

第二章 投資型保險基礎概念

何謂投資型保險？投資型保險如何運作？投資型保險分為哪幾種？投資型保險之定位為何？本章將就投資型保險之基本概念作一介紹，作為後續章節探討之基礎。

第一節 投資型保險之意義

投資型保險者於美國稱為變額保險 (Variable insurance)，此亦為我國早期文獻上之稱呼¹，我國保險司引進時則稱為投資型保險²，於英國稱為單位連結保險 (Unit-linked assurance)³或持份連結保險 (Equity-linked assurance)，德國稱為基金連結保險 (Fondsgebundene Versicherung)⁴，中國大陸稱為投資連結保險，日本方面則較為特殊，並無相對應之名稱，而係直接以「變額保險」與「變額年金」稱之，其變額保險之概念僅涵蓋變額壽險與變額萬能壽險。

投資型保險顧名思義，係指同時具有投資與保險性質之商品。傳統人身保險，要保人給付保險費後，保險人於保險事故發生時，給付一固定數額之保險金予要保人。以終身壽險為例，只要契約訂立後被保險人死亡，保險人即須依照保險單上所記載之保險金額給付保險金。投資型保險則不然，要保人締結契約時，除交付保費外，尚享有指定投資標的及其比例之權利，保險期間若對原先之投資配置不滿意，通常亦得更換，而於保險事故發生時，保險人係依事故發生當時

¹ 我國早期研究投資型保險之文獻，例如承豐譯之美國的變額年金與變額保險（西元 1975 年）、何萍實譯之歐洲諸國的變額保險（西元 1979 年）、廖泗滄著之變額保險（西元 1988 年）等文章皆採「變額保險」一詞。

² 陳雅正，論投資型保險之監理，國立政治大學風險管理與保險學系碩士論文，西元 2001 年 6 月，頁 11 註 1。

³ 王超馨，投資連結型商品在大中華，壽險季刊第 120 期，中華民國人壽保險商業同業公會業務發展委員會，西元 2001 年 6 月 30 日，頁 70。

⁴ 賴上林，投資型保險商品信託投資之探討，壽險季刊第 125 期，中華民國人壽保險商業同業公會業務發展委員會，西元 2002 年 9 月，頁 23。

之投資績效給付保險金，並不作給付固定數額保險金之承諾。以國泰創世紀變額萬能壽險乙型為例，保險費繳納後，共有群益長安基金、怡富新興科技基金等 22 檔基金供要保人作為投資配置之用，保險費扣除初年度最低保險費後，要保人即可指定投資標的及配置比例，所有投資標的價值之總和稱為保單帳戶價值，日後於保險期間內保險事故發生前並可轉換投資標的及資產比例，而於被保險人身故或遭受第一級殘廢事故時，保險人須將保險金額與保單帳戶價值中相加支付保險金，譬如保險金額 250 萬，保單帳戶價值 50 萬，則保險人應給付 300 萬⁵。保單帳戶價值係隨投資績效而改變，是以保險人所給付之金額即不固定。投資型保險舊稱變額保險，「變額」係相對於「定額」而來，傳統保險因保險金額固定，故吾人統稱為定額保險，定期壽險、終身壽險、年金險等均屬此類，而投資型保險，保險金額隨投資績效而變動，是以吾人稱為變額保險。

投資型保險係一總稱。投資型保險分為變額壽險、變額萬能壽險、變額年金三種，係由人壽保險與年金險蛻變而來，因均具有讓要保人親為投資之特質，吾人總稱之投資型保險。

投資型保險乃因應通貨膨脹環境下之商品。最早之投資型保險-變額年金-，即是基於 1940 年代通貨膨脹反動下之產物⁶。通貨膨脹者，一個經濟體中整體物價水準揚升之現象⁷。歷史上最驚人之例子為，西元 1921 年 1 月德國一份報紙值 0.30 馬克，不到兩年，西元 1922 年 11 月，相同的報紙售價上升至 70,000,000 馬克⁸。保險者，為確保經濟生活之安定，對特定危險事故發生所致之損失，集合多數經濟單位，根

⁵ 參閱國泰人壽，國泰創世紀變額萬能壽險（甲、乙型）商品說明書，西元 2002 年 5 月，頁 7-9。

⁶ See Mitchell, O. & Schieber, S.J., Living With Defined Contribution Pensions, University of Pennsylvania, 1998, at 218-220.

⁷ 饒秀華、林修葳、傅冶天譯，經濟學原理，東華書局，西元 1999 年 7 月，頁 14。

⁸ 同上註。

據合理計算，共同釀金，以為補償之經濟制度⁹。社會通俗之了解為藉由小額之保費給付換取保險事故發生時保險人鉅額而固定給付之商品。此種固定數額之給付方式於通貨膨脹環境下，即顯得問題重重。蓋譬如於前述德國通貨膨脹環境下，即使保單持有人事前與保險人約定保險事故發生時應給付 70,000,000 馬克之保險金，待兩年後保險事故確定發生時，70,000,000 馬克亦僅僅只能付得起一份報紙之價錢，顯然無法達成要保人因特定風險蒙受損失時維持經濟生活安定之目的。投資型保險即係基於對抗通貨膨脹之理念下誕生。

投資型保險將保險與投資結合有哪些優點？對保戶而言，保戶可以選擇最適合個人需求之投資標的，享受保險費所帶來的投資利潤，對抗通貨膨脹產生之貨幣貶值效果。在保險業者方面，於市場利率走低時，因此種商品之投資風險係由保戶承擔，投資型保險之銷售可以降低保險公司因固定利率保單所可能引發的清償能力不足風險¹⁰。

不過，亦非沒有弊害。於保戶的立場而言，雖得以自行選擇投資標的，享受所有投資成果，但同時亦失去傳統保單固定利率之保證。投資型保險之附加費用，因須另行支付投資帳戶管理費用，亦較傳統保單昂貴。於保險公司之立場而言，投資型保險商品提供了一處逃離固定利率枷鎖的絕佳出口，當利率走低時不再承受利差損的壓力。然而同時地也將喪失利率走高時的利差益，以及承受另外設置分離帳戶的成本¹¹。

投資型保險雖並不必然較傳統保險優良，僅是提供消費者購買上

⁹ 袁宗蔚，保險學，三民書局，西元 1995 年 10 月，頁 52。

¹⁰ 財政部保險司新聞稿西元 2000 年 7 月 10 日新聞稿，
<http://www.mof.gov.tw/news1/readother4.asp?submit=%BDT%A1@%A9w&yearmonth=200007>
最終瀏覽日：2003/2/23，或參閱本論文文末附錄一。

¹¹ 投資型商品最重要的就是讓客戶每日都能查詢保額，是以各保險公司投入之軟硬體設備均相當驚人，不論保誠、新光均斥資億元以上。參閱西元 2001 年 10 月 17 日工商時報。

多一種選擇¹²，然，自歐美國家之投資型保險商品新契約保費市佔率，及國人投資知識日漸普及之角度觀之¹³，此類保險可謂係一極具潛力之處女市場，是以各家保險公司仍積極準備一一投入¹⁴。

第二節 投資型保險之運作

投資型保險係因通貨膨脹之衝擊而產生。最早之投資型保險--變額年金—之研究人員發現，若將以往投資保險費投資低風險資產之政策改為長期投資於高風險之股票市場，即能使保險金具有隨通貨膨脹變動之功能，而達到對抗通貨膨脹之目的¹⁵。

然而，此種將保險費投資於股票市場之想法，實際上係違反傳統上對保險業之監理原則。傳統上，保險公司係藉由對保戶承擔風險之承諾取得保險費，再利用所匯集之保險費經由公司本身之投資規劃，分散於土地、債券、外幣存款等投資標的創造更多之利得，來履行對保戶之義務並維持公司之運轉。其旨在於為公司自身謀求最大之利益，投資結果不論獲利或虧損，一律由公司承擔，投資風險盡歸保險公司本身。此種傳統保險營運流程，保險公司承受一切風險下所為之會計帳戶，吾人稱為一般帳戶（general account）。為穩定保持保險公司對保戶承諾之清償能力，一般帳戶內之資產受到嚴格準備金提存之

¹² 以變額壽險為例，就變額壽險銷售後是否會打擊傳統保險，使其淪為瑕疵商品一問題上，學者提出如斯見解：「（變額壽險）施行之後，並沒有發生熟稱王熟為寇之極端現象，...（其實係）各有長短之商品。對消費者來說，只是增加了商品選擇的範圍，而選擇權完全操諸消費者。」，參閱鍾瀛民，變額壽險之研究，國立政治大學保險研究所碩士論文，西元 1992 年 6 月，頁 17。

¹³ 適合投資型保險商品購買者為，不滿意傳統壽險保單預定利率者、欲穩健投資者---等。日本剛開始銷售投資型保險商品時，將其銷售對象定位在：（1）中高所得階層，例如醫師、律師、資本家、中小企業煮、企業高階管理者。（2）退休人員（3）對投資知識水準較高者，對利率有偏好者及所得儲蓄比率高者（4）原有保戶中有剩餘資金者。（5）對過去定額保險給付不滿意者。此或有參考價值，參閱蔡孟龍，分離帳戶型變額壽險之研究，逢甲大學保險所碩士論文，西元 1989 年 6 月，頁 15。惟日本之投資型保險商品銷售狀況並不良好。

¹⁴ 截至 2002 年 11 月 30 日止，共有 26 張保單上市。參閱賴本隊，台灣壽險業投資型保險商品的發展與現況，壽險季刊第 126 期，中華民國人壽保險商業同業公會業務發展委員會，西元 2002 年 12 月，頁 76。

¹⁵ Mitchell, O. & Schieber, S.J., supra note 6.

要求(例如我國保險法第一百四十五條),資金運用亦必須盡量遵守安全性原則,不得為追求高獲利而過度投資於高風險之標的上¹⁶(例如我國保險法第一百四十六條)將招攬得來之保險費投資於高風險性資產之想法顯然地係與保險業重視資產安全性及清償能力之原則背道而馳。

因此,研究人員得出結論,必須在保險費中劃分出一不受傳統保險監理原則規範之特殊區域,保險金隨通貨膨脹變動之目標方得以實現。傳統保險之資金運用上之所以必須重視準備金適足性及清償能力,係因為基於對保單持有人之承諾,保險人面臨隨時必須給付保險金之風險,資產之流動性及資金運用之投資方針即不得不保守。現欲使一獨立之保險費區塊,資金運用得趨於積極,則必須從根本上消除保險人對保單持有人之承諾,亦即此一獨立保險費區塊,保險人不負給付固定保險金之義務,而由保單持有人自行承受其投資成敗之結果。而會計上,此一專為記載該獨立保險費區塊存在之會計帳戶,吾人稱為分離帳戶(separate account)。分離帳戶乃成為開發投資型保險必備之要件,亦為欲銷售投資型保險之保險公司最先向政府機構爭取之權利¹⁷。

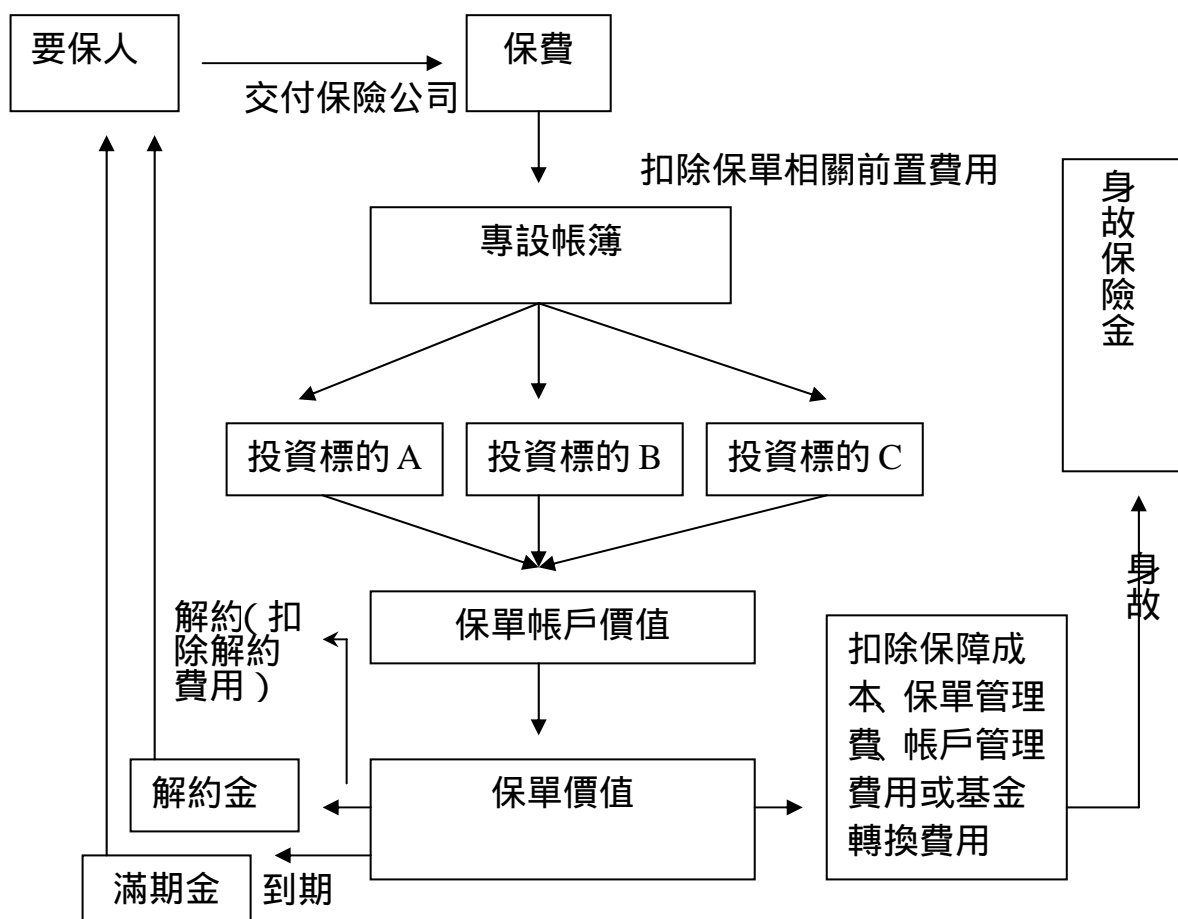
一般人身保險保費包含 1、危險保費 2、附加費用(佣金、行政費用---等)3、儲蓄保費三部分。危險保費用以支付保險公司承擔之死亡成本;附加費用用以支付保險公司之管理及行銷費用;其餘的即為儲蓄保費,或曰現金價值(復常見到以保單價值或保單現金價值稱呼者),保險人對此部分之保費會設定預定利率,而使此部分保費隨時間

¹⁶ Boros, J.E. & Thompson W.R., A Vocabulary Of Variable Insurance Products, Understanding Securities Products of Insurance Companies 2001 p.11-44, Practising Law Institute, 2001/1, at 13.
¹⁷ 譬如西元 1959 年,康乃迪克州最先核准分離帳戶之設立,其他各州因而競相跟進,紐約州於 1962 年亦核准設立分離帳戶。參閱承豐譯, 美國的變額年金與變額保險, 壽險季刊第 17 期,台北市壽險商業工會發行,西元 1975 年 9 月,頁 52。

成長。傳統上此三部分盡皆置於一般帳戶內¹⁸。投資型保險則不盡相同，危險保費與附加費用雖同樣置於一般帳戶，儲蓄保費則獨立出來置於分離帳戶，由保單持有人自負此部分資產之盈虧。

茲以下圖表示投資型保險保費運用流程。

圖 2-1 投資型保險保費運用流程圖



資料來源：江朝國，保險法最新修正評釋（上），月旦法學第 87 期，元照出版公司，西元 2002 年 8 月，頁 108。註：此圖僅為投資型保險保費運用之基本類型，實際狀況仍須視不同保單設計而不同。

由上圖可知，要保人將保險費交付保險公司後，附加費用（例如業務員之佣金）等保單相關前置費用即先遭受扣除，其餘的部分置於保險人之專設帳簿，由要保人指定投資標的及投資比例進行投資。專設帳簿，為我國之特殊用語，一般認為即等於學理上之分離帳戶¹⁹，

¹⁸ 陳雅正，同註 2，頁 31。

¹⁹ 雖是否真為分離帳戶容或有所爭議，然因非本文論述之重點，本文不擬深究。

依保險法第一百四十六條第五項，其投資不受傳統保險業資金運用之限制，依保險法第一百二十三條第二項，其資產專屬於受益人，不受受益人以外人士（例如保險人之債權人）之扣押或其他權利之行使。投資標的，一般包括銀行定存、共同基金、認股權證、債券、期貨等²⁰，相當多樣。各投資標的價值之總和稱為投資帳戶價值，亦即保單價值。一般而言，隨時間經過，投資帳戶價值，尚須另外扣除保單管理費用、帳戶管理費用等因投資所產生之額外（相對於傳統人身保險）成本。而當保險事故發生時，例如身故，保險人即依約定之方式將身故保險金給付受益人，保險契約隨即終止。或者要保人解約、保單屆約定之滿期日，保險人於給付解約金或滿期金後，保險契約亦隨之終止。

經由如此之運作，投資型保險成功地由傳統定額保險蛻變過來，將保險與投資結合，達成對抗通貨膨脹之目的。

第三節 投資型保險之種類

投資型保險共分為變額壽險、變額萬能壽險、變額年金三種。

第一項 變額壽險（Variable Life Insurance, VLI）

變額壽險係指透過分離帳戶之運作將保單現金價值用於投資，而由保單持有人承擔投資風險，並依據投資績效調整保險給付之人壽保險²¹。為投資型保險之基本型態。變額壽險之運作原理即是將傳統壽險中性質上原本如同定期存款之保單現金價值獨立出來置於保戶個人專屬之分離帳戶²²，供作投資之用。變額壽險保戶因而享有如同共同基金般隨金融市場變動累積財富之效果，短期而言雖亦有虧損之可能，長期而言，則理論上可對抗通貨膨脹。惟，變額壽險與傳統壽險

²⁰ Smart 智富，投資型保單完全精通，電腦家庭文化事業股份有限公司，西元 2003 年 9 月，頁 23。

²¹ 陳雅正，同註 2，頁 31。

²² 但國內投資型保險目前大多尚無法做到此點，係由某張投資型保單全體保戶共同分享一個帳戶，而非每個保戶擁有一獨立私人帳戶。參閱 Smart 智富，同註 20，頁 15。

相同，仍須於預定期間繳交固定保費，否則即可能造成保單之失效²³。變額壽險於美國只有終身型，是以當提到變額壽險時，一般均指變額「終身」壽險²⁴，但日本方面則另外開發出有期型的變額壽險，其變額壽險分為有期型及終身型兩種²⁵。

第二項 變額萬能壽險 (Variable Universal Life Insurance, VUL)

變額萬能壽險為變額壽險與萬能壽險之結合。萬能壽險(Universal Life Insurance)為一種具備彈性繳費彈性保障之壽險產品。其運作原理在於將傳統壽險保費中之危險保費與儲蓄保費（保單現金價值）分離²⁶，不強制要求保戶繳交儲蓄保費，只要保戶付得起每一期的危險保費，保單即會持續生效，而保戶亦可繳交多於危險保費之金額置於保單帳戶內，待下一期危險保費之扣繳。保障方面，保戶亦可視本身需要、收入多寡決定、所處人生階段，決定提高保險金額與否，而不須另購保單。此種隨性方便之設計，使得保戶何時繳交保費、何時改變保障均相當具有彈性，為萬能壽險贏得彈性繳費彈性保障壽險之美名。而變額萬能壽險即係將萬能壽險之保單現金價值進一步如同變額壽險般交由保戶自行投資，所誕生之壽險產品，其功能足以囊括消費者最常要求壽險保單之三件事：彈性繳費、彈性保障、投資選擇²⁷，而深受消費者歡迎²⁸。

因萬能壽險之加入，變額壽險與變額萬能壽險之主要不同處在於，變額壽險基於平準保費，仍強制要求保戶繳交儲蓄保費，而將所

²³ 陳家明譯，變額保險 (Variable Contracts)，財團法人保險事業發展中心，西元 2000 年 3 月，頁 58。

²⁴ Black, K., Jr. & Skipper, H.D., Jr., Life Insurance, Prentice-Hall, Inc., U.S., 1994, at 114.

²⁵ 廖泗滄，變額保險，壽險季刊第六十八輯，台北市人壽保險商業同業公會業務發展委員會，西元 1988 年 7 月，頁 9。

²⁶ 陳家明，同註 23，頁 86。

²⁷ 財團法人保險事業發展中心，業務員訓練教材-投資型保險商品，西元 2001 年 5 月，頁 23。

²⁸ 為目前國內投資型保險主流商品，參閱 Smart 智富，同註 20，頁 40。

累積之保單現金價值用於投資，而變額萬能壽險則將危險保費與儲蓄保費分離，並不強制要求繳交儲蓄保費，願意繳交儲蓄保費者方有保單現金價值進行投資。

第三項 變額年金(Variable Annuity, VA)

所謂變額年金，係指累積期間之保單現金價值、或給付期間之年金給付金額，根據分離帳戶之實際投資績效變動之年金²⁹。係投資與年金結合之產品。其原理如同變額壽險般，藉分離帳戶之運作，將原本性質上類似定期存款之保單現金價值導入資本市場，達到分享社會經濟成長成果，對抗通貨膨脹之目的³⁰。惟年金與壽險本質上即有若干差異，因此變額年金與變額壽險亦不盡相同。

年金者，一連串定期性支付之謂³¹。自訂約之後即開始為定期性支付者，稱「即期年金」；於訂立契約後，經若干期間方開始定期性給付者，稱「遞延年金」³²。自年金開始給付後，被保險人生存愈久，年金給付次數愈多，稱為「生存年金」；年金開始給付後，僅於特定期間內給付年金者，稱「確定年金」³³。人壽保險，保險人於被保險人死亡時，應給付保險金，所承受者為死亡風險；年金保險，保險人於被保險人生存時，應給付保險金，所承受者為生存風險³⁴。繳費方式，分為躉繳（保費一次繳清）及分期繳³⁵。除非是即期年金，否則年金均分為定期性給付前之「累積期間」，與定期性給付開始後之「給付期間」³⁶。於累積期間，可終止契約領取解約金，給付期間則不可³⁷。

²⁹ 林舉仁，淺談美國之變額年金，壽險季刊第 117 期，中華民國人壽保險商業同業公會業務發展委員會，西元 2000 年 9 月，頁 61。

³⁰ 方明川，個人年金保險新論，現代保險雜誌社，西元 1995 年 3 月，頁 212-213。

³¹ 江朝國，保險法論文集(2)，瑞興圖書股份有限公司，西元 1997 年 3 月，頁 126。

³² 同上註，頁 128。

³³ 同上註，頁 126。

³⁴ 財團法人保險事業發展中心，同註 27，頁 25。

³⁵ 江朝國，同註 31，頁 127。

³⁶ 或稱累積期間與清償期間，參閱林舉仁，同註 29，頁 87。但因我國保險法第一三五條之四不採清償期間而採給付期間一詞，本文從保險法。

變額年金既為年金之一種，上述特徵自然亦都擁有，所不同者在於，給付期間每期之年金金額與期間長短係依於累積期間保單現金價值投資績效優劣而定³⁸。因傳統年金保險人自給付年金起，亦即於給付期間，方承受生存風險，於累積期間，保險人並無承受風險問題，是以保戶於累積期間進行者係一宛如定期存款之強迫儲蓄計畫。而變額年金，則藉分離帳戶之設計，將該原本依預訂利率增值之保單現金價值改為導入金融市場進行金融商品之投資，隨市場變動而增值或貶損，是以，實際上，變額年金之累積期間，是一與共同基金幾乎相同之投資計畫。繳費方面，變額年金之保費與變額萬能壽險相同亦無固定性，保戶可依其個人需要及財務狀況彈性繳費³⁹。而於給付期間，傳統年金一般係每月給予固定金額(貨幣)，變額年金則係給予固定之年金單位數，而因該年金單位數之單位價值係隨市場實際情況而變動，是以保戶每月所領取者實際上係一變動金額⁴⁰。

第四節 投資型保險之定位

投資型保險係一結合保險與投資觀念之產品，則投資型保險究竟為保險或有價證券⁴¹？探討此問題之實益在於，依定位之不同，監理單位將有所差異，日後要保人與保險人若有所糾紛，要保人可行使之請求權基礎或許亦將有所不同（若定位為有價證券可能得主張證券詐欺）。就此問題，美國方面早於 1959 年 VALIC 案⁴²上即有所申論，本文將先介紹該案之見解，後再對此問題加以評析。

³⁷ 保險法第一三五條之四、並參閱方明川，同註 30，頁 132。

³⁸ Smart 智富，同註 20，頁 39。

³⁹ 財團法人保險事業發展中心，同註 27，頁 27、林舉仁，同註 29，頁 62。

⁴⁰ 陳家明，同註 23，頁 123-125。

⁴¹ 證券交易法之主要目的在保護投資人，因此，只要具有投資性的工具，基本上，都應受到證交法規範。參閱劉連煜，公司法理論與判決研究（一），三民書局，西元 1997 年 11 月，頁 260。

⁴² SEC v. Variable Annuity Life Insurance Co., 359 U.S. 65 (1959)。實際上原告有美國證券交易委員會 (SEC) 及全美證券交易商協會 (NASD)，被告有 VALIC 及 EALIC，但習慣上均僅以 SEC v. VALIC 稱之，常讓人有原告僅有 SEC 被告僅有 VALIC 之誤解。

第一項 VALIC 案

本案發生於變額年金甫發售之 1957 年，美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）以變額年金應為有價證券，受 1933 年有價證券法及 1940 年投資公司法規範為由，促請法院制止 VALIC、EALIC 兩家公司於遵守相關規定前變額年金之販售。該案歷經 1957 至 1959 年，為期三年方告結束。SEC 於一、二審⁴³均為敗訴，至最高法院方獲逆轉，變額年金亦因此確定歸類於有價證券。本文於此介紹者係第三審美國最高法院之判決。

壹、原被告之主張

原告方面，SEC 主張販售變額年金之 VALIC 及 EALIC，依據 1933 年有價證券法及 1940 年投資公司法，應將變額年金登記為有價證券並將公司本身以投資公司之身分向其註冊，而請求法院於 VALIC 及 EALIC 未依有價證券法將變額年金登記及遵守投資公司法之相關規範前，禁止其販售變額年金。所持法律依據主要是依照有價證券法第 2（1）條⁴⁴對有價證券所下之定義，及投資公司法第 3（a）條⁴⁵對投

⁴³ See SEC v. Variable Annuity Life Insurance Co., 155 F. Supp. 521(1957)、 SEC v. Variable Annuity Life Insurance Co., 257 F. 2d 201 (1958).

⁴⁴ Section 2(1) of the Securities Act: 「 When used in this title, unless the context otherwise requires--
'(1) The term 'security' means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profitsharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, or, in general, any interest or instrument commonly known as a 'security,' or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing. 15 U.S.C. s 77b(1), 15 U.S.C.A. s 77b(1).」 See University of Cincinnati, Securities Act of 1933, <http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/index.html> last visited : 2004/1/30.

⁴⁵ Section 3(a) of the Investment Company Act : 「 When used in this title, 'investment company' means any issuer which--
'(1) is or holds itself out as being engaged primarily, or proposes to engage primarily, in the business of

資公司所下定義，而認為變額年金符合有價證券之定義，販賣變額年金之 VALIC 及 EALIC 亦符合投資公司之定義，是以應接受該二法之規範。

被告方面則主張依據麥卡倫佛格森法 McCarran-Ferguson Act 第 2 (b) 條⁴⁶，不得將任何國會法案透過解釋，無效化、減損、取代任何州保險監理法之規定，反駁原告對有價證券法及投資公司法所做之解釋，認為若依 SEC 所做之解釋，某種程度而言即是對州保險監理法之一種取代 (supersede)。並援引有價證券法第 3(a)(8)條⁴⁷主張受任何州保險監理官監理之保險或年金並不屬有價證券之規範範圍，及投資公司法第 3(c)(3)⁴⁸、2(a)(17)⁴⁹條，主張若一保險公司之主要業務為

investing, reinvesting, or trading in securities;

'(3) is engaged or proposes to engage in the business of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities, and owns or proposes to acquire investment securities having a value exceeding 40 per centum of the value of such issuer's total assets (exclusive of Government securities and cash items) on an unconsolidated basis.」 See University of Cincinnati, Investment Company Act of 1940, <http://www.law.uc.edu/CCL/InvCoAct/index.html> last visited : 2004/1/30.

⁴⁶ Section 2(b) of the McCarran-Ferguson Act : 「 No Act of Congress shall be construed to invalidate, impair, or supersede any law enacted by any State for the purpose of regulating the business of insurance, or which imposes a fee or tax upon such business, unless such Act specifically relates to the business of insurance.....」, see Cmsynergy.com, <http://www.cmsynergy.com/Insurance/Rehab%20&%20Liquidations/Reliance%20Insurance/Law%20Supporting%20Motions/Federal/Federal%20Statutes/McCarran-Ferguson%20Act.htm> , last visited : 2004/1/30.

⁴⁷ Section 3(a)(8) of the Securities Act : 「

Except as hereinafter expressly provided, the provisions of this title shall not apply to any of the following classes of securities:

8. Any insurance or endowment policy or annuity contract or optional annuity contract, issued by a corporation subject to the supervision of the insurance commissioner, bank commissioner, or any agency or officer performing like functions, of any State or Territory of the United States or the District of Columbia;」 .See Securities Act of 1933,supra note 43.

⁴⁸ Section 3(a)(8) of the the Investment Company Act : 「

Further exemptions. Notwithstanding subsection (a), none of the following persons is an investment company within the meaning of this title:

8. Any bank or insurance company; any savings and loan association, building and loan association, cooperative bank, homestead association, or similar institution, or any receiver, conservator, liquidator, liquidating agent, or similar official or person thereof or therefor; or any common trust fund or similar fund maintained by a bank exclusively for the collective investment and reinvestment of moneys contributed thereto by the bank in its capacity as a trustee, executor, administrator, or guardian, if--

- A. such fund is employed by the bank solely as an aid to the administration of trusts, estates, or other accounts created and maintained for a fiduciary purpose;
- B. except in connection with the ordinary advertising of the bank's fiduciary services, interests in such fund are not—
 - i. advertised; or

承保風險（writing of insurance）且受一州保險監理官監理，即不受投資公司法之規範，反駁 SEC 之主張。

由原被告之主張可看出，原告極力陳稱變額年金應受有價證券法及投資公司法之規範，而被告方面則極力擺脫此拘束。而解決問題之關鍵點在於，變額年金究竟是否為有價證券？若答案為肯定，則將受上述二法案規範，若為否定，認定為保險，則依該二法案之排除條款，不受拘束。就此問題美國最高法院共有三種見解，而以肯定說為多數。

貳、法院見解

一、肯定說

（一）道格拉斯法官（Mr. Justice DOUGLAS）

道格拉斯代表最高法院，對變額年金是否應受有價證券法規範及銷售變額年金之 VALIC 及 EALIC 是否應受投資公司法規範，採取肯定之見解。開宗明義，該判決即謂對於現行之證券監理機制及保險監理機制將採取不干涉之立場，亦即將立於現存制度之基礎下，採取不變更證券監理及保險監理功能之前提下，探討變額年金歸屬問題。繼而，探討何謂保險，主張通常而言，一般人對保險之理解為當事故發生時，部分給付是獲得保證之商品（For in common understanding 'insurance' involves a guarantee that at least some fraction of the benefits

ii. offered for sale to the general public; and
C. fees and expenses charged by such fund are not in contravention of fiduciary principles established under applicable Federal or State law.」 see Investment Company Act of 1940, supra note 44.

⁴⁹ Section 2(a)(17) of the the Investment Company Act :「

Definitions :

17. "Insurance company" means a company which is organized as an insurance company, whose primary and predominant business activity is the writing of insurance or the reinsuring of risks underwritten by insurance companies, and which is subject to supervision by the insurance commissioner or a similar official or agency of a State; or any receiver or similar official or any liquidating agent for such a company, in his capacity as such. ,see Investment Company Act of 1940,supra note 44.

will be payable in fixed amounts.)。認為變額年金雖與傳統定額給付年金同樣有承保死亡風險 (mortality risk) , 並且因為此特質而使部分有識之士認定變額年金並非有價證券, 但嚴格而言, 變額年金所承保之死亡風險係虛幻的、膚淺的、不真實的 (not real ; superficial ; not substantial) , 因其與一般人對保險可取得固定給付之概念並不相符, 而認定變額年金不符合保險之概念, 應為有價證券, 撤銷上訴法院之判決。

(二) 布藍那法官、史都華法官 (Mr. Justice BRENNAN、Mr. Justice STEWART)

布藍那法官、史都華法官雖亦採肯定說, 但其所持理由與法院判決理由不同, 而提出協同意見書。

此兩位法官其所持立論前提亦是採尊重現行體制之態度, 於不變更當時證券監理及保險監理功能之前提下, 探討變額年金歸屬問題。全文由功能性分析之角度出發, 辨析變額年金之性質及州保險監理及聯邦證券監理之功能, 認為之所以應將變額年金歸類於有價證券是因為, 州保險監理系統欠缺監理投機風險之功能。立論之初, 首先分析州保險監理及聯邦證券監理之功能, 闡明州保險監理之功能在於維持保險公司之清償能力 (solvency) 及準備金適足性 (adequacy of reserves) , 而 1933 年有價證券法之規範重點在於藉註冊及說明書, 充分揭露 (full disclosure) 企業風險供投資人參考、1940 年投資公司法之規範重點在於藉投資公司之註冊, 揭露其投資政策, 兩者並不相同。是以, 傳統將重心放於審核契約條款、管理準備金適足性及清償能力之州保險監理, 並未觸及商品資訊、投資政策之充分揭露一節, 並不具備投機風險監理之功能。而變額年金係一兼具保險與有價證券性質之產品, 為確保社會大眾能充分取得其有價證券性質部分之資訊, 應將其交由聯邦證券監理系統管理, 而採肯定說。

二、否定說

赫連法官 (Mr. Justice HERLAN)、法蘭克福德法官 (Mr. Justice FRANKFURTER)、克拉克法官 (Mr. Justice CLARK)、灰達克法官 (Mr. Justice WHITTAKER)，則提出不同意見書。

此四位法官不同於肯定說維持現行監理體制功能之立論基礎，反而自州保險監理歷史之角度切入，主張應遵循將保險交由州監理官監理之傳統，著重於麥卡倫佛格森法 McCarran-Ferguson Act 第 2 (b) 條之「放手 (hands off)」原則，認為應對保險採取廣義定義，將保險公司發展出之業務一律交由州保險監理官管理，而由州保險監理官發展監理投機風險之功能。立論之始，首先由美國保險監理之歷史談起，引用 Paul v. State of Virginia⁵⁰、United States v. South- Eastern Underwriters Ass'n⁵¹、Prudential Ins. Co. v. Benjamin⁵²、Wilburn Boat Co. v. Fireman's Fund Ins. Co.⁵³、Federal Trade Comm. v. National Casualty Co.⁵⁴、Prudential Ins. Co. v. Benjamin⁵⁵等一連串案例，及有價證券法及投資公司法之排除條款，闡述原則上聯邦放手讓州獨佔保險業監理權之傳統，繼而主張應尊重此傳統，擴張保險之定義，變額年金不可諱言同時帶有保險及有價證券之性質，但仍應歸類於保險，讓保險業得以自由發展新觀念，再由州保險監理單位對應地調整監理措施來因應 (As the insurance business develops new concepts the states adjust and develop their controls.)，而採否定說。

⁵⁰ Paul v. State of Virginia, 8 Wall. 168, 19 L.Ed. 357(1868).

⁵¹ United States v. South- Eastern Underwriters Ass'n, 322 U.S. 533, 64 S.Ct. 1162, 88 L.Ed. 1440 (1944) .

⁵² Prudential Ins. Co. v. Benjamin, 328 U.S. 408, 414, 66 S.Ct. 1142, 1146, 90 L.Ed. 1342 (1946) .

⁵³ Wilburn Boat Co. v. Fireman's Fund Ins. Co., 348 U.S. 310, 318, 75 S.Ct. 368, 373, 99 L.Ed. 337 (1955) .

⁵⁴ Federal Trade Comm. v. National Casualty Co., 357 U.S. 560, 78 S.Ct. 1260, 2 L.Ed.2d 1540 (1958) .

⁵⁵ Prudential Ins. Co. v. Benjamin ,supra note 51.

第二項 評析

投資型保險之性質為何，為每一個引進投資型保險銷售國定位投資型保險時首先必須面臨之問題。蓋核准投資型保險銷售後，必將面對將其交由證券監理單位監督抑或單純交由保險監理單位即可之問題，而欲解決此問題即必須反問，投資型保險之性質究竟為何。

日本方面就此問題，提出投資信託規制必要說、生命保險契約說二分之看法。投資信託規制必要說，認為變額保險係與由保險人承受資金運用承受風險之傳統保險相異之險種，其運作係向要保人募集資金交由專業經理人分散投資於有價證券，與投資信託類似，自應賦予與投資信託相同之規範。生命保險契約說，認為變額保險充其量僅為傳統生命保險契約之延長，歐美各國於開發變額保險之際，已充分表明係基於使傳統生命保險契約具備抗通貨膨脹之功能而開發之險種，其基本構造仍是保險，是以仍應歸類為保險規範之⁵⁶。

然美國最高法院最後雖係將投資型保險歸類於有價證券，係查其理由，不論肯定或否定說，其實係相當一致地認為，變額年金乃一兼具保險與有價證券性質之產品。亦即於就投資型保險作定位之前，吾人必須先有之認識是，投資型保險係一混合商品⁵⁷，強將其與有價證券作一區隔或與保險作一區分其實並無意義，此種商品其實是兼具兩者之性質而存在。是以將其定位為保險或定位為有價證券，並非係因為投資型保險性質上即是保險或即是有價證券，而應當係因另有其他理由，而產生歸類於保險或歸類於有價證券之結果。該決定性理由美

⁵⁶ 參閱竹濱修，變額生命保險契約，法律時報第 59 卷 3 號，日本評論社，西元 1987 年 3 月，頁 43-44。

⁵⁷ 江朝國先生亦同此見解：「簡單說，它（投資型保險）是一種結合保險與投資的一種混合性的保險商品，...」。參閱江朝國，保險法最新修正評釋（上），月旦法學第 87 期，元照出版公司，西元 2002 年 8 月，頁 109。

國最高法院肯定說認為係因為投資型保險與人民對保險之一般概念並不相符，以及州保險監理系統欠缺監理投機風險之功能，否定說則認為係因應尊重州獨佔保險業監理權之傳統，而由肯定說取得多數優勢，形成美國對投資型保險定位之共識⁵⁸。

異於美國，我國係將投資型保險定位為保險⁵⁹，雖依 VALIC 案否定說之見解，僅須保險監理單位對應地調整監理措施因應投資型保險之監理問題即可，似乎亦無可厚非，然既採否定說，則應留意忽視肯定說見解之後果，亦即應致力彌補保險監理單位控管投機風險之功能，以及留意因投資型保險與一般保險觀念上之落差，造成一般民眾誤解產生消費紛爭之可能性。

⁵⁸ 變額壽險與變額萬能壽險因受 VALIC 案之影響，雖較晚開發出來，連帶地亦被 SEC 視為有價證券。See Engel, K.C.& McCoy, P.A., A Tale Of Three Markets: The Law And Economics Of Predatory Lending, Texas Law Review, Texas Law Review Association, 2002/5, at 1330.

⁵⁹ 因我國投資型保險相關規範均規定於保險法令，例如保險法第一二三條第二項、第一四六條第五項、投資型保險商品管理規則（2001/12/21）、投資型保險資訊揭露應遵循事項（2003/10/07 公佈）---等。

