

监管压力、监管宽容与财险公司风险承担

赵桂芹¹, 仲赛末²

(1. 上海财经大学 金融学院, 上海 200433; 2. 中南财经政法大学 金融学院, 湖北 武汉 430073)

摘要: 即时纠正措施是资本充足率监管体系中的预防性审慎监管措施。然而, 从避免公众恐慌、稳定市场的角度考虑, 监管机构可能暂时不会对偿付能力不足的保险公司采取强制干预措施, 存在某种程度上的监管宽容。文章以我国财产保险公司 2009—2016 年的面板数据为样本, 分析财产保险市场是否存在监管宽容, 以及监管宽容对公司风险的影响。研究发现, 监管压力会让偿付能力较弱的公司被动补充资本, 但不及时, 即监管宽容部分存在; 偿付能力较弱的公司, 承保风险显著高于偿付能力充足的公司, 但总体风险和投资风险没有显著低于偿付能力充足的公司; 落入监管宽容区间的公司会比其他公司更加显著地激进承保, 并降低风险资产投资比例, 及过度依赖负债驱动型经营模式。研究结果表明, 监管宽容的存在有助于防止财产保险公司一发生问题即陷入经营困境, 有助于偿付能力监管体系的实施, 从而维护保险行业的系统稳健性, 适合我国现实国情。

关键词: 监管宽容; 偿付能力; 风险承担

中图分类号: F842.0 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2019)07-0112-13

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.2019.07.009

一、引言

有效的保险监管制度是在发现保险公司财务状况恶化、破产概率增加或偿付能力低于法定标准之际, 赋予监管机构采取即时纠正措施^①(*Prompt Corrective Action*, 简称 PCA) 的权力, 允许监管机构采取干预或接管行动(Cummins 等, 1995; Cummins 和 Sommer, 1996)。即时纠正措施是资本充足率监管体系中的预防性审慎监管措施, 可以保障监管机构及时有效地采取行动, 减少问题保险公司对金融体系带来的不利影响。Cummins 等(Cummins 等, 1995; Cummins 和 Sommer, 1996)曾先后研究了 RBC(Risk Based Capital)监管压力和财险公司风险的相关性, 认为资本充足率门槛对公司发生破产风险的预测能力不够准确, 而实施即时纠正措施可以有效降低破产风险。

我国保险偿付能力监管制度在从“偿一代”过渡到“偿二代”监管的过程中, 一直沿用“分类监管”措施, 对保险公司实行分类监管评价。分类监管允许监管机构视情况弹性决定处置方式, 是“有选择性”的监管措施, 但这可能让有问题的保险公司抱有侥幸心理, 延误处置时机, 落入“监管宽容^②”陷阱, 提高处置成本。Lai 等(2015)研究监管宽容对美国财险公司的影响发现, 监管

收稿日期: 2018-12-24

基金项目: 上海市人文社科规划一般项目(2017BJB012)

作者简介: 赵桂芹(1975-), 女, 山东青岛人, 上海财经大学金融学院副教授, 博士生导师;

仲赛末(1985-), 女, 山东济南人, 中南财经政法大学金融学院讲师。

① 即时纠正措施最早源自美国 1991 年通过的联邦存款保险公司修正法(Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act, FDICIA)。1993 年, 美国保险监督官协会(National Association of Insurance Commissioners, NAIC)制定了详细的 RBC 条例及相应的即时纠正措施。

② 监管机构降低金融监管标准, 消极处理问题保险公司, 称作监管宽容。监管宽容一般表现为两类行为: 一是监管机构发现保险公司经营出现问题, 但没有及时处理; 二是监管机构发现保险公司存在违规行为, 但没有及时采取相应措施。

宽容的存在可能会增加破产成本。研究还发现,在 RBC 监管制度下,若存在监管宽容或者延长监管宽容的时间,不仅会削弱保险公司恢复偿付能力的动力,还会造成监管干预的延迟。

监管者希望保险公司能自动纠正问题,以及为保护保单持有人利益、防范系统性风险发生(美国国际集团 AIG 在美国次贷危机中扮演的角色)的监管导向都会导致“监管宽容”的存在。保险公司是否会因监管压力主动调整经营策略,及时补充资本呢?Cheng 和 Weiss(2011)的研究发现,偿付能力不足的保险公司会通过调整承保风险和投资风险承担水平来满足偿付能力标准。与之相反, Lin 等(2014)发现,资本不足的公司会降低承保风险、增加投资风险,但不会补充资本来应对 RBC 监管。此外,资本严重不足的公司会补充资本,调整投资和承保策略,但在调整速度上,与资本非常充足的公司无显著区别。郑苏晋等(2015)的实证研究发现,寿险公司在经营过程中不会主动调整资本比例,只是被动地满足 150% 的偿付能力监管标准。

若监管机构对问题公司没有及时采取强制措施,保险保障基金的征缴又使用固定费率制,则容易引发严重的道德风险问题。Grace 等(2003)发现,若在流动性问题上对保险公司予以监管宽容,会导致保险保障基金成本上升,降低社会总体福利。台湾学者张志宏(2014)考察了缺乏强制监管干预下的台湾寿险公司,发现偿付能力不足的台湾寿险公司会在监管宽容期间增加投资风险来提高隐含选择权的价值,表现出较强的投机倾向。

国内已有文献考察了保险公司监管压力与资本风险调整之间的关系(赵桂芹和吴洪, 2013; 王丽珍, 2015; 雷鸣等, 2015),但还没有文献分析我国保险市场是否存在监管宽容以及保险公司在监管宽容期间的经营状况。在保险公司偿付能力充足率已经低于监管标准、但还未被监管部门实施强制措施时,保险公司的投资和承保业务等风险状况如何变化对于监管机构来说是非常重要的问题。

寿险公司的经营类似长期储蓄性金融机构,主要风险是市场风险;财险公司主要扮演风险承担者的角色,以提供短期的保障业务为主,主要风险是承保风险。鉴于产、寿险公司在经营模式、风险度量和偿付能力计算方式上的差异,且财险公司的风险度量方式相对明确,本文选择财险公司作为研究对象,不对寿险公司进行讨论。为此,本文以 2009—2016 年我国财险公司为样本,考察我国财险市场是否存在监管宽容现象,若监管压力和监管宽容并存,财险公司是否会及时补充资本,以及监管宽容对财险公司的风险承担行为的影响。本文结论有利于进一步完善我国“偿二代”监管框架,完善监管机构对偿付能力不足公司的监管措施,有助于促进保险业健康稳定发展。

本文结构安排如下:第二部分为监管压力、监管宽容和风险承担的研究假设;第三部分建立模型和定义变量;第四部分验证研究假设是否成立,并根据实证结果进行解释;第五部分为结论和建议,对全文进行总结并提出相关政策建议。

二、研究假设

实践中,监管宽容现象并不少见。因为监管者也是人,他们可能迫于政策导向、利益集团的压力、自身利益,或者因保险公司“大而不能倒”以及担心投保人信心丧失引起行业声誉危机等,从而对问题公司不采取监管干预措施或者拖延处理时机,毕竟处理破产公司或者重组公司需要承担很大责任。比如,20 世纪 80 年代美国遭遇的储贷协会危机,大约有一半的储蓄贷款公司破产,但监管机构迫于政治压力,没有立即关闭资本充足率低于标准的储蓄贷款机构,反而实施监管宽容策略,通过使用不规范的监管会计核算准则,降低了对资本金的要求。在我国的偿付能力监管规定中,对于偿付能力不足类公司,监管机构可以采取“责令增加资本金或者限制向股东分

红、限制增设分支机构、限制业务范围、责令停止开展新业务、限制资金运用渠道等等”一项或者多项干预措施，“有选择性”地实施监管措施，这给了监管机构灵活处理的权限，但也可能陷入“监管宽容陷阱”，导致处置成本提高。为此，我们提出研究假设 H_1 ：我国财产保险业存在监管宽容现象。

对于偿付能力充足率不达标的保险公司，我国监管机构普遍采取“适时监管干预”而非“即时强制纠正”。因此，偿付能力充足率小于监管临界值时的财险公司是否会受监管压力的影响而主动及时补充资本，一直是颇具争议的议题。如张士杰和蔡政宪(2009)所指出，由于股东和债权人之间的代理成本问题，在保险公司发生财务危机时，股东有强烈动机采取“拒绝增资”或者“拖延增资”的策略，寄希望于通过承保业务获得持续的现金流入以维持公司运营，置债权人(主要是保单持有人)利益于不顾，即追求利润最大化的公司股东可能会损害作为公司债权人的保单持有人的利益(Lee等, 1997)。基于此，我们提出研究假设 H_2 ：即使存在监管压力，但在监管宽容存在的情况下，财产保险公司不会及时主动地补充资本。

监管机构对保险公司实施偿付能力监管，对其提出明确的资本要求和纠正措施，将对保险公司的风险行为产生一定影响。监管越严格，公司的风险行为越会受到限制。但当保险公司进入监管宽容区间时，其是否会主动调整投资和承保业务以降低风险呢？根据 Cummins(1988)提出的道德风险假说，采用固定费率的保险保障基金会导致保险公司产生道德风险，因为有保险保障基金的保护，公司不会主动地降低经营风险，甚至会主动提高风险承担水平来获取更大的收益。在保险公司出现困境时，保险公司相信监管机构为避免公众恐慌情绪，不会任由保险公司破产，也会导致保险公司的道德风险行为增加。

此外，保单持有人是保险公司的主要债权人，由于股东和债权人之间的代理冲突，股东有强烈诱因增加资产风险而牺牲保单持有人的利益，使股东权益价值最大化，此即为“资产替换道德风险”假说。根据前景理论(*Prospective Theory*)，投资人在获利时属于风险规避者，在面临损失时却可能变为风险偏好者，此反射效应也适用于公司，即保险公司在面临监管压力时，反而可能会主动提高风险承担水平。Harrington 和 Danzon(1994)认为，当保险公司财务状况恶化时，公司有诱因增加风险，使破产的选择权价值增加。Browne等(1995)和 Shim(2010)也认为，资本相对不足的保险公司可能会采用高风险的经营策略。Ren 和 Schmit(2009)发现，在竞争性市场中，低特许权价值的保险公司在资产替换道德风险因素的驱动下，会倾向采取赌博策略经营业务。即将失去偿付能力的公司甚至会采取一些冒险行为，包括在破产前销售定价不足的保单以获得现金流(Cummins等, 1993)。

以上这些研究表明，监管宽容会助长公司采取更加冒险的经营策略。如果允许已达破产标准的公司继续经营，公司通常会选择高风险的经营策略，因为公司本身已经资不抵债，即使经营失败，大不了也只是破产；如果运气好，其高风险业务得到丰厚的回报，还能摆脱资不抵债的困境。受制于我国监管机构对保险资金投资的严格限制，特别是财险公司主要依靠承保业务带动公司经营，我们提出研究假设 H_3 ：落入监管宽容区间的财产保险公司，总体风险、承保风险和投资风险的风险承担均明显高于其他公司。

三、模型与估计方法

(一) 计量模型

首先，我们分析偿付能力不足与偿付能力充足的财险公司的增资情况，以观察是否有拖延增资的情况发生，以此作为判断是否存在监管宽容(研究假设 H_1)的初步证据。然后，我们利用 *Logistic* 回归模型分析上一年偿付能力不足的公司是否更易于在下一年增资，如式(1)所示：

$$\frac{p}{1-p} = \exp(\alpha_0 + \alpha_1 Type_{it-1} + \alpha_2' X_{it}) \quad (1)$$

其中, $p = P(Y_{it} | Type_{it-1}, X_{it})$, Y 是虚拟变量, $Y = 1$ 表示补充资本, $Y = 0$ 表示没有补充资本; p 表示公司补充资本的概率, $Type_{it-1}$ 为公司 i 在 $t-1$ 年时的偿付能力类型, X_{it} 为控制变量所构成的向量, 模型拟合采用极大似然估计法。按照研究假设 H_2 , 偿付能力不足的公司监管压力和监管宽容并存的情况下, 不会有显著的资本补充倾向。

其次, 我们按公司偿付能力进行分类, 考虑公司偿付能力类型对下一年风险承担(包含投资风险和承保风险)的影响, 计量模型如式(2)所示。

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Type_{it-1} + \beta_2' X_{it} + u_{it} \quad (2)$$

其中, $Risk_{it}$ 为公司 i 在第 t 年的风险, u_{it} 为误差项。Cheng 和 Weiss(2011)指出, 当财险公司的偿付能力充足率不能满足监管标准时, 会主动调整投资和承保业务回到正常区间, 以避免监管成本。因此, 我们将公司偿付能力类型与公司是否及时补充资本相结合, 考察公司处于监管宽容区间时, 经营风险是否会因处于监管宽容区间而发生变化, 计量模型如式(3)所示。

$$Risk_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Level_{it-1} + \gamma_2' X_{it} + v_{it} \quad (3)$$

其中, $Risk_{it}$ 为公司 i 在第 t 年的风险或者风险变化, $Level_{it-1}$ 为公司 i 在 $t-1$ 年时是否处于监管宽容区间^①的虚拟变量, X_{it} 为控制变量所构成的向量, v_{it} 为误差项, 其他变量定义如上。按照研究假设 H_3 , 陷入监管宽容区间的公司会比其他公司的投机倾向更为显著, 表现为总风险、承保风险和投资风险的风险承担水平更高。

(二) 变量设定

本文旨在研究我国财产保险业是否存在监管宽容以及监管宽容期间保险公司的经营策略, 特别是投资和承保上的风险承担行为。主要研究变量设定如下:

1. 风险承担(Risk)

综合参考 Lai 等(2015)和 Zou 等(2010)等文献对风险承担的定义以及数据的可获得性, 首先, 我们定义公司总体风险为经营的波动性, 用资产报酬率(ROA)和所有者报酬率(ROE)的三年滚动标准差来表示。其次, 我们从投资和承保两个角度来定义公司风险承担水平。(1)投资风险, 本文借鉴 Harrington 和 Danzon (1994)、Zou 等(2012)的定义, 选取保险公司公开财务报表中的交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产和投资性房地产之和与投资资产之比表征高风险资产所占比重, 该指标越高, 投资风险越高。其中, 投资资产包括定期存款、协议存款、政府债券、金融债券、企业债券、资产证券化产品、信托资产、基础设施投资、权益投资、投资性房地产、衍生金融资产和其他投资资产。(2)承保风险, 我们借鉴 Yu 等(2008)的方法, 用综合成本率(Combined Ratio)及其三年滚动标准差来衡量公司的承保风险, 综合成本率=赔付率+费用率。其中, 赔付率=(赔付支出+分保赔付支出+再保后未决赔款准备金提取额-摊回分保赔款)/已赚保费; 费用率=(业务及管理费+佣金及手续费+营业税及附加+分保费用-摊回分保费用)/保费收入。

2. 偿付能力类型(Type)

2016 年以前, 我国监管机构根据保险公司偿付能力状况将保险公司分为不足类公司(偿付能力低于 100% 的保险公司)、充足 I 类公司(指偿付能力充足率在 100% 到 150% 之间的保险公司)、充足 II 类公司(偿付能力充足率高于 150% 的保险公司), 充足 I 类公司和充足 II 类公司存在

^① 综合考虑偿付能力监管规定和样本特征, 我们使用偿付能力充足率 150% 作为偿付能力充足的门槛值。当公司上一年偿付能力不足又未能在来年及时补充资本时, 即落入监管宽容区间。

重大偿付能力风险的,监管机构可以要求其进行整改或者采取必要的监管措施。为适应我们的研究目的,首先根据官方偿付能力类型定义两个虚拟变量 $Type1$ 和 $Type2$,若当年公司偿付能力高于 100%,则 $Type1=1$,否则为 0;若当年公司偿付能力高于 150%,则 $Type2=1$,否则为 0。

类似地,考虑到我国各家保险公司偿付能力充足率差异很大,我们还根据门槛值 160%^①和当年行业偿付能力中位数分别定义了偿付能力类型虚拟变量 $Type3$ 和 $Type4$,以及根据当年行业偿付能力 25%分位数和 75%分位数的门槛值定义了三分类变量 $Type5$ 。

3. 监管宽容区间(Level)

2009—2015年期间,我国保险业总体处于“偿一代”监管体系下,基于此,本文将监管宽容区间变量定义为虚拟变量,若公司上一年年末偿付能力充足率已经不足 150%,但在来年又没有及时补充资本,该变量取值为 1,否则为 0。类似地,可以针对偿付能力充足率门槛值 160% 定义监管宽容区间。

4. 其他控制变量

控制变量包括:(1)公司规模,文中选取总资产的自然对数来表示公司的规模。根据规模经济与范围经济理论,资产规模是决定公司风险行为的重要因素。规模越大,公司风险分散能力越强,越易于融资,越有能力承担更高的风险水平。(2)杠杆率(*leverage*),用总负债与总资产的比值度量。杠杆率越高,公司破产风险越大,越不易融资。在风险补贴假说下,这类公司有更大的动机从事高风险行为。(3)股权性质,众多文献认为,公司治理结构影响了资本结构与风险承担行为,理念上的不同也会导致融资能力和融资意愿上的差别(Lee等,1997)。我们用虚拟变量来表示公司类型,有外资背景的保险公司用 0 表示,其他为 1。(4)公司年龄,即公司成立时间与样本年份之间的差值,一般情况下,公司成立时间越久,经营越稳健,风险管理水平越高。(5)保费增长率,保费增长越快,公司承保风险越大,从而对投资水平提出了更高的挑战,公司需要承担更大的投资风险来获取较高的投资收益。(6)业务集中度,我们借鉴 Cummins 等(2003)的定义,用各财产险公司险种保费收入占总保费收入百分比的平方和来度量。业务集中度越高,公司经营的产品越单一,风险分散的能力越小,风险承担水平越低。(7)再保比例,用分出保费与总保费收入的比例来衡量再保比例。再保险不仅是保险公司分散风险的一种重要方式,还可以作为资本的替代方案,常被保险公司用来管理其偿付能力,因此会对公司的风险承担水平产生影响。(8)制度变更虚拟变量,由于我国从 2016 年正式实行新的“偿二代”监管制度体系,这种变化可能影响公司在 2016 年的资本补充意愿和风险承担水平,我们加入该虚拟变量,分析其对公司融资倾向和风险承担的影响。若是 2016 年的样本,则该变量取值为 1,否则为 0。

(三)数据来源与描述性统计

本文研究对象为 2009—2016 年我国财险公司,数据主要来源于《中国保险年鉴》,偿付能力充足率和资本补充情况来自各保险公司公布的年度报告。^②部分公司由于并购重组或集团化原因影响了基础数据,为保证一致性,我们选取其合并后母公司的财务数据。我们的样本公司包含了中资、外资以及大、中、小型保险公司,可以较为全面地分析整个财险业的状况。除了公司性

^① 在研究中我们发现,很多公司的偿付能力充足率在 160% 附近,逼近 150% 偿付能力充足二类的门槛值。公司因监管压力可能存在偿付能力主动管理行为,比如在年末时,通过买入或者出售资产,运用财务会计手段对最低资本和实际资本进行部分调整,以达到监管要求。雷鸣等(2015)发现,受监管压力的影响,偿付能力充足率低于 163% 的公司会降低风险但不显著。因此,我们同时以 160% 作为门槛值设定偿付能力类型变量进行稳健性检验。

^② 考虑到公司成立之初各项财务指标不具有代表性,为保证研究结果的稳健性,我们的样本仅包含了自公司成立起三年以后的数据。

质、公司经营时间、险种集中度、再保比例和偿付能力充足率外,其他变量都在 5% 和 95% 处进行了缩尾处理。各个变量的描述性统计情况如表 1 所示,其中偿付能力数据来自财险公司 2009—2015 年的统计。

表 1 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
ROA 三年标准差	354	0.069	0.017	0.112	0.000	0.419
ROE 三年标准差	354	0.224	0.051	0.395	0.001	1.532
综合成本率	354	1.935	0.884	2.612	0.599	10.954
综合成本率三年标准差	353	1.292	0.139	3.095	0.017	12.766
投资风险	355	0.248	0.254	0.197	0.000	0.611
公司规模	355	8.337	8.075	1.528	5.982	11.787
杠杆率	355	0.648	0.677	0.166	0.018	0.963
是否中资公司	355	0.642	1.000	0.480	0.000	1.000
公司经营时间	355	10.789	9.000	9.086	3.000	67.000
保费增长率	354	0.251	0.157	0.384	-0.089	2.201
险种集中度	355	0.532	0.555	0.208	0.156	1.000
再保比例	355	0.212	0.129	0.213	0.016	0.722
偿付能力(%)	352	93 384.5	338.7	1 709 084.4	-346	32 065 014

从表 1 可以发现,样本财险公司各项关键变量差异较大。以 ROA 三年滚动标准差为例,均值是中位数的 4 倍,最大值与最小值差异巨大。投资风险(高风险资产比例)的均值和中位数分别是 0.248 和 0.254,最高达到了 0.611。承保风险(综合成本率)均值和中位数则分别为 1.935 和 0.884。再保比例在 21% 左右,其中三星财险的再保比例一直维持在 70% 左右的水平。偿付能力充足率中位数为 338.7%,最小值为-346%,来自 2011 年的中华联合财险公司;最大值为 32 065 014%,来自 2010 年的中煤财产保险。很多公司在各年度间偿付能力变动剧烈,仍以中煤财产保险为例,该公司在 2011 年偿付能力充足率大幅下降,仅为 256%,主要是由于分入业务和原保险业务迅速增长导致了最低资本大幅增加。

四、实证结果分析

(一)我国财险市场存在部分监管宽容现象

在偿付能力不足时,公司能否及时补充资本^①是反映公司在应对监管压力时的融资意愿和融资能力的指标之一。若公司在偿付能力不足时拖延增资,则可判断保险市场上可能存在监管宽容。

如表 2 所示,2009—2016 年间,通过补充资本提高偿付能力充足率的公司一共有 91 次,占总样本数的 25.63%;在这些增资公司中,因为偿付能力充足率小于 100% 而在下一年增资的只有 4 次,仅占偿付能力不足公司的 36.36%,偿付能力充足率小于 150% 而在下一年增资的公司 12 次,占偿付能力不足公司的 44.44%,占增资公司(次)数的 13.19%;偿付能力充足率小于行业中位数时下一年增资的公司有 70 次,占增资公司(次)数的 76.92%。这表明,我国财险市场上存在部分监管宽容现象,财险公司应对偿付能力风险的态度并不积极。

^① 根据我们的统计,国内财险公司主要采用发行股票和发行债务性资本工具两种方式补充资本。

表2 财险公司补充资本情况(2009—2016年)

偿付能力类型分类标准	是否充足	未补充公司数	补充公司数
上年偿付能力充足率是否低于100%	不足	7	4
	充足	257	87
上年偿付能力充足率是否低于150%	不足	15	12
	充足	249	79
上年偿付能力充足率是否低于160%	不足	21	20
	充足	243	71
上期偿付能力充足率是否低于当年行业中位数	不足	130	70
	充足	134	21

同时,我们统计了2009—2015年间偿付能力充足率低于160%的公司,共计41家(次),如表3所示。显然,多数财险公司从发生偿付能力风险到补充资本需要2—3年左右的时间,个别公司由于迟迟无法补充资本而陷入经营困境。

表3 偿付能力充足率较低公司资本补充情况统计

公司年份	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	合计
偿付能力充足率低于160%	8	13	11	2	5	0	2	41
下年补充资本	2	7	10	0	3	0	1	23 ^①
两年后补充资本	3	10	1	0	0	0	—	14

(二)监管宽容的存在导致偿付能力不足的财险公司被动补充资本,但不及时

我们继续通过实证分析偿付能力类型与增资之间的关系来判断公司补充资本的倾向,若能够从实证上发现偿付能力低的公司增资倾向不明显,则可进一步确定市场上确实存在监管宽容。我们发现,财险公司上一年偿付能力越低,越可能在下一年进行增资;上一年偿付能力越高,越不太可能在下一年增资,这一结论在偿付能力类型按照Type3、Type4、Type5进行设定时都是一致的,对偿付能力类型按照Type1、Type2设定时虽然为负,但并不显著。这从另一个角度证实了,处于偿付能力充足II类以下的保险公司无法保证在下一年必然增资,监管宽容部分存在。

表4 财险公司补充资本的倾向

模型偿付能力类型变量	(1) Type1	(2) Type2	(3) Type3	(4) Type4	(5) Type5
上期偿付能力类型	-0.0717 (0.7201)	-0.68 (0.4495)	-1.0748*** (0.3852)	-1.0862*** (0.3632)	-1.1944*** (0.2674)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
R方	0.0824	0.0881	0.1021	0.1066	0.1374
样本数	354	354	354	354	354
卡方值	27.69	29.63	34.39	34.18	43.61

注:***、**、*分别表示参数估计在1%、5%、10%的显著性水平下是显著的,()内为经异方差调整后的标准差值;由于篇幅原因,本文未报告控制变量的回归结果,如有需要可向作者索取,下同。

当公司偿付能力类型为Type1和Type2时,保险公司会收到监管机构责令其补充资本的监管函,且监管措施自公司收文之日起执行。欧盟Solvency II监管框架中也明确规定,偿付能力不

①表2是对补充公司的家数进行统计,表3是对补充资本的次数进行统计,有些公司会在一个会计年度内以股东增资和发行资本补充债等方式多次补充资本,以期尽快满足偿付能力监管规定。

足的保险公司必须在 3 个月内提出资本补充的方案, 6 个月内完成补充资本程序, 否则会收回保险牌照。鉴于此, 保险公司有必要在不超过 6 个月的时间内完成资本补充程序。本文的实证结果表明, 偿付能力不足的公司在一个会计年度内尽管有增资意向, 但并不显著, 监管机构也没有真的采取强制监管措施, 表明监管宽容部分存在。此外, 规模越大, 增资倾向越显著增强, 2016 年偿付能力监管体系的变化并没有对产险公司的增资倾向产生显著影响, 这些结果符合国内产险业现状。

实际上, 大部分公司都是在偿付能力充足率远远低于标准时才被迫采取补充资本的方式摆脱经营困境。举例来说, 某大型财产保险公司 A 自 2008 年开始出现偿付能力不足的状况, 到 2011 年偿付能力充足率仍只有 -346%, 直至 2012 年成功增资 130 亿才达到 167% 的正常水平; 另有一家小型财险公司 B 在 2009-2011 年的偿付能力充足率分别为 -74%、-61% 和 -44%, 2012 年通过增资 7 亿元才达到 161.7%。这两家公司不但没能有效防范偿付能力风险发生, 而且在财务状况恶化时, 被经营环境限制, 未找到最优解决方案, 自救时间漫长, 连续几个会计年度都处在监管宽容区间。

(三) 财险公司落入监管宽容区间后的风险承担行为

1. 财险公司偿付能力充足率越高, 经营风险越低

我们首先考察上一年偿付能力类型 (Type2) 对下一年公司风险承担的影响,^①如表 5 所示。总体上, 财险公司上期偿付能力与风险之间存在负向关系, 偿付能力越高, 公司风险越低。特别是当公司偿付能力满足充足 II 类标准时, 相对于不满足此类标准的保险公司来说, 公司承保风险降低, 这种关系非常显著。

表 5 上一年偿付能力类型 (Type2) 对公司风险的影响

因变量	总体风险		承保风险		投资风险
	ROA 三年标准差	ROE 三年标准差	综合成本率标准差	综合成本率	风险资产占比
上期偿付能力	-0.0127(0.0175)	-0.1355*(0.0815)	-1.043**(0.5219)	-0.6889*(0.3987)	-0.0149(0.035)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
R 方	0.313	0.2565	0.2532	0.4536	0.3996
调整 R 方	0.295	0.2371	0.2336	0.4392	0.3839
观测值	354	354	353	353	354

2. 财险公司落入监管宽容区间后, 其承保风险显著高于其他公司

我们将已发生风险但未补充资本的财险公司之后一年的经营区间认定为监管宽容区间, 考虑其在此区间是否会主动调整风险承担行为, 以使其与资本水平相匹配。

根据偿付能力监管规定, 本文先选取 150% 作为监管宽容的门槛值。如果产险公司上年偿付能力充足率小于 150%, 又未能在来年及时增资, 就认为该公司进入监管宽容区间。实证结果如表 6 所示。可以看出, 在承保风险为因变量的模型中, 监管宽容区间的估计系数显著为正, 说明保险公司一旦进入监管宽容区间, 其承保风险显著上升。我们认为这一结果具有合理性。^②保

① 当偿付能力类型用 Type3 来表征时, 实证结论保持一致。

② 根据监管机构的规定, 保险公司一旦偿付能力不足, 监管部门应立即对其采取“限制开展新业务”、“限制开设新的分支机构甚至接管”等强制监管措施。但是, 我们的研究表明, 财险公司即使真的落入了监管宽容区间(上年发生偿付能力风险, 来年仍未完成资本补充计划), 其承保风险仍然在显著增加, 说明公司依旧在扩大承保规模和承保高风险业务(重量不重质)。该结论和国外研究一致, 即保险公司的所有者(股东)与债权人(保单所有人)之间存在严重的信息不对称, 公司经营管理者即使资本严重不足, 面临巨大的监管压力, 也不会从内部整顿承保业务, 降低承保风险。换句话说, 公司主动调整经营策略和风险承担水平的动力不足, 只是被动等待外部增资。

险公司偿付能力低于 150%,且未能迅速补充资本,原因可能在于:第一,保险公司利用监管宽容,故意拖延增资,期望利用监管机构的宽容态度获取资本成本的节约;第二,保险公司在融资能力上存在缺陷,无法尽快完成融资。无论哪种原因,偿付能力不足的保险公司均会试图继续扩大承保规模获得充足的现金流,以维持正常经营和获得潜在投资者的青睐。

表 6 监管宽容对公司风险的影响

因变量	总体风险		承保风险		投资风险
	ROA 三年标准差	ROE 三年标准差	综合成本率标准差	综合成本率	风险资产占比
监管宽容区间	-0.0001(0.0225)	0.117(0.1305)	1.5843** (0.7656)	1.1649** (0.5843)	0.0082(0.0409)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
R 方	0.3122	0.2524	0.2561	0.4568	0.3993
调整 R 方	0.2942	0.2329	0.2366	0.4426	0.3836
观测值	354	354	353	353	354

为分析不同门槛值下监管宽容变量的设定对实证结果的影响,我们选取 160% 作为监管宽容的门槛值,即如果产险公司上年偿付能力充足率小于 160%,又未能在当年及时增资,就认为该公司进入监管宽容区间。实证结果如表 7 所示,研究结论与表 6 基本保持一致。

表 7 监管宽容对公司风险的影响-稳健性检验

因变量	总体风险		承保风险		投资风险
	ROA 三年标准差	ROE 三年标准差	综合成本率标准差	综合成本率	风险资产占比
监管宽容区间	-0.0087(0.0173)	0.0454(0.0968)	1.0315* (0.5362)	0.6945* (0.3954)	-0.0004(0.0377)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
R 方	0.3125	0.2497	0.2517	0.4528	0.3992
调整 R 方	0.2945	0.2301	0.232	0.4384	0.3835
观测值	354	354	353	353	354

综合表 6 和表 7 可以发现:公司规模越大越有助于降低总体风险,相比中小公司,大公司的资本更充足,可以更好地将总体经营波动控制在合理范围内;而杠杆率越高说明负债占资产比例越高,即公司在负债端承保了更多的业务,因而承保风险的增加更为显著;中资公司的投资风险显著高于外资公司。随着 2016 年“偿二代”制度的正式实施,各财险公司的总体风险显著下降,投资风险却在显著上升。这是由于“偿二代”监管规定中对风险因子实行差别设定,权益类资产的风险因子较低,部分保险公司在 2016 年大规模增持蓝筹股提高权益类投资比例,以提高偿付能力,实证结果既和前人研究结果一致,也符合行业发展现状。

3. 财险公司进入监管宽容区间后更加激进地承保业务,依赖负债驱动型经营模式

最后,我们分析财险公司进入监管宽容区间后在承保和投资上的风险承担水平变化,实证结果如表 8 所示。可以发现,公司落入监管宽容区间后,其综合成本率和赔付率增速显著高于未进入监管宽容区间的公司,与研究假设 H_3 部分一致,风险投资比例增速显著低于未进入监管宽容区间的公司。

将表 6 和表 7 的结论相结合可以断定,在进入监管宽容区间后,财险公司的承保策略有显著变化,倾向于通过更激进的承保来获得业务经营所需的现金流。与此同时,财险公司落入监管宽容区间后,投资策略也有所变化,降低了高风险资产投资比例。这表明,问题公司过度依赖负债

驱动型经营模式,无法有效利用投资端业务拉动承保端业务,以改善现有偿付能力不足的困境。不同于寿险公司,财产险公司经营的多为短期业务,无法依靠资金优势在资本市场获得长期投资收益。一旦发生偿付能力不足,财险公司除了被动地等待公司股东补充资本,只能降低风险资产投资的比例,继续扩大承保业务,依靠新业务的现金流勉强维持,防止流动性风险的爆发。监管部门考虑到投保人的利益,不会在公司陷入经营困境时,立即要求其停止承保新业务,而是在资本补充的时间上给予宽限,希望财险公司内部尽快就增资计划达成一致并落实。但是,监管部门应当关注保险公司股东和保单持有人之间存在的信息不对称问题,特别是对偿付能力不足的公司进行重点关注,限制其对高风险业务的承保,重视公司风险控制流程。综合表6、表7和表8的实证结果,我们认为:

第一,2009—2016年间,中、小型财险公司为争夺市场占有率,容易发生偿付能力风险,但在偿付能力状况恶化后,缺乏有效应对策略,很难做到及时补充资本。实际上,除了增资和注资外,保险公司还有其他的补充资本渠道。2004年,原中国保监会允许保险公司发行次级债补充资本;2013年,原中国保监会允许公开上市保险公司发行次级可转换债券进行融资;2014年,原中国保监会在《保险公司资本补充管理办法》公开征求意见中明确列出普通股、优先股、资本公积、留存收益、债务性资本工具、应急资本、保单责任证券化产品以及非传统保险八种保险机构补充资本的方法。但是,该《办法》对保险人发行资本补充债券和次级债的条件进行了严格限制,中小型保险公司通常难以满足,已经陷入财务困境的保险公司更是无法满足,这就要求保险公司改变经营模式,有效改善资本管理方式,防范偿付能力风险的发生。

第二,我国财险公司大多在连续两年或两年以上达不到偿付能力充足Ⅱ类的标准时才会补充资本,证明当前财险业确实存在监管宽容现象。根据我们的统计,两类公司最容易陷入监管宽容区间:一是新开业公司和中、小型公司在全国范围内扩张分支机构、扩大业务规模,造成偿付能力充足率急剧下降;二是一些财险公司由于险种结构和经营地域等原因,陷入长期经营困境却又无力改变现状,偿付能力风险不断积聚,投资人和管理人之间始终无法达成一致,使资本补充时间被动延迟。

第三,当前监管制度下,财险公司在进入监管宽容区间时,确实会减少高风险资产比例,降低投资风险,符合监管机构要求公司限制资金运用的规定,但保险公司的承保风险也会显著增加,不符合资本要与风险相匹配的偿付能力监管要求。表6、表7和表8的实证结果充分说明,保险公司会迫于监管压力调整风险投资比例,因此监管机构对财险公司的偿付能力监管是部分有效的。

表8 监管宽容对公司风险承担变化的影响

因变量	承保风险变化		投资风险变化	
	赔付率变化	费用率变化	综合成本率变化	风险资产比例变化
监管宽容区间	0.2328 ^{**} (0.0939)	-0.0682(0.0946)	0.1826 [*] (0.0956)	-0.1758 [*] (0.1005)
控制变量	控制	控制	控制	控制
R方	0.2327	0.1346	0.2033	0.0481
调整R方	0.2124	0.112	0.1822	0.0142
观测值	350	354	351	262

综合以上分析结果,我们认为,财产保险行业虽然存在部分监管宽容,但在现实情况下,这有利于维护行业稳定发展。偿付能力不足的公司虽然维持一贯的承保策略,承保风险较高,但是风险投资比例下降,且降速明显。这说明,现有监管约束对偿付能力较弱的公司起到了部分威慑作用,

监管宽容的存在可以防止公司一出现经营问题就爆发危机。一方面,即使监管机构发现保险公司上一年度偿付能力充足率已经低于监管标准,也没有立即限制其承保业务规模和高风险资产投资,不会出现导致财务状况急剧恶化的流动性风险。而且,为避免公众恐慌,监管机构很少对不足类公司实行进驻、接管或其他强制措施,对偿付能力不足类和充足 I 类公司普遍采取适时监管干预的措施,监管宽容的存在导致了偿付能力不足的保险公司对监管存有侥幸心理。另一方面,尽管偿付能力不足类和充足 I 类保险公司经营管理水平不高,在发生偿付能力风险后,只是被动等待增资或注资,没有积极调整经营模式,没有尝试从公司自身经营方面寻求解决方法,但是,监管宽容可以起到缓冲作用,给予保险公司充分的时间补充资本,恢复正常经营。当然,如果保险公司连续几年处于监管宽容区间则不利于保险市场健康发展,不利于保护保单持有人合法权益,因此,监管机构应加强对事前和事中偿付能力监管力度,防止保险公司落入监管宽容区间。

五、结论和建议

本文在资本和风险相关关系的基础上对前人研究进行了拓展,着重考虑偿付能力较弱继而进入监管宽容区间的财险公司的经营风险与其他公司有何区别。我们发现:(1)偿付能力不足的公司会受监管压力的影响补充资本,但不及时,在财险市场上,监管宽容部分存在。(2)偿付能力较弱公司的承保风险显著高于偿付能力充足的公司,但总体风险和投资风险不显著低于偿付能力充足的公司。(3)公司一旦落入监管宽容区间,会比其他公司更加显著地降低投资风险,降速明显,说明偿付能力监管是部分有效的,但同时,承保风险增速显著高于未进入监管宽容区间的公司。基于此,我们提出如下建议:

(一)按照财险公司类型,将偿付能力充足标准加以细分

我国财险公司个体差异较大,有全国性公司,也有地域性公司;有综合性保险公司,也有专业责任保险公司。公司经营时间、资产规模以及资本属性都会影响偿付能力充足水平,因此监管机构应该将偿付能力充足率标准按照公司类型进行细分,对新开业公司和中小资产规模公司的偿付能力标准采取差异化处理。

(二)降低保险公司补充资本门槛,放宽融资渠道

现有的《保险公司资本补充管理办法》虽然列有八种不同的融资渠道,但门槛较高,对财务状况已经恶化、资产规模较小以及非上市公司不太适用,真正需要补充资本的保险公司只能依赖被动增资和注资方式,无法及时有效地缓解偿付能力不足的经营困境,因此监管机构需要研究降低公司资本补充门槛、拓宽公司融资渠道的可行性及配套政策。

(三)将原则监管与规则监管相结合,提高监管的科学性和执行力

一方面,当保险公司出现偿付能力不足的情况时,监管机构应深入分析其发生问题的根源,采取即时干预措施,震慑违规保险公司;另一方面,应加强事前、事中监管,让保险公司感受到偿付能力监管的约束效力,树立资本约束的经营理念,提前采取措施改善偿付能力状况,防止重大偿付能力危机发生。

保险监管的核心是保护保单持有人的利益,而保单持有人的核心利益是责任保障和到期给付。如果保险公司偿付能力不足,那么保单持有人的核心权益就无法维护,保险监管的核心目标也就无法实现。因此,只有真正落实“加大监管力度,严格执行监管职责”,偿付能力监管才能发挥效用,保险业才能长远发展。2017年10月,监管机构在《保险公司偿付能力管理规定(征求意见稿)》中提出:对核心偿付能力充足率不足60%、综合偿付能力充足率不足120%的保险公司“重点观察”。这是落实“偿二代”监管框架后首次明确“适时监管干预”的标准。同时,意见稿还

完善了公司破产、接管和金融控股集团偿付能力监管的内容,这也是我们今后研究的重点方向。至于保险公司在何种偿付能力标准下可以最优化资本与风险的相关关系,最大化资产负债管理效率等问题,有待我们今后的检验。

主要参考文献:

- [1]雷鸣,苗吉宁,叶五一. 监管压力对寿险公司风险承担的门限效应研究[J]. 保险研究, 2015, (8): 54-66.
- [2]王丽珍. 监管压力、资本调整与风险承担——基于寿险业联立门限回归模型的研究[J]. 经济管理, 2015, (10): 106-116.
- [3]张士杰,蔡政宪. 从学术理论到监理事务[M]. 台北: 财团法人保险事业发展中心, 2009.
- [4]张志宏. 检视保险公司在无立即纠正措施下投机主义之研究[J]. 风险管理学报, 2014, (1): 41-58.
- [5]赵桂芹,吴洪. 我国财产保险公司资本与风险关系研究-兼论偿付能力监管制度的影响[J]. 保险研究, 2013, (11): 32-42.
- [6]郑苏晋,王丽珍,林媛真. 主动资本调整还是被动监管约束?——寿险公司实际资本与最低资本影响因素的研究[J]. 管理评论, 2015, (9): 59-68.
- [7]Cheng J, Weiss M A. The regulatory effect of risk-based capital in property-liability insurance[R]. NFI Working Papers 2011-WP-20, 2011.
- [8]Cummins J D. Risk - based premiums for insurance guaranty funds[J]. *The Journal of Finance*, 1988, 43(4): 823-839.
- [9]Cummins J D, Harrington S, Niehaus G. An economic overview of risk-based capital requirements for the property-liability insurance industry[J]. *Journal of Insurance Regulation*, 1993, 11(4): 427-447.
- [10]Cummins J D, Harrington S E, Klein R. Insolvency experience, risk-based capital, and prompt corrective action in property-liability insurance[J]. *Journal of Banking & Finance*, 1995, 19(3-4): 511-527.
- [11]Cummins J D, Sommer D W. Capital and risk in property-liability insurance markets[J]. *Journal of Banking & Finance*, 1996, 20(6): 1069-1092.
- [12]Grace M F, Klein R W, Phillips R D. Insurance company failures: Why do they cost so much?[R]. Georgia State University Center for Risk Management and Insurance Research Working Paper No. 03-1, 2003.
- [13]Harrington S E, Danzon P M. Price cutting in liability insurance markets[J]. *The Journal of Business*, 1994, 67(4): 511-538.
- [14]Lai Y H, Lin W C, Wen M M, et al. Regulatory forbearance and the failure cost for U. S. property and liability insurers[J]. *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, 2015, 40(1): 66-88.
- [15]Lee S J, Mayers D, Smith C W Jr. Guaranty funds and risk-taking evidence from the insurance industry[J]. *Journal of Financial Economics*, 1997, 44(1): 3-24.
- [16]Lin W C, Lai Y H, Powers M R. The relationship between regulatory pressure and insurer risk taking[J]. *Journal of Risk and Insurance*, 2014, 81(2): 271-301.
- [17]Mankai S, Belgacem A. Interactions between risk taking, capital, and reinsurance for property-liability insurance firms[J]. *Journal of Risk and Insurance*, 2016, 83(4): 1007-1043.
- [18]Ren Y Y, Schmit J. Franchise value, competition and insurer risk taking[R]. SSRN Electronic Journal, 2009.
- [19]Shim J. Capital-based regulation, portfolio risk and capital determination: Empirical evidence from the US property-liability insurers[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2010, 34(10): 2450-2461.
- [20]Yu T, Lin B X, Oppenheimer H R, et al. Intangible assets and firm asset risk taking: An analysis of property and liability insurance firms[J]. *Risk Management and Insurance Review*, 2008, 11(1): 157-178.

[21]Zou H, Wen M M, Yang C C, et al. Underwriting and investment risks in the property-liability insurance industry: Evidence prior to the 9-11 event[J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2012, 38(1): 25–46.

Regulatory Pressure, Regulatory Forbearance and the Risk-Taking of Nonlife Insurers

Zhao Guiqin¹, Zhong Saimo²

(1. School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;

2. School of Finance, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Summary: An effective insurance supervision system is to exert the supervisory authority to take prompt corrective actions when the financial situation of insurers is deteriorating, the probability of bankruptcy is increasing, or the solvency is below the statutory standard. Prompt Corrective Action plays a defensive role in the Risk-Based Capital System, which ensures the regulatory agencies take timely and effective action to reduce the adverse impact of troubled insurers on the financial system. However, regulatory forbearance is not uncommon in practice. For example, when insurers do not satisfy the solvency requirement, in order to avoid public panic, the regulatory agencies may not promptly punish them. Regulatory forbearance allows a distressed financial institution to continue to operate rather than liquidation immediately. Classified regulation in China's insurance regulation system allows regulators to flexibly decide the disposal method. Since the "selective" regulatory measure may give problematic insurers a chance to speculate and delay the disposal time, the regulators may fall into the "regulatory forbearance" trap and the disposal cost is expanded.

In this paper, using the panel data of China's property insurance companies from 2009 to 2016, we test whether regulatory forbearance exists in China's nonlife insurance market, and what effects it may have on insurers' risk-taking. We find that the insurers whose solvency is below the statutory standard will replenish capital under the regulatory pressure, but it is not prompt, so there is partial regulatory forbearance in the market. Insurers with insolvency have significantly higher underwriting risk than those with sufficient solvency, but the overall risk and investment risk are not significantly lower than those with sufficient solvency; Insurers falling into the regulatory forbearance zone will underwrite more actively, reduce risky investment significantly, and rely on the debt-driven business model more excessively. In addition, the paper summarizes the insurers whose solvency is lower than the regulatory standard in the period of 2009-2016, and finds that most of them fail to find the best capital replenishment solution when their financial situation deteriorates further. The self-rescuing time is long, and the insurers are in the insolvency state for several consecutive accounting years. Most insurers are forced to replenish capital when their solvency is far below the standard.

The conclusions have important policy implications. Specially, the regulatory forbearance in China's non-life insurance market is helpful for the execution of CROSS (China Risk-Oriented Solvency System) and the stability of the insurance industry, as it prevents the nonlife insurers who lack capital from falling into crisis, while more stringent regulation may make insurers more fragile, especially in poor operating environment.

Key words: regulatory forbearance; solvency; risk-taking

(责任编辑 石头)