

《專家傳真》國華人壽的退場與契機

【張士傑／政大風險管理與保險學系教授】 2012/10/25 工商時報

具高財務槓桿特性的金融特許事業，公司負責人如何均衡利益關係人權益，不僅反映企業經營前景，更關係社會大眾的消費權益。就財務槓桿高達30.3（依2011年底之資產/業主權益）的人壽保險業而言，公司營運的資金來源為自有資本（占資產3.39%）與負債（占資產96.7%）。自有資本（又稱為股東權益）來自以股權融資的股東，而負債主要來自簽訂保險契約的保戶，類似公司以保險債務融通資金。股東與債權人皆為公司的利益關係人，但基於公司決策擬定與利益分配時權利義務的不同，衍生股東與保戶間之代理成本。

壽險公司先籌資後投資的屬性凸顯代理成本問題，往往事前與消費者簽訂保險契約時，都會向社會大眾行銷公司穩健經營與關懷客戶的立場，一旦所收取的保費成為公司營運資金，大股東控制的經營團隊可能事後改變承諾，傾向選擇高風險投資標的。

因為投資成功時大股東可透過槓桿效應增加獲利，即使投資失敗，股東損失也僅限於原出資總額，符合近代財務學所探究的資產替換假說（asset substitution hypothesis）。當公司負責人違背原先承諾時，將有賴於具公權力的監理機關介入，採取即時的行政措施，防止股東做出不利保戶的行為，補強法院審理可能的曠日費時。

就接管前簽證財報淨值已呈現負值的國華人壽而言，公司股票已無價值，但是大股東卻仍控制公司經營，此時社會大眾當然會質疑公司遭掏空的可能性。監理機關介入限制風險性資產投資應為積極正當之作為，並利用行政命令避免保戶繳交之保費淪為大股東資本市場操作之籌碼，符合國際保險監理官協會（IAIS）維護消費者權益的核心原則。

對接管後的國華人壽而言，基於壽險公司價值包含現有資產負債表呈現的淨現金流現值與未來潛在之獲利價值，由於接管前已存在舊有高利率保單的利差損包袱，雖然透過安定基金注資，並改變原先股東結構與經營團隊，但是受到長期的低利率政策與總體經濟等因素所影響，公司淨值仍

無法好轉，此時的重生契機自然落在尋求更具財力與專業能力的股東與經營團隊。

畢竟，公司重整涉及利益關係人結構改變，修改自電影即刻救援續集 (Taken II) 中一段耐人尋味的對話，『當狗咬了一根已不屬於它的骨頭時，要擔心注意的，不是這隻狗，而是嘗試將骨頭歸位的人。』，露骨地描述執行公權力時主管機關必須面對複雜利益糾葛時的壓力！

回顧當初 2009 年，主管機關基於國華人壽因資本適足率未達保險法第 143 條之 4 的法定標準，財務顯著惡化與無增資事實，以及董監事更動頻繁影響公司治理，有損及被保險人權益之虞，依保險法第 149 條規定委託保險安定基金接管國華人壽。當時媒體的評論為，『是人為因素讓這艘原本只是破小洞的大船，最後走到沈船的命運』。

無獨有偶的是，日本大和生命保險於 2008 年宣告破產，為美國次貸危機而導致經營破產的首例，該社社長不僅公開謝罪，表示公司所持股票價值滑落導致鉅額虧損，造成資本適足率遠遠不及法定標準。日本主管機關指出公司利用高利潤有價証券，維持高成本營運的特殊收益結構，是造成破產的主因。

針對接管的國華人壽燙手山芋，主管機關近期祭出標售誘因機制，規劃為整體出售及切割出售模式，整體出售得標者可享監理寬容，RBC 打折計算及彈性放寬赴大陸投資、投資私募股權等限制。若分割出售者，可排除高利率保單，但貼補金額減少且無行政寬容。在此多元彈性選擇下，若得使其他金融機構加以併購，即可避免國華人壽保險公司經營惡化嚴重危害消費者，並同時維持保險市場穩定。此外亦使原本業務營運轉由實際經營保險業務之金融機構，而步入常軌運作。

對於扮演人口老化下退休理財的壽險事業而言，當資本適足率未達法定要求，或甚至公司淨值呈現負值時，主管機關應站在維護消費者權益的前提下，依法必須提早介入，落實立法從寬與執法從嚴的監理思維，也期待國華人壽的標售案可在主管機關設計的誘因機制下順利進行，完善壽險市場之退場機制。