

## 80. S.E.C. v. Variable Annuity Co.

359 U.S. 65 (1959)

黃慶源 節譯

### 判 決 要 旨

「變額年金」契約，依一九三三年證券法規定，為須向證券管理委員會登記之「證券」，發行公司應受一九四〇年投資法規範，蓋此等契約並非「保險」單或「年金」契約，而被上訴人等亦非前開法律或 McCarran-Ferguson 法案之豁免條款所定義之「保險」公司或經營「保險業務」之人。

(Such "variable annuity" contracts are "securities" which must be registered with the Securities and Exchange Commission under the Securities Act of 1933, and the issuers are subject to regulation under the Investment Act of 1940, since such contracts are not "insurance" policies or "annuity" contracts and respondents are not "insurance" companies or engage in the "business of insurance," within the meaning of the exemption provisions of those Acts or the McCarran-Ferguson Act.)

### 關 鍵 詞

annuity ( 年金 ); annuity contract ( 年金契約 ); variable annuities ( 變額年金 ); Insurance ( 保險 ); investment risk-taking ( 投資風險承擔 ); fixed return ( 固定收益 ); securities ( 證券 ); morality risk ( 死亡風險 ); underwriting of risk ( 承保風險 ); exemption provision ( 豁免條款 )

( 本案判決由大法官 Douglas 主筆撰寫 )

## 事 實

被上訴人公司自稱「人壽保險公司」，被哥倫比亞特區及數州之保險監理官要求加以規範，該公司於州際交易銷售所謂的「變額年金」契約，該等「變額年金」契約具有一些傳統人壽保險及年金契約之特色，但其購買人並非享有每年一定金額的給付，而是按照參加被上訴人之投資組合及其中的盈虧的比例，領取上下波動的金額。證券管理委員會認為該等「變額年金」契約為依一九三三年證券法，須向證券管理委員會登記之「證券」，且發行公司依一九四一年投資公司法應接受規範，因此等契約並非「保險」單或「年金」契約，而被上訴人等不是前述法規或 McCarran-Ferguson Act 之豁免條款所定義之「保險」公司或經營「保險業務」，因此要求禁止被上訴人在未依規定登記前銷售此種契約。地方法院駁回本案，並經巡迴上訴法院維持原判決。

## 判 決

哥倫比亞特區聯邦巡迴上訴法院判決廢棄。

## 理 由

本訴訟為證券管理委員會提

起，請求禁止被上訴人在未依一九三三年證券法辦理登記及遵守一九四一年投資公司法前，不得向大眾出售其年金契約。本案為地方法院駁回；並經上訴法院維持原判。本案經聲請上訴，因其所提問題之重要性而獲核准。

被上訴人受哥倫比亞特區及其他數州保險法之規範，當事人主張此——事實即適用 McCarran-Ferguson Act, 59 Stat. 33, 15 U.S.C. §1011 之規定，其中第二條(b)項規定：「國會之法案不得解釋為損害或取代任何州為規範保險事業之目的而制定之法律，或使其無效」。當事人辯稱，本案適用該法律之條件已成就。哥倫比亞特區及其他數州正在「規範」這些年金契約，且倘證管會是對的，則聯邦法至少有某種程度地「取代」州法令，因為聯邦法律規定其本身的特殊要求。另外，「保險」或「年金」契約於「受任何州之保險監理官之監督」時，免受證券法之規範。被上訴人亦可免受投資公司法之規範，倘其為「保險公司之組織，而其主要業務為保險」且受州保險監理官之監督。由於證券法定義之「證券」一詞範圍廣泛，足以涵括任何「年金」契約，而投資公司法所定義之「投資公司」一詞又包含「保險公司」，因此被上訴人須確實以保險公司之身分受州的規範，方可不受此二項聯邦法的規範。若要適用

證券法及投資公司法與 McCarran-Ferguson Act 第二條(b)項的豁免規定，其共同問題為：被上訴人是否發行保險契約？

本院考量的第一個原則是，儘量不介入現行有效的州監督體制，將其取代，或以聯邦規定加諸於依州規定進行之交易。州在「保險」的領域所表達的意見，具有悠久傳統的權威，因為「保險」的管理雖亦在聯邦的權限範圍內，但傳統上一直受州的監督。

不過，本院處理聯邦法律，而「保險」及「年金」為聯邦用語。國會當時立法的對象為一個其特色及意義主要取自州法律、州實務、與州慣例的觀念。有些州否定這些「年金」契約具有任何「保險」資格，有些則依其「保險」法接納之。對於「年金」契約的性質，各州的裁定顯然並不一致。無論如何，各州如何裁定，均不具確定效力。因為，如前所述，這些聯邦法律下的「保險」或「年金」定義是聯邦問題。

雖然各州依其「保險」法規範「年金」，傳統上，這些年金為定額給付年金，由年金受領人自特定年齡起，受領固定金額給付。這些年金的資金投資標準是保守的。變額年金引進兩個新的特色。首先，較多保費投資於普通股與其他股權，其次，給付金額視投資方針成功與否而異。第一個變額年金顯然於一

九五二年，紐約州設立大專退休股權基金(College Retirement Equities)以提供年金給教師時首創。變額年金的出現，乃為尋求避免給付貶值之金錢給年金受領人的方法，其理論基礎為投資普通股的報酬終將抵銷不斷攀升的通貨膨脹損失。變額年金持有人不能在未來的歲月裡，期望每個月或每年的定額給付，給付金額可能多些或少些，全憑投資方針的智慧。在某些方面，變額年金具有定額及傳統年金的特色：定期給付；給付持續到年金受領人死亡，或依其他選擇至一固定期間結束或兩人中最後一人死亡時為止；以本金及收益給付；以及給付金額依年金受領人之年齡及性別有所不同。此外，在精算上，定額年金及變額年金都是依相同的原則計算。各發行公司自簽發契約之時起，即承擔死亡風險，該風險為某些數目的年金受領人存活超過一定年齡之精算預測。即使有相當數目的受領人存活超過預期的死亡期限，發行年金的公司，不論是定額年金或變額年金，均有義務按契約所反映的死亡預期情形給付年金。此即是被上訴人及其他發行定額年金者所承擔的死亡風險。被上訴人極力主張本案契約基本上也是一種保險設計，因為兩者均具有承擔死亡之風險的共同特色。

問題是少了定額年金的某些保證，變額年金將所有的風險交由年

金受領人承擔，而公司不必承擔。持有人僅按比例獲得股票投資組合所反映的利益，可能是許多，一些，或者根本沒有。我們了解人壽保險制度不斷在進步，根據常識，其形式僅在一世代中，就已發生重大改變。我們無意將「保險」或「年金」的概念僵化(freeze)於這些聯邦法通過時，它們所適用的模式，但我們認定「保險」的概念包含由公司分擔投資風險，在此承擔的死亡風險，使變額年金具有了保險的外貌，然而只是表面，並非實際；徒具外表，而無內涵。事實上，不具固定收益成分的變額年金之發行公司，並未承擔保險上的風險。在不景氣時收益下跌的風險，不等於定額年金受領人於價格高昂時失去購買力而於價格低時獲得購買力的風險。我們談到「保險」時，所探討的是更傳統的風險承擔的概念，因為據一般人的了解，「保險」意味著至少有一部分給付是以定額支付的保證。發行這些年金的公司冒著失敗的風險，但他們除了普通股投資組合或其他股權的利益外，未對年金受領人做任何保證 - 而此種利益只有上限而無下限。對於風險並未確實承保，而承保風險才是根據一般了解及習慣所理解的保險特徵。

大法官 **Brennan** 之協同意見書，大法官 **Stewart** 參加之

本席同意法院之意見及判決，

但另有同意之理由，由於本案性質使其受到廣泛之討論，本席茲另述這些理由。

首先，本案事實十分複雜，但其所涉之基本問題卻十分單純。在詳述被上訴人銷售的契約種類前，本席願就該問題，加以強調。這是兩個國會法律（即一九三三年證券法及一九四一年投資公司法）適用範圍的問題，此等法律針對機構取得並管理他人之金錢之方式，適用特定的規範監督方式。該等法律係為排除「保險單」及「年金契約」（證券法第三條 a 項第八款）及「保險公司」（投資公司法第三條 c 第三款），而特別制定。這些排除規定於保單或契約的發行公司受州政府之「保險監理官、銀行監理官、或任何執行類似職務之機關或官員」之監督（證券法第三條 a 項第八款）或任一「保險公司」受「州政府之保險監理官或類似官員或機關之監督」（投資公司法第二條 a 項第十七款）時生效。這些排除規定將前述契約及公司完全交由州政府官員監督。除此等排除規定外，對於這些契約及其發行公司應受聯邦法之規範，並無疑義。

為何有這些排除規定？這些規定並非國會為避免此兩種法律所規範之投資或公司受聯邦政府及州政府的共同監督而制定。相反的，證券法第十八節及投資公司法第五十節概括保留州政府官員對其業務的

管轄權；前者以「任何州之證券委員會（或執行類似職務之機關或部門）之管轄權」表示，後者以「任何州或行政部門之任何其他委員會、局、機關、或官員之管轄權」表示。在另一方面，即使州證券監理官已適當地規範投資，投資並不因而免受聯邦的管制。因此共同監督對此二法律而言，是相當普遍的事。此外，如果認定國會認為任何業經特定階層之官員（如州保險監理官）所管制的事業，因此受到完善的經營和規範，而不需任何聯邦法的保護，亦是不合理的。此種個別的選擇性受州行政規範的方式，亦不能歸因於國會。重點在於有一種稱為保險（包括「年金契約」）的「投資」，不能明確地反映證券法及投資公司法所擬處理的問題，且在許多細節上，受到州的規範，而該種規範與聯邦規範的重點不同。

當時，我們在本案所關切的那一種「變額年金」契約並不存在。當國會訂定二法律中的排除條款時，手邊並沒有「變額年金」契約。當然，重點不在於倘使保險業欲保留豁免，應限於在一九三三年及一九四一年存在之保單及契約形式。但是，如有一種被提倡人標示為「保險」或「年金」之全新種類的投資安排出現，則應檢查國會於一九三三年及一九四一年所建立的功能上的特質，以檢驗該契約是否歸屬於國會當時願意完全交由州保險監理

官處理的投資種類。在此調查中，法院應依當時存在的聯邦法及州保險規則，分析其規範及保護的目的。

一九三三年法律的要點為發行「證券」應使用登記申報書及公開說明書的規定，而「證券」一詞定義極廣。該法律規定之詳細附件(schedules)，列出登記申報書及公開說明書應包含之資料。其所強調者為揭露。該法律的理論為充分揭露投資人所投資的企業細節，俾投資人得明智評估其所涉的風險。

各州所制定的人壽保險及年金規則在過去及現在均基於完全不同的原則進行。一九三三年的證券法採溫和的干預主義而以自由、有資料根據的選擇為基礎。保險契約條款則以立法或行政方式制定。償債能力及清償公司債務所需之準備金是否適足，透過制定可投資種類及政府檢查，而受到監督。此制度不依賴對大眾揭露，並且，一旦賦予此種規範方式及「產品」性質，對於傳統人壽保險或年金契約，可能難以知悉其目的為何。

國會將監督功能加以區分，就傳統人壽保險及年金保單而言是合理而且有意義的，因為保險公司的債務是以固定金額衡量，而投資人不能說是公司投資經驗的分享人。事實上，州規則的基本前提之一，似乎是年金或人壽保險公司的投資人不致成為公司投資經驗的直接分享人；該投資人對於保單或契約的

投資應加以保障以防止此種情形發生。但是此種情勢由於公司的義務不再是固定的金錢，而是其投資組合現況而改觀。在此情況下，州保險規則的傳統功能變成毫無意義。保險公司除了以投資組合衡量其給付義務外，已無其他支付義務，因此，對投資及償債能力與準備金所制定的限制，已無必要。除了控制公司償債能力及準備金之適足，以及要求遵守法定投資外，州對於投資方針並無規範。由於保險公司所承擔的義務已經變質，投資人顯然有必要要求託付其金錢之公司應公開事項，使其受聯邦之保護。投資人與機構間的契約不再符合國會於一九三三年認為其「揭示」法規是不需要的那種契約。

一九四一年投資公司法規定，超越單純的「揭示」原理，其立法背後的政策與本案契約亦相當有關。雖然該法涵蓋以固定金額記載之投資憑證公司，但大部份係規範較常見的投資公司，亦即投資人（或至少其中若干類別的投資人）以股權方式參加企業的投資經驗。

該法主要的條款要求投資公司登記並詳述其投資方針及營運實務；規範公司與投資顧問之關係，包括費用及終止契約之規定；規範交易實務、投資方針之變更、優先證券之發行、委託書及投票信託（voting trust）、投資人贖回其在公司之權益條件、規範定期投資計劃（依

特別規定為之）之銷售費用或不納入投資人基金部份之款項；以及提供詳細報告予投資人。雖然這些管制在許多情況下亦適用於固定金額投資，例如面額證券及封閉型投資公司之債券，但它們主要適用於投資人將資金以股權方式託付給其他人，指望其資金投資於證券，並將其財富寄託於投資成功的情形。傳統的州保險當局對於契約條款、準備金、償債能力、以及可允許的投資的規範，並未觸及一九四一年聯邦法就投資方針及投資技術、投資方針之變更、決定投資方針之人，和提供投資意見之人所作的管制規定。這些管制大半與國會明白豁免的傳統銀行與保險公司無關；它們並非大量投資於股票並表示透過資金管理而獲取資本利得的可能性；但是當投資人要求將其金錢以股權方式為投資時，聯邦的管制益顯重要。

不過這並不表示有必要將本案之契約置於聯邦監督之下，我們便可遽下結論，我們仍須以聯邦法的目的作為檢驗的方針，以解釋它們對於「保險」適用的豁免範圍。國會通過一九三三年證券法及一九四一年投資公司法時，州保險監理官除監督保險公司之職務外，並未附帶從事前述於聯邦法所規定、國會認為可保障將金錢託付他人從事股票投資之人的那種監督。我們沒有理由推定國會打算豁免與其監督機

制息息相關的投資種類，而支持與此種投資毫不相干的州法。

第二。如果本案的爭點為本案之契約是否為「真正的」保險還是「真正的」證券兩者之一，可能會造成許多困惑。將問題視為對這些契約的分類是非常無意義的。顯然地，這些契約具有傳統保險的成分，即使不談與這些契約一起銷售的定額定期人壽保險(fixed-dollar term life insurance)以及殘障免繳保費保險(disability waiver of premium insurance)(兩者均附屬於主契約)。它們明顯的含有相當的年金特色(除非年金被界定為必需提供固定金額給付之契約)，而年金的契約已被視為人壽保險業務之一部份。當然，也有一些人極力主張傳統年金幾乎不見「保險」特色，而且基本上是一種投資。但重點在於，即便這些契約具有傳統年金特色，管理它們實質上牽涉投資公司的業務，而且在某種程度上與受州法律規範的傳統人壽保險及年金公司的業務完全無關。基於這些原因，我們的結論是豁免這些契約並非一九三三年及一九四一年法律之本意。

被上訴人 Variable Annuity Life Insurance Company (VALIC)的個人遞延變額年金契約提供了探討此問題的基礎。在向地方法院提出的證據中的一項契約樣本，為發給一個三十五歲之男性的契約，並假設其每年付款一千元，共計三十年，其

中三十九元六角是公司承諾倘發生殘障時即免除每年一千元之付款的對價。其餘九百六十元四角稱為「基本年金保費」，其中特定比例用於將某些「累積單位」記入投資人帳戶。在第一年的「基本年金保費」中，不到 45%是這樣使用的。在以後四年，其比例在 85%至 87%之間；從第六年到第十年，其比例為 89%，其餘各年到三十年的付款期間為 92%。固定金額之遞減定期人壽保險(declining term life insurance)(第一年為五乘以每年「基本年金保費」，在五年期間逐年遞減為 0)，加在記入投資人帳戶的「累積單位」上，作為保險給付。該契約據稱在投資人的付款「買入」更多的累積單位時，將逐漸提高「現金價值」，雖然此價值最後可以付現方式結清，但公司對投資人的義務並非以現金衡量，而是以投資組合中的「單位」計算，上訴人表示此一用辭近似「股份」。單位是以一任意選擇的計算方式計算，將公司自某日開始的投資資產劃分成若干單位(雖然實際上並沒有真正分割資產)，並對每一單位分配其在全部市價的持分，然後每個月重新計算單位的價值，其方式為將支付給公司投資組合的所有利息及股利、已實現資本利得及損失、相關所得稅、以及所有未實現資本增減納入考量，扣除相當於資產價值之 0.15%之每月附加費用(每年 1.8%)。投資人新挹

注的資金以新的單位價值購買單位，以避免稀釋，而回贖累積單位之投資人，則按該價值收取現金。

契約從頭到尾都使用保險術語，而人壽保險及年金保單的許多共同特色在此「繳款」階段為契約所沿用；有「不可爭論」(incontestability)及「自殺」條款（主要與定期保險有關）；支付保費允許「寬限期間」；「保單貸款」條款（以累積單位換取現金，並於償還貸款的現金許可的情況下，日後再換約(replacement)（此種交易類似普通股投資人預期「空頭市場」之來臨而賣出持股）；「解約金」條款（將累積單位換成現款，在保單初期須減去解約費用）。公司對於繳款期間(pay-in period)結束後，終將按生存年金方式支付累積價值的承諾一直存在。但在這段期間，投資人所參加的是定期投資計劃下，非常類似傳統的開放型基金管理投資公司，雖然其具有公認的「保險」特色。投資人的現金（扣減類似附加費用之費用，而該費用至少在初期的年度中非常高，且應包含年金保費稅金及某些相當傳統的死亡風險費用）用來購買控制公司之人所管理的投資組合「單位」。這些「單位」隨著投資組合管理的收益及資本利得與損失而波動。投資人可以將全部或部份單位換成現金，其股權金額須按每年 1.8% 支付資產管理費用。除了暫時定期保險及保費免繳契約

(waiver of premium coverage)外，在此期間公司對投資人的義務並非以固定現金衡量（當然，該義務最後將換算成現金，如同貨物交易），而是完全以投資組合之價值計算。在此種運作下，由州保險官員檢查以確定準備金及償債能力，變得越來越沒有意義。相對的，一九三三年證券法的揭露政策(disclosure policy)變得越來越重要，而一九四一年立法的詳細保護規定 - 投資方針之揭示、該方針變動之規範、資本結構之規範、利益衝突、投資顧問 - 更具重大意義。這些是國會希望投資人將資金交付投資信託時，可能獲得的基本保障。在由州保險部門管理的傳統監管中，無法找到合適的替代措施，因為這些管制與投資信託的特定監督問題無關。

從此契約下一階段考量，亦可達到相同結論。在到期日前，當契約付款期結束而給付開始時，投資人可以現金提取「單位」，而免除所有「年金」特色。倘投資人不採此方式，投資人可從數種年金選擇中擇一適用，這些選擇，在本案保單樣本中為投資人有生之年所可領取的普通終身年金、十年給付確定(payments certain)的普通終身年金，以及在投資人及另一人有生之年所領取的共生年金(joint and survivor annuity)。同樣的，公司給付義務的期間和其投資經驗並無關



係，但每次給付金額並非直接以固定金錢表示，而是隨著公司投資組合的狀況波動的應變數計算 (a function of the status of the portfolio)。給付金額係以下列方式計算：在整個期間記入投資人帳戶的累積單位貨幣價值予以確定，利用一標準年金生命表（含有 3.5% 利息之假定），依累積金額的出資 (capital contribution)，以決定投資人所選擇的年金的第二個月給付 (pay-out) 的貨幣金額。接著以此一金額計算出所購買的「年金單位」數（公司投資組合波動資產價值之函數），並由公司依選擇給付期間按月支付（換算成變動的現金給付）給投資人。正如同繳款期間的「累積單位」，「年金單位」的貨幣價值按月重新調整，以反映該期間公司投資組合之證券投資收益，以及已實現和未實現之資本利得和損失。由於首次付款（此為後續付款之計算基礎）含有推定利息之因素，且每月計價變更包括就公司投資組合所收受之利息與股利收益，為避免支付雙重「利息」，3.5% 之推定利息因素於每月按前一月份之計價乘以 0.9971，予以清除 (wring out)，同時亦按資產價值收取 1.8% 的年附加費用 (annual surcharge)。

此事之效果為，投資人在保險給付期間猶如投資信託的參加人，其每月受領的並非真正的固定金錢，雖然在支付前會換算成金錢，

其受領的是隨證券投資組合而變動。不錯，公司有繼續給付的固定義務，而且給付期間與金額不受集體壽命 (collective longevity) 超過公司所預定者 (assumption) 的影響；公司繼續給付之義務不因所有投資人於年金期間開始時所持有的單位數而受限制。倘這組投資人的壽命超過生命表的壽命預定值 (longevity assumptions)，則高昂的「附加費用」（最低 8%，前 10 年最少 11%）及相當的「年管理費用」（每年資產價值之 1.8%）加上公司的其他盈餘及資本將用來繼續給付。然而，個人給付基本上仍按投資人在投資信託的權益計算。在此期間，投資人與公司投資經驗的利害關係更甚於繳款時期 (pay-in period)，且甚於開放型投資公司或公開上市之封閉型公司股東，因為該投資人已完全被「鎖定」 (locked in)，一旦行使領受年金給付選擇權，顯然不能取得其「單位」之現值，不能將他因信託基金之管理所購買的籌碼兌現 (cash in his chips)；他的權利在技術上是可轉讓的，但是由於這些權利視其個人的壽命而定，實際上是無法銷售的。公司可以徹底變更投資方針、變更顧問，愛做什麼就做什麼（只要不違反最起碼的州投資規定），契約持有人對此毫無辦法。若要說國會就此投資人之案例放棄了投資公司法中的相關保護，而支持與保護該投資人的基本問題無關的州規

則，是不合理的。

被上訴人尋求將本契約與相互保險公司銷售之固定「分紅」年金，或股份保險公司所銷售以分紅為基礎的契約，視為相等。此一主張並不具說服力。「分紅」契約的投資經驗可以回歸為保單持有人的利益，但這些契約是當作定額債務出售。

「分紅」保單就是如此宣傳的。在繳款期間，紅利被視為保費的扣減，可能係來自有利的死亡風險經驗，特別是公司的投資較為保守時。年金保險公司的投資無疑的是基於公司有固定義務的前提來管理。公司在銷售文件中並未承諾執行普通股證券投資信託的部份工作。還沒有人依照被上訴人 VALIC 的學術性建議，將傳統終身年金的固定保證減低到微不足道的地步，而將契約持有人其餘收益變成變額(variable)而以「分紅」方式出售。該契約的保費成本與其固定收益相較之下，將使其無法售予大眾。被上訴人辯稱在傳統年金中，保單持有人承擔的投資風險，即是承擔公司破產的風險，此種說法更不具說服力。防止破產及以定額責任的方式維持「健全」的財務狀況，正是傳統州規則的目標。至於在波動勅又加以管理的基金內保障持股者的利益，已經獲得特定聯邦法律的重視。兩者在意義上均為「投資風險」，但在種類上差異甚大，因此受不同的法律規範所管制。

因此，雖然這些契約含有保險特色，但亦具有相當程度的股票投資信託所管理的投資契約成分。此等契約所具有的這些特性在種類上異於國會制定一九三三年及一九四一年法律的豁免條款時，保險及年金保單所具有的特性。由於國會打算將這兩個補救性法案的範圍擴大，且這些契約所呈現的規範問題正是國會想要解決者，我認為國會無意基於「保險」豁免的理由，將此種契約排除在外。

第三。被上訴人聲稱，若本案被廢棄，其將被迫歇業，其所持理由為倘其適用一九四一年投資公司法，可能會被分類為開放型管理公司，而該法第十八節規定開放型公司不得發行任何優先證券(senior security)(即任何優先於其他種類證券之證券)。這些公司業已發行股份，而本案中之契約將成為優於股票之證券。若此事屬實，證管會當然可能就此運用其廣大的執法權力(dispensing powers)加以解釋解決，倘本案契約為相互保險公司所發行，則並無此問題發生。無論如何，即使保險公司之營業因法院判決這些契約應受聯邦法之規範，而須作某些變更，此一事實仍無法左右本案問題之解決。由於這些契約事實上為該法所涵蓋，其發行人沒有理由以國會禁止之方式繼續經營投資業務。

同樣地，此種投資契約或許可

以被認為對大眾有許多潛在利益。當然，正統的開放型投資信託可能亦是如此，而它們已明確受到聯邦法的規範。總之，認為此種形式的安排是可取的，並且應讓它繼續存在而不必受聯邦法規範的想法，乃是另一種考量，與本案爭點無關。國會制定一般法規管理各項事務。一項聯邦管理法規的通過是許多國家立法利益與政治力量微妙平衡的結果。國會不必每次為了某種新的營業形態的引進，而再經歷重新制定其一般性規範體系 (general regulatory scheme) 初期的艱苦工作，假使該新的種類已在此體系涵蓋之下。如果國會認為因規範對象的新發展而有調整規範體系的必要，國會自然可以加以調整。

大法官 Harlan 不同意見書，大法官 Frankfurter、Clark 及 Whittaker 參加之

這些案件的爭點為美國變額年金人壽保險公司 (Variable Annuity Life Insurance Company of America) (VALIC) 與股權年金人壽保險公司 (Equity Annuity Life Insurance Company) (EALIC) 之變額年金業務是否依一九三三年證券法及一九四一年投資公司法受證券管理委員會之監督。

證券法第三條 a 項第八款規定該法不適用於：

「受美國任何州或領域或哥倫

比亞特區之保險監理官、銀行監理官、或任何執行類似職務之機關或官員監督之公司所發行之任何保險單、養老保險單、年金契約或選擇年金契約。」

投資公司法第三條 c 項第三款將「任何保險公司」排除於該法適用範圍之外，同法第二條 a 項第十七款將保險公司定義為：

「其主要業務為承保或對保險公司承保之風險提供再保險，並受州保險監理官或類似官員或機關監督之保險公司組織；或該公司之破產管理人或類似職員、或清算代理人。」

此二家保險公司係依哥倫比亞特區人壽保險法組設，並受核准其承保年金保單的哥倫比亞特區保險監督官之監督。在審理本案時，VALIC 亦獲准於阿肯色州、肯塔基州、西維吉尼亞州營業，其年金保單同樣獲得這些州的保險部門的核可。此二家公司在哥倫比亞特區，及 VALIC 在其他州僅透過經地方保險主管機關認可之保險代理人向大眾提供保險單。

變額年金保單為保險業新近開發之產品，設計用來因應經濟上的通貨膨脹趨勢，年金之給付以變動金額取代固定金額，以公司利用年金受領人支付之保費所作的投資成功與否為最終的判斷。此項業務的創始者為教師保險暨年金協會 (Teachers Insurance and Annuity

Association)，是受紐約州監督、從事銷售年金給大專教職員之人壽保險機構。該協會於一九五一年對變額年金的可行性及健全性展開全面的研究，兩年後設立大專退休股權基金 (College Retirement Equities Fund)，由教師保險暨年金協會共同經營，該公司受紐約州保險法之規範，並開始向教育界銷售年金契約。一般而言，第一個銷售此類契約的人壽保險公司似乎是 Participating Annuity Life Insurance Company，該公司自一九五四年起，在阿肯色州保險主管機關之監督下，開始銷售變額年金。VALIC 及 EALIC 於一九五五年及一九五六年分別進入此一領域。

典型變額年金契約的特徵已由多數意見的法官略述。我們在此只指出，如同多數意見所判斷、下級法院所認定，以及證管會自己所承認，變額年金契約可說是具有「保險」及「證券」兩者的特色。毫無疑問地，這些年金在「死亡率」方面（即公司對於整個生命風險的承擔），所涉及的只有傳統的觀念及程序，這一特色除選擇權外，係用來決定年金給付的起始點與期間，因此本席不瞭解何以此一特色為「非實質的」。另一方面，不可否認的，這些年金的投資政策及這些保單成功與否對年金受領人的利害關係，使保險公司的處境與發行定期給付投資計劃憑證的公司非常相似。即

便如此，片斷的分析是件危險的事，且本席認為在本案並將導致法院作出不當的法律判斷。重要的是，須知這些案件中，並非單純以「年金」的標籤貼在證券設計上，或發行公司招搖撞騙，意圖規避聯邦監督。保險業係以誠信開發新產品是毋庸置疑的。

法院認為此二公司受證管會監督，係源於法院對於相關聯邦法律的解釋，只專注於狹隘的「顏色配對」方式，未將保險事業完全委由州政府監督的歷史性國會政策，予以充分的考量。在此，重新審核經過 *United States v. South-Eastern Underwriters Assn.*, 322 U.S. 533 一案數位法官已充分討論，且為本院在前次庭期 (Term)（聯邦貿易委員會 *v. National Casualty Co.*, 357 U.S. 560）默示承認的政策，是多此一舉的。在該庭期中，我們拒絕對 McCarran 法律予以狹隘的解釋 (niggardly construction)，更何況早在證券及投資公司法通過之前，由於九十年前本院判決的 *Paul v. Virginia*, 8 Wall. 168 乙案及其後的許多案子，對於「聯邦政府能否介入（保險監督之領域）」，已有「普遍的疑慮」。

本席在一九三三年證券法的歷史中，並未發現有絲毫違反或削弱聯邦對於保險監督傳統採「不干涉」政策的意圖。相反的，以最廣意的措詞將保險排除於該法適用之外，

不僅顯示固守傳統，並且遵循憲法精神下的指示。在對該法案的研究中，商務部的結論為該立法係建立在聯邦有權管理商業的基礎上，因為證券確實具有一般獨立的商業實體及價值，而這些正是 Paul 案判決中認定為保險單所欠缺的。參見重印於參議院金融及貨幣委員會聽證會記錄中之「對聯邦證券法草案經濟面及法律面之研究」，此種證券與保險的區別，不論錯誤與否，構成法案通過的基礎。參眾兩院委員會考慮法律草案時，其內容並未明文豁免保險。眾議院委員會在說明最後法律所規定之豁免(即該法第三條 a 項第八款)時曾說：

「此一規定係將法律已默示之內容，亦即保單非該法規範之證券說得更清楚。保單及類似契約在商場上不被認為屬於為投資目的而向大眾發行之證券。即使沒有豁免的特別規定，該法之整個宗旨亦導向將保單排除於該法之適用範圍外，但加入豁免的特別規定可使誤解變成不可能。」

在眾議院的辯論中可以看出，此項區分係源自 Paul 案令人擔心的影響。此外，在參議院開始審酌該法草案後的兩天，Rebinson 參議員提出要求進行憲法修正案的決議，因為他認為「中央政府對保險公司目前沒有任何權限」。

同樣地，本席亦發現一九四年投資公司法的歷史沿革中，並無

任何就此問題而變更聯邦政策之傾向，在此，是傳統而非憲法上的疑義說明了何以保險公司免受該法之規範。在眾議院委員會聽證會中，證管會主委 Healy 先生討論某些投資公司所發行而時常「依與儲蓄銀行存款及保單之比較而出售」之「面額分期憑證」(face-amount installment certificates)。為聯邦管制之目的，這些投資公司和保險公司之主要區別為保單受州規則的嚴格監督，但投資憑證不受其監督(眾議院州際及國際貿易委員會聽證會。同樣的，在參議院的辯論中，保留州政府對保險公司的監督似乎是這些公司與投資信託的最重要區別因素。Byrnes 參議員表示：「本法案與保險公司的監督無關」，「雙方政黨的政綱(platform)均促請由各州政府監督保險而非由聯邦政府監督」。

在一九四四年，本院在(*United States v. South-Eastern Underwriters Assn.*, *Supra.*)一案中判決保險業務在聯邦管理商業之權力下應受聯邦之監督，因而除去了保險豁免的憲法基礎。參議院迅速回應立刻制定 McCarran Act，該法明白表示其目的為「廣泛支持由現有及未來的州系統來監督保險業並對其課稅及「確保州政府規範保險之現有權限將繼續存在。」就這樣，*South-Eastern* 之判決並未鼓勵國會進入保險之領域，反而促使國會重申其一向遵循的不干預政策。

在此歷史的架構下，本席認為這些案件應如何判決應是相當清楚的，我們應拒絕讓證管會進入傳統上屬於州政府規範的領域。

不可否認的，在通過證券及投資公司法時，變額年金尚未問世，它是一種混合著大量保險與證券特色的新產物，其設計目的係使年金保險的保障範圍能適應目前的經濟環境。然而，國會制定這些法律時，欲將保險業務未來之規範完全交由州政府處理之事實不應因而受到遮蔽，本席認為，在包括證券及投資公司法的立法歷史中，一直反覆表達此項意旨，即要求將保險領域中的善意實驗列入免受聯邦管制之保險範圍，而非須聯邦管制的證券範圍，縱然某些產品具有證券之樣態亦然。這些法律並無將保險兼受證

管會及州保險監理機關監督之意思，此一事實強調了一項見解，即國會對保險的免除，只不過是聯邦政策一直將保險業務完全交由州政府監督的另一種表示。

法院多數意見主張於證券及投資公司法通過時已存在之州規則，不足以保障年金受領人，使其免於負擔變額年金的固有風險，因此本案契約應受證管會規範。我們同意法院的看法，認不應「僵化」於當時存在的保險觀念中。同理，我們也不應推定州的規則會被凍結。隨著保險業新觀念之發展，州政府應調整並發展其管制。這是由州政府監督而聯邦不干預的傳統。如果聯邦管制是需要的，應由國會而非本院完成。

本席支持原判決。