

国外保险公司治理研究：主题、逻辑与展望

张扬¹，郝臣^{1,2}，李慧聪¹

(1 南开大学中国公司治理研究院 天津 300071；2 南开大学商学院 天津 300071)

摘要：保险公司治理不是公司治理理论的简单应用，而是公司治理与保险行业特殊性的有机结合。本文从不同组织形式保险公司治理的比较、股东治理、董事会治理、高管治理、监管与非监管团体的监督作用以及治理与绩效关系等方面系统梳理了国外保险公司治理的相关研究成果，提出保险公司治理的研究逻辑，即保险公司经营的特殊性是保险公司治理研究的逻辑起点，经营特殊性决定了治理目标特殊性，进而治理结构与机制上与一般公司也不相同，而合理控制风险承担是保险公司治理目标特殊性的重要体现，也是保险公司治理的核心，并对未来的研究方向做了展望。

关键词：保险公司；公司治理；风险承担；治理逻辑；文献综述

中图分类号： F **文献标识码：** A

一、问题的提出

2008 年的华尔街金融危机，使金融机构的公司治理问题受到前所未有的广泛关注。在这次危机中，例如美国国际集团（AIG），作为美国最大的保险公司和金融机构的典型代表，由于评级下调，遭到大批客户挤兑。在 AIG 出现危机后，政府给予了救助，使其最终得以脱离困境。而政府救助行为的初衷是对其数量极其庞大的利益相关者即投保人权益的保护。后金融危机时期，大家都在反思这场金融危机灾难是各金融机构正常经营所无法避免的金融风险，还是其他方面出现了问题？OECD、世界银行、国际公司治理网络、国际注册会计师协会和各国监管部门等组织毫无例外的将这次危机归因为金融机构公司治理风险的累积。

因此，需要从理论上探讨保险公司治理的科学规律。郝臣、李慧聪和罗胜（2011）主要从研究主题和研究对象等方面对国内保险公司治理研究进行了综述，发现近十年的国内研究主要集中于保险公司治理的概念、模式以及国际比较等方面，有限的研究文献的思路或是将一般公司治理的研究成果直接运用于保险公司治理，或是借鉴国外保险公司治理的经验并结合我国的现状提出政策建议；同时指出，国外对保险公司治理的相关研究已经开展了近三十年，但只是从起步、发展和深入三个阶段来对相关文献进行了概括式综述。在国外，自 Spiller（1972）对比研究了股份制和互助制两种保险公司优势，开启了国外保险公司治理的研究以来，目前除 Boubakri（2011）之外，还没有学者对国外保险公司治理研究进行详细的综述。Boubakri 从论述一般公司治理机制入手，较全面地介绍了保险公司治理的一些研究，但是并没有对保险公司治理的研究内容进行系统的归类，也没有对保险公司的研究脉络做过梳理。本文基于近年来发表在 *Journal of Insurance and Risk* 等权威期刊的保险公司治理的研究成果，探索保险公司治理特殊性和保险公司治理逻辑等基础问题，以为后续保险公司治理深入研究提供基础。

二、保险公司经营和治理特殊性分析

自从公司制组织形式出现以来便有了公司治理问题，在理论上比较详细探讨这一问题的是 1932 年伯利和米恩斯的著作《现代公司和私有财产》，但直到 1975 年，威廉姆森才给出治理结构（governance structure）的定义。学术界对于公司治理比较经典的定义是 Shleifer

和 Vishny (1997) 提出的, 即保证公司资金的提供者能够取得其投资回报的方式。John 和 Senbet (1998) 基于利益相关者的视角, 提出公司治理是利益相关者为保护其自身利益对公司内部人和管理者施加的控制机制。无论哪种观点, 都是基于公司这一基本经济组织形态而提出的, 因此采用公司这一形式的经济组织都应适用以上两个经典定义。

保险公司是以公司的形式经营保险业务的经济主体, 它必然具有公司的一般特征, 其治理特征应该适用一般公司治理的相应观点, 即一般的内外部治理机制在保险公司中也发挥治理的基础性作用。然而, 保险公司是经营保险业务的公司, 保险业这一特殊的行业背景使得其具有不同于一般公司的特点, 保险公司经营的特殊性主要体现在以下几个方面: 首先, 保险产品具有风险分散功能, 保险公司依靠其风险管理能力经营保险产品, 使得其债权人广为分散。其次, 保险公司的资产负债率高, 采用高杠杆经营, 使得保险公司的经营风险凸显。再次, 保险产品往往具有长期性, 保险责任的履行更依赖于保险公司的长期稳健经营, 同时, 伴随保险公司经营过程中沉淀资金而生的投资业务加剧了保险公司经营业绩的波动, 这两点使得保险公司的偿付能力成为各利益相关者关注的焦点。最后, 保险产品具有很强的专业性、信息不对称程度高, 使得其经营中的问题可以长期潜伏, 加剧了保险公司的治理风险。

正是保险公司经营的特殊性对于其公司治理提出了相应的特殊要求, 因而决定了保险公司治理的特殊性。经典的公司治理理论主要关注于分散股权条件下, 所有权和经营权分离所产生的所有者和管理者间的委托代理问题, 以及控股股东同中小股东间的委托代理问题, 这些问题在保险公司治理中同样存在着。由于保险公司经营的特殊性导致的债权治理缺失使得债权人与股东利益冲突凸显, 债权人利益难以得到维护, 保险公司经营中的承保风险、杠杆风险、投资风险更加剧了这一冲突, 因而, 维护债权人权益就成为保险公司治理的重要目标, 同时保险公司作为典型的金融机构, 其经营失败引发的风险负外部性直接造成巨大的社会成本问题, 保险监管机构作为债权人以及政府的代理人参与到保险公司治理中来, 尤其强调维持保险公司的偿付能力, 都是这一治理目标的体现。保险公司治理相较于一般公司更加强对债权人利益的保护。

保险公司治理是一般公司治理与保险行业的有机结合, 其研究内容既要探讨一般公司治理研究所关注的治理结构、治理机制在保险行业的作用, 还要探讨基于保险行业自身特殊性的治理机制。保险公司治理的研究须同时兼顾好经典的公司治理问题和具有其自身特殊性的治理问题, 要探索出一条解决其自身一般和特殊治理问题的路径。同时, 由于保险行业经营的特殊性, 使得一些在一般公司治理研究中难以观察和解决的问题得以突显, 相关研究能够丰富和拓展一般公司治理理论研究的结论。所以保险公司治理研究不仅可以解决保险公司治理特殊性问题, 还可以将它作为一般公司治理理论研究的优良样本。

三、国外保险公司治理研究主题

一般公司治理的研究内容主要是围绕委托代理问题 (Jensen 和 Meckling, 1976) 展开, 研究的内部治理包括股权结构、董事会有效性、高管薪酬和股权激励、大股东、债权和分红政策; 外部治理包括产品和要素市场竞争、控制权市场、信息披露、法律环境、投资者保护和经理人市场竞争等。尽管保险公司治理的研究是以保险行业的经营为背景而具有特殊性, 但是其治理也不失一般性, 因此从总体上我们还是可以将保险公司治理的研究内容按照内部治理、外部治理以及治理绩效将它们划分开来加以分析。

(一) 保险公司内部治理研究

(1) 不同组织形式保险公司治理的比较研究

国外保险公司的组织形式多样, 对不同组织形式保险公司治理的比较研究数量众多, 成

为保险公司治理的一大特色。国外保险机构的组织形式除股份制公司（stock insurance company）外，还有互助制公司（mutual insurance company）和劳合社（Lloyd's）形式。其中，互助制与股份制公司广泛存在。互助制保险公司是指公司的所有权由投保人共同拥有的公司组织形式，将股东与投保人统一起来，有效控制了股东和投保人间利益冲突，但是由于缺乏积极股东的作用，对管理者的监督不足；而股份制保险公司的所有权归属于股东，与投保人形成两个独立的利益主体，因受到多重治理机制如股东监督、股权激励、并购等的作用，在解决所有者和管理者间的委托代理问题上具有优势，但加剧了经理人追求股权价值而导致公司偿付能力不足进而损害投保人利益的风险（Hansmann, 1985; Mayers 和 Smith, 1981; 1988, 1994 等）。不同组织形式的保险公司，由于风险承担主体不同也表现出不同的特征，Cummins et al.（2007）提出由于风险是由所有投资者分担的，因此股份制保险公司会投身于具有更高风险的业务（risky insurance activities）。Lai 和 Lee（2012）的研究表明，与股份制保险公司的风险由所有者分担不同，互助制保险公司的风险由投保人承担，从而公司的总体风险较低。

国外大量的文献试图解释互助制和股份制保险公司共存的原因，最有代表性的就是经理人自由裁量权假说（Mayers 和 Smith, 1981; 1988; 1994），他们认为公司应选择经营其所有权结构在控制代理成本方面具有比较优势的保险产品业务条线。如在风险损失波动较大，在保费定价、承保、理赔、准备金政策面临更大不确定性的保险业务上，需要管理者具有更大的自由裁量权，股份制保险公司具有比较优势。而在个性化定价需求较低的保险业务上，互助制保险公司具有比较优势。不同保险产品所需要的经理人自由裁量权的数量或程度，是决定市场组织结构的主要因素。

不同组织形式保险公司治理的差异还为研究内外部治理机制间的关系提供了新的样本。O'Sullivan 和 Diacon（1999）以英国保险公司为样本，分析了互助制和股份制两种形式的保险公司在不同外部治理机制条件下，是否具有不同的内部治理机制，通过董事会结构和领导力、薪酬设计、审计委员会，公司同外部审计部门的关系等方面的差别，证明了内部治理和外部治理机制间的替代关系。总的来说，无论保险公司选择何种组织形式，都应针对其自身的治理特点，适用不同的治理系统（He 和 Sommer, 2011）。

不同组织形式的保险公司在治理上各有比较优势，在保险公司经营过程中会出现组织形式上的调整，20 世纪 80 年代以来，保险行业出现了由互助型保险公司向股份制保险公司转变的（demutualization）潮流，有一部分文献研究了保险公司组织形式转变的动因。例如 McNamara 和 Rhee（1992）使用进行了股份制转型的人寿保险公司的数据，从产品、财务和管理几个方面福利变量的变化，证实了这一转变是出于提升效率（efficiency hypothesis），而非管理者侵占（expropriation hypothesis）。Carson et al.（1998）以人寿保险公司为样本，实证表明互助制保险公司股份制转变的原因，除提升盈利外，还能够降低互助制保险公司的治理成本。

总体上看，国外保险公司以互助制和股份制为主体普遍存在。两种组织形式都是同保险行业的经营特点相适应的，研究主要围绕股东、管理者和投保人之间的多重代理关系、管理者的自由裁量权、风险承担主体等主题展开，不同的组织形式各自衍生出了一套适合自身产品特点和组织模式的治理模式，使得不同组织形式治理比较研究成为国外保险公司治理研究的重要问题之一。

（2）保险公司股东治理研究

已有的保险公司股东治理问题研究涉及两方面的内容。一是研究保险公司不同股权结构的治理结果，这部分研究将股权结构作为自变量；另外是研究保险公司股权结构形成的影响因素，将股权结构作为因变量。

在保险公司股权结构的治理结果研究方面，由于国外保险公司的股权结构构成多样，按照所有权和控制权分离程度由大到小，可以做出如下排序：互助制公司、由互助制控股的股份公司、分散持股公司、存在控股股东的股份公司、管理层控股的股份公司，这就为研究股权结构提供了很好的研究样本。Smith 和 Stutzer（1990）指出保险公司的不同股权结构是与保险公司经营业务的风险是有关联的。He 和 Sommer（2010）使用美国财险公司的数据，实证研究了所有权和控制权分离对董事会结构的影响，认为代理成本随着两权分离度的提高而加剧，通过引入更大比例的外部董事可以加大对两权分离的控制。Cole et al.（2011）使用财产保险公司的所有权数据发现，不同所有权结构下公司的风险承担（risk taking）各不相同，同时也验证了激励错配假说（incentive misalignment hypothesis）和次优多元化假说（suboptimal diversification hypothesis）的作用。对于机构投资者的作用，以 Cheng et al.（2011）为代表的研究发现，作为大股东，机构投资者能够降低市场、投资和承销风险；背后的原因可能是机构投资者要降低公司的资本成本、迎合其他股东和监管者以及其自身持有风险规避的态度。

在对保险公司股权结构形成的影响因素的研究中，Mayers 和 Smith（1994）以股份制保险公司为研究对象，实证证明了不同所有权结构的保险公司的产品线（business line）存在显著的差异。研究发现，显著影响了所有权结构的是与产品相联系的管理者的自由裁量权（managerial discretion），而非监管和税收差别等其他因素。

保险公司股东治理的研究，突破了以往一般公司治理研究中过分关注于公司股权结构到其治理结果的单一路径的思路限制，以管理者自由裁量权为特色的解释股权结构影响因素的有关研究，从相反的影响路径丰富了一般公司治理理论。

（3）保险公司董事会治理研究

董事会是最重要的内部治理机制，保险公司治理的研究也同样的对于董事会治理有效性给予了相应的关注。与董事会有关的保险公司治理研究主要围绕董事会结构、规模与独立性，董事长与 CEO 是否两职分离等问题展开。Diacon 和 O'Sullivan（1995）较为系统地研究了董事会治理机制对英国保险公司绩效的影响。发现，董事会专业委员会设置与任命具有较大影响力的董事长能够限制高管薪酬，进而对公司盈利具有正面影响。Wang, Jeng 和 Peng（2007）运用台湾保险公司的数据同时研究了保险公司董事会规模、董事长与 CEO 是否两职分离、内外部董事的比例三个治理要素的经济影响，发现外部董事的存在对公司的经营效率具有显著正面影响，而董事会规模及董事长与 CEO 两职合一对于保险公司的经营效率则具有显著负面影响。Lai 和 Lin（2008）的研究表明，董事会规模的增大会降低总体资产和股权的风险，但也会增加系统性风险。Brick 和 Chidambaran（2008）的研究表明董事会独立性与以股票回报波动性为指标的公司风险负相关。Mayers 和 Smith（2010）验证了董事会结构同按业绩支付薪酬机制之间的联系，认为外部董事较多的公司，按业绩支付薪酬和资产回报率之间存在显著的正相关关系。Lai 和 Lee（2011）证实了董事会规模同所有类型的风险均正相关，独立董事比例降低也会导致投资风险和总风险的加剧。

从与董事会有关的具体研究内容来看，保险公司董事会治理的特殊性并不明显，其主要研究变量的选取与一般公司治理研究类似。然而，保险公司董事会治理是以风险控制为导向的，其治理有效性的衡量多选取保险公司的各类风险承担水平，这是与保险公司治理的目标——维持保险公司的偿付能力，保护投保人利益相一致的。这一总体目标导向的不同，就成为保险公司董事会治理的特殊性所在。

（4）保险公司高管治理研究

高管薪酬一直是公司治理研究关注的主要领域之一。保险公司治理中的高管薪酬研究的

主要问题包括高管薪酬水平、结构、影响因素，高管薪酬的治理效果，以及两职设置等。

Mayers 和 Smith(1992)基于委托代理问题下的激励协调问题，通过对人身保险公司 CEO 薪酬的研究，证实股份制保险公司经理人的薪酬高于互助型保险公司经理人的薪酬，且不同组织形式下保险公司分支机构经理人获得的整体薪酬水平较高。Grace (2004) 围绕 CEO 薪酬结构和薪酬水平影响因素进行了较全面的实证分析，发现公司规模和风险越大，使用激励薪酬越多；而在监管和 CEO 持股下的公司，激励薪酬使用较少；而且公司治理结构、CEO 持股与监管关注都不足以防止 CEO 的过度薪酬。

在高管薪酬对治理结果的影响方面，Barrese et al. (2007) 考察了保险公司股权结构、高管持股比率和托宾 Q 之间的关系，实证结果没有支持激励相容和堑壕效应假设，认为两种激励随着持股比例的变化而呈现 U 型关系。此外还有研究基于薪酬激励计划的设计，围绕高管与盈余管理行为展开。Browne et al. (2009) 研究了管理者持有的股权激励的价值对股价波动的敏感性同保险公司准备金差错 (reserve error) 的关系，发现基于股权的高管激励同股价敏感性越高的公司，会存在更高的准备金提取不足差错，和更低的准备金提取过量差错。Eckles 和 Halek (2010) 研究了保险公司管理者在不同薪酬激励下，通过操纵损失准备金 (manipulate loss reserves) 最大化其报酬的动机。与以往将损失准备金提取差值局限于规避税收和监管方面的研究不同，Eckles et al. (2011) 以准备金估计差错 (reserve estimation error) 作为管理者盈余操纵的衡量变量，研究了管理层薪酬激励与治理对盈余操纵的影响。

除了高管薪酬问题外，还有部分文献对两职设置和高管自由裁量权等问题进行了研究。Boubakri et al. (2008) 的研究证实，保险公司 CEO 两职兼任对股东而言成本过高，且会加剧委托代理冲突，加大公司的风险，而这同 Bebchuk 和 Weisbach (2009) 以一般公司为研究样本所证实的 CEO 为了稳定工作而倾向于保守的结论是相反的。Miller (2011) 围绕管理者自由裁量权理论，将原局限于股权结构的有关研究拓展到其他公司治理机制上，认为在同等条件下，通过各种治理机制能够更严格控制代理成本的公司，可以经营需要更大高管自由裁量权的业务条线。

从保险行业的高管薪酬研究来看，保险公司作为金融行业的重要代表，其高管薪酬也受到了普遍的关注。华尔街金融危机后，对金融机构高管薪酬过高的指责，使得重新定位高管薪酬水平成为研究的一个主要问题。薪酬水平、薪酬计划的细节设计、薪酬监管和薪酬激励扭曲引致的盈余操纵行为等，丰富了一般公司治理理论。

(二) 保险公司外部治理研究

与一般公司治理关注的控制权市场、经理人市场和产品市场竞争等外部治理机制不同，由于保险行业的具有很强的风险负外部性，保险监管的存在使得保险行业的市场竞争、控制权市场等机制，虽然依旧发挥作用但有所减弱，而且由于保险行业的经营特点，其外部治理机制中保险监管的作用以及再保险集团和保险代理人的作用成为其研究的独特之处。

(1) 来自外部行业监管部门的监督作用

由于存在经营特殊性，保险行业的外部监管是一个非常重要的外部治理机制。国际范围内，监管内容除了市场行为和偿付能力之外，近几年公司治理已成为保险监管的三大支柱之一。Skipper 和 Klein (2000) 以国际保险业为背景，从促进市场竞争进而有利于促进资源配置和消费者选择与福利的视角，提出了清晰的保险业的监管原则。Grace 和 Klein (2008) 论述了保险监管和改革的基本原理。Harrington (2009) 通过分析 AIG 在 2008 年金融危机中的角色和保险监管，对系统性风险和系统性风险监管是否要针对保险或其他非银行金融机

构进行了探讨，提出了推行可选择或强制的联邦保险监管的未来趋势。

（2）再保险集团和保险代理人的监督作用

保险行业中存在着再保险集团（reinsurers）和保险代理人（insurance agents），他们作为非监管机构具有重要的监督功能。再保险集团不仅提供保险公司分散风险的机制，还往往出于避免自身财务困境和减少过度税收的激励对保险公司的行为进行监督（Doherty 和 Smetters, 2005; Cole 和 McCullough, 2006），这就拓展了公司治理发生作用的渠道。此外，保险代理人作为第三方，提供了保险公司产品的中介销售渠道，保单购买人可以通过保险代理人提供的信息，甄别比较不同保险公司的产品，因此保险代理人也能够起到对保险公司的监督作用（Regan, 1997）。

（三）保险公司治理绩效研究

公司治理绩效的有关研究，主要包括两个层面：财务绩效和治理评价。一般公司治理研究往往关注于某一治理机制对公司价值或财务绩效的影响，选取的指标为托宾 Q 或 ROA 等，或是关注于公司治理总体评价与股票收益之间的关系。

在保险公司治理研究中，目前并没有开展治理评价研究，可能的原因是其治理的目标较一般公司治理更为复杂，对其进行治理评价难度较大。保险公司治理对于财务绩效的研究较少，而很大一部分的文献都采用各种类型的风险作为绩效衡量标准，如 Boubakri et al. (2008)、Cole et al. (2011)、Lai 和 Lee (2012) 以公司总体风险为因变量分别研究了 CEO 两职兼任、股权结构、公司组织形式的影响，Brick 和 Chidambaran (2008) 以股票汇报波动性为指标研究了董事会独立性的作用，Lai 和 Lee (2011)、Cheng et al. (2011) 以市场风险、投资风险和承销风险等为因变量研究了董事会、机构投资者的治理作用。此外，还有研究采用经营效率作为绩效指标，例如，Huang et al. (2011) 的研究发现公司治理同公司效率（技术效率、成本效率）之间存在显著的关系。

保险公司治理研究关注于风险承担水平和经营效率而不同于财务绩效是有其特殊意义的。由于保险产品长周期、高风险和不透明的特点，如果公司治理的目标是单纯的绩效，那么其产品背后的风险是很容易在短期内被粉饰的，而基于传统财务绩效的评价会进一步扭曲公司行为，危害广大利益相关者利益。

四、国外保险公司治理研究逻辑

从以上的研究主题中不难看出，保险公司治理研究的内容与一般公司治理相比既有共性，又具有其特殊性。作为公司治理理论与保险行业的结合，保险公司治理一方面要依赖于一般公司治理机制作用的发挥，这就体现在股权、董事会等治理机制的作用上；另一方面，保险公司因其经营的特殊性，其治理目标、治理机制、治理结果又必然体现出具有特殊性的一面，体现在对债权人利益保护的重视、再保险集团的监督作用、以风险承担水平衡量治理绩效等研究内容上。本文试图通过对保险公司治理研究文献的分析，从整体上对保险公司治理的研究思路进行梳理，提出保险公司治理研究的逻辑。总体来讲，就是保险公司经营的特殊性决定了其治理的特殊性，本文基于这一观点构建了涵盖保险公司治理逻辑起点、治理目标特殊性、治理结构与机制特殊性等在内的保险公司治理研究逻辑脉络，见图 1。

保险公司治理的逻辑起点是保险公司经营的特殊性，即合约长期性、产品专业性、资本结构高负债比例和债权高度分散等，其经营特殊性决定了其治理的特殊性。一般公司治理研究的核心问题是所有者和管理者间的代理成本最小化，以上这些特点使得保险公司中投保人（债权人）的利益保护成为其治理要解决的重要问题，进而保险公司治理的核心问题就成为包含所有者、管理者、债权人三者的总代理成本最小化。这就决定了保险公司治理的目标与

一般公司不同，特别要突出利益相关者中广大投保人的利益保护。在一般公司，采用利益相关者治理的视角可能还受到一定程度质疑；但在保险公司中，投保人作为保险公司的债权人，其利益保护受到特别的重视，采用利益相关者治理观来研究有关治理问题，其必要性和重要性则是显而易见的。不同组织形式保险公司治理的有关研究，就是基于解决这三方利益冲突的不同方式而展开的。

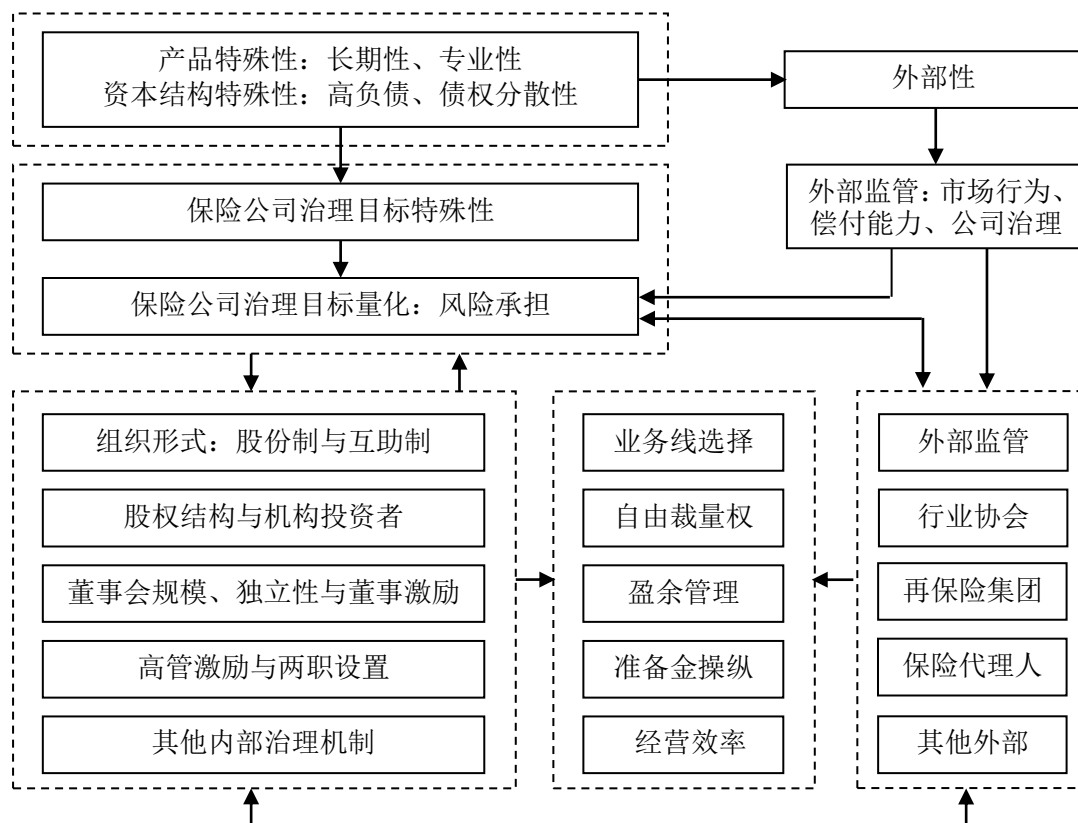


图1 保险公司治理研究逻辑

保险公司治理特殊性主要体现在其治理目标的量化上。由于保险公司产品特殊性和资本结构特殊性，其经营过程中的风险较大，治理风险容易累积，这都不利于对投保人权益的保护这一治理目标的实现。而正是基于这一点，有效控制保险公司风险承担成为保险公司治理目标特殊性的具体体现，因此，保险公司治理的绩效指标较少选择具有短期性特征的业绩指标，而是更多的选择能直接反应其偿付能力的包括承保风险（underwriting risk）、杠杆风险（leverage risk）、投资风险（investment risk）、信用风险（credit risk）以及总风险（total risk）等风险承担水平的指标。

对治理机制的研究，保险公司治理已经从治理层面深入到具体的经营层面上。从内部治理来看，保险公司治理的研究内容主要围绕着股东与股权结构、董事与董事会、高管激励、两职设置等，从表面上看，他们同一般的公司治理研究并无差异，然而从本文列举的具体研究来看，保险公司治理的研究不仅仅是以风险承担水平为最终治理结果来探讨治理机制的有效性，其研究已深入到公司内部，立足于保险公司的具体经营而展开的，例如保险业务条线选择、业务所需的管理者自由裁量权、盈余管理、准备金操纵等有关的研究。从外部治理来看，保险公司治理的研究也是立足于其行业特点，研究该行业特有的外部治理机制，如外部监管、再保险公司监督、保险代理人监督等有关的研究。总之，与一般公司治理研究相比，保险公司治理无论是内部还是外部治理的研究都是与公司经营特殊性紧密相连。

保险公司经营所具有的外部性对保险监管提出了要求。保险公司的投保人（债权人）具有广为分散的特征，其治理成本和治理收益具有极大的不对称性，债权治理难以发挥作用，同时保险公司经营的特殊性使其整体的经营风险不断积聚，一旦经营失败，社会成本巨大，这就需要监管部门作为重要的外部治理机制发挥积极作用。目前，保险行业的监管已经从原有的偿付能力监管、市场行为监管逐步拓展到

公司治理监管上来，成为保险公司外部治理中不可忽视的机制。

五、未来研究展望

金融机构治理的兴起赋予了公司治理新的内涵并对保险公司治理提出了更高的要求（李维安和曹廷求，2005）。通过对国外保险公司治理有关文献的系统梳理，本文提出了保险公司治理的研究逻辑。总体来看，目前国外已有研究紧紧围绕保险公司治理的本质，从保险行业自身经营的特殊性出发，以保险公司的风险承担为核心，开展了一系列的公司内外部治理研究。随着保险公司治理研究的不断深入和保险公司治理研究逻辑脉络的清晰化，未来的研究需要进一步深化和加强，具体来说包括以下几个方面。

第一，保险公司经营和治理特殊性的基础理论问题。保险公司经营的特殊性要求保险公司治理要兼顾股东、管理者和债权人之间的多重代理问题。然而，对经营特殊性的讨论还有待于进一步拓展，比如保险公司的客户众多社会责任问题较大，保险公司投资领域以及融资渠道逐步扩展引入了更多的治理主体，作为典型的金融机构其经营难以摆脱系统性金融风险，都是保险公司治理理论需要解决的新问题。

第二，保险公司风险承担的量化研究。保险公司治理的研究采用多种风险承担指标，如承保风险，杠杆风险，投资风险等，指标自身有效性有待于进一步提升，单一风险同总体风险间的关系还不清楚。此外，现有保险公司风险承担的有关研究似乎割裂了财务绩效和风险承担的关系，能否将风险承担融入财务绩效的度量，最终实现采用单一指标对治理做出评价有待于深入研究。

第三，保险公司治理影响风险承担传导机制研究。目前，保险公司治理的研究主要集中在股权配置、董事会结构、高管薪酬激励设计和机构投资者治理对各种类型的风险承担的影响方面，从已有的研究结论看，有些研究得出的结论并不统一，如股权结构对风险承担的影响，还需要进一步从更细微的角度对治理机制的传导途径进行深入分析。在一般公司中，公司治理与绩效或风险的中介效应与调节效应等方面的研究比较深入，而对保险公司治理与风险承担之间的类似问题研究较少，值得进一步检验。

第四，内外部治理治理关系，特别是内部治理和外部监管关系。一些研究探讨了治理机制之间的关系，如董事会结构与股权结构的替代关系，董事会监督对高管薪酬的限制作用等等，但基于内外部治理关系的视角，针对外部监管与内部治理机制关系的研究还很少。基于保护投保人利益，协调公司治理各利益主体，控制行业总体风险的视角，外部监管必须同保险公司内部治理发挥协同作用，即将原有公司治理问题普遍关注于所有者和管理者间的经典委托代理问题，拓展为关注所有者、高管、债权人、监管机构等主体之间的内外部治理机制关系的研究。现有的研究成果均以保险业监管作为外生变量，而没有将保险公司治理与外部监管纳入到统一的研究框架下，缺乏公司治理与外部监管关系的直接讨论，而这对于完善保险业内外部治理，落实保险业监管的三支柱模型具有特别的实践意义。

第五，一般公司治理问题的再检验。以保险公司作为研究样本，能够进一步丰富和完善一般公司治理理论问题。比较有代表性的就是基于自由裁量权问题研究，不同产品业务条线具有不同的特征，需要不同程度的管理者自由裁量权，这丰富了公司股东与高管之间委托代理关系的研究内容和内涵，使得对这一理论问题的探讨更加深入。对于一般公司治理问题研究中遇到的尚没有达成一致意见或者较难深入的问题，可以利用保险公司进行研究。保险公司产品同时具有同质性和风险的差异性，这相对于一般公司治理研究使用同行业或跨行业样本数据而言，具有独特的优势，是拓展一般公司治理研究的优良样本。

第六，我国保险公司治理问题研究。目前，我国保险公司治理研究始终停留在起步阶段，需要解决的理论和现实问题还有很多。保险公司治理研究是应用性研究，研究结论依赖于外部制度、经济环境，国外研究已解决的理论问题，在我国特殊的情境下是否具有相同的研究结论还须进一步验证。如有关治理要素的相互关系、治理变量与风险承担的传导路径等等，都是值得关注的问题。同时，处于转型过程中的我国，其保险行业自身的公司治理问题就具有特别的研究意义，如我国保险公司组织结构中的党组织、国有控股股东等问题的研究。

此外，对一些治理机制的有效性的探讨也相对缺乏。有些研究结论依赖于研究对象本身的社会学或行为等其他因素，例如针对高管风险偏好、行为动机、薪酬激励研究的有关假定，这些因素都会随着外部制度、经济社会环境的变化而有所调整甚至改变，这就要求未来的研究要适当融入对法律、社会等外部环境的关注。

参考文献

- [1] 郝 臣,李慧聪,罗胜. 保险公司治理研究:进展、框架与展望[J]. 保险研究, 2011(11):119-127.
- [2] 李维安,曹廷求. 保险公司治理:理论模式与我国的改革[J]. 保险研究, 2005(4):4-8.
- [3] BARRESE J, et al. Ownership concentration and governance in the US insurance industry [J]. Journal of Insurance issues, 2007, 30(1): 1-30.
- [4] BOUBAKRI N. Corporate governance and issues from the insurance industry [J]. Journal of Risk and Insurance, 2011. 78(3): 501-518.
- [5] BROWNE M J, et al. Stock-Based executive compensation and reserve errors in the property and casualty insurance industry [J]. Journal of Insurance Regulations, 2009, 27(4): 35-55.
- [6] CARSON J M, et al. Changes in ownership structure: theory and evidence from life insurer demutualizations [J]. Journal of Insurance issues, 1998, 21(1):1-22.
- [7] CHENG J E, et al. Institutional ownership stability and risk taking: evidence from the life-health insurance industry [J]. Journal of Risk and Insurance, 2011, 78(3):609-641.
- [8] COLE C R, et al. Separation of ownership and management: implications for risk-taking behavior [J]. Risk Management and Insurance Review, 2011, 14(1): 49-71.
- [9] COLE C R, MCCULLOUGH K A. A reexamination of the corporate demand for reinsurance [J]. Journal of Risk and Insurance, 2006(1), 73:169-192.
- [10] DIACON S R, O'SULLIVAN N. Does corporate governance influence performance? Some evidence from UK insurance companies [J]. International Review of Law and Economics, 1995, 15(4): 405-424.
- [11] DOHERTY N, SMETTERS K. Moral hazard in reinsurance markets [J]. Journal of Risk and Insurance, 2005, 72(3):375-391.
- [12] ECKLES D L, HALEK M. Insurer reserve error and executive compensation [J]. Journal of Risk and Insurance, 2010, 77(2): 329-346.
- [13] ECKLES D L, et al. Earnings smoothing, executive compensation, and corporate governance: evidence from the property-liability insurance industry [J]. Journal of Risk and Insurance, 2011, 78(3): 761-790.
- [14] GRACE E. Contracting incentives and compensation for property- liability insurer executives [J]. Journal of Risk and Insurance, 2004, 71(2): 285-307.
- [15] HANSMANN H. The organization of insurance companies: mutual versus stock [J]. Journal of Law, Economics and Organization, 1985, 1(1): 125-153.
- [16] HARRINGTON S E. The financial crisis, systemic risk, and the future of insurance regulation [J]. Journal of Risk and Insurance, 2009, 76(4): 785-819.
- [17] HE E, SOMMER D W. CEO turnover and ownership structure: evidence from the U.S. property-liability insurance industry [J]. Journal of Risk and Insurance, 2011, 78(3): 673-701.
- [18] HE E, SOMMER D W. Separation of ownership and control: implications for board composition [J]. Journal of Risk and Insurance, 2010, 77(2): 265-295.
- [19] HUANG L, et al. Corporate governance and efficiency: evidence from U.S. Property-liability insurance industry [J]. Journal of Risk and Insurance, 2011, 78(3): 519-550.

- [20] MAYERS D, SMITH JR C W. Contractual provisions, organizational structure, and conflict control in insurance markets [J]. *Journal of Business*, 1981, 54(3): 407-434.
- [21] MAYERS D, SMITH JR C W. Ownership structure across lines of property casualty insurance [J]. *Journal of Law and Economics*, 1988, 31(2): 351-378.
- [22] MAYERS D, SMITH JR C W. Executive compensation in the life insurance industry [J]. *Journal of Business*, 1992, 65(1): 51-74.
- [23] MAYERS D, SMITH JR C W. Managerial discretion, regulation, and stock insurer ownership structure [J]. *Journal of Risk and Insurance*, 1994, 61(4): 638-655.
- [24] MAYERS D, SMITH JR C W. Compensation and board structure: evidence from the insurance industry [J]. *Journal of Risk and Insurance*, 2010, 77(2): 297-327.
- [25] MCNAMARA M J, RHEE S G. Ownership structure and performance: the demutualization of life insurers [J]. *Journal of Risk and Insurance*, 1992, 59(2): 221-238.
- [26] MILLER S M. Managerial discretion and corporate governance in publicly traded firms: evidence from the property-liability insurance industry [J]. *Journal of Risk and Insurance*, 2011, 78(3): 731-760.
- [27] REGAN L. Vertical integration in the property/liability insurance industry: a transaction cost approach [J]. *Journal of Risk and Insurance*, 1997, 64(1):41-62.
- [28] SKIPPER JR H D, KLEIN R W. Insurance regulation in the public interest: The path towards solvent, competitive markets [J]. *Geneva Papers on Risk and Insurance- Issues and Practice*, 2000, 25(4): 482-504.
- [29] SMITH B D, STUTZER M. Adverse selection, aggregate uncertainty, and the role for mutual insurance contracts [J]. *Journal of Business*, 1990, 63(4):493-511.
- [30] O'SULLIVAN N, DIACON S. Internal and external governance mechanisms: evidence from the UK insurance industry [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 1999, 7(4): 363-373.

Research on Corporate Governance of foreign insurers: Theme, Logic and Future Research

Zhang Yang¹, Hao Chen^{1,2}, Li Hui-cong¹

(1China Academy of Corporate Governance of Nankai University, China 300071; 2Business School of Nankai University, China 300071)

Abstract: Insurers' governance is a combination of general corporate governance theory with the insurance industry particularity. This paper systematically sorted out the research of foreign insurers' governance covering comparison of governance between different forms organization, shareholders, boards, executives , the supervisory role of different parties and the relation between governance and performance. The paper puts forward the governance logic, which starting from the special nature of insurer's operation. The different operation determines the particularity of governance objectives, and accordingly the governance structure and mechanisms are not the same as the general. Reasonable level of risk taking is an important manifestation and the core requirement of the insurers' governance. This paper also points out the future research directions.

Key words: insurance company; corporate governance; risk taking; governance logic; literature review

收稿日期：2013-09-25；

基金项目：国家社科基金重大招标项目（10ZD&035）；国家自然科学基金重点项目（71132001）；国家社科基金青年项目（11CGL045）；教育部人文社科青年基金项目（10YJC630070）；南开大学文科科研创新基金项目（NKC1021）；

作者简介：张扬，南开大学中国公司治理研究院博士生；郝臣，管理学博士，南开大学中国公司治理研究院、南开大学商学院财务管理系副教授；李慧聪，南开大学中国公司治理研究院博士生。