

行政院金融監督管理委員會保險局

委託研究計畫

金融產業投資不動產相關規範之研究

主 持 人：林勳發教授（銘傳大學財金法律學系）

協同主持人：張冠群副教授（政治大學法律學系）

研 究 員：汪信君副教授（台灣大學法律學系）

陳俊仁副教授（成功大學法律學系）

林育廷副教授（東吳大學法律學系）

副 研 究 員：曾耀鋒助理教授（台中科技大學）

研 究 助 理：陳榆姍研究生（政治大學風險管理與保險學系）

中 華 民 國 102 年 1 月 30 日

目 錄

中英文提要	
第一章 導論	1
第一節 研究背景與目的	1
第二節 研究範圍與方法	5
第二章 美國關於保險業投資不動產之監理法規	7
第一節 美國關於保險業資金運用及不動產投資之規範架構	7
第二節 美國關於保險業投資不動產資格之相關規定	13
第三節 美國關於保險業投資不動產限制之相關規定	16
第四節 關於價格、收益率限制及關係人交易之相關規範	20
第五節 不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產之特別規範	22
第六節 綜合分析	23
第三章 歐盟關於保險業投資不動產之監理法規	24
第一節 歐盟關於保險業資金運用及不動產投資之規範架構	24
第二節 歐盟關於保險業投資不動產資格之相關規定	29
第三節 歐盟關於保險業投資不動產限制之相關規定	30
第四節 關於價格、收益率限制及關係人交易之相關規範	33
第五節 不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產之特別規範	36
第六節 綜合分析	37
第四章 日本關於保險業投資不動產之監理法規	38
第一節 日本關於保險業資金運用及不動產投資之規範架構	38
第二節 日本關於保險業投資不動產資格之相關規定	42
第三節 日本關於保險業投資不動產限制之相關規定	45
第四節 關於價格、收益率限制及關係人交易之相關規範	51
第五節 不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產之特別規範	54
第六節 綜合分析	57
第五章 澳洲關於保險業投資不動產之監理法規	58
第一節 澳洲關於保險業資金運用及不動產投資之規範架構	58
第二節 澳洲關於保險業投資不動產資格之相關規定	63
第三節 澳洲關於保險業投資不動產限制之相關規定	64
第四節 關於價格、收益率限制及關係人交易之相關規範	66
第五節 不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產之特別規範	68
第六節 綜合分析	69
第六章 大陸關於保險業投資不動產之監理法規	70
第一節 大陸關於保險業資金運用及不動產投資之規範架構	70
第二節 大陸關於保險業投資不動產資格之相關規定	81
第三節 大陸關於保險業投資不動產限制之相關規定	87

第四節	關於價格、收益率限制及關係人交易之相關規範	93
第五節	不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產之特別規範	99
第六節	綜合分析	102
第七章	我國現行保險業投資不動產監理法規與各國法規之比較及評析	107
第一節	我國關於保險業資金運用及不動產投資之規範架構	107
第二節	我國關於保險業投資不動產資格之相關規定	110
第三節	我國關於保險業投資不動產限制之相關規定	111
第四節	關於價格、收益率限制及關係人交易之相關規範	114
第五節	不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產之特別規範	119
第六節	我國相關規範與各國規範之比較	126
壹、	關於保險業資金運用及不動產投資規範架構之比較	126
貳、	關於保險業投資不動產資格相關規定之比較	131
參、	關於保險業投資不動產限制相關規定之比較	135
肆、	關於價格、收益率限制及關係人交易相關規範之比較	145
伍、	不動產價格上漲或泡沫化時有無對保險業投資不動產之特別 規範之比較	153
第七節	我國現行規範之檢討	154
壹、	關於保險業資金運用及不動產投資規範架構之檢討	154
貳、	關於保險業投資不動產資格相關規定之檢討	156
參、	關於保險業投資不動產限制相關規定之檢討	158
肆、	關於價格、收益率限制及關係人交易相關規範之檢討	160
伍、	不動產價格上漲或泡沫化時有無對保險業投資不動產之特別 規範之檢討	162
第八章	我國現行關於保險業投資不動產監理法規之修正建議	163
第一節	我國關於保險業投資不動產規範架構之建議	163
第二節	我國關於保險業投資不動產資格之相關規定修正建議	165
第三節	我國關於保險業投資不動產限制之相關規定修正建議	166
第四節	我國保險業投資不動產關於價格、收益率限制及關係人交易 之相關規範修正建議	172
第五節	不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產之特別規範 之立法芻議	173
第九章	結論與建議	174
第一節	結論	174
第二節	建議	178
期中報告審查意見與修訂對照表		191
期末報告審查意見與修訂對照表		196
第三次期末報告審查意見與修訂對照表		201
專家座談會紀錄		205

中英文提要

有鑑於我國保險法規就保險業投資不動產之相關規範，因投資環境之變化，有加以全面檢視修訂之必要，保險主管機關爰擬定本研究計畫。

因保險業投資不動產相關監理規範，屬高度技術性法規，於法規檢驗與改革之際，自不宜閉門造車，故本研究乃詳細考察並比較參酌先進或鄰近國家之相關規範及實務作法。

本研究主要為研析國內外對保險業資金運用於不動產投資規範之相關監理措施，主要研究內容為：

一、蒐集、研究並整理美國、歐盟、日本、澳洲、大陸地區等國家對保險業資金運用於不動產之相關監理措施，包括：

- 1、投資不動產應具備之資格條件（如清償能力、獲利能力、健全之風險管理及內部控制及稽核制度）。
- 2、不動產投資標的範圍及投資方式之相關限制（如購置成屋或合建分屋、不動產可使用或權利期限限制及持有不動產期限限制，以及對不動產投資總額與投資單一不動產金額之限制），以及對不動產投資之後續管理規範。
- 3、對取得及處分標的成本與價格之規範、投資不動產產生收益期間及收益率最低限制、關係人交易限制並分析其監理制度之優缺點。

二、研析標的國家面臨不動產價格上漲或預期發生資產泡沫化現象時，有無對保險業不動產投資採行限制措施（如調整不動產投資比例或停止投資不動產業務等）。

三、研析適合我國保險業資金投資不動產之範圍（至少但不限於自行開發興建銷售、購置商用不動產等項目）及不動產投資組合限制，以及研擬提升保險業不動產投資之內部控管措施之相關監理規範。

本研究最後並經由各國制度之比較，檢討我國現行制度，提出對我國保險業資金運用於不動產監理措施之建議，並提出具體之法規修訂建議草案，供主管機關參考。

關鍵詞：保險監理、不動產投資、保險業資金運用、不動產投資資格、不動產投資之限制、不動產投資之收益率、不動產投資之關係人交易、不動產上漲與泡沫化

Whereas regulations of the R.O.C. regarding insurers' investment in real property need thorough review and revision in response to the changing market reality, the Insurance Bureau of the F.S.C. launched this project.

Given that regulations regarding insurers' investment in real property are highly technical and sophisticated, it is inappropriate to limit the discussion of the proposal of amendment to the domestic perspective. Therefore, this research project was conducted through comparing the laws, regulations and practices of advanced and neighbor countries.

This research emphasizes on the regulation and supervisory measures with respect to the investment of insurers in real property from both the domestic and global perspectives. Main missions of this research include:

- I. Collecting, studying and aggregating laws and regulations of the U.S., E.U., Japan, Australia and People's Republic of China concerning the investment of insurers in real property. It particularly covers the following themes:
 1. Eligibility to invest (i.e. solvency, profitability, prudent risk management, internal control and auditing mechanism);
 2. Permitted subjects to invest, their restrictions (i.e. purchase of buildings, engaging in building constructions, minimum period of possession, caps of investment in single real property) and continuing regulations;
 3. Regulations with regard to the costs and prices of acquiring the real property, the minimum rate of profitability and related person transactions.
- II. Studying and analyzing whether there are peculiar regulations and restrictions in target countries regarding insurers' investments in real property where the price of real property is raising or inflating.
- III. Studying and analyzing the feasible scope of insurers' investments

in real property, including but not limited to the construction and sale of buildings and purchase of commercial property, restrictions of the portfolio of investments in real property and facilitating the internal control in investments in real property.

This research, after comparative studies on the regulations of other countries, will finally propose a draft for the amendment of related regulations regarding insurers' investment in real property for the Taiwanese government.

Key Words: Insurance Regulation, Investment in Real property, Investment of Insurers, Eligibility of Real Property Investment, Restrictions on the Investments of Real Property, Rate of Return of Real Property Investment, Related Person Transaction Regarding Real Property Investment, The Price Raising and Inflation of Real Property.

第一章 導 論

第一節 研究背景與目的

壹、計畫背景

因全球金融海嘯之衝擊，國內外投資市場慘澹，就壽險業而言，壽險業資金運用仍係以投資有價證券為主，占資金運用比例約 37% 左右，不動產投資占資金運用比例約 4%。就壽險業資金運用比例而論，不動產投資非為壽險業所青睞之投資方式，原因可歸納為兩點，第一點保險業過去向來看好海外投資市場，第二點我國對保險業者投資不動產諸多限制所導致，由於保險法規定，保險業投資不動產上限是可運用資金的 30%；但單一不動產交易金額是以各保險公司淨值為基礎，不得超過淨值 35%，此限制降低壽險業投資不動產之意願¹。

有鑒於此，金融監督管理委員會（下稱金管會）於 2009 年 10 月修訂「保險業對同一人同一關係人或同一關係企業之放款及其他交易管理辦法」放寬保險業與非利害關係人從事不動產交易相關限制，未來保險業投資不動產，可選擇以業主權益或資金作為交易限額的計算基礎。

過去保險業在對同一人、同一關係人或同一關係企業進行不動產交易，單一交易金額不能超過業主權益的 35%、交易總餘額不能超過 70%。金管會表示，金融風暴造成許多保險公司淨值下降，原有規定對保險業投資不動產而言，困難度相形增加。有鑒於不動產投資的交易金額門檻較一般投資工具高、價格波動性相對穩定，且不易尋找同質標的，加上投資屬性與其他投資工具有所差別，因此增訂保險業得以資金作為投資不動產的交易限額計算標準，以落實差異化管理。

新增辦法第四條規定，若保險公司的自有資本與風險資本比率（資本適足率）達 200% 以上者，其不動產單一交易金額上限為保險業資金（可運用資金）的 1.5%、交易總餘額上限為可運用資金的 3%；若資本適足率未達 200%，但業主權益為正數者，如提出增資改

¹ 中華徵信所，不動產新聞評析，擷取自：

<http://www.credit.com.tw/newweb/value/weekly/index.cfm?sn=30> (最終瀏覽日：2012 年 3 月 10 日)。

善計畫與實際增資情形，並符合公開招標或公開拍賣程序等配套條件，經金管會核准，其單一交易金額及交易總餘額上限，分別為1%及2%；對於資本適足率未達200%，且業主權益為負數者，在提出上述改善措施後，經金管會核准，單一交易金額上限為可運用資金1%或新台幣5億元取其低，交易總額則為2%或10億元取其低。

此外，資本適足率未達200%的保險業，若公司未如規劃切實執行增資改善計畫時，金管會將廢止核准或作其他處置，為避免相關情形造成保險業違反合約而招受損失，金管會也要求保險業在不動產投資合約中，訂定應終止合約及免責事由的條款。

另金管會亦於2010年6月制定「保險業計算資本適足率適用之不動產投資採用市價重新評價並計入自有資本調整項之應注意事項」，將保險業投資單一不動產限額，從淨值為計算基礎，改以金額更大的「可運用資金」為計算基礎。以壽險業共8.6兆元的資金計算，投資單一不動產最大額度將可達1,292億元，比原來增加一倍，大幅增加約650億元。此項規定放寬之後，投資單一不動產的額度也明顯放寬，預期將引導更多保險業資金流往不動產²。

值得觀察者，我國保險業資金運用於不動產投資項目多為購置商業用不動產出租使用以及興建不動產出（租）售，近年來我國房地產價格持續上漲，惟租金收益似未隨之提高，導致保險業不動產出租收益率降低，部分保險公司因此將資金投入不動產開發運用，引發外界有不動產價格上漲係因保險業資金投資不動產市場之疑慮。金管會檢查局亦於2011年8月啟動保險業投資不動產的「專案金檢」，選定5~6家近年投資不動產金額較大、頻率較高的保險公司，檢查不動產投資決策、鑑價、投資運用情況、房貸等項目。這是金管會成立以來，首度針對保險業投資不動產專案金檢，該專案金檢將分階段執行，檢查結果若有具體違法或違規事證，不必再進一步釐清者會立即處理，若有保險業投資不動產或承作房貸普遍性弊病，

² 聯合新聞網，[udn 房市情報 - 房市新訊 - 政策焦點 - 保險業投資不動產 大鬆綁](http://money.udn.com/house/storypage.jsp?f_ART_ID=189390#ixzz1omz5C1Yf)，擷取自：http://money.udn.com/house/storypage.jsp?f_ART_ID=189390#ixzz1omz5C1Yf (最終瀏覽日：2012年3月9日)。

即可能訂立新政策管理³。

有鑑於此，關於保險業就投資不動產應具備之資格條件、不動產投資標的範圍及投資方式之相關限制及保險業取得及處分標的成本與價格之規範、投資不動產產生收益期間及收益率最低限制、關係人交易限制、稅制影響及分析其監理制度等監理規範或措施，乃有為全面檢視之必要。

貳、計畫目的

因保險業投資不動產相關監理規範，屬高度技術性法規，於法規範檢驗與改革之際，自不宜閉門造車，故先進或鄰近國家之相關規範及實務作法之考察參酌，係屬必要。

本研究案主要為研析國內外對保險業資金運用於不動產投資規範之相關監理措施，並提出對我國保險業資金運用於不動產監理措施之建議，並冀完成下列各事項：

- (1) 蒐集、研究並整理美國、歐盟、日本、澳洲、大陸地區等國家對保險業資金運用於不動產（含自用及非自用）之相關監理措施，包括：
 - A. 投資不動產應具備之資格條件（如清償能力、獲利能力、健全之風險管理及內部控制及稽核制度）。
 - B. 不動產投資標的範圍及投資方式之相關限制（如購置成屋或合建分屋、不動產可使用或權利期限限制及持有不動產期限限制，以及對不動產投資總額與投資單一不動產金額之限制。），以及對不動產投資之後續管理規範。
 - C. 對取得及處分標的成本與價格之規範、投資不動產產生收益期間及收益率最低限制、關係人交易限制、稅制影響及分析其監理制度之優缺點。

- (2) 研析標的國家面臨不動產價格上漲或預期發生資產泡沫化現象時，

³ 工商時報，保險業房產投資金管會首啓金檢專案，
<http://money.chinatimes.com/news/news-content.aspx?id=20110815000009&cid=1206> (最終瀏覽日：2012年3月9日)。

有無對保險業不動產投資採行限制措施(如調整不動產投資比例或停止投資不動產業務等)。

- (3) 研析適合我國保險業資金投資不動產之範圍(至少但不限於自行開發興建銷售、購置商用不動產等項目)及不動產投資組合限制,以及研擬提升保險業不動產投資之內部控管措施與運用效率之相關監理規範。

第二節 研究範圍與方法

壹、研究範圍

本研究之主要研究範圍主要如下：

- (1) 研究並比較美國、歐盟、日本、澳洲、大陸地區等國家對保險業資金運用於不動產（含自用及非自用）之相關監理措施，包括：
 - A. 投資不動產應具備之資格條件（如清償能力、獲利能力、健全之風險管理及內部控制及稽核制度）。
 - B. 不動產投資標的範圍及投資方式之相關限制（如購置成屋或合建分屋、不動產可使用或權利期限限制及持有不動產期限限制，以及對不動產投資總額與投資單一不動產金額之限制。），以及對不動產投資之後續管理規範。
 - C. 對取得及處分標的成本與價格之規範、投資不動產產生收益期間及收益率最低限制、關係人交易限制、稅制影響及分析其監理制度之優缺點。
- (2) 研析標的國家面臨不動產價格上漲或預期發生資產泡沫化現象時，有無對保險業不動產投資採行限制措施（如調整不動產投資比例或停止投資不動產業務等）。
- (3) 研析適合我國保險業資金投資不動產之範圍（至少但不限於自行開發興建銷售、購置商用不動產等項目）及不動產投資組合限制，以及研擬提升保險業不動產投資之內部控管措施與運用效率之相關監理規範。

貳、研究方法

本研究之主要研究方法有二，分述如後：

一、比較法研究

本研究將考察美國、歐盟、日本、澳洲及大陸法規資料並整理，此外，比較法研究首重之歸納、分析與制度監之比較尤其與我國制度的比較，均屬本研究欲執行之事項，本研究將於第七章，將各國制度與吾國進行制度比較與交叉分析，試發現我國現行監理制度有無弱化之處，並提出建議，發揮「他山之石，可以攻錯」之效果。

二、諮詢會議

為進一步強化理論與實務之對話，了解保險業界之高見，確保本研究之結果切實可行，並符合監理與實務面之需求，本團隊擬邀集五名來自產、官、學界之專家與學者於期中報告提出後，依其中報告審查意見及實務上本團隊欲請益之議題，召開專家諮詢會議。會議紀錄將歸納其結論列入期末報告。

第二章 美國關於保險業投資不動產之監理法規

第一節 美國關於保險業資金運用及不動產投資之規範架構

在法令監管上，由於美國是一個聯邦制國家，保險業監管在此歷史因素下，形成了聯邦政府和州政府雙重監管制度，亦即聯邦政府和州政府擁有各自獨立的保險立法權和監理權⁴。但美國保險監理工作主要是由各州政府負責管轄。因此，雖然聯邦政府負責部分業務，各州政府仍然是保險業最主要之主管機關。

由於保險立法與監理之多樣性與複雜性，對於想要在不同州經營業務之保險人而言，經常發生監理缺乏效率與額外成本之現象。美國保險監理官協會（National Association of Insurance Commissioners, NAIC）於1871年正式設立，目的在於促進保險監理之協調與合作。其會員為來自於各州、華盛頓特區與四個屬地之監理官。NAIC有一項重要任務，乃在調和各州保險監理之差異。NAIC並扮演監理官討論發展標準化保險監理原則與法規之機構。透過各種委員會之設置，NAIC頒佈許多「模範法規」（model laws and regulations）⁵。其目的在於透過各州參考模範法規制訂其本州之保險法規，藉以消除各州保險監理法規之差異⁶。

模範法規制度之於各州保險監理立法可由二方面觀察：一方面，由NAIC準備之模範法規可以作為各州保險監理官調和監理爭議之統一基礎；另一方面，在立法過程中，各州政府可以斟酌模範法規之內容，調整成為符合個別需求之立法。換言之，各州可以完全採用模範法規之內容，亦可僅將其作為參考。其結果，模範法規可能被若干州採行，但在其他州可能並無採用。然而，若干被視為有效控管保險業清償能力之重要模範法規，將是符合NAIC「州認可計畫」之必要條件。

數十年來，NAIC已陸續頒佈數以百計之模範法規。由於模範法規之

⁴ Tom Baker, INSURANCE LAW AND POLICY 139 (2003).

⁵ *Id.*, at 140.

⁶ *Id.*

存在，各州保險監理官無須耗費資源在保險立法之研究發展。他們可以最少之時間與最小之成本，採行或修正模範法規以制訂其本州之保險立法。各州間亦可因為具有相同或類似的保險法規而彼此受益。保險業亦因各州保險法規之統一而享有經濟規模上之利益⁷。由此可見NAIC模範法規之重要性。以下研究，亦以NAIC之模範法規為範疇。

NAIC模範法規中與保險業投資直接有關者有三：

- (1)、「保險業投資模範法(定義限制版)」(Investment of Insurers model Act (Defined Limits Version))。
- (2)、「衍生性金融工具模範規則」(Derivative Instruments Model Regulation)。
- (3)、「保險業投資模範法(定義標準版)」(Investment of Insurers model Act (Defined Standards Version))。

此些法規規範之目的，無非在透過強化保險業之清償能力及財務健全度方式保障被保險人利益，而此些模範法規適足以達成下列目標：(1)保存本金(to preserve principal)、(2)確保合理的將投資依標的種類、發行人及標的之信用等級分散、(3)確保保險人分配其投資方式符合審慎投資管理原則(principles of prudent investment management)，創造合理報酬(return)以滿足對被保險人之責任⁸。

其中與不動產投資相關者為第一與第三者，亦為本章論述中心。

至於不動產投資，各州多於保險法中有規定，如德州保險法(Texas Insurance Code)第 424.064項⁹、奧勒岡州法(Oregon Revised Statutes)

⁷ 林建智，論國際保險市場自由化與監理和諧化兼論我國保險監理革新之策略運用，擷取自：<http://old.npf.org.tw/monograph/research/003.pdf> (最終流覽：2012年6月20日)。

⁸ Investment of Insurers Model Act (Defined Limits Version)§1 (hereinafter IIMA --DL).

⁹ 其原文為：“(a) Subject to this section, an insurer may invest the insurer's funds in excess of minimum capital and surplus in real property to the extent authorized by other provisions of this code. (b) An insurer with admitted assets of more than \$500 million may own investment real property other than real property authorized by another provision of this code, or participations in that other investment real property, if the property is materially enhanced in value by: (1) the construction of durable, permanent-type buildings and other improvements that cost an amount at least equal to the cost of the real property, excluding buildings and improvements at the time the property is acquired; or (2) the construction, commenced before the second anniversary of the

第733.610項¹⁰、紐約州保險法(NY Insurance Law)第1405條¹¹、華盛頓州

date the real property is acquired, of buildings and improvements described by Subdivision (1). (c) The amount invested by an insurer in a single investment real property and improvements, or in any interest in real property and improvements, may not exceed five percent of the insurer's admitted assets in excess of \$500 million. The total amount invested by an insurer in investment real property and improvements may not exceed 15 percent of the insurer's admitted assets in excess of \$500 million. (d) Except as provided by Section 862.002, an insurer may not own, develop, or hold an equity interest in any residential property or subdivision, single or multiunit family dwelling property, or undeveloped real property to subdivide for or develop residential, single or multiunit family dwellings. (e) The investment authority granted by this section is in addition to and separate from the investment authority granted by Section 862.002, except that an insurer may not invest in any real property that, when added to properties acquired by the insurer under Section 862.002, would exceed the limitations prescribed by that section. (f) An insurer's admitted assets are determined from the insurer's annual statements that are made as of the December 31 that precedes the date of the determination and are filed with the department as required by law. The value of any investment made under this section is subject to the appraisal requirement of Section 862.002.”

¹⁰ 其原文爲：”(1) Except as otherwise provided in ORS [733.580 \(Investment of required capitalization\)](#) and [733.600 \(Investment in mortgage loans\)](#), an insurer may invest in real property only if used for the purposes or acquired in the manner and within the limits as follows:

(a) The insurer may invest in the land and the buildings thereon in which it has its principal office, and in such other real property as required for its convenient accommodation in the transaction of business. Such investments shall not exceed in the aggregate 10 percent of the assets of the insurer, except with the consent of the Director of the Department of Consumer and Business Services.

(b) The insurer may invest in real property that is acquired in satisfaction of loans, mortgages, liens, judgments or debts previously owing to the insurer in the course of its business.

(c) The insurer may invest in real property acquired in part payment of the consideration on the sale of other real property owned by the insurer if the transaction does not increase the investment of the insurer in real property.

(d) The insurer may invest in real property acquired by gift or devise or through merger, consolidation or bulk reinsurance of another insurer under the Insurance Code.

(e) The insurer may invest in the vendors interest in real property subject to a contract of sale. The amount invested in the vendors interest under such a contract shall not exceed, except with the consent of the director:

(A) Ninety percent of the market value of the subject real property, when the real property is one or two family residential property.

(B) Eighty percent of the market value of the subject real property, when the real property is other than that described in subparagraph (A) of this paragraph.

(f) The insurer may invest in real property or any interest therein that is acquired or held by purchase, lease or otherwise, other than real property used primarily for agricultural, ranch, mining, development of oil or mineral resources, recreational, amusement or club purposes, if the real property or interest therein is acquired as an investment for the production of income or acquired to be improved or developed for such investment purposes pursuant to an existing program therefor. The insurer may hold, improve, develop, maintain, manage, lease, sell and convey real property acquired by it under this paragraph. Real property and interests therein so acquired may be leased or sublet. Except with the consent of the director, an insurer shall not have an amount exceeding five percent of its assets at any one time invested in real property and interests therein under this paragraph.

(g) The insurer may invest in additional real property and in equipment incident to real property if necessary or convenient for the purpose of enhancing the sale or other value of real property

previously acquired or held by the insurer under paragraph (b), (c), (d) or (f) of this subsection. The real property and equipment shall be included, together with the real property for the enhancement of which it was acquired, for the purpose of applicable investment limits.

(h) The insurer may invest in real property without regard to whether the property is income-producing when acquired if the insurer intends to improve the property for resale or if the insurer intends that the property will be income-producing. The insurer may also invest in real property that is income-producing and used primarily for agricultural, ranch, mining, development of oil or mineral resources, recreational, amusement or club purposes. Funds invested under this paragraph shall not exceed the lesser of five percent of the insurers assets or 50 percent of the insurers capital and surplus, except with the consent of the director.

(i) Except with the consent of the director, all real property owned by the insurer under this subsection, except as to properties described in paragraphs (a) and (e) of this subsection, shall not at any time exceed 10 percent of the assets of the insurer.

(2) Except as otherwise provided in subsection (3) of this section:

(a) Real property acquired under this section shall be disposed of within five years after it ceases to be income-producing or to be used by the insurer for its business operation, whichever is later.

(b) Real property acquired under subsection (1)(h) of this section that is not income-producing when acquired shall be disposed of within five years after acquisition if the real property is not improved for resale or if the real property is not income-producing during the five years.

(c) When an investment or any combination of investments by an insurer in real property exceeds any applicable limitation under this section other than a limitation of time, the insurer, not later than the fifth year after the limitation is exceeded, shall dispose of sufficient real property that is subject to the limitation to comply with the limitation.”

¹¹ 其原文爲：” (a) The assets of a domestic insurer that is authorized to make investments under this section may be invested in the following types of investments, in addition to investments otherwise authorized, subject in the case of investments made under this section to the limitations set forth below and the provisions of subsections (c), (d) and (e) of this section:… (3) Obligations secured by real property or interests therein. Obligations, or participations therein, secured by liens on real property or interests therein located within the United States and not eligible under paragraph one or two of this subsection, provided that no insurer making investments under the authority of this section shall invest in or loan upon the security of any one property, under the authority of this paragraph, more than thirty thousand dollars or two percent of admitted assets, whichever is the greater. (4) Real property or interests therein. Investments in real property or interests therein located in the United States, held directly or evidenced by partnership interests, stock of corporations (including, without limitation, subsidiaries engaged or organized to engage exclusively in the ownership and management of real property or interests therein), trust certificates or other instruments, and acquired (i) as an investment for the production of income or to be improved or developed for such investment purpose, or (ii) for the convenient accommodation of the insurer's business; provided that, after giving effect to any such investment, (I) the aggregate amount of such investments made under this paragraph and then held by such insurer shall not exceed twenty-five percent of the insurer's admitted assets, (II) the aggregate amount of investments made under item (i) of this paragraph and then held by such insurer shall not exceed twenty percent of the insurer's admitted assets, and (III) investments held under item (i) above in each property constituting such investment (including improvements thereon) shall not in the aggregate exceed two percent of the insurer's admitted assets, and provided, further, that no investment in real property may be made under item (ii) herein, (aa) if, after giving effect thereto, the aggregate amount of such investments then held by the insurer would exceed ten percent of the insurer's admitted assets, (bb) without the prior approval of the superintendent, if, after giving effect thereto, the aggregate amount of such investments in each property constituting such investment

法(Revised Code of Washington)第48.13.160項¹²、亞利桑納州法(Arizona

(including improvements thereon) then held by such insurer would exceed two percent of the insurer's admitted assets, and (cc) without the prior approval of the superintendent, in the case of an investment by a domestic insurer in real property located outside this state, if, after giving effect thereto, the aggregate amount of such investments in the property constituting such investment (including improvements thereon) would exceed one-fifth of one percent of the insurer's admitted assets.”

¹² 其原文爲：” (1) An insurer may own and invest or have invested in its home office and branch office buildings any of its funds in aggregate amount not to exceed ten percent of its assets unless approved by the commissioner, or if a mutual or reciprocal insurer not to exceed ten percent of its assets nor such amount as would reduce its surplus, exclusive of such investment, below fifty thousand dollars unless approved by the commissioner. (2) An insurer may own real property acquired in satisfaction or on account of loans, mortgages, liens, judgments, or other debts previously owing to the insurer in the course of its business. (3) An insurer may invest or have invested in aggregate amount not exceeding three percent of its assets in the following real property, and in the repair, alteration, furnishing, or improvement thereof: (a) Real property requisite for its accommodation in the convenient transaction of its business if approved by the commissioner. (b) Real property acquired by gift or devise. (c) Real property acquired in exchange for real property owned by it. If necessary in order to consummate such an exchange, the insurer may put up cash in amount not to exceed twenty percent of the fair value of its real property to be so exchanged, in addition to such property. (d) Real property acquired through a lawful merger or consolidation with it of another insurer and not required for the purposes specified in subsection (1) and in paragraph (a) of subsection (2) of this section. (e) Upon approval of the commissioner, in real property and equipment incident to real property, requisite or desirable for the protection or enhancement of the value of other real property owned by the insurer. (4) A domestic life insurer with assets of at least twenty-five million dollars and at least ten million dollars in capital and surplus, and a domestic property and casualty insurer with assets of at least seventy-five million dollars and at least thirty million dollars in capital and surplus, or, if a mutual or reciprocal property or casualty insurer, at least thirty million dollars in surplus, may, in addition to the real property included in subsections (1), (2) and (3) of this section, own such real property other than property to be used for ranch, mining, recreational, amusement, or club purposes, as may be acquired as an investment for the production of income, or as may be acquired to be improved or developed for such investment purpose pursuant to an existing program therefore, subject to the following limitations and conditions: (a) The cost of each parcel of real property so acquired under this subsection (4), including the estimated cost to the insurer of the improvement or development thereof, when added to the book value of all other real property under this subsection (4), together with the admitted value of all common stock, then held by it, shall not exceed twenty percent of its admitted assets or fifty percent of its surplus over the minimum required surplus, whichever is greater, as of the thirty-first day of December next preceding; and (b) The cost of each parcel of real property so acquired, including the estimated cost to the insurer of the improvement or development thereof, shall not exceed as of the thirty-first day of December next preceding, four percent of its admitted assets. (c) Indirect or proportionate interests in real estate held by a domestic life insurer through any subsidiary shall be included in proportion to such insurer's interest in the subsidiary in applying the limits provided in subsection (4).”

Revised Statute)第20-556條¹³等皆屬其例。至於加州保險法第1176.6條，對股份制保險人(incorporated insurer)，則未將不動產投資列為許可事項。

¹³ 其原文為：” An insurer, including for the purposes of this section a reciprocal insurer, may invest in real property only if acquired or used for the following purposes and in the following manner: 1. The land and the building thereon in which it has its principal office, and such other real property as shall be requisite for its convenient accommodation in the transaction of its business, but no such investments shall aggregate more than an amount equal to the excess of the insurer's assets over its required policy reserves plus fifty per cent of the surplus to policyholders required under this title for initial authorization for the kinds of insurance it is transacting at the time the investment is made. 2. Such real property as has been acquired in satisfaction of loans, mortgages, liens, judgments, decrees or debts previously owing to the insurer in the course of its business. 3. Such real property as has been acquired in part payment of the consideration on the sale of real property owned by it, if each transaction effected a net reduction in the insurer's investment in real property. 4. Such real property, or any interest therein, as may be acquired as an investment for the production of income, or as may be acquired to be improved or developed for such investment purpose, pursuant to an existing program therefor. An insurer shall not, except with the director's consent, have at any one time over twenty per cent of its assets invested in all its investments pursuant to this paragraph, nor more than five per cent of its assets so invested in any single parcel or related parcels of real property. 5. The seller's interest in real property subject to an agreement of purchase or sale, but the sum invested in any such parcel of real property shall not exceed two-thirds of the market value of the parcel. 6. Additional real property and equipment incident to real property, if necessary or convenient for the purpose of enhancing the sale or other value of real property previously acquired or held by it, pursuant to the provisions of paragraph 2, 3 or 4 of this section. An insurer shall not, except with the director's consent, have at any time invested in excess of ten per cent of its assets in the investments authorized by this paragraph.”

第二節 美國關於保險業投資不動產資格之相關規定

壹、投資人之適格性

「定義限制版模範法」及「定義標準版模範法」並未對得從事不動產投資之保險人適格加以特別規定，但州法上則或有之，如前開德州保險法僅准許認許資產總額超過五百萬美金之保險人從事不動產投資即屬其例。

貳、投資標的之適格性

所謂被允許之不動產(real estate)投資，依「定義限制版模範法」，乃指不動產(real property)、不動產之孳息(interests)如租賃(leasehold)及採礦權與採油權(mineral and oil)等、改善工程(improvement)或定著物(fixtures)而附連於不動產上者以及出賣人對不動產之抵押權(deed of real estate)¹⁴。

參、一般投資之資格(General Investment Qualifications)

「定義限制版模範法」規定，未遵循該法之投資，不得為認許之資產(admitted assets)¹⁵。一保險人除於取得資產時有下列情形外，不得取得或持有投資標的以作為認許資產：(1)可取得現金給付、利息或折讓者，或(2)可取得股利或其他孳息者；或(3)依本法特定條項取得之財產，如擔保貸款或不動產、衍生性金融商品…等等¹⁶。

另透過下列情形之一取得之投資財產，若非以規避本法為目的者，得作為認許資產：

- (1)取得對既存債務之清償或因重整(reconstruction)、重新貸款(refinancing)或債務協商(workout of indebtedness)取得之給付，而其目的乃在保障保險人於該項投資之利益者；

¹⁴ IIMA - DL §2SSS.

¹⁵ IIMA - DL §3A.

¹⁶ IIMA - DL §3B.

- (2)為實現債權對擔保物權(collateral)之執行；
- (3)基於其他適格投資標的取得之孳息；
- (4)善意(bona fide)且合法之重整、或財物充實計畫(recapitalization)而與保險人之投資有關者；或
- (5)因保險監理官許可之一系列再保險或保險業併購而取得者¹⁷。

保險人之投資得作為認許資產者及其孳息，應呈現於依法所應揭露予監理官之資產負債表(statutory balance sheet)中¹⁸。保險人有義務對投資為紀錄之留存，以證明其投資均依本法進行，並應載明依本法何條何項之意旨¹⁹。再者，各州保險監理官本於公益之目的，得以命令方式等行政程序，命保險人處分(dispose)、撤回(withdraw)其投資或不准許(non-admit)或限制(limit)之²⁰。

肆、董事會之核准

「定義限制版模範法」針對保險人之投資賦予董事會下列權限：

第一，審查及核准保險人之書面投資計畫，該投資計畫包涵關於標的品質、到期日(maturity)、投資標的分散程度(diversification)及其他相關資訊如投資策略、流動性需求(liquidity needs)及其可能之孳息等資訊；

第二，監督投資活動之進行；

第三，至少每季聽取審查投資結果報告，並適時適當修正投資書面計畫²¹。

「定義標準版模範法」對董事會核准時應審查事項標準，有詳盡規定，其應審查要件如下：(1)一般經濟情況；(2)通貨膨脹效應；(3)投資標的與孳息之稅務問題；(4)投資條件，尤其是所面臨風險之公平性(fairness)

¹⁷ IIMA - DL §3C.

¹⁸ IIMA - DL §3G.

¹⁹ IIMA - DL §3I.

²⁰ IIMA - DL §3L.

²¹ IIMA - DL §4A-C.

及合理性(reasonableness)與報酬之形式(reward characteristic)等；(5)投資分散程度，含投資之獨立性、投資分類(classes of investment)、行業別考量(industry consideration)、到期日及地理區域分散性等；(6)標的品質及流動性；(7)投資曝險(exposure)、(8)保險人本身財務狀況如保費收入、資本、認許資產等、(9)保險人之負債、(10)保險人之現金流動及資產負債之對應狀況；及(11)其他判斷投資是否穩健之相關因素²²。

伍、最低財務安全指標(Minimum Financial Security Benchmark)

「定義標準版模範法」規定，保險人應設定「最低財務安全指標」後，始得從事任何合法投資活動，且該些投資活動，以經董事會審查通過為前提²³。

通常情形，「最低財務安全指標」指下列二者中較高額者：(a)各州保險法規定之風險基礎資本(risk-based capital)減去資產估價準備金(asset valuation reserve)及自願性投資準備金(voluntary investment reserve)；或(b)保險人開業許可之法定最低資本要求(minimum capital required by statute)或最低盈餘(surplus)，但此一最低財務安全指標，得由州保險監理官以命令要求特定保險人設定之，而該命令之金額不得低於前開法定最低金額²⁴。

州保險監理官亦得定最低盈餘為保險人之最低財務安全指標，以應付足以影響保險人財務狀況之不可逆料事件(contingency)，該些不確定事件含下列風險：(a)損失之頻率與幅度較原先預期者增加；(b)成本率較原先預期者增加；(c)資產貶值或其投資收益較計畫中者減少；(d)經濟情況變化使流動性維繫之重要性增加；(e)貨幣貶值；及(f)其他保險監理官認為足以影響保險人營運之重要事件²⁵。

²² (Investment of Insurers model Act (Defined Standards Version) §5(hereinafter IIMA-DS).

²³ NAIC, Staff Report: NAIC Use of NRSRO Ratings in Regulation 6 (2009) *available at* http://www.naic.org/documents/committees_e_rating_agency_comdoc_naic_staff_report_use_of_ratings.doc.

²⁴ IIMA-DS §3A.

²⁵ IIMA-DS §3B.

第三節 美國關於保險業投資不動產限制之相關規定

「定義限制版模範法」及「定義標準版模範法」針對人壽與健康保險人(life and Health Insurer)及財產與意外保險人(Property and Casualty Insurer)之不動產投資分別設有規定，惟二者大同小異，以下論述，就其相同者，不再特別註明，僅於規範相異處始表明該規範適用之保險人種類。

壹、種類之限制

關於不動產投資種類，「定義限制版模範法」針對各類保險公司，均僅准許二類不動產之投資，即「收益型不動產」(Incoming Producing Real Estate)及「作為營業場所之不動產」(Real Estate for the Accommodation of Business)。關於前者，保險人得於法令准許前提下，直接或間接透過下列方式，依投資計畫，對不動產以產生收益或以投資為目的進行修繕或改造：有限合夥(limited partnership)、一般合夥(general partnership)、共同經營(joint venture)、投資為目的子公司(investment subsidiary)、有限公司(limited liability company)、信託受益憑證(trust certificate)或其他類似之工具²⁶。所投資之不動產上有抵押權(mortgage)或其他擔保物權者，其擔保之債務金額應於計算投資額度限制時扣除之²⁷。至若後者，保險人得為其本公司、分公司或營業處業務營運之需要，取得(acquire)、管理(manage)或處分(dispose)不動產，而其取得之不動產尚得包括為出租之目的而以合理市價取得之額外空間²⁸。於前者同，所投資之不動產上有抵押權或其他擔保物權者，其擔保之債務金額應於計算投資額度限制時扣除之²⁹。另對人壽或健康保險人，該營業用不動產之取得，不得直接提供予對其被保險人提供保健服務(health care service)者使用³⁰。而對財產與意外保險人而言，該限制僅適用於保費收入超過百分之九十五或法定準備金(statutory required reserves)至少百

²⁶ IIMA - DL §15B(1).

²⁷ IIMA - DL §15B(2).

²⁸ IIMA - DL §15C(1).

²⁹ IIMA - DL §15C(2).

³⁰ IIMA - DL §15C(3).

分之九十五均為健康保險之保險人之始有其適用³¹。

至於「定義標準版模範法」則對不動產投資限制為「對保險人執行保險業務具交易之便利性所需者」(real property necessary for the transaction of the insurer's business)或不動產及其定著物(fixture)、家具(furniture)、裝置(furnishing)或設備(equipment)而得立即或經改善後得產生實質收益者(substantial income)³²。

貳、量的限制(Quantitative Limitations)

關於量的限制，「定義限制版模範法」對人壽及健康保險人規定如下：

1. 其所投資之單一個或單一筆之多個不動產原則上不得超過保險人認許資產之百分之一，但其不動產乃為提供傷害或健康保險人對其被保險人提供保健服務之場所之用者，則不予計入；
2. 全部不動產投資總額不得超過認許資產之百分之十五，且其中作為修繕改造之用者不得超過認許資產之百分之五；
3. 所投資之抵押權貸款及不動產之二者總和不得超過認許資產百分之四十五，但在特定條件下得超過此一限制，惟超過符度以不逾認許資產百分之三十為限，其特定條件如投資標的地理上有足夠之分散性、其中關於抵押權貸款之投資不逾認許資產之百分之十、公平市價鑑價證明尚不滿二年等均屬之³³。

對財產及意外保險人之限制則如下：

1. 其所投資之單一個或單一筆之多個不動產原則上不得超過保險人認許資產之百分之一，而若其百分之九十五以上保費收入或其法定準備金均為健康保險者，其不動產乃為提供傷害或健康保險人對其被保險人提供保健服務之場所之用者，則不予計入；
2. 全部不動產投資總額不得超過認許資產之百分之十或總體保單持

³¹ IIMA - DL §28C(3).

³² IIMA-DS §7E&F.

³³ IIMA - DL §15D(2)&(3).

有人溢額(surplus)之百分之四十，二者中較低者，但若其百分之九十五以上保費收入或其法定準備金均為健康保險者，此一上限提高至百分之十五；

3. 所投資之抵押權貸款及不動產之二者總和不得超過認許資產百分之二十五³⁴。

參、單一相對人曝險之限制

「定義限制版模範法」為風險分散，避免巨額曝險起見，規定保險人不得直接或間接透過投資子公司針對該法規定之任何投資標的，與單一交易相對人就該投資標的交易量超過認許資產之百分之五³⁵。

肆、特定方式取得之不動產計入認許資產之限制

「定義標準版模範法」針對善意經強制執行債權人權利或基於債務協商與和解所取得之不動產，其得計入認許資產之期間，有五年之限制，但該期間限制，於暫時遭遇顯著損失(substantial loss)時無法取得替代性資產之情形下，得經監理官之同意合理延長之³⁶。

伍、報告與回覆之要求

「定義標準版模範法」對於保險人投資與報告有嚴格之要求。分述如後：

第一，州保險監理官得針對保險人之投資要求履行下事項：

1. 提出報告、回答問卷及提供其他資訊，並提出監理官認為必要合理之任何形式之證據，其報告及資訊之提供應於監理官所認為之合理期間內提出；
2. 對所使用之資料及投資計畫為全盤合理之說明；
3. 保險人被要求提供之書表、資訊、紀錄、電子資料及其他形式之

³⁴ IIMA - DL §28D(2)&(3).

³⁵ IIMA - DL §23A(1).

³⁶ IIMA - DL §11C.

資料儲存，應於合理期間內，以合理形式使監理官取得³⁷。

第二，州保險監理官得針對前開報告之形式為特定要求，而該要求應盡量與他州監理官管轄範圍內要求者，於可能範圍內求其一致性³⁸。

第三，州保險監理官得就最低限度合理之會計及資料處理標準及技術為要求，以確保監理官得取得具時效性之可靠資訊³⁹。

第四，保險人之董事、經理人、總代理人或其他對保險人具有排他或其他形式控制權之人，對監理官針對保險人投資相關事項之書面詢問，應按監理官要求之形式立即回覆⁴⁰。

第五，保險監理官得延聘專家或顧問，針對保險人之說明內容為認證，但於保險人無實質惡意(actual malice)之場合，不得認為保險人所揭露之錯誤內容造成損害⁴¹。

陸、內控之要求(Internal control)

於「定義標準版模範法」中，保險人被要求建立內控程序，以確保下列事項確實被遵行：

1. 保險人之投資人員及其顧問係具一定聲譽(reputable)與能力(capable)者；
2. 執行定期對投資政策之有效性之評價與監控程序；
3. 經理階層對於投資表現其其是否符合投資政策之評價；及
4. 適切分析因投資所創造之現金流量於不同經濟情況下，足以支應保險人負債之流動性所需，該分析至少需每年進行，並應標明該年度之經濟情況⁴²。

³⁷ IIMA-DS §12A.

³⁸ IIMA-DS §12B.

³⁹ IIMA-DS §12C.

⁴⁰ IIMA-DS §12D.

⁴¹ IIMA-DS §12E&F.

⁴² IIMA-DS §4C.

第四節 關於價格、收益率限制及關係人交易之相關規範

NAIC 模範法及前開紐約州、俄勒岡州、德州及華盛頓州保險監理法等對於美國保險業投資不動產關於價格與收益率並無限制。如前述，保險公司之投資計畫需經董事會同意，而投資標的之價格變動與風險，乃董事會考量因素，故關於買賣價格及收益計畫等，自亦授權董事會為專業判斷。但保險人對不動產之投資，僅於已遵循法令之範圍內始得計入保險人之最低資產要求(minimum asset requirement)⁴³。

至於關係人交易，「定義限制版模範法」僅規定，保險人不得直接或間接為自己或利用一個或多個關係企業(affiliate)進行單獨或系列之交易藉以規避該法所定之不得為交易之規範。除此之外，對關係人交易於不動產投資中並未明文為任何規定，反而於其他投資活動中，非但未為禁止或限制，尚且准許。如於對董事或經理人之貸款限制中，「定義限制版模範法」明文排除該條於合乎其他法令前提下，對保險人與其關係企業或子公司(subsidiaries)之適用⁴⁴。另關於保險人就動產租賃(tangible personal property lease)之投資，關於成本共同承擔契約(cost sharing arrangement or agreement)，亦得與關係企業或子公司間為之⁴⁵。據此推論，保險公司關於不動產投資與關係企業或子公司間共同出資為之或於關係企業間之不動產移轉，似無不可。但對關係企業投資之品質與流動性，則應作為董事會進行審慎評估時之衡量因素之一⁴⁶。而觀美國各州保險監理法規，對保險人與關係企業間交易，多僅採條件限制及強制揭露之要求而已。以加州保險法為例，保險人與關係企業間交易應符下列要件：(1)條件應公平合理；(2)服務費之收取應合理；(3)關於成本及利益之分配應與一般保險會計原則相符；(4)保險人相關書表帳冊內對關係企業交易均應清晰正確之記錄，並應揭露之，其揭露事項內並應對各項費用及會計原則進行說明；(5)對保單持有人及關係人股東之紅利與股利分配應合理，且需與保險人之負債與財務需求相對應⁴⁷。

⁴³ IIMA-DS §11A.

⁴⁴ IIMA - DL §6A(4).

⁴⁵ IIMA - DL §14E.

⁴⁶ IIMA-DS §5F.

⁴⁷ California Insurance Code §1215.5(a) [“Transactions by registered insurers with their affiliates are subject to the following standards: (1) The terms shall be fair and reasonable. (2)

欲提出者，關於關係企業間交易之條件，美國聯邦準備法中關於金融集團內關係企業交易條件之限制，頗具參考價值。美國「聯邦儲備法」(Federal Reserve Act)第23A項及第23B項。其限制方式，則採禁止、總量限制、擔保品要求及常規交易四種。首先，為防止可能之利益衝突，23B項原則禁止銀行或其子公司基於受託人關係(Fiduciary Relationship)自關係企業購買任何有價證券，亦禁止銀行購買關係企業證券商辦理發行或承銷之有價證券⁴⁸。第23A項則以列舉方式規定五項交易屬限制准許。此些名為「受規範交易」(Covered Transaction)者為：(1)對關係企業授信；(2)購買或投資關係企業發行之有價證券；(3)自關係企業購入附買回權之資產；(4)將關係企業之有價證券收為質物；及(5)為關係企業進行擔保、簽發信用狀或其他背書保證行為⁴⁹。然此些受規範交易之進行，需受如下之限制：其一，對單一關係企業交易之總量不得逾銀行實收資本百分之10%，且關係人交易之總量不得逾銀行實收資本額之百分之二十⁵⁰。而若銀行與個人交易後，該個人之所得係為關係企業利益使用者，亦屬上開受規範交易⁵¹。其次，第23B項規定，任何與關係企業之交易之條件含信用審查標準及費用等，均須不優於與非關係企業進行類似交易之條件，此即非常規交易(Non-arm-length Transaction)之禁止規定⁵²。第三，於授信或提供擔保及簽發信用狀之場合，依擔保品之種類，要求借款人或被保證人提供等同交易標的金額價值100%至130%不等之擔保⁵³。而於GLBA通過後，銀行與金融控股公司下金融子公司關係企業交易，則不適用上開總量限制之規定⁵⁴。

Charges or fees for services performed shall be reasonable. (3) Expenses incurred and payment received shall be allocated to the insurer in conformity with customary insurance accounting practices consistently applied. (4) The books, accounts, and records of each party to all transactions shall be so maintained as to clearly and accurately disclose the precise nature and details of the transactions, including accounting information that is necessary to support the reasonableness of the charges or fees to the parties. (5) The insurer's policyholder's surplus following any dividends or distributions to shareholder affiliates shall be reasonable in relation to the insurer's outstanding liabilities and adequate to its financial needs.”].

⁴⁸ 12 U.S.C. §371c (c)(1)-(2).

⁴⁹ 12 U.S.C. §371c (b).

⁵⁰ 12 U.S.C. §371c (a)(1).

⁵¹ 12 U.S.C. §371c (a)(2); 12 U.S.C. §371c-1 (a)(3).

⁵² 12 U.S.C. §371c-1 (a)(1)(A).

⁵³ 12 U.S.C. §371c (c)(1).

⁵⁴ 12 U.S.C. §371c (e)(2).

第五節 不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產 之特別規範

美國關於不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產並無特別規範。但如前述，保險公司之投資計畫需經董事會同意，而投資標的之價格變動與風險，乃董事會考量因素。另關於保險業之投資，「定義標準版模範法」賦予州保險監理官於特定場合以命令(order)方式限制之權。其一，倘監理官認為保險人之投資實際狀況與該法不符者，監理官發現後，得通知保險人命令保險人為必要之改正以符合法令規定；其二，倘監理官有下列特定之理由，即基於保險人財務狀況(financial condition)、現行投資實際情形、投資計畫、或被保險人、債權人或公眾權益有損害之虞等理由，得對保險人之許可投資項目、投資標的評價方式或投資計畫與活動課加額外合理之限制，或禁止之或命處分其投資(divestment)；其三，監理官於認無損害被保險人、債權人或公眾利益之虞的前提下，得核准將依外國法律所為之投資計入最低認許資產中；其四，監理官於確認保險人之經營穩定及經理人之能力後，得適度調整保險人之投資限制，但其調整幅度不得超過保險人負債之百分之十⁵⁵。保險人因監理官之命令而受有不利益者，有要求聽證(hearing)救濟之權⁵⁶。

⁵⁵ IIMA-DS §14.

⁵⁶ IIMA-DS §15.

第六節 綜合分析

NAIC 前開模範法，雖對財產與健康險公司及人壽保與意外保險公司均准許為不動產投資，但細查之，由於壽險與產險的資金來源不同，其對於流動性、收益性和風險承受能力的要求不同，資產配置結構也不相同。由於壽險是長期保險，帶有儲蓄性，更強調安全性，因而可接受具有安全性、付息報酬高，但流動性較低的投資，如不動產等；產險則是短期保險，要求流動性強，不宜過多投資於不動產投資。此點，在「定義限制版模範法」的量化限制規範上，對財產與意外保險人不動產投資總量之上限較人壽保險人少這一點上，已有適度反映。但整體而言，美國保險業得投資不動產之比例，相較於我國而言，仍算相當高。

另相較於我國，美國保險業之資金運用及其投資項目相對有彈性，除法定之投資項目及量化限制外，非法定項目於特定條件下亦得為之且法定項目之量化限制亦於特定條件下得經監理官許可而放寬，如此規範模式，將使保險業資金運用更具效率。又，關於不動產投資，美國法令上賦予董事會裁量權，由其審酌不動產投資計畫並進行投資分析，顯見立法政策上乃對保險人之投資活動，授權保險人之經營者為專業判斷，立法者與監理官不宜過度介入。監理官僅於保險人發生財務狀況而有損及被保險人或利害關係人權益之虞時始發動干預。

第三章 歐盟關於保險業投資不動產之監理法規

第一節 歐盟關於保險業資金運用及不動產投資之規範架構

由於保險資金之投資項目攸關其清償能力之確保，因此於歐盟即將實施之 Solvency II 如何就此規範，即成為不可忽視之參輔方向。以下即先就歐盟 Solvency II 規範架構先行概述，並針對其不動產投資規範加以介紹。

Solvency II 主要乃在於管制歐洲保險公司關於清償能力之監理規範。其規範目的乃在確保保險人保有適足資金以履行其對於要保人或被保險人所負之義務。

歐盟針對保險業所發展出之 Solvency II 主要由三個支柱(pillars)所構成。第一支柱主要針對保險業清償能力作量化分析與規範其標準、第二支柱則是監理制度監督管理程序、第三支柱則對於保險業要求其提供相關報告以及公開資訊之揭露。若由 Solvency II 法令之三大支柱先後順序加以觀察，第一支柱乃是最重要的原則性規範，並配合第二支柱與第三支柱進一步具體化至監理制度之執行與相關執行細節之研擬。

於第一支柱中，即要求保險人之投資行為必須本諸謹慎原則 (Investments/Prudent Person Principle)。關於資本適足性之計算，則又區分為清償資本要求 (Solvency Capital Requirement; SCR) 以及最低資本要求 (Minimum Capital Requirement: MCR) 等兩部分。其中清償資本要求之計算，又可分為標準法 (Standard Formula) 以及內部模型法 (Internal Model) 等兩類。

第二支柱則主要為保險人風險管理能力與主管機關之檢視，其目標即在於強化保險人之治理結構。其又分為對於保險人風險與清償能力分析與資本管理 (Own Risk and Solvency Assessment (ORSA) and Capital

Management)、風險管理架構之要求 (Risk Management System)、政策流程與程序 (Policy Processes and Procedures; 即為公司內部控制與遵循系統) 以及關鍵機能運作 (Key Functions; 分為法律遵循機能 compliance function、風險管理機能 risk management、內部監察機能 internal audit function 精算機能 actuarial function、委派 outsourcing 與人員適任性 fit and proper individuals) 等。

第三支柱則為保險人呈報義務 (Reporting), 其又分為清償能力與財務狀況報告 (Solvency and Financial Condition Report: SFCR, 主要為公開揭露資訊)、定期主管機關報告 (Regular Supervisor Report, 僅向主管機關呈報) 以及量化呈報書 (Quantitative Reporting Templates: QRT) 等三者。

關於指令之執行進程, 於 2009 年 11 月 25 日由歐洲議會與理事會同意採納⁵⁷後, 於 2012 年開始將相關實體規範與細節要求各會員國轉入各該國之監理規定。並於 2013 年開始就部分規範執行, 預計於 2014 年 1 月達到全面執行之目標。其適用對象除歐盟境內 27 個會員國外, 又加上三個歐洲經濟區 (European Economic Area) 國家。

因此, 最近幾年來, 歐盟各國之保險人, 莫不對於即將執行之 Solvency II 戒慎恐懼。與本研究主題相關之不動產投資, 則主要涉及該項投資所可能帶來之市場風險以及監理規範上要求保險人所應具備清償資本 (Solvency Capital Requirement)。

SOLVENCY II 關於主要規範原則可分為四部分, 第一部分係「經營保險及再保險活動的一般性規則」, 第二部分係「保險業和再保險業之具體規定」, 第三部分則為「對集團內保險事業與再保險事業之監理」, 第四部分乃「保險公司之重整與清算」。其中與不動產投資規範有關, 屬於第一部分對於經營保險及再保險業務之一般性規則。

⁵⁷ Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II), OJ C 335, 17.12.2009, p.1.

壹、SOLVENCY II 第一部分「經營保險及再保險業務之一般性規則」之主要規範內容

第一章：規定「監理之範圍及定義」，屬於定義性之規定，Solvency II 第 1 條到第 12 條，分別揭示本指令之適用範圍以及程度，第 13 條係作定義性規範。

第二章：「保險業之設立」。

第三章：「主管機關與基本規範」。

第四章：「保險業之內部管理」，本章又分為六節，分別規範「行政、管理與監理機構之責任」、「管理系統」、「資訊公開」、「控股」、「專業守密義務、信息交流與促進集中監理」、「審計人員責任」，其中管理系統包括（一）內部控管及稽核制度之細節性規定、（二）委外政策、（三）保險業負責人應具備資格、（四）保險事業之信譽、（五）風險管理系統、（六）精算機制等六項。

第五章：人身與財產保險產業業務之經營。

第六章：「資產評價和負債、責任準備金、自有資金、清償能力資本要求、最低資本要求及投資規則之相關規定」。

第七章：規定「保險業與再保險業於艱困或不正常之情況」，又分為清償資本要求之違反、最低資本要求之違反、財務狀況惡化情形等。

第八章：「提供服務之建立權利與自由」，包括「從事保險事業」、「保險業提供服務之自由」，內容包括一般規定及強制汽車責任保險之部分。本章第三、四、五節分別規定「分公司所在會員國目的事業主管機關之能力」、「統計資訊」及「分支機構清算程序之契約處理」。

第九章：「歐盟境內設立分支機構與保險及再保險事業總部設立於歐共體外之情形」，第一節為「對保險業採取之行動」第二節係「再保險」之相關規範，

第十章：「由第三國法律管理之保險及再保險事業與由事業管理之收購控股」之規定。

貳、涉及不動產投資之主要規範項目

關於不動產投資之規定則主要以上述第六章為其所涉及之監理規範。其中第一節「資產和負債之估價」，Solvency II 要求會員國須確保保險及再保險事業對經公正交易程序之資產及負債作出估價。

第三節係「自有資本」之規範中共針對自有資本之定義與分類為主要內容。關於其定義，於第一項之內容主要包括「一般性自有資本與補充性自有資本」、「關於公司債權人之保障」以及「關於自有資本之監督管理」。第二項則為「自有資本之分類」。其中 Solvency II 將自有資本依其清償能力之強弱分成三類：第 1 類之清償資本為具備吸收損失能力或具次順位性之一般性自有資本；第 2 類包括具次順位性或免受法令數額限制、免徵強制服務費用、免徵固定性費用之一般性自有資本以及具備吸收損失之能力、具次順位性、免受法令數額限制、免徵強制服務費用及免徵固定費用之補充性自有資本；第 3 類則是未在上述之一般性自有資本及補充性自有資本等三大類。

第四節為「清償資本要求」，第一項規定使用標準法或內部模型法下清償資本要求之總則，第二項則討論清償資本要求之計算方式「標準法」，第三項則討論部分或全部「內部模型法」計算清償資本要求的採納(公司若有內部模型作為風險管理之工具，可放寬其國外投資比例上限，但目前非用於計算清償資本要求)附保證給付投資型商品，內容包括內部模型法的採納、內部模型法的變更、內部模型法的違反、內部模型法的運作。

第五節規定「最低資本要求」，內容包括最低資本要求的採納以及最低資本要求的內容。

第六節則係「投資」，主要內容係事業從事投資的注意義務。

因此在此監理架構下，於歐盟相關不動產監理之相關研究中，即可針

對不動產於保險業投資項下，其涉及風險如何認列以及投資時保險業所應具備之風險管理能力等兩方面作為研究對象，並就此一研究成果作為將來我國相關法制之建構時，可供參考之規範。

第二節 歐盟關於保險業投資不動產資格之相關規定

由於歐盟於 Solvency II 之架構下，主要乃針對保險業投資不動產所產生風險之估計及其對於清償能力之影響，因此對於投資不動產之項目與種類，並無明文禁止規定。故對於投資不動產之資格並無相關規定可供參考。

第三節 保險業投資不動產限制之相關規定

對於不動產投資之限制，主要仍源自於投資不動產後，清償資本要求（Solvency Capital Requirement）之規範與限制。其中目前乃以標準法之建構為歐盟監理架構之主軸。以標準法為例，則又分成數種風險：1. 市場風險（market risk）、2. 交易對手違約風險（counterparty default risk）、3. 人壽保險承保風險、4. 健康保險承保風險、5. 財產保險承保風險、6. 營運風險（operational risk）、以及風險間相關性等。其中關於市場風險則又涵蓋利率風險、權益風險（equity）、貨幣風險、財產風險（property）、溢酬風險（spread risk）與集中風險（concentration risk）等六類。與不動產投資相關之風險即為市場風險中之財產風險。

壹、歐洲保險業與不動產投資事業現況

根據統計資料⁵⁸顯示，以 2009 年為例，歐洲保險人投資組合中，關於土地與建物投資比例僅佔 3%，投資於其他關係企業則為 5%，最主要仍為投資於債券以及固定收益之證券，其比例達 41%。因此對於歐洲保險人而言，不動產投資僅佔其投資項目相當低微部分，故相關議題往往較難引起保險人主動觀察。惟由於保險人挾其龐大資金，對於整體歐洲不動產投資市場而言，卻佔有高達 25%至 35%之投資比率，因此 Solvency II 變動所帶來之影響，反而對於不動產投資事業之衝擊更大。

貳、不動產投資與清償資本要求中市場風險之計算

根據目前關於資本風險權重（capital risk weightings）之計算，於 2010 年 4 月由 CEIOPS（Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors；現為 EIOPA 歐洲保險與職業退休金總署）所發佈之建議報告（QIS 5 Solvency II Calibration Paper，簡稱

⁵⁸ CEA Insures of Europe, European Insurance-Key Facts, September 2011, <<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/key-facts-2011.pdf>>

為 SEC 40-10⁵⁹) 中，涉及保險人握有土地、建物以及直接或間接投資不動產事業之資本(關於 property risk 於該報告 3.1.4)，於標準法之計算下應就其投資標的購入時之市場價值，握有至少百分之二十五自有資本以因應市場風險(market risk)。其他資產，如全球權益風險(global equities 但限於 EEA 以及 OECD 國家)則為百分之三十；其他權益風險如新興市場或對沖基金等高達百分之四十，並可調整至 49%。此外如國外貨幣風險則為百分之二十五。惟相較於其他權益風險，得視情勢調整一定程度，於不動產投資部分，則無任何可調整空間，一律為 25%。至於如以整體基本清償資本要求(Basic Solvency Capital Requirement, as BSCR)而論，根據 EIOPA QIS5 Final Report⁶⁰中，市場風險於人壽保險業高達 67.4%，而財產保險業較低僅為 32.8%。而進一步細分其中財產風險則占市場風險中 12%。

參、產業衝擊與爭議

惟於該項建議案提出後，造成保險業與房地產界不少討論。其中由歐盟七大不動產事業團體(包含保險業與不動產業)籌資成立之財產投資資訊銀行(Investment Property Databank; as IPD)即特別針對 Solvency II 對於不動產投資規範之不當而提出研究報告⁶¹。該項報告針對前述 EIOPA 所建議之 QIS 5 指摘其計算基礎仍有不當之處，更認為依據過往歐洲市場關於不動產波動與所形成之衝擊(shock)影響，應下修至 15%而非先前所建議之 25%。

歸納 IPD 該項報告中，如下計算基礎尚待修正。首先關於財產所涉及

⁵⁹CIEOPS, QIS5 Calibration Paper, 14 April 2010, <http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/docs/solvency/qis5/ceiops-calibration-paper_en.pdf>

⁶⁰ EIOPA, Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II, 14 March 2011<http://www.interfima.org//upload/articles/QIS5_Report_Final.pdf>.

⁶¹ IPD, The IPD Solvency II Review: Informing a new Regulatory Framework for Real Estate, 15th Paril 2011, <[http://www.ipd.com/Portals/1/images/SolvencyII/IPD%20Solvency%20II%20Review%20FINAL%20\(WEB\).pdf](http://www.ipd.com/Portals/1/images/SolvencyII/IPD%20Solvency%20II%20Review%20FINAL%20(WEB).pdf)>

市場衝擊因素 (market shock factor) 乃僅針對英國商業用財產市場為背景資料，欠缺整體歐洲市場之考量。此外建議案中關於財產與其他資產類別之風險相關係數，以及財產與利率風險相關係數顯然過重。因此 IPD 即提出以歐洲整體相關市場為資料而建議其比率應下修至百分之十五。

惟就目前歐洲監理機關態度仍採取強硬立場下，原先所建議 25% 比率，預期仍不受該項報告影響。因此多數保險人其不動產投資策略勢必有所修正，並試圖由內部模型法之建立而規避該項過於僵化之規範⁶²。

⁶² PWC (United Kingdom), Treatment of Real Estate under Solvency II, <<http://www.pwc.co.uk/insurance/issues/solvency-ii-and-real-estate.jhtml>>.

第四節 關於價格、收益率限制及關係人交易之相關規範

歐盟於採計保險業資產與負債之原則乃以公平價格(fair value)為主要基礎，並以偏近於國際會計準則 IFRS 為依歸⁶³。因此於保險人之資產負債表上各項資產與負債均以經濟上估價(economic valuation)(實際上常與前述公平價格名詞互用，兩者皆為相同)為基礎。為估計其市場價格，則以過去市場交易中可取得之價格資訊為估計基礎(mark to market)。此時如該項資產或負債，過去並無市場價格得供參照，則另外由保險人自行建構估價模型用以推估其公平價格(mark to model)。此時縱為自行建構之估價模型，亦必須建立於市場上熟知類似交易而有意願之當事人(knowledgeable willing parties)，且無利害關係下(in an arm's length transaction)所願以同樣價格交易為基礎。

如以估價模型推估時，保險人必須自身有其相關專業知識與能力，並能確保其程序符合治理原則，以確保其使用之模型與相關參數有相當客觀之基礎。因此歐洲保險與退休金監理會(CEIOPS)列示出數項模型建構時所應遵循原則。諸如保險人應自行建立模型建構之程序與流程，詳述相關參與人員、或明確描述採行模型估價之原因與使用方法、或估價過程相關人員之專業能力以及模型相關參數調整與適用期間之限制等⁶⁴。

原先歐盟各國關於資產估價之計算方式，長久以來有所差異。其中以英國與德國差異最為顯著。以英國為例，其對於不動產之估價乃以公開市場上價格作為其估計基礎。惟德國則以過去市場正常環境下其平均價格作為認列基礎，因此於估價時會剔除當市場不正常時價格異常之情形，而以

⁶³ CEIOPS, Advice for Level 2 Implementing Measures on Solvency II: Valuation of Assets and Other Liabilities, DOC-31/09,
<https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/consultationpapers/CP35/CEIOPS-L2-Final-Advice-on-Valuation-of-Assets-and-Other-Liabilities.pdf>

⁶⁴ CEIOPS, Advice for Level 2 Implementing Measures on Solvency II: Valuation of Assets and Other Liabilities, 3.21, DOC-31/09,
<https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/consultationpapers/CP35/CEIOPS-L2-Final-Advice-on-Valuation-of-Assets-and-Other-Liabilities.pdf>

永續價格 (sustainable) 為基礎⁶⁵。因此如再於兩者認列基礎相比較，於一定期間內，德國估價基礎所計算之價值往往較英國估價基礎所估計之價值波動情形較少。前述 I P D 相關研究即以歐盟境內各國 GDP 波動情形與所認列資產價格波動情形加以比較。其中以德國與採計相同基礎之瑞士，其波動情形較為平緩。而英國，與採計同樣基礎之法國與挪威則顯然波動最為顯明⁶⁶。

惟推究其原因，主要乃在於兩國對於不動產投資事業於文化上之不同所產生。以英國而言，其認為不動產投資事業應屬較為短期之投資活動，故其基金經理人多被投資人要求於評估不動產投資時，應分別以一年、三年與五年為基礎。此時由於相較於其他資產之流動性較低，因此常被認為係屬高風險之資產，而投資人優先之策略非在於投資不動產產生孳息之收益，而係逢低買進，逢高賣出。但於德國而言，則有不同邏輯與投資文化，同樣其認為不動產投資之交易成本相當高昂且流動性低，因此往往視其為長期投資而與一般債券投資策略類似。因此主要乃透過持有不動產後所生孳息如租金收入等為投資不動產之主要目的，因此不動產價格無須隨市場價格調整。縱於經濟景氣低迷之際，只要仍持有不動產而不賣出，仍不見得因此受有經濟上影響，故乃以永續價格為估價基礎⁶⁷。此時兩者之估價基礎，究竟何者為優？實際上難以區辨。但如由上述英德投資文化之差異

⁶⁵ Neil Turner & Mark Callender, European Property Valuation Standards: Chalk and Kaese, Schroders, p.1, September 2011, <
[http://www.schroders.com/staticfiles/Schroders/Market%20Strategy%20And%20News/Articles%20and%20Interviews/UK/Property/111101_European_Valuation_Standards_-_Chalk_and_Kase.p](http://www.schroders.com/staticfiles/Schroders/Market%20Strategy%20And%20News/Articles%20and%20Interviews/UK/Property/111101_European_Valuation_Standards_-_Chalk_and_Kase.pdf)
df>

⁶⁶ Neil Turner & Mark Callender, European Property Valuation Standards: Chalk and Kaese, Schroders, p.1-2, September 2011, <
http://www.schroders.com/staticfiles/Schroders/Market%20Strategy%20And%20News/Articles%20and%20Interviews/UK/Property/111101_European_Valuation_Standards_-_Chalk_and_Kase.p
df>

⁶⁷ Neil Turner & Mark Callender, European Property Valuation Standards: Chalk and Kaese, Schroders, p.2, September 2011, <
http://www.schroders.com/staticfiles/Schroders/Market%20Strategy%20And%20News/Articles%20and%20Interviews/UK/Property/111101_European_Valuation_Standards_-_Chalk_and_Kase.p
df>

而論，如該投資不動產行為係以開放型短期投資為基礎（即以不動產價差買賣為收益基礎）時，則以英國市場公開價格當然較為適宜。但若投資不動產行為係以閉鎖型長期投資為基礎（即以不動產所生孳息為收益來源）時，則應以德國永續資產估價較為適宜⁶⁸。

如以兩種估價方式進一步檢視 Solvency II 時，則顯然乃以英國市場價格（mark to market）為其估價基礎。在此認列基礎差異下，不難想見 Solvency II 乃將不動產投資視為風險較高之資產，因此其於市場風險提列時仍以高達百分二十五作為評估清償資本要求之計算基礎。

收益限制部分，於 Solvency II 觀之，並無直接明文規範相關限制，主要仍與投資標的本身所產生之風險以及保險人是否得以因應市場價格變動下之清償能力為整體判斷基礎。

關於關係人交易部分，並無針對不動產交易有特別規定，而與其他交易相同，仍同受 Solvency II 對於關係人交易之規範限制。惟如前所述之估價基礎，所謂 one arm's length transaction 亦即以在無利害關係下之雙方當事人所願意交易之價格為計算基礎，因此如涉及關係人交易時，其資產認列標準仍非以實際交易價格為基礎。

⁶⁸ Neil Turner & Mark Callender, European Property Valuation Standards: Chalk and Kaese, Schrodgers, p.2, September 2011, <
http://www.schrodgers.com/staticfiles/Schrodgers/Market%20Strategy%20And%20News/Articles%20and%20Interviews/UK/Property/111101_European_Valuation_Standards_-_Chalk_and_Kaese.pdf>

第五節 不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產 之特別規範

前已述及，Solvency II 所採行之市場價格或經濟估價，乃以公開市場下實際價格為基礎。因此一旦不動產價格上漲或泡沫化時，其所持有之資產亦隨同變更其認列價格。又此時所擁有之不動產，考量將來市場價格之波動，於 Solvency II 即一律以百分之二十五作為不動產投資之風險資本權重，以使保險人得因應將來不動產價格上漲或泡沫化時，對於其清償能力所可能產生之衝擊。

第六節 綜合分析

以不動產投資行為而論，由於歐洲保險業投資不動產比例占其投資組合甚微。因此如相關統計資料顯示，於 Solvency II 發展現況下，反而是不動產投資相關事業更注意其動向。但與我國對於投資標的限制截然不同者，乃於 Solvency II 架構下，並未對各項投資額度設其上限，而僅由各投資標的種類所產生市場風險之差異，加以辨別。再者，又由於金融市場監理規範，主要乃著重於保險業穩健經營與維持其清償能力，因此是否對於不動產投資產業產生衝擊或影響則非目的事業主管機關所考量重點。此點亦可參照前述 IPD 雖對於市場衝擊因素多所批評，但仍不為歐盟主管機關所妥協之情形。

故保險業與不動產投資產業如認為 Solvency II 以標準法判斷不動產投資市場風險過度嚴苛時，則僅得另由各保險人以內部模型法（internal model）評估其市場風險。惟如欲以內部模型法重新計算其風險時，則又須將其內部模型運用之資料、基礎與細節，報經該保險人所在之會員國主管機關核准後方得適用。因此如僅為避免過於嚴苛之標準法計算，改以內部模型法代替，實際上可能遭遇更大困難。故歐盟境內不動產事業莫不憂心即將實施之 Solvency II 過度嚴苛之不動產風險計算，將更降低保險業投資此一產業之結果⁶⁹。

⁶⁹ Jim Robinson, Solvency II will "force" insurance companies to slash real estate, 12 October 2011, IPE <
http://www.ipe.com/realestate/solvency-ii-will-force-insurance-companies-to-slash-real-estate_42430.php>

第四章 日本關於保險業投資不動產之監理法規

第一節 日本關於保險業資金運用及不動產投資之規範架構

1980年代後半期，日本發生了大規模的經濟泡沫，包括股價和地價在內的資產價格上漲幅度明顯超出經濟基本面所支持的程度。由於應對失誤，日本的保險公司不僅未對泡沫進行有效的預測，反而還助長了泡沫膨脹和最終破滅，為己身經營之健全體質帶來長期而深刻的影響。

一般認為不動產泡沫實際上是房地產泡沫，主要是指土地及附著在土地上的不動產價格異常上漲、過度投資和大量空置。由於土地資源的稀缺性，在過度虛擬化的情況下，土地價格很容易脫離真實價值而形成泡沫。加之不動產市場訊息不對稱，缺少相對透明的定價機制，也給不動產泡沫之形成埋下隱患。另一方面，不動產業乃是資金密集型產業，不動產開發企業往往高負債營運，由於不動產的不可移動性及其保值增值性，商業銀行也很願意以不動產為擔保發放貸款，而保險公司特別是壽險公司，由於手中握有大量資金，對於不動產之投資亦抱持高度興趣。如此一來不動產泡沫往往導致金融風險過度集中在銀行以及保險公司體系，進而危及金融總體經濟的穩定⁷⁰。

觀察圖表 1 歷年日本壽險業不動產投資收益率變化圖後，可以發現日本壽險業自 1974 年迄 1986 年代後半期為止，此十餘年時間可謂是不動產投資的「黃金時期」，不動產投資收益率節節高升，自 1974 年的 3.36% 一路攀升，最高峰出現在 1986 年的 5.90%。1985 年的日本保險學術期刊上甚至出現有「壽險不動產投資乃是資金運用之一環，並非使用巨額資金對高價位之土地進行投資性的投資」、「壽險業不動產投資所取得之用地及大樓，對於地區性經濟發展有所貢獻，並非地價高漲之原因」、「追求高收益率之態勢，其結果與增加要保人分紅相連結」之論述⁷¹，由此可見當時壽險業界乃至於學術界所瀰漫之歌舞昇平氣氛。不動產收益率的攀升給予了

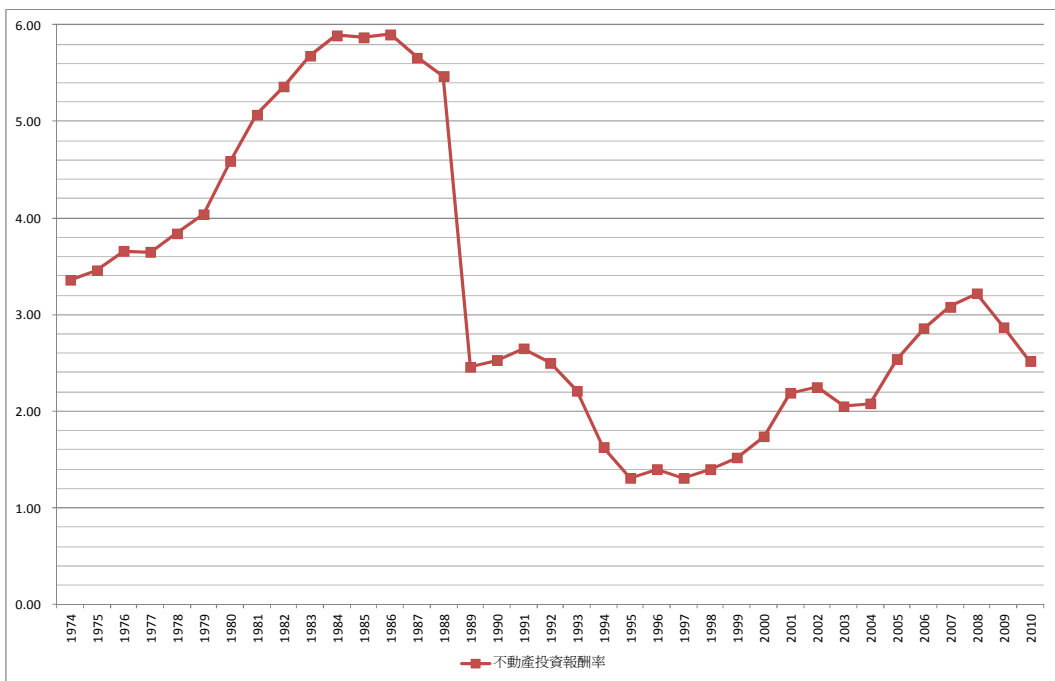
⁷⁰ 參閱傘鋒，日本地產泡沫的形成機制與應對政策的得失，日本學刊，2007 年 06 期，頁 5-7，2007 年 6 月。

⁷¹ 參閱竹田汪，生命保險会社の不動産投資の現状と展望，生命保險經營，第 53 卷第 1 期，頁 71-73，1985 年 1 月。

壽險業銷售高預定利率保單的信心，整個 1980 年代，日本壽險業甚至出現超過 6% 的預定利率保單（參閱

圖表 2)。

圖表 1：歷年日本壽險業不動產投資收益率變化



資料來源：根據歷年日本生命保險協會，生命保險事業概況—

資產別運用利回り，資料製圖。

圖表 2：日本歷年壽險保單預定利率

年度	預定利率
1946-1951	3.00%
1952-1975	4.00%
1976-1980	20 年期以下 5.5%；20 年(含)以上 5%
1981-1984	10 年以下 6%；10(含)-20 年 5.5%；20 年(含)以上 5%
1985-1989	10 年以下 6.25%；10(含)-20 年 6.0%；20 年(含)以上 5.5%
1990-1992	10-20 年期 5.75%；20 年(含)以上 5.5%
1993	4.75%
1994-1995	3.75%
1996-1998	2.75%
1999-2000	2.00%
2001-	1.50%

資

料來源：湯谷昇羊著，劉慶庭譯，壽險業危機的真相，2001 年，頁 5。

然而，當此樂觀論言猶在耳之際，泡沫經濟破滅，股市以及房市應聲下滑，壽險業的不動產收益率亦出現連續 10 年的走低情形，至 1995 年僅餘 1.31%。由於日本壽險業在不動產收益率上的減少，連帶影響到壽險公司對於高預定利率保單的給付能力，自 1997 年 4 月的日產生命開始，接二

連三發生壽險公司退場事件。1999年6月東邦生命，2000年5月第一生命，2000年8月大正生命，2000年10月千代田生命、協榮生命，2001年3月東京生命。有如發生雞瘟一般，在短短4年內，竟有7家日本壽險公司陸續退場，其中不乏有百年企業，以及全球前五百大的公司。因此思考日本的慘痛經驗並從中吸取教訓，對於今日我國之保險業者乃至於主管機關而言，實具有重要之現實意義。

日本保險業關於資金運用及不動投資的規範架構，主要由保險業法以及金融廳之行政指導兩類所組成，根據保險業法之相關規定，關於不動產之投資，允許保險業持有不動產及基於持有之收益行為（例如大樓等之租借）。

壹、日本保險業法之相關限制

- (1) 兼業之限制：保險業法第3條
- (2) 業務範圍之限制：保險業法第97條第1項
- (3) 資金運用方式之限制：保險業法第97條第2項，保險業法施行細則第47條
- (4) 對於特定資金運用之額度限制：保險業法第97條之2第1項，舊保險業法施行細則第48條
- (5) 對於關係人之資金運用額度限制：保險業法第97條之2第2項，保險業法第97條之2第3項，保險業法施行細則第48條之2、第48條之3，保險業法施行細則第48條之5

貳、保險主管機關--日本金融廳之行政指導

對於保險業的行政指導，最主要表現於由日本金融廳所編製的《保險公司綜合監理方針》（最新修訂日：2012年4月；日文原文：「保険会社向けの総合的な監督指針」）以及《保險檢查手冊》（最新修訂日：2012年1月；日文原文：「保険検査マニュアル」）兩份資料。

在《保險公司綜合監理方針》中，主管機關金融廳將不動產投資，明

確區分為自行營業用目的取得以及投資用目的取得⁷²，以求其監理規範能更適切於保險公司之資金運用現況。《保險檢查手冊》則更一步將不動產投資歸屬於保險業八大檢查項目中之「資金運用風險」範圍。

⁷² 金融庁，保険会社向けの総合的な監督指針，頁 65，2012 年 4 月。

第二節 日本關於保險業投資不動產資格之相關規定

對於投資不動產標的之項目與種類，由於目前日本的監理方針乃是委由保險公司作自主性判斷，因此主管機關僅規範自我評估基準之大項。以下說明日本關於此部份之規定。

根據最新版 2012 年 1 月的《保險檢查手冊》所示，日本保險監理機關——金融廳摒除過往九大項目的檢查架構（參閱圖表 3），將「內部管理」一項變更為「經營管理」，並將「財務健全性・保險精算」與「商品開發」整合為「統合性風險管理」。新版《保險檢查手冊》分為「經營管理」、「法令遵守」、「保險招攬」、「顧客保護」、「統合性風險管理」、「保險承保風險管理」、「資金運用風險管理」、「營運風險管理」等八個檢查項目，更加強調保險公司的自我管理原則，寄望在經營階層的領導努力之下，能制定因應其規模、特性的內部控制流程，以確保保險公司業務之健全性及適切性，並達到保護消費者之目的⁷³。

圖表 3：《保險檢查手冊》之架構（舊制；迄 2011 年 12 月止）

內部管理						
法令遵守						
保險招攬	顧客保護	財務健全性・保險精算	商品開發	保險承保風險	資金運用風險	營運風險

資料來源：舊版《保險檢查手冊》

「資金運用風險管理」一項中將資金運用風險定義為所持有之資產、負債價值發生變動，使保險公司蒙受損失之風險⁷⁴。而「資金運用風險」又被細分為「市場風險」、「信用風險」，以及「不動產投資風險」等三類。

⁷³ 金融庁，保險檢查マニュアル，頁 2，2012 年 1 月。

⁷⁴ 前掲，頁 161。

「市場風險」意指因利率、匯率、股票等各種市場的風險因子（Risk Factor）變動，致使持有之資產負債價值發生變動而蒙受損失，或資產負債所生之收益發生變動而蒙受損失之風險⁷⁵。

「信用風險」意指因交易對手的財務狀況惡化，致使資產價值減少或消失，使得保險公司蒙受損失之風險。其中對於國外交易，因交易對手所屬國家之貨幣或政治經濟情勢致使保險公司蒙受損失之風險，亦稱為國家風險（Country Risk）⁷⁶。

「不動產投資風險」則是意指因租金費用等變動所造成之不動產收益減少，或因市場變動所造成之不動產價格滑落，致使保險公司具有蒙受損失之風險⁷⁷。

資金運用風險管理要求保險公司須建立資產的自我評估基準，依照資產回收或價值毀損危險性之程度，自我評估基準須將資產分成 I、II、III、IV 四大類⁷⁸。

第 I 類為非第 II、III、IV 類者，屬於不具回收危險性或價值損毀危險性之資產者。

第 II 類為無法滿足確保債權之各項條件，或因信用上之疑慮等理由，被認為其回收具有超過一般程度危險之債權資產者。此外，第 II 類資產包含用以及不用以作為一般擔保、保證者。

第 III 類為最終回收或價值存有重大疑慮，損失發生之可能性雖高，但合理推估其損失額度具有困難之資產者。惟第三類資產並非對保險公司而言完全無法推估其損失額度，對於精通評估個別狀況的保險公司而言，仍可藉由其獨自的方法與判斷得以適當地預估損失額度。

第 IV 類為被判定為不可能回收或無價值之資產者。此外，第 IV 類資產並非絕對不可能回收或無價值，而是意指即使將來得以部分回收，但基本上在評估基準日時得以判定為不可能回收或無價值者。

⁷⁵ 前揭，頁 161。

⁷⁶ 前揭，頁 161。

⁷⁷ 前揭，頁 161。

⁷⁸ 前揭，頁 266-267。

由於《保險公司綜合監理方針》將保險公司的不動產投資，區分為自行營業用目的所取得之不動產，以及投資用目的所取得之不動產兩類。《保險檢查手冊》更進一步規定在在自行營業用目的所取得之不動產中，若實際上未營業者，須列為第 II 類資產。此外無論是否為營業用，若適用於資產減損會計者 (Assets Impairment Accounting)，其減損之金額列為第 IV 類資產⁷⁹。關於不動產之資產減損，則參照 2002 年 4 月 8 日由企業會計審議會所制訂的「固定資產減損之相關會計準則」。

在以投資目的用所取得之不動產中，若一定期間內無使用情形且無使用計劃者，列為第 II 類資產。此外，若適用於資產減損會計者，其減損之金額列為第 IV 類資產⁸⁰。

所謂一定期間，蓋指兩年程度⁸¹。而「無使用情形」原則上意指無租金收入，惟原本之事業計畫中斷，以停車場做為臨時措施者，即使有租金收入，但因其非為最終使用型態，故亦歸類於「無使用情形」⁸²。此外，即使計劃之具體及實行皆具有高度可能，但未能在諸如公司內部預算書中，確認其已列入相關預算等書面資料內，仍應歸類於「無使用計劃」⁸³。

⁷⁹ 前揭，頁 296。

⁸⁰ 前揭，頁 297。

⁸¹ 前揭，頁 297。

⁸² 前揭，頁 297。

⁸³ 前揭，頁 297。

第三節 日本關於保險業投資不動產限制之相關規定

保險業法等相關法規及主管機關的行政指導，針對保險業之不動產投資定有若干限制規定，以下分別加以說明。

壹、保險業法之相關限制

(1) 兼業之限制：保險業法第 3 條

保險業法第 3 條規定保險業非受有內閣總理大臣之營業許可者，不得經營之。且營業許可執照分為人壽保險業（日文原文：「生命保險業」）許可及財產保險業（日文原文：「損害保險業」）許可兩種。

(2) 業務範圍之限制：保險業法第 97 條第 1 項⁸⁴

保險業法第 97 條第 1 項規定保險公司依照保險業法第 3 條第 2 項之營業許可執照類別從事保險業務。

(3) 資金運用方式之限制：保險業法第 97 條第 2 項⁸⁵，保險業法施行細則第 47 條⁸⁶

⁸⁴ 日本保險業法第 97 條第 1 項：

「(業務の範囲等)

第九十七条 保險会社は、第三条第二項の免許の種類に従い、保険の引受けを行うことができる。」

⁸⁵ 日本保險業法第 97 條第 2 項：

「2 保險会社は、保険料として収受した金銭その他の資産の運用を行うには、有価証券の取得その他の内閣府令で定める方法によらなければならない。」

⁸⁶ 日本保險業法施行細則第 47 條：

「(資産の運用方法の制限)

第四十七条 法第九十七条第二項に規定する内閣府令で定める方法は、次に掲げる方法とする。

一 有価証券（金融商品取引法第二条第一項に規定する有価証券及び同条第二項の規定により有価証券とみなされるものをいう。）の取得（第三号、第三号の二、第六号の二、第八号及び第九号に該当するものを除く。）

二 不動産の取得

三 金銭債権の取得

三の二 短期社債等（法第九十八条第六項に規定する短期社債等をいう。以下同じ。）の取得

保險業法第97條第2項規定保險公司就其以保險費收取之金錢或其他資產為運用時，應依有價證券之取得或其他內閣府令規定之方式辦理。同時保險業法第100條規範保險公司除依第97條、第98條、第99條及其他法律所規定經營之業務外，不得經營其他業務。

保險業法施行細則第47條則規定保險公司之資金運用以下列方式為限：有價證券，不動產，金錢債權，短期公司債，金條，金錢貸款，有價證券貸款，存款，金錢、金錢債權、有價證券或不動產之信託，有價證券相關之衍生性商品，金融衍生性商品，期貨外幣匯兌。其中明文規定不動產之取得，乃保險公司資金運用項目之一。

(4) 對於特定資金運用之額度限制：保險業法第97條之2第1項⁸⁷，舊保險業法施行細則第48條⁸⁸

四 金地金の取得

五 金錢の貸付け（コールローンを含む。）

六 有価証券の貸付け

六の二 民法第六百六十七條第一項（組合契約）に規定する組合契約又は商法（明治三十二年法律第四十八号）第五百三十五條（匿名組合契約）に規定する匿名組合契約に係る出資

七 預金又は貯金

八 金錢、金錢債權、有価証券又は不動産等の信託

九 有価証券関連デリバティブ取引（金融商品取引法第二十八條第八項第六号（定義）に規定する有価証券関連デリバティブ取引をいう。以下同じ。）

十 金融商品取引法第二條第二十項（定義）に規定するデリバティブ取引（前号に掲げるものに該当するものを除く。）

十一 法第九十八條第一項第八号 に規定する金融等デリバティブ取引

十二 先物外国為替取引

十三 前各号に掲げる方法に準ずる方法」

⁸⁷ 保險業法第97條之2第1項：

「第九十七條の二 保險会社は、内閣府令で定める資産については、内閣府令で定めるところにより計算した額を超えて運用してはならない。」

⁸⁸ 舊日本保險業法施行細則第48條：

「(法第九十七條の二第一項に規定する資産の運用額の制限)

第四十八條 法第九十七條の二第一項に規定する内閣府令で定める資産は、総資産（特別勘定又は積立勘定（第三十條の三第一項（第六十三條において準用する場合を含む。）の規定により設ける勘定をいう。以下この条及び第四十八條の三において同じ。）を設ける場合においては、当該特別勘定又は積立勘定に属するものとして經理された資産を除く。以下この条、第四十八條の三及び第四十八條の五において同じ。）

のうち次に掲げる資産とする。

一 国内株式（保険金等の額を外国通貨をもって表示する保険契約に係る資産（他の資産と経理が区分されているものに限る。以下この条及び第百四十条において同じ。）にあつては、当該資産のうち当該外国通貨をもって表示する株式）（前条第六号の二に掲げる出資を含む。）

二 不動産（不動産の取得のための資金として金融庁長官が定めるものを含む。）

三 外貨建資産（保険金等の額を外国通貨をもって表示する保険契約に係る資産にあつては、当該資産のうち当該外国通貨以外の通貨建資産）（先物外国為替取引に係る契約等により円換算額（保険金等の額を外国通貨をもって表示する保険契約に係る資産にあつては、当該外国通貨換算額）が確定しているものを除く。）

四 債券、貸付金及び貸付有価証券（金融庁長官が定めるものに限る。）

五 前条第一号から第八号までに掲げる方法に準ずる方法により運用する資産

2 法第九十七条の二第一項に規定する内閣府令で定めるところにより計算した額は、次の各号に掲げる資産の区分に応じ、当該各号に定める額とする。ただし、金融庁長官の承認を受けた場合は、この限りでない。

一 前項第一号に掲げる資産総資産の額（その他有価証券（財務諸表等規則第八条第二十二項に規定するその他有価証券をいう。以下同じ。）にあつては、貸借対照表計上額の合計額が帳簿価額の合計額を上回る場合には帳簿価額の合計額とする。以下この項、第四十八条の三第二項及び第四十八条の五第二項において同じ。）に百分の三十を乗じて計算した額

二 前項第二号に掲げる資産総資産の額に百分の二十を乗じて計算した額

三 前項第三号に掲げる資産総資産の額に百分の三十を乗じて計算した額

四 前項第四号に掲げる資産総資産の額に百分の十を乗じて計算した額

五 前項第五号に掲げる資産総資産の額に百分の三を乗じて計算した額

3 前二項の規定にかかわらず、積立勘定を設ける場合においては、当該積立勘定に属するものとして経理された資産（以下この条及び第四十八条の三において「積立勘定資産」という。）のうち、次の各号に掲げる資産にあつては、積立勘定資産の総額（その他有価証券にあつては、貸借対照表計上額の合計額が帳簿価額の合計額を上回る場合には帳簿価額の合計額とする。第四十八条の三第二項において同じ。）にそれぞれ当該各号に定める割合（金融庁長官が定める資産にあつては、金融庁長官が定める割合）を乗じて計算した額とする。ただし、金融庁長官の承認を受けた場合は、この限りでない。

一 国内株式（保険金等の額を外国通貨をもって表示する保険契約に係る積立勘定資産にあつては、当該資産のうち当該外国通貨をもって表示する株式）（前条第六号の二に掲げる出資を含む。） 百分の三十

二 外貨建資産（保険金等の額を外国通貨をもって表示する保険契約に係る積立勘定資産にあつては、当該資産のうち当該外国通貨以外の通貨建資産）（先物外国為替取引に係る契約等により円換算額（保険金等の額を外国通貨をもって表示する保険契約に係る積立勘定資産にあつては、当該外国通貨換算額）が確定しているものを除く。） 百分の三十

4 法第九十七条の二第一項の規定により内閣府令で定めるところにより計算した額を超えて運用してはならないとされる資産の運用の額は、その他有価証券については、

保險業法第 97 條之 2 第 1 項規定保險公司就內閣府令規定之資金運用，不得超過依內閣府令規定所計算出之額度。此外，從確保保險公司財務健全性之觀點出發，以圖保險公司之資金運用安全⁸⁹，舊保險業法施行細則第 48 條則對於保險公司將其資金運用在日本國內外股票、不動產、外幣計價資產等風險性資產時，設有以下之限額（參閱圖表 4），亦即保險公司對於不動產之投資額度，最高不得超過總資產之 20%。

圖表 4：保險業資金運用比例之限制（舊制）

對象資產	國內股票	外幣計價資產	不動產	特定運用資產	任意運用資產
上限（佔總資產之比率）	30%	30%	20%	10%	3%

資料來源：舊保險業法施行細則第 48 條

值得注意的是，2007 年 10 月金融廳所屬之金融審議會⁹⁰中，各委員對於資金運用比例之規範，有以下四點不同意見⁹¹。第一、各家保險公司事業內容與負債結構相異之下，現行的齊一性規範，與提高風險管理自主性之誘因存在互相矛盾之處，有修正之必要。第二、在各家保險公司事業內

貸借対照表計上額の合計額が帳簿価額の合計額を上回る場合には帳簿価額の合計額として計算するものとする。

5 保險会社は、第二項ただし書及び第三項ただし書の承認を受けようとするときは、承認申請書に理由書その他参考となるべき事項を記載した書類を添付して金融庁長官に提出しなければならない。」

⁸⁹ 參閱金融庁，保險に関する規制緩和について，2007 年 12 月 5 日，頁 3，於 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/dai2/siryoku/20071205/05.pdf（最後瀏覽日：2012 年 6 月 19 日）

⁹⁰ 金融審議會乃是應內閣總理大臣之諮詢，針對改善金融制度等日本國內金融重要事項，進行調查、審議之組織。1998 年該組織整合金融制度調查會、證券交益審議會、保險審議會後，新設於金融廳內。

⁹¹ 參閱金融庁，保險に関する規制緩和について，2007 年 12 月 5 日，頁 11。

容或負債結構相異之下，齊一性之規範被認為有其不合理之處，期望能賦予根據 ALM 之自主性判斷進行運作。此外，以投資人立場而言，並不希望因廢除該規範而衍生出極端性的資金運用或資產集中化之情形出現，須配合改善主管機關之監理或保險公司之資訊揭露事項。第三、若廢除資金運用額度之限制，除資訊揭露與監理之外，其他額外之擔保事項亦須一併檢討。第四，不應對所有保險公司採取一致性之規範，應以公司規模、風險管理能力之差異作為依據，設立考量各家保險公司之規範方式。針對金融審議會之意見，金融廳內部表示：「保險公司中存在事業內容、負債結構、風險管理能力等之差異，現行之齊一性規範，可謂與基本上委由各公司自主判斷其經營、資金運用之監理方針有所不合。」⁹²

根據金融審議會之意見，金融廳在 2012 年 2 月 29 日預告廢除保險公司關於資金運用中，各持有種類之資產額度，須以總資產額乘上一定比率之乘積作為上限之規範⁹³，並於 2012 年 4 月 18 日內閣府令第 36 号中正式刪除了保險業法施行細則第 48 條。自此保險公司對於包含不動產在內之特定資金運用額度，不再受有總資產的 30% 或 20% 之上限限制。

貳、主管機關之行政指導

促進保險公司經營與資金運用之自由度，以及確保保險公司之財務健全性乃是日本現行的保險監理方向。因此關於資金運用，《保險公司綜合監理方針》並未做太多細目的規定，僅著眼於保險公司是否完善其風險管理機制一事。為維持保險公司之健全性，《保險公司綜合監理方針》關心保險公司是否考量了市場風險、信用風險、流動性風險，並從中建立一套完善的風險管理制度，其監理重心在於確認以下事項⁹⁴：

- (1) 根據市場風險、信用風險、流動性風險等，是否制訂了風險管理的基本方針？
- (2) 董事長或執行董事是否積極參與該基本方針的制定？

⁹² 參閱金融庁，「保險に関する規制緩和について」，2007 年 12 月 5 日，頁 12。

⁹³ 參閱金融庁，「保險業法施行規則の一部を改正する内閣府令（案）」等の公表について，2012 年 2 月 29 日，於 <http://www.fsa.go.jp/news/23/hoken/20120229-5.html>（最後瀏覽日：2012 年 6 月 19 日）

⁹⁴ 金融庁，「保險会社向けの総合的な監督指針」，頁 61-62，2012 年 4 月。

- (3) 是否適切地制定了內部規定？
- (4) 資金運用之相關責任機制是否明確？特別是交易實施部門與後方事務部門、風險管理部門間，是否明確各部門管理人之功能與權限？除此之外，交易實施部門與後方事務部門或是風險管理部門間是否發揮了互相制衡的機能？
- (5) 是否定期且適切地進行持有資產的評估工作？
- (6) 是否廣泛蒐集、分析對於持有資產之價格有所影響之資訊，包含國內外經濟動向？
- (7) 是否建立了能把握整體營運風險量之機制？
- (8) 為使董事長或執行董事能適切且迅速地決定業務營運或風險管理方針，是否完善即時向董事長或執行董事報告重要資訊之機制？
- (9) 對於個別之持有資產，倘若部門間無法互相聯絡，逕自進行投資運用，整體來看容易拘泥於本位主義，可能招致風險集中之情形。是否建立了避免上述弊端發生的機制？

第四節 關於價格、收益率限制及關係人交易之相關規範

保險業法及其主管機關的行政指導等，對於日本保險業投資不動產關於價格、收益率並無限制。原因如前述，資金運用之監理方向為著眼於保險公司是否完善其資產投資的風險管理機制，而投資標的之價格變動或是收益率等乃屬於保險公司的經營判斷範圍。

但相對於此，日本對於不動產中的關係人交易則有較為明確的規範。首先保險業法第 97 條之 2 第 2 項⁹⁵規定，保險公司對於同一人，以及與該同一人具有特殊關係者進行依內閣府令所規定之資金運用時，不得超過依內閣府令規定所計算出之額度。關於與該同一人具有特殊關係者，保險業法施行細則第 48 條之 2 規定為以下情形：

- (1) 該同一人自身之子公司
- (2) 將該同一人自身做為子公司之公司
- (3) 於 (2) 所稱公司之子公司
- (4) 為自然人，但該同一人自身持有超過股東總數議決權之百分之五十者。
- (5) 為自然人，但持有超過將該同一人自身做為子公司之公司股東總數議決權百分之五十者。
- (6) (4) 或 (5) 所揭示者持有超過股東總數議決權百分之五十之公司及其子公司。
- (7) 該同一人自身或於 (1)、(2)、(3)、(6) 所揭示之公司，以及 (4) 或 (5) 所揭示者持有超過股東總數議決權百分之五十之公司。

⁹⁵ 日本保險業法第 97 條之 2 第 2 項：

「2 前項に定めるところによるほか、保険会社の同一人（当該同一人と内閣府令で定める特殊の関係のある者を含む。次項において同じ。）に対する内閣府令で定める資産の運用の額は、内閣府令で定めるところにより計算した額を超えてはならない。」

保險業法施行細則第 48 條之 3 規定保險公司對於特定同一人，以及與該同一人具有特殊關係者進行資金運用時，其資金運用比例上限訂為 10%，對於持有保險公司主要股東基準值以上數額之議決權者，其資金運用比例上限則為 6%，但如資金運用項目屬於貸款者，則分別為 3% 與 2%。惟前述規定若獲得金融廳長官認可時，則不在此限。

除此之外，保險業法第 97 條之 2 第 3 項規定⁹⁶，保險公司持有子公司或其他具有依內閣府令所定之特殊關係者時，該保險公司及該保險子公司，或該保險子公司對於同一人，進行內閣府令所定之資金運用時，不得超過依內閣府令所定之計算額度。所謂特殊關係，保險業法施行細則第 48 條之 4⁹⁷ 規定為具有以下關係者：

(1) 該保險公司之子法人

(2) 該保險公司之關係法人

保險業法施行細則第 48 條之 5 規定保險公司持有子公司或其他具有依內閣府令所定之特殊關係者時，其資金運用比例上限訂為 10%，對於持有保險公司主要股東基準值以上數額之議決權者，其資金運用比例上限則為 6%，但如資金運用項目屬於貸款者，則分別為 3% 與 2%。惟前述規定若獲得金融廳長官認可時，亦不在此限。

⁹⁶ 日本保險業法第 97 條之 2 第 3 項：

「3 保險会社が子会社その他の内閣府令で定める特殊の関係のある者（以下この条において「子会社等」という。）を有する場合には、当該保険会社及び当該子会社等又は当該子会社等の同一人に対する内閣府令で定める資産の運用の額は、合算して内閣府令で定めるところにより計算した額を超えてはならない。」

⁹⁷ 日本保險業法施行細則第 48 條之 4：

「(当該保険会社と特殊の関係のある者)

第四十八条の四 法第九十七条の二第三項に規定する内閣府令で定める特殊の関係のある者は、次に掲げる者とする。

一 当該保険会社の子法人等（令第十三条の五の二第三項に規定する子法人等をいう。以下同じ。）

二 当該保険会社の関連法人等（令第十三条の五の二第四項に規定する関連法人等をいう。以下同じ。）」

圖表 5：保險業關係人交易時之資金運用比例限制

根據法源	資金運用對象	上限（佔總資產之比率）	備註
保險業法第 97 條之 2 第 2 項（保險公司）	同一人以及與該同一人具有特殊關係者	10%	若為貸款則僅限 3%
	持有保險公司主要股東基準值以上數額之議決權者	6%	若為貸款則僅限 2%
保險業法第 97 條之 2 第 3 項（保險公司子公司）	同一人以及與該同一人具有特殊關係者	10%	若為貸款則僅限 3%
	持有保險公司主要股東基準值以上數額之議決權者	6%	若為貸款則僅限 2%

資料來源：保險業法施行細則第 48 條之 3、第 48 條之 5

第五節 不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產

之特別規範

日本對於不動產價格上漲或泡沫化時，對保險業投資不動產並無特別之規範。不動產價格上漲或泡沫化所面臨到的風險，在日本屬於保險公司的經營判斷範圍內，保險公司應藉由風險管理機制，妥善處理該風險。但如果情形持續惡化以致於影響保險公司經營時，似乎可以參酌根據保險業法第 132 條⁹⁸之規定，由內閣總理大臣依照保險公司業務或財產狀況，亦或是保險公司及其子公司之財產狀況，為確保保險公司業務健全且適當之營運，謀求要保人等之權益保護，認為有必要時，可對該保險公司，提示應採取之措施事項及其限，要求其於期限之內，提出為確保經營健全性之改善計畫，或命令其就已提出之改善計畫進行變更，或於必要期限內訂定期限，命令其停止全部或一部分之業務，或命令其採取財產提存或其他監理所必要之措施。而前述命令（包含要求提出改善計畫）認為有必要充實保險公司之保險金等支付能力時，應依保險公司保險金等支付能力之狀況，分別依內閣府令、財務省令辦理之。

惟上述情形應僅限於長期經濟不景氣所帶來之深遠影響，若僅是一般的不動產價格漲跌，則因僅會對保險公司造成短期之影響，理應不至於動用到保險業法第 132 條。

⁹⁸ 日本保險業法第 132 條：

「第三百三十二條 內閣總理大臣は、保險会社の業務若しくは財産又は保險会社及びその子会社等の財産の状況に照らして、当該保險会社の業務の健全かつ適切な運営を確保し、保險契約者等の保護を図るため必要があると認めるときは、当該保險会社に対し、措置を講ずべき事項及び期限を示して、経営の健全性を確保するための改善計画の提出を求め、若しくは提出された改善計画の変更を命じ、又はその必要の限度において、期限を付して当該保險会社の業務の全部若しくは一部の停止を命じ、若しくは当該保險会社の財産の供託その他監督上必要な措置を命ずることができる。

2 前項の規定による命令（改善計画の提出を求めることを含む。）であつて、保險会社の保險金等の支払能力の充実の状況によって必要があると認めるときにするものは、保險会社の保險金等の支払能力の充実の状況に係る区分に応じ内閣府令・財務省令で定めるものでなければならない。」

以下特別說明《保險檢查手冊》中，主管機關要求保險公司於進行不動產投資風險管理時所應注意之事項⁹⁹，以供我國參考。《保險檢查手冊》要求董事會應依其保險公司規模、特性，設立資金運用風險管理部門，並明確其所屬之不動產投資風險管理部門功能、責任及其相關組織型態。

- (1) 不動產投資風險管理部門，是否適切地認知、把握到該保險公司所承擔之風險要素（收益變動因素及不動產價格變動因素），且進行適切之管理？
- (2) 不動產投資風險管理部門，是否依循不動產投資風險管理規則區分投資用不動產，並定期或於必要時隨時確認？
- (3) 不動產投資風險管理部門是否確實蒐集、分析、檢討，租金行情、店鋪供給與需求、地價動向、土地利用規範、稅制變革，或是持有標的之地理條件、競爭情形、環境（土壤污染、土壤液態化、地層下陷）等之相關資訊（包含該保險公司正檢討賣出、處分之不動產資訊）？
- (4) 不動產投資風險管理部門於不動產投資審查之際，是否考慮到投資基準的遵循性，事業計畫的妥當性，分散投資等項目？
- (5) 關於投資不動產，不動產投資風險管理部門是否適切管理諸如店鋪招募、空屋率、業務委託、維修、進行之專案、海外不動產之匯率風險等項目？低於最低投資報酬率之物件，是否隨時向資金運用風險管理部門報告？
- (6) 不動產投資風險管理部門，是否定期或於必要時隨時計算不動產損益情形？此外，是否採行合理方法適切地評估不動產？
- (7) 不動產投資風險管理部門對於需要管理之不動產，是否敦促不動產投資部門檢討確保收益之策略，特別是進行嚴格之管理？此外，對於需要管理之不動產，修訂事業計畫進行再投資時，是否經不動產投資風險管理部門審查後實行？關於需要管理之不動產管理狀況（包含指定、解除，出售，處分之

⁹⁹ 金融庁，保險檢查マニュアル，頁 175-176，2012 年 1 月。

可能性)，是否向資金運用風險管理部門報告，確認其妥適性？

- (8) 不動產投資風險管理部門對於閒置之不動產，是否檢討其出售、處分之可能性？此外關於閒置之不動產，是否項資產運用風險管理部門報告，確認其妥適性？

第六節 綜合分析

我國保險法第 146-2 條規定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。但購買自用不動產總額不得超過其業主權益之總額。相較於日本，雖然日本保險法規亦准許保險業進行不動產投資，但並無不動產投資金額比例之上限規定。儘管並無投資金額比例之上限規定，但細查主管機關的行政指導內容，其實是將不動投資之相關事務，委由保險公司自行做經營上之判斷。主管機關僅規範保險公司依其規模、性質，需設置獨立運作之資金運用風險管理部門，在資金運用風險管理部門下則另外設有不動產風險管理部門，專門負責不動產投資事務。主管機關的行政指導在於確保渠等風險管理部門能順利運作發揮應有之功能。此乃日本走向低度監理，保險公司高度自主的一項指標。要求保險公司成立內部獨立專責的資金運用風險管理部門作法，或許可為我國主管機關參考。

此外，日本將不動產投資項目，區分為投資目的用與營業目的用兩種，並根據其不同之使用情形，分為四類不同資產。此舉有益於保險公司對所持有之不動產，進行更為明確的資產分類，並有利於活化不動產投資，亦可供我國參考。

日本歷經泡沫經濟崩潰後為保險公司經營所帶來的長期負面影響，但即使如此，日本仍然沒有矯枉過正，近幾年的主管機關依舊朝向監理鬆綁的方向前進。此從保險業法施行細則，以及《保險公司綜合監理方針》與《保險檢查手冊》的修訂中，可以得到印證，日本的監理方向值得我國深思。

第五章 澳洲關於保險業投資不動產之監理法規

第一節 澳洲關於保險業資金運用及不動產投資之規範架構

澳洲保險事業係受澳大利亞審慎監督局 (Australian Prudential Regulation Authority, hereinafter APRA) 監理。APRA 負責制定銀行、保險、退休金等金融機構的審慎經營標準，並被賦予廣泛的監理權力以應對可能出現的各種金融危機，在必要的時候甚至可以直接接管問題金融機構。在 APRA 監理下，保險監理架構分為一般保險 (General Insurance) 及人壽保險 (Life Insurance and Friendly Society)，分由不同法規及標準監理。

於人壽保險，其主要規範為以 1995 人壽保險法 (Life Insurance Act of 1995)、1995 人壽保險規則為主之數部法規。依該法第 230A 條之規定，APRA 有權制定監理人壽保險事業之審慎標準，人壽保險事業有義務遵守。APRA 並依其授權，制定資本要求、資產評價、風險管理、適合性、永續經營、公司治理、會計與稽核等二十多項審慎標準 (Prudential Standard)¹⁰⁰，組成具有執行力之規範架構。

一般保險則係以 1973 保險法、2002 保險規則等法規為其主要規範，保險法第 32 條授權 APRA 制定審慎標準監理一般保險事業之權限，並於同法第 35 條課予一般保險事業遵守之義務，APRA 亦依該授權制定相關審慎標準架構其監理規範。與 APRA 所制定，規範人壽保險事業廣泛而詳盡之標準相較，監理一般保險事業之審慎標準著重於公司治理架構及最適資本準備 (Capital Adequacy Reserve, hereinafter CAR) 之相關要求。

至於審慎標準之制定，在一般保險之監理上，APRA 於 2002 年首先引入目前之資本標準，並在 2006 年及 2008 年微幅修正。而關於人壽保險，

¹⁰⁰ 澳洲適用於人壽保險之審慎標準可詳見，AU, APRA, LIFE INSURANCE: PRUDENTIAL STANDARD, <http://www.apra.gov.au/lifs/PrudentialFramework/Pages/prudential-standards.aspx> (last visited 2012/3/10)

人壽保險精算標準委員會 (The Life Insurance Actuarial Standards Board, LIASB) 於 1995 年首先制定資本償付標準及資本適足標準，上開標準係依 1995 年人壽保險法而制定。前開標準於 1999 年擴大適用至 Friendly Societies，於 2005 年進行修正，引進國際財務報告標準 (International Financial Reporting Standards)。人壽保險法並於 2007 年修正，將制定、管理及修正與資本償付、資本適足等相關審慎標準之權力移轉予 APRA¹⁰¹。

保險業有別於一般生產事業，不論人身保險抑或是財產保險，於將來契約約定之保險事故發生或是保險給付條件成就而有保險金請求權時，保險公司應依其保險契約條款及相關法令履行填補損失責任或是給付保險金，加以保險業資金絕大部分來自於一般社會大眾資金，為確保保單持有人的權益以及保險人的清償能力，保險資金的運用上，有受到規範監理的必要性。

一般而言不動產投資有下列特色：(1) 具長期性：不動產投資係屬於較長期的資金運用，且亦具有固定收益的性質，故為國內外壽險業資金之重要資產配置項目¹⁰²；(2) 流動性較低：持有不動產有一重要特性就是變現性較差，因其通常單筆交易金額較大，交易所需時間較長，交易手續尚須過戶亦較一般交易繁雜，從而使其流動性較低；(3) 具保值性與抗跌性：不動產具有保值性的原因，一般是因土地不因使用而磨滅，且可產生長期固定收益。再者，當通貨膨脹物價上漲時，地租增加並有利投資，不動產價格隨之上漲，因此具有一定的保值性。且根據學者研究，不動產投資與一般股票投資相比，具有風險較低、風險分散且具一定抗跌性的特性¹⁰³；(4) 風險性：在不動產投資風險性部分，有認為不動產投資其風險性與普通股

¹⁰¹ APRA, REVIEW OF CAPITAL STANDARDS FOR GENERAL INSURERS AND LIFE INSURERS, 3 (2011)

¹⁰² 參閱金管會：保險業投資不動產 重長期收益，中時電子報，2011 年 4 月 7 日，<http://tw.news.yahoo.com/金管會-保險投資不動產-重長期收益-20110406-121543-987.html>，最後瀏覽日 2012/6/3。

¹⁰³ 參閱蔡怡純，台灣不動產投資信託基金之抗跌與風險特性，住宅學報，第二十卷第一期，頁 51，2011 年 6 月。

票相比，有較低的特性¹⁰⁴，經建會亦有認為不動產投資因其交易門檻較高，價格波動較一般投資工具穩定¹⁰⁵。

從前述不動產投資特性上觀察，其有部分的特性是與保險資金運用目標合致，也就是「長期性」、「固定收益性」，這也是為何實務上許多保險業者都有投資不動產的原因。然而，在「欠缺流動性」部分則有不合，另在「風險」考量上亦有爭議而尚存疑慮。從而法規制度設計的選擇應會為一定的管制，並在合一定要求或標準時開放，並同時考量其風險屬性做相對應的處理，然各國之規範寬嚴不一。如我國即採取較嚴格之管理，現行我國法規下的監管模式，除了在風險基礎資本制下針對其風險係數設計外，對資金比例有所限制，並且亦限制所投資的標的。澳洲則是維持其向來對受監理機構及其行為採取基礎規範及原則導向之監理策略，於制定監理規範與要求時著重於健全且審慎金融體系目標之達成，然不特定或具體敘述金融機構達成此一監理目標應採行作法¹⁰⁶，是以，對保險機構投資不動產亦採相同之原則性規範。亦即在確保保險公司清償能力（透過對其各類資本的要求），於投資運用要求其須盡到「審慎專家原則」之前題下，授與投資上的自由。

簡言之，澳洲關於保險業投資於不動產之監理並非採取嚴格禁止或限制投資之規制，而係以資本規範為基礎。因澳洲對於保險業投資不動產之規範依一般保險及人壽保險有所不同，以下分從一般保險及人壽保險概述澳洲監理保險業投資不動產之規範架構。

壹、一般保險業投資不動產之規範架構

澳洲對於產險業之資金運用向來採取較寬鬆之監理原則，其監理機關認為，在一般原則下，只要保險機構具有適當的財務能力及管理能力以有效處理所選擇之資產配置，則保險機構應能自由決定其基於商業目的所持

¹⁰⁴ 參閱同前註。

¹⁰⁵ 參閱經建會，保險業投資不動產鬆綁，台灣新經濟簡訊，第 106 期，頁 5，2009 年 11 月。

¹⁰⁶ APRA, THE APRA SUPERVISION BLUEPRINT, 5-6 (2010), available at

有資產。主管機關無須過渡介入保險機構關於投資標的之選擇¹⁰⁷。是以，澳洲對於一般保險業投資不動產之規範係由資本規定著手，相關規定可見於一般保險審慎準則 GPS114 (Prudential Standard GPS 114, Capital Adequacy: Investment Risk Capital Charge)，關於資本適足性要求，投資風險資本計算之規定中。考量不動產投資對一般保險事業經營之影響，於計算投資風險資本要求時給予相對應之加乘權重。

貳、人壽保險業投資不動產之規範架構

澳洲現有對於人壽保險公司投資不動產之監理規範亦係透過資本要求與風險資本架構之。在人壽保險中，依照人壽保險法第 230(A) 條之授權，APRA 得制定審慎標準規範人壽保險公司，透過審慎標準之遵循以保護保單持有人之權益。APRA 對於人壽保險業之資本規範又分為以股東投入為主之一般基金 (General Fund)，及只與保險業務連結之法定基金 (Statutory Fund)，並就上述二基金均有相關審慎標準規範之。

在人壽保險公司中，所謂一般基金¹⁰⁸係指股東投入之資金，並與法定基金有所區別；依照審慎標準 NO.3：審慎資本要求第 3 條關於最低資本要求 (Minimum Capital Requirement) 之規定，人壽保險公司之最低資本要求為 \$10 million，且人壽保險公司應隨時維持足夠且適格之資產以充實前述資本要求¹⁰⁹。而在計算適格資產時，又依所持有資產或投資項目加乘不同權重，且要求針對不適格資產或持有超過一定比例或限制之資產另提準備。

法定基金 (Statutory Fund)¹¹⁰ 之準備則係依 1995 人壽保險法第四部分

¹⁰⁷ APRA, A STUDY OF THE PRUDENTIAL SUPERVISORY REQUIREMENTS FOR GENERAL INSURERS IN AUSTRALIA, 27 (1999), available at <http://www.apra.gov.au/GI/Documents/Study-of-the-Prudential-Supervisory-Requirements-for-General-Insurers-in-Australia-September-1999.pdf> (last visited 2012/6/20)

¹⁰⁸ “General Fund: A term used in the Management Capital Standard to refer to the management fund for a friendly society or the shareholders’ fund for other life companies.” APRA, PRUDENTIAL STANDARD LPS 7.02 GENERAL STANDARD 18 (2010)

¹⁰⁹ APRA, PRUDENTIAL STANDARDS NO.3: PRUDENTIAL CAPITAL REQUIREMENT, 3 (2011).

¹¹⁰ “A statutory fund is a fund that: (a) is established in the records of a life company; and

之規定。同法第 43 條則為法定基金之投資運用規範，該條僅為原則性規範，除再次強調運用法定基金內資產所為之投資不得違反相關規定外，亦限制對非子公司外具有關連性企業 (related company) 之投資。此外，APRA 並制定償付標準 (Prudential Standard LPS 2.04 Solvency Standard) 及資本適足標準 (Prudential Standard LPS 3.04 Capital Adequacy Standard) 兩層不同標準。其中，在計算資本要求之規定中均包含對於適格資產之認定與限制。APRA 對於澳洲人壽保險業投資不動產之限制即架構於此一對於不動產投資曝險計算中。

(b) relates solely to the life insurance business of the company or a particular part of that business. ” AU, LIFE INSURANCE ACT 1995, S29.

第二節 澳洲關於保險業投資不動產資格之相關規定

壹、投資人之適格性

澳洲不論是一般保險或人壽保險，在法規及相關審慎標準中均未對得從事不動產投資之保險人適格為特別規定。

貳、投資標的之適格性

澳洲關於規範一般資金中最低資本要求之審慎標準 No. 3 中，明文規定得作為符合本審慎標準計算之適格資產需具備以下兩項要件，具有實體性及隨時可變現性¹¹¹。

在 Prudential Standard LPS 2.04 Solvency Standard 中，計算法定基金之償付標準時，該標準中列出不被承認之資產¹¹²，並進一步要求針對此類資產另提撥稱為「非認許資產準備」(The Inadmissible Reserve)之特別準備，然其中並不包含不動產在內。

由此可見澳洲對保險業投資不動產之規範主要在於其所產生風險之估計及其對於清償能力之影響，因此對於投資不動產之項目與種類，並無明文禁止規定。

¹¹¹ “In order to qualify as an eligible asset for the purpose of this Prudential Standard, the asset must be of tangible form and be readily liquifiable”

¹¹² 參見，PRUDENTIAL STANDARD LPS 2.04 SOLVENCY STANDARD, S.5.1.1: “The Solvency Requirement must provide a reserve – the Inadmissible Assets Reserve - in respect of: a) an asset which has a value that is dependent upon the continuation of the business; b) holdings in an associated or subsidiary entity which is a Financial Services entity; c) non-realizable (in the context of the solvency tests) intangible assets; d) the risks arising from asset concentration; e) reinsurance assets which may not be fully recoverable in the context of the solvency tests; and f) alignment necessary to ensure assets and other liabilities are based on net market value .”

第三節 澳洲關於保險業投資不動產限制之相關規定

壹、一般保險業投資不動產之規範

一般保險業投資不動產之規範主要見於一般保險審慎標準 GPS114 (Prudential Standard GPS 114, Capital Adequacy: Investment Risk Capital Charge)，該標準為資本適足準備計算中關於投資風險資本要求之相關規定。依該規定，於計算投資風險資本要求時，一般保險業所擁有之各類資產均必須加乘該標準附件A所制定之權重比例(Investment Capital Factor)。現金及政府公債因其風險最低，故其加權比重最低，僅為 0.5%，最高者為對公司董事、關係企業董事之貸款，或對員工一定金額以上之無擔保貸款，加權比重為 100%；保險公司所直接持有之不動產則為次高，依該標準，提撥投資風險資本之加乘權重為 20%，與未上市股票同等。可見澳洲 APRA 將一般保險業對不動產之投資視為較高風險之投資。然除此加重後之權重比例外，澳洲對於一般保險事業投資於不動產則無進一步限制。

貳、人壽保險業投資不動產之規範

承前文所述，澳洲現有對於人壽保險公司投資不動產之監理規範亦係透過資本要求與風險資本。APRA 對於人壽保險業之資金運用規範分別建構於監理 General Fund 及 Statutory Fund 的審慎標準中。

依照審慎標準 NO.3：審慎資本要求第 3 條關於最低資本要求標準 (Minimum Capital Requirement) 之規定，人壽保險公司之最低資本要求為 \$10 million，且人壽保險公司應隨時維持足夠且適格之資產以充實前述資本要求。而在計算適格資產時，又依所持有資產或投資項目加乘不同權重，且要求針對不適格資產或持有超過一定比例或限制之資產另提準備。

而針對 Statutory Fund，APRA 則制定資本償付標準(Prudential Standard LPS 2.04 Solvency Standard)及資本適足標準 (Prudential Standard LPS 3.04 Capital Adequacy Standard)兩層不同標準。其中，

在計算資本要求之規定中均包含對於適格資產之認定與限制。

澳洲監理人壽保險業之審慎標準在人壽保險公司之 Statutory Fund 上建構兩層資本規範，以因應不同監理需求。第一層標準以確保保險公司之資本償付，另一則為確保保險公司永續經營之財務健全。

資本償付標準係為確保保險業之償付能力，資本適足標準則為確保保險業之穩健與永續經營。此二標準中均明定滿足資本要求之資產之認定及其限制。

依照資本償付規則之要求，關於資本償付標準之計算，保險公司之資產與負責均應揭露於相關財務報表，並對主管機關報告，且資產與其他負債係依可實現之市場價值(realizable market values)計算。且為避免投資風險，同規則第 10.5. 則規定資產集中於特定財產之風險計算，第 10.5.1 則明定各類特定資產之最高曝險，以做成適切之風險管理措施。其中關於不動產之曝險限額則規定於該項(I)款，限制人壽保險業持有不動產之曝險不得超過向主管機關申報財務報表中，法定資金要求之 5%。

除資本償付規則外，資本適足規則中亦有類似規定，且其關於持有不動產之限制標準與上述 Solvency Standard 相同。亦即適足規則(Life Insurance Prudential Standard LPS 3.04 Capital Adequacy Standard) 第 2.2 及 3.1.4 項，關於資本適足要求之計算，資產與其他負債係依可實現之市場價值(realizable market values)計算。另，為避免投資風險，同規則第 5.1.4 項規定為避免資金集中於特定財產的負面影響，保險業應提列準備金以應付該損失。又，第 5.3.1 項規定，精算部門應評估各類特定資產的曝險，以做成適切之風險管理措施。

第四節 關於價格、收益率限制及關係人交易之相關規範

澳洲保險法及相關審慎準則中對於澳洲保險業投資不動產關於價格與收益率並無特別限制。但保險人對不動產之投資，僅於已遵循法令之範圍內始得計入保險人之最低資本要求，在計算資本償付標準與適足標準時亦方得計入。

雖相關規定與標準中並未對所投資不動產之收益率為任何限制，然無論資本償付標準抑或資本適足標準中，於計算資產集中風險（Asset Concentration Risks）時，關於不動產相關投資之資產集中風險計算中均區分以土地為主之及所有以不動產為基礎或特性資產而有不同規定。以資本償付標準為例，該標準第 10.5 條為關於資產集中風險之計算，第 10.5.1 則為各類別資產曝險及限制。其中(I)項為關於不動產之規定，其中要求對於以不動產形式持有之資產曝險計算，並區分土地等不動產及包含其他建築物、其他權利類之 real property。而上開投資之風險計算要不得超過法定資金中所持有資產之價值（Value of the Assets of the Statutory Fund, VASF）的 5%。資本適足規則中亦有類似之規定。其中關於以土地類不動產（real estate）形式持有之資產無論有無收益均列入計算，然如為以其他形式持有之不動產類資產則要求需具有一定收益¹¹³。

而關於關係人交易之規定則散見於各審慎標準中，其規範大致相同，均透過對於適格資產之限制規範關係人交易。以審慎規則 No. 3：審慎資本要求之規定為例。該標準第 6 條為適格資產之規定，依該條規定，人壽保險公司所持有之適格資產（eligible assets）將構成保險公司 General Funds 一部份，然若該資產日後投資於關係企業，且未滿足以下條件者，將受排除：(1)該關係企業為保險公司之子公司，且該資產並未再投資於保

¹¹³ 此一規定為近年方修正，其目的即為納入”土地、建築物、公共建設等。Assets now included within the 5% limit include real estate (whether income producing or not) and other real property assets (provided they are income producing) - i.e. this is intended to include land, buildings, infrastructure, etc”

險公司有關之企業；(2)該投資為銀行存款¹¹⁴。

¹¹⁴ PS No.3 : ” 6. The eligible assets of a registered life company are assets of the General Fund of the company, but exclude assets invested in a related company where the following requirements are not satisfied:

- a. the related company is a subsidiary of the life company and the asset is not reinvested with a company that is related to the life company, other than as a subsidiary; or
- b. the investment is a deposit with a bank.”

第五節 不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產 之特別規範

澳洲關於不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產並無特別規範。

第六節 綜合分析

現行我國法規對於不動產投資的規範，基本上採取有條件開放的方式規範，從資金金額的比例、投資標的須合「即時利用並有收益」原則，到對於素地的投資限制，並且在處理其風險性部分，於資本適足率計算上，以打折計入自有資本，並加重素地風險係數的計算，整體而言採取較為保守的設計。

由上述介紹，現行我國法規下的監管模式，除了在風險基礎資本制下針對其風險係數設計外，對資金比例有所限制，並且亦限制所投資的標的。也就是說，法規等同賦予主管機關介入保險業經營的權力。然而這種規範模式是否即能達到所欲追求即「保障保戶權益，確保保險公司清償能力」的目標？現行規範上採取較為保守的態度是否就是真正的對於風險保守？而現在的保守規範是否會另外衍生問題？凡此均為立法及監理政策制定時應考慮問題。

觀察澳洲對於保險業資金投資不動產之規範係採原則性規範。於保險法中揭示審慎監理原則，並授權主管機關制定審慎標準；復以審慎標準架構 General Fund 及 Statutory Fund 之資金規範，並藉由審慎資本要求標準、資本償付標準、資本適足標準架構最低資本要求，並規定以適格資產充實資本之計算。而於計算最低資本要求時，課予不動產投資較高之風險權重計算，藉以避免保險公司將資金過渡投入不動產，同時輔以資產集中風險及關連性交易之限制。

此種原則性規範方式避免主管機關越俎代庖介入保險業者實質經營的部份，轉而重視保險公司清償能力之確保（透過對其各類資本的要求），確保公司經營者的經營品質（內控、風管準則、公司治理的要求），並另外輔以市場機制加以制衡。在資金投資運用上，要求其須盡到「審慎專家原則」，並授與投資上的自由，此種較為彈性且寬鬆之監理方式或亦可做為未來修正參考之對象。

第六章 大陸關於保險業投資不動產之監理法規

第一節 大陸關於保險業資金運用及不動產投資之規範架構

大陸改革開放之後，人民可支配的資金也隨之增多，由於大陸投資工具的缺乏以及人民普遍具有喜好儲蓄的國情，大陸人民習慣性地將資金存放於銀行與購買保險，根據統計，於 2005 年大陸保險業保費收入為 5000 億人民幣，隨後於第十一個五年規劃（“十一五”規劃）的開展，伴隨著大陸全國經濟成長率以兩位數逐年增長的亮眼表現，大陸保險業所累積的保險資金，也以驚人的速度飛速成長，根據中華人民共和國保險監督管理委員會（China Insurance Regulatory Commission，簡稱中國保監會）的統計，大陸保險業資金於 2010 年已達到人民幣 4.17 萬億¹¹⁵，可見大陸保險業資金的充沛。

大陸地區保險業務主要係由人身保險業和財產保險業所組成，根據中國加入 WTO 的「入世承諾」，到 2007 年，大陸財產保險市場已經完全向外資開放，而人身保險市場尚有 50% 的外資入股比例限制，但並無具體的業務範圍限制或地域限制。其中人身保險業收入佔整體保險業業收入的 70% 以上，可見大陸仍屬以儲蓄為主的保險業結構¹¹⁶。

由於中國保險市場的蓬勃發展，保費收入節節攀高，根據中國保監會資料顯示，於 2010 年上半年，全國保費收入即以高達 7998.6 億人民幣，比去年同期增長 33.6%，增長速度較去年同期提高 27.1%。其中，財產險增長 33.5%，人身險增長 33.7%。大陸保險業保費收入的快速增長，隨之而來的問題，即為保險資金「出路」的問題，亦即，如何將龐大的保險資金用於投資，以及如何監理的問題。此由中國保監會主席吳定富在近日召開的 2010 年上半年保險監管工作會議上所發言的內容，即可得知問題的迫切性，吳定富主席指出，2010 年大陸保險業新增的保費和到期再投資資金額增加較快，預計超過 2 萬億元，而且躉交保費占比較高，保險資產面臨較

¹¹⁵ 請參閱王梅麗，保險投資不動產開闢，不得投資商業住宅，南方都市報（廣州），2010 年 9 月 6 日，於 <http://money.163.com/10/0906/08/6FSQQ3IL0025335M.html>（最後瀏覽日：2012/03/11）。

¹¹⁶ 請參閱李樑堅、朱紘良，臺灣保險業進入大陸市場的營運佈局和經營策略，臺灣銀行季刊，第 61 卷第 3 期，頁 17，2010 年 9 月。

大配置壓力¹¹⁷。吳定富主席表示：「資金運用監管作為防範風險的關鍵環節，要加強資產負債匹配監管，調整債券、股票和基礎設施投資政策，穩步開放未上市企業股權投資和不動產投資，增加資產配置的彈性和空間，為優化保險資產結構、改善資產負債匹配狀況創造條件¹¹⁸。」吳定富主席同時強調：「要針對新的投資市場、投資產品制定相應的能力標準，督促保險機構加強投資團隊建設，增強風險管理能力。要加快推進資產託管，提高投資規範化和透明度。完善投資資產認可標準，發揮資本約束作用，抑制投資衝動，防範操作風險和道德風險¹¹⁹。」

大陸《保險法》第 106 條即規定：「保險公司的資金運用必須穩健，遵循安全性原則。保險公司的資金運用限於下列形式：(一)銀行存款；(二)買賣債券、股票、證券投資基金份額等有價證券；(三)投資不動產；(四)國務院規定的其他資金運用形式。保險公司資金運用的具體管理辦法，由國務院保險監督管理機構依照前兩款的規定制定。」正因為一方面大陸保險業資金的快速累積，於不得不開放投資的同時，大陸保險監理機構又試圖加強監理，其求取兩者的平衡，中國保監會遂依據大陸《保險法》第 106 條之立法授權，於 2010 年 2 月 1 日公佈《保險資金運用管理暫行辦法》，並於 2010 年 8 月 31 日起施行。此《保險資金運用管理暫行辦法》的制定，為大陸保險業資金的投資運用，提供了詳細的監理規範，對於保險業資金投資於不動產，更有明確的規定。不僅如此，中國保監會於 2010 年 9 月 5 日更進一步制定公佈《保險資金投資不動產暫行辦法¹²⁰》，共計 38 條，對於保險業資金運用於不動產投資，更有細部的規定。

以下就大陸《保險資金運用管理暫行辦法》與《保險資金投資不動產暫行辦法》的相關規定，詳細分析整理大陸地區保險業資金運用於不動產投資之相關監理規範。

壹、保險資金運用管理暫行辦法

¹¹⁷ 請參閱盧曉平，投資政策將調，2 萬億險資“出路”望拓寬，上海證券報，2010 年 7 月 20 日，於 <http://money.163.com/10/0720/02/6C0JEO0Q00253B0H.html> (最後瀏覽日：2012/03/11)。

¹¹⁸ 同前註。

¹¹⁹ 同前註。

¹²⁰ 保監發 [2010] 80 號。

中國保險監督管理委員會考量到保險已成為社會趨勢，決定在單項投資規則之上，按保險資金運用之基礎性、根本性問題頒布一項原則性、綱領性的文件，以釐清思路，作為根本性之法律規範。經過一段時間之醞釀，2007年6月，中國保險監督管理委員會公布《保險資金管理暫行辦法（徵求意見稿）》；後來由於《保險法》第二次修訂，管理辦法需要等待新《保險法》定調等原因，直到2009年版《保險法》實施後，才於同年12月25日再度推出《保險資金運用管理暫行辦法（草案）》並向社會徵求意見。根據社會各界之意見和專家研討的結果，《保險資金運用管理暫行辦法》於2010年2月1日經中國保險監督管理委員會審議通過，但由於市場敏感等諸多因素，直到2010年7月底中國保險監督管理委員會才予以公布，自同年8月31日起施行¹²¹。計分為六個章節，總共有38個條文，第一章為總則、第二章為資格條件、第三章為投資標的與投資方式、第四章為風險控制、第五章為監督管理、第六章為附則。

第一章為總則，第1條規定說明本辦法之立法理由係為規範保險資金運用行為，防範保險資金運用風險，維護保險當事人合法權益，促進保險業持續、健康發展所制定之辦法，其母法依據為中華人民共和國保險法。對保險資金運用監管之主管機關，依第5條規定可知係為中國保險監督管理委員會。

由本章中得以知悉運用保險資金須遵循安全性原則，並依照保險資金性質實行資產負債管理和全面風險管理，實現集約化、專業化、規範化和市場化¹²²。上述原則雖為定義性概念，但為保險公司運用保險資金所要遵守之基本規範。

第二章為資金運用形式，其第一節為資金運用範圍，關於保險資金之運用限制於下列形式¹²³：

(一)銀行存款；

¹²¹ 參照徐高林，《保險資金運用管理暫行辦法》述評，和訊保險，<http://insurance.hexun.com/2010-08-11/124525919.html>，最後瀏覽日期：2012年6月15日。

¹²² 《保險資金運用管理暫行辦法》第4條規定參照。

¹²³ 《保險資金運用管理暫行辦法》第6條規定參照。

- (二)買賣債券、股票、證券投資基金份額等有價證券；
- (三)投資不動產；
- (四)國務院規定的其他資金運用形式。

關於上述四種資金運用類型，又分別由本辦法第7條至第12條作更細緻與精確之定義。之所以用法規來限制保險業運用其保險資金之範圍，主要思考邏輯係著眼於保障被保險人所投保之風險管控，當投保大眾購買保險產品，當然期待保險公司於保險事故發生時能順利理賠，所以保險公司內部需擁有一定之固定資金以供理賠使用。而保險公司得藉由投保大眾所繳交之保險費，獲得大量之現金流，若將此資金閒置，將有礙國家經濟流通，故適度開放保險資金投資，有其必要性；惟仍應注意，如果毫無限制，隨意令保險公司選擇投資標的，縱然由於高風險的投資，其可能的獲利金額亦相當可觀，但設若一旦投資失利，隨之而來可能產生的嚴重後果，將不難想像。職是之故，大陸歲採取折衷政策，只容許將保險資金投資於穩定之標的，一方面使保險公司能獲得穩定投資收益，而於另一方面對被保險人而言，也能相當程度地確保在保險事故發生時，保險公司將有能力賠付被保險人依據保險契約所應獲得之保險金給付。

責任準備金(liability reserve)，係指保險業因應將來可能發生的債務，而預先提存的各種準備金。所謂可能發生的債務，包括保險金之支付、保險契約解約時應償付之解約金、保險人停止營業時將保險契約全部讓與其他保險業所需併為轉讓之準備金等，為負起保險契約上之責任而提存的準備金¹²⁴。因此，本辦法於第13條規定，保險公司不得使用各項準備金購置自用不動產或者從事對其他企業實現控股的股權投資。

至於本辦法第15條則以反面規定方式規定保險公司從事保險資金運用，不得有下列行為：

- (一)存款於非銀行金融機構；
- (二)買入被交易所實行「特別處理」、「警示存在終止上市風險的特別處理」的股票；
- (三)投資不具有穩定現金流回報預期或者資產增值價值、高污染等不符合

¹²⁴ 陳雲中，保險學要義理論與實務，七版，2004年9月，頁27。

- 國家產業政策項目的企業股權和不動產；
- (四)直接從事房地產開發建設；
 - (五)從事創業風險投資；
 - (六)將保險資金運用形成的投資資產用於向他人提供擔保或者發放貸款，個人保單質押貸款除外；
 - (七)中國保監會禁止的其他投資行為。

《保險資金運用管理暫行辦法》利用規定消極要件之方式，可以直接避免保險公司從事法律所欲禁止之事項，更可督促保險公司利妥善用其保險資金。

第二節為資金運用模式，依本辦法第 18 條，保險公司應當按照「集中管理、統一配置、專業運作」的要求，實行保險資金的集約化、專業化管理。本條為原則性之規範。

保險公司可以選擇讓符合條件之專業機構，實施保險資金之託管，相關規定為第 19 條至第 21 條，規範託管機構之主要職責與不得從事之行為。依第 22 條，保險公司亦可自行投資或委託保險資產管理機構進行投資，但於第 24 條限制保險公司不得要求保險資產管理機構為特定行為，主要係不得干涉其從事違法或不合營業常規之行為。相反地第 25 條亦規定，保險資產管理機構於受託管理保險資金時，有特定不得從事之行為。

第三章為決策運行機制，第一節係規範組織結構與職責，當保險公司欲利用保險資金，依本辦法第 28 條係採董事會負責制，並且保險公司董事會應當對資產配置和投資政策、風險控制、合規管理承擔最終責任。又為了使保險公司之保險資金運用獨立於保險公司內部原有資金，本辦法第 31 條規定，保險公司應當設置專門的保險資產管理部門，並獨立於財務、精算、風險控制等其他業務部門，已達成妥善運用保險資金，以達避免損及被保險人利益之目的。

第二節為資金運用流程，主管機關希望透過保險公司建立健全保險資金運用的管理制度和內部控制機制，明確各個環節、有關崗位的銜接方式及操作標準，嚴格分離前、中、後臺崗位責任，定期檢查和評估制度執行

情況，做到權責分明、相對獨立和相互制衡¹²⁵。

本節規定由第 35 條至第 41 條，主要規範如何正當與妥善運用保險資金，例如第 39 條，保險公司應當建立和完善公平交易機制，有效控制相關人員操作風險和道德風險，防範交易系統的技術安全疏漏，確保交易行為的合規性、公平性和有效性。而公平交易機制包含：

- (一) 實行集中交易制度，嚴格隔離投資決策與交易執行；
- (二) 構建符合相關要求的集中交易監測系統、預警系統和回饋系統；
- (三) 建立完善的交易記錄制度；
- (四) 在帳戶設置、研究支持、資源配置、人員管理等環節公平對待不同資金等。

藉由上述基礎性規範防止操作與道德風險。

第四章為風險管控，按第 42 條文義，保險公司應當建立全面覆蓋、全程監控、全員參與之保險資金運用風險管理組織體系和運行機制，改進風險管理技術和資訊技術系統，通過管理系統和稽核審計等手段，分類、識別、量化和評估各類風險，防範和化解風險。風險控管亦為保險公司運用保險資金時須注意的環節之一，因為投資本身即附帶著風險，想利用高槓桿操作保險資金便是一項非常危險之方式，利用風險管控能獲悉保險資金較有利，且較安全之投資方式。

第五章為監督管理，透過國家公權力之監督機制，亦使被保險人之權益能獲得一定程度之保護。雖然保險公司已有內部監控制度，且由國家行政機關監督公司決策是否會過度干預公司經營？如前所述，固然須鼓勵保險公司運用保險資金，但放任保險公司隨意選擇投資標的，一旦投資失利，嚴重影響公司資金流通時，將迫及發生保險事故，真正需要獲取保險金救濟自我生活之被保險人。因此，保險公司不僅是爭取公司自我最大利潤之私益團體，本身亦具有一定程度之公益性質，故國家公權力適時之介入，實質上並無不妥。

因而，中國保險監督管理委員會應當根據公司治理結構、償付能力、

¹²⁵ 《保險資金運用管理暫行辦法》第 35 條規定參照。

投資管理能力和風險管理能力，對保險集團（控股）公司、保險公司保險資金運用實行分類監管、持續監管和動態評估¹²⁶。又按本辦法第 63 條，當保險公司違反本規定運用保險資金，由中國保險監督管理委員會依法給予行政處罰。

第六章為附則，主要說明本辦法自 2010 年 8 月 31 日起施行，原有之有關政策和規定，凡與本辦法不一致，一律以本辦法為準¹²⁷。

貳、保險資金投資不動產暫行辦法

《保險資金投資不動產暫行辦法》之主要內容如下：

第一章為總則規定，本辦法之立法目的為規範保險資金投資不動產行為，防範投資風險，保障資產安全，維護保險當事人合法權益。其母法依據係中華人民共和國保險法、中華人民共和國信託法、中華人民共和國物權法、中華人民共和國公司法及保險資金運用管理暫行辦法¹²⁸。

保險資金投資之不動產定義，係指土地、建築物及其它附著於土地上的定著物¹²⁹。利用保險資金投資不動產之行為，依本辦法第 7 條，主管機關為中國保險監督管理委員會，由其負責制定保險資金投資不動產之政策法規，及依法對保險資金投資不動產活動實施監督管理。

第二章為資格條件，此章係規定何種保險公司得利用保險資金投資不動產，與其投資之公司是否符合特定規定。第 8 條規定，保險公司投資不動產其公司本身所須具備之條件；第 9 條則係規範，若是以保險資金投資不動產管理為其服務內容之投資機構，其所要具備之要件有哪些；最後第 10 條為，以保險資金投資不動產有關服務專業機構，其所須合乎之條件。

¹²⁶ 《保險資金運用管理暫行辦法》第 52 條規定參照。

¹²⁷ 《保險資金運用管理暫行辦法》第 70 條規定參照。

¹²⁸ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 1 條規定參照。

¹²⁹ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 2 條規定參照。

第三章為投資標的與投資方式，本辦法直接規定保險資金可以投資之不動產類型，例如¹³⁰：

- (一)已經取得國有土地使用權證和建設用地規劃許可證的專案；
- (二)已經取得國有土地使用權證、建設用地規劃許可證、建設工程規劃許可證、施工許可證的在建專案；
- (三)取得國有土地使用權證、建設用地規劃許可證、建設工程規劃許可證、施工許可證及預售許可證或者銷售許可證的可轉讓項目；
- (四)取得產權證或者他項權證的專案；
- (五)符合條件的政府土地儲備專案。

又於第 12 條規定保險資金得投資之不動產相關金融產品，雖然此為瑣碎之細則規範，但有助於公司或主管機關認定上之明確性。第 13 條亦允許保險資金可以透過股權、債權或物權方式投資不動產，但另須符合法條所限制之特別要件。第 16 條則為保險公司投資不動產之消極要件，即不得與之抵觸的事項。

第四章為風險控制，第 17 條明白指出，保險資金投資不動產，應當建立規範有效的業務流程和風險控制機制，涵蓋項目評審、投資決策、合規審查、投資操作、管理營運、資產估值、財務分析、風險監測等關鍵環節，形成風險識別、預警、控制和處置之全程管理體系，並定期或者不定期進行壓力測試，全面防範和管理不動產投資風險。本章規範於保險資金投資不動產應屬重要之一章，因為若能夠藉由事前妥善之風險控制，降低投資所帶來之失利風險，比起事後透過監督或補救措施，一來可以避免浪費國家資源，並可健全公司經營發展，此為預防勝於治療具體落實之最佳寫照。

本辦法第 18 條則係建立完善決策程式與授權機制，並要求保險資金投資不動產不得採用非現場表決方式。此方式主要要求股東或董事可以謹慎考慮其決策與授權是否妥適，因為在現場可以觀察現場氛圍，並透過提問方式，提高其決策與授權之正確性。

¹³⁰ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 11 條規定參照。

至於第 25 條要求，出現重大投資風險，應當及時啟動應急預案，並向中國保監會報告風險原因、損失狀況、處置措施及後續影響等情況。此處理方式如同本文前述，當真正發生風險時，國家亦不能放置不管，因為保險有其公益與社會責任，所以只能利用補救方式防免風險擴散。

其中第 27 條規定，保險資金投資不動產，應當明確相關人員之風險責任和崗位職責，並建立責任追究制度。此責任追究制度，只要是在公司工作期間，發生違反法律之行為，即使是離職後，仍可依法追究其責任。此立法方式值得讚許，因為從事不法行為係以行為時身分作為判斷標準，不應離職後喪失此身分而無須負擔法律責任。

第五章為監督管理，當保險公司投資不動產超過一定額度或超出可投資額度之一定比例時，須於簽署協議 5 日內，向中國保監會報告¹³¹。主要考量因素為當投資金額超出一定金額，即使符合上述法條所規定之條件，如此龐大之金額，國家仍有監控必要，否則，一旦投資失利，將對經濟產生巨大衝擊。

保險公司所須提供之報告資料內容，例如¹³²：

- (一)投資總體情況；
- (二)資本金運用情況；
- (三)資產管理及運作情況；
- (四)資產估值；
- (五)資產風險及品質；
- (六)重大突發事件及處置情況；
- (七)中國保監會規定的其他審慎性內容。

由於上述為重大投資之報告事項，當然必須要求保險公司先對此不動產做風險評估，並預先思考當發生重大突發事件該如何緊急因應，以避免發生措手不及之情事。

本辦法第 34 條規定，保險公司投資不動產，出現償付能力不足、重

¹³¹ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 29 條規定參照。

¹³² 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 30 條規定參照。

大經營問題、存在重大投資風險，或者可能對金融體系、金融行業和金融市場產生不利影響時，中國保監會應當採取有關法律法規規定的停止投資業務、限制投資比例、調整投資人員、責令處置不動產資產、限制股東分紅和高管薪酬等監管措施。主管機關發現上述事實，因為皆為影響公司經營之重大事故，中國保監會本應適時介入，防止危害擴大。

第六章為附則，本章規定係附帶性說明內容，其中第 38 條規定，本辦法由中國保監會負責解釋和修訂，自發佈之日起實施。

《保險資金投資不動產暫行辦法》允許保險資金投資不動產，這將對改善保險資產負債匹配，優化資產配置，緩解投資壓力，分散投資風險，保障資產安全，維護投保人切身利益，產生積極和重要的影響。該辦法主要內容有四：

一、明確投資主體

要求保險公司作為投資主體，應當在公司治理、內部控制、風險管理、資產託管、專業團隊、償付能力、財務指標等方面達到監管標準，體現了從嚴管理和能力優先的原則。為防範交易對手風險，辦法對涉及的投資管理機構和仲介服務機構的資質做了明確規定。

二、界定投資標的

規定保險資金投資的不動產，應當是產權合法清晰、管理權屬相對集中、能夠滿足投資回報的不動產，不能投資商業住宅，不能直接參與房地產開發，不能投資設立房地產企業。

三、規定投資方式

允許保險公司直接投資企業股權和不動產，但對投資團隊、償付能力、財務指標、淨資產規模等提出了較高的資質要求；支持保險公司借助投資管理機構的特長和優勢，通過間接投資方式，實現不動產投資目標，防範道德風險和操作風險。

四、健全風控機制

針對股權和不動產的投資特點及風險特徵，辦法對風險控制做了系統性安排，要求保險機構完善決策制度，建立風控機制，規範操作程式，加強後續管理，持續監控風險，制定應急預案，防範操作風險和管理風險。辦法明確了投資比例、退出機制、資訊披露等事項，規定監管機構可以通過能力評估、監管檢查、違規處罰、責任追究等方式，加強投資運作監管，

防範系統性風險。

第二節 大陸關於保險業投資不動產資格之相關規定

大陸保險業欲投資不動產，關於資格條件之相關具體規範，可參考中國保監會於 2010 年 9 月以命令所發布《保險資金投資不動產暫行辦法¹³³》（下簡稱暫行辦法）中之相關規定。

壹、投資主體之資格

首先，在受規範主體部分，依據該暫行辦法之規定，可從事保險資金投資不動產活動者，包括保險公司、投資（管理）機構及專業（服務）機構¹³⁴。而投資之標的不動產，依辦法第 2 條第 1 項規定，係指土地、建築物及其它附著於土地上的定著物¹³⁵。又所投資不動產之種類部分，依第 2 條第 2 項之規定，可區分為基礎設施類不動產、非基礎設施類不動產及不動產相關金融產品¹³⁶。區別實益在於投資基礎設施類不動產，須遵守《保險資金間接投資基礎設施專案試點管理辦法》及有關規定之規範；而投資非基礎設施類不動產及相關金融產品，則須遵守本暫行辦法之規定¹³⁷。

貳、投資標的之資格

關於投資標的之具體規範，規範在暫行辦法第 11 條及第 12 條，依據辦法第 11 條第 1 項規定，保險資金可以投資的不動產，須符合下列條件：

- （一）已經取得國有土地使用權證和建設用地規劃許可證的專案；
- （二）已經取得國有土地使用權證、建設用地規劃許可證、建設工程規劃許可證、施工許可證的在建專案；
- （三）取得國有土地使用權證、建設用地規劃許可證、建設工程規劃許可證、施工許可證及預售許可證或者銷售許可證的可轉讓項目；
- （四）取得產權證或者他項權證的專案；
- （五）符合條件的政府土地儲備專案。

¹³³ 保監發〔2010〕80 號命令。

¹³⁴ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 3 條、第 5 條和第 6 條規定參照。

¹³⁵ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 2 條第 1 條規定：「保險資金投資的不動產，是指土地、建築物及其它附著於土地上的定著物。」

¹³⁶ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 2 條第 2 項規定：「保險資金可以投資基礎設施類不動產、非基礎設施類不動產及不動產相關金融產品。」

¹³⁷ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 2 條第 3 項規定參照。

同時，所投資的不動產應（一）產權清晰，無權屬爭議，權證齊全且合法有效；（二）地處直轄市、省會城市或者計畫單列市等具有明顯區位優勢的城市；（三）管理權屬相對集中，能夠滿足保險資產配置和風險控制要求¹³⁸。

暫行辦法第 12 條則規範保險資金可以投資之不動產相關金融產品，須符合的資格條件詳列於下：

- （一）投資機構符合第 9 條規定；
- （二）經國家有關部門認可，在中國境內發起設立或者發行，由專業團隊負責管理；
- （三）基礎資產或者投資的不動產位於中國境內，符合第 11 條第 1 款第（一）項至第（五）項的規定；
- （四）實行資產託管制度，建立風險隔離機制；
- （五）具有明確的投資目標、投資方案、後續管理規劃、收益分配制度、流動性及清算安排；
- （六）交易結構清晰，風險提示充分，資訊披露真實完整；
- （七）具有登記或者簿記安排，能夠滿足市場交易或者協定轉讓需要；
- （八）中國保監會規定的其他審慎性條件。

不動產相關金融商品，若屬於固定收益類，應具有中國保監會認可之國內信用評級機構評定的 AA 級或者相當於 AA 級以上的長期信用級別，以及合法有效的信用增級安排；而若屬於權益類，則應當建立相應的投資權益保護機制¹³⁹。

關於投資方式之規定，依據暫行辦法第 13 條第 1 項規定，投資同辦法第 11 條第 1 款之第（三）、（四）項不動產，可以用股權、債權及物權方式投資；而第 11 條第 1 款之第（一）、（二）項不動產，則可以用股權及債權方式投資；而第 11 條第 1 款之第（五）項不動產，則僅能用債權方式投資¹⁴⁰。

¹³⁸ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 11 條第 2 項規定參照。

¹³⁹ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 12 條第 2 項規定參照。

¹⁴⁰ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 13 條第 1 項前段規定參照。

另外，不論是採用債權、股權或者物權方式投資不動產，均僅限於以下幾類之不動產：（一）商業不動產；（二）辦公不動產；（三）與保險業務相關的養老、醫療、汽車服務等不動產；（四）自用性不動產¹⁴¹。又投資醫療、汽車服務等不動產，不受第 11 條第 1 款第（二）項至第（五）項及區位的限制；投資養老不動產、購置自用性不動產，不受第 11 條第 1 款第（一）項至第（五）項及區位的限制¹⁴²。

投資醫療、汽車服務、養老等不動產，以及購置自用性不動產，此二者均須遵守專地專用原則，不得變相炒地賣地，且不得利用投資養老和自用性不動產（項目公司）的名義，以商業房地產的方式，開發和銷售住宅，另外，投資養老、醫療、汽車服務等不動產，其配套建築的投資額不得超過該項目投資總額的 30%¹⁴³。

暫行辦法第 13 條第 3 項前段規定，保險資金投資不動產，除政府土地儲備專案外，可以採用債權轉股權、債權轉物權或者股權轉物權等方式。此係為了讓投資方式的選擇充滿彈性，以資靈活運用。而同條項中後段另規定，投資方式發生變化時，應當依照暫行辦法規定，調整管理方式，又保險資金以多種方式投資同一不動產時，應當分別遵守暫行辦法規定。此應係為了避免保險公司藉由投資方式的選擇，規避相關管理方式的規定。

保險資金投資不動產相關金融產品所形成的財產，應與投資機構、託管機構和其他相關機構的固有財產及其管理的其他財產，彼此互相獨立與分離；同時，因投資、管理或處分不動產相關金融產品所取得的財產和收益，應當歸屬於不動產相關金融產品的財產¹⁴⁴，以避免發生財產互相混淆的情形，並可落實風險隔離。

關於受規範主體（包含保險公司、投資機構及專業機構）從事投資活動須符合之具體資格條件，規定在暫行辦法第 8 條至第 10 條。

¹⁴¹ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 13 條第 1 項後段規定參照。

¹⁴² 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 13 條第 2 項前段規定參照。

¹⁴³ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 13 條第 2 項後段規定參照。

¹⁴⁴ 《保險資金投資不動產暫行辦法》第 4 條規定參照。

依據該辦法第 8 條第 1 項規定，保險公司投資不動產，須符合下列條件：

- (一) 具有完善的公司治理、管理制度、決策流程和內控機制；
- (二) 實行資產託管機制，資產運作規範透明；
- (三) 資產管理部門擁有不少於 8 名具有不動產投資和相關經驗的專業人員，其中具有 5 年以上相關經驗的不少於 3 名，具有 3 年以上相關經驗的不少於 3 名；
- (四) 上一會計年度末償付能力充足率不低於 150%，且投資時上季度末償付能力充足率不低於 150%；
- (五) 上一會計年度盈利，淨資產不低於 1 億元人民幣；
- (六) 具有與所投資不動產及不動產相關金融產品匹配的資金，且來源充足穩定；
- (七) 最近三年未發現重大違法違規行為；
- (八) 中國保監會規定的其他審慎性條件。

綜上所述，暫行辦法從公司治理制度、人員專業程度、財務健全發展及遵守法規情況等各個層面，分別要求保險公司須符合一定的資格及條件，並於第 8 款明定保監會尚有權力另定其他「審慎性條件」，以資彈性。因此，前 7 款所規定之資格條件，應僅屬例示性規定，而非列舉性質，而由此處亦可看出保監會對於保險公司投資不動產，其所實施的管制密度，基本上還是頗為嚴格。

另外，暫行辦法第 8 條第 2 項則規定，投資不動產相關金融產品的保險事業，除符合前述第 (一)、(二)、(四)、(五)、(六)、(七)、(八) 條件之規定外，資產管理部門還應當擁有不少於 2 名具有 3 年以上不動產投資和相關經驗的專業人員；而同條第 3 項則規定，保險公司聘請投資機構提供不動產投資管理服務的，可以適當放寬專業人員的數量要求。

據上可知，保險公司若投資不動產相關金融產品，資產管理部門內人員的專業要求，與直接投資不動產相較，顯然要求較寬鬆；又如果保險公司對外聘請投資機構提供不動產投資管理服務，則公司內部專業人員的要求，亦可以適當放寬。

對於為保險公司之保險資金投資不動產提供投資管理服務的投資機構，暫行辦法第 9 條則規定應符合下列條件：

- (一) 在中國境內依法註冊登記，具有國家有關部門認可的業務資質；
- (二) 具有完善的公司治理，市場信譽良好，管理科學高效，投資業績穩定；
- (三) 具有健全的操作流程、風險管理、內部控制及稽核制度，且執行有效；
- (四) 註冊資本不低於 1 億元；
- (五) 管理資產餘額不低於 50 億元，具有豐富的不動產投資管理和相關經驗；
- (六) 擁有不少於 15 名具有不動產投資和相關經驗的專業人員，其中具有 5 年以上相關經驗的不少於 3 名，具有 3 年以上相關經驗的不少於 4 名；
- (七) 接受中國保監會涉及保險資金投資的質詢，並報告有關情況；
- (八) 最近三年未發現重大違法違規行為；
- (九) 中國保監會規定的其他審慎性條件。

暫行辦法第 9 條第 2 項復規定，符合第 1 項所定資格的投資機構，可以為保險資金投資不動產提供有關專業服務，而投資機構得向保險資金發起設立或者發行不動產相關金融產品，又發起設立或發行不動產投資計畫的相關規則，則由中國保監會另行規定。

而關於為保險公司之保險資金投資不動產，提供有關服務的專業機構，應符合之條件，則規範在暫行辦法第 10 條，其具體規定如下：

- (一) 具有經國家有關部門認可的業務資質；
- (二) 具有完善的管理制度、業務流程和內控機制；
- (三) 熟悉保險資金不動產投資的法律法規、政策規定、業務流程和交易結構，具有承辦投資不動產相關服務的經驗和能力，且商業信譽良好；
- (四) 與保險資金投資不動產的相關當事人不存在關聯關係；
- (五) 接受中國保監會涉及保險資金投資的質詢，並報告有關情況；
- (六) 最近三年未發現重大違法違規行為；
- (七) 中國保監會規定的其他審慎性條件。

又暫行辦法第 10 條第 2 項規定，為保險資金投資不動產，提供資產託管服務的商業銀行，應接受中國保監會涉及保險資金投資的質詢，並報告有關情況。

依據暫行辦法第 9 條及第 10 條規定可知，不管是為保險公司提供管理服務的投資管理機構，或者是提供相關業務服務之專業機構，均設有若干基本資格條件之規範，例如所經營之業務均要求須經過國家相關部門之認可，須具備一定的專業能力以及針對所提供的業務服務須有足夠的工作經驗，商譽良好於近三年內未被發現有重大違法或違規情事，同時針對投資管理機構，並要求最低資本額之限制（1 億元）以及管理資產餘額不得低於 50 億元，另外，有受保監會質詢以及對於質詢加以報告和說明的義務。最後，亦授權保監會可以另定其他「審慎性條件」，換句話說，即保監會對於行政上的監督管理，仍享有規範補充權限，由此可知，關於保監會對投資管理機構和專業服務機構的監督，相關規範所採取的管制密度，仍然頗為嚴格。

第三節 大陸關於保險業投資不動產限制之相關規定

關於大陸保險業投資不動產，其限制之相關具體規範，仍需參考前述的《保險資金投資不動產暫行辦法¹⁴⁵》（下簡稱投資暫行辦法），以及《保險資金運用管理暫行辦法¹⁴⁶》（下簡稱運用暫行辦法）的相關規定。

壹、保險資金運用管理暫行辦法之相關規定

保險資金的運用牽涉保險業的發展乃至甚至於國家經濟的發展，故大陸為了避免保險資金的胡亂投資乃至無法理賠，甚至是破產而導致經濟的重創，因此於 2010 年由中國保險監督管理委員會率先發布「保險資金運用管理暫行辦法」，用以限制保險資金的投資種類等方面，而依據該運用暫行辦法的第 6 條第 1 項之規定，保險資金之運用限於以下之形式：

- （一）銀行存款；
- （二）買賣債券、股票、證券投資基金份額等有價證券；
- （三）投資不動產；
- （四）國務院規定的其他資金運用形式。

其中之第 3 款肯認保險資金可進入不動產市場投資，其後始進一步制定《保險資金投資不動產暫行辦法》。

而為了避免保險業以其於資金投資不動產，因而導致公司營運之問題，以及非不動產投資之不正當目的，運用暫行辦法第 13 條規定，保險集團（控股）公司、保險公司不得使用各項準備金購置自用不動產或者從事對其他企業實現控股的股權投資¹⁴⁷。該條是保險資金投資之應遵守規範，亦是限制之一。

運用暫行辦法第 15 條第 1 項更是直接禁止保險集團（控股）公司、保險公司從事保險資金運用時之不當行為，其詳列之禁止行為如下¹⁴⁸：

¹⁴⁵ 保監發〔2010〕80 號命令。

¹⁴⁶ 保監發〔2010〕9 號命令。

¹⁴⁷ 保險資金運用管理暫行辦法第 13 條規定參照。

¹⁴⁸ 保險資金運用管理暫行辦法第 15 條規定參照。

- (一) 存款于非銀行金融機構；
- (二) 買入被交易所實行“特別處理”、“警示存在終止上市風險的特別處理”的股票；
- (三) 投資不具有穩定現金流回報預期或者資產增值價值、高污染等不符合國家產業政策項目的企業股權和不動產；
- (四) 直接從事房地產開發建設；
- (五) 從事創業風險投資；
- (六) 將保險資金運用形成的投資資產用於向他人提供擔保或者發放貸款，個人保單質押貸款除外；
- (七) 中國保監會禁止的其他投資行為。

第 3 款之目的是為避免保險業將資金投入難以穩定回收成本的不動產，因而導致重大虧損；第 4 款之目的應是為避免不動產開發房市的炒熱，進而導致房價之高居不下，而最後走入如同日本之泡沫經濟之深淵；第 7 款則是便於保監會快速控制不當行為之條款。同條之第 2 項則是使投資限制可配合環境等因素進而變化的條款，由此可見大陸對於保險資金投資的強烈控制色彩。

保險資金的投資不動產比例，可見於運用暫行辦法第 16 條第 1 項之第 5 款，其規定不高於投資公司上季末總資產的 10%¹⁴⁹。此款甚似於台灣公司法對於公司轉投資之限制，然其鑒於保險業之特殊性，因而更加嚴格限制。

貳、保險資金投資不動產暫行辦法之有關規定

「保險資金運用管理暫行辦法」終究仍是總則性之規定，其對於保險業投資不動產的限制大致可見上開所提及之條文，有關其餘較為詳細之規定則可見於《保險資金投資不動產暫行辦法》。

投資暫行辦法中有關保險業投資不動產的限制，主要規定於第三章，總計對於不動產之種類、不動產相關金融商品、投資的方式、投資的比例、

¹⁴⁹ 保險資金運用管理暫行辦法第 16 條規定參照。

投資行為等部分，均有所限制。

(一) 不動產之種類

不動產之種類於大陸可謂相當複雜，投資暫行辦法之第 11 條第 1 項規定，保險資金可以投資符合下列條件的不動產：

1. 已經取得國有土地使用權證和建設用地規劃許可證的專案；
2. 已經取得國有土地使用權證、建設用地規劃許可證、建設工程規劃許可證、施工許可證的在建專案；
3. 取得國有土地使用權證、建設用地規劃許可證、建設工程規劃許可證、施工許可證及預售許可證或者銷售許可證的可轉讓項目；
4. 取得產權證或者他項權證的專案；
5. 符合條件的政府土地儲備專案。

此條項雖是規定可投資一定條件的不動產，然而由其反面推論可知，缺乏上開條件之不動產均在禁止之列，其目的可能是用以防止違法不動產之投資，因此保險資金可以投資之不動產種類仍是諸多限制。同條第 2 項僅是要求投資於較具有優勢之都市等，此條之目的應是同於運用暫行辦法第 15 條第 1 項第 3 款之目的，防止保險資金的錯誤投資而導致破產等影響國家經濟之問題。

(二) 不動產相關金融產品

所謂不動產相關金融產品，依據運用暫行辦法第 16 條第 5 項之規定，是指不動產投資管理機構依法在中國境內發起設立或發行以不動產為基礎資產的投資計畫或者投資基金等¹⁵⁰。也就是投資機構為投資不動產而發行用以吸引資金商品。投資暫行辦法之第 12 條第 1 項規定其應符合之條件，於此不再詳述。

(三) 投資不動產的方式

¹⁵⁰ 保險資金運用管理暫行辦法第 16 條第 5 項規定參照。

由投資暫行辦法之第 13 條第 1 項可知，投資不動產之方式可分為以股權方式、債權方式、物權方式三種類型。而該三項投資方式僅能投資於：

1. 商業不動產
2. 辦公不動產
3. 與保險業務相關的養老、醫療、汽車服務等不動產
4. 自用性不動產¹⁵¹

該條項是針對不同面向的不動產種類做出限制。但同條之第 2 項前段則是特別對於保險資金投資醫療、汽車服務等不動產、養老不動產、自用性不動產之部分特別開放其不受第 11 條部分條款以及區位之限制。

同條第 2 項之中段則是要要求保險業投資時應遵守專地專用原則以及禁止保險業利用投資養老和自用性不動產的名義，以商業房地產的方式，開發和銷售住宅，用以避免名實不符的投資。

同時，投資於養老、醫療、汽車服務等不動產，其配套建築的投資額不得超過該項目投資總額的 30%¹⁵²。

(四) 投資不動產資金之比例

為避免保險業將保險資金過度的投入，造成房市之泡沫化以及保險業的破產等有害於國家整體經濟的問題，對於保險業的投資不動產資金之比例，則自有限制之必要。而大陸則是於投資暫行辦法中，針對不同之不動產投資類型而有不同的限制比例。

根據投資暫行辦法之第 14 條規定可知，共分為不動產、不動產相關金融產品兩種，而針對投資單一不動產以及其他不動產相關金融產品部分則又有不同之比例限制¹⁵³。其比例限制如下：

1. 投資不動產的帳面餘額，不高於本公司上季度末總資產的 10%，投資不動產相關金融產品的帳面餘額，不高於本公司上季度末總資產的 3%；

¹⁵¹ 保險資金投資不動產暫行辦法第 13 條第 1 項後段規定參照。

¹⁵² 保險資金投資不動產暫行辦法第 13 條第 2 項後段規定參照。

¹⁵³ 保險資金投資不動產暫行辦法第 14 條規定參照。

投資不動產及不動產相關金融產品的帳面餘額，合計不高於本公司上季度末總資產的 10%。

2. 投資單一不動產投資計畫的帳面餘額，不高於該計畫發行規模的 50%，投資其他不動產相關金融產品的，不高於該產品發行規模的 20%。

(五) 禁止轉讓時間之限制

如果容許不動產投資後可以任意轉讓與他人時，無非將會使不動產之價格有不符合需求之反映，導致不動產市場價格之高價化，自然屬於不利於一般人民之現象。大陸為了避免保險業的不當炒房行為，於投資暫行辦法之第 15 條規定，不動產以債權、股權、物權方式投資時，其剩餘土地使用年限不得低於 15 年，且自投資協議簽署之日起 5 年內不得轉讓，用以避免不肖保險業將使用價值較低之不動產惡意泡沫化圖利，以及加上不得轉讓之限制讓其用心經營所投資之不動產¹⁵⁴。

(六) 禁止行為

最後，對於可能導致保險業之經營不善、不動產市場惡化以及造成國家經濟發展不利之行為，大陸於投資暫行辦法之第 16 條已經明文規定八項禁止保險業從事該項行為，該禁止行為如下：

1. 提供無擔保債權融資：

此款之目的應是避免保險公司不當之融資，造成債權之回收發生困難而產生投資不動產之困難。

2. 以所投資的不動產提供抵押擔保：

其目的在於防止投資之不動產資金最終因其他產業投資之債權問題，而讓不動產之投資最後因不動產遭抵押拍賣而功虧於饋。

3. 投資開發或者銷售商業住宅：

本款之目的應是禁止保險業直接進行不動產產業之營業行為，避免房地產產業之競爭過於激烈，以及產業風險的集中。

4. 直接從事房地產開發建設（包括一級土地開發）：

¹⁵⁴ 保險資金投資不動產暫行辦法第 15 條規定參照。

如讓保險業得以直接進行房地產開發等需大量資金之產業，則有可能讓保險業自身限於營運不善之問題，且會造成房地產價格的惡性上揚。

5. 投資設立房地產開發公司，或者投資未上市房地產企業股權（項目公司除外），或者以投資股票方式控股房地產企業。已投資設立或者已控股房地產企業的，應當限期撤銷或者轉讓退出：

本款同樣是避免保險業過於進入不動產產業之營業，以至於房地產市場之營運不善，造成為控股公司的保險業因而受到巨大虧損。

6. 運用借貸、發債、回購、拆借等方式籌措的資金投資不動產，中國保監會對發債另有規定的除外：如保險業為貪圖短期炒房之利益，而利用借貸等方式來投資時，此時無異於所謂的賭博行為，對於整體金融市場係極不適當之行為，故為避免此情形應禁止之。

7. 違反本辦法規定的投資比例：

其目的是為防止投資比例的過高，造成保險業因過於踴躍投資不動產而造成保險業之萎靡。

8. 法律法規和中國保監會禁止的其他行為：

如其他法律或中國保監會有特別明文禁止之行為，則本應同時遵守它項法律以及保險資金投資不動產暫行辦法之規定。

參、小結

大陸關於保險業投資不動產，其限制之相關具體規範，散見於《保險資金投資不動產暫行辦法》以及《保險資金運用管理暫行辦法》之中，其內容隱約顯示出大陸對於保險業投資不動產之部分，仍相對保守，以防止全面開放造成之恐慌及房市價格不當上揚之情形。雖然如此，從前開辦法可知，中國大陸對於保險業資金運用於不動產的投資，係採「原則許可，嚴格監理」的模式，於原則上許可保險業將其資金投資於不動產的同時，對於投資資格、投資方式與投資標的等等層面，皆有細部的規定。

第四節 關於價格、收益率限制及關係人交易之相關規範

壹、大陸保險業投資不動產價格之相關規範

《保險資金投資不動產暫行辦法》第14條第2項關於不動產價格之規定如下：「保險資金投資不動產，應當合理確定交易價格。」，其規範一方面係維護保險公司資產，避免有心人士利用關聯交易侵害保險公司利益，致保險公司及投保大眾權益受損。一方面為避免保險業對房市之炒作行為。惟如何始為合理的交易價格？又應由誰評估不動產之合理價格？則於保險資金投資不動產暫行辦法第26條要求不動產價格，應聘請專業機構評估合理的不動產資產價值。該專業機構應符合暫行辦法第10條之條件，按照審慎原則，綜合考慮不動產所處區位、市場及其他相關因素，採用成本法、市場比較法和收益還原法等評估方法，合理評估不動產資產價值。

且為確實防範投資風險、經營風險和市場風險，暫行辦法第25條規定保險業應當加強資產後續管理，建立和完善管理制度，其中如設置專門崗位，配置管理人員，監測不動產市場情況，評估不動產資產價值和品質，適時調整不動產投資策略和業態組合。亦即對於不動產資產的管理與價值評估非僅於投資時，更應於投資後持續監管，確實防範後續可能發生之投資風險。並如出現重大投資風險時，應當及時啟動應急預案，向中國保監會報告風險原因、損失狀況、處置措施及後續影響等情況。

貳、大陸保險業投資不動產收益率之限制

針對保險業為確保投資收益，避免對投資不動產之閒置，及保險業養地之情況，各國可能針對投資之不動產標的有收益率之限制，要求保險業不動產投資的年化收益率應達一定比例以上。惟大陸方面並無相關限制。

但隨著近年來保險業的急劇發展，償付能力不足一直是保險公司面臨的突出問題。¹⁵⁵由於承保業務的利潤不斷降低的趨勢，保險公司償付能力

¹⁵⁵ 王曉宇，眾保險公司償付能力不足，證券日報，2008年8月4日，

的將倚賴於以資金運用收益為支撐的資本累積。¹⁵⁶因此對投資運作之收益率應是目前保險業選擇投資商品之一大考量。

學者按照保險資產配置的要求，認為保險資金投資不動產所要求的年化收益率通常在6%~10%的區間。¹⁵⁷其中從風險與回報匹配的角度看，往往能取得高租金和低空置率的一線城市核心地區的商用物業能夠在中長期獲得較高的回報水準，符合保險資金的安全性和追求長期回報的要求。¹⁵⁸應是保險業對直接投資不動產的資產配置之首選。而且目前，隨著一、二線城市住宅與商用物業間價格差距的逐步拉大，商業地產的投資價值已經開始逐漸顯現出來。因此，一、二線城市將成為保險資金主要關注的區域，一線城市核心區域的高端商業物業將成為保險資金重點考慮的投資目標。然而總的來說，現階段大陸地區保險資金可投資的不動產仍存在較大的發展空間。

只是目前，許多專家學者普遍認為商業地產的投資風險比普遍想像的要高。不動產投資風險主要是流動性差、變現難、市場行情波動大，在收益性上也往往存在較大的不確定性。而且，大陸地區商業地產發展時間較短，不少城市尚未經歷過一個完整的週期。另外，大陸地區很多地產項目商業運作的成熟度還不高，這就更增加了未來的不確定性因素。¹⁵⁹

近日，中國保監會發布了《中國保險業發展“十二五”規劃綱要》其中提及為加強保險資產戰略配置，適時調整保險資金投資政策，穩定和提高投資收益。在風險可控的前提下，穩步推動保險資金投資不動產、未上市股權和戰略性新興產業，不斷拓寬保險資金運用的管道和範圍，鼓勵開展資產管理產品創新。在實現分散投資風險、提高投資收益目標的同時，積極參與金融市場建設，在證券承銷、市場培育等方面發揮應有作用。¹⁶⁰

http://www.cs.com.cn/bxtd/02/200808/t20080804_1546033.htm，最後瀏覽日期 2012 年 6 月 15 日。

¹⁵⁶ 凌秀麗，海外保險資金投資不動產的經驗借鑑，中國金融，2010 年 3 月，頁 34-35。

¹⁵⁷ 同前註，頁 32。

¹⁵⁸ 同前註，頁 32。

¹⁵⁹ 王洪、陳秉正、劉超，我國保險資金投資不動產的現狀與問題，中國金融，2010 年 3 月，頁 31-33。

¹⁶⁰ 保監會，中國保險業發展“十二五”規劃綱要，

參、大陸保險業投資不動產對關係人交易之相關規範

在國內外經濟金融新形勢下，保險監管防範風險的責任加重。監管機制若發展不健全將限制保險資金運作水準和能力之提升。而目前，保險業的一個重要風險即是公司治理不完善和內控不嚴的風險，關聯交易風險是其中的重要內容，保險業要切實加強關聯交易管理，防範保險風險，確保公司內部治理之完善。¹⁶¹

其次，加強關聯交易管理亦是保障保險公司資產安全、保護被保險人利益的重要環節。¹⁶²尤其保險業的資產來源是從一般大眾本於避免緊急事故，欲分散風險彙集而來，在維護資產安全方面當小心防範及降低可能之風險。當前，保險投資主體日益多元化，資金運用管道日益拓寬，保險企業組織架構日趨複雜，不規範和不正當的關聯交易可能侵害保險公司利益，影響保險公司財務的獨立性和資產的安全性。¹⁶³公司如發生關聯交易，將帶給保險公司帶來嚴重損失，故進一步加強關聯交易管理，在保險公司資產和關聯方之間構築一道防火牆，切實維護被保險人的合法權益，當為投資運作中之重要課題。¹⁶⁴

第三，加強關聯交易管理是加強保險監管的客觀需要。加強關聯交易管理主要涉及公司股東、董事和管理層等利益相關者，是公司治理監管的重要內容。同時，維護保險公司資產安全一直是保險監管的重要方面。隨著保險資產規模的不斷擴大，必須確立和強化資產安全監管的理念，採取更為嚴格的監管措施，加強保險公司關聯交易管理，從公司治理的層面切實維護公司的資產安全。¹⁶⁵

<http://finance.sina.com.cn/money/insurance/bxfg/20110818/171210340085.shtml>，最後瀏覽日期 2012 年 6 月 15 日。

¹⁶¹ 謝聞麒，保監會：嚴防關聯交易風險，中國證券報，2008 年 10 月 21 日，
http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/www.cs.com.cn/sylm/jsbd/200810/t20081021_1628793.htm，最後瀏覽日期 2012 年 6 月 15 日。

¹⁶² 同前註。

¹⁶³ 同前註。

¹⁶⁴ 同前註。

¹⁶⁵ 同前註。

目前《保險資金投資不動產暫行辦法》僅於第10條第1項第4款規定要求保險資金投資不動產提供有關服務的專業機構與保險資金投資不動產的相關當事人不得存在關聯關係。及第24條第2項：「保險公司、投資機構與託管機構、專業機構不得存在關聯交易。保險公司與投資機構存在關聯交易的，不得偏離市場獨立協力廠商的價格或者收費標準，不得通過關聯交易或者其他方式侵害保險公司利益。」，故對保險業投資不動產之關聯交易的細部規定須參照針對保險業關聯交易管理之相關規範一併檢視之。¹⁶⁶

原本關聯交易管理就是保險監管的一項重點工作。《外資保險公司管理條例》、《保險公司管理規定》和《關於規範保險公司治理結構的指導意見》等行政法規和監管規章都對關聯交易管理提出了原則要求。2007年4月，保監會發佈了《保險公司關聯交易管理暫行辦法》，對關聯交易管理作了較為全面系統的規定。2008年10月又發佈了《關於執行〈保險公司關聯交易管理暫行辦法〉有關問題的通知》，進一步明確和細化了相關規定。¹⁶⁷

其辦法主要要求各公司進一步提高認識，認真貫徹落實各項制度，切實做好保險公司關聯交易管理工作。一是在新形勢下，要高度重視關聯交易管理，將其作為維護公司資產安全和保證公司穩健發展的基礎性工作。各公司股東、董事特別是獨立董事尤其要增強責任感，切實履行關聯交易管理職責。二是要按照制度要求，制定詳細的、可操作的關聯交易內部管理制度，理順管理流程，使關聯交易管理有章可循、有規可依，把每一環節的責任分解落實到具體的崗位和人員。三是要嚴格審批程式，切實發揮股東、董事以及獨立董事的實質性審查作用。加強內部監督，每年至少組織一次關聯交易專項審計，全面檢查評估本公司關聯交易情況和關聯交易管理制度執行情況。同時，嚴格按照規定履行重大關聯交易報告義務。¹⁶⁸

保險資金投資不動產時，亦應受上述規範之限制，如建立關聯交易管

¹⁶⁶ 同前註。

¹⁶⁷ 同前註。

¹⁶⁸ 同前註。

理制度及重大關聯交易應當在發生後十五個工作日內報告中國保監會¹⁶⁹等。惟於該保險公司關聯交易管理暫行辦法對於關聯交易原則係採允許之態度，僅關聯交易不得偏離市場獨立第三方的價格或者收費標準而已。但保險資金投資不動產暫行辦法於第 10 條第 1 項第 4 款及第 24 條第 2 項規定保險公司對託管機構、專業機構及專業機構與保險資金投資不動產的相關當事人間不得存在關聯交易，係為特別之規定。

蓋保險公司關聯交易管理暫行辦法對關聯交易採原則允許之政策，應係以避免侵害公司或者被保險人之利益為目的，因此認為若在該關聯交易無偏離市場獨立協力廠商的價格或者收費標準之情形下，應無侵害保險公司利益之虞，原則上不禁止之。但在投資不動產時，保險公司、投資機構¹⁷⁰與託管機構¹⁷¹為委託人、受託人、託管人之三方關係¹⁷²，其中託管機構之角色由保險資金運用管理暫行辦法第 19 條及第 20 條¹⁷³均可得出有為監督保險公司投資行為之功能存在。故規範與託管機構間不得存在關聯交易應係為了防弊之作用，即使取得董事會或股東大會之同意或無偏離市場獨立協力廠商的價格或者收費標準之情形亦不得為之。

又專業機構係指經國家有關部門認可，具有相應專業資質，為保險資金投資不動產提供法律服務、財務審計和資產評估等服務的機構。¹⁷⁴為免

¹⁶⁹ 保險公司關聯交易管理暫行辦法第 22 條：「保險公司重大關聯交易應當在發生後十五個工作日內報告中國保監會。報告內容包括：（一）交易協定；（二）股東大會或董事會決議；（三）獨立董事的書面意見；（四）交易的定價政策，成交價格與市場公允價格之間差異較大的，應當說明原因；（五）交易目的及交易對公司本期和未來財務狀況及經營成果的影響；（六）本年度與該關聯方累計已發生的關聯交易金額總和；（七）有助於說明交易情況的其他資訊。」

¹⁷⁰ 保險資金投資不動產暫行辦法第 3 條第 1 項：「本辦法所稱不動產投資管理機構（以下簡稱投資機構），是指在中華人民共和國（以下簡稱中國）境內依法註冊登記，從事不動產投資管理的機構。」

¹⁷¹ 保險資金運用管理暫行辦法第 19 條：「保險集團（控股）公司、保險公司應當選擇符合條件的商業銀行等專業機構，實施保險資金運用協力廠商託管和監督，具體辦法由中國保監會制定。」

¹⁷² 保險資金運用管理暫行辦法第 22 條：「保險集團（控股）公司、保險公司的投資管理能力應當符合中國保監會規定的相關標準。保險集團（控股）公司、保險公司根據投資管理能力和風險管理能力，可以自行投資或者委託保險資產管理機構進行投資。」、第 23 條：「保險集團（控股）公司、保險公司委託保險資產管理機構投資的，應當訂立書面合同，約定雙方權利與義務，確保委託人、受託人、託管人三方職責各自獨立。」

¹⁷³ 保險資金運用管理暫行辦法第 20 條：「託管機構從事保險資金託管的，主要職責包括：……（二）監督投資行為；……」

¹⁷⁴ 保險資金投資不動產暫行辦法第 3 條第 2 項：「本辦法所稱專業服務機構（以下簡稱

與保險公司間存在關聯交易可能影響其專業意見及評估資料之公正性及可信度，故亦禁止之。且專業機構應有其獨立性，與保險資金投資不動產的相關當事人間若存在關聯交易將影響其獨立第三方之地位，為避免保險公司之投資風險，其作為為保險資金投資不動產提供有關服務的專業機構之消極要件之一。

綜上所述，若以違反第 24 條第 2 項之行為侵害保險公司利益，除得依保險資金投資不動產暫行辦法第 29 條第 4 項中國保監會有權責令其改正外。配合保險公司關聯交易管理暫行辦法第 25 條：「保險公司關聯方違反本辦法規定，進行關聯交易，給保險公司造成損失的，保險公司及其股東可以依法向人民法院提起訴訟。」受損害之保險公司及股東得向與之為關聯交易之關聯方提起訴訟。

專業機構)，是指經國家有關部門認可，具有相應專業資質，為保險資金投資不動產提供法律服務、財務審計和資產評估等服務的機構。」。

第五節 不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產 之特別規範

大陸目前已開放保險業投資不動產，雖有助於保險資金投資運用，惟投資不動產仍有以下之風險¹⁷⁵：

(一) 不動產貶值風險

投資不動產的回報可以分為兩部分：租金收入、公允價值的變動和處置收益收入。租金回報率較為穩定而公允價值回報率變動較大。不動產前期投入非常高，不動產市場價格本身存在週期性變化趨勢，且調整的週期很長，受宏觀經濟環境的影響比較大——利率的變動、通貨膨脹都會對不動產市場造成較大衝擊。除此之外，投機性購房比例較大，一旦出現房價繼續下跌的預期，就會進一步加劇房價下跌，那麼保險公司前期巨額投入就很可能在長時間內無法收回，從而造成大量損失。

(二) 流動性風險

流動性風險是指企業因缺乏足夠的現金和隨時可以轉化為現金的資產，以致不能清償到期債務，滿足必要資金需求的風險。如上文所言，不動產前期投入非常高，而後期投資回收期長，對保險資金的退出有制約，有可能導致保險公司以物權方式投入到不動產的資金變現難、流動性差。而財險公司合同期限短，對於不動產投資試圖短期獲利的，很容易引發流動性風險。因此，不動產投資更加適合合同期限長、資金量穩定的壽險公司。

(三) 房租變動的滯後性風險

以購入成熟物業方式投資不動產的保險公司，通過長期的租賃合同能夠保證其獲得較為固定的租金，但是其對未來市場的指向性和預測性較弱，租金多是依據當前房產增量和存量來決定。一旦市場出現較大波動，

¹⁷⁵參閱華訊財經網：<http://money.591hx.com/article/2011-06-13/0000033080s.shtml>，(最後瀏覽日期 2012 年 6 月 17 日)

房價大幅上漲，固定的租金就會導致損失。另外，我國很多地產商業運作的成熟度還不高，這就更增加了未來的不確定性。不動產市場資金密集性的特徵也決定了保險公司一旦遭受損失，必將是巨大的。

(四)專業人才不足之風險

保險業內缺乏保險資金專業投資人員，不少保險公司的投資業務由從事保險業務的人員擔當。不動產業投資的專業性比較強，需要專門的組織體系和人員配備，外行一般不容易進入。保險公司將保險資金投向不動產，更加需要保險風險控制與資金投資，以及熟悉不動產業務三重專業技能的專業化人才，尤其是高級管理人才，加強不動產投資的專業能力。

本節將特別針對不動產貶值風險加以探討，房地產若泡沫破滅將會加速房價下跌，投機者將跟隨加速處分房地產以減少虧損，銀行亦因擔保品價格貶落要求借戶補提擔保品或清償部分借款。當房價持續下跌達三成，即借戶自備款完全虧空時，恐將引發借戶不願繼續還本繳息，任由房貸淪為逾期房貸¹⁷⁶。此時將危及金融機構之經營，對於將保險資金投入不動產運用之保險業亦會造成無法估計之損失。

為防止以上問題發生，中國對於保險業投資不動產「事前」之要件加以限制，其中為避免保險業將保險資金過度的投入，造成房市之泡沫化以及保險業的破產等有害於國家整體經濟的問題，對於保險業投資不動產之資金比例，於《保險資金投資不動產暫行辦法》中，即針對不同之不動產投資類型而有不同的比例限制，根據該暫行辦法第 14 條規定，共分為不動產、不動產相關金融產品兩種投資類型，而針對投資單一不動產以及其他不動產相關金融產品部分則又有不同之比例限制¹⁷⁷。其比例限制如下：1. 投資不動產的帳面餘額，不高於本公司上季度末總資產的 10%，投資不動產相關金融產品的帳面餘額，不高於本公司上季度末總資產的 3%；投資不動產及不動產相關金融產品的帳面餘額，合計不高於本公司上季度末總資產的 10%。2. 投資單一不動產投資計畫的帳面餘額，不高於該計畫發行規模的 50%，投資其他不動產相關金融產品的，不高於該產品發行規模的

¹⁷⁶ 參照許益民，近期大陸房地產情勢與影響，《研究經濟》第 11 期，頁 458。

¹⁷⁷ 保險資金投資不動產暫行辦法第 14 條規定參照。

20%。藉由明確化投資比例，避免保險公司將過多資金投入房地產轉而以投資為業，而有本末倒置之嫌。並且亦可防免所投資之不動產價格無法預期跌落時，不致造成保險公司過度的財產損失。

惟如不動產價格因市場價格波動等因素而出現不正常上漲甚至泡沫化之情況，或於保險業通過事前審核而從事不動產投資後，該投資標的始出現價格上漲甚或泡沫化之現象時，則欠缺相應之規範機制。亦即，針對不動產價格上漲或泡沫化時，對於保險業投資不動產並無特別規範。就穩定金融市場、保護被保險人等保險業監理之目的下，此種情況仍有加以規制、解決之必要。

目前當務之急，除了改革整體金融市場之投資環境以減少過度炒作而產生不動產假性上漲、泡沫化之現象外，即係以現行法下有關投資標的與投資方式之控管，嚴守保險業投資不動產標的資格審核，並且禁止高風險之投資等。最後仍需有賴相關法律訂定於此情況下保險業之退場機制或後續補救措施，將損失降到最低。

第六節 綜合分析

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，因此對保險公司營運佔有舉足輕重之地位，如何在收益性與安全性之間取得一個適度之平衡，為主管機關訂定投資限制之最大難題，採取太過寬鬆或嚴格之態度，對保險公司及被保險人而言都不是一件好事。如果對於保險業投資限制定得太寬鬆甚或對於其資金運用毫不設限，此時保險公司可能會採取高風險之投資策略；另一方面，如果投資限制定得太嚴苛，保險公司之投資收入會下降，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國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，將影響其與其它金融事業之競爭力，更遑論與其它擁有龐大資金之外國保險公司。

本研究特別針對保險公司將其資金投資不動產之情況加以深入研究論述，並探討保險公司投資不動產，於當今金融市場以及保險業現況有其的必要性和可行性。首先，由於保險資金亟需投資管道的客觀，大陸開放保險業投資不動產，以增加保險業資金運用的彈性，實乃大勢所趨，不得不然的結果。隨著資產規模的不斷擴大和保費收入的持續增長，保險資金運用規模日益膨脹，保險負債的特性要求保險資金的運用在期限、成本、規模上，應有其較好地配套方案與措施，以滿足保險業資金償付的要求。此外，亦可提高保險資金對抗通脹能力的需要，在高通貨膨脹的環境下，不動產的投資實為保險業資金對抗通貨膨脹的一個重要手段。目前，保險企業的資產組合中大約 80% 的保險資金配置在固定孳息收益的產品上。由於保險資金還不能通過購買與通貨膨脹相連結的產品，僅能以買賣黃金和投資大宗商品(如石油)等傳統手段來對抗通貨膨脹，在不能有效對通貨膨脹的風險進行避險的情況下，持有大量固定孳息的投資標的，在通貨膨脹來臨時，將不可以免地使保險業面臨通貨膨脹虧損的風險。因此，在大陸當前高度通貨膨脹預期上升的客觀環境下，投資包括房地產在內的不動產商品，不失為對抗通貨膨脹的一種可行的避險手段。同時，於一方面，在低通貨膨脹的環境下，不動產投資亦可以作為固定孳息產品的一種替代工具，以提高保險資金的投資收益率。以商業用不動產投資為例，如果不考

慮房價本身變化，現在大陸國內一線城市中，商業用不動產的租金收益率，約為5%-7%之間，其投資收益率，無疑將優於大多數固定孳息的產品。抑有進者，於另一方面，保險資金投資保監會規定的房地產項目，特別是廉租房、養老實體等國家重點支援的專案，既能得到國家的支持，風險相對比較小，又能獲得可觀的收益，可說是一個雙贏的合作結果。

大陸透過《保險法》以及《保險資金運用管理暫行辦法》、《保險資金投資不動產暫行辦法》三部法令，標誌著大陸保險資金的運用管道正式對不動產投資開放。2009年2月28日修訂的新《保險法》將淨化市場環境、防範保險業風險、完善保險市場監管制度作為其目標之一，其中為因應保險業市場蓬勃發展，保費收入節節高升而有保費資金運用需求的情況，拓寬了保險資金的運用範圍，提高保險業的資金利用率。客觀上，原保險法面對中國保險市場的起步階段，強調保險資金的運用要穩健、安全，將保險公司的保險資金運用範圍多有限制，並要求其應保證保險資產的保值增值。如今，中國保險市場進入發展與競爭的成熟階段，上述有關保險資金運用範圍的規定明顯滯後，與保險公司追求的贏利目標不相吻合，一定程度上阻礙了中國保險市場的深入發展，也是保險公司違法違規行為難以杜絕的因素之一。

有鑑於此，新《保險法》第106條在堅持穩健、安全原則的前提下，擴大了保險公司運用保險資金的範圍，除了銀行存款，還允許保險公司運用其保險資金買賣債券、股票、證券投資基金份額等有價證券，也可以投資不動產。顯然，此一立法變化有利於提高保險資金的利用效率，在更大範圍上實現保險資金的保值增值，尤其是保險資金獲利途徑的擴展，可以提高保險公司的保險償付能力。

另外主管機關並依保險法之授權於2010年8月5日制定公布《保險資金運用管理暫行辦法》，對於保險業保險資金之運用做了較細緻之規範，於該辦法第二章規範保險資金運用形式，其中第6條即將不動產投資包含在准許之資金運用形式之一，第11條則進一步定義保險資金投資的不動產，係指土地、建築物及其他附著於土地上之定著物。另外並於第15條第4款規定禁止保險公司直接從事房地產開發建設，以避免投資之行為。

此外，第四章則要求保險公司應建立全面覆蓋、全程監控、全員參與之保險資金運用風險管理組織體系和運行機制，規範保險業內部需有一定程度之自我風險控管。最後於第五章則規定中國保險監督委員會可對保險資金運用為監督管理，採取現場或非現場監管相結合之方式，具有重大股權投資之核准權，並可對保險公司投資事項作適法性、程序性審查，聽取報告，責令改正，要求就有關重大事項做出說明，甚至得於保險公司嚴重違反資金運用相關規定時，責令調整負責人及有關管理人員，並處以行政罰。

又保監會以《保險法》、《信託法》、《物權法》、《公司法》以及《保險資金運用管理暫行辦法》為依據¹⁷⁸，於同年（2010年9月3日）並針對開放保險資金運用於不動產投資而特別公布《保險資金投資不動產暫行辦法》。其規定保險公司可以通過物權、股權、債權以及購買不動產相關金融產品的方式投資不動產。而其中規定的物權方式是指保險公司直接購買已經建好的不動產項目，最具有不動產投資的代表性。而將保險資金以物權方式投資不動產具有以下之利益¹⁷⁹：

1. 提高保險投資的回報率

與歐美保險業成熟的國家相比，我國保險資產的投資結構一直不太合理。投資結構中高回報率資產的占比小，而低回報率的利率性產品，如銀行存款等過多，尤其是占比很大的壽險業務，形成了較嚴重的利差損失。根據我國經營性物業的租金水準，保險資金投資不動產的回報率在6%至10%左右，因此保險資金投資於不動產可以在一定程度上解決這些問題。

2. 實現資產負債對應配套管理

資產負債對應配套管理，為保險資金運用的核心內容，也是保險資金不同於其他資金的本質。保險資金為「風險厭惡型」資金，其所追求者，並非高風險、高收益，而是長期穩定回報，是建立在資產負債匹配上的回報。資產負債匹配主要包括結構匹配和期限匹配，即保險資金投資的結構應該與其來源結構相匹配，投資的期限應該與其來源的償付期限相匹配。

¹⁷⁸ 保險資金投資不動產暫行辦法第1條參照。

¹⁷⁹ 參閱華訊財經網：<http://money.591hx.com/article/2011-06-13/0000033080s.shtml>，(最後瀏覽日期 2012年6月17日)

中國保險資金的運用方面以往存在大量的“長錢短用”，而租賃契約往往為長期性契約，租金較為固定，因此其現金流比較穩定、規模大、期限長，比較符合保險資金追求長期、價值、穩健投資的特點，適合做中長期投資，有利於實現資產與負債的有效匹配。

其中為使保險資金所投資的不動產，符合產權合法清晰、管理權屬相對集中、能夠滿足投資回報等之要求，無論直接投資還是間接投資，保監會都明文規定保險業不可變身地產開發商。該投資不動產暫行辦法第16條3到5款即明確規定，保險資金不可以投資開發或者銷售商業住宅和直接從事房地產開發建設（包括一級土地開發），並禁止投資設立房地產開發公司，或者投資未上市房地產企業股權（項目公司除外），或者以投資股票方式控股房地產企業。已投資設立或者已控股房地產企業的，應當限期撤銷或者轉讓退出，其規範內容較《保險資金運用管理暫行辦法》第15條之禁止規範為詳盡。

而投資不動產暫行辦法第四章為對於保險業內部風險控制之規範，要求保險資金投資不動產，應加強資產後續管理，建立完善管理制度，設置專門崗位，配置管理人員，監測不動產市場情況，評估不動產資價值和質量，適時調整不動產投資策略，防範投資和市場風險，並且於出現重大投資風險時，應當及時啟動應急預案…等等。最後第五章則是藉由主管機關中國保監會加以介入之監督管理規範，給予保險會許多聽取報告、責令改正之實權，以達外部監控之效果。

大陸藉由此三部法令，從總則性立法到個別細緻化規範，針對保險業保險資金之運用建立一套詳盡的規範架構，透過明確投資主體、界定投資標的、規定投資方案以及建全風險控管機制，針對不動產的投資特點及風險特徵，做了系統性的安排。保險機構若能相應配合作好完善決策制度，建制自己的風險內控機制，並加強後續的管理持續監控風險，遵循穩健、安全原則，堅持資產負債匹配管理，審慎投資運作，並且有效防範風險，尤其應加強不動產投資以及保險業資產管理人員之訓練，改進保險教育培訓制度，建立多層次、多管道、多形式的教育培訓體系；同時建全保險人才管理體制，包括以業績和能力為重點的評價機制、鼓勵創新的分配激勵

與人才獎勵和保障制度，建立高素質之經營團隊。則將可透過保險資金合法有效之彈性運用，達到保險業以及整體社會雙贏之局面。

最後應予以特別注意的是，針對不動產價格因市場波動等因素上漲甚至泡沫化之情況，欠缺相應之規範機制，應從立法論上提出相關之解決方案，安排保險業於此情況下之退場機制或後續補救措施，將損失降到最低以保障全體被保險人，使要保人或被保險人所投入之保費以及所受之保險保護不隨著泡沫化。

總而言之，保險資金以物權方式投資不動產，其有較高的回報率，且符合保險公司長期投資策略的要求，但是當中的風險也不可小視。我們往往難以看到危機的先兆，因而對於保險資金而言，投資不動產領域必須堅持謹慎、安全的原則，要特別注意風險的研究與控制，關注不動產市場的系統風險，制定出符合公司實際的不動產投資策略。

第七章 我國現行保險業投資不動產監理法規與各國法規之比較及評析

第一節 我國關於保險業資金運用及不動產投資之規範架構

以規範架構而言，我國現行法關於保險業資金運用及不動產投資的法令，以法律位階為分類，可分為憲法層次、法律層次及法規命令與行政規則層次來看。此外，尚有自律規範。

就憲法層次而言，憲法第十五條規定：「人民之財產權應予保障」。保險業從事資金運用，理論上亦應屬憲法財產權保障的範圍。故關於其資金運用，包括資金運用於不動產的投資或開發上，若欲予限制，屬於干涉行政或至少屬於一般法律保留事項的範疇¹⁸⁰，依憲法第二十三條規定，人民之自由權利，非有法律依據，不得限制之，或者，若欲以命令補充該些限制事項，至少需有法律對授權之目的、範圍及內容明確訂定。具體而言，大法官會議釋字第五一四號解釋即指出：「人民營業之自由為憲法上工作權及財產權所保障。有關營業許可之條件，營業應遵守之義務及違反義務應受之制裁，依憲法第二十三條規定，均應以法律定之，其內容更須符合該條規定之要件。若其限制，於性質上得由法律授權以命令補充規定時，授權之目的、內容及範圍應具體明確，始得據以發布命令」。大法官會議釋字第六〇六號解釋除重申相同意旨外，其解釋理由書特別指出：「人民營業之自由為憲法上工作權及財產權所保障，本院釋字第五一四號解釋足資參照。國家對人民自由權利之限制，應以法律定之，且不得逾越必要程度，憲法第二十三條定有明文。如為便利法律之實施，以法律授權主管機關發布命令為補充規定，其內容須符合立法意旨，且不得逾越母法規定之範圍。其在母法概括授權情形下所發布者，是否超越法律授權，不應拘泥於法條所用之文字，而應就該法律本身之立法目的，及其整體規定之關聯意義為綜合判斷…」¹⁸⁰。由此可知，對保險業的設立許可及資金運用准許及限制的相關規定，原則上均需以法律定之，或由法律基於授權明確性原則，在不逾

¹⁸⁰ 關於干涉行政及一般法律保留事項之詳細內涵，參見陳敏，行政法總論，2007年5版，頁163~166。

越母法授權範圍下，以法規命令的方式予以訂定。

在法律層次上，我國關於保險業資金運用及不動產投資的限制，規定於保險法中「保險業」的部分。首先，保險法第一四六條明文，保險業資金之運用，除存款外可運用的投資標的，其中，第一四六條第一項第二款即明文准許保險業將資金運用於不動產投資。同條第七項並規定，有關保險業從事衍生性金融商品交易其交易之條件、交易範圍、交易限額、內部處理程序及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。而保險業從事不動產投資則無類似授權規定。另外，保險法第一四六之二條，則是專針對保險業投資不動產為規定。該條主要針對保險業投資不動產的目的、額度及方法進行限制。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。另關於不動產的投資總額，除自用不動產外，不得超過其資金百分之三十，且購買自用不動產總額不得超過其業主權益之總額。該條第二項並要求保險業就不動產之取得及處分，應經合法之不動產鑑價機構評價。此外，保險法第一四六條第一項第四款亦准許保險業「辦理經主管機關核准之專案運用、公共及社會福利事業投資」，第一四六條之五則就此訂有授權規定：「保險業資金辦理專案運用、公共及社會福利事業投資應申請主管機關核准；其申請核准應具備之文件、程序、運用或投資之範圍、限額及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。」

至於在法規命令方面，針對保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則相關事項，金融監督管理委員會則在 2012 年 11 月 23 日發佈了金管保財字第 10102516684 號令詳予規定。其中，第二條第一款特別規定：「不動產達可使用狀態且已利用，並有合理之投資報酬率者，可認定為即時利用並有收益。但不包括以素地作為停車場、出租廣告或搭建其他未經合法編釘門牌號碼建物使用之情形。」另外，關於「合理之投資報酬率」的標準、不動產達可用狀態但未利用或投資報酬率未達標準者的核備、不動產未達可用狀態但已開發中者之報核及不動產未達可用狀態且未開發者之原則禁止等事項皆有規定。最末，該號函令第七點亦就保險業投資於素地之應遵守要件予訂定，即素地開發限於「已領有建造執照，可立即開發之土地」或「可獨立興建且無需再與鄰地合併開發之土地」。而若保險業投資不動產未符前述即時利用並有收益之認定標準者，應依該辦法所列方式辦理專案報核(第八點)。此外，金融監督管理委員會在

2011年11月09日發佈的金管保財字第10002517112號函關於「因應當前金融情勢，調整或修正100年度及101年度保險業資資本適足率計算方式」中，規定對於所持有投資用不動產為素地者，自100年度起其風險係數加計，以及不動產未能符合即時利用並有收益認定標準，其風險係數按展延次數每次再加計之百分比。又，關於保險業資本適足率計算，如本報告初始所示，自99年起改採以市價重新評價，其詳細作業規範，訂於「保險業計算資本適足率適用之不動產投資採用市價重新評價並計入自有資本調整項之應注意事項」中。需注意者，該注意事項的適用範圍僅限於「持有滿三年、已完成建物且符合即時利用並產生收益之投資用不動產」¹⁸¹。而在辦理經主管機關核准之專案運用、公共及社會福利事業投資方面，因有母法授權，金融監督管理委員會於2012年7月甫修正通過「保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法」，其中，對保險業資金辦理專案運用，限於政府核定之新興重要策略性事業或創業投資事業、政府核定之工業區或區域開發計畫、無自用住宅者之購屋、文化與教育之保存及建設等項目¹⁸²。另，若保險業資金為配合政府辦理公共投資，同辦法第三條規定之事項，則多與基礎設施有關，如交通設施、國宅、水電等公用設施等等。該辦法同時亦對保險業辦理專案運用、公共及社會福利事業投資之總額所佔該保險業資金之比例上限為規定¹⁸³。同時，該辦法對保險業辦理專案運用、公共及社會福利事業投資之申請核准程序有詳細規定¹⁸⁴。

最末，2006年訂定之「保險業資產管理自律規範」雖非針對保險業的不動產投資，但揭櫫了整體資金運用的原則，包涵應訂定內部之「投資管理流程」即訂定投資政策時訂立前條投資政策時需考量資產與負債關係、風險承受程度、長期風險報酬要求、流動性與清償能力後訂之，並報經董事會通過等原則。其次，關於資金運用應經董事會核准與掌理之高階主管的義務等，亦在該自律規範中有規定。

¹⁸¹ 詳參「保險業計算資本適足率適用之不動產投資採用市價重新評價並計入自有資本調整項之應注意事項」第一條第一項。

¹⁸² 參照「保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法」第二條。

¹⁸³ 參照「保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法」第七條。

¹⁸⁴ 參照「保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法」第八條。

第二節 我國關於保險業投資不動產資格之相關規定

我國關於不動產投資資格之限制主要乃源於保險法第 146 條之 2 第 1 項。其中關於不動產投資資格，主要乃針對投資標的而加以限制。其中又可區分為自用不動產與非自用不動產等兩者。如為自用不動產，則不得超過其業主權益之總額，另外如為非自用不動產者，其投資總額則以保險人可運用資金百分之三十為限。

與該條文相關之法令規範，主要為「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」¹⁸⁵。其中關於即時利用並有收益等標準與原則共計有八款情形。而針對其收益率以及使用狀態分別規範其投資報酬率以及相關應行報核事項等。

關於保險業所投資不動產與清償能力有關之細節，則另外規定於「保險業計算資本適足率適用之不動產投資採用市價重新評價並記入自有資本調整項之應注意事項」中。其中即針對保險業投資以持有滿 3 年，已完成建物且符合即時利用並產生收益之投資用不動產為限。並調整其於自有資本項下之調整方式計算。

此外關於資產評價標準，則另行規定於保險業認許資產之標準與評價準則。其中關於不動產評價有相關者，則為該準則第七條第一項另針對無經濟效益之土地屬非認許資產而有其限制。

¹⁸⁵金管保財字第 10002502291 號。

第三節 我國關於保險業投資不動產限制之相關規定

關於我國保險業投資不動產，其限制之相關具體規範，主要以保險法第 146-2 條為主。該條文規定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。此外，其投資總額，除自用不動產外，不得超過其資金百分之三十。但如為購買自用不動產者，其總額不得超過其業主權益之總額。而保險業不動產之取得及處分，另應經合法之不動產鑑價機構評價。

我國保險法第 146-2 條關於不動產投資之限制，總計對於為投資種類、投資比例、投資行為等部分，有所限制。

(一) 投資種類之限制

不動產之種類相當複雜，我國保險法規定保險業所投資不動產以「即時利用並有收益」者為限。其認定標準及處理原則，依 2012 年 11 月 23 日金管保財字第 10102516681 號之核釋，所謂「即時利用並有收益」意指不動產達可使用狀態且已利用，並有合理之投資報酬率者，可認定為即時利用並有收益。但不包括以素地作為停車場、出租廣告或搭建其他未經合法編釘門牌號碼建物使用之情形。

而合理之投資報酬率以不動產出租率達 60%（出租面積/持有面積）且年化收益率（年化收益/帳面價值）不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加 1.5% 為準，但 2012 年 11 月 19 日前取得之不動產，其年化收益率得以不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加三碼為準。但 2012 年 8 月 24 日前取得之不動產，其年化收益率得以不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加二碼為準。¹⁸⁶。

對於未符合「即時利用並有收益」之不動產者，若符合以下情形者，仍可以專案方式報請主管機關核示：

(1) 不動產達可用狀態但未利用或投資報酬率未達標準者，應敘明可用狀

¹⁸⁶ 年化收益率之比較基準，評估方式採逐月檢核出租率及年化收益率之方式為之。民國 101 年 11 月 23 日金管保財字第 10102516681 號。

態與實際利用無法同時配合之理由專案報核。

(2) 不動產未達可用狀態但已開發中者，應敘明具體理由專案報核。

(3) 不動產未達可用狀態且未開發者，原則禁止；但有特殊事由，如無法開發亦無法處分轉讓者，應敘明具體理由專案報核。

此外，由於我國保險業於投資素地時，容易經報章雜誌報導，而引發負面之社會觀感。因此主管機關對於保險業投資素地，特別規定應符合「已領有建造執照，可立即開發之土地，並應於取得後六個月內開工」或是「可獨立興建且無需再與鄰地合併開發之土地，並應於取得後九個月內送件申請建造執照」之任一條件，藉以增進土地使用效率，避免衍生社會大眾之負面觀感。

(二) 投資比例之限制

我國現行法規制度對於保險業不動產之投資比例，依其是否屬於自用，而有所不同之限制。保險法第 146-2 條規定保險業購買自用不動產總額不得超過其業主權益之總額，至於其他之不動產之投資比例則另有規定。

1992 年增訂保險法第 146-2 條時，立法理由雖謂「斟酌我國經濟環境之變遷及保險業資金之運用，爰適度修正降低投資不動產之比例，由三分之一降為百分之二十五。」¹⁸⁷但最後仍以「其投資總額，除自用不動產外，不得超過其資金百分之十九。」之條文規定通過。隨著時代變遷，各項金融投資工具報酬率普遍下滑，「為使保險業資金運用更具彈性，將保險業投資不動產總額提高為百分之三十」¹⁸⁸。

因此保險業之不動產投資限制，若屬於自用不動產者，以不超過保險公司業主權益之總額為限，若屬於投資用不動產者，則以不超過保險公司資金百分之三十為限。

(三) 投資行為之限制

關於我國保險業不動產投資行為之限制，可理解乃是藉由外部機構及內部機構兩方面雙管齊下之方式進行。外部機構乃是合法之不動產鑑價機

¹⁸⁷ 1992 年保險法第 146-2 條新增條文立法理由。

¹⁸⁸ 2001 年保險法第 146-2 條修正條文立法理由。

構，內部機構則為保險公司之董事會。

在外部機構方面，保險法第 146-2 條規定保險業不動產之取得及處分，應經合法之不動產鑑價機構評價。其規範目的為避免保險業藉不動產取得或出售，移轉資金，爰規定不動產交易應經不動產鑑價機構評價，以維公正。

在內部機構方面，主管機關要求保險公司董事會須發揮一定之機能，規定保險業應依不動產實際使用情形分別管理自用及投資用不動產，及訂定經董事會通過之內部作業規範¹⁸⁹。同一不動產標的倘部分作為自用，部分作為投資用，應按實際使用面積分別歸入自用及投資用不動產管理及計算投資限額。此外，主管機關尚規定保險業自用不動產及投資用不動產相互轉列，或取得自用不動產於一年內出售者，應就其適法性、正當性、合理性審視並提報董事會通過¹⁹⁰。

此外對於體質較佳之業者，主管機關給予較大之彈性。2012 年 11 月 23 日金管保財字第 10102516681 號新增保險業從事不動產投資，應逐案提報董事會通過後依授權辦理，但自有資本與風險資本之比率達 200% 以上之保險業，且單一交易金額未達新臺幣三億元者，則不受此內部機構之規範。

（四）投資時間之限制

2012 年 11 月 23 日金管保財字第 10102516681 號與同年 8 月 28 日金管保財字第 10102513091 號相較，新增對於不動產投資後禁止所有權移轉之時間規定。要求保險業對於金管保財字第 10102516681 號生效日後所取得之不動產，屬於取得達可用狀態之不動產者，於取得日起五年內不得移轉所有權。對於投資於素地者，取得日起十年內不得移轉所有權。

¹⁸⁹ 2012 年 8 月 28 日金管保財字第 10102513091 號

¹⁹⁰ 2012 年 8 月 28 日金管保財字第 10102513091 號。

第四節 關於價格、收益率限制及關係人交易之相關規範

壹、關於價格與收益率限制之相關規範

依保險法第 146 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，該規定主要在於避免保險業囤積不動產，進而影響不動產價格，因而希望透過即時利用之規定，鼓勵保險業投資不動產後，能增加不動產之開發利用與建設，以促進總體經濟之發展¹⁹¹。而所謂並有收益係指保險業投資不動產後，應依該不動產之性質為一般使用，並創造收益。金管會並進一步對於保險公司投資不動產之收益率設有最低規定，該規定並於近日修正調高，以加強保險業資金運用效益。

金管會依據保險法第 146 條之二授權，訂定保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則，於今年八月甫修正公布，於 101 年 11 月甫修正公布，於 101 年 11 月 19 日生效。依該管理原則之規定，保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則如下：

- (一)不動產達可使用狀態且已利用，並有合理之投資報酬率者，可認定為即時利用並有收益。但不包括以素地作為停車場、出租廣告或搭建其他未經合法編釘門牌號碼建物使用之情形。
- (二)前款所稱合理之投資報酬率以不動產出租率達百分之六十(出租面積/持有面積)且年化收益率(年化收益/帳面價值)不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加百分之一點五為準，但一百零一年十一月十九日本令生效前取得之不動產，其年化收益率得以不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加三碼為準，以及一百零一年八月二十四日前取得之不動產，其年化收益率得以不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加二碼為準。
- (三)前款年化收益率之比較基準，係以出租時當月第一個營業日之中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加百分之

¹⁹¹ 臺財錢字第 22373 號。

一點五為準，評估方式採逐月檢核出租率及年化收益率之方式為之。

(四)保險業於本令生效日後取得之不動產，應符合下列規定：1. 取得達可用狀態之不動產，以取得時已符合即時利用並有收益標準者為限。2. 取得達可用狀態之不動產於取得日起五年內不得移轉所有權。但有本法第一百四十三條第一款百以上之保險業，且單一交易金額未達新臺所列情事及為改善其自有資本與風險資本之比率，報經主管機關核准者，不在此限。3. 保險業從事不動產投資，應逐案提報董事會通過後依授權辦理，但自有資本與風險資本之比率達百分之兩幣三億元者，不在此限。

關於素地開發，該管理原則要求保險業投資於素地時，應符合下列條件：(1) 已領有建造執照，可立即開發之土地，應於取得後六個月內開工；可獨立興建且無需再與鄰地合併開發之土地，應於取得後九個月內送件申請建造執照。(2) 投資前應取得可符合即時利用並有收益標準之承租意向書或其他可資證明未來規劃可符合即時利用並有收益標準之文件。(3) 應按取得時規劃之時程確實辦理開發，最長應於取得日起五年內興建完工並符合即時利用並有收益標準。(4) 取得日起十年內不得移轉所有權。但有本法第一百四十三條第一款所列情事及為改善其自有資本與風險資本之比率，報經主管機關核准者，不在此限。

此外，依保險法第 146 條之 2 第二項之規定，保險業不動產之取得及處分，應經合法之不動產鑑價機構評價¹⁹²。

貳、關於關係人交易之相關規範

我國金管會對於保險業投資不動產之監理規範中，並未就關係人交易有特別限制或規定；然就保險業與利害關係人從事放款以外之交易有一般性之規定需予遵守，其中保險業關於不動產之投資屬其中所列放款以外之交易。是以，若保險業與利害關係人從事不動產交易時，自應遵守相關規定。

¹⁹² 過去依財政部 81.12.07 (81) 台財保字第 810505796 號函之要求，所稱之合法不動產鑑價機構係指依公司法規定申請公司登記並依建築師法第十六條或技師法第十二條規定辦理業務之不動產鑑價機構。然該函業經財政部 85 年台財保字第 85000060 號停止適用。

依金管會所公布，「保險業與利害關係人從事放款以外之其他交易管理辦法」¹⁹³第三條所規定放款以外交易之範圍，所謂保險業與利害關係人從事放款以外之其他交易包括保險業購買第二條所列各款對象之不動產或其他資產。是以，保險業投資不動產亦受該交易管理辦法之規範，如保險業將其資金用於投資該辦法第二項所列各款之人¹⁹⁴所持有之不動產時，則需受本辦法規範而符合其限制。

交易辦法所列之限制主要見於第四條及第五條，依該辦法第4條規定，保險業與其利害關係人從事放款以外之其他交易時，其條件不得優於其他同類對象，並應經公司三分之二以上董事之出席，及出席董事四分之三以上同意之決議後為之。

又依第五條之規定，保險業與其利害關係人從事放款以外之其他交易時，其交易限額規定如下：

- 一、與單一利害關係人之交易總餘額不得超過各該保險業業主權益百分之十。
- 二、與所有利害關係人從事交易，其交易總餘額不得超過各該保險業業主權益百分之六十。

又依該辦法第九條之規定，若保險業預計向利害關係人購買、租賃或出售不動產或其他資產予利害關係人，應提出交易價格業經獨立評估，或交易條件不優於其他同類對象之證明文件供董事會為決議之參考。

綜上，總結交易辦法之相關規定，我國保險業若欲與利害關係人進行不動產投資交易時，將受到核准程序、交易條件及交易金額等限制。該交易需先經董事會三分之二以上董事出席，出席董事四分之三以上同意之決

¹⁹³ 中華民國 96.8.29 行政院金管會金管保一字第 09602503691 號令訂定發布，行政院金管會 101.6.29 金管保財字第 10102509812 號令修正發布。

¹⁹⁴ 依交易辦法第二條之規定，保險法所稱利害關係人包括：「本法第一百四十六條之七第三項所稱利害關係人之範圍如下：一、保險業之負責人及大股東。二、保險業之負責人及大股東為獨資、合夥經營之事業，或擔任負責人之企業，或為代表人之團體。三、保險業之關係企業與其負責人及大股東。四、保險業之子公司與其負責人。」另依交易辦法第三條第一項第九款及第二項之規定，所謂利害關係人亦包括與第二條各款對象有利害關係之第三人進行交易或與第三人進行有前條各款對象參與之交易。而該款所稱有利害關係之第三人，其範圍包括前條第一項各款對象之配偶、二親等以內之血親及以本人或配偶擔任董事、監察人或總經理之企業。

議後始得為之，且其交易條件不得優於其他同類對象。且保險業投資於單一利害關係人之不動產時，其交易總餘額並不得超過保險業業主權益百分之十；所有與利害關係人所從事之不動產投資總額不得超過該保險公司業主權益百分之六十。

此外，根據「保險業與同一人同一關係人或同一關係企業放款或其他交易管理辦法」第三條第一項第二款之規定，保險法第146條之7第1項所稱對同一人、同一關係人或同一關係企業之其他交易亦包括購買各該對象之不動產。是以，保險人與利害關係人從事不動產交易亦受之規範。

依該管理辦法之規定，保險業對同一人、同一關係人或同一關係企業為放款以外之其他交易時，其交易限額規定如下：

- 一、除交易對象為政府機關、公立學校、公營事業者依第三款及第四款規定辦理外，其單一交易金額不得超過各該保險業業主權益之百分之三十五；交易總餘額不得超過各該保險業業主權益之百分之七十。
- 二、依第一款規定計算其他交易之單一交易金額未達新臺幣一億元者，得以新臺幣一億元為最高限額，且交易總餘額不得逾新臺幣二億元。
- 三、保險業之交易對象為同一政府機關、公立學校、公營事業者時，得不計入本辦法所稱交易總餘額，但單一交易金額不得超過各該保險業之業主權益。
- 四、依第三款規定計算之單一交易金額未達新臺幣二億元者，得以新臺幣二億元為最高限額。
- 五、本辦法發布前之其他交易案件，其交易總餘額逾本辦法之限額者，不得再增加交易。

保險業對非利害關係人為不動產交易時，除前述交易限額規定外，應依下列規定辦理：

- 一、保險業自有資本與風險資本之比率達百分之二百以上者，其單一交易金額不得超過各該保險業資金之百分之一點五；交易總餘額

不得超過各該保險業資金之百分之三。

二、保險業自有資本與風險資本之比率未達百分之二百且業主權益為正數者，如已提出增資改善計畫與實際增資情形，得經主管機關核准以各該保險業資金之百分之一為單一交易金額最高限額，且以各該保險業資金之百分之二為交易總餘額最高限額，並應符合下列情形：

(一) 透過公開招標或公開拍賣程序取得不動產，且該不動產以已完成建物能立即產生收益者為限。

(二) 依公開發行公司取得或處分資產處理準則訂定不動產交易處理程序，並依保險法第一百四十六條之二與該準則第九條辦理不動產交易。前揭交易資訊並應依人身保險業辦理資訊公開管理辦法第十條或財產保險業辦理資訊公開管理辦法第十條規定於公司網站揭露。

(三) 應先經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事四分之三以上同意。為上述決議前應提供完整評估報告供董事會為決議之參考，且所有出席董事及監察人皆需出具書面意見。

三、保險業自有資本與風險資本之比率未達百分之二百且業主權益為負數者，如已提出增資改善計畫與實際增資情形，得經主管機關核准以各該保險業資金之百分之一與新臺幣五億元之孰低者為單一交易金額最高限額，且以各該保險業資金之百分之二與新臺幣十億元之孰低者為交易總餘額最高限額，並應符合前款各目情形。

第五節 我國於不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不

動產之特別規範之有無

近年來由於我國不動產價格節節高升，令許多受薪階級望屋興嘆，在各種媒體爭相連篇累牘的報導，不動產價格高漲遂成為社會普遍關注的熱門議題。我國政府為回應社會抑制不動產價格上漲，避免不動產價格泡沫化之呼聲，遂於 2011 年 5 月 4 日，由立法院三讀通過，總統明令公佈《特種貨物及勞務稅條例¹⁹⁵》全文共計 26 條，並於 2011 年 6 月 1 日正式施行¹⁹⁶，此即俗稱之《奢侈稅》，對於持有期間在二年以內之房屋及其坐落基地或依法得核發建造執照之都市土地¹⁹⁷，課予百分之十之特別稅¹⁹⁸，若持有期間在一年以內者，則加課百分之五的特別稅¹⁹⁹，以期藉由加重提高短期投機炒作不動產之成本，以達到抑制不斷高漲不動產價格之效果。此《奢侈稅》施行一年多以來，一般認為雖然業已達成部分抑制不動產價格上漲之效果²⁰⁰，但是仍有許多要求政府進一步採取更積極措施的呼聲²⁰¹，批評的聲浪亦仍始終不絕於耳²⁰²；雖然如此，大體而言，我國整體不動產價格仍處於上升的態勢²⁰³。

在不動產價格仍居高不下，但是政府政策明顯著眼於抑制不動產價格的情況下，我國不動產投資的前景，仍屬混沌未明的狀態；而保險業者將其資金投入於不動產，其可能產生的投資風險與泡沫化危機，向為保險業主管監理機關金融監督管理委員會所密切關注。此可由《奢侈稅》公佈施

¹⁹⁵ 中華民國 100 年 5 月 4 日，總統華總一義字第 10000085291 號令。

¹⁹⁶ 中華民國 100 年 5 月 19 日，行政院院臺財字第 1000025165 號令。

¹⁹⁷ 請參閱《特種貨物及勞務稅條例》第 2 條第 1 項第 1 款之規定。

¹⁹⁸ 請參閱《特種貨物及勞務稅條例》第 7 條前段之規定。

¹⁹⁹ 請參閱《特種貨物及勞務稅條例》第 7 條但書之規定。

²⁰⁰ 請參閱林祖嘉，奢侈稅有效，財產稅更重要，國家政策研究基金會，科經(析) 100-036 號，2011 年 8 月 23 日。

²⁰¹ 請參閱李沃牆、陳璽豔，不以成敗論英雄----奢侈稅實施週年應予以肯定，國家政策研究基金會，財金(析) 101-012 號，2012 年 6 月 1 日。

²⁰² 請參閱謝明瑞、林定芃、周信佑，奢侈稅退場之評析，國家政策研究基金會，財金(析) 101-025 號，2012 年 11 月 7 日。

²⁰³ 請參閱謝明瑞，奢侈稅與房地產行情，國家政策研究基金會，財金(研) 100-006 號，2011 年 5 月 11 日。

行前後之相關法規之制訂修正，即可得知。

於《奢侈稅》公佈施行之前，金融監督管理委員會對於保險業將其資金投資於不動產，即依保險法之授權，加以監理。我國保險業資金得運用於不動產之投資，為保險法第 146 條所明定²⁰⁴；保險法於允許保險業將其資金用於不動產投資之同時，亦明文對其投資加以限制²⁰⁵。由於保險法限制保險業投資不動產上限為可運用資金的 30%，且單一不動產交易金額不得超過各保險公司淨值 35%，此限制降低壽險業投資不動產意願。

有鑒於此，金融監督管理委員會於 2009 年 10 月 13 日修訂《保險業對同一人同一關係人或同一關係企業之放款及其他交易管理辦法²⁰⁶》放寬保險業與非利害關係人從事不動產交易相關限制，令保險業投資不動產，可選擇以業主權益或資金作為交易限額的計算基礎，使保險業對於同一人、同一關係人或同一關係企業之不動產投資，不再侷限於單一交易金額不能超過業主權益的 35%，交易總餘額不能超過 70% 的限制；若保險公司的自有資本與風險資本比率達 200% 以上者，其不動產單一交易金額上限為保險業可運用資金的 1.5%、交易總餘額上限為可運用資金的 3%；若資本適足率未達 200%，但業主權益為正數者，如提出增資改善計畫與實際增資情形，並符合公開招標或公開拍賣程序等配套條件，經金管會核准，其單一交易金額及交易總餘額上限，分別為 1% 及 2%；對於資本適足率未達 200%，且業主權益為負數者，在提出上述改善措施後，經金管會核准，單一交易金額上限為可運用資金 1% 或新台幣 5 億元取其低，交易總額則為 2% 或 10 億元，取其較低者。對於資本適足率未達 200% 的保險業，若公司未如規劃切實執行增資改善計畫時，金管會將廢止核准或作其他處置，為避免相關情形造成保險業違反合約而遭受損失，金管會也要求保險業在不

²⁰⁴ 請參閱保險法第 146 條第 1 項第 1 款之規定：「保險業資金之運用，除存款外，以下列各款為限：一、有價證券。二、不動產。三、放款。四、辦理經主管機關核准之專案運用、公共及社會福利事業投資。五、國外投資。六、投資保險相關事業。七、從事衍生性商品交易。八、其他經主管機關核准之資金運用。」

²⁰⁵ 請參閱保險法第 146 之 2 條之規定：「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。但購買自用不動產總額不得超過其業主權益之總額。保險業不動產之取得及處分，應經合法之不動產鑑價機構評價。」

²⁰⁶ 中華民國 96 年 8 月 29 日，金融監督管理委員會金管保一字第 09602503801 號令，訂定發布全文 6 條，並自發布日施行；中華民國 98 年 10 月 13 日，金融監督管理委員會金管保財字第 09802510292 號令，修正發布第 4 條條文。

動產投資合約中，訂定應終止合約及免責事由的條款。

金融監督管理委員會亦於 2010 年 6 月 10 日制定《保險業計算資本適足率適用之不動產投資採用市價重新評價並計入自有資本調整項之應注意事項²⁰⁷》，將保險業投資單一不動產限額，從淨值為計算基礎，改以可運用資金為計算基礎。以壽險業共 8.6 兆元的資金計算，投資單一不動產最大額度將可達 1,292 億元，比原來增加一倍，大幅增加約 650 億元。此項規定放寬之後，投資單一不動產的額度也將依比例放寬。

由前開規定可知，金融監督管理委員會對於保險業將其資金投資不動產，於審慎監理的同時，亦以政策引導的方式，緩步鼓勵保險業將其資金運用於不動產的投資。

於《奢侈稅》公佈施行之後，金融監督管理委員會對於保險業投資不動產所可能產生的風險與泡沫化的危機更為關注，而保險業投資不動產的熱潮，於此時期，亦呈現出明顯的態式。以 2012 年為例，截至 10 月 31 日為止，我國保險業投資不動產超過 30 筆，投資之總金額，業已達台幣 1016 億元，創歷史新高，例如：南山人壽於 2012 年 8 月買下台中文心路的素地，於 2012 年 10 月 30 日標下國產局二筆台中素地，並於當天以新台幣 13 億元買入安泰銀內湖商辦，於 2012 年 10 月 31 日以 268.88 億元競標世貿二館地上權，合計南山人壽全年投資不動產之總金額，將高達新台幣 318 億元；國泰人壽以 43 億元權利金，要在桃園高鐵站產專區造鎮；新光人壽於 2012 年 10 月 29 日，以新台幣 39 億餘元標下台北火車站對面的亞洲廣場大樓一樓商場。預計我國保險業投資不動產之全年預估總金額將前所未有地達到新台幣 1200 億元，為 2011 年的兩倍以上，此亦為歷史新高的金額²⁰⁸。

我國保險業之所以將資金運用於不動產之購買開發，係由於傳統上我國保險業不動產之投資項目，多為購置商業用不動產出租使用以及興建不

²⁰⁷ 中華民國 99 年 6 月 10 日，金融監督管理委員會金管保財字第 09902507721 號函。

²⁰⁸ 請參閱彭禎伶、楊筱筠，壽險今年投資不動產，破千億，工商時報，2012 年 10 月 31 日，於 <http://news.chinatimes.com/politics/11050201/122012103100096.html>（最後瀏覽日：2012/11/20）。

動產出租或出售，然而近年來我國房地產價格雖然持續上漲，但是房地產之租金收益並未隨之提高，導致保險業不動產出租收益率降低，保險業因此將資金投入不動產開發運用。此亦引發外界對於我國不動產價格上漲之原因，乃係保險業資金投資不動產市場之疑慮。有鑑於此，金融監督管理委員會檢查局遂於 2011 年 8 月啟動保險業投資不動產的「專案金檢」，選定 5~6 家近年投資不動產金額較大、頻率較高的保險公司，檢查不動產投資決策、鑑價、投資運用情況、房貸等項目；同時制訂一系列之規定，以引導保險業以合理價格從事不動產投資，進一步落實保險法第 146 條之 2 有關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為限之立法規範，以期使具有公眾性質之保險業資金，能夠發揮資產負債間之匹配性，以維持保險業之穩定經營，強化保險業不動產監理措施及內部控制制度。

於 2012 年 8 月 24 日，金融監督管理委員會廢止原《保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則²⁰⁹》，重新制訂《保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則²¹⁰》，共計四點。於第 2 條限制保險業投資不動產達可使用狀態且已利用²¹¹，且除以素地作為停車場、出租廣告或搭建其他未經合法編釘門牌號碼建物使用情形之外，其不動產出租率應達 60%²¹²，其投資報酬率應達 2.125%²¹³。

²⁰⁹ 中華民國 100 年 2 月 24 日，金融監督管理委員會金管保財字第 10002502291 號令（101.08.24 廢止）。

²¹⁰ 中華民國 101 年 8 月 28 日，金融監督管理委員會金管保財字第 10102513091 號令。

²¹¹ 請參閱《保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則》第 2 條第 1 款：「不動產達可使用狀態且已利用，並有合理之投資報酬率者，可認定為即時利用並有收益。但不包括以素地作為停車場、出租廣告或搭建其他未經合法編釘門牌號碼建物使用之情形。」

²¹² 請參閱《保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則》第 2 條第 2 款：「前款所稱合理之投資報酬率以不動產出租率達百分之六十（出租面積／持有面積）且年化收益率（年化收益／帳面價值）不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加三碼為準，但本令生效前取得之不動產，其年化收益率得以不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加二碼為準。」

²¹³ 請參閱《保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則》第 2 點第 3

款：「前款年化收益率之比較基準，係以出租時當月第一個營業日之中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加三碼為準，評估方式採逐月檢核出租率及年化收益率之方式為之。」

不動產未達可用狀態且未開發者，原則禁止保險公司投資²¹⁴；不動產未達可用狀態但已開發中者²¹⁵，或不動產達可用狀態但未利用或投資報酬率未達標準者，或無法開發亦無法處分轉讓者，應敘明理由專案報核²¹⁶。保險業者若投資未開發之素地，應以已領有建造執照，可立即開發，並應於取得後六個月內開工之土地，或是可獨立興建且無需再與鄰地合併開發之土地，並應於取得後九個月內送件申請建造執照，為限²¹⁷。保險業自用不動產及投資用不動產相互轉列，或取得自用不動產於一年內出售者，應就其適法性、正當性、合理性審視並提報董事會通過²¹⁸。保險業應依不動產實際使用情形分別管理自用及投資用不動產，及訂定經董事會通過之內部作業規範。同一不動產標的倘部分作為自用，部分作為投資用，應按實際使用面積分別歸入自用及投資用不動產管理及計算投資限額²¹⁹。保險業因行使抵押權或為確保債權回收目的取得之不動產，應符合不動產投資有關即時利用並有收益之規定²²⁰。

2012年11月19日，金融監督管理委員會修正《保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則²²¹》，共進行八點修正：

²¹⁴ 請參閱《保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則》第2點第6款：「不動產未達可用狀態且未開發者，原則禁止；但有特殊事由，如無法開發亦無法處分轉讓者，應敘明具體理由專案報核。」

²¹⁵ 同前註。

²¹⁶ 請參閱《保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則》第2點第5款：「不動產未達可用狀態但已開發中者，應敘明具體理由專案報核。」

²¹⁷ 請參閱《保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則》第2點第7款：「保險業投資於素地者，應符合下列條件之一：1.已領有建造執照，可立即開發之土地，並應於取得後六個月內開工。2.可獨立興建且無需再與鄰地合併開發之土地，並應於取得後九個月內送件申請建造執照。」

²¹⁸ 請參閱《保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則》第2點第10款：「保險業自用不動產及投資用不動產相互轉列，或取得自用不動產於一年內出售者，應就其適法性、正當性、合理性審視並提報董事會通過。」

²¹⁹ 請參閱《保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則》第2點第9款：「保險業應依不動產實際使用情形分別管理自用及投資用不動產，及訂定經董事會通過之內部作業規範。同一不動產標的倘部分作為自用，部分作為投資用，應按實際使用面積分別歸入自用及投資用不動產管理及計算投資限額。」

²²⁰ 請參閱《保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則》第3點：「」

²²¹ 請參閱金融監督管理委員會新聞稿，金管會通過「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」修正草案，於

<http://fscmail.fsc.gov.tw/FSC-SPS/SPSB/SPSB01002.aspx>（最後瀏覽日：2012/11/20）。

- 第一點，將保險業投資不動產之投資報酬率，由 2.125%提高至 2.875%²²²。
- 第二點，將保險業所得投資之不動產，限於取得時已符合即時利用並有收益標準者²²³。
- 第三點，增訂保險業取得後達可用狀態之不動產後，除報經主管機關核准之外，五年內不得轉移所有權之限制²²⁴。
- 第四點，增列投資素地其他應符合之條件，包括「投資前應取得可符合即時利用並有收益標準之承租意向書或其他可資證明未來規劃可符合即時利用並有收益標準之文件」、「應按取得時規劃之時程確實辦理開發，最長應於取得日起五年內興建完工並符合即時利用並有收益標準」及「取得日起十年內不得移轉所有權，但符合一定條件並報經主管機關核准者不在此限」等限制²²⁵。
- 第五點，增訂針對配合政府公共建設目的且主辦機關已有規定開發時程之地上權案件，不適用前開投資素地之時程條件規範，並應於取得地上權後十日內檢具開發計畫等文件向本會辦理專案報核即時利用期限²²⁶。
- 第六點，增訂保險業從事不動產投資，應逐案提報董事會通過，及自有資本與風險資本比率達 200%以上者，在一定金額（三億元）以下免提

²²² 請參閱「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」修正草案：「一、為提升保險業者辦理不動產投資之資金運用效率及資產之合理配置，修正不動產年化收益率以不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加 1.5%為準，依此計算 101 年 11 月之標準為 2.875%。」

²²³ 請參閱「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」修正草案：「二、為強化保險業資金運用效益，增訂取得後達可用狀態之不動產，以取得時已符合即時利用並有收益標準者為限等規定。」

²²⁴ 請參閱「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」修正草案：「三、為使保險業不動產投資配合長期負債之性質，使保險業能審慎從事不動產投資，明定保險業取得後達可用狀態之不動產五年內不得轉移所有權之規定，但符合一定條件並報經主管機關核准者不在此限。」

²²⁵ 請參閱「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」修正草案：「四、考量素地投資風險性質與一般商用不動產有異，除現行就開工及申請建造之時程規範外，增列投資素地其他應符合之條件，包括『投資前應取得可符合即時利用並有收益標準之承租意向書或其他可資證明未來規劃可符合即時利用並有收益標準之文件』、『應按取得時規劃之時程確實辦理開發，最長應於取得日起五年內興建完工並符合即時利用並有收益標準』及『取得日起十年內不得移轉所有權，但符合一定條件並報經主管機關核准者不在此限』等規範。」

²²⁶ 請參閱「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」修正草案：「五、為引導保險業資金投入公共建設，且考量地上權有一定之使用期間，與一般不動產性質不同，爰增訂針對配合政府公共建設目的且主辦機關已有規定開發時程之地上權案件，不適用前開投資素地之時程條件規範，並應於取得地上權後十日內檢具開發計畫等文件向本會辦理專案報核即時利用期限。」

報董事會之但書規定²²⁷。

第七點，增訂保險業將投資用不動產轉列為自用不動產，除報經主管機關核准者外，不得於轉列後五年內轉移所有權之規定²²⁸。

第八點，增訂保險業不得投資從事尚未建造完成而以將來完成之建築物為交易標的物（預售屋）之投資²²⁹。

由前開金融監督管理委員會於 2012 年所增訂修正之多項法規可知，為因應不動產價格上漲或泡沫化時，保險業資金投資不動產所可能之風險，我國保險業主管監理機關業已建構出詳細完備之規範。於可預見的未來，金融監督管理委員會仍將會持續依據經濟金融情勢變化及保險業實際投資情況，適時檢討保險業投資相關法令，以落實擴大保險業之資金運用管道及提升保險業資金運用效率與投資收益等政策目標²³⁰。

²²⁷ 請參閱「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」修正草案：「六、為強化保險業從事不動產投資之內部控制制度，並使董事會能審慎評估不動產投資之適法性、合理性等，增訂保險業從事不動產投資，應逐案提報董事會通過，及自有資本與風險資本比率達 200% 以上者，在一定金額（三億元）以下免提報董事會之但書規定。」

²²⁸ 請參閱「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」修正草案：「七、為使保險業不動產運用更為審慎，並配合上開投資用不動產出售期間之限制，增訂保險業將投資用不動產轉列為自用不動產，不得於轉列後五年內轉移所有權之規定，但符合一定條件並報經主管機關核准者不在此限。」

²²⁹ 請參閱「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」修正草案：「八、增訂保險業不得投資從事尚未建造完成而以將來完成之建築物為交易標的物（預售屋）之投資。」

²³⁰ 請參閱金融監督管理委員會新聞稿，金管會通過「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」修正草案，於 <http://fscmail.fsc.gov.tw/FSC-SPS/SPSB/SPSB01002.aspx>（最後瀏覽日：2012/11/20）。

第六節 我國相關規範與各國規範之比較

壹、關於保險業資金運用及不動產投資規範架構之比較

觀諸我國對保險業資金運用尤其不動產投資的規範架構，相較於美國、歐盟、日本、澳洲及大陸，可從下列幾方面觀察：

一、就規範重點觀察

我國的規範重點有幾：(1)確認不動產投資為保險業許可的資金運用項目；(2)對不動產在風險基礎資本上的風險比重為規定；(3)對不動產投資的「合理報酬率」為規範，並界定素地開發之條件；(4)就保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資等投資若有涉及不動產開發，亦有特規定。而美國的規範重點則在於：(1)投資人適格性及投資標的適格性、(2)不動產種類的限制；(3)不動產投資量的限制及對單一相對人曝險的限制；(4)針對產、壽險業資金的結構分別為不同之規定。與我國甚不相同者，美國架構關於「不動產投資」的意涵有清楚界定，且NAIC模範法中關於產、壽險業的差異亦有顧及。至於量的限制則我國相關規範亦有之。至於日本，規範重點與我國類似，除聚焦於許可的資金運用標的(不動產亦包括其中)外，關於不動產投資的限制，亦採取定訂上限的方式予以管制(資產總額的一定比例)，另以行政指導方式要求保險業針對資金運用的風險管理措施建立一套內部程序，與我國的自律規範亦有相仿。而在歐盟方面，關於保險業資金運用於不動產的規範重點，則在資本適足性即清償能力方面，其他方面則較少著墨。而澳洲的規範，相對於我國採取較嚴格之管理，澳洲關於保險業投資於不動產之監理並非採取嚴格禁止或限制投資之規制，而係以資本規範為基礎。與美國相同者，澳洲對於保險業投資不動產之規範依一般保險及人壽保險有所不同，從一般保險及人壽保險在風險資本上採取不同的計算方式是其規範重點。再就大陸而言，其係唯一針對保險業資金運用於不動產訂立專門之法規命令予監管者。除中華人民共和國保險法第一〇六條明文准許以不動產作為保險業資金運用項目之一外，並訂有「保險資金投資不動產暫行辦法」，針對資格條件、投資標的與投資方式、風險控制及保監會對投資風險過大或緊急情況發生時的監督管理措施與權限等詳規定，內容較我國為完備且全面，足堪借鏡。

二、由規範層次觀察

我國於法律層次僅對許可不動產作為資金運用標的一事及對保險業投資不動產的目的、額度及方法進行基本限制，至於其他細節如何謂「即時利用並有收益」及關於不動產在風險基礎資本計算中所占風險比重如何計算與保險業因投資公用事業投資於不動產的核准程序、標的等技術性事項，均由法規命令定之。相較於美國的 NAIC 模範法及各州立法，舉凡許可標的、不動產投資的定義及範疇、投資比例種類與量的限制、對單一相對人曝險、報告與資訊揭露要求與風險管控等，全數以法律訂之，且規範內容十分詳細，對主管機關之權力授予，亦嚴守授權明確性。至於歐盟，關於保險業資金運用於不動產，因均僅就資本適足事項為規定，其規範多規定於法律層次，包括 Solvency II。澳洲則以「人壽保險法」及「保險法」規定保險監理基本事項，並依該二法之授權，訂定「人壽保險審慎標準」與「一般保險審慎標準」。至於日本，關於資金運用的方式則規範於保險業法第九十七條，而對於各類資金運用的詳細限制，則由保險業法施行細則訂之。而大陸，則除保險法第一〇六條外，關於保險業不動產投資之各項細部規定，完全仰賴「保險資金投資不動產暫行辦法」，惟此一暫行辦法縱內容詳盡，於法律位階之層次為何，尚乏明確，縱姑以法規命令視之，因其屬暫行辦法，仍欠缺法律安定性。

綜上論述，本研究就我國與美國、歐盟、日本、澳洲及大陸關於保險業資金運用與不動產投資的規範架構比較如下表：

國別	中華民國	美國	歐盟	日本	澳洲	大陸
規範層次	<p><u>法律</u></p> <p>1. 保險法 146: 資金運用標的。</p> <p>2. 保險法 146-2: 不動產投資的限</p>	<p><u>法律</u></p> <p>(以 NAIC 模範法為藍本)</p> <p>1. 保險業投資模範法(定義</p>	<p><u>法律</u></p> <p>SOLVENCY II</p>	<p><u>法律</u></p> <p>保險業法第 97 條</p>	<p><u>法律</u></p> <p>保險法、人壽保險法</p>	<p><u>法律</u></p> <p>保險法第一〇六條</p>

<p>制。</p> <p>3. 保險法 146-5: 保險業辦理經主管機關核准之專案運用、公共及社會福利事業投資之授權規範。</p>	<p>限制版)</p> <p>2. 保險業投資模範法(定義限制版)</p>				
<p><u>法規命令</u></p> <p>1. 保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則。</p> <p>2. 保險業計算資本適足率適用之不動產投資採用市價重新評價並計入自有資本調整項之應注意事項。</p> <p>3. 保險業資金辦理專案</p>	<p><u>法規命令</u></p>	<p><u>法規命令</u></p>	<p><u>法規命令</u></p> <p>保險業法施行細則第47條</p>	<p><u>法規命令</u></p> <p>一般保險審慎標準、人壽保險審慎標準</p>	<p><u>法規命令</u></p> <p>保險資金投資不動產暫行辦法</p>

	運用公共及社會福利事業投資管理辦法。					
	自律規範 保險業資產管理自律規範					
規範重點	(1)確認不動產投資為保險業許可的資金運用項目;(2)對不動產在風險基礎資本上的風險比重為規定;(3)對不動產投資的「合理報酬率」為規範;(4)就保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資等投資若有涉及不動產開發者。	(1)投資人適格性及投資標的適格性、(2)不動產種類的限制;(3)不動產投資量的限制及對單一相對人曝險的限制;(4)針對產、壽險業資金的結構分別為不同之規定。	主要在資本適足性即清償能力方面，其他方面則較少著墨。	許可的資金運用標的(不動產亦包括其中)外，關於不動產投資的限制，亦採取定訂上限的方式予以管制(資產總額的一定比例)，另以行政指導方式要求	非採取嚴格禁止或限制投資之規制，而係以資本規範為基礎。	訂有「保險資金投資不動產暫行辦法」，針對資格條件、投資標的與投資方式、風險控制及保監會對投資風險過大或緊急情況發生時的監督管理措施與

				保險業針對資金運用的風險管理措施建立內部程序。		權限等詳規定。
規範架構方面之優劣分析	優點：(1)對保險業不動產投資有各個位階法規之規範。(2)對保險不動產投資再維持保險業財務穩定上，於法律及法規命令層次均有若干規定。	優點：(1)針對保險業投資不動產之各類資格與現制，於法律層次詳細規範，規範明確性最充足。(2)部分規範採產、壽險分別規範方式，鑑別二者於財務結構上之差異。	優點：明確定位不動產投資之監理重點在清償能力之維繫。	優點：對保險業不動產投資有各個位階法規之規範。	優點：監理目標定位明確—不動產投資之監理重點在清償能力之維繫。	優點：(1)對保險業不動產投資有各個位階法規之規範。(2)對保險不動產投資再維持保險業財務穩定上，於法律及法規命令層次均有若干規定。
	缺點：(1)保險法第	缺點：項目過多，	缺點：未在針	缺點：(1)規範	缺點：未在針對	缺點：(1)規範

	146-2 無類似 146-5 的授權規範。(2) 在規範保險業清償能力維持上，其涵攝項目廣度可再提升。	遇有需機動調整事項時，較欠缺彈性與效率。	對保險業投資不動產如美、日、中有特規定，致有監理需要時無法規可茲適用。	全面性不足，未針對不動產投資之項目與移轉之限制等細節事項為規範。(2) 規範例度有時不足(行政指導)。	保險業投資不動產如美、日、中有特規定，致有監理需要時無法規可茲適用。	密度過高，欠缺彈性。(2) 僅屬暫行辦法，法律位階受質疑。
--	--	----------------------	-------------------------------------	---	------------------------------------	-------------------------------

貳、關於保險業投資不動產資格相關規定之比較

觀諸其他國家投資不動產資格之相關規定，依序就先前介紹之各國狀況歸納其要點。

一、美國投資不動產資格相關規定

以美國為例，主要分為保險人資產門檻、投資標的種類、一般投資資格(亦即認許資產)、董事會核准以及最低財務指標等五種資格。

(一) 保險人之適格性與資產門檻

於投資人適格限制上，則有針對保險人本身財務狀況與資產多寡，加以規定其從事不動產投資之最低門檻。

(二) 不動產標的種類之限制

相關不動產則有加以定義，如一般常見不動產及其孳息、改善工程或定著物，亦同時涵蓋抵押債權等。

（三）投資標的與認許資產

主要乃透過資產投資之認許限制，用以規範保險業投資標的，並於監理相關財務報表（SAP）呈現其財務狀況。故如涉及不動產投資標的，必須為認許資產方得認列。

（四）董事會核准

於內部機制上，各項投資項目本即應向董事會報告並經其核准，亦同時應遵循相關投資原則。

（五）符合風險資本要求

於從事投資活動除應內部經董事會通過外，保險人亦應維持其最低財務安全指標，其中包含風險資本額以及最低資本要求等兩者。

故如以美國監理架構而論，其針對不動產投資有其財務最低門檻，並就各項不動產標的與種類加以定義。惟仍將該項不動產投資視為應行監理投資之一環，而與其他投資項目同受一般規範限制（如前述認許資產、董事會通過以及最低資本要求等）而無特別差異。

二、歐盟投資不動產資格相關規定

由於不動產投資於歐盟各國間保險業之資產配置地位不甚重要，且如歐盟 Solvency II 指令中，實際上並未針對各項投資額度與投資標的作齊頭式上限規範。因此其規範主要乃將不動產與其他投資活動同視，並臚列應遵循之投資原則，並輔以市場價值評價基礎，而由各保險人自行進行資產配置、投資策略與風險管理。而僅就其清償能力加以規範，故並無特別針對不動產另行有投資限制或資格等。

三、日本投資不動產資格相關規定

保險業法施行細則第 47 條則規定保險公司之資金運用以下列方式為限：有價證券，不動產，金錢債權，短期公司債，金條，金錢貸款，有價證券貸款，存款，金錢、金錢債權、有價證券或不動產之信託，有價證券相關之衍生性商品，金融衍生性商品，期貨外幣匯兌。其中明文規定不動產之取得，乃保險公司資金運用項目之一。此外對於特定資金運用之額度限制保險業法第 97 條之 2 第 1 項，舊保險業法施行細則第 48 條。保險業法第 97 條之 2 第 1 項規定保險公司就內閣府令規定之資金運用，不得超過依內閣府令規定所計算出之額度。此外，從確保保險公司財務健全性之觀

點出發，以圖保險公司之資金運用安全，舊保險業法施行細則第 48 條則對於保險公司將其資金運用在日本國內外股票、不動產、外幣計價資產等風險性資產時，設有限額，亦即保險公司對於不動產之投資額度，最高不得超過總資產之 20%。

惟近年監理方向乃轉使傾向由受監理保險業自行調整評估資產配置，因此以上資金運用限額與資格則將不再存立。

四、澳洲投資不動產資格相關規定

澳洲關於規範一般資金中最低資本要求之審慎標準 No. 3 中，明文規定得作為符合本審慎標準計算之適格資產需具備以下兩項要件，具有實體及隨時可變現性。在 Prudential Standard LPS 2.04 Solvency Standard 中，計算法定資金之資本償付標準時，該標準中列出不被承認之資產，並進一步要求針對此類資產另提撥特別準備 (The Inadmissible Reserve)，然其中並不包含不動產在內。但澳洲對保險業投資不動產之規範主要在於其所產生風險之估計及其對於清償能力之影響，因此對於投資不動產之項目與種類，並無明文禁止規定。

五、大陸投資不動產資格相關規定

大陸保險業欲投資不動產，關於資格條件之相關具體規範，主要如前文介紹關於中國保監會於 2010 年 9 月以命令所發布《保險資金投資不動產暫行辦法》(下簡稱暫行辦法)中之相關規定。其中主要可分為兩者，一則為投資主體之資格，另一則為投資標的。

在受規範主體部分，依據該暫行辦法之規定，可從事保險資金投資不動產活動者，包括保險公司、投資(管理)機構及專業(服務)機構。關於受規範主體(包含保險公司、投資機構及專業機構)從事投資活動須符合之具體資格條件，規定在暫行辦法第 8 條至第 10 條。

至於投資不動產之種類區分，則依辦法第 2 條第 1 項規定，係指土地、建築物及其它附著於土地上的定著物。又所投資不動產之種類部分，依第 2 條第 2 項之規定，可區分為基礎設施類不動產、非基礎設施類不動產及不動產相關金融產品。區別實益在於投資基礎設施類不動產，須遵守《保

險資金間接投資基礎設施專案試點管理辦法》及有關規定之規範；而投資非基礎設施類不動產及相關金融產品，則須遵守本暫行辦法之規定。關於投資標的之具體規範，規範在暫行辦法第 11 條範圍內有土地所有權等相關許可取得限制。其他如不動產相關金融商品，若屬於固定收益類，應具有中國保監會認可之國內信用評級機構評定的 AA 級或者相當於 AA 級以上的長期信用級別，以及合法有效的信用增級安排；而若屬於權益類，則應當建立相應的投資權益保護機制。關於投資方式之規定，依據暫行辦法第 13 條第 1 項規定，投資同辦法第 11 條第 1 款之第（三）、（四）項不動產，可以用股權、債權及物權方式投資；而第 11 條第 1 款之第（一）、（二）項不動產，則可以用股權及債權方式投資；而第 11 條第 1 款之第（五）項不動產，則僅能用債權方式投資。

此外，不論是採用債權、股權或者物權方式投資不動產，均僅限於以下數項之不動產。且須遵守專地專用原則，不得變相炒地賣地，且不得利用投資養老和自用性不動產（項目公司）的名義，以商業房地產的方式，開發和銷售住宅，另外，投資養老、醫療、汽車服務等不動產，其配套建築的投資額不得超過該項目投資總額的 30%。

綜上觀之，如就監理密度而言，仍以中國目前發展相關不動產投資辦法最為縝密且鉅細靡遺。不僅對於保險業資格與保險業內部治理結構有其具體規範，且亦針對各項投資活動與項目分門別類加以區分。此外更針對不動產投資項目明列不得變相炒地賣地，可謂以上各國間監理制度最為嚴密之立法例。反觀歐盟與澳洲針對不動產投資部分，則仍由保險業整體清償能力為主要管制手段，各項投資項目及其上限並未另行規定，亦無龐雜之管理辦法針對各項投資項目予以一一規範。至於美國部分，如加以細究不動產投資，亦僅在於定義不動產，至於投資限制與項目等，仍與其他投資活動同受控制，並仍法定最低資本額與風險資本額為框架。此外日本近年來雖舊法規範，顯與中國保險業暫行辦法之監理方式較為接近，但亦業已調整其監理方針而朝向其他國家監理模式（顯與歐盟、美國與澳洲較為接近）而變革。顯然過度監理規範以及縝密監理強度，似已非成監理制度完善國家之主流，反而改以較具彈性原則性監理制度並由保險業整體之清償能力與財務能力等規範，成為監理主要架構與模式。而實際上如就中國暫行辦法加以細究，尤其關於保險業投資不動產之資格限制等，於一般保

險業內部控制以及投資活動等亦可常見類似之要求，有無疊床架屋而造成法規命令肥大化，不無疑義。至於投資標的資格限制外，往往多使保險業投資活動背負與限制其對於不動產投資活動與不動產市場之影響，但實際上恐因多種監理規範目的而造成未能確切反應該項投資活動所造成保險人投資風險等承擔能力，因此監理目標單一化尤其對於保險業主管機關而論，實應考量此一問題。

參、關於保險業投資不動產限制相關規定之比較

以下根據前述各章內容，將美國、歐盟、日本、澳洲、大陸及我國關於保險業投資不動產之限制，對比總結如下，此處之比較僅列出異同，對於各國之現行規範之監理優缺點以及對我國之啟示，則留至第七章第七節相關部分再行探討。

圖表 6 保險業投資不動產限制各國規範之比較

項目	美國	歐盟	日本	澳洲	中國大陸	我國
投資比例之限制	<p>■人壽及健康保險人</p> <p>1. 其所投資之單一或單一筆之多個不動產原則上不得超過保險人認許資產之百分之一，但其不動產</p>	<p>涉及保險人握有土地、建物以及直接或間接投資不動產業之資本，於標準法之計算下應就其投資標的購</p>	<p>2012年4月式刪除了保險業法施行細則第48條。自此保險公司對於包含不動產在內之特定資金運用額度，不再</p>	<p>資本適足準備計算中關於保險公司所直接持有之不動產提撥投資風險資本之加乘權重為百分之二</p>	<p>投資不動產之帳面餘額，不高於公司上季度末總資產的百分之十，投資不動產相關金融產品的帳面餘額，不高於公司上季度末總資產的百分之</p>	<p>屬於自用不動產者，以不超過保險公司業主權益之總額為限。屬於投資用不動產者，則以不超過保險</p>

項目	美國	歐盟	日本	澳洲	中國大陸	我國
	<p>乃為提供傷害或健康保險人對其被保險人提供保健服務之場所之用者，則不予計入。</p> <p>2. 全部不動產投資總額不得超過認許資產之百分之十五，且其中作為修繕改造之用者不得超過認許資產之百分之五。</p> <p>3. 所投資之抵押權貸款及不動產之二者總和不得超過認</p>	<p>入時之市場價值，握有至少百分之二十五自有資本以因應市場風險。</p>	<p>受有總資產的百分之三十或百分之二十之限制。</p>	<p>十。</p> <p>關於不動產之曝險限額則，限制人壽保險業持有不動產之曝險不得超過向主管機關申報財務報表中，法定資金要求的百分之五。</p>	<p>三；投資不動產及不動產相關金融產品的帳面餘額，合計不高於公司上季度末總資產的百分之十。</p> <p>投資單一不動產投資計畫之帳面餘額，不高於該計畫發行規模的百分之五十，投資其他不動產相關金融產品者，不高於該產品發行規模的百分之二十。</p>	<p>公司資金百分之三十為限。</p>

項目	美國	歐盟	日本	澳洲	中國大陸	我國
	<p>許資產百分之四十五，但在特定條件下得超過此一現制，且超過符度以不逾認許資產百分之三十為限，其特定條件如投資標的地理上有足夠之分散性、其中關於抵押權貸款之投資不足認許資產之百分之十、公平市價鑑價證明尚不滿二年等均屬之。</p> <p>■財產及意外保</p>					

項目	美國	歐盟	日本	澳洲	中國大陸	我國
	<p>險人</p> <p>1. 其所投資之單一或單一筆之多個不動產原則上不得超過保險人認許資產之百分之一，而若其百分之九十五以上保費收入或其法定準備金均為健康保險者，其不動產乃為提供傷害或健康保險人對其被保險人提供保健服務之場所之用者，則不予計入。</p>					

項目	美國	歐盟	日本	澳洲	中國大陸	我國
	<p>2. 全部不動產投資總額不得超過認許資產之百分之十或總體保單持有人溢額 (surplus) 之百分之四十之二者中較低者，但若其百分之九十五以上保費收入或其法定準備金均為健康保險者，此一上限提高至百分之十五。</p> <p>3. 所投資之抵押權貸款及不動產之二者總和不</p>					

項目	美國	歐盟	日本	澳洲	中國大陸	我國
	得超過認許資產百分之二十五。					
投資行為之限制	<p>■向監理官報告與回復之要求</p> <p>1. 州保險監理官得針對保險人之投資要求履行事項。</p> <p>2. 州保險監理官得針對前開報告之行是為特定要求，而該要求應盡量與他州監理官管轄範圍內要求者，於可能範圍內求其一致</p>	未予規範	<p>要求保險公司須考量市場風險、信用風險、流動性風險，並建立一套完善的風險管理制度。</p> <p>其監理重心在於確認以下事項：</p> <p>1. 根據市場風險、信用風險、流動性風險等，是否制訂</p>	未予規範	<p>禁止行為如下：</p> <p>1. 提供無擔保債權融資</p> <p>2. 以所投資的不動產提供抵押擔保</p> <p>3. 投資開發或者銷售商業住宅</p> <p>4. 直接從事房地產開發建設（包括一級土地開發）</p> <p>5. 投資設立房地產開發公司，或者投</p>	<p>保險業不動產之取得及處分，應經合法之不動產鑑價機構評價。</p> <p>保險業應依不動產實際使用情形分別管理自用及投資用不動產，及訂定經董事會通過之內部作</p>

項目	美國	歐盟	日本	澳洲	中國大陸	我國
	<p>性。</p> <p>3. 州保險監理官得就最低限度合理之會計及資料處理標準及技術為要求，以確保監理官得取得具時效性之可靠資訊。</p> <p>4. 保險人之董事、經理人、總代理人會其他對保險人具有排他或其他形式控制權之人，對監理官針對保險人投資相關事項之書面詢問，應</p>		<p>了風險管理的基本方針？</p> <p>2. 董事長或執行董事是否積極參與該基本方針的制定？</p> <p>3. 是否適切地制定了內部規定？</p> <p>4. 資金運用之相關責任機制是否明確？特別是交易實施部門與後方事務部門、風險</p>		<p>資未上市房地產企業股權(項目公司除外)，或者以投資股票方式控股房地產企業。</p> <p>6. 運用借貸、發債、回購、拆借等方式籌措之資金投資不動產</p> <p>7. 違反規定之投資比例</p> <p>8. 法律法規和中國保監會禁止之其他行為</p>	業規範

項目	美國	歐盟	日本	澳洲	中國大陸	我國
	<p>按監理官要求之形式無遲延回覆。</p> <p>5. 保險監理關得延聘專家或顧問，針對保險人之說明內容為認證，但於保險人無實質惡意之場合，不得任為保險人所揭露之錯誤內容造成損害。</p> <p>■內控之要求</p> <p>1. 保險人之投資人員及其顧問係具一定聲譽與能力者。</p>		<p>管理部門間，是否明確各部門管理人之功能與權限？除此之外，交易實施部門與後方事務部門或是風險管理部門間是否發揮了互相牽制的機能？</p> <p>5. 是否定期且適切地進行持有資產的評估工作？</p> <p>6. 是否</p>			

項目	美國	歐盟	日本	澳洲	中國大陸	我國
	<p>2. 執行定期對投資政策之有效性之評價與監控程序。</p> <p>3. 經理階層對於投資表現其是否符合投資政策之評價。</p> <p>4. 適切分析因投資所創造之現金流量於不同經濟情況下，是否足支應保險人負債之流定性所需，該分析至少需每年進行，並應標明該年度之經濟</p>		<p>廣泛蒐集、分析對於持有資產之價格有所影響之資訊，包含國內外經濟動向？</p> <p>7. 是否建立了能把握整體營運風險量之機制？</p> <p>8. 為使董事長或執行董事能適切且迅速地決定業務營運或風險管理方針，是否</p>			

項目	美國	歐盟	日本	澳洲	中國大陸	我國
	情況。		<p>完善即時向董事長或執行董事報告重要資訊之機制？</p> <p>9. 對於個別之持有資產，倘若部門間無法互相聯絡，逕自進行投資運用，整體來看容易拘泥於本位主義，可能招致風險集中之情形。是否建立了避免上述弊端</p>			

項目	美國	歐盟	日本	澳洲	中國大陸	我國
			發生的 機制？			
投資時 間之限 制	未予規範	未予規 範	未予規 範	未予規 範	不動產以 債權、股 權、物權方 式投資 時，其剩餘 土地使用 年限不得 低於 15 年，且自投 資協議簽 署之日起 5 年內不 得轉讓。	取得達 可用狀 態之不 動產於 取得日 起五年 內不得 移轉所 有權； 素地則 為十年 內。

肆、關於價格、收益率限制及關係人交易相關規範之比較

一、關於價格、收益率限制相關規範之比較

基於確保保險業之投資收益，避免所投資不動產閒置或甚至構成保險業養地之情況，各國對保險業投資不動產可能有一定收益率之要求。然依前文所進行研究，各國對於保險業投資於不動產之價格與收益率多無重大限制。

本研究所蒐集之美國 NAIC 模範法、紐約州、俄勒岡州、德州及華盛頓州保險監理法等，對於保險業投資不動產之價格收益率並無限制。並認為投資標的之價格變動與風險，乃董事會考量因素，故關於買賣價格及收

益計畫等，自亦授權董事會為專業判斷。歐盟於 Solvency II 下亦無直接明文規範收益限制部分，主要仍與投資標的本身所產生之風險以及保險人是否得以因應市場價格變動下之清償能力為整體判斷基礎。

日本保險業法及其主管機關的行政指導亦無限制日本保險業投資不動產之價格與收益率。其資金運用之監理方向著眼於保險公司是否完善其資產投資的風險管理機制，而投資標的之價格變動或是收益率等乃屬於保險公司的經營判斷範圍。

澳洲保險法及相關審慎準則中對於澳洲保險業投資不動產之價格與收益率亦無特別限制。然雖相關規定與標準中並未對所投資不動產之收益率為任何限制，資本適足規則中則明文規定如欲計算土地類不動產 (real estate) 外之其他形式持有之不動產類資產，則該不動產需具有一定收益。

與上述國家不同，大陸對保險業投資不動產之價格則有所規定。《保險資金投資不動產暫行辦法》第 14 條第 2 項要求保險資金投資不動產，應當合理確定交易價格。保險資金投資不動產暫行辦法第 26 條另要求應聘請專業機構，依暫行辦法第 10 條，按審慎原則，綜合考慮不動產所處區位、市場及其他相關因素，採用成本法、市場比較法和收益還原法等評估方法，合理評估不動產資產價值。然除要求合理價格外，大陸並未對保險業投資不動產之收益率設有限制規定。

二、關於關係人交易相關規範之比較

依本研究所示，本研究所列舉之國家均對關係人交易有所規範，或寬鬆、或嚴謹，然均認為關係人交易事涉重大，應加以規範。

美國「定義限制版模範法」對於關係人交易之規範較為概括，僅規定，保險人不得直接或間接為自己或利用一個或多個關係企業 (affiliate) 進行單獨或系列之交易以規避該法所定之不得為交易規範。除此之外，對關係人交易於不動產投資中並未明文為任何規定。據此推論，保險公司關於不動產投資與關係企業或子公司間共同出資，或關係企業間之不動產移轉，似無不可。但對關係企業投資之品質與流動性，則應作為董事會進行

審慎評估時之衡量因素之一。而美國各州保險監理法規對保險人與關係企業間交易，多僅採條件限制及強制揭露之要求。此外，美國「聯邦儲備法」(Federal Reserve Act) 第 23B 項原則禁止銀行或其子公司自關係企業購買任何有價證券，亦禁止銀行購買關係企業證券商辦理發行或承銷之有價證券。第 23A 項則列舉「受規範交易」(Covered Transaction)，包括：(1) 對關係企業受信；(2) 購買或投資關係企業發行之有價證券；(3) 自關係企業購入資產含附買回權之資產；(4) 將關係企業之有價證券收為質物；及 (5) 為關係企業進行擔保、簽發信用狀或其他背書保證行為。前述受規範交易需受如下之限制：其一，對單一關係企業交易之總量不得逾銀行實收資本百分之 10% 且關係人交易之總量不得逾銀行實收資本額之百分之二十。又若銀行與個人交易後，該個人之所得係為關係企業利益使用者，亦屬上開受規範交易。其次，第 23B 項規定，任何與關係企業之交易之條件含信用審查標準及費用等，均須不優於與非關係企業進行類似交易之條件，此即非常規交易 (Non-arm-length Transaction) 之禁止規定。第三，於授信或提供擔保及簽發信用狀之場合，依擔保品之種類，要求借款人或被保證人提供等同交易標的金額價值 100% 至 130% 不等之擔保。銀行與金融控股公司下金融子公司關係企業交易，則不適用上開總量限制之規定。

至於歐盟 Solvency II 中則無針對不動產關係人交易有特別規定，而與其他交易相同，仍同受 Solvency II 對於關係人交易之規範限制。惟如前所述之估價基礎，所謂 one arm's length transaction 亦即以在無利害關係下之雙方當事人所願意交易之價格為計算基礎，因此如涉及關係人交易時，其資產認列標準仍非以實際交易價格。

相對於美國屬概括性規範，日本對不動產中關係人交易則有較為明確的規定。保險業法第 97 條之 2 第 2 項規定，保險公司對於同一人，以及與該同一人具有特殊關係者進行依內閣府令所規定之資金運用時，不得超過依內閣府令規定所計算出之額度。關於與該同一人具有特殊關係者，保險業法施行細則第 48 條之 2 則有所規定。此外，保險業法施行細則第 48 條之 3 規定保險公司對於特定同一人，以及與該同一人具有特殊關係者進行資金運用時，其資金運用比例上限訂為 10%，對於持有保險公司主要股東基準值以上數額之議決權者，其資金運用比例上限則為 6%，但如資金運用項目屬於貸款者，則分別為 3% 與 2%。惟前述規定若獲得金融廳長官認可時，則不在此限。

除此之外，保險業法第 97 條之 2 第 3 項尚另有特殊關係之交易限制。亦即，而所謂特殊關係則另依保險業法施行細則第 48 條之 4 規定，亦即該保險公司之子法人、該保險公司之關係法人。

保險業法施行細則第 48 條之 5 規定保險公司持有子公司或其他具有依內閣府令所定之特殊關係者時，其資金運用比例上限訂為 10%，對於持有保險公司主要股東基準值以上數額之議決權者，其資金運用比例上限則為 6%，但如資金運用項目屬於貸款者，則分別為 3% 與 2%。惟前述規定若獲得金融廳長官認可時，亦不在此限。

澳洲關於關係人交易之規定散見於各審慎標準中，其規範大致相同，均透過對於適格資產之限制規範關係人交易。亦即，若保險公司之資產係屬投資於關係企業，且未滿足以下條件者，將不構成計入保險公司 General Funds 之適格資產：(1) 該關係企業為保險公司之子公司，且該資產並未再投資於保險公司有關之企業；(2) 該投資為銀行存款。

大陸《保險資金投資不動產暫行辦法》對於關係人交易提供原則性規範。於第 10 條第 1 項第 4 款規定要求保險資金投資不動產提供有關服務的專業機構與保險資金投資不動產的相關當事人不得存在關聯關係。第 24 條第 2 項：「保險公司、投資機構與託管機構、專業機構不得存在關聯交易。保險公司與投資機構存在關聯交易的，不得偏離市場獨立協力廠商的價格或者收費標準，不得通過關聯交易或者其他方式侵害保險公司利益。」此外，保監會《保險公司關聯交易管理暫行辦法》及《關於執行〈保險公司關聯交易管理暫行辦法〉有關問題的通知》，更進一步明確和細化相關規定。

依相關辦法，可發現中國對保險公司關聯交易原則採允許之態度，僅關聯交易不得偏離市場獨立第三方的價格或者收費標準而已。然若保險資金投資不動產時，保險公司對託管機構、專業機構，及專業機構與保險資金投資不動產的相關當事人間不得存在關聯交易。

本研究就我國與美國、歐盟、日本、澳洲及大陸關於保險業資金運用與不動產投資相關規範中關於價格、不動產收益與關係人交易之規定比較如下表：

	我國	美國	歐盟	日本	澳洲	大陸
價格	保險業	授權董	歐盟以公平	無特別	無特別	中國《保

	不動產之取得及處分，應經合法之不動產鑑價機構評價	事會為專業判斷	價格採計保險業資產與負債，並偏近IFRS。 保險人資產負債表上各項資產與負債以經濟上估價 (economic valuation) 為基礎。以過去市場交易中可取得之價格資訊估計其市場價格 (mark to market)	限制，屬保險公司的經營判斷範圍	限制，授權董事會合理判斷	險資金投資不動產暫行辦法》要求保險資金投資不動產，應當應聘請專業機構，按審慎原則，綜合考慮不動產所處區位、市場及其他相關因素，採用成本法、市場比較法和收益還原法等評估方法，合理評估不動產資產價值。
優缺點分析	優點： 在公平	優點： 尊重專	優點： 以間接方式	優點： 尊重專	優點： 尊重專	優點： 規定明

	鑑價基礎上保留董事會決定之彈性 缺點：何謂公平評價難以落實	業及保險業之投資自主 缺點：難以管理	規範，避免直接干預保險業投資 缺點：缺乏直接監理手段	業及保險業之投資自主 缺點：難以管理	業及保險業之投資自主 缺點：難以管理	確、易於執行 缺點：過度涉入保險業投資決定
--	----------------------------------	-----------------------	-------------------------------	-----------------------	-----------------------	--------------------------

收益率	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以不動產出租率達百分之六十（出租面積/持有面積）且年化收益率（年化收益/帳面價值）不低於中華郵	授權董事會為專業判斷	歐盟於 Solvency II 下無直接明文規範收益限制部分，主要仍與投資標的本身所產生之風險以及保險人是否得以因應市場價格變動下之清償能力為整體判斷基礎。	無特別限制，屬保險公司的經營判斷範圍	資本適足規則中明定如欲計入土地類不動產（real estate）外之其他形式持有之不動產類資產，則該不動產需具有一定收益	未對保險業投資不動產之收益率有所限制規定
-----	---	------------	--	--------------------	--	----------------------

	政股份有 限公司牌 告二年期 郵政定期 儲金小額 存款機動 利率加三 碼					
優缺點 分析	優點： 規範明 確、易於 執行 缺點： 過度干預 保險業投 資自由	優點： 尊重專 業及保 險業之 投資自 主 缺點： 無法直 接監理	優點： 著重保險 業清償能 力，確保 其穩健 缺點： 無法直接 管理	優點： 尊重專 業及保 險業之 投資自 主 缺點： 無法直 接監理	優點： 確保保險 業營運能 力 缺點： 無法直接 管理	優點： 高度開 放、鼓勵 投資 缺點： 缺乏監 理手段

關係人 交易	保險業與 利害關係 人從事放 款以外之 其他交易 管理辦法： 1. 該 交易需先 經董事會 三分之二 以上董事 出席，出 席董事四 分之三以	美國各 州保險 監理法 規對保 險人與 關係企 業間交 易，多僅 採條件 限制及 強制揭 露之要 求	如涉及關 係人交易 時，其資 產認列標 準非以實 際交易價 格	保險業 法第 97 條之 2 第 2 項規 定，保險 公司對 於同一 人，以及 與該同 一人具 有特殊 關係者 進行依 內閣府	透過對 於適格 資產之 限制規 範關係 人交 易。亦 即，若保 險公司 之資產 投資於 關係企 業，且未 滿足特	對保險 公司關 聯交易 原則採 允許之 態度，僅 關聯交 易不得 偏離市 場獨立 第三方的 價格 或者收 費標
-----------	---	--	---	--	---	--

	<p>上同意之決議；2. 交易條件不得優於其他同類對象；3. 保險業投資於單一利害關係人之不動產時，其交易總餘額並不得超過保險業業主權益百分之十；4. 所有與利害關係人所從事之不動產投資總額不得超過該保險公司業主權益百分之六十。</p>			<p>令所規定之資金運用時，不得超過依內閣府令規定所計算出之額度。</p>	<p>定條件者，將不構成計入保險公司 General Funds 之適格資產</p>	<p>準。然若保險資金投資不動產時，保險公司對託管機構、專業機構，及專業機構與保險資金投資不動產的相關當事人間不得存在關聯交易</p>
優缺點分析	<p>優點：規定明確、易於執行 缺點：缺乏彈性</p>	<p>優點：規範彈性、保留自主性 缺點：難見成</p>	<p>優點：公平交易要求易於遵循 缺點：缺乏直接</p>	<p>優點：總額限制保留業者相當自主空間</p>	<p>優點：確保公司財務穩健並容留經營彈性</p>	<p>優點：價格管理以維公平性 缺點：公平價</p>

		效	監理手段	缺點： 無法干 預個別 交易	缺點： 缺乏直 接監理 手段	格難以 決定
--	--	---	------	-------------------------	-------------------------	-----------

伍、不動產價格上漲或泡沫化時有無對保險業投資不動產 之特別規範之比較

我國於不動產價格上漲或泡沫化時，對保險業投資不動產之特別規範，已於本研究計畫期末報告第七章第五節分析論述。

經研究結果得知於美國、歐盟、日本、澳洲以及大陸，皆未對於不動產價格上漲或泡沫化時，保險業投資不動產，加以特別規範。

第七節 我國現行規範之檢討

壹、關於保險業資金運用及不動產投資規範架構之檢討

查保險監理法規最重要之目標之一，即在維繫保險業的清償能力，而維繫保險業清償能力的手段，除關於準備金的要求與資本適足率的規範外，最重要的方法，即係對保險人的投資，含許可的投資標的、投資的限制及禁止投資之事項等等予以規範²³¹。保險業關於資金運用的規範架構，自然應為服膺此一目的與原則而設計。

我國在保險業資金運用的規範架構上，如前述，主要有法律及法規命令兩個層面。保險業資金之運用在保險法第一四六條明文許可的投資標的，其中明文准許保險業將資金運用於不動產投資與衍生性金融商品。較值注意者，同條第七項並規定，有關保險業從事衍生性金融商品交易其交易之條件、交易範圍、交易限額、內部處理程序及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之，可謂對特定一項投資標的細部與技術性規範各個事項，對主管機關為完整授權，然對保險業從事不動產投資則無類似授權規定。在不動產投資方面，反而是保險法第一四六之二條專針對保險業投資不動產為規定。該條主要針對保險業投資不動產的目的(即時利用並收益)、額度及方法進行限制，但對於細部事項，不再有授權規定。與保險業投資不動產相關聯之法規命令，除對何謂「即時利用並有收益」加以定義之金管保財字第 10102516684 號令外，即是關於不動產在風險基礎資本計算中所占風險比重如何計算。其中，101 年度金管會動各類資產風險係數計算標準之調整中與不動產投資相關最新者為：「保險業因礙於海外法令無法直接由自己名義持有不動產，而需透過成立特定目的公司(SPV 公司)方式間接持有國外不動產者，採國外不動產風險係數 0.2575 計算。²³²」又與不動產投資相關者，如前述，尚有保險法第一四六條第一項第四款關於准許保險業「辦理經主管機關核准之專案運用、公共及社會福利事業投資」，而第一四六條之五則就此訂有授權規定，即對保險業資金辦理專案運用、公共及社會福利事業投資應申請主管機關核准時，就申請核准應具備之文件、程序、運用或投資之範圍、限額及其他應遵行事項之辦法，均授權主

²³¹ Robert H. Jerry Jr., UNDERSTANDING INSURANCE LAW 89-90 (2nd. ed. 1996).

²³² 金管會調整 101 年度保險業資本適足率之計算 (金融監督管理委員會新聞稿)，<http://fscmail.fsc.gov.tw/FSC-SPS/SPSB/SPSB01002.aspx> (最終瀏覽日：2012 年 12 月 12 日)

管機關定之。

綜上分析，若扣除不動產在風險基礎資本計算相關之命令(因其與資本適足率計算較屬相關)，在保險業不動產投資之規範架構上，第一四六條僅係對准許投資項目的列舉，屬一般性規定，故真正與不動產投資相關者，僅「一條、一命令」而已。第一四六條之二對不動產投資金額之限制及鑑價之要求，係針對保險業投資風險之分散及財務健全而要求，與前揭監理法規為確保保險業清償能力之目的相契合。至於屬法規命令之「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」中，關於「即時利用」、「合理之投資報酬率」、「素地開發利用」、「董事會審慎評估逐案提報」等規定，依金融監督管理委員會說明乃與維持保險業財務安定有關。詳言之，該原則之修訂目的與重點為：(一)為引導保險業以合理價格從事不動產投資；(二)為提升保險業者辦理不動產投資之資金運用效率及資產之合理配置，修正不動產年化收益率以不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加 1.5% 為準，依此計算 101 年 11 月之標準為 2.875%；(三)為強化保險業資金運用效益，增訂取得達可用狀態之不動產，以取得時已符合即時利用並有收益標準者為限等規定；(四)為使保險業不動產投資配合長期負債之性質，使保險業能審慎從事不動產投資，明定保險業取得後達可用狀態之不動產五年內不得轉移所有權之規定；(五)考量素地投資風險性質與一般商用不動產有異，除現行就開工及申請建造之時程規範外，增列投資素地其他應符合之條件；(六)為強化保險業從事不動產投資之內部控制制度，並使董事會能審慎評估不動產投資之適法性、合理性等，增訂保險業從事不動產投資，應逐案提報董事會通過；(七)為使保險業不動產運用更為審慎，並配合上開投資用不動產出售期間之限制，增訂保險業將投資用不動產轉列為自用不動產，不得於轉列後五年內轉移所有權之規定²³³。而主管機關對該號命令之主要政策目標，亦一再重申係「為引導保險業以合理價格從事不動產投資，而非限制保險業不得購買不動產，相關規範之立意，均在於落實保險法第 146 條之 2 有關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為限之立法規範，使具有公眾性質之保險業資金，能夠發揮資產負債間之匹配性，以維

²³³金管會通過「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」修正草案(金融監督管理委員會新聞稿)，

<http://fscmail.fsc.gov.tw/FSC-SPS/SPSB/SPSB01002.aspx> (最終瀏覽日:2012 年 12 月 12 日)。

持保險業之穩定經營」。然一般之疑慮為：最低收益率的提高與轉讓等待其間的限制，是否會間接造成抑制壽險業從事不動產買賣的投機行為，反而發生抑制壽險業靈活投資的非刻意與非預期之效果²³⁴。其實，查各國對保險業投資不動產規範之主要目的，無不聚焦於保險業清償能力維繫與監理之目的，此觀前述美國、歐盟、澳洲與大陸之規定自明。而上開命令的目的雖未逸脫保險業財務穩定之監理目的，相較於歐美，聚焦重點似忽還是再不動產投資之報酬、利用與轉讓上之限制，其規範廣度似有加強空間。由是，我國關於保險業投資不動產且專針對清償能力或財務穩定而設者，在法律層次，其實亦僅保險法第一四六條之二而已，相對於美國就投資人適格性及投資標的適格性、不動產投資量的限制及對單一相對人曝險的限制並針對產、壽險業資金的結構分別為不同之規定；以及大陸就投資標的與投資方式、風險控制及保監會對投資風險過大或緊急情況發生時的監督管理措施與權限等亦均詳加規定而言，我國關於保險業投資不動產在風險防範與其對保險業財務穩定維持之規範架構而言，不僅簡略，又欠缺授權規定，授權主管機關訂定相關規定與補充，加上唯一針對保險業投資不動產規範之法規命令又非純粹保險業清償能力之監管而定，則我國關於保險業投資不動產於維繫保險業財務穩定及投資風險監理方面之規範架構，確有不足，具調整必要。

貳、關於保險業投資不動產資格相關規定之檢討

就與各國間差異比較，我國與日本舊法規範以及中國暫行辦法較為接近。皆將保險業關於不動產投資項目有一總額上限。一方面得避免保險業投資項目過度集中，他方面也得避免保險業大量資金投入於不動產市場中，恐造成不動產價格過度波動等其他政經考量。惟如以美國、歐盟與澳洲，仍以保險業投資活動是否影響其清償能力為主要監理目的，至於是否保險業是否造成不動產價格波動顯非這些國家保險監理機關所欲干涉之政策目的。

²³⁴ 陳慧琳，「杜絕壽險業炒房，金管會再祭 6 項緊箍咒，投報率加碼到 2.875%」，<http://news.cnyes.com/Content/20121114/KFNX2KUYNZCZE.shtml> (最終瀏覽日：2012 年 11 月 15 日)。

各國關於保險人資格限制與不動產標的限制之主要差異，詳見下表所示：

	保險人資格限制	不動產標的限制
美國	資本額最低門檻與一般清償能力規範	僅就不動產加以定義，並未針對個別投資項目有最高限額。並主要以風險資本額以及認許資產作為監理規範
歐盟	回歸一般保險業設立標準以及清償能力邊際監理規範	仍回歸清償能力規範與市價法作為監理規範
澳洲	同歐盟監理模式，以清償能力為主要規範	同歐盟監理模式，以清償能力與投資標的風險為監理規範
日本（舊法）	特別對於不動產投資另有細則規範其資格與條件	不動產投資項目與上限明訂於保險業法
中國	頒佈單一專法，針對不動產特別加以規範，並要求應符合一定條件下，方得投資不動產	針對不同不動產分門別類，並揭明其投資目的

我國目前雖於規範上仍與風險資本額相互連結，亦強調其投資標的與保險人投資風險與資產負債管理能力。但實際上主要以保險法第 146 條之 2 第一項所揭示之「即時利用並有收益」以及非自用不動產之投資上限，用以限制保險業投資活動，但仍建議宜與該項不動產投資風險與清償能力相結合作為監理規範之主要目的。至於投資不動產之資格，目前則尚無進一步加以限制之必要。

參、關於保險業投資不動產限制相關規定之檢討

透過對各國現行法規的直接分析，不難發現我國與美國、歐盟、日本、澳洲、大陸等其他國家相較之後具有以下幾項特徵。

	美國	歐盟	日本	澳洲	中國大陸
優點	<p>1. 對於投資比例之限制，採取產壽險業不同之標準，對於業界之不同體質特性可能具有較高之適應性。</p> <p>2. 對於投資行為之限制賦予監理官明確之監理權責，有助於不動產投資之市場行為揭露。</p>	<p>主要以 SolvencyII 為監理規範，體系清楚，無眾多細目之規定。</p>	<p>1. 對於不動產投資之規範，正逐漸從高度監理走向低度監理。符合保險先進國家之監理趨勢。</p> <p>2. 強化公司治理之機能與責任</p>	<p>1. 將不動產投資，與資本適足率之監理機制相結合，監理重心在於維持保險公司之清償能力，並無過多繁瑣之規範。</p> <p>2. 強調董事會經營判斷之權利與義務。</p>	<p>對於不動產投資屬於高度監理，規範項目、種類、比率等各項內容鉅細靡遺。</p>
缺點 (兼論對我國之啟示)	<p>其他國家並未區分產壽險在不動產投資上之比例限制，美國較為獨特，惟美國的區分標準之制定以及區分理</p>	<p>由於歐盟僅針對大原則進行規範，細部內容會員國會根據實際情況作若干調整。因此較難從歐盟之規範</p>	<p>由於日本產壽險保險公司規模均較我國為之行大，在人力物力資源較為充足之下，可能</p>	<p>澳洲規範之精神與歐盟大致相同，將不動產投資反映於資本適足率之計算上，重點在</p>	<p>在高度監理之情況下，保險公司易喪失其獨立自主之經營判斷能力，與國際先進國家</p>

	美國	歐盟	日本	澳洲	中國大陸
	由並不明確。	中直接擷取到適合我國國情之規定。	較易落實公司治理時之機能與責任。我國保險公司在缺乏經驗與規範下，可能不易落實相關規定。	於確保保險公司清償能力。惟我國業界資本適足率普遍不佳，如提高不動產投資之風險係數，可能會造成此一情況更加嚴重。	之監理趨勢具有顯著之差異，且規範內容以行政命令居多，充分反映出中國之從人治社會過度至法治社會的現實情形。

我國對於保險業投資不動產之規範，並未細分為人壽保險業與財產保險業，而是不論產壽險業，皆以同樣標準規範。例如在投資比例的限制上，我國與日本、澳洲、大陸等國相同，產壽險業皆適用同一比例限制。惟美國不動產投資比例限制上，分別對人壽健康保險人，以及財產意外保險人訂有不同之標準。一般認為非壽險業之資金亦具有保險資金長期性和穩定性等基本特徵，但在長期性與穩定性上與壽險業資金相較，較為薄弱，非壽險業資金更著重在資金的流動性上。不動產與其他投資工具相較，具有其特殊性，因此美國根據產壽險資金的特性，給予不同之不動產投資比例上限，壽險業投資比例上限較高，非壽險業投資比例上限較低。雖然美國之區分作法，與他國相較較為特殊，但在日後修正我國保險業不動產投資規範時，亦不失為一個參考方向，惟目前尚無區分之必要。。

我國在保險業投資不動產的種類上，將其區分成自用不動產者及投資用不動產，此點與美國及日本之規範相同。由於自用不動產及投資用不動產，其初始之投資目的不同，因此在資金規劃及風險管理處置上，亦會有所差異。參照美日兩國之規定，原則上自用不動產與投資用不動產相較，

自用不動產所受之規範較少。我國之規定，大致符合美日兩國的監理趨勢，此外將不動產依投資目的之差異做不同之規範，亦較方便於保險公司在實務上之操作。

參照美國、日本、澳洲在不動產投資行為之限制內容，發現各國皆以原則性規範為主，儘量避免主管機關越俎代庖介入保險業者實質經營的部分，在不動產資金投資運用上，賦予董事會相對的責任與權利，要求其須盡到「審慎專家原則」，授與投資上的自由。取而代之的是要求保險公司須建立一套完善的內控制度，藉以落實在不動產投資上的風險管理機制，此種較為彈性且寬鬆之監理方式值得借鏡參考。我國的現行規範，要求保險業應依不動產實際使用情形分別管理自用及投資用不動產，及訂定經董事會通過之內部作業規範，其監理方向符合上述國家之趨勢。惟我國保險業在制定此內部作業規範上較為生疏，可考慮參酌先進國家保險公司的內部作業規範，以為制定之參考，並符合此世界潮流。

肆、關於價格、收益率限制及關係人交易相關規範之檢討

就保險業投資不動產與價格相關規範而言，歐盟係以對計價模式及所謂公平價格估計之規定，間接規範保險業投資不動產之交易價格，大陸則係要求保險業保險資金投資不動產，應當聘請專業機構，按審慎原則，綜合考慮不動產所處區位、市場及其他相關因素，採用成本法、市場比較法和收益還原法等評估方法，合理評估不動產資產價值。至於美國、日本及澳洲之規定則較為相近，認為投資價格係屬董事會經營判斷事項，宜交由保險公司之董事會為合理價格決定。我國相關規範近似大陸，但規定上更為概括，僅要求保險業不動產之取得與處分應經合法不動產鑑價機構評價。相較美國、日本與澳洲之放任董事會決定，我國此一原則性規定確認保險業取得或處分不動產時，不得恣意定價，而應經合法鑑價機構評價以決定價格，以避免董事會專擅，以不合理價格投資或處分不動產，造成公司權益受損。然其規範又見彈性，未若歐盟與大陸般較為硬性規定，仍保留董事會於合法不動產鑑價機構為評價後，參酌其評價，自由訂定其處分或取得價格。

就保險業投資不動產與收益率相關規範而言，我國則似乎較為嚴格控

管。美國、日本及大陸均認為此為董事會專業判斷事項，應由董事會自為決定，而未對收益率有所限制規定。歐盟及澳洲之規定則近似，均以投資標的所生風險，及保險人之清償能力為整體判斷基礎；澳洲另於資本適足規則中要求，非土地類不動產之其他形式持有不動產類資產必須具有收益方得計入。我國除於保險法中要求保險業投資不動產需為即時利用且有收益，且對所謂即時利用明訂其定義；而所謂具有收益更分別從出租率及年化收益率為嚴格限制。相較其他國家，我國規範顯然相當嚴格，是否有影響保險業董事會合理專業判斷之虞，實則不無疑問。

實則，投資標的之使用狀態應屬於保險業經營決策範圍，應授權由保險業之董事會應其專業判斷，主管機關過度涉入監理或將使我國保險業過度仰賴主管機關，進而在投資決策上失其專業性與差異性。主管機關向來所要求之即時利用與收益率要求應係著眼於維持保險公司之財務安定與穩健，於此前提下，即時利用與一定收益率之要求或許並非唯一監理手段，未來或可考慮仿效歐盟與澳洲，以保險公司之清償能力與風險承擔能力為監理指標，以對於投資資產之整體風險考量取代個別交易之限制。

此外，相較對於價格與收益率之規定，各國對於關係人交易之監理態度則較趨於一致。雖則監理規定上寬嚴不一，但均對關係人交易有所規定。我國雖未對針對保險業投資不動產之關係人交易有特殊規定，然依「保險業與利害關係人從事放款以外之其他交易管理辦法」之解釋，不動產交易係屬該管理辦法規範事項而受其拘束。依該辦法規定，保險業與關係人從事不動產交易時需先經董事會一定比例以上決議通過，其交易條件不優於同類對象，且交易總額亦有所限制。規範上與我國較為相近者為日本，均屬較為嚴謹之規定，其對於關係人交易支條件及交易總額所佔比例均有明確規範。至於美國各州，則多以條件限制及強制揭露要求之。歐盟 Solvency II 則規定，保險業投資不動產如涉及關係人交易時，其資產認列標準非以實際交易價格認列。大陸之規定較為不同，雖對保險公司關係人交易原則採允許之態度，然關係人交易並不得偏離市場獨立第三方的價格或者收費標準。此外，若保險資金投資不動產時，保險公司與託管機構、專業機構間，及專業機構與保險資金投資不動產的相關當事人間不得存在關係人交易。與上開國家比較，先不論相關規定是否過於嚴苛、門檻是否過高，我國對於關係人交易分從程序、價格、單一投資金額與投資總額分別規定之作法顯然較為明確，保險公司亦有較為明確之依據可資遵循。

伍、 不動產價格上漲或泡沫化時有無對保險業投資不動產之特別規範之檢討

我國於不動產價格上漲或泡沫化時，對保險業投資不動產之特別規範，已於本研究計畫期末報告第七章第五節分析論述。

經本研究結果得知於美國、歐盟、日本、澳洲以及大陸，皆並未對於不動產價格上漲或泡沫化時，保險業投資不動產，加以特別規範。

第八章 我國現行關於保險業投資不動產監理法規之

修正建議

第一節 我國關於保險業投資不動產規範架構之建議

本於前章之研討分析，我國現行關於保險業投資不動產監理法規架構，建議為如下之調整：

- 一、保險法層次部分，建議仿保險法第 146 條之 1 第 4 項、第 146 條之 3 第 3 項、第 146 條之第 3 項、第 146 條之第 1 項、第 146 條之 6 第 3 項及第 146 條之 7 第 1 項等模式，於第 146 條之 2 增列對不動產投資之相關限制之細節事項，授權主管機關以法規命令訂定。
- 二、關於法規命令層次，就短期而言，現行「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」有其維繫保險業財務穩定，引導保險業將不動產資金運用作為長期投資並有附帶平抑住宅及商用不動產價格之特殊功能與背景目的，可予保留並獨立存在。就長期而言，關於保險業投資不動產之投資人適格性及投資標的適格性、不動產投資量的限制及對單一相對人曝險的限制並針對產、壽險業資金的結構、風險控制及保監會對投資風險過大或緊急情況發生時的監督管理措施與權限等事項，則應由主管機關另以「保險業投資不動產管理辦法」或類似之法規命令，並將現行「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」之規範內容納入「保險業投資不動產管理辦法」或類似之法規命令，以求規範之完整性。

茲先就保險法第一四六條之二建議增列授權規範部分，建議為如下修訂：

建議修正條文	原條文	修正理由
保險法第一四六條之二 保險業對不動產之投資，以所投資不動產即時	保險法第一四六條之二 保險業對不動產之投資，以所投資不動產即時	參照保險法第 146 條之 1 第 4 項、第 146 條之 3 第 3 項、

<p>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。但購買自用不動產總額不得超過其業主權益之總額。</p> <p>保險業不動產之取得及處分，應經合法之不動產鑑價機構評價。</p> <p><u>保險業從事不動產投資應具備之條件及其投資之範圍及程序、即時利用並有收益之認定標準、鑑價內容與程序及其他應遵行事項，由主管機關定之。</u></p>	<p>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。但購買自用不動產總額不得超過其業主權益之總額。</p> <p>保險業不動產之取得及處分，應經合法之不動產鑑價機構評價。</p>	<p>第 146 條之第 3 項、第 146 條之第 1 項、第 146 條之 6 第 3 項及第 146 條之 7 第 1 項等模式，增列本條第三項授權規定，授權主管機關於權限內，就保險業投資不動產相關監理事項，以命令定之，以符合授權明確性原則。</p>
---	---	--

至於建議增訂之「保險業投資不動產管理辦法」，其草案內容則請詳見第九章第二節。

第二節 我國保險業投資不動產資格之相關規定之修正建議

單一化投資上限帶來不同影響，如不同保險業間，針對各項投資活動分別予以齊頭式上限，顯然於標準之取決上有其難度，且實際上投資活動縱屬於同一類型，亦可能因投資標的風險與報酬收益之差異，而應有不同考量。且上限標準過低，則使保險業資金運用與資產配置過度僵化，不易因應瞬息萬變之風險與投資市場。而上限標準過於寬鬆，則又使該項規範過於空泛，失去其規範目的。且該項標準存立，雖有避免使保險業資金運用過度集中化之可能，但實際上主要目的，顯然仍為避免不動產市場因保險業龐大資金而波動之政策目標。惟此項政策目標，是否得透過投資上限加以達成，或該項投資上限比率如何調整或規定，顯然並無一確切數據與計算可能性，縱現狀下得有相關數據與標準，亦可能因市場波動與國內經濟情形變化而隨時需要加以調整，因此該項上限是否仍宜維持，如參照日本舊法之修正理由，顯然為維持保險人資金投資活動之彈性與縱使上限規範仍無實際意義下，建議得考量取消不動產投資上限。

另外如觀察各國關於不動產投資限制之規範，除中國與日本舊法外，仍主要著重於投資標的之風險與清償能力間之關係，因此我國目前關於不動產監理制度亦應以此為主要監理目標。惟是否應就投資項目與不動產用途作細部規範，則恐因金融市場主管機關之角色與相關人員專長等加以檢視，顯非目前保險業主管機關之所長，亦非主要監理目標。因此於不動產投資資格與標的規範，主要仍以保險業清償能力之維持為主要監理規範。

至於具體建議修正方向，既以保險業清償能力為主要規範目的，則現行保險業風險資本適足性管理辦法第六條第二項業已有限制保險業處分資產之相關規定。如設立保險業不動產管理辦法專法時，則建議得以此管理辦法所列限制保險業處分資產之規定加以揭示。

建議條文為：「保險業如資本適足率未達百分之二百者，其不動產之運用與管理，主管機關得依保險業適足性管理辦法第六條第二項規定限制、命令或為必要之處置。」

第三節 我國保險業投資不動產限制之相關規定之修正建議

保險監理是隨著保險業的產生與發展逐步建立起來，且隨著保險業的深入發展，保險監理的目標、手段和內容亦會不停變化、不停修正。隨著保險市場的日益全球化與國際化，逐漸加深了保險監理的難度。在金融監理鬆綁的大趨勢下，各國逐漸朝放鬆保險監理的方向前進，但如此一來又易導致保險市場競爭程度的加劇，致使保險商品價格呈現多樣化的情形，使原有以條款、費率等市場行為監理為主的監理制度作用日趨弱化，從而帶來償付能力監理地位的日益上升。

國際保險監理官協會(IAIS)於2003年所公布的《保險監理核心原則》(Insurance Core Principles; 以下簡稱「ICPs(2003)」)基礎上，於2005年維也納年會中進一步將公司治理結構監理確立為與償付能力監理、市場行為監理並列為保險監理制度的三大支柱之一，確立了以償付能力監理、公司治理能力監理和市場行為監理為三大支柱的新保險監理制度框架。其中償付能力監理之重點包括償付能力和資本適足率方面；準備金之評價與充足性；資本的形式；投資以及財務報告、資訊揭露等。公司治理監理之重點則在於董事會、董事、高級經理人員與其他有關組織方面的治理程序與控制；董事與經理人員之測試；包括風險管理在內的行政、組織與內部控制；法令遵守、股東關係以及集團結構引起的公司治理風險等。市場行為監理重點則包括保單銷售和處理過程中與消費者之關係；保險人作為機構投資人之行為；市場與保單持有人之相關資訊揭露。

現代保險監理制度的三大支柱框架中的每個要素內容，皆為互相依賴互相作用，我國關於保險業投資不動產限制之規範，亦應順應此保險監理之國際趨勢，將不動產投資之監理規範配合於三大支柱內容之中。

首先，從償付能力監理方面來看，由於該支柱強調保險公司的償付能力和資本適足率，因此可參酌澳洲之相關規定。澳洲關於保險業投資於不動產之監理並非採取嚴格禁止或限制投資之規制，而係以資本規範為基礎。澳洲對於一般保險業投資不動產之規範係由資本規定著手，考量不動產投資對一般保險事業經營之影響，於計算投資風險資本要求時給予相對應之加乘權重。可參考澳洲經驗，考慮在我國現行之保險業風險基礎資本比例制度上，提高不動產投資所產生之風險係數，由於計算風險基礎資本

之公式，產壽險有別，亦可藉此達到根據產壽險資金特性不同，給予不同要求之美國規範精神。

其次，從公司治理監理方面來看，由於該支柱強調保險公司董事會的治理程序以及公司的風險管理機制，因此可參酌美國與日本之相關規定，落實內部控制之要求。美國要求保險公司之投資人員及其顧問須具一定聲譽與能力，並執行定期對投資政策之有效性之評價與監控程序。日本則要求保險公司須根據市場風險、信用風險、流動性風險等，制訂風險管理的基本方針，並要求董事會相關成員積極參與該基本方針之制定。在保險公司的內部規定中，亦須明確資金運用之相關責任機制，特別是交易實施部門與後方事務部門、風險管理部門間，各有其功能與權限，且交易實施部門與後方事務部門或是風險管理部門間亦須發揮互相牽制的機能。我國現行之監理方向，亦逐漸朝向此監理趨勢邁進，要求保險業落實投資不動產之內部控制。在保險業擬定內部控制準則時，美日等國的保險業的實務作法，值得參考借鏡。

第三，在市場行為監理重點方面，由於該支柱強調保險人作為機構投資人之應有行為，因此可參考美國作法，要求保險業在投資不動產時須更加落實資訊揭露之規範。目前我國產壽險公司上市者僅占少數，即使上市公司亦是以金控公司方式掛牌，保險公司有機會規避到部分上市公司所應辦理之資訊揭露工作。美國之州監理官可向保險公司之董事、經理人，針對投資相關事項進行書面詢問，並要求其按監理官要求之形式無遲延回覆。此外，美國保險監理官亦得延聘專家或顧問，針對保險人之說明內容為必要之認證。我國主管機關可考慮參酌美國規範之精神，針對不動產投資之項目，要求保險公司做更多必要之揭露動作，藉以減少市場上的資訊不對稱程度，要求保險公司做好投資機構行為人之角色，符合市場行為監理支柱之監理精神。

關於具體法規建議修正方向，本章第一節建議針對不動產投資之相關限制之細節事項，授權主管機關以法規命令訂定，增列保險法第一四六之二授權規範，藉以明確主管機關之權責。此外在本章第二節中針對資本適足率未達百分之二百者，建議針對不動產之運用與管理，主管機關得依保險業適足性管理辦法第六條第二項規定限制、命令或為必要之處置。此外我國現行之「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及

處理原則」建議應由主管機關應以訂立類似「保險業投資不動產管理辦法」之法規命令藉以完善不動產投資之相關規範。

一、公司治理監理方面之具體修正建議

在「保險業投資不動產管理辦法」出爐前，建議針對「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」第二點第(四)項作如下之修正：

修正建議	原條文	說明
<p>二、保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則如下：</p> <p>(一) (略)</p> <p>(二) (略)</p> <p>(三) (略)</p> <p>(四)保險業於本令生效日後取得之不動產，應符合下列規定：</p> <p>1. 取得達可用狀態之不動產，以取得時已符合即時利用並有收益標準者為限。</p> <p>2. 取得達可用狀態之不動產於取得日起五年內不得移轉所有權。但有本法第一百四十三條第一款所列情事及為改善其自有資本與風險資本之比率，報經主管機關核准者，不在此限。</p> <p>3. 保險業投資於素地</p>	<p>二、保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則如下：</p> <p>(一) (略)</p> <p>(二) (略)</p> <p>(三) (略)</p> <p>(四)保險業於本令生效日後取得之不動產，應符合下列規定：</p> <p>1. 取得達可用狀態之不動產，以取得時已符合即時利用並有收益標準者為限。</p> <p>2. 取得達可用狀態之不動產於取得日起五年內不得移轉所有權。但有本法第一百四十三條第一款所列情事及為改善其自有資本與風險資本之比率，報經主管機關核准者，不在此限。</p> <p>3. 保險業投資於素地</p>	<p>現行董事會之通過常有流於形式之弊，因此針對不動產投資，要求保險公司建立相對應之機制，藉以落實公司治理之精神，爰增訂第6目規定。</p>

<p>者，應符合下列條件：</p> <p>(1) 已領有建造執照，可立即開發之土地，應於取得後六個月內開工；可獨立興建且無需再與鄰地合併開發之土地，應於取得後九個月內送件申請建造執照。</p> <p>(2) 投資前應取得可符合即時利用並有收益標準之承租意向書或其他可資證明未來規劃可符合即時利用並有收益標準之文件。</p> <p>(3) 應按取得時規劃之時程確實辦理開發，最長應於取得日起五年內興建完工並符合即時利用並有收益標準。</p> <p>(4) 取得日起十年內不得移轉所有權。但有本法第一百四十三條第一款所列情事及為改善其自有資本與風險資本之比率，報經主管機關核准者，不在此限。</p> <p>4. 保險業投資配合政府公共建設目的且主辦機關已有規定開發時程之地上權案件，不適用前目投資素地之時程條件規範，並應於取得地上權後十日內檢具開發計畫等文件向本會辦理專案報核即時利用</p>	<p>者，應符合下列條件：</p> <p>(1) 已領有建造執照，可立即開發之土地，應於取得後六個月內開工；可獨立興建且無需再與鄰地合併開發之土地，應於取得後九個月內送件申請建造執照。</p> <p>(2) 投資前應取得可符合即時利用並有收益標準之承租意向書或其他可資證明未來規劃可符合即時利用並有收益標準之文件。</p> <p>(3) 應按取得時規劃之時程確實辦理開發，最長應於取得日起五年內興建完工並符合即時利用並有收益標準。</p> <p>(4) 取得日起十年內不得移轉所有權。但有本法第一百四十三條第一款所列情事及為改善其自有資本與風險資本之比率，報經主管機關核准者，不在此限。</p> <p>4. 保險業投資配合政府公共建設目的且主辦機關已有規定開發時程之地上權案件，不適用前目投資素地之時程條件規範，並應於取得地上權後十日內檢具開發計畫等文件向本會辦理專案報核即時利用</p>	
--	--	--

<p>期限。</p> <p>5. 保險業從事不動產投資，應逐案提報董事會通過後依授權辦理，但自有資本與風險資本之比率達百分之兩百以上之保險業，且單一交易金額未達新臺幣三億元者，不在此限。</p> <p><u>6. 關於不動產投資，保險公司應當建立健全公司治理機制，明確規範董事會與相關部門對於不動產投資之運用職責，使不動產投資之決策、執行與監督能相互獨立且互相制衡。</u></p>	<p>期限。</p> <p>5. 保險業從事不動產投資，應逐案提報董事會通過後依授權辦理，但自有資本與風險資本之比率達百分之兩百以上之保險業，且單一交易金額未達新臺幣三億元者，不在此限。</p>	
---	---	--

二、償付能力監理方面之具體修正建議

我國社會大眾對於保險業投資素地，多有不甚良好之印象，參照澳洲規範之精神，且配合我國之現況，建議針對產壽險業資本適足性報告相關填報表格填報手冊之規定作如下之修正。

產險：表 30-8-4：投資用不動產為素地或未能符合即時利用並有收益認定標準者加計風險資本額調整計算表

壽險：表 30-7-4：投資用不動產為素地或未能符合即時利用並有收益認定標準者加計風險資本額調整計算表

修正建議	原條文	說明
保險業對於所持有之投資用不動產為素地者，其風險係數應按現	保險業對於所持有之投資用不動產為素地者，其風險係數應按現	由於素地原則上不具備「即時利用並有收益」之認定標準，考量

<p>行所定<u>不動產風險係數加計 50%計算</u>、不動產未能符合即時利用並有收益認定標準，報經金融監督管理委員會核准展延期限者，其風險係數按展延次數<u>每次再加計現行所定不動產風險係數 50%計算資本適足率。</u></p>	<p>行所定不動產風險係數加計 30%計算、不動產未能符合即時利用並有收益認定標準，報經金融監督管理委員會核准展延期限者，其風險係數按展延次數每次再加計現行所定不動產風險係數 30%計算資本適足率。</p>	<p>社會大眾觀感，於民國 101 年 11 月 23 日金管保財字第 10102516681 號之命令中已新增投資素地後所有權不得移轉之期間限制。此處配合該命令之精神調整其不動產風險係數，藉由調高保險公司投資素地之成本，導引資金至其他途徑。</p>
---	---	---

第四節 我國保險業投資不動產價格、收益率限制及關係人

交易相關規範之修正建議

承前所述，相較各國對於保險業投資不動產之規範，可見我國採相對嚴謹之作法。例如，我國對於保險業投資不動產除於保險法中明定需有即時利用並有收益外，甚且更進一步頒布保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則，規定保險業辦理不動產投資需於兩年內利用，並有收益之認定標準需達出租率 60%，年化收益率不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加三碼為準。

參考其他國家，除大陸外，各國對於保險業投資不動產多採開放態度與原則性規範方式。此種原則性監理可避免主管機關越俎代庖介入保險業者實質經營，轉而重視保險公司清償能力之確保（透過對其各類資本的要求），確保公司經營者的經營品質（內控、風管準則、公司治理的要求），並另外輔以市場機制加以制衡。在資金投資運用上，要求其須盡到「審慎專家原則」，並授與投資上的自由，此種較為彈性且寬鬆之監理方式或亦可做為未來修正參考之對象。

是以，目前我國就保險業投資不動產關於價格之規範，僅要求需經合法不動產鑑價機構合理評價，此種方式即為適切之規範方式。

然關於收益率之規範則似有過於嚴格與僵硬之疑慮，參考各國多委由董事會專業判斷，主管機關如欲規範，宜採如歐盟或澳洲，以保險業清償能力確保為基礎之規範方式為宜。

價格與收益率主要涉及保險法第 146 條之 2，相關修正建議請參考本章第一節所列修正條文。

至於關係人交易之相關規範，我國目前現有規定分從程序、價格、單一投資金額與投資總額規範之方式雖或有缺乏彈性之虞，然卻具有規範明確、易於執行監督之優點，相關規定應暫無修正必要，然未來或可考慮於確保不影響保險公司營運、保單持有人及股東權益下，放寬其程序要求。

第五節 不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產之

特別規範之立法芻議

由美國、歐盟、日本、澳洲以及大陸，皆未對於不動產價格上漲或泡沫化時，保險業投資不動產，加以特別規範可知，世界主要保險業發達之國家，皆未認為於不動產價格上漲或泡沫化時，對保險業投資不動產有特別加以規範之必要；因此，我國是否應就此加以規範，實有斟酌商榷之空間。誠然，於不動產價格上漲或泡沫化時，保險業資金投資不動產，將會有較高的風險，為使具有公眾性質之保險業資金，能夠發揮資產負債間之合理關聯性，以維持保險業之穩定經營，並強化保險業不動產監理措施及內部控制制度，而有以特別規範引導保險業以合理價格從事不動產投資，以期達到落實擴大保險業之資金運用管道，以及提升保險業資金運用效率與投資收益之政策目標。然而，此目的之達致，是否必須以特別規範為之？實不無疑問。從美國、歐盟、日本、澳洲以及大陸之保險法制觀察，其答案似屬否定。

雖然金融監督管理委員會對於不動產價格上漲或泡沫化時，保險業資金投資不動產之特別規定，就促進保險業資金妥善運用，維護投保大眾權益之觀點而言，可謂立意良善；但是，此特別規範之採行，同時也招致主管機關有意藉此抑制不動產價格之批評²³⁵。因此，我國現行於不動產價格上漲或泡沫化時，保險業資金投資不動產之特別規定，在其適當性與必要性並非全然無疑，且外國立法例皆無類似規定的情況下，似可於考量我國不動產市場的現況，隨時機動地調整放寬，以適切地加以因應。

²³⁵ 請參閱葉家璋，壽險投資房產「緊箍咒」束更緊！顏炳立：房市將急速結冰，鉅亨網，2012年11月14日，於 <http://www.taiwan.url.tw/phpBB/viewtopic.php?p=20555&sid=322469748e0416f1c1d9d9a6ecb98b3e>（最後瀏覽日：2012/11/20）。

第九章 結論與建議

第一節 結論

壹、關於保險業資金運用及不動產投資規範架構方面

我國於法律層次僅對許可不動產作為資金運用標的一事及對保險業投資不動產的目的、額度及方法進行基本限制，至於其他細節如何謂「即時利用並有收益」及關於不動產在風險基礎資本計算中所占風險比重如何計算與保險業因投資公用事業投資於不動產的核准程序、標的等技術性事項，均由法規命令定之。相較於美國的 NAIC 模範法及各州立法，舉凡許可標的、不動產投資的定義及範疇、投資比例種類與量的限制、對單一相對人曝險、報告與資訊揭露要求與風險管控等，全數以法律訂之，且規範內容十分詳細，對主管機關之權力授予，亦嚴守授權明確性。至於歐盟，關於保險業資金運用於不動產，因均僅就資本適足事項為規定，其規範多規定於法律層次，包括 Solvency II。澳洲則以「人壽保險法」及「保險法」規定保險監理基本事項，並依該二法之授權，訂定「人壽保險審慎標準」與「一般保險審慎標準」。至於日本，關於資金運用的方式則規範於保險業法第九十七條，而對於各類資金運用的詳細限制，則由保險業法施行細則訂之。而大陸，則除保險法第一〇六條外，關於保險業不動產投資之各項細部規定，完全仰賴「保險資金投資不動產暫行辦法」。

查各國對保險業投資不動產規範之主要目的，無不聚焦於保險業清償能力維繫與監理之目的，此觀前述美國、歐盟、澳洲與大陸之規定自明。由是，我國關於保險業投資不動產且專針對清償能力或財務穩定而設者，其實僅保險法第一四六條之二而已，相對於美國就投資人適格性及投資標的適格性、不動產投資量的限制及對單一相對人曝險的限制並針對產、壽險業資金的結構分別為不同之規定；以及大陸就投資標的與投資方式、風險控制及保監會對投資風險過大或緊急情況發生時的監督管理措施與權限等亦均詳規定而言，我國關於保險業投資不動產在風險防範與其對保險業財務穩定維持之規範架構而言，不僅簡略，又欠缺授權規定，授權主管機關訂定相關規定與補充，加上唯一針對保險業投資不動產規範之法規命令與保險業清償能力之監管關聯不大，則我國關於保險業投資不動產於維繫

保險業財務穩定及投資風險監理方面之規範架構，確有不足，實有調整之必要。

至於如何調整規範架構，建議如下：

一、維持法律層次與法規命令併行之現行規範架構

有鑑於不動產之投資規範甚為複雜，且有保持彈性以因應經濟環境變化迅速而調整之必要，故規範架構之形式仍以維持法律層次與法規命令併行之現行規範架構為宜。

二、增訂保險法第 146 條之 2 第 3 項，明確授權主管機關以法規命令訂定不動產投資相關細節之規範

比照保險法第 146 條之 1 第 4 項、第 146 條之 3 第 3 項、第 146 條之 4 第 3 項、第 146 條之 5 第 1 項、第 146 條之 6 第 3 項、第 146 條之 7 第 1 項等模式，增訂第 146 條之第 3 項，授權主管機關以法規命令訂定不動產投資相關細節之規範，以符明確授權原則，並收事權專一之效。

三、就法規命令層次而言，宜按規範內容之性質區分

現行「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」有其平抑住宅及商用不動產價格之特殊功能與背景目的，短期內可予保留並獨立存在。長期而言，關於保險業投資不動產之投資人適格性及投資標的適格性、不動產投資量的限制及對單一相對人曝險的限制並針對產、壽險業資金的結構、風險控制及保監會對投資風險過大或緊急情況發生時的監督管理措施與權限等事項，則應由主管機關另以「保險業投資不動產管理辦法」或類似之法規命令完整規定。且長期而言，亦宜將「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」之相關內容納入「保險業投資不動產管理辦法」。

貳、關於保險業投資不動產資格之相關規定方面

觀察各國關於不動產投資限制之規範，除中國與日本舊法外，仍主要著重於投資標的之風險與清償能力間之關係，因此我國目前關於不動產監理制度亦應以此為主要監理目標。惟是否應就投資項目與不動產用途作細部規範，則恐因金融市場主管機關之角色與相關人員專長等加以檢視，顯

非目前保險業主管機關之所長，亦非主要監理目標。因此於不動產投資資格與標的規範，主要仍以保險業清償能力之維持為主要監理規範。

至於具體建議修正方向，既以保險業清償能力為主要規範目的，則現行保險業風險資本適足性管理辦法第六條第二項業已有限制保險業處分資產之相關規定。如設立保險業不動產管理辦法專法時，則建議得以此管理辦法所列限制保險業處分資產之規定加以揭示。

參、關於保險業投資不動產限制之相關規定方面

現代保險監理制度的三大支柱框架中的每個要素內容，皆為互相依賴互相作用，我國關於保險業投資不動產限制之規範，亦應順應此保險監理之國際趨勢，將不動產投資之監理規範配合於三大支柱內容之中。

首先，從償付能力監理方面來看，由於該支柱強調保險公司的償付能力和資本適足率，因此可參酌澳洲之相關規定。

其次，從公司治理監理方面來看，由於該支柱強調保險公司董事會的治理程序以及公司的風險管理機制，因此可參酌美國與日本之相關規定，落實內部控制之要求。

第三，在市場行為監理重點方面，由於該支柱強調保險人作為機構投資人之應有行為，因此可參考美國作法，要求保險業在投資不動產時須更加落實資訊揭露之規範。

肆、關於保險業投資不動產價格、收益率限制及關係人交易之相關規範方面

相較各國對於保險業投資不動產之規範，可見我國採相對嚴謹之作法。參考其他國家，除大陸外，各國對於保險業投資不動產多採開放態度與原則性規範方式。此種原則性監理可避免主管機關越俎代庖介入保險業者實質經營，轉而重視保險公司清償能力之確保（透過對其各類資本的要求），確保公司經營者的經營品質（內控、風管準則、公司治理的要求），並另外輔以市場機制加以制衡。在資金投資運用上，要求其須盡到「審慎專家原則」，並授與投資上的自由，此種較為彈性且寬鬆之監理方式或亦可

做為未來修正參考之對象。

是以，目前我國就保險業投資不動產關於價格之規範，僅要求需經合法不動產鑑價機構合理評價，此種方式即為適切之規範方式。

然關於收益率之規範則似有過於嚴格與僵硬之疑慮，參考各國多委由董事會專業判斷，主管機關如欲規範，宜採如歐盟或澳洲，以保險業清償能力確保為基礎之規範方式為宜。

至於關係人交易之相關規範，我國目前現有規定分從程序、價格、單一投資金額與投資總額規範之方式雖或有缺乏彈性之虞，然卻具有規範明確、易於執行監督之優點，相關規定應暫無修正必要，然未來或可考慮於確保不影響保險公司營運、保單持有人及股東權益下，放寬其程序要求。

伍、關於不動產價格上漲或泡沫化時之特別規範方面

由美國、歐盟、日本、澳洲以及大陸，皆並未對於不動產價格上漲或泡沫化時，保險業投資不動產，加以特別規範可知，世界主要保險業發達之國家，皆並未認為於不動產價格上漲或泡沫化時，對保險業投資不動產有特別加以規範之必要；因此，我國是否應就此加以規範，實有斟酌商榷之空間。誠然，於不動產價格上漲或泡沫化時，保險業資金投資不動產，將會有較高的風險，為使具有公眾性質之保險業資金，能夠發揮資產負債間之合理關聯性，以維持保險業之穩定經營，並強化保險業不動產監理措施及內部控制制度，而有以特別規範引導保險業以合理價格從事不動產投資，以期達到落實擴大保險業之資金運用管道，以及提升保險業資金運用效率與投資收益之政策目標。然而，此目的之達成，是否必須以特別規範為之？實不無疑問。從美國、歐盟、日本、澳洲以及大陸之保險法制觀察，其答案似屬否定。

第二節 建議

關於我國保險業投資不動產相關規定之修訂，謹歸納本研究之結論，建議如下：

壹、法律之修正

建議修正條文	原條文	修正理由
<p>保險法第一四六條之二 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。但購買自用不動產總額不得超過其業主權益之總額。</p> <p>保險業不動產之取得及處分，應經合法之不動產鑑價機構評價。</p> <p><u>保險業從事不動產投資應具備之條件及其投資之範圍及程序、即時利用並有收益之認定標準、鑑價內容與程序及其他應遵行事項，由主管機關定之。</u></p>	<p>保險法第一四六條之二 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。但購買自用不動產總額不得超過其業主權益之總額。</p> <p>保險業不動產之取得及處分，應經合法之不動產鑑價機構評價。</p>	<p>參照保險法第 146 條之 1 第 4 項、第 146 條之 3 第 3 項、第 146 條之第 3 項、第 146 條之第 1 項、第 146 條之 6 第 3 項及第 146 條之 7 第 1 項等模式，增列本條第三項授權規定，授權主管機關於權限內，就保險業投資不動產相關監理事項，以命令定之，以符合授權明確性原則。</p>

貳、法規命令之增修

針對保險業投資不動產相關監理規範，建議增訂「保險業投資不動產管理辦法」，擬具草案條文如下：

建議修正條文	修正理由
<p>第一條（立法目的及法源—保險法第 146 條之 2 修正前）</p> <p>為確保保險業投資不動產時充分遵守風險分散原則，維繫保險業財務穩定，強化保險業投資不動產之監理，依據保險法第 146 條之 2、第 146 條之 7 第 1 項與第 3 項、第 148 條與第 148 條之 3 之規定，制定本辦法。</p>	<p>1、本條新增。</p> <p>2、載明立法目的及法源。</p> <p>3、在保險法第 146 條之 2 增訂第 3 項授權條款通過前，本辦法之規範內容需引用保險法第 146 條之 2、第 146 條之 7 第 1 項與第 3 項、第 148 條與第 148 條之 3 作為授權依據。</p>
<p>第一條（立法目的及法源—保險法第 146 之 2 修正後）</p> <p>為確保保險業投資不動產時充分遵守風險分散原則，維繫保險業財務穩定，強化保險業投資不動產之監理，依據保險法第 146 條之 2 第 3 項規定，制定本辦法。</p>	<p>1、本條新增。</p> <p>2、載明立法目的及法源。</p> <p>3、在保險法第 146 條之 2 增訂第 3 項授權條款通過後，本辦法之規範內容只需引用保險法第 146 條之 2 第 3 項作為授權依據。</p>
<p>第二條（保險業投資不動產原則）</p> <p>保險業投資不動產，應遵守穩健、安全原則，落實資產負債配置管理，審慎評估投資風險，並採行有效防範風險之必要措施。</p>	<p>1、本條新增。</p> <p>2、揭示保險業資金投資不動產應秉持穩健安全原則，以符合保險法第 148 條之 3 第 2 項資產品質之評估意旨。</p>
<p>第三條（保險業投資不動產之許可標的）</p> <p>保險業得投資於下列不動產及相關商品：</p>	<p>1、本條新增。</p> <p>2、明文訂定保險業投資不動產之許可標的，增加監理法規之明確性，爰參考 N A I C 「保險業投資模範法（定義限制版）」第 2</p>

<p>一、土地；</p> <p>二、房屋；</p> <p>三、定著物；</p> <p>四、不動產孳息；</p> <p>五、不動產之相關權利，如使用權、地上權、租賃權等；</p> <p>六、其他經主管機關許可之投資標的。</p> <p>保險業因行使抵押權或為確保債權回收目的取得之不動產未列為自用不動產者，應依本辦法規定辦理。</p> <p>保險業依保險法第一百四十六條之二規定得從事之不動產投資，不包括尚未建造完成而以將來完成之建築物為交易標的物之投資。</p>	<p>條與中國大陸「保險資金投資不動產暫行辦法」第2條訂定。另明訂第一項第五款之相關權利包含使用權、地上權、租賃權等。</p> <p>3、第二項合併原「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」第三點明訂本辦法涵攝範圍及於保險業因行使抵押權或為確保債權回收目的取得之不動產，並為文字修正。</p> <p>4、第三項合併原「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」第四點，明訂禁止之投資標的。</p>
<p>第四條(即時利用並有收益之要求)</p> <p>保險業對前條不動產之投資，以所投資不動產即時利用並有收益者為限。</p> <p>保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則如下：</p> <p>一、不動產達可使用狀態且已利</p>	<p>合併原「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」第二點(一)至(三)項關於即時利用與收益之要求及其認定標準。</p>

<p>用，並有合理之投資報酬率者，可認定為即時利用並有收益。但不包括以素地作為停車場、出租廣告或搭建其他未經合法編釘門牌號碼建物使用之情形。</p> <p>二、前款所稱合理之投資報酬率以不動產出租率達百分之六十（出租面積／持有面積）且年化收益率（年化收益／帳面價值）不低於中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加百分之一點五為準，但一百零一年十一月十九日前取得之不動產，其年化收益率得以不低於中○郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加三碼為準，以及一百零一年八月二十四日前取得之不動產，其年化收益率得以不低於中○郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加二碼為準。</p> <p>三、前款年化收益率之比較基準，係以出租時當月第一個營業日之中華郵政股份有限公司牌告二年期郵政定期儲金小額存款機動利率加百分之一點五為準，評估方式採逐月檢核出租率及年化收益率之方式為之。</p>	
<p>第五條（保險業投資不動產之資格</p>	<p>1、本條新增。</p>

與限制)

保險業投資不動產，應符合下列條件：

一、具有完善之公司治理、決策流程及內控機制。

二、最近三年未發現重大違反保險業不動產資金運用相關法令行為，或縱有其情事，但其情事已改正並經主管機關認可者。

三、其他主管機關依保險法及相關法規所定之審慎性條件。

前項之內控機制至少應包括下列事項：

一、保險業投資不動產之投資人員及其顧問應具有一定聲譽、投資能力及不動產相關投資經驗。

二、對投資策略定期為有效性之評估與監控。

三、應有經理級以上主管人員專司對不動產投資表現是否符合其投資政策及進行定期評價。

四、適切分析因投資不動產創造之現金流量與保險業負債支應之需求及相關收益率之要求是否相符，以即時調整投資策略。

保險業符合「保險業公司治理實務

2、對保險業投資不動產要求建構符合公司治理原則之決策模式與內控制度，並基於投資專業性要求，增訂保險業投資不動產決策與執行時人員專業性之要求及評價與監控程序之建置。爰參酌NAIC「保險業投資模範法（定義標準版）」第4條與中國大陸「保險資金投資不動產暫行辦法」第8條訂定本條第一項第一款及第二項。

3、對過去三年內有重大違反保險業資金運用相關規定者，限制其投資，以確保保險業投資不動產行之適法性，俾降低投資風險、確保審慎經營。然考量保險業不動產投資屬低風險投資，對保險業有其必要性，故規定保險業違反法規行為以敬改正並經認可者，易得從事不動產投資。

4、為求「完善公司治理」及「完善內控機制」概念明確化，並強化保險公司於投資不動產時，遵守「保險公司公司治理實務守則」第二十一至四十四條關於董事會之組成、決策與獨立董事之職權及第六十一之六十四條關於資訊揭露之規定，增訂第三項。

5、將原「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標

<p>守則」第二十一至四十四條及第六十一之六十四條規定者，推定其為具備第一項之「完善公司治理」機制。</p> <p>保險業於本辦法生效日後取得之不動產，應符合下列規定：</p> <p>一、取得達可用狀態之不動產，以取得時已符合本辦法可即時利用並有收益者為限。</p> <p>二、取得達可用狀態之不動產於取得日起五年內不得移轉所有權。但有保險法第一百四十三條第一款所列情事及為改善其自有資本與風險資本之比率，報經主管機關核准者，不在此限。</p>	<p>準及處理原則」第二點(四)項，第1,2款關於保險業於本辦法生效後取得不動產應符合之規定與限制事項，訂入第四項。</p>
<p>第六條（保險業投資不動產、內部作業及移轉應經董事會通過）</p> <p>保險業從事不動產投資，應逐案提報董事會通過後依授權辦理，但自有資本與風險資本之比率達百分之二百以上之保險業，且單一交易金額未達新臺幣三億元者，不在此限。</p> <p>保險業應依不動產實際使用情形分別管理自用及投資用不動產，及訂定經董事會通過之內部作業規範。同一不動產標的倘部分作為自用，部分作為投資用，應按實際使用面積分別歸入自用及投資用不</p>	<p>1、本條新增。</p> <p>2、為發揮保險公司公司治理功能，落實資金運用之審慎原則，並參考美國、歐盟及澳洲作法，以保險業經營者就各該公司之不動產投資作為經營判斷之範疇，訂定本條。</p> <p>3、為統一原「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」關於保險業董事會對保險業不動產投資、管理及移轉之議決權散見於不同之點中，乃將原處理原則之第二</p>

<p>動產管理及計算投資限額。</p> <p>保險業自用不動產及投資用不動產相互轉列，或取得自用不動產於一年內出售者，應就其適法性、正當性、合理性審視並提報董事會通過。</p>	<p>點第(四)項第5款及第(六)、(七)項規定，併入本條。</p>
<p>第七條（保險業投資不動產關於鑑價應遵循事項）</p> <p>保險業為不動產投資、開發之決定實，應先經合格鑑價機構依公平市價鑑價，並取得鑑價報告後始得為之。</p> <p>前項合格鑑價機構，指各保險業本公司所在地地方法院所認可之合格鑑價機構。</p> <p>第一項之鑑價機構，不得為保險業之關係企業或與保險業具共通之董事、監察人或經理人。</p> <p>董事或經理人未經第一項之鑑價程序而為不動產投資，至保險業受有損失者，應對公司負損害賠償責任。</p>	<p>1、本條新增。</p> <p>2、為落實保險業投資穩健原則，乃明訂保險業從事不動產投資應先經鑑價程序，並取得鑑價報告書。</p> <p>3、第二項明定合格鑑價機構資格，確保保險業為不動產投資實之鑑價機構之鑑價內容具公信力。</p> <p>4、第三項明訂與保險業屬關係企業或有共通董事、監察人與經理人之鑑價機構，不得為該保險業不動產投資之鑑價機構，避免利益衝突。</p> <p>5、為落實公司治理與董、監責任，參照公司法二十三條，令於不動產投資事項中，違反經營判斷法則及注意義務之董事或經理人對公司負損害賠償責任。</p>
<p>第八條（保險業從事素地開發之限制）</p> <p>保險業投資於素地者，應符合下列條件：</p>	<p>1、本條新增。</p> <p>2、鑒於美國、澳洲、新加坡及香港對保險業從事素地開發均未明文禁止，乃保留原「保險業辦理</p>

<p>一、已領有建造執照，可立即開發之土地，應於取得後六個月內開工；可獨立興建且無需再與鄰地合併開發之土地，應於取得後九個月內送件申請建造執照。</p> <p>二、投資前應取得可符合即時利用並有收益標準之承租意向書或其他可資證明未來規劃可符合即時利用並有收益標準之文件。</p> <p>三、應按取得時規劃之時程確實辦理開發，最長應於取得日起五年內興建完工並符合即時利用並有收益標準。</p> <p>四、取得日起十年內不得移轉所有權。但有本法第一百四十三條第一款所列情事及為改善其自有資本與風險資本之比率，報經主管機關核准者，不在此限。</p>	<p>不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」第二點，第四項第3款，關於素地開發之限制，訂入本條。</p>
<p>第九條(保險業投資配合政府公共建設專案報核)</p> <p>保險業投資配合政府公共建設目的且主辦機關已有規定開發時程之地上權案件，不適用前條投資素地之時程條件規範，並應於取得地上權後十日內檢具開發計畫等文件向本會辦理專案報核即時利用期限。</p>	<p>1、本條新增。</p> <p>2、本條合併原「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」第二點，第四項第4款規定。</p>
<p>第十條(保險業與利害關係人為不</p>	<p>1、本條新增。</p>

<p>動產交易應遵循規範)</p> <p>保險業對利害關係人為不動產交易者，應符合下列條件：</p> <p>一、條件應公平合理，不得有低於其他同類資產之條件致有損害保險業之情事；</p> <p>二、相關費用之支出應公平合理；</p> <p>三、關於成本與利益之分配應與一般保險業會計原則相符；</p> <p>四、保險業之相關書表帳冊均應詳細記載該交易，並應揭露之。</p> <p>前項交易，本辦法未規定者，準用「保險業與同一人同一關係人或同一關係企業放款或其他交易管理辦法」辦理之。</p>	<p>2、明訂保險業與利害關係人之交易條件限制，確保交易條件公平合理且無損害保險業之情事。</p> <p>3、對同一人與同一關係人交易要求符合一般公認會計原則及揭露之規定，確保交易資訊公開，交易經適當認列並記錄。</p> <p>4、明訂「保險業與同一人同一關係人或同一關係企業放款或其他交易管理辦法」之準用。</p>
<p>第十一條（實施日）</p> <p>本辦法自中華民國__年__月__日起實施。</p>	<p>1、本條新增。</p> <p>2、明訂本辦法實施日。</p>

參、「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」之修正

一、公司治理監理方面之具體修正建議

在「保險業投資不動產管理辦法」出爐前，建議針對「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」第二點第(四)項

作如下之修正：

修正建議	原條文	說明
<p>二、保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則如下：</p> <p>(一) (略)</p> <p>(二) (略)</p> <p>(三) (略)</p> <p>(四) 保險業於本令生效日後取得之不動產，應符合下列規定：</p> <p>1. 取得達可用狀態之不動產，以取得時已符合即時利用並有收益標準者為限。</p> <p>2. 取得達可用狀態之不動產於取得日起五年內不得移轉所有權。但有本法第一百四十三條第一款所列情事及為改善其自有資本與風險資本之比率，報經主管機關核准者，不在此限。</p> <p>3. 保險業投資於素地者，應符合下列條件：</p> <p>(1) 已領有建造執照，可立即開發之土地，應於取得後六個月內開工；可獨立興建且無需再與鄰地合併開發之土地，應於取得後九個月內送件申請建造</p>	<p>二、保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則如下：</p> <p>(一) (略)</p> <p>(二) (略)</p> <p>(三) (略)</p> <p>(四) 保險業於本令生效日後取得之不動產，應符合下列規定：</p> <p>1. 取得達可用狀態之不動產，以取得時已符合即時利用並有收益標準者為限。</p> <p>2. 取得達可用狀態之不動產於取得日起五年內不得移轉所有權。但有本法第一百四十三條第一款所列情事及為改善其自有資本與風險資本之比率，報經主管機關核准者，不在此限。</p> <p>3. 保險業投資於素地者，應符合下列條件：</p> <p>(1) 已領有建造執照，可立即開發之土地，應於取得後六個月內開工；可獨立興建且無需再與鄰地合併開發之土地，應於取得後九個月內送件申請建造</p>	<p>現行董事會之通過常有流於形式之弊，因此針對不動產投資，要求保險公司建立相對應之機制，藉以落實公司治理之精神，爰於第四項增訂第6目規定。</p>

<p>執照。</p> <p>(2)投資前應取得可符合即時利用並有收益標準之承租意向書或其他可資證明未來規劃可符合即時利用並有收益標準之文件。</p> <p>(3)應按取得時規劃之時程確實辦理開發，最長應於取得日起五年內興建完工並符合即時利用並有收益標準。</p> <p>(4)取得日起十年內不得移轉所有權。但有本法第一百四十三條第一款所列情事及為改善其自有資本與風險資本之比率，報經主管機關核准者，不在此限。</p> <p>4. 保險業投資配合政府公共建設目的且主辦機關已有規定開發時程之地上權案件，不適用前目投資素地之時程條件規範，並應於取得地上權後十日內檢具開發計畫等文件向本會辦理專案報核即時利用期限。</p> <p>5. 保險業從事不動產投資，應逐案提報董事會通過後依授權辦理，但自有資本與風險資本之比率達百分之兩百以上之保險業，且單一交易金額未達</p>	<p>執照。</p> <p>(2)投資前應取得可符合即時利用並有收益標準之承租意向書或其他可資證明未來規劃可符合即時利用並有收益標準之文件。</p> <p>(3)應按取得時規劃之時程確實辦理開發，最長應於取得日起五年內興建完工並符合即時利用並有收益標準。</p> <p>(4)取得日起十年內不得移轉所有權。但有本法第一百四十三條第一款所列情事及為改善其自有資本與風險資本之比率，報經主管機關核准者，不在此限。</p> <p>4. 保險業投資配合政府公共建設目的且主辦機關已有規定開發時程之地上權案件，不適用前目投資素地之時程條件規範，並應於取得地上權後十日內檢具開發計畫等文件向本會辦理專案報核即時利用期限。</p> <p>5. 保險業從事不動產投資，應逐案提報董事會通過後依授權辦理，但自有資本與風險資本之比率達百分之兩百以上之保險業，且單一交易金額未達</p>	
--	--	--

新臺幣三億元者，不在此限。 6. <u>關於不動產投資，保險公司應當建立健全公司治理機制，明確規範董事會與相關部門對於不動產投資之運用職責，使不動產投資之決策、執行與監督能相互獨立且互相制衡。</u>	新臺幣三億元者，不在此限。	
---	---------------	--

二、償付能力監理方面之具體修正建議

我國社會大眾對於保險業投資素地，多有不甚良好之印象，爰參照澳洲規範之精神，且配合我國之現況，建議針對產壽險業資本適足性報告相關填報表格填報手冊之規定作如下之修正。

產險：表 30-8-4：投資用不動產為素地或未能符合即時利用並有收益認定標準者加計風險資本額調整計算表

壽險：表 30-7-4：投資用不動產為素地或未能符合即時利用並有收益認定標準者加計風險資本額調整計算表

修正建議	原條文	說明
保險業對於所持有之投資用不動產為素地者，其風險係數應按現行所定 <u>不動產風險係數加計 50%計算</u> 、不動產未能符合即時利用並有收益認定標準，報經金融監督管理委員會核准展延期限者，其風險係數按展延次數	保險業對於所持有之投資用不動產為素地者，其風險係數應按現行所定 <u>不動產風險係數加計 30%計算</u> 、不動產未能符合即時利用並有收益認定標準，報經金融監督管理委員會核准展延期限者，其風險係數按展延次數	由於素地原則上不具備「即時利用並有收益」之認定標準，考量社會大眾觀感，於民國 101 年 11 月 23 日金管保財字第 10102516681 號之命令中已新增投資素地後所有權不得移轉之期間限制。此處配合該命令之精神調

<p><u>每次再加計現行所定 不動產風險係數 50%計 算資本適足率。</u></p>	<p><u>每次再加計現行所定 不動產風險係數 30%計 算資本適足率。</u></p>	<p>整其不動產風險係數，藉由調高保險公司投資素地之成本，導引資金至其他途徑。</p>
--	--	---

附件

壹、期中報告審查意見與修訂對照表

審查意見	回應意見	備註
<p>1、本研究案例分析（美國、歐盟、日本、澳洲）可再補充對不動產開發之規定，另如何對我國現有制度產生參考價值，又如何從眾多參考案例中決定適合我國之量化指標，因各國制度差異極大，如何收斂至適合我國制度採用，建議將上開因素納為後續研究方向之參考。</p>	<p>依審查意見辦理。</p>	
<p>2、各國國情或區域不同會影響其制度設計，對於限制或不限制不動產投資可能有其背景因素，或其本身對不動產投資比例即屬有限，因此不需規範，建議將上開因素納入以作為建立我國制度之參考</p>	<p>由於各國之制度皆有其歷史背景與社會條件，相當難以論定其優缺點，研究團隊完全贊成對於各國規範之採行，應採審慎客觀之態度。因此在各項結論中皆審慎考慮我國國情，避免建議完全篩除我國既有之規定，或建議新設我國尚未有之制度。</p> <p>關於不動產投資之限制，日本舊法原規定 20%，惟於 2007 年研議廢止該項限制時，日本壽險業不動產投資比例僅達 6.2%，產險業亦僅 4.0%，兩者皆離 20% 之上限相去甚遠。目前我國保險業界，除少數個案外，整體對於不動產投資比例亦不高。是否建議廢除不動產投資比例之限制，將於期末報告第九章</p>	

	中呈現。	
3、有關各國對保險業可投資不動產投資之種類（如是否限制保險業從事不動產開發），及可允許之不動產收益種類，建議進一步研究，並訂定較為明確之定義，以作為我國法令修正之參考。	關於保險業是否可從事不動產開發，以日本為例，日本保險業之經營範圍係規範於該國保險業法第97條。第97條第1項規範保險公司之固有業務—保險承保，第97條第2項則規定資產運用，保險公司就以保險費名義收取之金錢或其他資產為運用時，應依有價證券之取得或其他內閣府令規定之方式辦理。其資產運用之項目規範於保險業法施行細則第47條內，共有13種資產使用途徑，其中與不動產相關者為第2款（不動產取得）與第8款（不動產信託）。由於未包含不動產開發等項目，因此解釋上為不允許保險業擔任不動產開發商之業務。 現行我國保險業投資不動產限定為「即時使用並有收益」，關於收益率之規範，在其他國家中尚未發現有與我國有類似規定者。	
4、研究團隊所述歐美及亞洲國家關於保險資金投資不動產的相關規定，建議予以歸納分析並於期末報告中提出適合我國之政策建議。	依審查意見辦理。	
5、建議補充說明大陸地區或其他國家關於保險業投資基礎公共設	依據中國大陸《保險資金投資不動產暫行辦法》第13條第1項後段之規定，保險業資金投資不動產，	

<p>施的相關規定，以作為引導保險資金投入我國基礎公共設施的參考。另建議進一步說明日本對於保險業投資不動產的分類項目及相關規定，作為形成政策建議的參考。</p>	<p>僅限於以下幾類之不動產：(一) 商業不動產；(二) 辦公不動產；(三) 與保險業務相關的養老、醫療、汽車服務等不動產；(四) 自用性不動產。因此中國大陸保險資金並不得投資基礎公共設施，故無關於保險業投資基礎公共設施的相關規定。</p> <p>日本對於保險業投資不動產之分類基本上與我國類似，分為「營業用(自用)目的不動產」與「投資用目的不動產」。為確保保險公司之穩健經營，日本主管機關在《保險檢查手冊》中規定，保險公司須根據資產回收之危險性以及資產價值毀損之危險性程度，對持有之資產進行自我評等之工作，將資產從安全至危險區分為 I (最安全)、II、III、IV (最危險) 類。根據規定屬於自用目的不動產，但未為使用者列為第 II 類，而屬投資用目的不動產但一定期間未有使用情況者，亦須列為第 II 類。此外無論是否屬於自用，若是用於資產減損會計者，其減損金額應列為第 IV 類。</p>	
<p>6、案內研究報告中，關於英國及德國對不動產估價觀念有所差異的說明，建議參酌其他資料再行確認。</p>	<p>關於英國與德國不動產評價差異，主要資料來源為英國著名百年投資顧問公司 Shroders，針對歐洲各國關於不動產評價標準之差異，於 2011 年所作出研究報告。且該文所列舉並非僅為英國與德國兩者，更臚列歐盟會員國內各國</p>	

	<p>評價文化之差異與彼此間之異同。因此資料來源與可信度當無疑義。</p> <p>又嗣後再就該項議題，進行資料檢索時，並未有更為完整之相關文獻可供參考。</p>	
<p>7、本案針對歐盟之研究部分，主要以 Solvency II 架構下如何規範為研究基礎，惟 Solvency II 為清償能力之監理規範，建議可選取歐盟中部分可為代表性或差異較大之國家作為研究對象，比照本案其他國家方式，針對其不動產投資規範等進行研究。</p>	<p>於期中報告中即揭示歐盟保險業關於不動產投資比重顯較其他投資項目為低，實際上不易成為監理法令所著重之重點。亦曾嘗試搜尋英國 FSA 關於不動產投資之相關規範，但僅出現關於不動產名詞之簡單定義，而關於投資原則則又與一般投資項目共同適用，而無特別規範。但實際上最為重要者，仍回歸清償能力與資產評價之基礎上，因此期中報告即特別強調不動產評價以及其對於保險人清償能力之影響。</p>	
<p>8、案內研究多以法規制度面為探究方向，惟保險業不動產投資態樣於法規中未必皆有涵蓋，建議針對各國允許保險業可從事之不動產投資態樣及保險業實際從事之不動產投資類型進行研究，如各國保險業是否可從事不動產開發、從事素地買賣及參與公共基礎建設等部分，以作為國內保險業不動產投資之參考。</p>	<p>關於保險業從事不動產開發，經查美國、日本、澳洲以及新加坡之相關規定，保險業之經營範圍以其本業及其相關業務為主，各國對於保險業得經營之業務多以條列式方式列舉。不動產開發，由於已脫離保險相關業務之領域，屬於不動產專業範圍，因此不屬於保險業之經營範圍。目前在上述國家中尚未發現有允許保險業從事不動產開發之實例。</p> <p>關於保險業從事素地買賣，我國並未完全禁止，惟須受諸多限制。其</p>	

	<p>他國家中亦未發現有禁止素地買賣之規定，相較他國，我國對於保險業買賣素地之限制，已屬規範最為完整者。</p> <p>各國主管機關對於保險業之資金運用皆強調其公共性，由於公共基礎建設之投資符合該公共性精神，因此未發現有國家加以限制。</p>	
<p>9、產、壽險業在業務屬性上有所不同，建議後續可將其於不動產投資之監理是否需有所區別納入研究內容。</p>	<p>壽險與產險的資金來源不同，其對於流動性、收益性和風險承受能力的要求不同，資產配置結構也不相同。由於壽險是長期保險，帶有儲蓄性，更強調安全性，因而可接受具有安全性、付息報酬高，但流動性較低的投資，如不動產等；產險則是短期保險，要求流動性強，不宜過多投資於不動產投資。此點，在「定義限制版模範法」的量化限制規範上，對財產與意外保險人不動產投資總量之上限較人壽保險人少這一點上，已有適度反映。但整體而言，美國保險業得投資不動產之比例，相較於我國而言，仍算相當高。我國法規是否採如美國之立法模式，將於期末報告第九章中呈現。</p>	

貳、期末報告審查意見與修訂對照表

審查意見	回應意見	備註
<p>(一) 有關研究報告建議之保險法第 146 條之 2 修正草案乙節：</p> <p>1、投資規範區分產、壽險為整體架構規範，建議應考量保險業整體資金運用之監理架構，並能妥善予以說明。另差異化管理部分，建議是否可以其資金性質與投資標的屬性為區分，而非僅以額度作區分。</p> <p>2、授權子法之條文，建議可參考以該條文前後文所規範事由做為規範範圍（如即時利用且有收益、鑑價內容與程序等）。</p>	<p>1、鑒於美國規定將保險業投資不動產區分產險與壽險業而為之不同規定係以依認許資產比例訂之，其產險與壽險業結構與我國差異甚大，其規範模式未必適合我國，本研究以為現階段規範尚無需區分產險與壽險。故新版第 146 條之 2 草案，已廢棄依自有資金比例區分產、壽險投資比例上限之規範模式。至於依產、壽險資金結構不同而定訂不同之投資標的配置比例，涉及 146 條至 146 條之 5 及相關子法整體修訂問題，茲事體大，已超逾本研究範圍，合先敘明。</p> <p>2、新草案 146 之 2 第 2 項，依審查意見修訂為：「<u>保險業投資不動產之許可標的、程序、運用、投資之範圍、即時利用且有收益、鑑價內容與程序及其他應遵行事項之辦法，由主管機關以定之。</u>」</p>	
<p>(二) 有關研究報告建議增訂「保險業投資不動產管理辦法」乙節：</p> <p>1、建議應於該管理辦法第 1 條敘</p>	<p>1、第一條修正為：「為確保保險業投資不動產時充分遵守風險分散原則，維繫保</p>	

<p>明保險法之授權條文。</p> <p>2、有關第 3 條部分，建議將現行「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」轉化為本辦法中之具體規定。另就本條文內保險業得投資之不動產標的範圍，建議應整理現行保險業得投資之不動產範圍，將其明文列示，而非直接引用外國得投資範圍之文字。</p> <p>3、有關第 4 條部分，建議參考現行保險相關法令規定，再考量以 RBC 比率作為保險業得否投資不動產標準之妥適性與必要性，並考量將保險業違規已改善者之情況納入保險業投資資格限制內。另建議參考現行 RBC 比率之申報及公告頻率，訂定該條內 RBC 比率之參考時間基準。</p> <p>4、有關第 4 條建議「具有完善之公司治理」及「具有一定聲譽」等概念性文字，建議針對如何落實提具具體條文規範，以利</p>	<p>險業財務穩定，強化保險業投資不動產之監理，依據保險法第 146 條之 2、第 146 條之 7 第 1 項與第 3 項、第 148 條與第 148 條之 3 之規定，制定本辦法。」</p> <p>2、既有「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」部分，已於新版「保險業投資不動產管理辦法」第三至八條中增訂，並將原監理原則條文重新編排，以符合管理辦法草案各該條規範意旨。</p> <p>3、原以 RBC200%作為保險業投資不動產之門檻，係參考中國保監會之「保險資金投資不動產暫行辦法」。惟鑒於保險法第 143 條之 4 及「保險業資本適足性管理辦法」第六條中已對資本不適足保險業有立即糾正措施規定，且保險業投資於其他較高風險投資標的如有價證券、衍生性金融商品等皆未有類似規定，新版之「保險業投資不動產管理辦法草案」，刪除原以 RBC 為門檻之規定。</p> <p>4、關於「完善公司治理」之</p>
--	---

<p>業者參考。</p> <p>5、有關第 6 條資本不適足之保險業投資不動產之限制及處置部分，建議參酌保險業資本適足率管理辦法現行可採行處分之規定，再確認本條之必要性及妥適性。</p> <p>6、有關第 7 條主管機關之報告命令權部分，建議將最後兩項之文意或語法加以調整，以茲明確，並請參酌現行保險法第 148 條針對保險業檢查及財務報告已訂有之相關規範，再檢視本條規定之必要性及妥適性。</p> <p>7、有關第 8 條罰則部分，現行保險法第 168 條已有相關規定，建議刪除。</p>	<p>認定標準，已於觀理辦法草案第五條第二項增訂：「保險業符合保險業公司治理實務守則第二十一至四十四條及第六十一之六十四條規定者規定者，推定其為具第一項之「完善公司治理」機制。</p> <p>5、遵照修正，新版已刪除。</p> <p>6、遵照修正，新版已刪除。</p> <p>7、遵照修正，新版已刪除。</p>	
<p>(三) 有關研究報告建議在「保險業投資不動產管理辦法」未訂定前，修訂「保險業辦理不動產即時利用並有收益之認定標準及處理原則」(四) 乙節：請研究團隊就關於建議建立公司治理機制及其但書規定之條文，依訂定目的就條文文字再做調整。</p>	<p>遵照修正，並將原「保險業辦理不動產即時利用並有收益之認定標準及處理原則」訂入「保險業投資不動產管理辦法」第三至八條中。</p>	
<p>(四)「保險業投資不動產管理辦法」建議修正條文對照表格式，請修正為兩欄式。</p>	<p>新版草案已將現形相關條文列入，故仍以維持三欄式為妥。</p>	

<p>(五) 本研究參考各國條例，研究中亦表達各國法令有可資參考之處（如敘及大陸地區規範完整），並建議訂定「保險業投資不動產管理辦法」，惟該管理辦法建議修正條文僅參考美國 NAIC 規範進行內控制度建議，且主要為原則性規範，應可有更為具體明確之相關內容，請研究團隊就研究之各國規範再行檢視我國可參採之規範，並納入建議增訂之法令，以健全我國法令完整性。</p>	<p>關於中國大陸「保險資金投資不動產暫行辦法」相關規範，已補充於本研究建議增訂之新版「保險業投資不動產管理辦法」草案第 3 條與第 5 條立法理由。</p> <p>針對保險業是否得從事不動產開發之關心議題，日本作法如下。保險業可從事之業務項目，係以條列式列舉（日本保險業法第 97 條），由於未包含不動產開發等項目，因此解釋上為不允許保險公司從事不動產開發之業務。此外對於保險業子公司之業務，日本將其可從事之不動產業務限制為兩類（日本保險業法施行細則第 56 條之 2 第 1 項第 18 款），其一為從事其他事業者所持有不動產之租賃業務（原則上包含從該事業者所取得之不動產），其二為從事其他事業者所持有之不動產或其相關附帶設備之保養、檢查、管理之業務。</p> <p>新版草案第三條已參酌日本作法增訂第二項規定。</p>	
<p>(六) 本案研究各章節因係由不同研究人員完成，建議研究團隊可就整體之連貫性及最後建議之</p>	<p>遵照審查意見辦理。</p>	

統整性再做整體檢視，並檢視第八章及第九章相關建議內容及文字之完整性。		
------------------------------------	--	--

參、第三次期末報告審查意見與修訂對照表

審查意見	回應意見	備註
<p>(一) 有關研究報告建議之保險法第 146 條之 2 修正草案乙節：</p> <p>1、有關建議增訂本條第 3 項部分，建議文字可修正為「保險業從事不動產投資之範圍及程序、即時利用並有收益之認定標準、鑑價內容與程序及其他應遵行事項，由主管機關訂之」。</p> <p>2、有關建議訂定「保險業投資不動產管理辦法」第 5 條關於投資不動產之資格乙節，目前保險業從事不動產為原則性各保險公司均可投資，故倘需訂定需符合資格條件之必要，建議應於保險法第 146 條之 2 建議修正條文中有關授權訂定子法部分條文文字增列「應具備之條件」，以明確法律授權依據。</p>	<p>1、遵照審查意見修訂。</p> <p>2、146-2 第 3 項修訂為： 「保險業從事不動產投資應具備之條件及其投資之範圍及程序、即時利用並有收益之認定標準、鑑價內容與程序及其他應遵行事項，由主管機關定之。」</p>	<p>詳請見 期末報 告第 164 頁、第 178 頁。</p>
<p>(二) 有關研究報告建議增訂「保險業投資不動產管理辦法」乙節：</p> <p>1、有關第 3 條說明立法目的為「保險業投資不動產之限制」部分，</p>	<p>1、改為：「保險業投資不動產之許可標的」。</p> <p>2、改為：「不動產之相關權利，如使用權、地上權、租賃權等」。</p>	<p>詳請見 期末報 告第 178 頁以 下。</p>

<p>本條目的應在說明投資標的範圍，用「限制」之文字似有不妥，文字請研究團隊再參酌立法意旨修正。</p> <p>2、有關第3條有關保險業得投資不動產之標的乙節，應就所建議包括租賃權等可投資標的予以明確說明其內容及條件是否合宜或定義，部分重複內容部分應可整併，並建議將條文第1項「不動產及相關商品」文字修正為「不動產及相關權利」。另本條保險業得從事之不動產相關權利範圍，應可將地上權、不動產受益權等現行可投資範圍納入。</p> <p>3、有關第3條第2項「相關附帶設備之保養、檢查、管理」之文字，並非保險業投資不動產之主要目的，又同項「之業務」及「素地之開發」之文字應可刪除，並請檢視再行該項之必要性及文字之妥適性。</p> <p>4、有關建議增訂保險法第146條之2第3項並授權訂定子法關於</p>	<p>3、遵照審查意見刪除。</p> <p>4、新增第七條：</p> <p>「保險業為不動產投資、開發之決定時，應先經合格鑑價機構依公平市價鑑價，並取得鑑價報告後始得為之。</p> <p>前項合格鑑價機構，指各保險業本公司所在地地方法院所認可之合格鑑價機構。</p> <p>第一項之鑑價機構，不得為保險業之關係企業或與保險業具共通之董事、監察人或經理人。</p> <p>董事或經理人未經第一項之鑑價程序而為不動產投資，至保險業受有損失者，應對公司負損害賠償責任。」</p> <p>5、遵照審查意見辦理。</p> <p>6、修訂為：「最近三年未發現重大違反保險業不動產資金運用相關法規行為，或縱有其情事，但其情事已改正並經主管機關認可者。」</p> <p>7、遵照修訂為：「保險業與利害關係人為不動產交易應遵循規範」。</p>	
---	--	--

<p>不動產鑑價內容與程序乙節，相關鑑價應有之內容與程序未見於所建議訂定之「保險業投資不動產管理辦法」中，應予補充，並建議可針對鑑價公司之資格、鑑價需符合之程序及鑑價應採行之方法等進行規範。</p> <p>5、「保險業投資不動產管理辦法」建議修正條文對照表格式，請修正為兩欄式，如有參照其他法令條文可列於說明欄內說明。</p> <p>6、有關第5條保險業投資不動產應符合「最近三年未發現重大違反保險業不動產投資法規情形」之條件乙節，請研究團隊參考其他保險業資金運用法令關於需符合之條件，就上開未發現違反法令之年限程度條件再予研議，並應就條文內「不動產投資法規」之範圍明確說明（如是否包括不動產投資交易違反其他相關法令之情形），並應參照其他相關法令，將違反法令情事已改正經本會認可之情形納入條文。</p>		
---	--	--

<p>7、有關第9條訂定保險業與同一人或同一關係企業不動產交易限制乙節，按前次審查會議資料，該條應係訂定保險業與利害關係人從事不動產交易應符合之規範，請研究團隊修正。</p>		
<p>(三) 部分文字誤植或缺漏情形，請研究團隊再予整體檢視修正。</p>	<p>遵照辦理。</p>	

肆、專家座談會紀錄

金融產業投資不動產相關規範之研究座談會紀錄

一、專家座談會邀請函

銘傳大學財金法律學系函

中華民國 101 年 12 月 7 日

受文者：國立政治大學商學院風險與保險研究中心

中華民國人壽保險商業同業公會

中華民國產物保險商業同業公會

財團法人保險事業發展中心

財團法人保險安定基金

中華民國人壽保險管理學會

主旨：敬邀指派代表參加「金融產業投資不動產相關規範之研究」
期末報告座談會，請查照。

說明：一、敝系專任教授林勳發教授受保險局委託主持主旨所述專案研究，茲已完成期末研究報告初稿，為求廣納各方意見，爰依據委託研究合約之要求，舉行本次座談會。
二、貴單位向為我國保險事業健全發展之基石，謹特敬邀指派代表參加為禱。
三、座談會時間：中華民國 101 年 12 月 17 日（星期一）上午 10 時；地點：銘傳大學法學院大樓 B801-1（台北市中山北路 5 段 250 號）。
四、為使貴單位之意見能夠被完整加以記錄，以納入研究報告，供主管機關參考，敬請事先將意見書寫或打印於函附之「建議意見表」，並於與會時擲交與研究團隊。
五、隨函檢附期末報告初稿乙份，敬請查收。
六、本校位處山坡地，停車位置有限，請避免自行開車赴會。

二、專家發言紀錄

產險公會代表黃○○、蕭○○、張○○女士：

現行保險法第 146 條之 2 對於不動產投資總額之限制，自用為業主權

益之總額，投資用為資金百分之三十。然而因產壽險的業務性質不同，依公會彙整之資料來看，100年產壽險整體的業主權益分別約為735億元及4,304億元，壽險規模約為產險規模之5.85倍，而資金總額分別約為2,476億元及11.61兆元，壽險規模約為產險規模之47倍。由此可知，若產壽險皆以同一標準”資金百分之三十”作為投資限額，產壽險可投資於不動產之金額分別約為743億元及3.3兆元，造成產險可投資於不動產之金額過小，而壽險可投資於不動產之金額過大，此亦可從產險業自有資本與風險資本之比率大多遠高於保險法143條之4規定的200%，而壽險業則常承受自有資本與風險資本之比率可能未達200%的壓力。

雖目前因受各產險公司的投資政策影響，平均投資於不動產之比例並不高，僅約佔資金5~6%。然而，因各產險公司間投資於不動產之金額差異頗大，仍建議研究團隊針對產壽險的差異性進行了解，並參考國際案例，於此報告中提出產壽險分別管理之方向與建議。

保險事業發展中心代表洪○○先生：

對於研究團隊對於各國保險業投資不動產相關規範彙整相當完整，予以高度肯定。以下針對內容提出意見請研究團隊參考：

1. 研究團隊比較各國法規，對於國內法規，是否有修正建議：
 - (1) 是否仿照美國，將我國產、壽險業投資資格分別訂定？
 - (2) 現行我國相關法令與規定是否有修正必要？或修正建議？
 - (3) 大部分國家針對不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產皆無特別規範，研究團隊之建議或看法為何？
2. 價格上漲與泡沫化的定義？法規訂定是否有足夠誘因？
3. 第一章第一節之二、計畫目的與第二節之壹、研究範圍內容應有區別。
4. 第四章日本保險業投資不動產之監理規範，研究團隊於報告第一節、第三節內容（對照第39、45與47頁）皆提及舊保險業法施行細則第48條規定，新保險業法之規定為何？
5. 第四章日本保險業投資不動產之監理規範，研究團隊於期中報告第二節內容（對照第41頁）引用舊版之「保險檢查手冊」，是否有特殊

涵義？新版之「保險檢查手冊」相關內容為何？

6. 第六章第六節內容（第 98 頁），「我國」所指為何？
7. 第六章內容中，建議除非引內法條文字，表達方式建議修正為國內使用之表達方式，便於委託研究單位閱讀。
8. 報告內容中有關「中國」之國名，研究團隊使用「大陸地區」（第 3、5 頁）、「中國大陸」（第 6 頁）、「大陸」（第 68 頁以後）、「中國大陸地區」（第 68 頁）、「中華人民共和國」（第 68 頁）等稱謂，建議統一。
9. 第六章內容中，「保監會」與「保險監督委員會」宜採第一次出現時用全名，爾後出現使用簡稱。
10. 建議研究團隊於初稿完成後，宜將表達方式、內容格式、標題與字體大小統一。
11. 餘文字及標點符修正。

保險安定基金代表劉○○先生：

1. 保險法 146-2 條規定：保險業對不動產投資以即時利用並有收益為限，何謂即時利用？何謂有收益？年率或月收益比例合理是多少？目的為何？條文並未完整授權主管機關定之，上開法條似與相關中央標準法規之法令及行政規範有欠完整，宜修法明訂法律授權範圍，俾符合相關行政法規。
2. 不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產之規範，研究團隊未論述不動產價格上漲或泡沫化時對國家經濟金融之傷害，如日本 1980 年代末之泡沫經濟股市、不動產大幅上漲，造成 1990、2000 等年代經濟不景氣，所謂日本失落的二十年，股市、不動產持續下跌，GNP 成長停滯，迄今 2012 年亦無改善跡象，有人甚至預測日本已進入失落的第三十年了，故不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產應有特別之規範，避免保險業持續加碼投資已泡沫化的不動產，追逐短期獲利進而影響清償能力。
3. 關於不動產投資之價格、收益率限制等，研究團隊列舉各國保險相關法令，主要保險先進國家並未明確要求相關量化限制，且以日本為例：主管機關或法令有走向低度監理趨勢，僅要求保險公司成立獨立專責的資

金運用風險管理部門，並建議我國主管機關參酌。惟世界主要保險先進國家有明確之保險公司退場制度，如美國法律 Insurer Receivership Model Act(下稱 IRMA) 規定當保險業遇有 IRMA Section 207 所規定 22 項的最後 1 項，即為針對資本適足率規定，當保險業資本適足率(RBC)低於 70%時，保險監理官即應向法院聲請為重整或清算，又稱立即糾正措施 (PCA)；加拿大及歐盟亦有相關規定，即保險業者必須符合最低資本適足率規定，低於規定立即接管、清理清算，故上列國家保險業者莫不注重風險管理，避免因為各項風險衝擊下造成資本不足，並因增資不及而可能遭主管機關接管或清理清算。故建議研究團隊應先行建置或修法明確量化我國之保險業退場制度，且沒有行政裁量權空間，讓監理官沒有壓力，可參考美國制度如保險業資本適足率(RBC)低於 70%時，應即依法接管退場。如此對保險業之不動產投資可朝所謂低度監理，僅要求保險業有獨立專責的風險管理部門即可，勿須訂定明細規範，業者自會審慎辦理，避免產生虧損或減損，傷及自有資本。

4. 不動產價格上漲或泡沫化時對保險業投資不動產之影響深遠，其財務會計表達與揭露應依一般公認會計原則處理(如依 34 號公報以市場價值揭露)，如有虧損達資本額二分之一時應依公司法 211 條規定辦理增資改善，保險法並未明文排除適用該等公司法規定，保險業不宜違反前開規範，並建議主管機關適時廢除 96.12.17 金管保一字 09600214540 號解釋函「保險業無公司法 211 條之適用」(註一)。以日本為例 1990.3 日本政府為了整治泡沫經濟，曾對不動產進行信用管制，即凍結金融機構對不動產融資之總量管制(總餘額不得再增加)，此一不動產泡沫化影響 20 多年(1991 年—2012 年)，波及所有保險及銀行等金融機構，造成多家保險及銀行等金融機構因資產減損而破產倒閉或主動合併增強自有資本；另我國中央銀行 78.2 亦有函示所有銀行金融機構「停止對空地及高爾夫球場之放款」，此一不動產信用管制影響近 20 年(1989 年—2008 年)，造成房地產不景氣，長期影響許多銀行金融業，致其財報及獲利難以改善。同理保險業之投資(包括但不限於不動產投資)政策，亦不應損及淨值等股東權益，故保險業財務報表淨值或資本額虧損殆盡時，亦應立法比照銀行法，淨值低於資產百分之二時立即限期增資，增資不到位立即接管(註二)，如此法令之頒布與實施，保險業者將會遵守，並自行嚴格控管不動產投資風險，無須主關機關特別函令限制，縱使依法接管或清理清算，保險安定基金依法對該等退場保險金融機構辦理墊付或補助時，其

缺口亦有限，無須動用國家資源出手救援，亦為世界主要先進國家對保險退場機制—財源回歸保險金融同業自籌，也就是及早退場財源補助有限，並使我國保險法之監理制度符合國際保險先進國家之監理趨勢，及避免影響保險業清償能力與資本不足之風險。

5. 時代的變遷不動產投資有新型風險，保險業須配合主管機關法令之頒布，避免長期曝險於區域型不動產價格上漲或泡沫化：例如 100.6.1 實施之「特種貨物及勞務稅條例」俗稱「奢侈稅」，以期藉由加重提高短期投機炒作不動產成本，以達到抑制不斷高漲或泡沫化不動產價格之效果。101.6.22 生效之中央銀行對金融機構辦理購買高價住宅貸款及特定地區土地抵押貸款業務規定，這是中央銀行依其職權—穩定物價，頒布預防不動產價格急速上漲或泡沫化之有力措施。101.11.19 主管機關依據「保險法」第 146 條之 2 第 1 項規定，訂定保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則，規範不動產使用狀態及合理投資報酬率，也是預防不動產價格急速上漲或泡沫化之有力措施，惟與中央銀行信用管制相比時間落後約半年，以我國與日本在 80 年代末及 90 年代初主管機關對不動產泡沫化之措施，我國政府及早一年(89.2 及 90.3 相差一年多)實施，相對於鄰國日本，對國家整體經濟、財政及金融的泡沫化影響較小，故完善之保險法 146-2 條可避免保險業者因追逐短期獲利，大量投資(或放款)於泡沫化不動產，致不動產價格長期下跌時，影響其清償能力與資本不足之風險。另政府相關主管機關亦應有一致性、同時間之預防不動產價格急速上漲或泡沫化措施，不宜有時間之落後，抑制泡沫化效果可如上述歷史情形有較佳之影響。
6. 壽險業長期保費收入倍數成長，資產總額龐大，相對資本額小杆桿倍數大，以資本額 20 億之壽險公司而言，若以壽險業平均 30 倍之杆桿倍數，資產總額即有 600 億，假設不動產投資達法定上限百分之三十，即有 180 億不動產投資，如不動產下跌超過 12%，即淨值減少 21.6 億(以鄰國日本不動產長期減損而言，高價值之不動產下跌可能不止 12%)，該壽險公司資本額即虧光，已無風險承擔能力，故我國若無上開保險法立即糾正措施之立法，則不動產價格上漲或泡沫化時對保險業(壽險)投資不動產應有特別之規範(如價格、收益率限制等)，避免影響該壽險業之清償能力。研究團隊以澳洲為例，建議我國主管機關以原則性規範方式避免越俎代包介入保險業者實質經營，轉而重視保險公司清償能力及經營品質之確保，我們十分贊同，惟我國第一家壽險業退場，造成保險安定基金及國

家財務之鉅額補助，恐怕過去(或現行)我國保險法對保險業各項業務之監督或資本適足性等法令是有檢視空間，未來須做相關檢討與改善，在此建議貴 團隊：本著明確給予立法之條文法源，讓主管機關嚴格執法，發揮市場機制，如此保業者才能盡到「審慎專家原則」自由投資，當然主管機關亦可落實彈性且寬鬆之監理方式(不違法)，保障保戶權益。

中華民國人壽保險管理學會代表陳○○先生：

由於產壽險資金之性質及規模等均有所不同，其投資不動產之規範亦應有所區別，以符合不同需求。

中華民國人壽保險商業同業公會

(未派代表出席)

國立政治大學商學院風險與保險研究中心

(未派代表出席)