

## 投资收益和保险企业特征关系的理论分析

[摘要]影响企业特征的内部因素有组织形式及治理结构和投资决策方式；外部因素有市场外因和政策外因。与投资相关的保险企业特征因素主要有：企业组织形式、企业大小、杠杆作用、资产组合、负债组合及保险业风险。企业管理者只有在企业治理结构良好，外部市场因素成熟的情况下，科学地应用资产负债及投资组合理论，才能获得稳定和高额的投资收益。

保险公司的收益包括保险业务的收益和投资收益。在激烈竞争的保险市场中，保险公司的投资收益对企业的利润具有非常大的贡献作用，良好的投资收益能弥补企业承保业务的损失，增强企业的实力，从而提高企业的竞争力。许多金融方面的研究指出，投资收益与企业特征因素如企业组织形式和企业大小有关，甚至与企业管理者激励因素都有一定的相关性。

### 一、保险投资和现代企业理论

#### （一）保险投资理论

保险投资是指保险公司在组织经济补偿或给付保险金经营过程中，将收取的保险费积累起来的保险基金，按规定用于投资和融资，使之增值的业务活动。

保险投资理论分为投资管理理论和具体操作方面的理论。投资管理理论主要是资产负债理论，具体操作方面的理论则为组合投资理论：

#### 1.投资管理理论

资产负债管理理论是目前西方国家普遍采用的保险资金运用的管理理论，它是随着保险投资发展的各个历史时期经营条件的变化而逐步形成的比较系统、科学的经营管理理论。

资产负债管理理论以资产负债表中各科目之间的“对称原则”为基础，来协调流动性、盈利性和安全性之间的矛盾，即以期限对称和利率对称的要求来不断调整其资产结构和负债结构，以满足经营中风险最小化和收益最大化，它包括规模对称、结构对称、偿还期对称、目标互补、资产的分散化五个基本原则。

保险企业在借鉴资产负债管理理论的五项基本原则的同时，更偏向资产管理理论。保险负债的单一性、被动性决定了保险企业只能根据负债的资金进行投资，以负债的流动性和期限性去决定资产的流动性、期限性。

#### 2.操作运用理论

现代投资理论是具体的资产运用理论，以马克威茨在1952年发表的题为“投资组合资产选择”的论文为该理论产生的标志。时至今日，它已经是一门较为成熟完善的理论，包括资本组合理论、资本市场理论、资本市场的效率理论等，为投资者提供了分析证券市场，进行有效投资的方法。资本组合理论本质上是一种多元化投资的科学方法，即根据不同资产的收益和风险，营造高效率投资组合。

保险资金的组合投资实质上是指某一时点上，一定数额的资金按不同比例投资多项资产，例如投资于国债、企业债券、金融债、基金及股票等。在资产组合的选择上，主要考虑其收益和风险。



## （二）现代企业理论

### 1.代理理论

代理理论是随着信息经济学的产生和发展而发展的，也被认为是契约理论最重要的发展。现代公司制度的一个最重要的特征是企业所有权和经营权相分离，这样就在所有者与经营者及企业内部各层结构之间形成了一系列委托代理关系。由于委托人和代理人的目标可能不一致，委托人必须事先设计一种激励机制，采用奖励和惩罚的措施，诱使代理人通过实现委托人利益的最大化而实现自己利益的最大化，使二者的行为目标最大程度地趋于一致。这种激励机制包括与管理者签订报酬——绩效契约，来减少由于信息不对称和逆向选择所导致的代理成本，企业管理者的报酬将由企业的经营绩效（投资收益）确定。

以经济学为基础的企业激励理论的设计更偏重于通过制度设计和安排来建立企业的激励机制。现代企业理论认为，契约的设计是激励行为中最重要的因素。而契约本身是一种制度因素，制度的完善决定了企业中人的能力的发挥。

### 2.治理结构

在存在委托——代理问题的情况下，特定的公司治理结构的选择是必要的和重要的。所谓的公司治理结构，是指所有者对一个企业的经营管理和绩效进行监督和控制的一整套制度安排。

Mayer（1995）指出：公司治理是公司赖以代表和服务于它的投资者利益的一种组织安排。它包括从公司董事会到执行人员激励计划的一切东西。公司治理的需求随着市场经济中现代股份公司所有权和控制权相分离而产生。

从经济学的角度来讲，公司治理结构是一套制度安排，用以支配若干在企业中有重大利害关系的团体——投资者（股东和贷款人）、经理人员、职工之间的关系，并从这种联盟中实现经济利益。公司治理结构包括：如何配置和行使控制权；如何监督和评价董事会、经理人员和职工；如何设计和实施激励机制。

## 二、影响企业特征的因素

企业特征可分为两种：制度特征和业务特征。制度特征的影响可用企业理论进行阐述。业务特征对投资收益的影响由投资理论、内部因素、外部因素所决定。

### （一）影响企业特征的内部因素

#### 1.组织形式及治理结构

保险企业有多种组织方式，不同的组织方式，会出现不同委托——代理问题。不同的治理结构，根据现代理论，其散发出的激励及约束机制也不相同。可以说，组织特征因素、治理结构因素是影响投资收益中最基本的因素。

Sherris（1987）和 VanDerhai、Joanette（1998）使用代理理论指出，保险公司的企业特征能够被组织行为所影响。这些组织行为包括假定和精算决策方法的选择，所选择的精算决策可用来估计长期负债以及年终投资收益的水平。



## 2. 投资决策方式

投资决策是企业对投资的规模、资产负债组合、组合投资的范围与比例、成本与收益等投资活动中的重大问题所进行的分析、判断和选择。其目的是努力谋求在一定的环境下，在保证安全性的同时，尽可能获得最大化的投资收益。在投资决策前往往需要管理者花费大量的智力和体力去收集信息、分析预测投资收益。在某些情况下，这些活动对管理者而言是额外的劳动，因为在某些时候即使管理者不进行投资决策，企业所有者也不会感知到利益的减少，从而在短期内不会影响管理者的地位和报酬。换言之，如果没有特殊的压力或适当的激励作为动力，管理者不会主动地去做额外的投资分析和决策。

投资活动会增大企业的保险风险和财务风险，企业的总体风险的提高会对管理者造成失业的威胁。管理者的人力资源是专属性的，即一名管理者的管理才能不可能适应于各种类型的企业，一旦失去了现有的工作岗位，管理者的声誉就会受到影响，加之外部管理者市场的压力，他们将很难再谋求到与现有职位相当的工作岗位，从而管理者有厌恶增大企业风险的倾向，在投资规模和投资方式上往往会采取保守的策略。

### （二）影响企业特征的外部因素

#### 1. 市场外因

资本市场的成熟和完善对保险投资产生重要的影响。从宏观角度看，资本市场的成熟有利于保险公司的风险控制，有利于保险公司进行以资产负债匹配为基础的投资组合管理，以降低投资风险，增加投资收益，并满足流动性需求。

保险公司投资面临的主要风险有资产风险以及资产和负债匹配风险。管理这些风险都要依靠资本市场。通过资产的组合管理可以消除投资的非系统性风险，并使承担的风险与收益相适应，实现在既定收益水平下的风险最小化，或既定风险下的收益最大化。通过资产和负债现金流的匹配可以管理资产负债匹配风险，实现对利率风险的“免疫”；成熟的资本市场稳定性强，投机性弱，资产价格在短期内较稳定，能够较真实地反映保险公司的价值，有利于进行长期投资的保险公司降低市场价格风险；成熟的资本市场中利率波动幅度较小，并在很大程度上可做合理预期，从而减少了保险公司利率估计失误，避免保费和准备金提取不足导致的负债风险，从根本上保证了保险投资资金来源的稳定；成熟的资本市场上投资工具丰富，保险公司可以灵活选择所需的投资工具，进行资产组合和资产与负债的匹配管理，分散非系统风险，获取稳定高额的投资收益；成熟的资本市场中，交易中介机构完善，资产清算风险小，保险公司可以在需要时迅速购入或转让证券，保证资产的流动性，并且专业的投资管理组织和信息网络可为保险公司投资决策和管理服务，提高投资效益。

#### 2. 政策外因

政府金融管制的方式决定着保险公司可以出售的金融工具类型，也决定着保险公司可以购买的投资工具的类型，从而制约着保险基金进入资本市场的范围和深度，也制约了资产组合的规模、范围和比例。一般而言，分业管理越严格，保险公司介入资本市场的范围就越小；相反，分业管理越宽松，保险资金与资本市场的结合就越紧密，在资本市场中的地位就相应越高。

概括起来，保险公司的投资按其目的和作用不同，可分为贷款（包括同业拆借）融资、短期投资和长期投资。一般来说，这些投资方式的收益率是不同的，由于政策因素，选择投资方式，会影响保险公司的投资收益。



因此，市场环境、政策因素的外因会引起负债组合、资产组合等的结构，从而引起企业特征发生变化，进一步影响到投资收益。

### 三、与投资相关的保险企业特征因素分析

从现代企业理论了解到，在不同的治理结构下，由于委托代理关系，企业对资金管理者的激励约束机制也不同。企业组织方式、投资决策方式、投资运用模式等企业治理结构特征，影响到管理者的行为和企业的绩效，是影响投资收益最基本、最重要的因素。

由资产负债理论得知，资产结构和负债结构资产与投资收益是相关的，由于保险业务有其特殊性，其资产方和负债方，特别是负债方的构成有别于其他企业。各种准备金成为保险企业资产负债表负债方的主要项目，其中以各种责任准备金为主。因此准备金的结构与投资也相关。

在具体的投资工具选择中，国债、企业债券、金融债、基金及股票等投资收益是不同的，采用组合投资理论进行保险资金的投资，组合的选择与比例也会影响到投资收益。

企业的大小，保险公司的业务风险直接影响到所能运用的资金，从而影响到投资决策的形成和操作过程，因此，它们也是影响投资收益的企业特征因素。

根据上述理论分析，可以选择6个保险企业特征因素来阐述企业特征与投资收益间的关系，这6个因素分别是：企业的组织形式、企业大小、杠杆作用、资产组合、负债组合及保险业务风险。企业治理中散发出的激励机制将通过这6个企业特征因素显示出来。

#### （一）组织形式

在股份和互助保险两种组织形式的保险公司中，激励机制是不同的，投资决策方式也不同。在互助保险公司和股份保险公司的剩余索取权的需求中，由于有不同契约激励冲突，所以产生的相关投资决定规则也不同。对于保险客户来说，最主要的契约问题是确保保险公司资金充足，能满足长期到期日保险偿付需求。但是，互助保险公司的所有者是各不相同的保险客户群体，这些保险客户不能轻易地有效交换自身权益，这种组织形式容易出现无驾驭问题。相对股份公司来说，互助保险公司的管理者的活动更少被监督和控制。因此，为了减轻代理问题，互助保险公司更容易引入内部规则（比如规定的偿付能力）和政策机制（比如无执行董事）来保护保单客户的利益。这样的情况容易导致互助保险公司为了满足无法预料的保户的契约债务，保留了充足的准备金，从而谨慎地汇报年投资收益。所以相对而言，股份公司的股东容易有动机地报告较高的年投资收益，以满足他们的红利预期和提高企业价值。

#### （二）企业大小

由于投资函数中的规模经济的因素，保险企业规模不断增长，投资收益的期望就越高。另外，大型保险公司也容易获得资源，如高薪聘请资金管理专家来最大化投资收益，而小型保险公司可能无法承受这样的费用。

为了最大化公司价值，保证稳定的红利收入和剩余价值索取权，大型公司的管理者在制定投资决定时，将比小公司的管理者运用更多的判断力，利用市场机会获得利益的能力也越好。而且，大型保险公司在公众面前更希望有一个突出的形象。因此规模大的保险公司的管理者，基于市场动机容易报告一个更高的投资收益，其目的是为了保持竞争优势、提高公众形象和品牌。



基于代理理论的分析指出，大型公司的管理者与小型公司同样位置的管理者相比而言，大型公司的管理者更愿意报告更高比例的收入，因为这样的动作在一定程度上能保持一个稳定的未来资本流入，从而提高他们工作的安全性。

在上述的情况下，大型保险公司希望获得高投资收益的激励和机会比小型保险公司多。Boose（1988，1993）证明了美国人寿保险公司在公司大小和投资收益之间有正的、显著的相关性。

### （三）杠杆作用

寿险公司的资本结构能够影响投资收益。举例来说，寿险公司的投资活动产生的现金流增加了储备金，从而减轻公司的金融风险。

高债务给管理者增加了产生现金流的压力，迫使他更努力工作，采用更好的投资决定。因为在一个高杠杆的寿险公司，保险客户能间接控制投资产生空闲现金流的使用（比如通过内部规则），来确保他们的长期赔付需求和红利需求得到满足。在这种情况下，管理者为了提高自身在内部和外部工作市场的发展前景，有激励动机使用空闲资金来最大化长期客户利益。

### （四）资产组合

保险公司进行资产组合，是要获得风险最小、收益最高的投资回报。许多研究表明，由于资产结构对外部因素（如利率）比较敏感等因素，使保险公司投资产生的现金流能被资产结构所影响。比如，投资无流动资金的非金融资产，短期内投资收益不高，但是在长期内能获得较稳定的投资收益。相反，大多数投机性或流动性较强的金融资产在短期内能产生高收益，但是，从长期来看，它们的收益是不确定的。在正常情况下，金融资产的交易很容易确定价值，拥有者不需要额外花费成本监督管理者，也易估计这些资产的剩余价值。相反，由于高的办理费用比如评估和律师费用，交易非金融资产相对来说比较困难。因此具有高比例非金融资产的保险公司会更紧密地控制管理者的投资活动。相对来说，拥有金融资产比例越高的保险公司，希望获得越多的投资收益。

### （五）负债组合

保险公司的投资决定也依赖于保单的特性。保险公司的基金管理者试图将负债的类型、结构和持有期与投资进行匹配，用来减少全面的商业风险。传统商业寿险公司和责任保险公司更愿意将它们的负债与资产进行匹配，如与固定利率的债券匹配，在保险周期中取得稳定的投资收益和资本增长。传统寿险公司也特别容易受到投资行为变化的影响，如利润或损失依赖于投资收益与保险债务。在另外一个方面，如果人寿保险公司进行投资连结业务，那么投资的风险和回报完全由保险客户来承担。某些投资敏感型合同如万能寿险和变额寿险，其现金价值是随着投资收益变化的，因此，投资连结保单的投资收益很明显地影响有效保单的数目，同时也影响着新业务的承保率。所以保险公司为了降低企业风险，对投资组合与负债组合要进行显著的匹配，因此投资收益与负债组合具有一定的相关性。

### （六）保险风险

进行风险业务活动的企业，净现金流的流入是不确定的。应用到寿险行业，也可以说，承保的业务量越大，风险越暴露，积累的风险就越大，越需要利用风险管理的办法，保证偿付能力的充足，这些风险管理的方法包括分保或最大化投资收益。虽然可以使用风险管理方法来控制或减少风险，但并不意味着寿险公司应当把保险产品线的风险，全部投入到他们的投资活动中。保险企业既要最大化投资收益，同时又要确



保主要投资的安全性。因为高的投资收益能使企业减轻保险业务方面带来的风险，为了提高投资收益，风险产品线越多的公司，越容易在投资的关键决策上，给管理者更多的激励和判断力。相反，风险产品线少的公司，就很少有动力去增加投资收益，也很少在投资方面给予管理者更多的灵活性。

通过对投资收益与企业特征关系相关性的研究分析，从理论层面分析了保险公司的机制特征、业务特征与其投资收益具有相关性的原因。具有较强相关性的一个重要原因是企业中的激励机制是非常有效的。由于保险公司的特征由其内部因素和外部因素所影响，从而这些内部因素和外部因素也影响到投资收益。提高保险公司的投资收益，首先要从机制特征入手，完善公司治理结构及激励机制。公司投资方面的治理结构和激励机制这些机制特征，是影响投资收益的最基本要素。另外通过业务特征的分析也指出，在企业自身机制完善的同时，要有成熟的外部市场及完善的政府政策的配合，投资理论才能够得到有效的应用。保险企业各级资金管理者，只有在企业治理结构良好，外部市场因素成熟的情况下，科学地应用资产负债及投资组合理论，才可能获得稳定和高额的投资收益。

