化运营，与此同时，国寿股权投资有限公司设立了国寿大健康基金，其投资领域主要围绕大健康产业的各个细分赛道进行广泛布局，包括医药、医疗器械、医疗服务、医疗信息化等，主要偏向于成长期项目，主要偏中后期。国寿大健康基金借助中国人寿的强大资源优势，依托专业化的管理平台和市场化运作机制，致力于打造国内一流的大健康产业投资平台，其基金总规模为 500 亿元人民币，首期规模为 120 亿元人民币。^②国寿大健康基金目前是国内领先的旗舰型医疗健康产业投资基金，也是中国保监会相关政策颁布后首支获批成立的保险资金私募股权投资基金，旨在搭建大健康生态，推动中国的医疗健康产业创新发展和转型升级。

药明康德成立于 2000 年，总部位于中国上海，在全球拥有 24 个研发生产基地/分支机构，是全球领先的制药及医疗器械研发开放式能力和技术平台公司，主要的业务范围有中国区实验室服务、美国区实验室服务和其他的 CRO 业务，具体涉及到药物研发服务、药物开发服务、生物制药服务、医疗器械服务、化学服务、毒理学服务、生物分析服务、临床服务、基因服务、生物试剂等。

国寿股权投资有限公司下的国寿大健康基金于 2016 年 12 月对药明康德进行投资，将为药明康德未来的 CRO 业务发展提供资金支持，并探索与自身寿险业务相结合的合作模式。国寿股权投资有限公司 CEO 万谊青表示：“我们非常看好药明康德的平台能力和发展模式，相信上市后的药明康德将进一步引领中国医药产业的发展和成熟”。经过 2 年的发展，2018 年 5 月 8 日，药明康德正式登陆 A 股市场，成为首只通过 A 股 IPO 上市的中概股，也是 A 股首个上市的“独角兽”企业，在 2018 年全球 CRO 公司 TOP10 排名中，药明康德排名第九，也是唯一入选 TOP10 的中国 CRO 企业。销售毛利率与销售净利率实现两位数的高增长。

国寿大健康基金于 2016 年底投资药明康德 5 亿元，持股比例 1.33%，经 IPO 稀释后股权比例约为 1.07%，2019 年公司继续表现良好，按药明康德 2019 年 7 月 26 日 1074 亿总市值折算，国寿大健康基金持有股权价值约为 11.49 亿，账面回报倍数为 2.3 倍，IRR 约为 38.28%。

^① 数据来源：中国人寿保险官方网站。

^② 数据来源：国寿大健康基金官方网站。

表 6: 公司 2014-2018 年财务情况对比表 (单位: 亿元)

科目\时间	2018	2017	2016	2015	2014
资产负债表					
应收账款(亿元)	19.94	15.97	13.74	14.63	10.14
存货(亿元)	9.52	7.27	5.11	0.23	0.15
资产合计(亿元)	226.67	125.80	105.91	24.24	7.44
负债合计(亿元)	45.02	58.42	45.28	0.04	0.01
所有者权益合计(亿元)	181.65	67.38	60.62	24.20	7.44
利润表					
营业收入(亿元)	96.14	77.65	61.16	48.83	41.40
营业总成本(亿元)	78.23	64.29	48.23	43.96	34.73
销售费用(亿元)	3.38	2.92	2.00	1.86	1.32
管理费用(亿元)	11.31	9.64	10.37	9.87	6.95
研发费用(亿元)	4.37	3.06			
财务费用(亿元)	0.56	1.84	-0.84	-0.12	0.15
营业利润(亿元)	25.85	14.61	12.85	7.72	8.62
利润总额(亿元)	25.81	15.93	13.82	8.01	9.69
净利润(亿元)	23.34	12.97	11.21	6.84	8.08
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	22.61	12.27	9.75	3.49	4.62
主要财务指标					
资产负债比率	19.86%	46.44%	42.76%	33.62%	35.17%
销售毛利率	39.45%	41.83%	40.76%	34.55%	36.78%
存货周转率	6.93	7.3	9.49	11.6	8.76
销售净利率	24.27%	16.70%	18.33%	14.00%	19.52%

资料来源: wind, 药明康德年报

图 3: 药明康德以月为单位 K 线图



资料来源: 同花顺财经网站

表 7：药明康德关键性指标（数据采取时间：2019 年 7 月 26 日，一季报数据）^①

项目	总市值	净资产	净利润	市盈率	市净率	净利润	ROE
	(亿)	(亿)	(亿)			(%)	(%)
药明康德	1074	188.9	3.86	69.49	6.07	13.95	2.13
医疗行业	129.3	27.1	0.84	64.28	4.54	1.69	3.54
行业排名	2/64	1/64	4/64	45/64	15/64	27/64	39/64
四分位属性	高	高	高	较低	高	较高	较低

资料来源：东方财富网官方网站

（二）国内案例成功因素分析

通过对中国人寿保险设立的国寿大健康基金投资药明康德的案例进行分析，可以得到中国人寿保险私募股权基金交易成功的决定性因素有国家政策环境的支持、中国人寿保险公司良好投资策略的制定以及药明康德企业自身企业的优越表现三个方面，具体分析如下：

1. 国家政策环境

十九大报告指出中国进入中国特色社会主义新时代，中国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。健康产业也成为我国经济发展和人民生活息息相关的重要行业，国家政策也开始将健康成业纳入到考虑范围之内，2016 年中共中央政治局通过“健康中国 2030”规划纲要，明确以“健康优先、改革创新、科学发展、公平公正”为原则，“共建共享、全民健康”为战略主题，到 2030 年实现“人民健康水平持续提升、主要健康危险因素得到有效控制、健康服务能力大幅提升、健康产业规模显著扩大、促进健康的制度体系更加完善。”在国家大政策环境的支持下，健康产业成为我国产业中的一颗新星和新的经济增长点。

随着药物研发成本、人工成本、临床成本持续上涨，药企越来越倾向于选择外包的发展模式，CRO 产业将保持持续增长，而中国医药产业环境正处于大变革时代，在国内医药市场需求持续增长，医药行业细分趋势加剧、一致性评价标准落地、分级诊疗推进及 CRO 行业全球化趋势进一步加强等因素影响下，我国 CRO 产业有望实现跨越式发展，预计年均符合增长率超过 20%。CRO 行业明朗的发展前景是国寿大健康基金选择投资此行业的重要原因。

2. 投资方投资策略

中国人寿保险公司积极响应国家“健康中国”的国家战略，成为健康产业最有利的生力军。中国人寿保险公司专注于投资成长期和成熟期的企业，寻找引领大健康产业发展和变革的领导者，寻找每一个细分赛道里的龙头企业和未来有潜力成为龙头的优质企业。药明康德作为 CRO 行业国内龙头和国际领先企业，印证

^① 四分位属性四分位属性是指根据每个指标的属性，进行数值大小排序，然后分为四等分，每个部分大约包含排名的四分之一。将属性分为高、较高、较低、低四类。

了这一投资逻辑。在这样的投资逻辑下，国寿大健康基金先后投资了十几家医疗健康企业，其药明康德、迈瑞医疗、信达生物相继上市。

3. 投资企业发展情况

药明康德能在短时期内取得如此大的成就，主要得益于其生产、管理、市场三大因素，这与 30 名专家访谈结果相一致。其中，生产因素主要体现在其研发上，2016 年末，药明康德共有员工 1 万多名，其中约 90% 为研发团队，硕士生占比 40% 以上，600 余人拥有海外博士学位或为拥有 10 年以上经验资深海外科学家，是中国医药研发服务业拥有员工和科学家数量最多的企业。作为一个高度依赖从业人员能力的知识密集型行业，高素质人才帮助药明康德完成各大业务板块布局，成为罕见的涵盖新药研发全产业链的全球性医药研发服务企业，并在临床前 CRO 业务、CMO/CDMO 业务等板块成为国际领先及国内龙头企业。

管理因素主要体现在其管理人才上，无论是服务于药企，还是投资前沿医药企业，还是招募科研人才，都需要管理层本身的能力得到业内专业人士的认可，药明康德实行全球化的人才储备战略，形成了中、美、日、印等国精英组成的管理团队，李革博士为公司创始人，拥有科学家专业背景，是药物外包行业领军人物之一，公司高级管理层的所有成员均具备丰富专业的制药行业经验，在公司均有 5 至 10 年的工作经验，具备行业内独到的战略眼光与非凡远见。数百名资深海归科学家的任职也表明专业人士对药明康德专业的管理团队和企业文化的认可。

市场因素主要是布局关键性市场，布局具有长期发展前景的市场，公司选择具有高速增长潜力的业务板块，通过优秀的服务能力绑定全球各家知名药企，并通过不断研发投入及创新业务拓展实现对未来潜力的布局。2016 年末，公司的在研项目达到了 1000 余项，并同时支持或承载着包括辉瑞、礼来、默沙东、罗氏等全球多家知名药企 200 多个临床及商业化阶段的小分子化学药生产，并实施数十个重点自主研发项目，集中于新药生产工艺研究及技术升级、关键中间体的制备路径及工艺研究、原料药产率提升的工艺研究等方向，其市场表现良好。强大的战略布局及研发实力也是国寿大健康基金投资药明康德的重要因素。

4.2.3 国外案例

(1) 国外案例表现分析

海外保险公司的股权投资业务经过了一系列演变过程，早期主要通过专业基金管理人进行间接投资，但由于存在委托代理问题，保险公司也难以通过间接投资实现战略协同，故部分保险公司开始探索财务性投资主要通过专业基金管理人进行，同时新设直投公司进行战略性投资的模式。

近几年，国外保险公司针对科技和服务类公司的投资显著增长，这些投资多为战略性投资，关注与被投企业在客户、渠道、数据、技术、资金等方面开展合作，实现自身主业的战略协同。

如 2016 年德国保险业巨头安联集团 (Allianz) 成立数字投资公司 Allianz X, 致力于投资数字化增长型公司, 推动保险生态系统的构建和发展。他们的目标是发掘并投资数字行业内的领跑公司, 并促使其与集团业务达成战略合作。Allianz X 在初创公司和安联数字生态系统之间打开了对接窗口, 并推动了安联旗下经营实体和全球业务的创新。

截至 2019 年 2 月, Allianz X 管理的基金规模达到 10 亿欧元, 主要出资人为安联集团, 目前 Allianz X 已经在全球范围内对与保险相关的数字业务进行了超过 15 项直接投资, 主要投资案例如下:

表 8: Allianz X 对与保险相关的数字业务 12 项直接投资 (2016 年至 2019 年)

时间	被投资企业	被投资企业基本情况	投资金额及轮次
2019.7	Halodoc	印尼在线医疗平台, 通过移动平台让用户可以随时连接医疗机构的医生以获取医疗咨询及预约服务, 并通过分布在印尼 50 多个城市的药房提供即时医药配送服务。目前 Halodoc 每月服务 700 万用户。	B+轮, 金额未披露
2019.5	Wealthsimple	智能投顾平台, 利用算法为用户提供理财建议, 从而降低传统理财产品的高服务成本	本轮融资 7422 万美元
2019.5	SafeBoda	SafeBoda 是一个主要的非洲乘车平台, 也提供各种按需消费和支付服务。旨在为其客户提供可靠和安全的运输服务。	B 轮, 金额未披露
2018.4	GO-JEK	印度尼西亚领先的按需服务商, 提供各种消费需求型服务和支付服务, 包括运输, 物流, 电子支付和食品配送等。	3500 万美元
2018.3	N26	N26 成立于 2015 年, 主要提供免费的银行账户服务, 并通过优质服务、零售商卡费和透支费用等方式盈利。已经服务超过 85 万用户, 处理了超过 90 亿欧元的数字交易, 是欧洲增长速度最快的银行之一。	C 轮, 公司本轮融资 1.6 亿美元

2018.2	C2FO	<p>C2FO 是一个全球独创的非银行性 B2B 运营资金交易匹配平台，它以动态折扣解决方案，优化各方的现金流，实现共赢。可以满足核心企业应付账款折扣收益，又可以帮助供应商提前回款，解决短期现金融资问题。</p>	3000 万美元
2018.1	AmericanWell	<p>AmericanWell 致力于开发远程医疗平台，通过安全视频将患者与医生，专家和其他医疗服务机构连接在一起。它与美国国家卫生计划，医院，药房，卫生机构等展开合作，为美国数百万患者提供服务。</p> <p>安联和 AmericanWell 将合作开发数字医疗方案，将医疗服务同时覆盖到发达市场和新兴市场，解决当地法规，临床偏好和融资方式等问题。</p>	5920 万美元
2017.12	BIMA	<p>领先的数字化小额保险公司，利用移动技术为非洲，亚洲和拉丁美洲的低收入客户提供服务。</p> <p>BIMA 专利技术为新兴市场客户提供经济实惠的保险和健康产品，为需要保险却无法从传统渠道获得的人群打开了新通道。</p>	9666 万美元
2017.4	Lemonade	<p>Lemonade Insurance Company 总部位于纽约，主要利用人工智能与行为经济学，为业主和租户提供财产保险服务，公司通过聊天机器人进行服务，可在 App 里直接投保、理赔，大大缩短理赔流程，并能节省人工成本。</p>	C 轮， 公司本轮融资 1.2亿美元。
2016.10	Nauto	<p>人工智能主导的汽车技术系统，让商用车队更加安全化和智能化，并推动未来无人驾驶汽车的发展。Nauto 的数据平台提供了独特的数据分析，帮助车队管理人员检测并查明碰撞原因并减少虚假责任理赔，并提高驾驶安全性和效率。</p>	A 轮， 公司本轮融资 1200万美元

		作为安全自动驾驶汽车开发的一部分，Nauto 还帮助汽车公司和保险公司更好地了解司机驾驶行为的优劣之分。	
2016	QuanTemplate	数据管理和分析平台，专门为保险和再保险公司的关键问题提供技术解决方案。通过机器学习和数据转化分析，Quantemplate 将商业用户的原始数据源转化为可执行数据，帮助其发展竞争优势。行业内领先的保险公司使用 Quantemplate 来扩大业务，降低运营成本并实现数字化转型。	A 轮， 公司本轮融资 800万美元
2016	simplesurance	simplesurance 是一个可以简单获取保险的平台。该公司通过旗舰店销售，电子商务交叉销售以及数字保险经理渠道，让消费者可以在线轻松购买保险。凭借其独特的技术，simplesurance 自 2012 年成立以来一直是保险技术领域的先驱者。	C 轮， 公司本轮融资 2400万美元

Lemonade 于 2015 年成立于美国纽约，是一家提供租客和房屋财产保险的 P2P 保险平台，其面向城市年轻人群，希望通过人工智能技术使得在线上购买保险的流程简单流畅，客户可以在 90 秒内完成投保，在 3 分钟内得到理赔。

Lemonade 平台的产品于 2016 年 9 月 21 日正式上线，通过手机移动端和网站为用户提供低至 5 美元的租客财产保险和低至 25 美元的房屋保险。

目前保险行业存在的主要问题是投保人与保险公司的利益冲突以及理赔流程复杂。传统财险公司主要通过降低出险率来保证保费的收入，因此，保险公司倾向于少赔或拒赔，而客户为了获得足额补偿，倾向于夸张自己的损失。而由于利益冲突和理赔本身的严谨性，大部分理赔过程需要提交各种手续，耗费很多时间，较大的影响用户体验。

Lemonade 通过商业模式创新及技术创新解决上述问题。

Lemonade 通过相互保险的形式解决投保人与保险公司之间天然的利益冲突。平台对保费收入的管理透明化，仅收取保费收入的 20% 作为收入，并在支付理赔费用及再保费用后将剩余的保费根据客户偏好进行捐赠至用户指定的非盈利机构，通过此模式减少投保人与保险公司的利益冲突。公司公开数据显示，2017 和 2018 两年 Lemonade 分别捐赠了 53,174 和 162,135 美元。受到捐赠的机构包括美国红十字会、公民自由组织（ACLU）、为美国而教（Teach For America）等。

通过使用人工智能技术，Lemonade 的投保和理赔流程简单而智能化。

Lemonade 采用人工智能客服的方式对为用户提供实时全方位的投保服务。根据用户勾选填写的条件，后台快速地进行数据分析，得出提供的保单。从注册到购买保单，一般的移动端用户只需要花2-3 分钟即可完成，无需填写任何纸质文件。当用户出险时，同样向智能客服反应，告之客服具体情况，拍摄一段短视频作为证明后即可立刻获得理赔，Lemonade 可以在 3 秒内使用人工智能机器人完成理赔的全过程，包含理赔分类、反欺诈识别和赔付等各个环节，整个过程最快只需 3 秒。为了确保客户信息和身份真实性，Lemonade 利用手机前置摄像头通过人脸识别实现身份核验。这在一定程度上能够降低骗保行为的成功率。

Lemonade 优秀的商业模式及技术能力使其获得投资机构青睐，2015 年 12 月，Lemonade 种子轮获红杉资本投资 1300 万美元，这是红杉史上最大的一笔种子轮投资，2016 年 12 月，Lemonade 再次成功完成 3300 万美元 B 轮融资。2017 年 4 月，Allianz SE 宣布与软银共同投资 Lemonade，C 轮融资合计 1.2 亿美元。本轮融资完成后，Lemonade 发展良好，2018 年Lemonade 的销售额超过 5000 万美元，比 2017 年增长了 5 倍。其中被保险房屋约为 425,000 户，覆盖价值约为 500 亿美元。2019 年 4 月，Lemonade 宣布完成 3 亿美元 D 轮融资。本次融资由软银公司领投，Allianz、General Catalyst、GV（前身为 Google Ventures）、OurCrowd 和 Thrive Capital 跟投 2019 年 6 月，Lemonade 启动 IPO 计划，并聘请摩根大通担任主承销商，估值达到 20 亿美金。

（二）国外案例成功因素分析

1. 宏观环境

当前，全球新一代科技革命迎来大爆发，金融科技正逆转全球保险业风潮，进入深度渗透保险业阶段，新技术、新模式、新业态和保险加速融合并持续赋能。保险科技在帮助传统保险公司进行流程改进、效率提升的同时，也在重塑着整个行业的价值生态链。保险科技的应用已经渗透到保险行业的各个流程，逐步而深远地影响着行业。从全球保险科技的产业布局来看，健康险领域及数据型科技公司是当前最大的投资热点，此外，以大数据、人工智能技术为驱动的科技公司也获得了较高关注，保险科技已经成为保险业未来竞争的新平台。

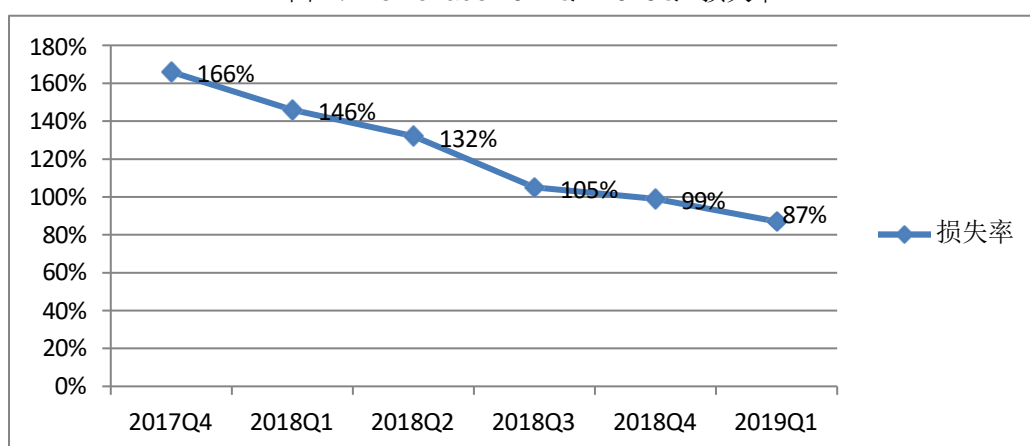
2. 投资方投资策略

Allianz X 致力于投资数字化增长型公司，推动保险生态系统的构建和发展。他们的目标是发掘并投资数字行业内的领跑公司，并促使其与集团业务达成战略合作。在这样的投资策略下，Allianz X 投资了十余家与保险相关的数字业务，并推动初创公司和安联数字生态系统的联合创新。2019 年，Lemonade 开始进军德国市场，安联作为德国最大的保险公司，发挥了重要作用，而作为传统保险龙头的安联，与 Lemonade 的合作有望改善原有保险产品用户体验，并触达青年保险用户，形成较大的协同效应。

3. 被投企业发展情况

Lemonade 的快速发展，亦与其生产、管理、市场三大因素有着重要关系。生产因素主要体现在 Lemonade 的商业模式创新及技术创新上，Lemonade 使用高效、透明的商业模式提高保险产品的可接受性，并通过人工智能技术简化投保和理赔流程，同时通过人脸识别及大数据分析降低骗保成功率。由于早期缺乏客户数据训练人工智能算法，Lemonade 损失率（赔款总额与同期保费收入总数的比率）较高，2017 年第四季度损失率达到 166%，这是不可持续的，大型保险公司的损失率为 65%至 70%。随着数据及算法不断更新，损失率呈现出快速下降趋势，到 2019 年第一季度损失率已降至健康的 87%，公司预测这一损失率还将继续下降，人工智能技术的运用帮助公司有效降低运营成本，形成良性循环。

图 4: Lemonade 2017Q4-2019Q1 损失率



管理因素主要体现在管理团队上，Lemonade 的联合创始人分别是 Shai Wininger 以及 Daniel Schreiber。Daniel Schreiber 曾担任无线充电技术供应商 Powermat 的总裁以及闪迪（SanDisk）的市场部高级副总裁，而 Shai Wininger 是一个连续创业者，曾创立了全球最大的创意和专业服务市场 Fiverr.com，两人均有丰富的创业经验及团队管理经验，并致力于通过技术创新改善保险服务。优秀的创始团队是 Allianz X 以及红杉、软银等机构选择投资 Lemonade 的重要原因。

市场因素主要体现于 Lemonade 独特的市场拓展方式，由于采用全智能化在线投保及理赔，Lemonade 可以采用互联网营销方式，不需要传统经纪人及客服人员，能够在短时间内快速实现规模化，并极大降低运营成本，进一步降低产品价格。而高效透明的投保理赔体验以及极具社会公益性的保险资金运用方式对于年轻人有极大的吸引力，据统计 87%Lemonade 的用户是第一次购买保险产品，说明 Lemonade 打开了原本未被开发的市场，未来具有较大的增长空间。独特的市场营销方式及增量保险市场的协同可能性也是 Allianz X 投资 Lemonade 的重要因素。

第5章 结论与建议

5.1 总结

论文为保险背景私募股权基金交易成功的决定因素，本文通过分析中国保险公司投资 PE 的原因、发展现状、与非保险机构 PE 的比较三个方面论述了保险私募股权基金交易的基本特点。

在此基础上，本文重点在于通过专家访谈法和案例分析法确定影响保险私募股权基金交易成功的影响因素，影响私募投资基金投资成功与否的关键涉及到投资方和被投资标的公司和其他影响因素三个方面，其中影响投资方的主要因素为投资策略的合理性、尽职调查过程、估值方法和合理性等方面；影响被投资标的公司的因素分为财务因素、生产因素、市场因素、管理因素四大方面，在每一个小的方面预计又存在若干子影响因素；其他影响因素主要是国家政策。

5.2 未回答的开放性问题的

本论文由于个人能力所在和时间的有限性，对保险背景私募股权投资基金交易成功的决定因素未能面面俱到，仅以具有代表性的因素进行分析，因此给本文留下了很大的拓展空间和可能性，未回答的开放性问题还有很多，值得后续进行研究，主要有：

1. 保险背景私募股权基金绩效评估问题。目前学术界对私募股权基金绩效评估的研究非常少，在中国知网全文数据库中以“私募”和“绩效评估”为关键词进行搜索仅仅出现一篇^①题为《A 股私募基金绩效评价方法选择比较研究》的文章，而保险背景下私募股权基金绩效评估问题的研究则没有，虽然一些研究股权基金的绩效评估可以借鉴，但是由于存在差异性，是不能直接拿过来进行使用的，这说明对保险背景私募股权基金绩效评估问题目前是学术界的空白领域。但是对保险背景下私募股权基金绩效评估又是一个非常重要的问题，而私募股权投资基金绩效评估问题又会包含很多小的问题，如保险背景私募股权基金绩效评估的方法、原则、绩效评估数据选择和处理、绩效评估结果与投资目标比较、绩效评估的成本与经济效应等很多方面，是一个系统的工程。因此在未来的研究中本人将致力于保险背景私募股权基金绩效评估问题的研究，以延展本文的研究。

2. 保险背景股权私募基金风险防控问题。私募股权基金具有非公开、不透明、不可逆等特性，投资过程中的委托-代理问题和逆向选择问题都会给投资基金带来风险，因此私募股权基金存在高风险的典型特征，如何进行风险防控成为目前私募股权交易的研究重点之一，具体到保险背景私募股权投资风险和风险防范问题很少有人触及。这也将是本人未来研究中的一个方向。

^① 搜索时间：2019 年 8 月 31 日。

5.3 政策建议

中国保险背景私募股权基金在中国起步较晚，但是在国家政策引导和市场成熟的基础上得到了长足的发展，正在成为中国资本市场上不可忽视的重要力量之一。然而，如前文研究所得，中国保险背景私募股权基金交易成功的决定因素又涉及到多方面，这给中国保险私募股权基金交易是否成功带来了很多的不确定性，因此为了进一步提升交易成功的可能性，降低风险，促使保险背景私募股权基金改善金融业结构，为中国经济长足发展提供资金支持，促进产业结构调整，本章从国家层面、市场层面和企业层面三个方面提出了相应的政策建议。

3.从国家层面：从国家层面来讲，国家需要做的是健全相关法律法规。早在2014年原证监会根据《证券投资基金法》、《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》颁布了《私募投资基金监督管理暂行办法》对私募股权基金登记备案、投资者资质、资金募集、投资运作、行业自律、监督管理、法律责任及其创业投资基金的特别规定做了原则性的说明，但是目前来看并没有相应的保险背景私募股权基金的法律法规来确定运作细节，因此，需要对中国保险背景私募股权基金设置更加细化的法律法规，加强法律层面的市场监管。

4.从市场层面：市场竞争是优胜劣汰的良好机制，营造良好的市场发展环境对中国保险背景私募股权基金的发展至关重要。营造良好的市场发展环境需要建立完善的审计规范体系和审计市场，避免逆向选择产生的道德风险。合理而健全的外部审计市场有利于投资企业和被投资企业规避信息不对称和信息不完全产生的逆向选择，能有效制约私募股权基金交易的不安全性。外部审计市场的完善主要在于两个方面：一方面要增加会计师的独立性和职业素养，落实会计师的法律责任，以此减少企业家和会计师的勾结行为；另一方面要完善审计职业规范体系，不断与时俱进。

5. 从企业层面：企业层面主要分为投资方企业层面，即保险公司层面以及被投资方企业层面。从保险公司层面来看，首先要明确公司长短期的发展战略，依据发展战略阶段不同，加强对保费收入情况、资产-负债情况的管理，合理资产配置，设置良好的自留资金和投资资金的比重。其次完善保险公司内部人才结构，随着保险背景私募股权基金投资各行各业的发展，保险公司也需要不同专业背景的人才，这对保险公司资产运营具有重要意义，因此保险公司应该设置合理的薪酬体系和福利待遇体系，吸引优秀人才加入。最后保险公司要设置客观的评估和信用评级体系和投资决策评估体系，完善投资前的调研工作流程，避免逆向选择。从被投资企业来看，首先要健全公司治理结构，其中最为重要的是加强独立董事制度建设、健全完善监事会职能，通过公司治理结构的改善提升公司质量的提高。其次对于生产性企业要注重研发和专利的重要性，创新是企业不断进步的动力源泉，不断的创新才能使得企业位于不败之地，这对于生产型企业尤为重要，因此一方面要加强对研发和专利技术的资金投入，另一方面要不断引进先进的研发人员或者建立良好的研发合作团队，为企业的创新活动添砖加瓦。再次完

善企业的管理团队，管理之于企业尤如心脏之于人体，管理发挥着核心作用，而管理最重要的是管理人才，因此需要健全企业的人才培养和晋升制度，吸收人才、留住人才。最后，布局合理的市场销售渠道，市场是企业产品最后和最终的所在地，只有企业能把产品销售出去，才能进行资金的回流，因此这一过程堪称是“惊险的跳跃”，合理的布局市场销售渠道，有利于企业减少人员和物流成本，加速销售的实现。

总之，通过国家、市场、企业的多方努力，实现保险背景私募股权基金的健康有序发展，有利于完善中国资本市场结构，提升资本使用效率，服务于我国经济发展。

附录 1：30 位保险从业人员具体名单表^①

序号	人员姓名 ^②	所在保险公司名称	所在部门&职位
1	赵妍	新华人寿保险股份有限公司	新华资管研究部行业研究员
2	王雷剑	新华人寿保险股份有限公司	新华资管研究部行业研究员
3	郭月华	新华人寿保险股份有限公司	新华资管研究部行业研究助理
4	赵建	新华人寿保险股份有限公司	新华保险风险管理委员会职员
5	孙宝成	新华人寿保险股份有限公司	新华保险销售部保险经纪人
6	孙海峰	泰康保险集团股份有限公司	泰康人寿战略发展部经理
7	罗志	泰康保险集团股份有限公司	泰康人寿保险经纪人
8	任泽宁	泰康保险集团股份有限公司	泰康保险集团法律合规部法律专员
9	肖宁	泰康保险集团股份有限公司	泰康保险集团风险管理部职员
10	张丽思	泰康保险集团股份有限公司	泰康保险集团投资管理部职员
11	赵龙	泰康保险集团股份有限公司	泰康保险集团投资管理部职员
12	贾丽清	中国平安保险集团	中国平安北分保险顾问
13	侯荣龙	中国平安保险集团	中国平安北分综合金融理财顾问
14	魏萍萍	中国平安保险集团	中国平安资产管控中心经理
15	李秀轩	中国平安保险集团	中国平安资产管控中心风风险专员
16	李旭久	中国平安保险集团	中国平安资产管控中心投管会职员
17	郭新	中国人寿保险股份有限公司	中国人寿北分公司保险顾问
18	周东	中国人寿保险股份有限公司	中国人寿健康投资专员
19	安勃	中国人寿保险股份有限公司	中国人寿北分公司理财顾问
20	王帅	中国人寿保险股份有限公司	中国人寿健康投资专员
21	朱云伟	中国人民财产保险股份有限公司	中国人保理赔事业部理赔专员
22	宫云凤	中国人民财产保险股份有限公司	中国人保资金运营部运营专员
23	李广智	中国人民财产保险股份有限公司	中国人保战略发展部助理
24	彭海峰	中国人民财产保险股份有限公司	中国人保战略发展部助理
25	赵一	中国人民财产保险股份有限公司	中国人保法律部法律专员
26	甘雨	中国人民财产保险股份有限公司	中国人保资金运营部运营专员
27	张红梅	华夏人寿保险股份有限公司	华夏北分公司理财顾问
28	王霞	华夏人寿保险股份有限公司	华夏北分公司产品经理
29	姚居峰	幸福人寿保险股份有限公司	幸福人寿北分公司合规风控主管
30	马丽媛	幸福人寿保险股份有限公司	幸福人寿北分公司合规风控专员

^① 访谈结果因人和公司而异，会出现较小的偏差，但是选择的公司和人员具有典型代表性，可以说明问题。

^② 出于保密性要求，此处均为化名，如有雷同纯属巧合。

附录 2：30 位保险从业人员访谈内容

敬爱的×××先生/女士：

您好！感谢您百忙之中参加我的访谈，为我的毕业论文提供素材！为深入了解保险背景下私募股权基金交易成功的决定因素，本人设置了一些访谈需要您回答的问题，请您根据您工作中的实际情况表述。我郑重向您承诺：此次访谈只用作研究为目的，访谈所有的内容和数据将严格遵照有关法律法规予以保密且只用于统计分析，请按实际情况和自身判断填写，谢谢您的合作，下面开始我们的正式访谈内容环节。

1.个人基本情况部分

- (1) 您所就职的公司名称为？您所从事的板块为？
- (2) 您是什么学历？
- (3) 您在这个行业多少年了？从事目前工作职责多少年？

2.保险背景私募股权基金交易成功的决定因素部分

(1) 您认为现在保险公司进行私募股权基金交易成功与否取决于哪个方面？投资方还是被投资方，还是双方都重要？

(2) 从投资方来看，哪些指标对投资方起到至关重要的作用，这些指标又是什么因素影响的？

(3) 您可以具体谈谈每个指标是如何影响 PE 交易成功的吗？

(4) 这些因素中保险背景和非保险背景 PE 有什么区别，您分别给打多少分？

(5) 从被投资方来看，哪些哪些指标对投资方起到至关重要的作用，这些指标又是什么因素影响的？每个指标您大约给多大的权重？

(6) 您可以具体谈谈每个指标是如何影响 PE 交易成功的吗？

(7) 这些因素中保险背景和非保险背景 PE 有什么区别，您分别给打多少分？

3.开放性部分

对于保险背景私募股权交易成功的关键或者其他问题，您都可以给我讲讲。以上，感谢您接受我的访谈。

附录 3：30 名保险从业人员口头访谈打分表

注：1.此表作为访谈过程中访谈人手中持表，用于标记访谈结果中的各影响因素的重要程度，按照百分制计算，重要程度为 10%则表中记录 10 分。

2.其他被访谈人认为重要的影响因素，如本打分表有忽略部分，请在后面打分。

评分项目	主要影响因素	追问影响因素	保险背景重要程度打分	非保险背景重要程度打分
投资方 (保险公司)	投资策略			
	评估过程			
投资标的 企业	生产因素			
	管理因素			
	财务因素			
市场因素				
其他影响 因素	影响因素 1			
	影响因素 2			
	影响因素 3			
	影响因素 4			
	影响因素 5			
			

附录 4：5 名保险高管人员专家访谈

敬爱的×××先生/女士：

您好！感谢您百忙之中参加我的访谈，为我的毕业论文提供素材！为深入了解保险背景下私募股权基金交易成功的决定因素，本人设置了一些访谈需要您回答的问题，请您根据您工作中的实际情况表述。我郑重向您承诺：此次访谈只用作研究为目的，访谈所有的内容和数据将严格遵照有关法律法规予以保密且只用于统计分析，请按实际情况和自身判断填写，谢谢您的合作，下面开始我们的正式访谈内容环节。

下面是我对 30 名保险从业人员访谈得出的初步结果，如果您对结果没有意义不需要进行表述，如果您对结果有不同的看法，请您告知我，并将自己的想法告诉我，您的意见对我的毕业论文很重要，非常感谢您的支持。

一级指标	二级指标（占比）	三级指标	三级指标所占比重
投资方 (保险公司)	投资策略（20%）	保险公司资产结构	36%
		投资策略的合理性	64%
	评估过程（30%）	尽职调查	50%
		评估合理性和方法	50%
投资标的企业	生产因素（10%）	原材料采购能力	30%
		生产规模经济情况	35%
		研发人才比重	15%
		专利技术和保护情况	15%
		研发费用占比	5%
	管理因素（10%）	管理人员的学历	20%
		管理人员的工作经历	30%
		管理人员的敬业水平	30%
		企业文化	20%
	财务因素（10%）	年度预算和控制情况	20%
		资产-负债情况	15%
		固定和流动资金占比	25%
		募集资金使用情况	20%
		财务管理合理性	20%
	市场因素（20%）	产品竞争力	50%
		市场策略	20%
市场渠道		30%	

致 谢

光阴荏苒，如白驹过隙，我的博士学习生活即将结束。回顾过往，学习和工作的欢乐和艰辛、努力与奋斗仍历历在目。几年的学习、工作及毕业论文的写作，我收获颇丰，真实的感受到了自我的蜕变与成长。在这样的自我成长过程中，很多人给予我帮助与关爱，感恩之心、感激之情都无法言表。谨在我即将毕业之际，借论文最后完成的机会向给我帮助的所有人表示由衷的感激与最诚挚的谢意。

首先最应该感谢的是我的中文导师田轩教授和外方导师 Harald Hau 教授！田教授认真科研的态度以及深厚的学术造诣都深深令我折服。田教授一直坚持“不抛弃、不放弃”的关怀态度与严格的科研水准督促我，体察我的问题于微忽、直指问题的关键，给我建议与思路，在茫茫大海中作为明亮的灯塔指引我前进的方向。感谢外方导师 Harald Hau 教授对论文的大纲进行了认真和细致的修改，

使得本文逻辑性和连贯性得到加强，也使得我在论文创作过程中少走了很多弯路。

Harald Hau 教授也对本文案例分析上给予了诚恳的建议，在此表示感谢！

其次要感谢的是我的家人和同行业的朋友。家人的体谅与包容是我最大的精神支撑。我的家人在背后默默的支持，给我最大的鼓励和帮助，使我最终完成夙愿。感谢我金融行业的同行，毕业论文在专家访谈阶段，同行业的朋友给予了最大的支持，提供了可靠的素材。感谢 30 名保险从业人员和 5 名高管人员给出的真实的意见，使得论文更加有据可查。感谢案例企业相关人员的配合和提供的非保密性资料，在此再次表示感谢！

然后要感谢的是我的同窗和我的同事。“数载同窗情义坚、不觉分离在眼前、从此天涯多挂牵，希望与你再相见。”谨以此句献给一起的同窗，无论学习还是工作上，认识你们很好，希望未来还会有交集。除此之外还要感谢我的同事，在我论文写作期间，同事们在我的工作上给予了很大的帮助！

我在清华的学习生活即将结束，但是学无止境，我会铭记老师对我的教育以及学校传承的精神，力争上游，戒骄戒躁，奉献于人民，作对社会有用的人。

曹 炜

2019 年 9 月 26

参考文献

- [1] 吴晓灵. 发展人民币股权投资基金, 促进中国经济结构调整[J]. 金融发展研究, 2008 (6) .
- [2] Diamond, Douglas W., 1984. Financial intermediation and delegated monitoring [J]. *The Review of Economic Studies* 51 (3): 393-414.
- [3] Khanna, Tarun, & Yafeh, Yishay, 2007. Business groups in emerging markets: Paragons or Parasites [J]. *Journal of Economic Literature* 45 (2): 331-371.
- [4] Koh, Ping-Sheng., 2003. On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia [J]. *The British Accounting Review Elsevier* 35 (2): 105-128.
- [5] Phalippou, Ludovic, 2014. Performance of Buyout Funds Revisited? [J] *The Review of Finance* 18 (1): 189-218.
- [6] Ma, Ming, Sun, Xian, Waisman, Maya, & Zhu, Yun, 2016. State ownership and market liberalization: Evidence from China's domestic M&A market [J]. *Journal of International Money and Finance* 69: 205-223.
- [7] 吴晓蕾、王宇、温骊骊. 保险机构私募股权基金的投资与管理[J]. 保险研究, 2008 (4) .
- [8] 王颢. 保险资金私募股权投资研究[J]. 国际经贸探索, 2017 (9) .
- [9] 郭伟. 保险资金私募股权投资浅探[J]. 金融与经济, 2010 (8) .
- [10] 陈文辉. 我国保险资金股权投资问题研究[J]. 新金融评论, 2013 (6) .
- [11] 于良. 我国保险资金股权投资动因及风险研究[D]. 对外经贸大学, 2016.
- [12] 左进. 我国保险私募股权的发展现状及建议[J]. 保险职业学院学报, 2017 (2) .
- [13] 陈成. 产融结合是保险资金股权投资的发展趋势[J]. 财富管理, 2017 (2) .
- [14] 王颢. 保险资金私募股权投资研究[J]. 国际经贸探索, 2016 (9) .
- [15] 吴晓蕾、王宇、温骊骊. 保险机构私募股权基金的投资与管理[J]. 保险研究, 2008 (4) .