

保险机构股票投资行为的法律规制

——以“金融与商业分离原则”为视角

● 李伟群 胡 鹏 *

【内容摘要】“中信入主开发金控”事件堪称我国台湾地区的“宝万之争”，引发了保险资金介入被投资公司经营的广泛争议。我国台湾地区“保险法”为此增订第 146 条之 1 第 3 项禁止保险业行使被投资公司的表决权，以强化保险机构之财务投资属性。此一修改滥觞于“金融与商业分离”原则，本质在于防止金融业过度控制商业，但本条违背同股同权的基本法理，实有矫枉过正之嫌。反思我国台湾地区“保险法”的修改目的，并检讨大陆地区保险机构在股票市场长期的角色错位，当前规范保险机构股票投资行为可从两个方面突破：其一是如何平衡保险资金运用的安全性与收益性，其二是如何兼顾保险机构财务投资者和战略投资者的两重角色。前者应使自有资金和准备金分开运用，降低股票投资的风险偏好；后者应对“保险相关事业投资”与“非保险相关事业投资”差异化监管，实现财务投资与战略投资的理性归位。

【关键词】 保险机构 财务投资 战略投资 金融与商业分离

2017 年 2 月 24 日，保监会一纸处罚决定让持续一年多的“宝万之争”划上了句号。但“宝万之争”作为我国资本市场发展历程中的“活教材”，其背后所折射出的上市公司治理、金融混业监管、保险资金运用等深层次问题仍悬而未决，亟待理论界和实务界的进一步研究。以“宝万之争”为代表的举牌潮起源于我国金融环境的变化。近年来，我国保险业资产规模高速增长，但同期的银行存款、债券等资产收益率却持续走低，保险资产保值增值的压力增大。2014 年以来，保险资金投资渠道不断拓宽，“股灾”中保监会甚至明确鼓励保险资金增持救市，基于资产配置压力、长期的产业布局 and 一系列政策红利，保险机构逐渐提升风险偏好，大量举牌，甚而超越基金、券商等传统大户，成为新的重要机构投资者。

遗憾的是，学界对“宝万之争”中公司法、证券法问题讨论甚多，鲜有人关注其中的保险法问题，而前海人寿作为宝能系举牌万科的急先锋，其保险资金的动用起到了关键性作用。反观我国台湾地区，2004 年中信集团同样借助旗下台湾中国人寿的保险资金取得了开发金控的经营权，随后理论界和

* 作者单位：华东政法大学经济法学院。本文系华东政法大学博士研究生海外调研项目(2017-09)、华东政法大学优秀博士学位论文培育项目(2018-1-010)的阶段性研究成果。

实务界积极反应,对保险资金偏离立法目的使用的行为进行检讨,并参酌美国经验,对我国台湾地区“保险法”作出两次修改。两相对比,不禁令人唏嘘!大陆学界对“宝万之争”中的保险法问题缺乏敏感度源于法学界偏重于保险合同法的研究,而对保险业法的研究长期缺位。保险资金股票投资行为的规范事关保户权益的维护、资本市场的稳定,理应成为保险法之重大课题。在此,笔者即以“中信入主开发金控”这一典型案例为切入点,通过个案研究阐释我国台湾地区保险“法制”的变迁及争议,为防堵“宝万之争”所暴露的制度漏洞提供有益经验。

一、我国台湾地区典型案例的主要事实、“立法”回应和学界争议

(一)案例事实^[1]

20世纪末期以来,金融自由化已渐成潮流,发达国家莫不进行金融自由化改革,譬如英国、日本的“金融大爆炸”,美国1999年的《金融服务现代化法案》,均允许保险、银行、证券相互跨业经营。国际金融市场快速整合使得各国金融市场之间的竞争越来越激烈。自我国台湾地区加入WTO以后,主管机关为因应全球金融革新与竞争趋势,积极开放金融跨业经营,着力于构建“经营多元化、组织大型化”的金融体制。在此背景下,台湾中华开发金融控股公司(简称“开发金控”)于2001年依据“金融控股公司法”由子公司台湾中华开发工业银行以股份转换方式成立。2002年,开发金控并购菁英证券和大华证券,拥有了直接投资、证券承销、经纪、财务顾问等完整的上中下游金融业务,成为当时岛内最大、最具专业性的金融机构。而中信集团(简称“中信”)成立于2002年,其背后的实际控制人是我国台湾地区著名的辜氏财团,旗下成员包括中信金控、中信证券、台湾中国人寿等。

开发金控之控制权争夺事件,源于长期以来董监持股严重不足的现象。且自2003年第四季度各金控公司股价都随经济景气逐渐上扬,唯独开发金控因前董事长被收押改由董事陈敏熏接任而处于低迷态势。2003年底到2004年初,中信集团通过旗下中信证券和台湾中国人寿大举买进开发金控股票,截止2004年开发金控召开股东大会之前,中信证券已持有24万张以上开发金控股票,台湾中国人寿亦持有逾30万张开发金控股票,合计持有开发金控流通在外股权近5%,加计辜家所持有之股份,预计达6%,远高于陈敏熏家族的持股数。此时,陈敏熏等公司派也警觉到市场上正有一股力量对准开发金控而来,2004年,公司派召开董事会决定将6月份召开的股东大会提前至4月5日,致使股东资格登记日提前至2月6日,只有在当日之前持有股票者才能参加股东大会并享有董监改选的表决权。然而在最后登记日,公司派赫然发现中信旗下的台湾中国人寿已是开发金控的第一大股东,中信证券是第二大股东。

我国台湾地区财政事务主管机构出于维护官股(约占6.3%)利益、兼顾市场公平之目的,在2月中旬邀请中信与陈敏熏会面协商,但终因董事席次规划不被陈所认同而宣告失败,中信与官股遂结成同盟,约定共同规划董事席次,双方委托书征求大战正式展开。在此过程中,双方大打舆论战,中信阵营的诉求是:基于公平正义的立场,经营者应比一般投资大众拥有更多的公司股权,才能为股东创造更大的投资回报,而开发金控绩效不彰,管理层无心经营,任何人都可取而代之,为股东谋求最大利益,中信作为大股东,肩负着公司股价再生的使命感。陈敏熏等公司派回击道:中信虽号称持有约6%

[1] 案例事实部分主要参考林雅瑾:《公司治理之经营权与所有权之探讨——以中信入主开发金控为探讨案例》,台湾交通大学2003年硕士学位论文,第26~50页;梁昭铭:《保险业资金运用规范之妥当性——以中寿投资开发金衍生之争议为例》,台湾政治大学2006年硕士学位论文,第70~119页;陈惟龙:《保险资金之运用与公司治理》,台湾大学2006年硕士学位论文,第82~91页。

的开发金控股票,但台湾中国人寿动用的资金是保户的钱,换算成自有资金也不到2%,事实上持股比例并不比本方多太多,官股与中信不应私相授受,在股东大会召开前就先行分配董事席次,应尊重全体股东对管理层的选择。4月5日,开发金控股东大会在万众瞩目下召开,经计票,官股与中信所提案的7名常务董事无异议通过,中信证券总经理辜仲莹出任开发金控总经理,其后开发金控高级管理人员的派任皆由中信主导,中信成功入主开发金控。

中信成功取得开发金控的控制权,台湾中国人寿的股权投资起到了关键性的作用。台湾中国人寿投资开发金控的金额,占其可运用资金的3.42%,约持有开发金控股权的2.67%,形式上完全符合“保险法”第146条之1第1项第3款之比例限制。^[2]但此举引发了各界的强烈争议,其中大型集团动用旗下保险子公司的保户资金巧妙规避保险监管的比例限制,协助关系企业取得经营权是否符合“立法”精神乃最大之争议。

(二)“立法”回应

我国台湾地区主管机关藉此全面检讨保险业资金运用问题,金融监管机构于2004年8月4日作成决定,保险公司依据“保险法”第146条之1进行资金运用,属于短期、获利性投资,不应出任被投资公司董监事,不能征求委托书,不能介入经营,要支持公司派。^[3]惟决议中“限制保险公司出任被投资公司董监事及征求委托书之权利”是法律保留事项,必须有法律明文规定才能做出,故主管机关不得已作出让步,转通过保险商业同业公会召集会员协商,并制定“保险业从事保险法第146条之1第1项第3款投资有价证券自律规范”,期望通过行业自律将保险资金运用导向正轨。该自律规范虽使保险资金介入被投资公司经营的情况有所减少,但因不具备法律强制力,对各保险公司监管强度较弱,因此主管机关借“保险法”修改之机,对保险资金投资股票规范重新检讨。^[4]2007年6月14日,我国台湾地区“立法”事务主管机构三读通过“保险法修正案”,强化保险资金股票投资依照其目的分为财务投资、参与经营及主导经营,^[5]并在“保险法”第146条之1(财务投资)中增订第3项:保险业投资公开发行股票的,不得有下列情事:(1)以保险业或其代表人担任被投资公司董事、监察人;(2)行使表决权支持其关系人或关系人之董事、监察人、职员担任被投资金融机构董事、监察人;(3)指派人员获聘为被投资公司经理人。

即使“保险法”已明确禁止保险资金介入被投资公司的经营,保险资金沦为经营权争夺筹码的事件仍层出不穷,更出现违规投票协议和违规投票行为。2012年龙邦国际集团董监事改选,财务状况早已恶化的国宝人寿联合其大股东朱国荣大幅买进龙邦股票,监管机构火速要求国宝说明情况,并祭出“三不准政策”:不得以寿险资金介入龙邦董监改选,不得参与董监改选投票,不得支持关系人出任董监。然而,原先已承诺不去投票的国宝人寿居然参与投票,还支持其大股东朱国荣拿下一席董事席位,使监管机构的保险监管权受到严重挑战。^[6]该事件后,监管机构决心推动第二次修法,2014年5月20日于“保险法”第146条之1增订第4项:保险业违规行使表决权者,其或代表人担任董事、监

[2] 当时我国台湾地区“保险法”第146条之1第1项第3款为:保险业资金得购买经依法核准公开发行之公司股票;其购买每一公司之股票总额,不得超过该保险业资金百分之五及该发行股票之公司实收资本额百分之十。

[3] 同前注[1],梁昭铭文,第107页。

[4] 同前注[1],陈惟龙文,第72~73页。

[5] 我国台湾地区“保险法”第146条之1第3项为财务投资,第146条之5为参与经营,第146条之6为主导经营。

[6] 参见黄俐:《股东表决权限制之研究——兼论保险法第146条之1妥适性》,台湾东海大学2015年硕士学位论文,第187~188页。

察人、行使表决权、指派人员获聘为经理人、与第三人约定、协议或授权,无效。我国台湾地区保险主管机关对个案严格管控与惩处,积极完善保险法制,善尽保险监管职责的态度颇值赞赏。然“保险法”增订的第146条之1第3项是否符合基本法理,是否能够有效填补制度漏洞,防范保险资金的不当运用,都值得深入思考,这引起了学界的巨大争议。

(三)学界争议

针对“保险法”第146条之1第3项,我国台湾地区学界表达了不同的观点和立场,兹分述如下。

持肯定立场者认为:(1)保险资金取自社会大众,应确保足够的偿付能力,欧盟 Solvency 第1号指令规定,保险公司应有足够清偿能力的金额,以确保一家保险公司在不可预见的情况下,相对于应承担的风险仍有充分的自有资本,以补偿保户之损害,此亦系反对保险业投资介入经营权之重要原因;^[7](2)保险业属高杠杆操作行业,保险业股东仅投入极少的自有资金,即可运用好几倍的资金,然而保险资金主要来源于保户的责任准备金,保户承担了相当大的风险,因此从严规范保险业的转投资行为绝对必要;(3)防范保险业股东掏空公司,保险公司不同于其他大型股份公司,不用上市就坐拥庞大资金,而其内部投资决策往往不公开透明,很容易成为大股东的“提款机”;(4)保险资金运用应回归立法之初衷,保险资金运用本是希望保险业为保户做妥善的投资管理,提供风险管理服务,不仅保持保险业稳定,更促进金融市场发展,故保险资金投资股票应是认同公司经营绩效,获取财务收入,如果影响被投资公司经营,甚至为其关系人并购抬轿,则与“立法”意旨不合,应予限制。^[8]

持反对立场者认为:(1)该条文违背股东平等原则之基本法理,股东基于股东地位,对公司的权利与义务享有平等待遇,“立法”者仅以“防止保险业介入被投资公司之经营,确保保户之利益”等似是而非的理由,限制保险业资金的运用方式,实与主管机关鼓励金融事业综合发展、不同类型事业跨业经营的时代趋势不符;^[9](2)恐降低保险资金运用收益,保险公司欲充分了解公开发行公司之经营状况等重要信息,唯有进入该公司担任董监事始能取得第一手资料,才能更加了解被投资公司的内部经营状况,从而决定是否应继续投资,此一限制导致保险业无法准确控制投资风险,将大幅度影响保险资金之投资收益;^[10](3)抑制保险资金的积极作用,保险业资金庞大,若能配合国家政策,适用于社会发展,具有正面意义,此一限制与主管机关鼓励保险业支持经济的倡导相悖;(4)保险资金与其他机构投资者相同,都是安定社会的重要力量,不应被差别对待,甚至污名化。

观诸双方之立场,似乎都有道理,“立法”者很难做出选择,但我国台湾地区主管机关不惜违背同股同权的基本法理,剥夺保险业在上市公司的表决权,其并非着眼于个案影响,也不限于维护保险业的稳定,而是决心贯彻“金融与商业分离”原则。可以说,“保险法”第146条之1第3项乃我国台湾地区主管机关在金融法规中贯彻“金融与商业分离”原则的缩影。

二、“金融与商业分离”原则下对保险机构股票投资相关规则的反思

(一)“金融与商业分离”原则的源流

分业经营是对金融机构业务范围进行某种程度的分业管制。按照分业管制的程度不同,分业经营有三个层次:第一层次是金融与非金融业的分离,金融机构不得经营非金融业务,包括持股在内;第

[7] 参见陈丽娟:《Solvency II指令:欧盟保险监管趋势之探讨》,《月旦财经法杂志》2012年第28期。

[8] 同前注[6],黄俐文,第207~208页。

[9] 参见江朝国:《金融控股公司法下之保险子公司投资相关事宜》,《台湾本土法学杂志》2006年第78期。

[10] 参见江朝国:《保险法修正评释》,《月旦法学杂志》2009年第1期。

二层次则系银行、证券、保险此三类业务分离,即经营一项业务后不得再兼营他二类之业务;第三层次是各子行业内部有关业务的进一步分离,例如政策性业务与商业性业务之金融机构分离、证券交易与证券经纪等业务之金融机构分离、财产保险与人身保险业务之金融机构分离等。通常所指的分业经营多指第二层次,即银行、证券、保险业务之分离。而“金融与商业分离”则是分业经营的下位概念,为分业经营的第一层次。

“金融与商业分离”原则最早是由“银行与商业分离”原则衍生而来。美国自1864年起就立法禁止银行与商业结合,其主要担忧有以下几点:(1)利益冲突,例如银行对于非金融关系企业之客户核贷宽松,对于其竞争对手则不予授信,或授信时,附加其他额外标准;(2)信心防火墙可能被穿透,非金融关系企业经营不善,而有资金危机时,虽然法律上分属不同主体而隔绝了风险的分散,但民众可能会对金融控股公司内之银行失去信心,并感到恐慌;(3)金控公司旗下之银行、证券、保险子公司都受到严格监管,但非金融关系企业缺乏此监管;(4)经济资源过度集中,可能造成“大而不能倒”的监管隐忧,且金控公司涉及的层面相当广泛,若再加上非金融事业的版图,极可能导致经济势力过于集中。^[11]

为防止金融机构利用其庞大的经济势力介入非金融机构的经营,从而利用其地位造成不公平竞争及利益冲突,“金融与商业分离”原则在美国金融实务上已成为金融机构投资非金融相关业务时的重要圭臬。^[12]1933年《格拉斯—斯蒂格尔法》使美国金融业进入分业经营的时代,金融业彼此间不得兼营,而银行业与非金融业亦不得彼此混业经营,1956年《银行控股公司法》进一步加强此原则,规定银行业务仅及于“与银行业务相关而有适当之从属性者,纯商业行为不得成为银行业务,并限制银行不得管理或控制与银行业务无关的非银行资产”。1999年《金融服务现代化法》进一步扩张“银行与商业分离”概念的内涵,申言之,《金融服务现代化法》虽结束金融机构间壁垒分明的时代,但继续维持传统银行与商业分离的原则,仍禁止储贷机构直接投资生产事业的股份,且金控公司不得持有生产事业的股份,原则上也不得经营及管理生产事业,以此加强金融业与非金融业之区隔。这样一个演进的过程,说明“银行与商业分离”扩张到金控公司的范畴,演变为今日的“金融与商业分离”概念。我国台湾地区参酌美国经验,亦从投资比例、投资限额、禁止人事权介入经营等方面贯彻“金融与商业分离”原则,以实现该原则之规范目的。从2004年“金融服务法草案”制定之初,到2009年“金融控股公司法”修正,以及各金融业“法”的修改,均可见我国台湾地区主管机关对“金融与商业分离”原则贯彻之决心。^[13]

(二)“金融与商业分离”原则下保险机构股票投资行为规制的核心要义

法律是价值衡量的艺术,应基于社会公益,全面地规范经法律认定的不当行为,不能为了打压特定者而立法。“金融与商业分离”原则及其一系列立法安排根本上是监管者担忧金融机构滥用客户资金、扰乱正常商业秩序。然而现代金融创新与融合的时代趋势下,金融与商业联合也是促进资源共享、提升金融竞争力的有力手段。法律最基本的“公平原则”要求监管者应反复权衡利弊,兴利避害,切莫因噎废食。进言之,金融机构资金运用本质上是人的行为,如果金融机构公司治理健全,决策公开透明,每一笔投资都考量安全性、收益性等要素,且对外行使表决权符合大众预期,这样的金融机构适度介入商业经营很值得鼓励,法律的最高境界是引导保险资金的运用回归“合法又合理”的正轨。

[11] 参见谢易宏:《企业与金融法制的昨是今非》,五南图书出版股份有限公司2008年版,第379页。

[12] 同上注。

[13] 参见林进翔:《金融服务横向整合之困难与挑战——金融与商业分离原则之定位与落实》,《中正财经法学》2010年创刊号。

就保险资金运用自身而言,安全性与收益性恒为一对矛盾。保险资金运用是杠杆操作,保险公司股东以极少的自有资金撬动数倍于自身的准备金,因此其投资偏好天然倾向于冒险,剥夺保险公司选任被投资公司董监事的权利确实能够防范实际控制人掏空保险公司、滥用保险资金帮助收购的弊端,但同时降低了保险公司股票投资的溢价。股权作为一种综合性权利,其包含的表决权和受益权密不可分,如果离开表决权,股东不仅将失去监督的工具,在控制权争夺时,持有的股票也会变成无人问津的废纸。立法在进行股权设计时力求达到表决权和受益权互相匹配,也就是经济学理论所说的剩余控制权和剩余索取权的匹配,例如优先股股票,虽不含有表决权,不能参与公司经营,但比普通股票有更优先请求利润分配的权利。但我国台湾地区“保险法”第146条之1第3项,既剥夺保险公司持有之股票的表决权,又没有给予其丧失表决权后的风险对价,导致表决权和受益权严重不平衡,这种激进的“立法”实有矫枉过正之嫌,不值得大陆地区效仿。

另外,就保险机构参与公司经营而言,财务投资者与战略投资者两重属性又是另一对矛盾。首先,保险机构应作为战略投资者,充当“积极股东”角色,以长期投资而非短期套利为目标。这一角色起源于美国上世纪80年代的“股东积极主义”运动,倡导机构股东由“用脚投票”转向“用手投票”,不要仅凭股权买卖间接地影响管理层,而是要积极介入公司事务、监督管理层、参与公司决策,从而改善公司绩效。^[14]其次,保险资金,特别是寿险资金一般来源于责任准备金,具有期限长、规模大、来源稳定等特点,传统寿险产品期限一般在15年至30年以上,即使分红险期限一般也在5年以上,而且趸缴比例高达70%,因此,保险资金不同于其他资金,是天然的长期价值投资者。^[15]保险机构不仅具备机构投资者的一般属性,且具有长期价值投资者的独特优势,只有行使表决权方能实质性地参与公司治理、表达意见,为受益人争取最大利益,表决权是保险机构作为战略投资者和长期价值投资者的重要权利,不应被任意剥夺。但另一方面,保险业作为社会风险的管理者和分散者,风险保障才是其本质功能,投资只是其辅助功能,绝不可本末倒置。^[16]保险机构应当以财务投资为主,战略投资为辅,才能使保险业不偏离风险保障的主业。^[17]但相对于战略投资,财务投资的特点是更关注短期获利,一般不派驻董事,不直接参与公司的经营和管理,仅提供资金支持。^[18]可见,保险机构所具有的战略投资者和财务投资者两重角色有所冲突。

综上所述,保险资金股票投资行为规制的难点可归纳为两个命题:一为保险资金运用安全性与收益性的内部矛盾,二为保险机构兼具战略投资者和财务投资者二重角色的外部矛盾。我国台湾地区“保险法”第146条之1第3项过度偏重安全而牺牲效率,显然有失偏颇。自由市场环境下,两岸保险市场所面临的问题是相似的,我国台湾地区保险监管的得失与教训值得大陆地区警醒与反思。

三、保险资金运用安全性与收益性的平衡

2004年,保监会与证监会联合发布了《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》,允许保险机构直接投资股票。十几年的市场发展,我国保险机构一直在消极炒作与积极介入两重角色中徘徊,根本没有寻得保险资金安全性与收益性的最佳平衡点,同时期的保险监管更是陷入“一放就乱,一管就

[14] 参见马颖:《机构投资者参与公司治理的可行性研究》,东北林业大学出版社2008年版,第43页。

[15] 参见陈文辉等:《新常态下的中国保险资金运用研究》,中国金融出版社2016年版,第18页。

[16] 参见张炜:《险资坚持长期投资和价值投资大有可为》,载《中国经济时报》2016年12月15日第003版。

[17] 参见傅苏颖:《险资股权投资强化财务投资性质,专家建议加强投资目标管理》,载《证券日报》2017年2月24日第A01版。

[18] 参见张新文主编:《中国资本市场投资词典》,中国财政经济出版社2015年版,第310页。

死”的怪圈。

(一) 消极炒作之现实与积极介入之预期的背离

引导保险资金入市,理论界、监管层和市场对保险资金的一致预期都是保险资金应奉行长期价值投资理念,成为稳定市场的重要力量。但投资实践证明,少数保险公司存在违背长期价值投资理念,跟风追涨杀跌、炒作人气的倾向。^[19]以中国人寿为例,据 Wind 资讯统计,中国人寿在监管政策放开不久的 2005 年四季度持有 49 只股票,到 2006 年年初已经抛售 31 只,留下 18 只,简单换股率为 63.26%;2006 年一季度中国人寿持有 43 只股票中,只有 16 只股票保留到了二季度,其余 27 只股票悉数被抛出,简单换股率为 62.79%,如果加上二季度中国人寿增加的新股,这两者相加得出的换股率将超过 100%,媒体因此热炒中国人寿引领“短线王”。有研究发现:对于保险席位而言,趋势投资显然多于价值投资,波段操作常于长期投资。^[20]显然保险机构非但没有成为用手行使股东权利的积极股东,反而成为偏好短线牟利的消极炒作者,严重背离了监管的初衷。

2014 年 2 月,为进一步推进保险资金运用体制的市场化改革,保监会决定实施大类资产比例监管,给予保险资金更大的配置自由。^[21]在一系列政策利好驱动下,保险资金大规模入市,险资举牌事件也频频发生。一些保险机构不止于做短线牟利的财务投资者,更是积极谋求上市公司控制权。2015 年下半年,宝能系不断通过旗下的钜盛华公司和前海人寿举牌万科,开始了旷日持久的控制权争夺。万科管理层表示:“不欢迎野蛮人”,宝能系则提出罢免万科现任所有董监事。除此之外,宝能系举牌南玻 A,造成其高管集体辞职,更触发了 A 股数百家上市公司纷纷在章程中增设各类反收购条款。^[22]保险机构积极介入公司治理,并非出于监督管理层,提升上市公司绩效之目的,而是为了控制上市公司,进行资本运作,这背后潜藏着一系列风险:其一,保险公司大股东滥用股东权,操纵举牌,使保险机构异化为大股东的融资平台;其二,举牌资金来源于万能险保费,一些保险机构偏离风险保障的主业,过度开发万能险产品,万能险产品结算利率远高于市场同类产品,资产负债错配风险增大;其三,举牌过程中,除了运用保险资金外,还运用多种金融衍生工具,以极少的自有资金撬动大量的杠杆资金用于增持股票,风险不言而喻。由此可见,保险机构介入上市公司控制权争夺相当程度上扰乱了正常的商业秩序,不利于金融稳定。

(二) 保险机构自有资金和准备金之分离运用

依据《保险资金运用管理暂行办法》第 3 条:保险资金,是指保险集团(控股)公司、保险公司以本外币计价的资本金、公积金、未分配利润、各项准备金及其他资金。可见,保险资金由自有资金和各种准备金所构成。实践中,保险公司在每次增持时选择的资金来源性质也有所不同,有时来自自有资金,有时来自准备金,有时二者兼具。^[23]而保户与保险公司股东对于资金运用之目标并不一致:准备金之提存乃企业未来负债的折现,着重在于安全、保障,关系到保户权益的维护和偿付能力的确保;而保险公司股东往往将获取更高报酬视为首要目标。由于二者间比例的悬殊,导致保险资金运用杠杆率过高,从而衍生出利益冲突问题。保险机构对两种资金的风险偏好不同,是其股票投资激进的根源,反之,维持保险资金运用安全性与收益性之平衡必须使二者分开运用,设置两者利益冲突的防火墙。

[19] 参见徐高林:《保险资金长期价值投资的股市基础分析》,《保险研究》2008 年第 10 期。

[20] 参见陈恩:《迷失的盛宴:中国保险史 1978-2014》,浙江大学出版社 2014 年版,第 164 页。

[21] 同前注[15],陈文辉等书,第 28 页。

[22] 参见张敏:《34 家上市公司遭举牌,防野蛮人反收购条款盛行》,载《证券日报》2017 年 6 月 16 日第 A01 版。

[23] 参见杨倩雯:《险资横扫资本市场的秘密:三大主力资金轮番出动》,载《第一财经日报》2016 年 7 月 5 日第 A05 版。

笔者认为,应当重新界定保险资金的范围,保险资金应仅限于保户所缴交的保费所形成的准备金,而不应包括保险机构的自有资金,这是根除二者利益冲突的基础。另外,防范自有资金和准备金利益冲突的具体规则可从信息披露、合同责任、投资期限等具体方面加以规定,对于此点,我国证券业防范自有资金和客户资金利益冲突的经验可资借鉴。例如,证券公司可以以自有资金参与本公司设立的集合资产管理计划,但证券机构应当采取措施,有效防范利益冲突,保护客户利益。证券机构应和客户在合同中约定自有资金参与、退出的条件、程序、风险揭示和信息披露等事项,合同约定承担责任的自有资金,还应当对金额做出约定。^[24]证券机构自有资金参与集合计划的持有期限不得少于6个月。参与、退出时,应当提前5日告知客户和资产托管机构。^[25]

四、保险机构财务投资者与战略投资者角色的理性归位

2015年以来,保险资金频繁举牌,引发了公众对保险行业的强烈质疑,保监会随之出台一系列监管政策弥补制度漏洞。概言之,对保险资金举牌监管的总体思路是加强资产负债匹配,健全保险公司治理。保监会坚持贯彻“保险姓保”,及时推出监管政策的做法颇值赞赏,但保险资金“举牌潮”的大规模消退到底归因于“妖精”、“害人精”式的政治动员还是监管新规的作用,很值得深入考虑。

(一)现行制度规制之不足

1.“与保险业务相关企业”外延模糊。监管层将保险机构股票投资分为“财务投资”和“战略投资”,同时认为保险机构战略投资应以保险上下游关联产业为主,^[26]因此在《保险资金运用管理暂行办法》等政策文件中将保险机构收购上市公司的行业限制在“保险类企业”、“非保险类金融企业”、“与保险业务相关企业”。前两类行业范围较容易确定,而第三类“与保险业务相关企业”的外延则非常模糊。检视以往出台的监管政策,可以推知“保险业务相关企业”涉及养老、医疗、汽车服务、现代农业、新兴商贸等行业。^[27]但保险业是为各行各业提供风险管理服务的,其天生就具有跨界的特质,上述列举实在难以满足保险业延伸产业链的现实需求。目前保险业正积极布局养老地产,从这个角度看,前海人寿因此举牌万科似乎也无可厚非。由此可见,保险机构收购上市公司限于“与保险业务相关企业”,这一规定在实践中没有发挥任何作用。

在保险资金“举牌潮”之后,保监会发布《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》(以下简称《通知》)试图解决这一问题,规定保险机构收购上市公司应事前向监管部门申请核准,并进行业务相关度说明(《通知》第6条第2项)。此一规定等于是将“与保险业务相关企业”的核定权收归保监会,且在取得核准前,不得继续增持该上市公司股票(《通知》第10条)。但股票市场瞬息万变,收购时机往往不会等人,如果错过最佳收购时机将付出高昂的代价,这一规定可能会变相阻碍保险机构收购上市公司,也会使保险机构对哪些行业可以布局缺乏明确稳定的判断。

2.“财务投资”和“战略投资”未能实现差异化监管。其实,保险资金“财务投资”和“战略投资”各有其特殊之处,应适用不同的监管规则。“财务投资”应遵循分散性投资原则,确保投资风险不过于

[24] 参见《证券公司客户资产管理业务管理办法》(2013年修订)第25条。

[25] 参见《证券公司集合资产管理业务实施细则》(2013年修订)第23条。

[26] 参见赵萍、李致鸿:《独家专访保监会副主席陈文辉:用底线思维监管保险资金》,载《21世纪经济报道》2016年3月21日第004版。

[27] 参见《保险资金投资股权暂行办法》(保监发〔2010〕79号)、《保险资金投资不动产暂行办法》(保监发〔2010〕80号)、《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》(保监发〔2012〕59号)。

集中。而“战略投资”因保险机构所投资的是“与保险业务相关企业”,两者经营范围较为接近,可发挥保险主业优势进行上下游产业的整合,故“战略投资”的限制应较为宽松,并允许主导经营。但在保险资金“举牌潮”之前,保监会虽将保险机构股票投资分为“财务投资”和“战略投资”两类,但二者一体适用相同的比例限制,并没有设置差异化的监管规则。在这一阶段,保监会侧重于“财务投资”的分散性和安全性监管,从严设定各种比例限制,完全忽略了保险机构“战略投资”的需求,也加剧了保险机构消极炒作的现象。

在保险资金“举牌潮”之后,保监会试图贯彻“财务投资为主,战略投资为辅”的监管思路,在《通知》中规定层层递进的差别监管,即区分一般股票投资、重大股票投资和上市公司收购。一般股票投资是保险机构或保险机构与非保险一致行动人投资上市公司股票比例低于上市公司总股本20%,且未拥有上市公司控制权的股票投资行为。对此类不涉及举牌的行为,监管不增加限制措施。重大股票投资是保险机构或保险机构与非保险一致行动人投资上市公司股票比例达到或超过20%,且未拥有上市公司控制权的股票投资行为。《通知》规定对重大股票投资行为,其超过20%的新增投资部分应当使用自有资金。另外,《通知》规定保险机构不得与非保险一致行动人共同收购上市公司。保险机构收购上市公司,应当使用自有资金。除此之外,为防止保险机构为非保险一致行动人并购抬轿,《通知》还规定保险机构与非保险一致行动人开展一般股票投资发生举牌时,可以采取暂停保险机构资金最终流向非保险一致行动人的直接或间接投资等监管措施。

笔者认为,上述规定仍未真正关注“财务投资”和“战略投资”的差异化监管,二者仍适用相同的比例限制,唯一特殊的是区分不同情形以限制资金来源,并严格监控资金流向,这虽在确保保险资金投资安全上做出了一些努力,但无法真正防范保险资金的滥用,无非是逼迫保险机构采取更为隐秘的关联交易来规避监管限制。例如对于举牌发生前,保险机构资金流向非保险一致行动人的投资,监管部门则很难发觉。试举一例:非保险机构在举牌前以私募方式定向增发股票,理由是增加资本、加强财务结构,而私募发行的主要对象是保险机构,保险资金的注入使非保险机构举牌时的资金实力大大增加,这和保险机构直接持股上市公司,仅是直接帮助与间接帮助的分别而已,恐又一次引发社会的争议。但就合法性而言,保险资金运用只要符合比例限制,确保偿付能力足矣,对于非保险机构募集资金后将资金作何种用途,并非保险机构所能限制或者追踪,不应过分苛责,更何况私募理由是“加强财务结构”,保险机构从表面上无从得知背后的真实目的。但是如果非保险机构举牌的资金大都是所募集的保险资金,客观上难免让人质疑保险机构间接帮助举牌的实质效果,一旦保险机构与非保险机构真正存有一致行动的意思联络,那么监管部门又该如何堵漏,才能防范如此隐蔽的逃避监管的行为。显然,上述突发式、应急式的立法缺乏整体综合考虑,更无长远合理规划,不可避免地在解决一些问题的同时又遗留一些问题或者引发新问题。^[28]

(二) 财务投资者与战略投资者角色的区分协调

我国保险机构财务投资者和战略投资者两重角色长期错位是一系列市场乱象的根源。笔者认为,监管者的立法逻辑应是如何调和财务投资者和战略投资者的角色冲突,实现其应然价值的理性归位,为此,我国台湾地区“保险法”对保险机构股票投资分类监管的思路颇值得借鉴。

1. 保险相关事业与非保险相关事业的区分。风险保障是保险立业之本,保险机构投资股票应着重于保险相关事业,对于非保险相关事业只能“入股”不能“入主”。为贯彻这一宗旨,我国台湾地区

[28] 参见张忠军:《金融监管法论——以银行法为中心的研究》,法律出版社1998年版,第114~115页。

“保险法”于2001年增列第146条之6试图将保险机构股票投资区分为“非保险相关事业投资”与“保险相关事业投资”两类,二者的区分并非以持股比例高低或者持股时间长短为决定要素,而是以投资性质与目的为准。第146条之1所规定的“非保险相关事业投资”性质上属财务投资,其“立法”意旨是希望保险机构买卖股票仅为一般的投资收益,而非意图介入被投资公司的经营。惟后来发生保险资金介入上市公司控制权争夺事件,严重违背以上“立法”宗旨,又增订第146条之1第3项禁止保险机构行使被投资公司的表决权,进一步强化“非保险相关事业投资”的财务投资属性。

针对“非保险相关事业投资”与“保险相关事业投资”之分野,我国台湾地区“保险法”给予了不同程度的“立法”限制。因“非保险相关事业投资”为财务投资,应遵循投资分散性原则,故于第146条之1中设定各种比例限制,如单一资产比例限制、大类资产比例限制、投资主体比例限制。^[29]而对于“保险相关事业投资”因其与保险主业相关,保险机构非仅为获得财务收益之目的,故“立法”允许其作为战略投资者,充当积极股东,取得控制权并主导经营,也免除第146条之1的各项比例限制。另外,我国台湾地区保险监管者为支持公共及社会福利事业建设,增订第146条之5,在前两种分类间折中,即经主管机关核准之公共及社会福利事业投资,不受第146条之1的各项比例限制,但保险业所派驻的董监事席次不得超过被投资公司总席次的1/3。

通过以上分析可知,我国台湾地区保险“立法”的分类监管模式对“保险相关事业投资”约束相当宽松,致力于发挥保险业战略投资者和积极股东之价值,而对“非保险相关事业投资”则以比例限制甚至剥夺表决权强化其财务投资属性。此外,监管者又不失灵活性,划定在主管机关控制下投资公共及社会福利事业这一中间地带。未来大陆应借鉴我国台湾地区的经验,首先公布“保险相关事业”的清单,明确“保险相关事业投资”的范围,为保险机构作为战略投资者收购上市公司划定清晰的界限。其次,以两种分类为基础设置差异化的监管规则,“非保险相关事业”以财务投资为主,侧重于分散性和安全性监管,施加严格的比例限制,而对“保险相关事业”则以战略投资为主,放宽投资的比例限制,允许通过股票市场收购上市公司并主导经营。

2. 财务投资之表决权行使政策事前披露。我国台湾地区“保险法”第146条之1第3项试图以剥夺保险机构行使被投资公司表决权的方式强化财务投资之属性,实有违基本法理,大陆地区应予以警戒,并探求保险机构财务投资行使表决权的适当方式。笔者认为此表决权之行使应基于积极监督之立场,只有在被投资公司管理者滥权或经营绩效不佳恐有降低投资价值之虞,保险机构才能运用表决权向管理层施压,要求提升公司经营绩效。为防范保险机构以积极监督之名行扰乱正常商业秩序之实,监管者应要求保险机构事先披露表决权行使政策,声明财务投资时表决权行使的方向、具体内容、利益冲突解决办法等,使市场得以提前知悉保险机构表决权行使的方式。目前大陆地区的立法仅要求保险机构股票投资作事后及时的信息披露,但无法约束保险机构滥用表决权介入被投资公司经营的行为。同时,保户并非保险业股东,无法参与股东会议,无从得知公司投资现状及对于被投资公司的表决权行使方向,其权益欠缺保障。参照美国加州公务人员退休基金监督上市公司的经验,该基金不仅积极从事公司治理评价,定期在网站上公布,而且透过股东表决权与公司管理层沟通,要求评价不佳的公司改善治理机制,因其规模庞大,影响力甚巨,使被点名的公司一定程度上配合改善公司

[29] 我国台湾地区“保险法”第146条之1第1项第3款:保险业资金得购买经依法核准公开发行之公司股票;其购买每一公司之股票,加计其他经主管机关核准购买之具有股权性质之有价证券总额,不得超过该保险业资金百分之五(单一资产比例限制)及该发行股票之公司实收资本额百分之十(投资主体比例限制)。第6款:证券化商品及其他经主管机关核准保险业购买之有价证券;其总额不得超过该保险业资金百分之十(大类资产比例限制)。

治理。因此,我国应于保险监管法规中设定保险机构表决权行使政策的事前披露程序,同时为避免披露的内容过于空洞,应要求披露内容具体明确,使市场可理解,可预见其表决权行使方向。在监管高压及保险业自律机制下,保险机构事前所披露的表决权行使政策才会遵循“财务投资”积极监督而不肆意介入的逻辑。

另外,我国台湾地区“保险法”第146条之9还规定了保险机构行使表决权的具体程序,即保险业于出席被投资公司股东会前,应将行使表决权之评估分析作业作成说明,并应于各该次股东会,将行使表决权之书面纪录,提报董事会。此一规定乃保险机构表决权行使过程中的程序约束,以防止利益输送,切实保障保户之利益,也颇值得大陆地区借鉴。

五、结语

自由市场环境下,保险业发展所面临的问题何其相似。大陆地区的“宝万之争”几乎是我国台湾地区“中信入主开发金控”事件的翻版,为了防控保险资金不当介入上市公司经营,我国台湾地区保险监管者对“保险法”作出两次修改,增订第146条之1第3项剥夺保险机构行使被投资公司的表决权,强化保险资金财务投资之属性,此一违背基本法理的规定亦招致学界的争议及批评。然而第146条之1第3项乃是我国台湾地区“立法”者为贯彻“金融与商业分离”原则,防止金融业成为宰制经济之“金融怪兽”的一个缩影。笔者认为,无论是“金融与商业分离”原则还是衍生之第146条之1第3项,均可归纳为两点:其一是如何维持保险资金运用安全性与收益性之平衡,其二是如何兼顾保险机构财务投资者和战略投资者两重角色。

我国大陆地区的保险机构在股票市场上角色长期错位,根源于保险监管规则未能针对以上命题进行制度引导。反思我国台湾地区保险监管“立法”,笔者认为,针对前一命题,应将自有资金和准备金分开运用以降低保险机构股票投资的风险偏好;针对后一命题,应对“保险相关事业投资”与“非保险相关事业投资”的区分进行制度设计,保险机构对“保险相关事业投资”可发挥战略投资者作用,取得控制权并主导经营,而强化“非保险相关事业投资”的财务投资角色,设定保险机构表决权行使政策的事前披露程序,使保险机构财务投资回归积极监督角色。

(特约编辑:季奎明)