

第三章 保險業資金運用之法令限制

本章主要目的在於，深入了解保險法對保險業資金運用所加之限制，至於現行法之層層限制，是否有不合時宜之規範而有待調整，本章亦將加以評析並提出個人淺見。惟法律邏輯上，吾人必須先探究法令限制之立法目的，始能於此基礎上評論現行法之妥適性，準此，本章一開始將先介紹保險業資金運用法令限制之理由。

第一節 限制之理由

保險法對於保險業資金運用設有諸多限制，而主管機關即依保險法規定採取監理措施，故保險業者於決定投資組合時，必需受到法令規範之束縛，並非享有完全之活動自由。限制保險業資金運用之理由，參酌學者、主管機關及立法機關之意見，大致上可歸納為下列幾點¹：

第一項 保護要保人、被保險人、受益人之利益

保險業之可運用資金除業主權益之部分係來自保險業自有資金外，絕大部分源自由要保人繳交保費而提列之準備金，各項準備金提列之目的係作為將來保險公司履行保險給付之需，保險公司一旦因資金運用不當，損及財務結構，失卻清償能力，將喪失保險公司原本所具有之提供補償之功能，嚴重影響要保人、被保險人、受益人之權益。

¹同註 6，第 57 頁。

按保險公司預收保險費，並承諾於將來特定危險事故發生時，賦予被保險人損失補償請求權，倘若保險司喪失清償能力，無法履行保險契約所定之賠償義務，將引起消費者的信心危機，衝擊保險公司之聲譽及形象，連帶地使保險公司之業務經營愈趨困難，如此惡性循環不已。故保險公司於運用其資金時，必須採取穩健之經營態度，賺取合理之投資收益，以達永續經營之目的。

第二項 穩定經濟發展

保險公司藉由收取保險費，匯集大量之資金，除具有一般所熟知之保障及儲蓄機能外，透過資金運用亦具有金融機構之機能，扮演資金供給者的角色。由附表五保險公司與全體金融機構資金之比較，吾人可以得知，保險公司之資金對國內經濟發展之重要性，絕不容小覷。因此，保險公司投資績效之良窳，攸關金融體系之穩定，倘若保險公司資金運用不當蒙受鉅額損失，國內經濟發展將受到劇烈之衝擊，保險公司資金運用影響層面之廣，可見一斑。如何使保險公司所累積之龐大金額，發揮正面積極之功能，促進國家經濟發展，即為法令限制所欲達成之目標。

表五、保險業資產占金融機構資產比率表

單位：百萬元

年/月 Year/ Month	金融機構資產總額 Total Assets of Financial Institutions	保險業 Insurance Industry	
		資產總額 Total Assets	比率 Ratio %
1995	16,799,200	1,252,902	7.46
1996	18,013,550	1,467,943	8.15
1997	19,867,420	1,748,550	8.8
1998	21,639,110	2,037,605	9.42
1999	23,273,900	2,375,186	10.21
2000	24,760,350	2,743,977	11.08
2001	26,215,570	3,056,435	11.66
2002	28,136,690	3,593,244	12.77
2003	31,376,130	4,830,466	15.4
2004	34,327,980	5,709,051	16.63

資料來源：財團法人保險事業發展中心，台灣地區保險市場重要指標，2006年，第3頁。

第三項 避免保險業經濟力量之濫用

保險業如集中大量資金從事股票投資而未加以限制，勢必藉此控制被投資公司之經營管理，進而從事保險以外業務之經營²。保險法第一百四十六條之一第一項第三款後段：「不得超過該發行股票之公司實收資本額百分之十。」，其立法意旨即在於不希望保險公司介入被投資公司之經營。」

²同註 27，第 360 頁。

此外，若對於保險業購買不動產之比例不加以限制，保險業即可進行不動產價格的炒作，帶動投機風氣³。保險法第一百四十六條之二第一項本文：「保險業對不動產之投資，以所投資不動產即時利用並有收益者為限；其投資總額，除自用不動產外，不得超過其資金百分之三十。」，除對保險業投資不動總額設有限制外，對於不動產之取得亦設有限制，其立法意旨在於避免保險公司運用大量資金投資不動產，造成生產性資金比例降低，助長社會投機風氣，對整體經濟發展產生不利影響。

第四項 其他理由

除上述列舉之諸項理由外，各國法令限制限制保險業資金運用之其他理由，尚有下列數端：

- 1.防止保險業或因負責人缺乏管理才能及經驗，或因不善運用資金，而多事浪費，或因從事投機或其他不當經營，以致損及保單持有人權益⁴。
- 2.促進保險業財務狀況之健全，預防因總體經濟情況之變動，而遭受不良之影響，尤以人壽保險業多為長期性保單，必須確保其長期經營不受經濟波動而影響其清償能力⁵。
- 3.發揮保險業所具促進經濟成長之功能，並達成社會發展之特定目標。例如投資於生產事業，以加速工商業之擴展；投資於都市計畫，以加速現代都市之建立；投資於各項公共工程，以加強國家經濟建設⁶。

³同註 6，第 58 頁。

⁴同註 27，第 360 頁。

⁵同註 16，第 253 頁。

⁶同註 27，第 360 頁。

第五項 小結

綜合上述學者、主管機關及立法機關之意見，不難發現，我國過去多從保險業資金運用不當之負面影響去思考，似乎將保險業視為金融大怪獸，設法從法令上去限制其行動。然而，金融商品日新月異、金融環境不斷變遷，過去學者、主管機關及立法機關所持之論調，於今日是否亦全盤適用？仍有待重新思考。例如，依國內目前商學管理教育之普及情形，各事業欲延聘專業管理人員已非難事，故「防止保險業因負責人缺乏管理才能及經驗，而多事浪費」此理由實為多慮⁷。再者，保險公司藉由資金運用所獲得之收益，不但可增加保險業者本身之收益，亦可透過降低保險費率來回饋被保險人⁸，對於被保險人而言，嚴格限制保險業資金運用，未必百分之百有利。持平而論，政府若能將保險業資金導入公益運用，或配合金融市場發展開放新興的投資管道，保險業資金亦能發揮其正向功能，而非如洪水猛獸般可怕。以疏導代替防堵，由防弊走向興利，或許更能達成保險主管監理機關之監理目標⁹。

第二節 法令之限制

為達成上述目的，保險法針對資金運用之項目、比例及對象皆有限制¹⁰，本文將於此一節中介紹法令限制之詳細內容，至於現行保險法對於保險資金運用之

⁷同註 6，第 180 頁。

⁸巫鑫，「談新修正保險法中保險業資金運用之疑慮」，會計研究月刊，第 89 期，第 116 頁，台北，1993 年。

⁹大體上，金融市場監理之基本目標，在於保障消費者、維持市場競爭機能及確保市場秩序與安定，進而協助一國之經濟發展。林建智，「論保險業之營業範圍--兼評保險法第一三八條之潛在缺失」，保險專刊，第 54 輯，第 125 頁，台北，1998 年。

¹⁰目前金融控股公司法對於旗下子公司之投資項目、比例並無特別規定，因此以保險公司為主之金融控股公司，例如國泰金、富邦金以及新光金，其旗下之保險公司仍應回歸適用保險法之規範，財政部，(九十二)臺財保字 0920701860 號函同此見解。若非如此，保險業是否加入金控公司，將會造成其投資之項目、比例等之差異，並造成其經營上之不公平，參閱江朝國，「金融控股公司法下之保險子公司投資相關事宜」，台灣本土法學雜誌，第 78 期，第 131 頁，台北，2006 年。

諸多限制是否真有實益，抑或僅為保險業投資收益之阻礙？法令限制是否能達成上述目的？本文亦將一併討論。

第一項 資金運用項目之限制

保險法第一百四十六條第一項明文規定保險業資金運用項目，計有九款，保險業僅得從事法令所允許之資金運用，本文將依序介紹如下。

第一款 存款

保險法第一百四十六條第三項規定，保險業資金運用之存款，存放於每一金融機構之金額，不得超過該保險業資金百分之十。

第二款 購買有價證券

保險法第一百四十六條之一第一項規定，保險業資金得購買下列有價證券：

1. 公債、庫券、儲蓄券。
2. 金融債券、可轉讓定期存單、銀行承兌匯票、金融機構保證商業本票及其他經主管機關核准保險業購買之有價證券；其總額不得超過該保險業資金百分之三十五。
3. 經依法核准公開發行之公司股票；其購買每一公司之股票總額，不得超過該保險業資金百分之五及該發行股票之公司實收資本額百分之十。
4. 經依法核准公開發行之有擔保公司債，或經評等機構評定為相當等級以上之公司所發行之公司債；其購買每一公司之公司債總額，不得超過該保險業資金百分之五及該發行公司債之公司實收資本額百分之十。

5. 經依法核准公開發行之證券投資信託基金及共同信託基金受益憑證；其投資總額不得超過該保險業資金百分之五及每一基金已發行之受益憑證總額百分之十。

關於保險法第一四六條之一所規定之各項有價證券，本文將依序說明其相關涵義如下。

第一目 公債

廣義之公債，係指包括政府賒借在內之一切公共債務而言。易言之，政府在預算收支上發生入不敷出，不能平衡時，基於財政上之需要，並於承諾定期還本付息之條件下，向個人、商業團體、金融機構、外國政府或國際組織借款，均屬廣義之公債。而狹義之公債，則指以發行債票方式之募款而言¹¹。一般而言，公債因係以政府信用為擔保，所以風險極低，安全性較高。

第二目 庫券

保險法第一百四十六條之一所稱之「庫券」，係國庫券的舊稱¹²。我國關於國庫券之發行、經理，主要規定見於「國庫法」、「國庫券及短期借款條例」、「國庫券經理辦法」。國庫法第二十八條規定，政府為調節國庫收支，得發行國庫券或洽借未滿一年之借款；其發行或洽借，以法律定之。據此規定，民國六十二年制定公布「國庫券發行條例」，其後於民國八十八年修正名為「國庫券及短期借款條例」。依「國庫券及短期借款條例」第一條第二項之規定，國庫券發行之目的，係為了調節國庫收支，並藉以穩定金融。

¹¹司法院釋字三三四號解釋及解釋理由書，1994年1月14日公布，司法院大法官會議解釋讀編（七），第323頁，1994年。

¹²江朝國，保險法規彙編，第1-253頁，台北，元照出版有限公司，2002年7月二版第1刷。

國庫券利息支付採貼現方式，以公開標售方式發行¹³，其標售底價，由財政部洽商中央銀行訂定。由於貼現方式發行的國庫券不需事先訂定票面利率，較能反映發行當時市場利率水準，因此廣受投資人歡迎，加上有國家的信用作擔保、變現容易，故被稱為「近似貨幣」，是金融機構最佳的流動資產或準備¹⁴。

第三目 金融債券

依銀行法第十一條規定，所謂「金融債券」，係指銀行依銀行法有關規定，為供給中期或長期信用，報經中央主管機關核准發行之債券。

第四目 可轉讓定期存單

可轉讓定期存單(negotiable certificates of deposit，簡稱CDs)是由銀行發行的一種具有可轉讓性質之定期存款憑證，其上載有一定之存款期間及利率，持有人於存款期間屆滿時，可向發行銀行提領憑證上所載之本金及利息，亦可於存款期間屆滿前，將憑證轉讓與他人¹⁵。

第五目 銀行承兌匯票

依票據法第二條規定，匯票係指發票人簽發一定之金額，委託付款人於指定之到期日，無條件支付與受款人或執票人之票據。而承兌係指匯票的付款人，簽名於匯票上，表示允諾承擔票面金額支付義務的一種附屬票據行為。依銀行法第十五條第三項規定，出售商品或提供勞務之相對人委託銀行為付款人而經其承兌

¹³目前可參與投標的單位包括銀行、信託投資公司、票券金融公司、保險公司及郵匯局等。

¹⁴謝劍平，投資學基本原理與實務，第 28 頁，台北，智高文化事業有限公司，2003 年 10 月初版二刷。

¹⁵同註 6，第 74 頁。

者，謂銀行承兌匯票(banker's acceptance，簡稱 B.A)。

第六目 金融機構保證商業本票

依票據法第三條規定，稱本票者，謂發票人簽發一定之金額，於指定之到期日，由自己無條件支付與受款人或執票人之票據。商業本票(commercial paper，簡稱CP)係指由民間企業為籌措短期資金或融通合法交易，所發行的一種短期票券，到期時發票人需支付票券所載之金額。票據法上之「保證」，係指票據債務人以外之任意第三人為擔保票據債務人履行因票據行為所生債務為目的，而在票據或其謄本上所為的一種附屬票據行為。對投資人而言，由於商業本票須經金融機構保證，投資風險較低，且在貨幣市場其流通性較高，故為良好的投資工具¹⁶。

第七目 依法核准公開發行之公司股票

所謂「股票」，是一種用來證明持有人是公司股東的要式¹⁷有價證券，它代表對公司持有有一定比例的股權或者股份，換言之，持有人是公司的所有人之一¹⁸。依證券交易法第八條第一項規定：「本法所稱發行，謂發行人於募集後製作並交付，或以帳簿劃撥方式交付有價證券之行為。」至於是否公開發行，依公司法第一百五十六條第四項規定：「公司得依董事會之決議，向證券管理機關申請辦理公開發行程序。但公營事業之公開發行，應由該公營事業之主管機關專案核定之。」

¹⁶同註 55，第 30 頁。

¹⁷公司法第一百六十二條第一項規定：「股票應編號，載明左列事項，由董事三人以上簽名或蓋章，並經主管機關或其核定之發行登記機構簽證後發行之：一 公司名稱。二 設立登記或發行新股變更登記之年、月、日。三 發行股份總數及每股金額。四 本次發行股數。五 發起人股票應標明發起人股票之字樣。六 特別股票應標明其特別種類之字樣。七 股票發行之年、月、日。」

¹⁸同註 6，第 101 頁。

而於證券交易法第五條、第七條則分別規定「發行人」、「募集」之定義，依同法第五條規定：「本法所稱發行人，謂募集及發行有價證券之公司，或募集有價證券之發起人。」同法第七條規定：「本法所稱募集，謂發起人於公司成立前或發行公司於發行前，對非特定人公開招募有價證券之行爲。」¹⁹

第八目 依法核准公開發行之公司債

所謂「公司債」，係指一般企業爲了融通資金，直接向投資大眾募集所發行的債券²⁰。公司債以其是否有設定物上擔保爲區分標準，可分爲有擔保公司債與無擔保公司債。易言之，有擔保公司債之債權除了以公司信用爲擔保外，另外有由公司或公司以外第三人提供不動產或動產作爲債權的擔保，對於公司債債權人的債權較有保障。企業須接受信用評等公司的評等才可以發行無擔保公司債，目前發行無擔保公司債的企業，大多如台電、聯電、台機電等債信良好的大型企業。

依保險法第一百四十六條之一第四款規定，保險業除得購買經依法核准公開發行之有擔保公司債外，亦得購買經評等機構評定爲相當等級以上之公司所發行之公司債，此處所稱「經評等機構評定爲相當等級以上」之規定，依據財政部保險司²¹於民國九十年九月十日所發布之臺財保字第○九○○七○七七○七號函，係指最近一年內發行公司債之公司，經中華信用評等股份有限公司評定爲twBB級，或慕地投資服務公司(Moody's Investors Service)、史坦普公司(standard & Poor's Co.)、惠譽國際評等公司(Fitch IBCA LTD)及其他經本部核准之評等機構評

¹⁹證券交易法第五條、第七條與第八條互爲解釋，有許多不妥之處，參見劉連煜，新證券交易法實例演習，第 89 頁，台北，元照出版有限公司，2004 年 9 月增訂三版第 1 刷。

²⁰同註 55，第 268 頁。

²¹爲因應金融監理一元化，行政院金融監督管理委員會組織法於九十二年七月十日經立法院臨時會三讀通過，並於七月二十三日經總統令公布，該法明定日出條款，自九十三年七月一日起施行，行政院金融監督管理委員會於九十三年七月一日成立，下設銀行局、證券期貨局、保險局及檢查局。九十三年七月一日將前財政部保險司提升爲保險局，改隸行政院金融監督管理委員會，下設四組十二科，以提升組織效能，創造更高的監理效率。<http://www.ib.gov.tw>，2006 年 3 月 30 日。

定為twBB相當等級以上。債券依發行人的不同，可分為許多類別：若是政府發行，稱為政府公債；若是銀行等金融機構發行，稱為金融債券；若是一般企業發行，則稱為公司債。債券投資須注意違約風險，即發行人有沒有能力償付利息與本金的風險，一般而言，公司債的違約風險較政府公債高，經由信用評等公司針對債券的發行人或債券本身進行信用評等，可以幫助投資人瞭解債券違約風險的高低。

第三款 購買不動產

保險法第一百四十六條之二規定，保險業對不動產之投資，以所投資之不動產即時利用並有收益者為限。所謂即時利用，一般而言，指自取得之日起二年內利用之。之所以規定應即時利用，主要立法考量在不動產之長期投資，一般而言獲利性甚高，但鼓勵保險業者投資不動產之目的，並非希望業者擁地自重囤積不動產，以影響不動產之價格；而是希望保險業者於投資不動產之後能增加不動產之開發利用與建設，以促進總體經濟之發展（臺財錢字第 22373 號）。

至於並有收益，解釋上應是指依該不動產之性質，做合乎一般常理之運用，例如不動產之出租，經營停車場等²²。

第四款 放款

保險法第一百四十六條之三規定，保險業辦理放款，以下列各款為限：

1. 銀行保證之放款。
2. 以動產或不動產為擔保之放款。
3. 以合於第一百四十六條之一之有價證券為質之放款。

²²同註 53，第 1-261 頁。

4. 人壽保險業以各該保險業所簽發之人壽保險單為質之放款。

依上述規定，保險業雖得辦理放款業務，但需有相當之擔保始得為之²³，此係基於資金運用原則中安全性之考量，避免債務人於到期時無力償還本金與利息之違約風險，對於保險人之債權較有保障。對照觀之，銀行雖得辦理無擔保的消費性貸款金融商品，於放款前的徵信作業亦相當寬鬆，卻造成消費者信用大幅擴張、鉅額倒帳，使金融市場面臨嚴重的消金危機，並衍生出種種的社會問題，這也是當初所始料未及的。

第五款 辦理經主管機關核准之專案運用及公共投資

保險法第一百四十六條之五規定，保險業資金辦理專案運用及公共投資之審核辦法，由主管機關定之。其立法意旨在於，保險業資金本質上屬公眾資金，政策上應有效引導為公益性運用。如工業區開發或策略性工業、高科技工業投資以及高速公路、國民住宅、停車場或為特種保單分紅目的之獨立帳戶等，爰規定保險業如有需要，得經主管機關同意，不受前列各條規定限制。惟本條規定僅限投資，保險業不得參與經營。據此規定，財政部於中華民國九十年十二月二十六日制訂發布「保險業資金專案運用及公共投資審核辦法」。

依「保險業資金專案運用及公共投資審核辦法」第二條規定，保險業資金辦理專案運用，以下列事項之投資或放款為限：

1. 政府核定之新興重要策略性事業或創業投資事業。
2. 政府核定之工業區或區域開發計畫。
3. 無自用住宅者之購屋。

²³財政部提出之「保險法」部分條文修正草案，放寬保證放款之範圍，信用保證機構如經主管機關認可，保險業得承作該信用保證機構提供保證之貸款案件，以活絡資本市場，促進產業與中小企業發展，並提高保險業之資金運用效益。

4. 文化、教育之保存及建設。
5. 其他配合政府政策之資金運用。

依「保險業資金專案運用及公共投資審核辦法」第三條規定，保險業資金為配合政策辦理公共投資，以下列事項之投資為限：

1. 公路、鐵路、港灣、停車場及機場等交通運輸之設施。
2. 水力、電力、電信等公用事業之設施。
3. 國民住宅之興建。
4. 河川、下水道之整治，垃圾、廢棄物處理等環境保護之設施。
5. 國民休閒等公眾福利之設施。
6. 其他配合政府獎勵及建設之公共事業。

復依「保險業資金專案運用及公共投資審核辦法」第七條規定，保險業辦理專案運用及公共投資之投資，須檢附相關書件，報經主管機關核准。

第六款 國外投資

保險法第一百四十六條之四規定，保險業之資金得辦理國外投資；其範圍、內容及投資規範，由主管機關定之。據此規定，財政部訂定發布「保險業辦理國外投資範圍及內容準則」，依「保險業辦理國外投資範圍及內容準則」第三條規定，保險業辦理國外投資之項目，以下列為限²⁴：

1. 外匯存款。
2. 國外有價證券。
3. 設立或投資國外保險公司、保險代理人公司、保險經紀人公司或其他經主管

²⁴財政部提出之「保險法」部分條文修正草案，參考「保險業辦理國外投資範圍及內容準則」，於保險法中明文規範保險業辦理國外投資之範圍，並納入其他經主管機關核准之國外投資，以避免後續金融商品推陳出新適用之困難。

機關核准之保險相關事業。

4. 經行政院核定為配合政府經濟發展政策之經建計畫重大投資案。
5. 經中央銀行許可辦理以各該保險業所簽發外幣收付之投資型保險單為質之外幣放款。

中華民國九十年七月九日修正公布之保險法第一百四十六條規定，增加保險業資金運用項目，此舉具有分散保險公司投資組合風險的功能。值得注意的是，利用多角化(*diversification*)來分散投資風險有其極限，透過多角化投資所能分散的風險大多屬於因個別資產特性的不同所產生的風險，稱為非系統風險；無法利用增加投資組合分散掉的風險則稱為系統風險。然而，透過國際化投資的方式，可以再降低投資組合的風險分散極限²⁵。但保險業進行外匯存款或外國有價證券之投資時，仍須注意外匯風險，所謂外匯風險，係指因外國外匯市場的變動導致外幣資產產生匯兌損失之風險。近來新台幣強勁升值，保險業之國外投資隨著台幣升值而產生匯兌損失，避險成本亦隨之提高，因而侵蝕國外投資報酬率，倘若保險業無法控管匯率風險，將使得保險公司之財務狀況受到嚴重影響²⁶。

保險業資金規模快速增長而國外投資有足夠深度和廣度的債市，及獲利穩定之其他投資工具，足以吸納保險業龐大的資金需求，財政部提出之「保險法」部分條文修正草案遂將國外投資上限由保險業資金百分之三十五提高至保險業資金百分之五十。

²⁵同註 55，第 327 頁。

²⁶經濟日報，B4 版，2004 年 11 月 1 日。

第七款 投資保險相關事業

中華民國九十年七月九日修正公布之保險法第一百四十六條規定，增列第六款「投資保險相關事業」此一資金運用項目，其立法意旨在於，金融自由化已為國際間的一股潮流，各先進國家莫不積極創造效率、公平的金融環境，而大力進行各種金融自由化改革，譬如英國在一九八一年的金融大改革，日本 BIG BANG 金融改革，一九九九年美國的金融服務現代化法案，均打開保險、銀行、證券相互跨業經營。隨著台灣加入世界貿易組織與國際金融機構挾其資本與國際化優勢，以及享有超國民待遇下，快速搶占國內壽險市場，內有銀行法鬆綁大舉放寬銀行業跨足經營保險、證券業務，嚴重影響國內壽險業生存空間，因此，若不儘早鬆綁保險法相關資金運用範圍，並擴張保險業的業務經營與跨業經營，將使保險業在金融市場中喪失競爭力。

依保險法第一百四十六條第四項規定，所謂保險相關事業，係指銀行、票券、證券、期貨、信用卡、融資性租賃、保險、信託事業及其他經主管機關認定之保險相關事業。行政院金融監督管理委員會為鼓勵保險業參與不動產證券化市場，並借重保險業長期對不動產管理的專業經驗，於中華民國九十三年十一月九日認定「不動產租賃業」屬保險相關事業，使保險公司未來得成為不動產證券化商品的不動產管理機構，有助於推動國內不動產證券市場²⁷。

第八款 經主管機關核准從事衍生性商品交易

中華民國九十年七月九日修正公布之保險法第一百四十六條規定，增列第七款「經主管機關核准從事衍生性金融商品交易」此一資金運用項目，其立法意旨

²⁷行政院金融監督管理委員會，(九十三)金管保一字第09302501291號函，93年11月9日，行政院公報第10卷，第45期，第54頁，2004年11月。

在於，為使保險業資金運用有適度避險管道，將衍生性商品納入保險業資金運用之範圍，但需經主管機關核准。所謂衍生性商品，係指由「現貨市場」的既有商品所衍生出來的商品。所謂現貨市場(spot market；cash market)是指交易之產品或證券需要立即或短時間內交割，而買賣款項也需要立刻或短時間內交付²⁸。一般將衍生性商品分成下述四類²⁹：

1. 選擇權(option)

選擇權是一種契約，買方有權利在未來某一段期間內，以事先約定好的價格向賣方買入或賣出某一定數量的標的資產。

2. 遠期契約(forward contract)

遠期契約的買賣雙方約定於未來某一特定日期，依約定的價格買入或賣出某一標的資產。

3. 期貨(futures)

期貨是一種標準化的遠期契約，買方和賣方約定於未來某一定日期，依一定的價格買入或賣出某一種標的資產，或於到期日前結算差價。

4. 交換(swap)

交換係指買賣雙方約定在某一段期間內，彼此交換一連串不同的現金流量之契約。交換主要包括利率交換(interest rate swap)、貨幣交換(currency swap)、權益交換(equity swap)和商品交換(commodity swap)等。

行政院金融監督管理委員會通過「保險業從事衍生性金融商品交易應注意事項」，自中華民國九十五年六月一日起生效³⁰，主要之變革有二，其一為增加避險目的衍生性金融商品之項目，其二為開放保險業從事增加投資收益之衍生性金融商品交易。依注意事項第七點規定，保險業為增加投資收益，得從事下列衍生性金融商品交易：

²⁸陳威光，衍生性金融商品，第4頁，台北，智勝文化事業有限公司，2001年7月初版。

²⁹同上註，第6-7頁。

³⁰<http://www.ib.gov.tw>，2006年6月8日。

- (一) 台灣證券交易所股份有限公司或財團法人中華民國證券櫃臺買賣中心交易之認購（售）權證。
- (二) 經主管機關依期貨交易法第五條公告期貨商得受託從事之期貨交易。

於「保險業從事衍生性金融商品交易應注意事項」通過後，各保險公司如欲從事「保險業從事衍生性商品交易處理自律規範」³¹原已允許之衍生性金融商品交易³²，僅需檢送申請書連同下列文件，向主管機關備查後即可辦理：

- (一) 法令遵循聲明書。
- (二) 董（理）事會或適當人員之授權文件。
- (三) 負責本業務人員相關從業經驗或專業訓練之證明文件。
- (四) 從事衍生性金融商品交易處理程序。
- (五) 衍生性金融商品交易與風險管理之重要政策與程序。

至於「保險業從事衍生性金融商品交易應注意事項」所增加之避險目的衍生性金融商品之項目，則需檢送申請書連同上列文件向主管機關申請核准後始得辦理。此外，保險業若欲從事增加投資收益之衍生性金融商品交易，則需符合下列資格，並經主管機關核准：

- (一) 自有資本與風險資本之比率，達百分之二百五十以上。

³¹<http://www.tii.org.tw>，2006年6月8日。

³²保險業從事衍生性商品交易處理自律規範第三條規定：保險業依保險法第一百四十六條之一投資國內有價證券時，得基於避險需要，從事下列與該有價證券投資相關之衍生性商品交易。（一）台灣證券交易所之認售權證。（二）台灣期貨交易所交易之選擇權或期貨。（三）其他經主管機關認可之國內外評等機構評定為A級以上之國內外金融機構承作之利率交換。第四條規定：保險業依「保險業辦理國外投資範圍及內容準則」規定投資時，得基於避險需要，從事下列與各該項投資相關之衍生性商品交易。（一）利率類、匯率類、股價指數類之期貨及期貨選擇權契約。（二）利率類、匯率類、股價指數類、個股、存託憑證、指數股票型基金（ETF）之選擇權契約。保險業於國外從事衍生性商品交易，其交易市場及交易商品，限於經財政部證券暨期貨管理委員會公告期貨商得受託從事期貨交易之各國交易市場及其可交易之衍生性商品，以及經主管機關認可之國內外評等機構評定為A級以上之金融機構所發行者。

- (二) 採用計算風險值(Value at Risk)評估衍生性金融商品交易部位風險，並每日控管。
- (三) 最近一年執行各種資金運用作業內部控制處理程序無重大缺失。但缺失事項已改正並經主管機關認可者，不在此限。
- (四) 最近一年無重大處分情事。但違反情事已改正並經主管機關認可者，不在此限。
- (五) 其他經主管機關要求應符合之資格。

保險業於申請從事增加投資收益之衍生性金融商品交易，應訂定交易計畫書，經董事會通過後，連同申請書及符合上述資格之相關文件，向主管機關申請核准後辦理，交易計畫書應記載下列內容：

- (一) 衍生性金融商品之種類。
- (二) 使用衍生性金融商品之限制。
- (三) 增進投資效益之目標及績效衡量方式。
- (四) 風險限額管理機制：明訂交易部位之總額限制、停損機制及評價頻率。

鑑於保險業對於避險目的之衍生性商品操作已有相當之熟稔度，且隨著近年保險業資金大幅成長，相對應之資產部位亦日益增加，為使保險業資金運用有適當避險管道、提升避險效率、降低避險成本並減少個案審核之行政流程，以增加時效與保險業之避險彈性，採以通案方式替代個案核准，財政部提出之「保險法」部分條文修正草案刪除「經主管機關核准」文字。

第九款 其他經主管機關核准之資金運用

中華民國九十年七月九日修正公布之保險法第一百四十六條規定，增列第八款「其他經主管機關核准之資金運用」此一資金運用項目，其立法意旨在於，第一款至第七款屬正面表列為主，無法因應日趨國際化及自由化之金融市場競爭，為擴大保險業日後投資之彈性，增列「其他經主管機關核准之資金運用」。

比較世界先進保險市場的法令規範，本文發現美國紐約州保險法亦有類似規定，惟保險公司不需事先經主管機關核准，即得進行法定投資項目以外之資金運用，是較我國保險法更為寬鬆之立法。美國紐約州保險法第一四〇四條除列舉法定投資項目外，尚有彈性投資之規定(leeway provision)³³，亦即縱使不在法定投資項目之列，但只要不被法令所明文禁止，保險公司於受投資總額限制之情況下，亦得從事法定投資項目以外之投資。此一規定得彌補現有法定投資項目之不足，增加法令規範之彈性，使保險公司資金運用更有效率。國內亦有學者³⁴主張應採用美國紐約州保險法之規範方式，即不對投資項目與投資標的物設限，但對投資項目與投資標的物之可投資金額訂定上限。蓋不對投資項目與投資標的物設限，可使保險公司在金融商品之投資選擇上有較大之自由，對投資項目與投資標的物之可投資金額訂定上限，即可分散投資風險。

³³NYINS 1404(b) Leeway provision. Investments which do not qualify or are not permitted under subsection (a) hereof, but excluding any investment prohibited by the provisions of paragraph six of subsection (a) of this section or by the provisions of paragraph one, two, three, four, six, eight, nine or ten of subsection (a) of section one thousand four hundred seven of this article, provided that:

- (1) the aggregate cost of such investments shall not exceed five percent of the admitted assets of the insurer as shown by its last statement on file with the superintendent, and
- (2) investments that are neither interest-bearing nor income-paying, made under this subsection as provided in paragraph one of subsection (d) of section one thousand four hundred three of this article shall not in the aggregate exceed three percent of the admitted assets of the insurer as shown by its last statement on file with the superintendent.

³⁴蔡政憲，「九成資金來自於保戶豈能不善加利用？--期許「扁」政府團隊開創保險業資金運用新局」，現代保險雜誌，第 137 期，第 103-104 頁，台北，2000 年。

第二項 資金運用比例之限制

本文研究範圍以保險業購買公司股票之法令規範為中心，故本文於此僅針對保險業購買有價證券之比例限制進行探討。依保險法第一百四十六條之一規定，保險業得購買下列有價證券，於該規定中對於各款之有價證券亦訂有比例之限制，茲分別說明如下：

1. 公債、庫券、儲蓄券

本款未設有比例上之限制，蓋政府發行之債券係以政府之信用為後盾，其安全性甚高，因此無投資比例之限制。

2. 金融債券、可轉讓定期存單、銀行承兌匯票、金融機構保證商業本票及其他經主管機關核准保險業購買之有價證券

其總額不得超過該保險業資金百分之三十五。本款有價證券之發行人為一般金融機構，基於保險業資金運用原則中之安全性，訂有投資比例之限制。

3. 經依法核准公開發行之公司股票

依公司法第十三條規定，公司如為他公司有限責任股東時，其所有投資總額，原則上不得超過本公司實收股本百分之四十。我國保險公司之組織型態以股份有限公司為主，於保險法無特別規定時，保險公司仍適用公司法之相關規範，惟保險業購買公司股票之比例限制，於保險法有特別規定，不適用上述公司法之相關限制，合先敘明於此。

其購買每一公司之股票總額，不得超過該保險業資金百分之五及該發行股票之公司實收資本額百分之十。本款及第四款之發行人為一般企業，相較於第一款之有價證券，其投資報酬率較高，但相對地風險亦較高，故基於安全性之考量，設有百分之五之個別資金運用總額之限制。至於本款及第四款後段「不得超過該

發行股票或公司債之公司實收資本額百分之十」，對於單一公司之投資總額亦設有比例限制，此乃針對保險公司之專業性而做規定。換句話說，其目的主要是不希望保險公司介入被投資公司之經營³⁵。

此外，基於資金運用原則中之分散性之考量，保險法第一百四十六條之一第二項規定：「第三款及第四款之投資總額，合計不得超過該保險業資金百分之三十五。」所謂分散性，即一般所熟知之投資原則「不要把所有的雞蛋放在同一個籃子裡」，可包括投資種類之分散、投資區域之分散、投資產業之分散，其目的係為了整體資金運用之安全性而來。

值得注意的是，為釐清保險業資金投資保險相關事業與保險法第一百四十六條之一第一項第三款之適用問題，保險法第一百四十六條之六第一項規定：「保險業實收資本額減除累積虧損之餘額，超過第一百三十九條規定最低資本或基金最低額者，得經主管機關核准，投資保險相關事業；其條件及比率，不受第一百四十六條之一第一項第三款規定之限制。」為避免保險業因過度轉投資而損及財務之健全，保險業投資保險相關事業仍有投資總額之限制，依保險法第一百四十六條之六第二項規定：「前項投資總額，不得超過該保險業實收資本額減除累積虧損之餘額百分之四十。」³⁶

4. 經依法核准公開發行之有擔保公司債，或經評等機構評定為相當等級以上之公司所發行之公司債

其購買每一公司之公司債總額，不得超過該保險業資金百分之五及該發行公司債之公司實收資本額百分之十。

³⁵同註 6，第 152 頁。

³⁶同註 53，第 1-270 頁。

5. 經依法核准公開發行之證券投資信託基金及共同信託基金受益憑證

其投資總額不得超過該保險業資金百分之五及每一基金已發行之受益憑證總額百分之十。本款之發行人為一般投信業，基於保險業資金運用原則中之安全性，訂有投資比例之限制。

第三項 資金用用對象之限制

本文研究範圍以保險業購買公司股票之法令規範為中心，故本文於此僅探究保險業購買一般企業所發行之股票時，該公司所需符合之條件。依保險法第一百四十六條之一第一項第三款之規定，保險業購買股票，其投資對象限於「依法核准公開發行之公司」，所謂公開發行可分為兩種，一為初次公開發行(Initial Public Offering, IPO)，二為現金增資(Seasoned Equity Offering, SEO)，又稱為「二次公開發行」。初次公開發行指的是公司目前是未上市上櫃公司，但一旦決定上市上櫃之後，首度對投資大眾公開發行股票以籌募資金。現金增資是目前已上市上櫃的公司，但因為有新的投資計畫要進行，或要週轉資金，故決定再發行新股，向大眾募集資金³⁷。

公司欲申請上市上櫃必須就其設立年限、實收資本額、獲利能力、股權分散等加以審查，因上市上櫃股票已經過行政院金融監督管理委員會證期局審查，公司體質較為健全，故保險公司購買此類股票的風險較低。由於上市股票的審查標準較上櫃股票嚴格，故其交易活絡程度及市場流動性又較上櫃股票為佳。產險業為應付隨時可能發生之高額保險給付，資金運用多偏重於流動性較佳之投資項目，而經依法核准公開發行之公司股票相較於其他投資項目，具有交易成本低、流動性大之特性，因此股票占財產保險業可運用資金相當高之比重。

³⁷沈中華，金融市場，第 222 頁，台北，華泰文化事業公司，2002 年 10 月初版。

第三節 評析

第一項 投資限制對保險業投資績效之影響

投資收益長久以來為保險公司營業利潤之主要來源（參附表六、附表七），保險法中之投資限制會影響保險公司之投資收益與投資風險，因此對保險公司之營運占有舉足輕重之地位。如何在收益性與安全性之間取得一個適度的平衡，為主管機關訂定投資限制之最大難題，採取太過寬鬆或緊縮之態度，對保險公司及保戶而言都不是一件好事。如果投資限制訂得太過寬鬆，或對於保險業資金運用毫不設限，保險公司可能會採取高風險的投資策略；另一方面，如果投資限制訂得太嚴苛，保險公司的投資收入會下降，且無法透過投資組合分散風險，保險商品之價格可能因此提高，將使保險公司及保險之需求者蒙受其害。此外，保險公司身為金融事業之一環，在金融商品日新月異及講求跨業經營與策略聯盟之時代，保險公司之資金運用如果受到太多無謂之束縛，將影響其與其他金融事業之競爭力，更遑論與其他擁有龐大資金之外國保險公司。

表六、產物保險業損益表摘要

單位：新台幣千元

科 目 Items	九十三年		九十二年	
	金額	佔收入 %	金額	佔收入 %
收入合計 Income	214,967,989	100.00	208,627,911	100.00
業務收入 Operating Revenues	207,203,513	96.39	200,681,246	96.19
財務收入 Financial Revenue	6,932,469	3.22	5,599,683	2.68
其他收入 Miscellaneous Revenues	832,007	0.39	2,346,982	1.112
支出合計 Outgo	208,537,638	97.01	201,055,113	96.37
業務支出 Operating Expenses	185,409,273	86.25	178,910,057	85.76
財務支出 Financial Expenses	744,963	0.35	510,655	0.24
業務及管理總務費用 Business & Administrative Expenses	20,364,051	9.47	19,625,329	9.41
折舊呆帳及攤銷 Depreciation and Amortization	1,529,461	0.71	1,082,883	0.52
其他支出 Miscellaneous Disbursement	489,890	0.23	926,189	0.44
本期損益 Profit or Loss for the year (Before Tax)	6,430,351	2.99	7,572,798	3.63

資料來源：財團法人保險事業發展中心，台灣地區保險市場重要指標，2006年，第27頁。

表七、人壽保險業損益表摘要

單位：新台幣百萬元

科 目	九十三年度	九十二年度	九十一年度	九十年度
收入	2,019,378	1,763,380	1,302,741	1,080,317
營業收入	1,770,665	1,529,010	1,153,987	929,048
財務收入	227,382	220,436	142,542	143,482
其他收入	21,331	13,934	6,212	7,787
支出	2,000,498	1,712,051	1,294,399	1,054,125
營業支出	1,885,063	1,620,140	1,210,012	965,191
財務支出	3,310	1,701	4,238	2,278
折舊呆帳及攤銷	9,287	7,940	11,172	12,573
業務管理費用	75,464	78,283	67,262	71,942
其他支出	27,374	3,987	1,715	2,141
本期損益（稅前）	18,881	51,329	8,342	26,192

資料來源：財團法人保險事業發展中心，台灣地區保險市場重要指標，2006年，第28頁。

註：九十、九一年度不含國華人壽保險公司資料。

投資限制的適度性攸關保險公司之財務健全與競爭力，其重要性不言可喻，本文以下將針對現行保險法之各種限制，包括投資項目之限制、投資比例之限制、投資對象之限制，逐一檢視其妥適性？作為未來主管機關修法時之參考。

第一款 增加投資種類

保險法於中華民國九十年七月九日修訂保險業資金運用之限制時，增加保險公司可投資種類，包括得從事衍生性商品之交易、投資保險相關事業。此項修訂頗值喝采，蓋增加投資種類對保險公司投資效率有很大助益（參附表八、附表九），學者從事實證研究亦證明：投資項目之放寬，可以增加保險公司的投資選擇，使效率前緣³⁸往左上方移動，提高保險公司的投資效率³⁹。除此之外，該次修法為使保險法富有彈性而不至過於僵化，尚規定保險公司得經主管機關核准從事其他資金運用，修法前保險法對於保險公司投資工具，採取正面表列的監理方式，每有新金融商品問世，就必須透過函令的方式加以開放，此一概括規定能適時放寬保險業資金運用之限制，使保險業跟上新商品的發展速度，以免抹煞主管機關開放新產品的美意。近年來國內法令逐步開放，加上財務工程技術逐漸進步，使得金融商品不斷地推陳出新，對於提升保險公司的資金運用效率有一定的幫助。

³⁸效率投資組合的選擇在於風險相同下報酬最大，報酬相同下風險最小。這些效率投資組合所構成的連線，稱之為效率前緣。謝劍平，註 35 前揭書，第 195 頁。

³⁹蔡政憲、吳佳哲，「保險法中之投資限制對保險業投資績效影響之實證研究」，風險管理學報，第 2 卷，第 2 期，第 31 頁，台北，2000 年。

表八、財產保險業資金運用率變化表

單位：百萬元

年/月	2000	2001	2002	2003	2004	2005
資金運用總額 Total Amount of Capital Investment	126,883	129,910	114,734	129,140	154,471	166,204
資金總額 Total Amount of Capital	162,772	164,123	158,241	167,938	174,373	176,839
資金運用率 Capital Investment Rate %	77.95	79.15	72.51	76.90	88.59	93.99

資料來源：財團法人保險事業發展中心，台灣地區保險市場重要指標，2006年，第29-30頁。

表九、人身保險業資金運用率變化表

單位：百萬元

年/月	2000	2001	2002	2003	2004	2005
資金運用總額 Total Amount of Capital Investment	2,345,389	2,643,934	3,189,092	4,217,539	4,972,240	5,876,211
資金總額 Total Amount of Capital	2,446,427	2,739,886	3,273,103	4,377,355	5,112,566	5,993,409
資金運用率 ⁴⁰ Capital Investment Rate %	95.87	96.50	97.43	96.35	97.26	98.04

資料來源：財團法人保險事業發展中心，台灣地區保險市場重要指標，2006年，第31-32頁。

⁴⁰資金運用率為資金運用總額與資金總額之比率。

第二款 降低投資比例之限制

改變投資比例之限制，對於保險業資金運用有何影響，學者之間有兩派完全相左之主張。有一派學者認為，只要是限制，不論是對投資種類抑或投資比例，還是投資對象之限制，都會降低保險公司的投資效率。因此，應放寬保險業資金運用之限制，甚至是完全廢除。其理論根據主要是從投資效率⁴¹與代理問題⁴²之角度出發，主張投資限制會使效率前緣往右下方移動，降低保險公司之投資效率，甚至會迫使體質不佳的保險公司採取更高風險的投資策略。而本文亦發現，有兩篇以台灣資本市場資料求出效率前緣的研究，亦支持上述學者之論點，即保險法中投資比例之限制會使保險公司的效率前緣往右下方移動⁴³。

另一派學者則提出不同之看法，主張投資比例之限制有助於降低保險公司之投資風險，尤其是本金損失之風險⁴⁴，甚至還可以提高保險公司之投資效率⁴⁵。這一派的學者認為，預期報酬率與風險的估計誤差會使效率前緣擴展成效率區間，並可能導致偏頗之投資決策。投資比例之限制可以確保保險公司之投資組合落在效率區間內，並可校正因估計誤差所導致之不當投資。

另有本國學者⁴⁶，藉著衡量保險公司因民國八十一年保險法中之投資限制之修訂，所引起之投資效率之相關變化，來檢驗修法的結果究竟是增進抑或降低保險公司之投資效率？民國八十一年保險法投資限制之修訂，雖然有些是放寬有些

⁴¹Blair, R.D. and A.A Heggstad, 1978, "Bank Portfolio Regulation and the probability of Bank Failure", *Journal of Money, Credit, and Banking* 10:1.88-93.

⁴²Herring, R.J. and P. Vankudre, 1987, "Growth Opportunities and Risk-Taking by Financial Intermediaries", *Journal of Finance*, 42:3, 583-599.

⁴³王詔麗，壽險公司的投資組合策略與其法定投資上限適當性之研究，逢甲大學保研所碩士論文，第 33-64 頁，1996 年。黃瑞傑，壽險業資金運用之投資組合分析，成功大學工管所碩士論文，第 43-57 頁，1995 年。

⁴⁴Eichhorn, D., F. Gupta, and E. Stubbs, 1998, "Using Constraints to improve the Robustness of Asset Allocation", *Journal of Portfolio Management*, 24:3, 41-48.

⁴⁵Frost, P.A. and J.E. Savarino, 1998, "For Better Performance: Constrain Portfolio Weights", *Journal of Portfolio Management*, 15:1, 29-34.

⁴⁶同註 80，第 9-21 頁。

是緊縮的，但整體而言是緊縮的，學者實證研究發現：民國八十一年之修法，不僅限制了保險公司分散風險的能力，亦使保險公司所面臨之效率前緣往右下方移動，迫使保險公司採行更高風險之投資策略，以維持固有之投資報酬率，對保險公司有不利之影響。保險法中關於投資比例之限制，尚可進一步細分為，個別投資對象投資比例之限制，以及各資金運用項目投資總額之限制，二者是否皆應降低，甚至完全廢除，抑或仍有保留之必要，有待進一步討論。

第一目 個別投資對象投資比例之限制

在股票投資方面，保險法第一百四十六條之一第一項第三款規定，不得超過該發行股票之公司實收資本額百分之十。此一規定，除分散投資風險外，主要目的係在於，避免保險業挾其雄厚之經濟力量介入被投資公司之經營。對於保險法第一百四十六條之一第一項第三款立法原意，有學者主張投資金額上限的訂定，應以保險公司的資金為準，而不是投資對象的資本額或公司大小。基此，只需確保做到風險分散，保險公司的投資便有相當程度的穩定性達到投資限制的主要目的，對投資對象的股權掌握與經營涉入程度，可讓保險公司自行判斷值不值得、可不可以⁴⁷。本文認為，暫且不論該規定之立法目的（限制保險公司介入被投資公司之經營權）妥當與否⁴⁸，依下述幾點理由，該規定根本無法達到原先之立法目的，關於個別投資對象之投資比例限制是否仍有保留之實益令人懷疑。

首先，保險公司表面上雖然符合保險法第一百四十六條之一第一項第三款之形式限制，實際上仍有介入被投資公司經營權之可能。例如，中國人壽持有開發金股權百分之二點六七，符合保險法個別投資對象之比例限制，惟開發金係一股權極度分散之公司，縱使中國人壽僅持有百分之二點六七之股權，已足以使自己

⁴⁷同註 75，第 104 頁。

⁴⁸是否應限制保險公司介入被投資公司之經營權，本文將於第四章第二節深入討論。

或支持他人當選為開發金之董監事，由此可見，個別投資對象投資比例之限制無法百分之百防堵保險公司介入被投資公司之經營權，與原先之立法目的存有落差。

再者，對於現行規定特別重視形式限制之結果，大型企業集團轄下之保險業事實上仍得藉由相關企業組織之運作規避保險法第一百四十六條之一第一項第三款之比例限制⁴⁹。換言之，保險業本身不當選為董監事，轉而協助關係企業取得被投資公司的經營權，似乎不在保險法第一百四十六條之一第一項第三款得規範之範圍內，使金融集團得利用旗下不同子公司的投資額度，展開集體併購。因此，真正受限制者，唯非集團類型之保險業而已，無形之中造成保險經營競爭上之不公平。學者實證研究更發現，保險公司的規模會對投資收益率有正面的影響，公司越大，投資收益率越高⁵⁰。是故，上述規定無疑是雪上加霜，造成小型保險公司資金運用之阻礙，使得小型保險公司生存益加困難。

第二目 各資金運用項目投資總額之限制

保險法第一百四十六條之一第一項第三款規定，保險公司購買每一公司之股票總額，不得超過該保險業資金百分之五，此係基於安全性、分散性之考量而訂定。學者實證研究發現，投資股票市場，可以提高保險公司的投資收益率，但同時也會增加保險公司的投資風險⁵¹。為避免保險公司採取高風險之投資策略，本款有百分之五之限制，再加上同條第二項對於股票及公司債總額設有百分之三十五之限制，保險公司如欲將大部分資產投資於股票市場，至少須投資於七支以上

⁴⁹同註 6，第 179 頁。

⁵⁰同註 80，第 24 頁。

⁵¹同註 80，第 30 頁。

之股票，而台灣股票市場的非系統性風險只需大約十支⁵²股票便可以分散掉絕大部分，只要保險公司所購買的股票，能注意產業、地區之分散，應能相當程度地分散掉股票市場內的非系統性風險。

有學者認為，未來於資金運用項目增加後，其項目多樣化本身即寓有風險分散之作用，實無需基於相同之觀點，而於各資金運用項目投資總額另為一層嚴格限制，應考慮將各資金運用項目投資總額之比例提高⁵³。關於是否提高購買公司股票總額之限制，本文尚不敢妄下論斷。在一篇以台灣資本市場資料求出效率前緣的研究中發現，放寬各資金運用項目投資總額之限制，雖然會獲得比較高之報酬率，但也同樣承受比較高之風險⁵⁴。假設，提高現行保險法第一百四十六條之一第二項百分之三十五之上限至百分之五十，配合既有之保險法第一百四十六條之一第一項第三款百分之五之限制，雖然可以迫使保險公司選購十家以上公司之股票，惟系統性風險並無法透過投資組合加以分散，當整體經濟環境變動，股票市場表現不佳、股價大幅變動時，保險公司所持有之股票，將可能使其蒙受鉅額損失。保險公司之投資應以穩健收益為原則，於資金運用原則中特別強調安全性，任何可能損及保險公司財務健全，而影響保戶權益之高風險投資策略，皆應謹慎為之，在台灣股票市場健全發展及其他相關配套措施出現前，本文認為不應貿然放寬購買股票總額之限制。

第二項 日本對保險公司購買公司股票之比例限制

參考各國對於保險業資金運用之法令規範，本文發現：針對保險公司購買股票之總額及對單一公司購買股票之上限，雖然每個國家寬嚴不一，但皆有所規

⁵²洪茂蔚、蘇永成、陳明賢、胡星陽著，財務管理，第 172 頁，台北，雙葉書廊有限公司，1998 年。

⁵³同註 6，第 178 頁。

⁵⁴同註 84，第 54 頁。

範，而非任由保險公司自由運用。日本近年來由於低利率政策的實施，造成壽險公司的各項重要運用資產因而虧損或利益減少，連帶引起大部分壽險公司的各項投資報酬率下降，以致形成鉅額的利差損，最後導致多家壽險公司失卻清償能力⁵⁵。而我國也在整體經濟衰退之情況下，造成保險公司投資收益表現不佳，加上中央銀行持續調降利率（參附表十），高預定利率之保單遂使保險公司陷入利差損之困境。台灣目前雖尚無保險公司失卻清償能力，但台灣近年來經濟發展出現衰退之情勢，日本保險公司所面臨的危機及其危機處理模式，值得吾人深以為惕及學習。

表十、中央銀行重貼現率變化表

單位：年率%

調整日期	重貼現率	調整日期	重貼現率
2000/12/29	4.625	2001/12/28	2.125
2001/02/02	4.375	2002/06/28	1.875
2001/03/06	4.25	2002/11/12	1.625
2001/03/30	4.125	2003/06/27	1.375
2001/04/23	4	2004/10/01	1.625
2001/05/18	3.75	2004/12/31	1.75
2001/06/29	3.5	2005/03/25	1.875
2001/08/20	3.25	2005/07/01	2
2001/09/19	2.75	2005/09/16	2.125
2001/10/04	2.5	2005/12/23	2.25
2001/11/08	2.25		

資料來源：中央銀行網站，<http://www.cbc.gov.tw/>。

⁵⁵吳瑞雲，劉慶廷，廖淑惠，「日本壽險公司失卻清償能力之研究-兼論我國因應之道」，財團法人保險事業發展中心委託研究，第 20 頁，2000 年。

日本保險業法自 1995 年 6 月 7 日徹底翻修以來，先後共經過四次⁵⁶修改，修法的主要精神之一為放寬限制及自由化，關於保險業資金運用之法令規範，修法的主要方向是放寬保險業資金運用範圍。本文以下將介紹日本法關於保險業購買公司股票之規範以供參考⁵⁷，並針對日本法令限制之妥適性提出評論。

第一款 投資總額

日本保險業法規定，保險公司購買股票之總額不得超過總資產之百分之三十，此係基於安全性而訂定。相較於我國，係以股票及公司債合計不得超過保險業資金百分之三十五為投資限額，本文認為股票與公司債性質不同，而其風險與投資報酬率亦有很大差異，將二者合併設定投資上限，似有不盡合理之處。

1. 保險業法第九十七條之二第一項

日本保險業法第九十七條之二第一項規定：「保險公司對依內閣府令⁵⁸所規定之資產運用，不得超過依內閣府令所規定之限額。」

2. 保險業法施行細則第四十八條第二項

日本保險業法施行細則第四十八條第一項規定：「保險業法第九十七條之二第一項之依內閣府令所規定之資產，指總資產中之下列資產：（設有特別帳戶或提存帳戶（指依第二十六條第一項以下（包括第六十三條準用之場合）之規定設立之帳戶。第四十八條之三，亦同。）之場合，則會計上屬特別帳戶或該提存帳戶之資產除外。第四十八條之三及第四十八條之五，亦同。）

⁵⁶日本保險業法所經歷之其餘三次修改，時間分別為 2000 年 5 月 31 日，2003 年 7 月 25 日，2005 年 5 月 2 日。<http://www.houko.com/00/01/H07/105.HTM>，2006 年 4 月 5 日。

⁵⁷<http://law.e-gov.go.jp/cgi-bin/idxsearch.cgi>，2006 年 4 月 5 日。

⁵⁸日本保險業法條文中所謂之「內閣府令」，即是指保險業法施行細則的意思。

- (1) 國內股票（在以外幣表示保險金、解約金、及其他給付金額（以下稱之為「保險金等」）之保險契約之相關資產中（以會計上屬其他資產者為限。第一百四十條，亦同。），以該外幣表示之股票。）（包括前條第六款之一之出資）
- (2) 不動產（包括金融廳長官⁵⁹所規定之為取得不動產之資金。）
- (3) 外幣資產（在外幣表示保險金之保險契約之相關資產中，該外幣以外之貨幣資產）（由外匯期貨交易等契約所特定之日圓換算額度（以外幣表示保險金之保險契約之相關資產中，該外幣換算額度）除外。）
- (4) 債券、放款、以有價證券為質之放款（以金融廳長官所定者為限。）
- (5) 準於前條第一款至第八款所揭方式運用之資產。」

復依日本保險業法施行細則第四十八條第二項規定：「保險業法第九十七條之二第一項規定之依內閣府令所規定之限額，應按下列各款所揭資產之區分，作為各款之限額。但受金融廳長官認可者，不在此限：

- (1) 前項第一款所揭之資產 總資產額乘以百分之三十後所計算出之額度（為其他有價證券者，（指各財務報表等規則第八條第二十一項所規定者），資產負債表總計額超過帳面價值總額時，以帳面價值總額為準。以下與第四十八條之三第二項及第四十八條之五第二項均相同。）
- (2) 前項第二款所揭資產 總資產額乘以百分之二十後所計算出之額度。
- (3) 前項第三款所揭資產 總資產額乘以百分之三十後所計算出之額度。
- (4) 前項第四款所揭資產 總資產額乘以百分之十後所計算出之額度。
- (5) 前項第五款所揭資產 總資產額乘以百分之三後所計算出之額度。」

⁵⁹日本保險業法所謂之「金融廳長官」，即相當於我國之行政院金融監督管理委員會主任委員。

第二款 對同一人之限額

日本保險業法第九十七條之二條及其施行細則第四十八條之三對於個別投資對象亦設有投資總額之限制，對單一公司之投資以總資產之百分之十為上限，此係基於分散性而訂定。惟日本法與我國規定不同之處有三：其一為計算基礎不同，日本保險業法對同一人投資限額之訂定，係以保險公司的總資產為基準，而我國除以保險業資金為基準設有一投資上限外，另以投資對象的實收資本額為基準訂定投資限額，卻因此衍生不少爭議。其二為計算項目不同，日本保險業法規定之百分之十上限，係以保險公司購買同一人所發行的公司債與股票合計，而我國則將二者分開規範。其三為例外規定，日本保險公司受金融廳長官認可後，資產運用額度得不受總資產額乘以百分之十之限制，此一例外規定得增加法令限制之彈性。尙值得注意的是，日本於計算保險公司對同一人之投資限額時，特別於保險業法第九十七條之二第三項規定，必須將保險公司、保險公司之子公司及其他依內閣府令規定與保險公司具有特殊關係之公司所投資之額度一併計算在內，採取實質計算法，避免保險公司採取迂迴方式規避此一上限規定。其詳細規定茲臚列於下：

1. 保險業法第九十七條之二第二項

日本保險業法第九十七條之二第二項規定：「除依前項規定之外，保險公司對同一人（包括該同一人而具有依內閣府令所定特殊關係者，下項亦同）進行內閣府令所規定之資產運用時，亦不得超過依內閣府令所規定之限額。」

2. 保險業法施行細則第四十八條之三

日本保險業法第四十八條之三第一項規定：「保險業法第九十七條之二第二項規定之保險公司對同一人之內閣府令所定資產運用額，為下列額度：

- (1) 總資產中對同一人的運用，下列第一目到第五目所揭資產額度（在其他有價證券，資產負債表上的總額高於帳簿價值總額時，以帳簿價值為準。於下款亦同）之合計額：
 - 1) 該同一人所發行的公司債（短期公司債除外（指保險業法第九十八條第六項第一款所揭之短期公司債與同條第四款所揭之短期公司債。））與股票（含出資）
 - 2) 對同一人的金錢放款（依保險約款規定的貸款、以及其他金融廳長官所規定者除外。）、以有價證券為質的放款（在現金擔保的以有價證券為質的放款中，相當於該擔保金額者除外。）
 - 3) 對同一人的存款（支票存款及一般存款除外）
 - 4) 對同一人的債務保證
 - 5) 對同一人的金融衍生性商品交易的資產運用，依金融廳長官所定基準計算者。」
- (2) 於設立提存帳戶時，提存帳戶中前款第一目到第五目所揭資產額之合計額。

日本保險業法第四十八條之三第二項規定：「依據保險業法第九十七條之二第二項規定之內閣府令所定計算之額度，按下列各款所揭資產運用額度之區分作為限額，但受金融廳長官認可者，不在此限。

- (1) 規定於前項第一款之資產運用額 依據下列資產運用額之區分，各依如下之限額：
 - 1) 涉及對同一人本身之運用者（第三目所揭者除外。） 總資產額乘以百分之十後所計算出之額度（規定於同款第二目及同款第四目之債務保證（以下本條及第四十八條之五所稱之「放款等」）者，總資產額乘以百分之三後所計算出之額度。）
 - 2) 涉及對同一人運用者（第三目所揭者除外。） 總資產額乘以百分之十後所計算出之額度（放款等項目，總資產額乘以百分之三後所計算出之額度）。

- 3) 涉及對持有該保險公司主要股東基準值數額以上之保險主要股東之運用者總資產額乘以百分之二後所計算出之額度（放款等項目，總資產額乘以百分之二後所計算出之額度）。
 - 4) 在持有該保險公司主要股東基準值數額以上之表決權之保險主要股東同一人本身之場合，涉及對該保險主要股東之同一人之運用者 總資產額乘以百分之六後所計算出之額度（放款等項目，總資產額乘以百分之二後所計算出之額度）。
- (2) 前項第二款所規定之資產運用額 按下列資產運用額度之區分作為其限額：
- 1) 涉及對同一人本身之運用者（第三目所揭者除外） 提存帳戶資產總額乘以百分之十後所計算出之額度（為金融廳長官所定之資產者，依金融廳長官所定比例所計算出之額度。）
 - 2) 涉及對同一人之運用者（第四目所揭者除外） 提存帳戶資產總額乘以百分之十後所計算出之額度（為金融廳長官所定之資產者，依金融廳長官所定比例所計算出之額度。）
 - 3) 涉及對持有該保險公司之主要股東基準值以上之數額的表決權之保險主要股東之運用者 提存帳戶總額乘以百分之六後所計算出之額度。（為金融廳長官所定之資產者，依金融廳長官所定比例所計算出之額度。）
 - 4) 涉及 對持有該保險公司主要股東基準值以上數額之表決權之保險主要股東之運用者提存帳戶資產總額乘以百分之六後所計算出之額度（為金融廳長官所定之資產者，依金融廳長官所定比例所計算出之額度。）」

3. 保險業法第九十七條之二第三項

日本保險業法第九十七條之二第三項規定：「保險公司設有子公司，或其他依內閣府令規定具有特殊關係者（以下本條均以「子公司等」稱之），對該保險公司及該子公司等或該子公司之同一人等，進行內閣府令所規定之資產運用時，不得超過依內閣府令所規定之限額。」

第三項 未來監理方向

第一款 由防弊走向興利

國內產險市場資本額過高、家數過多⁶⁰競爭激烈，為爭取保費收入，往往進行削價競爭，使得獲利空間縮小，有時甚至出現核保損失之情況，因此有賴投資收入加以挹注。人壽保險契約之保險期間通常長達十年、二十年左右，於要保人投保時，保險公司以預定利率作為保險費計算基礎，此預定利率即為保險公司可運用資金之成本，保險公司之投資報酬需高於預定利率始有獲利可言，近年來利率持續走低、投資報酬表現不佳，壽險業投資報酬率若低於預定利率將面臨利差損的經營困境。因此，資金運用不論對於產險公司抑或壽險業者皆相當重要，係直接影響其獲利與生存空間之重要關鍵。

保險業資金運用之法令限制倘若過於嚴格，保險公司可能因此喪失許多良好之投資機會，保險公司投資報酬率下降，為求獲利轉而提高保費或採取高風險投資策略，甚至無法生存，對投保大眾也不是一件好事。適度放寬保險業資金運用之法令限制，以增加保險業收入，對保險業之穩定經營確有其必要性。是故，立法院於中華民國九十年六月二十六日通過保險法修正條文，此次修正無非希望透

⁶⁰依財團法人保險事業發展中心所公布之保險業家數及其分支機構統計表，截至 2006 年 1 月為止，本國財產保險業有 16 家，外國財產保險業有 9 家，因此國內財產保險業共 25 家。
<http://www.tii.org.tw/>，2006 年 4 月 13 日。

過放寬投資項目及總額限制，以求提高保險業者投資報酬率。以往政府的金融監理政策著重於防弊，這也是主管機關常被詬病的地方，2004 年保險監理相關政策法令轉為以興利為主軸之一，包括放寬資金運用範圍、得以參股方式投資大陸保險公司、取消設立分支機構限制、保險商品審查分級管理新制、開放外幣計價投資型保險⁶¹。行政院金融監督管理委員會於中華民國九十三年九月二十日向立法院提出業務報告，報告中提及：期望透過溝通文化的營造，塑造一個以興利而有紀律的金融環境⁶²，可見主管機關已逐漸調整其心態，由以往消極之防弊轉向積極之輔導，此項轉變值得肯定，得使保險公司所累積之資金發揮正面功能，並有利產業發展，創造監理機關、保險公司、保戶及社會大眾四贏之局面。

附帶一提的是，本文認為，對於產險公司而言，財務經營雖然可以為其帶來營業利潤，但仍不可完全仰賴投資收入，以免整體經濟環境變動、投資表現不佳時，損及保險公司財務健全。產險公司千萬不可忽略保險本業之經營，在業務經營方面應避免採取價格競爭策略，並致力於降低公司人事、管理等經營費用，使公司產生核保利潤，才是保險公司永續經營之道。

第二款 負面表列的開放式管理

我國關於保險業資金運用之法令規範，仍採取正面表列之方式，而非負面表列之方式，意即限於保險法所明文列舉之投資項目，保險業方得進行投資。理論上，正面表列與負面表列應無孰優孰劣的問題，端視欲管制事項的性質及政策的選擇而定。涉及國家安全、影響民生鉅大、具寡佔性質之事業……等需實施高度管制的項目，宜採正面表列的監理方式；涉及國際化、自由化等經貿事物、適宜

⁶¹方玫文，「2004 年台灣壽險市場概況」，保險實務與制度，第 4 卷，第 2 期，第 269 頁，台北，2005 年。

⁶²立法院公報，第九十三卷，第四十三期，第 315 頁，中華民國九十三年十月。

讓民間發揮活力、創意的事業等項目，宜採負面表列的監理方式⁶³。

正面表列之缺點在於，法律條文明確規範可行事項，有時無法窮盡列舉，所以通常會有一概概括規定以保有一定之彈性，避免修法曠日廢時，而產生法令解釋之灰色地帶。例如，保險法第一四六條第一項第八款規定：「其他經主管機關核准之資金運用。」，即為適例。相反地，負面表列係指保險業得從事法令所禁止以外的資金運用，其精神在於充分信任業者之專業、道德操守、自我管理之能力，給予業者更大之發展空間，使產業不斷創新、提升產業競爭力。因此，負面表列之監理方式適用之前提背景為業者自律文化已然形成且贏得主管機關之信任，主管機關才能放心以市場自律代替法令管制，給予保險公司更大的發揮舞台。

台灣目前在保險經營之許多層面，雖然出現為數不少之自律規範，例如火險自律規範、資金全權委託投資自律規範、電子商務保險服務相關自律規範、建置公會自律組織功能、保險業公司治理實務守則，但保險公司是否能發揮自律精神確實遵守，仍有待時間檢驗。保險公司違反保險法相關法令規定，行政院金融監督管理委員會保險局作出處分，目前仍時有耳聞⁶⁴，法律規範是最低程度的要求，當保險公司無法確實遵守法律規範時，如何令人相信其會遵守拘束力較為薄弱之自律規範？大型保險公司為顧及自身形象、獲取社會大眾認同，或許不至於違背自律規範，但小型保險公司面臨自身利益與自律規範之遵循相抵觸時，自律規範是否能適時發揮拘束力，使保險公司不做出損人利己之事，本文抱持保留之態度。

「對於保險公司之資金運用，不要有太多法令限制，政府只需建立一套原則

⁶³同註 23，第 22 頁。

⁶⁴<http://www.ib.gov.tw>，2006 年 4 月 22 日。

性規範，讓保險公司有依循的方向」，這是許多保險業者極力主張之監理方式⁶⁵。保險法相關法令限制太多，固然會限制產業的活力與創造力，但政府基於維護投保大眾權益之立場，有時亦不得不採取比較穩健保守之作法。保險業者於主張自己權益之前，應發揮專業操守及道德良心，對自我採取較法令規範為高之標準，始能消除社會大眾及主管機關對保險業者之不信任感。於未來業者自律體系全然形成時，本文亦贊成採取負面表列之規範方式，改善目前法令規定無法順應時代需要之缺失，使保險市場具有活力與創造力。

行政院金融監督管理委員會於中華民國九十三年九月二十日向立法院提出業務報告，報告中明白揭示：未來的職責方向，將秉持自由化及國際化之監理原則。所謂自由化，即是調整不合時宜的法規；所謂國際化，即是讓我國的金融制度與產業的經營能與國際接軌。我國金融法規向以正面表列方式規範業者可以作的業務，所以我國業者的商品創新速度受到限制；反觀歐美金融市場，係以負面表列方式規範業者哪些不可以做，所以歐美業者的產品創新能力較佳，獲利也較為可觀。我國金融市場要自由化與國際化，即必須調整法規，以負面表列的精神，鼓勵業者發展商品與開拓業務⁶⁶。由此可見，未來於保險業自律精神落實後，行政院金融監督管理委員會將改採負面表列之監理方式，配合保險商品審查分級管理要點⁶⁷之實施，使財務狀況良好、確實遵守法令及自律規範之保險業者，在一個比較自由、彈性的環境下拓展業務。此一作法將提供國內保險業者與國際大型保險公司競爭之利基，並塑造出具創新力的金融市場，值得肯定。

⁶⁵經濟日報，第3版，2004年4月17日。

⁶⁶立法院公報，第九十三卷，第四十三期，第315-316頁，中華民國九十三年十月。

⁶⁷主管機關得針對各保險業之保險商品送審情形，依保險商品審查分級指標評分表予以計分，並依其每半年累計計分之排序，分別按財產保險業與人身保險業之保險商品，就其審查分式、送審數量及審查期限予以分級管理。