

商學小叢書

壽險基金及其投資

許華滋 貝式
周宸 明 譯

商務印書館發行

聯 圖 館
中 大



多 讀

READ MUCH!

多 想 少 說

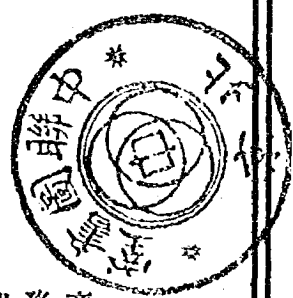
THINK MORE! TALK LESS!

2562075
32.5

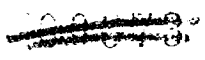
書叢小學商

資投其及金基險壽

著滋華許 式貝
譯明宸周



行發館書印務商



原序

作者對於保險金融的興趣是研究實業金融後的結果。我們把供給資本於實業的那些來源與方式來分析一下，立即知道保險公司在資本市場中所佔的地位的重要，因之覺得必須一究此類機關。許多書籍討論着銀行之投資事業，敘述它們的資金之來源與性質，並且論及其運用，但我們卻很以為奇怪，發現至少在用英文寫的書本中，尚沒有一本專著同樣地論及保險事業。這些材料可得自分散的論著中，大部份都供給與專家的學會及會議的；我們覺得不如把它們整理一番，以給尋常研究經濟問題者應用。當目下經濟組織前途之普遍的渺茫以及其改革之試驗與建議的時候，本論題確佔有特殊的重要性。大都此種試驗與建議，特別是那些關於金融市場的，其涉及長期金融合同者，俱引起深遠的問題，所以我們很希望研究保險事業的人，在本書內能尋到有趣味有價值的材料。

本書開始時用普通言詞詳敘保險公司手中所積聚的基金之來源與性質，接着就講到運用

這些基金的各種方法之分析，最後討論到此類金融事業之經營與時間之關係。我們深深感謝潑蘭脫先生 (Mr. Norman Plant, F. I. A.)，他在各方面都給與我們以他的廣博的專門學識及實際經驗；我們也感謝許華滋先生 (Mr. A. F. Schwartz, F. A. S., F. A. I. A.)，為他的關於美國之情形的有價值的報告。當然，兩位都不負我們對他們的貢獻所下的解釋之責任。本書之發動則當歸功於潑蘭脫教授 (Prof. Arnold Plant)，他並且供給了不斷的鼓勵以促成本書之完全。

譯者序

開始着手譯這本書卻是去年夏初的事了。剛下手的時候，進行得不能算慢的；可是後來竟因各種雜事的累陸，以及心境的不寧，給一擱直到今年纔每天抽些空閒出來把餘下的部份譯完。算來全書祇有五萬字，而竟遷延了這麼久，真是有些說不過去。

譯者之所以選取這本書，乃因覺得它是專門討論保險基金之來源及其運用的一部言詞非常淺顯而意思卻很是完備的著作。我國現在的保險事業雖尚在萌芽時期，但究竟已在萌芽了，而且它的前途之展開是很有希望的。基金之投資與其處置的方法，在最近之將來必成爲嚴重的問題。本書可以給國人之欲研究及處理此種問題者一些適切而有價值的參考。

本書是倫敦大學所出版的經濟叢書之一，原名應譯作「保險基金及其投資」(Insurance Funds and Their Investments)。惟全書除第一章外，俱單敘壽險方面的情形，故特改爲今名。

譯者學識淺陋，誤解而誤譯處或有不免，尙希讀者予以指正。

周宸明識於北平清華園

目錄

原序

譯者序

第一章 非壽險機關之基金積聚……………一

第一節 資本市場中保險基金之重要……………一

第二節 保險之需要……………二

第三節 保險機關之簡單方式……………三

第四節 基金之急需……………五

第五節 預付的保費……………五

第六節 準備基金……………八

第七節	合股公司之需要	一〇
第八節	收入之來源	一一
第九節	基金之運用	一三
第十節	另一方式的組織——保險公司集團	一六
第二章	壽險公司之基金積聚——學理上的理由	一八
第一節	壽險之宗旨	一八
第二節	一年合同之壽險	一九
第三節	無保險基金的永久合同之不可能	二一
第四節	保險基金之學理上的需要	二三
第三章	壽險公司之基金積聚——社會之需要投資便利	二八

第一節	社會之需要安穩的投資之居間機關	二八
第二節	純粹養老保單	二九
第三節	年金	三一
第四節	終身養老保單	三三
第五節	終身保單	三五
第六節	單組的壽險基金	三七
第七節	整個保險公司之壽險基金	三八
第八節	無基金的互助保險之嘗試	四〇
第九節	團體保險	四一
第十節	保險公司集團對於長期的壽險單之難於實行	四二
第十一節	保險公司所遭受的危險	四三
第十二節	分紅保險	四四

第十三節	按期估值利益之核實	四六
第十四節	各組利益之攤派	四七
第十五節	獲得新營業的費用之攤派	四八
第十六節	分紅保單之需要	四九
第十七節	退保與保單借款	五〇
第十八節	基金之運用	五一
附錄	英國使用的壽險估值之幾種方法	五五

第四章 保險公司投資事業之檢討 六〇

第一節	基金之組合	六〇
第二節	收入與支出	六一
第三節	英美兩國資產之分配	六六

第五章 變動世界中的投資政策…………… 七四

第一節 經濟的變動…………… 七四

第二節 貨價…………… 七六

第三節 利息率…………… 七七

第四節 戰爭之影響…………… 七九

第五節 社會與實業之變動…………… 八〇

第六章 一八九〇至一九二九年間之投資經驗…………… 八五

一八九〇至一九一四年…………… 八五

第一節 不景氣與復元…………… 八五

一九一四至二〇年…………… 八七

第二節	大戰時期	八七
第三節	貨價之上漲	八八
第四節	利息率之上漲	八八
第五節	賠款之經驗	八九
第六節	營業	九〇
第七節	保單借款	九〇
第八節	外界的干預	九一
一九二一至二九年		九三
第九節	通貨貶值	九三
第十節	通貨貶值與權利投資	九五
第十一節	美國之經驗——一九二一至二九年	九六
第十二節	英國之經驗——一九二一至二九年	九七

第七章 一九二九年後不景氣中的投資經驗……………一〇〇

第一節 普通股票之跌價……………一〇〇

第二節 不景氣中美國之經驗……………一〇三

第三節 基金之流動問題……………一〇四

第四節 保單借款與退保……………一〇八

第五節 其他發展……………一一〇

第六節 不景氣中英國之經驗……………一一二

第七節 資本市場中之發展……………一一四

第八節 結論……………一一七

壽險基金及其投資

第一章 非壽險機關之基金積聚

第一節 資本市場中保險基金之重要

在近代社會組織中，有一個最重要的部分，那就是能夠輔助及統制積蓄及其利用之源源不竭的新儲金之金融機關了。一部分儲金固然被積蓄者本人所利用，但欲把餘下部分給他人利用，則積蓄者必須求助於各種居間機關。巨額儲金可經由信託公司或證券交易所投資，小額的亦可轉由儲蓄銀行，建築公司，以及友誼集團等等。在這許多例舉的居間機關中，保險公司卻佔有一個非常重要的地位，使絕大部分的全國大小數額的儲金，藉之得以流通。



保險公司之重要則在統計雜誌 (STATISTICS) 保險增刊 (一九三二年七月八日期) 所編纂的英國諸保險公司之總數字內已經詳為指明，登載着說在一九三二那年，此等公司之總資產額約為十三萬七千三百萬英鎊，內中約有十二萬萬英鎊則俱屬於投資的。總數字裏約有五分之四是壽險公司的資產，餘數則屬諸水火及他種保險公司。本書將詳敘此種巨額的基金究竟是如何積成的，並且確定其統治運用方式之原理。

第二節 保險之需要

保險之需要是由於人類生存中一種不可避免的事實所產生出——人類雖然想盡種種方法以避免，但仍舊隨時暴露於危險與不穩妥的狀態下。逐漸人類發現有若干危險都可利用合資方法或保險方法以大量消除之。假若能够把危險分散於範圍足夠巨大的而且性質又很複雜的團體內，則對於個人原是嚴重或竟大大不幸的損失之危險，對於團體和團體中的各個團員，卻變成祇是一個小損失了；換言之，乃是一筆額小而有一定規的開銷，可於事前如同其他開銷一般地預

先準備着的。

第三節 保險機關之簡單方式

此種保險合資的最簡單而又可能的方式，乃是一團體的人彼此約定假若團裏有某人遭遇指定的不幸事件，他所受到的損失，由全團的各個團員平均擔負之。所以假定有一千個農民組織成一個火險合資團體，那末遇到團體內任何一團員不幸而他的農場着火焚燬的時候，其他團員將賠償他的損失之百分之九十九·九，那就是說每個團員付出損失之百分之·一。（實際上，被災的團員大抵須比較其所應付的損失之比例部分多付一些，因之能給他一些刺激使對於火事採取適當的謹慎。）

能够像這樣而被消除掉的危險，當然必是分散而不相連的。假若一個合資團體的團員有同時遭遇到某個普遍災殃的可能，例如草原火災等，那末結局的損失，對於團體和各個團員，能變為非常重大，因而使危險之消除不能圓滿地達到。

從上述的那麼簡單的組織裏，立刻就可以顯露出許多困難來。第一點是農場不能都有同等價值；這樣，則倘若對於某部分團員，其建築物之價額祇須少數金錢就能抵償的話，而卻強要他們繳付和另一部分團員同等數量的應納款額，這批後者的建築物的價額之抵償卻能影響合資團體的大部開銷的，其事顯得欠公平了。要預防小額財產的主人因為不滿意而脫離本團以加入另一團體或是自行組織一新團體，我們務須使各個團員，能按照他所保險的建築物之價值，略略成比例地繳付他的應納款額。這樣因之須限定估值之方法，而應納款額之計算亦由是產生了大見增加的複雜了，於是需要雇用一個經理性質的人員，他的薪金則從團員的應納款額裏支出。

第二個困難乃在卽或應納款額業已按照所保產業之價值妥適地規定，該項規定仍需進一步以容許所保物之危險程度的不同而給以區別。一個有着比較耐火的建築物的農民，會立刻發覺不公平，如其要他像另一個有易燃材料所建築遇火卽能全燬的農屋之主人，繳付同等的應納款額。爲預防團體分裂起見，應納款額之比率須依照互相商定的着火危險之等級而定，這樣則又須雇用更其精練的人員而支付加增的管理費用了。

第四節 基金之急需

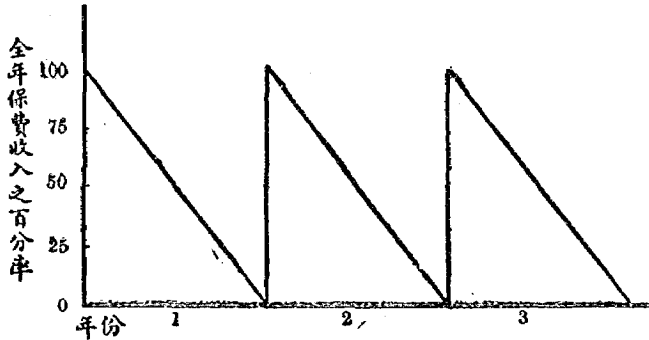
即算應納款額之第二困難亦已解決，仍舊有若干財政上的困難繼續存在。要全團所有的團員都準時繳付應納款額卻是一件困難；這困難卻就影響了賠款，使對之不得不略為遷延些。這個問題可由要求團員繳付一筆存款的方法以解決之，其所積聚成的基金可用來立即支付損失，然後再由各團員繳付應納款額以補足所缺。因之該團體常執有一些基金，雖然該項基金因為隨時有支付之需要，除非團體請求外，是不能用以投資的。

第五節 預付的保費

火險之損失在全年裏參差地發生，團員們都不知道按月——如其有賠款事件發生——他們須得支付多少次數的應納款額。既然全年的賠款次數自然較每月的次數易於計算，如其我們能够調整一個固定的各團員每年應付的數量，則於管理上必較為便利了；至於數量的規定，則可

用經驗估計出，使能適足以抵償每年火災損失之平均價額以及管理上所需的費用。如其這筆保費能夠預先被收進，那末就可使合資團體有一筆基金來應付賠款而無須等待團員之應納款額了。假若全年的損失比較所估計的數量為小，則其剩餘部分可以把它發還給團員，或是從下一期的保費內扣除之；假若損失超過了預算，則就須徵收所缺的數量，或是增高下一期的保費了。

如其所有的保費每年都在同一日期內繳付，其經理人員就能暫時執有一大筆現款，這筆現款在一年裏因為損失與開銷之支出，將逐漸被用完，直到年終時，假定所估計的開銷與損失是準確無誤，而且又



第一圖 保險機關執有的基金

(假定全年保費俱在每年年初時預繳而且賠款亦平均地分散於全年中)

不會獲得什麼利息的話，那必定恰巧毫無盈餘了。事實上每年開始時經理人員手中所執有的總數之一部分卻可用以投資生利的，惟祇能暫時運用之，因為到某個時期必須收回以支付發生於全年末後幾月的賠款與開銷（見第一圖）。

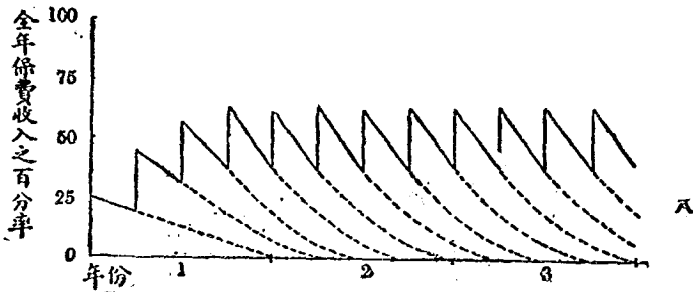
但是假若保費是團員於全年不同的日期內所繳付的話，則經理手中所執有的基金，就可以永遠不致全部被用竭了。例如假定有四分之一的團員在每季開始時繳付他們的保費，同時在全年裏所有的損失亦很平均地按季而發生，那末團體所執有的基金，在每季保費收到之前其數量減到全年保費收入之八分之三（ $\frac{1}{4} \times \frac{1}{4} + \frac{1}{4} \times \frac{1}{4} + \frac{1}{4} \times \frac{1}{4}$ ），而於收到之後，則增高到全年的八分之五（ $\frac{1}{4} \times \frac{1}{4} + \frac{1}{4} \times \frac{1}{4} + \frac{1}{4} \times \frac{1}{4} + \frac{1}{4}$ ），換言之，即基金之數量將增減於全年保費收入之八分之三與八分之五之間（見第二圖）。

所以祇須保費收入能够維持原狀，以及損失能够保持於所估計的數量內，並且又很平均地發生，這個團體就可以有一筆永久基金，約為保費收入之八分之三，可以用來永久投資以使產生利息，因而加添了一種收入之來源，致使保費得以減低。

同樣地，假若十二分之一的保費在每月月初時預繳，則所執有的基金將增減於全年保費之二十四分之十一與十三之間，而假若每天繳付相當的部分，則竟可約有全年保費收入之半數永久執在手中。即或全年裏有巨量參差不定的賠款事件發生，致引起該筆基金之總數有所變動，此種變動之範圍一定很有限制，而且可以運用經驗來計算出的。因之，很可能決定某部分的基金是不致被提用來抵償賠款事件所產生的變動，而可用以永久投資（見第三圖）。

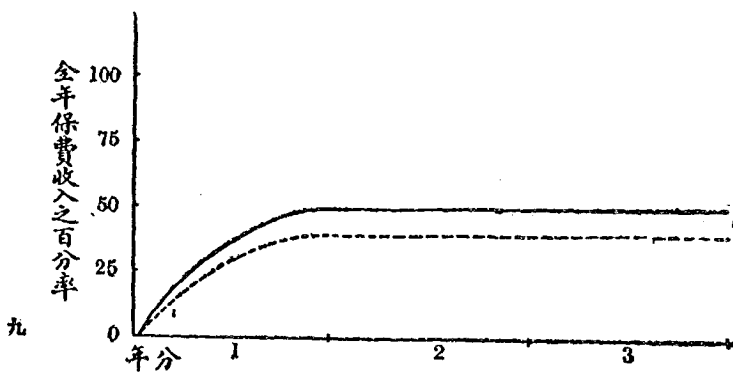
第六節 準備基金

未到期的保費所積聚成的這筆基金，固然足以



第二圖 保險機關執有的基金
 (假定 25% 的保戶在每季開始時預繳全年保費而
 賠款亦平均地分散於全年中。)

穩平全年中賠款事件所產生的變動，但是我們仍舊有個問題，那就是關於逐年損失之變動了，尤其是關於到大多數團員同時遭受到偶然發生的災殃。逐年的參差不同數量的損失，使團體有時須徵集其基金，有時又須發還，或則變更保費定率，而如其遇到了一個巨大的災殃，那末很能使整個計劃全部破產，或者至多也不過對未罹災的團員加上一個無效果的徵集罷了。為欲預防此種意外事件，而又調整逐年的保費定率起見，我們須收取超額的保費，使於抵銷平均的賠款與開銷外，還有剩餘部分可



第三圖 保險機關所執有的基金

(假定全年中每天有同數的保戶預繳全年保費，同時賠款亦平均地分散於全年中。)

(註) 斷線指基金之能永久用於長期投資的。

把來組成一種普通準備基金，同時把每年的盈餘也加入之，而不以之發還或是減低保費。該項準備基金日漸加增，因之其中有一大部分也可用來投資以生利，然後又把獲益加進準備基金以增大之。終於假定於早期年份內沒有災禍發生，而該項準備基金之總數積聚到足以應付各種可能發生的意外事件時，保費定率就可以減低，非特減到原有的標準，且可減到標準之下呢；因為新的準備基金之利息足以抵銷一部分的開銷與賠款，所以應得減低保費了。

第七節 合股公司之需要

此處又發生了一個新的困難。低率保費與準備基金所供給的穩固，對於新團員真是很引動的。但舊團員此時就感覺欠公平了：他們須得繳付多年的高率保費，而新團員卻不費分文地分享準備基金之利益。實際上這的確是剝削了前者的利益而以之津貼後者。對於這種困難，我們有一個可能的解決方法，那是依照加進團體的日期來計算各團員應納的差別定率的保費，此法在實行上頗不方便。另有一個較為簡便的方法乃使各團員都繳付同率的保費，而使新入者另外多付

一筆款子與原有的團員，以酬償他們曾聚成這筆準備基金。原有的團員甚至竟可拒絕新團員在平等的條件下加入，卻自行組成一個公司，向新團員收取較高而仍願繳付的保費，而把連同利息在內的一切盈餘，作為自己的獲益。

第八節 收入之來源

我們現在已具有一個典型保險公司的各種要素，例如非特祇受保火險，且亦受保個人或財產上的意外事件，竊盜險，貨物運輸之損失，雇主與汽車駕駛者所應負的責任，以及其他許多不幸的事件。這種公司的資本，其數量超過了公司之房屋設備等等之所需，這超額的數量，就被用來投資於生利的事業，成為公司之準備基金。其保費乃是很合規地調整的，使能產生一個保費收入足以抵銷意料內的賠款與開銷，而又能餘下一個獲利差數；至於差數之大小則須視競爭之程度而決定。所以公司股東之酬報，產生自下列三個來源：

(一) 上述的獲利差數；

(二) 未到期半數保費收入之可用於投資的部分所產生的利息；

(三) 準備基金之利息。

獲利差數之大小，如上所述，乃被決於營業競爭之程度，有時竟連互助保險法 (mutual insurance scheme) 本身的競爭也包括在內（按所謂互助保險法乃保戶本人就是公司之股東的保險法），所以其數量大抵頗為適中的。我們竟可謂沒有理由為什麼不該使此差數有時成為負數。為欲吸引營業因而獲得保費之未到期半數之利用起見，保險公司值得把由該項利用所獲得的利息發還一部分給保戶，其法在減低保費率，低得使對於保險營業之本身，平均地略略遭受微小的損失；因為即算把保費未到期半數所獲得的利息之一小部分，加於資本所造成的準備金之所獲得的利息上面，已很能使公司的股東們，覺得他們的含有危險的事業，有着足夠的酬報了。

事實上，英國之保險公司在過去幾年裏於它們的保險營業上（除去壽險不在內），所得的平均獲利差數乃在保費收入之百分之一·二至百分之四之間（詳載一九三三年七月十五日

出版的 *Economist* 保險增刊)許多公司並不動用這筆獲利來支付股息——股息全從資本所得的利息中支付——卻把來逐年滾入準備基金，因而鞏固了公司的地位，使能從事於增多的事業，更使於後期年份裏能夠支付增大的股息。

第九節 基金之運用

假若一個保險公司之資本與準備基金，能夠和全年的保費收入相埒（大多數英國公司的基金都較全年的保費收入大上許多），那末無論何時它的基金總數約等於全年保費收入之百分之一百五十，其中須減去用以支付公司之房屋，設備等等費用的一筆數目，約等於全年保費收入之百分之十。對於未到期的保費，約須有百分之二十（即等於全年保費收入之百分之十）劃作流動資金，以應付全年中逐月的保險收入之變動與損失之支付，因之所剩餘下的基金可用以投資的數量，約為全年保費收入之百分之一百三十。

當以此筆基金投資時，公司須酌量到逐年的賠款（與，或開銷）以及保費收入兩者之可能

的變動。該兩項可能發生變動的來源，它們所產生的影響，本質上稍有些不同，所以須分而詳察之。在任何年內賠款（與，或開銷）之增加所產生的影響，第一點乃在減低保險帳目中的獲利差數，因之連帶而減低了滾入準備基金的數量。假定上述的增加並不大於這個尋常的獲利差數，那末也再沒有什麼其他影響了。但如其那個增加卻大得足以使全年的保險營業遭受到損失，那末這項損失必得從所得的利息裏補償之，於是減少了用以發給股東的股息之總數。

假定我們想象中的尋常的獲利差數是年息三釐，同時所投基金所獲的平均淨利息率是四釐——即等於全年保費收入之百分之五強——，那末全年收入之能用以應付異乎常規的損失而不致影響投資的那個數量，是全年保費收入之百分之八強，約等於全年賠款與開銷之百分之八·五，或是約及尋常的賠款之百分之一〇·五（假定開銷等於全年保費收入之百分之二十）。祇有在賠款之增加超過這個數字的時候，公司纔須動用所投資的基金。

所以一定要遇到非常巨大的損失纔能強逼一個保險公司變賣其所投資的基金之一部分，而且這種強逼變賣投資的危險，仍可利用某種方法以消滅之，其法乃使所投資金每年有一部分

——例如百分之五——到期。如此，則公司又可另有一筆現款收入，其數量等於全年保費之百分之六·五，或尋常賠款之百分之八·五。於是賠款增高到超過規約百分之二十的時候，公司仍舊可以應付而無須變賣其所經營的投資。

另一個強逼公司變賣投資的事情，是保費收入減少到不足以抵銷全年的賠款與開銷，而使公司所執有的未到期保費之總數比例地減少。

既然現款支出之超過現款收入不一定由於損失，而可由於營業之減縮，經理人員每每不以爲須得停止攤發股息給股東以獲得必需的現款，於是就須變賣其一部分的投資。這種手續，因爲增加的現款並非突然須提來運用而是逐漸支付的，所以變得易辦多了。可是假定公司要想避免在棘手時期而被逼得去變賣投資，那末最妥莫如執有一筆適當數量的流動的未到期保費之資金，或是把投資安排得使每年能够有一筆適當的數量到期；因爲保費收入之顯著的減少較諸賠款或開銷之突然增高，則前者之可能性實較後者的爲大也。所以如其另外再把百分之二十的未到期保費之資金，或約全部投資之百分之七·五，投資於易於變賣的經營或使每年能到期，則較

爲穩妥多了。

公司如能按照上述諸方法而處理，並且執有總投資之百分之十二·五的流動金，或是使這個數量的投資每年能夠到期，或是兩者各採用一部分，那末就不致被逼而變賣投資了，除非賠款之增加超過了百分之三十，或是（仍令有常規的利益）保費收入減少到百分之三十五以上，或是前者增加了百分之二十，同時後者減少了百分之二十。在尋常時期公司是可以忽視比較這種更爲劇烈的變動之可能性，而把它的基金之餘數用來投資，使能夠產生高利息之獲益與付款之確切，不必如何顧慮到基金之流動問題。我們可以注意到所獲得的利率之變動，對於壽險公司是這般地重要（見本書以後各章節），而對於非壽險公司卻祇影響其付給股東的股息率之連帶變動而已。

第十節 另一方式的組織——保險公司集團

公司方式的保險組織之外，尙有另一種方式，是把每件營業分成許多分，攤派給若干較小的

保險公司，使得因之消滅其危險性。每個這種小公司於是各分負起許多分散的危險，因之能獲得合資營業的利益，而公司本身卻並不須有巨大的規模。此類小保險公司聯合成的集團中最著名的要算勞埃滋集團(Lloyds)了，不過世界上別處也有類似它的集團。

這種集團除了它是由於若干小而獨立的公司組成不是一個巨大的經營之外，其根本的金融組織實在和一個保險公司的並無不同。集團裏的每個團員，大都是由小的理事會所組成的，須得預付一筆有價值的證券，作為能應付它的責任之能力的擔保。該項證券無異於保險公司之準備基金，集團對之也給與利息。之外，而尚未到期的保費收入也產生了利息以增加保險經營實際所獲得的利益。像勞埃滋這種集團的團員所執有的總基金，無疑地可以與任何一個最大的（非壽險）保險公司相比擬的。

第二章 壽險公司之基金積聚——學理上的理由

第一節 壽險之宗旨

從基金積聚與投資兩者之立場而言，現在的各類保險事業中處於最重要的地位的，要推人壽保險了。緣因是壽險公司，除其能積聚和別種保險公司同樣的基金外，並且能積聚極大數量的特殊基金。該項特殊基金乃半由於壽險事業之學理上的情形所逼成，半則由於社會之需要一個略為特殊的方式的投資，此項投資，壽險公司卻能供給。

壽險之主要職務，是擔保保單內的受益人，使他因遇到保戶死亡而他所或能遭受的經濟損失得以償回。所以一個債主可以投保以預防一旦債戶夭亡，他不致遭受損失，或則一個妻子可以投保了以預防其丈夫不幸故世，她仍能有所依靠。假設並沒有可以合理地預計得到的或是合法

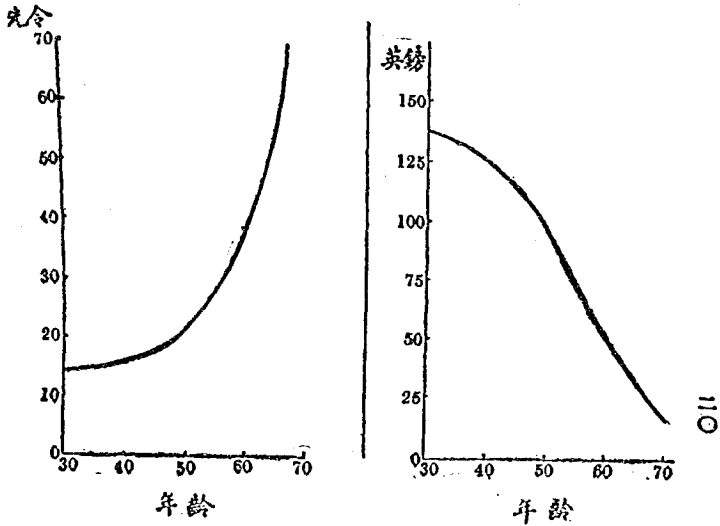
地假想得到的損失，那末乾脆就沒有任何合乎保險的利益，而保險合同因之也就失其效用。可是每個人對於他自己的生命都有合法的合乎保險的利益，並且可以有效地保險它，即算他知道自己死後並無任何人會因之而發生經濟上的困難。大多數的壽險公司之保單，實際上都是由於此點而獲得了它們的保戶，爲若輩之現在的或日後可能有的依靠人之利益。

第二節 一年合同之壽險

我們一眼看去，覺得沒有理由爲什麼壽險公司不能像別種保險一般，在一連串分散的一年合同之下營業；事實上在這種方式下，公司時常可以獲得暫時的保額。可是如其一個人永遠是這樣運用了上述的方式來保他的壽險，他不久就可以發現他所保的同一數量的保額，每年所應繳付的保費，總比較上一年的要略略高些。當然，這是由於人口之死亡率因年齡之加增而加增，各個人之死亡的可能性也是一樣，緩緩地加增到五十歲，過此年齡後卻就飛快地加增起來。保險公司在劃定保費時當然考慮到這種加增的死亡之危險，因之那個人如其慣於採用一連串短期的暫

時的合同來投保他的壽險，就會遇到兩種情形之一：繳付一個連續加增的而到晚年時則飛快地加增的保費，或是他所保的總數逐漸減低（見第四圖）。

此類情形固然不一定是一種不利。對於許多人那個低保費和高保費的時期，恰與他們的家庭負擔最重以及他們不幸而死亡則依靠人遭受亦最重的一個生活時期相符合，而等到規定的保費所擔保之保額減低的時候，



第四圖 一連串一年合同之壽險
 (甲) 投保每百英鎊的
 年付保費
 (乙) 每一英鎊之年付保
 費所得的保額

他們的家屬因他們的死亡而可能遭受到的經濟上的損失，每每是非常微小的了，或竟可並無損失。

但是這種永久採用一連串分散的一年合同來保壽險的方法，卻有一個異常嚴重的缺點。人之死亡可能性，在隨後的年份裏，可以不但跟着增高的年齡而逐漸增加，並且能夠因為疾病或意外事件而突然地增高，因而使得他對於下一年的保險，須繳付大大增高的保費，或者竟至使他完全無入保之可能。

第三節 無保險基金的永久合同之不可能

免除上述困難之顯著的方法乃簽訂一張年份久長的合同，因之，例如繳納一筆規定的每年保費以取得某一數量的保額，其數量則因着年齡之增高而減少，情形正如在一連串一年合同下繳付不變更的每年保費所能獲得的保額。況且在一個規模足夠大小的團體裏，死亡率是較其他任何危險之意外率為易於斷定的，並且過去百年裏的經驗又指示出今後之死亡率若有任何變

動，那一定是朝着減低的方向變去的，換言之，是有利於公司的。所以這種長期合同之推行是頗爲便利的了。至其所規定應付的保費當然須比較一年合同所規定的爲高；因爲公司既不能拒絕繼續受保那些由於疾病或意外事件而損毀康健的舊有保戶，那末這樣一組的長期保戶之死亡率，於不久後就將高過另一組人數相同但經過選擇過的一年保戶之死亡率，因爲對於後面的一組，公司可以不斷地把康健損毀的各個保戶剔除掉的。在另一方面，則每年所需耗於續訂合同的費用卻可省下，公司之開銷也因之可以減小。

可是此種方式的合同，雖能履行其一部分目的，使每個保戶在繳付每年保費後，得於該年內享有全數的保額，但對於另一部分目的，即擔保保戶不因康健損毀而遭到不能投保的危險這一點上，則卻不堪實用了。每個保戶須自行簽認在規定年限內連續地繳付他的保費，違約則受法律之懲罰，可是即算保戶肯這樣運用法律來束縛自己——事實上這種事情確是很少可能——保險公司還是難於，且每每竟不可能，實行合同。假定合同裏沒有這類受法律束縛的一個條款插入，或是即算插入而卻不能實施，那末保險公司一方面須繼續受保該組內已繳付保費的各保戶，一

方面又不能強逼那些情願讓保單作廢的保戶繼續繳付保費。

所以那些入保了若干年份後身體仍舊康健的保戶，發覺可以暫廢止其保單，而把原有保險期限之餘下年份，向另一家公司訂立新合同。他們可以在新合同裏獲得比較舊合同爲優越的條件，因爲舊的是根據全組保戶之預期的死亡率而訂定的。能够保持其康健至若干年份的保戶，在隨後數年裏他們的死亡率顯然是較低於全組之死亡率，而那些康健消失的保戶之死亡率也一定較高於全組。於是康健者察覺還是脫離這舊的一組，而去加入他處以獲得比較那些原先給與全組的爲優越的條件，可是公司方面因爲祇剩下康健消失的保戶，死亡率也因之而更高。康健的保戶脫離後公司所收的保費於是不足以抵銷賠款，因之就遭受到損失了。

第四節 保險基金之學理上的需要

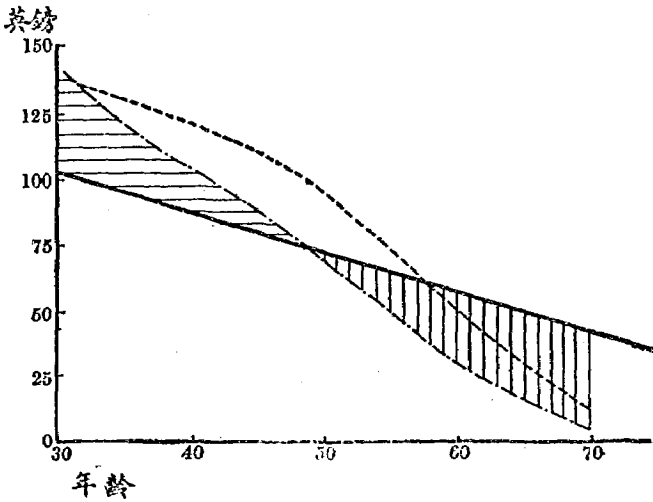
公司既缺乏力量以強逼所有的保戶履行對於合同之整個維持，那末就須有相當的引誘給與身體保持康健的保戶，使得他們能仍舊爲原組的團員。關於此點，則公司可以在合同裏的早年

內扣除各人之保額之一部分，而到晚年時歸還之，因之，保戶在開始時祇能獲得極少數量的保額，而到後來卻可獲得極大的數量。假定有足夠數量的利益如此地被延期支付，而同時又無退保事件發生，那末那些能够保持康健的保戶，值得繼續他們的合同，以便能獲得延期的利益；就算他們脫離的話，他們所放棄的利益，也足以取來應付他們所遺下的保戶之較高的平均死亡率，公司方面不致於遭受損失（見第五圖）。

各個保險公司都創立了類乎此種保單的各種新穎的方式，統名之為「家庭收入保單」(Family Income Policies)，供給與那些想要以最少的費用以取得最大的保額的保戶們，而當其時他們的家庭開銷及責任，卻是最重的時候。例如有一種方式乃在一張合同裏繫聯起兩張根本不相關連的合同——其一是定額的終身平均保費之保單 (whole-life level premium policy)，另一則是在開始時給與非常巨大的利益，隨後逐漸減少直到第二十年時完全消滅，雖然終身內仍繼續繳付同數的保費。所以在這種聯合保單之早期年份內，每一英鎊所能獲得的保額，幾和攤派全年利益之保單 (full current benefit policy) 在早期年份時所得的相等，但到第

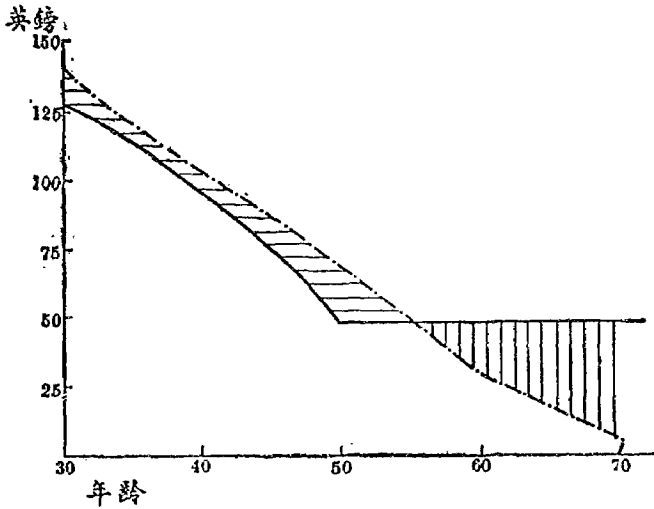
二十年時，那就較小得多了。隨後雖然保費所產生的本年度的利益仍繼續減少，保額卻停止，減跌；而以前所扣發的利益，到晚期年份時就可把來給與後死者（見第六圖）。

保險公司既因純粹學理上的理由須把早年保費所應得的一部分利益扣延到晚年



第五圖 每年保費一英鎊之保額
 (1) 一連串之一年合同 (斷綫)
 (2) * 擬派全年利益之長期合同 (斷點綫)。
 (3) * 延派一部分利益之長期合同 (長綫)。
 橫影面指保單早年時所扣發的利益，直影面指晚年時所派之超額利益。
 * (2) (3) 兩綫俱為例證起見而任意劃下的。

時纔攤派，則早年的一組保單之保費收入，必定超過了賠款與開銷。於是直到該組之晚年時，基金可以積聚在保險公司的手中，到那時則扣延的利息，須得取來付給未死保戶，而且賠款與開銷亦已超過保費收入。當然在此許多年份內基金早已在生利了。此點則在規定原有的保費率時早該見到，因



第六圖 每一英鎊之保額

(1) *攤派全年利益之長期合同 (斷點綫)。

(2) 『家庭收入』保單 (長綫)。

橫影面指保單早年時扣發的利息，直影面指晚年時所發的超額利益。

* (1) 綫乃為例證故而任意對下的。

而在各公司競爭之壓力下，可用來調整保費，使保戶們能獲得此種利息之預期的總數之大部分利益。

所以即算沒有其他任何因子，純粹學理上的理由，就須使壽險公司手中長期積聚有大量的生利的基金。可是此種理由之外，另有一個更為重要的理由，下章內將詳述之。

第二章 壽險公司之基金積聚——社會之需要投資便利

第一節 社會之需要安穩的投資之居間機關

壽險公司之不同於他種保險公司而能積聚大筆基金者，其第二個而且更爲重要的原因，是爲了大部分社會需要安穩的居間機關以投資其蓄金。壽險公司對於這種需要——因爲在任何情形下，公司都須投巨額金錢，這樣，於是必須要雇有精明的投資專家——卻很有資格可供給的。並且，在英國，所得稅之法令更鼓勵此種居間機關之利用，對於入款之用以繳付壽險保費的，以及期終時所獲得的保單之總獲益，兩者都被免除一部分或全部的稅收，而且又允准尋常的壽險公司在計算應繳的稅額前，先把開銷從基金所產生的利益中除去，使得實際上能在較爲減低的定率下繳付所得稅。

第二節 純粹養老保單 (Pure Endowment Policies)

從某種立場講來，每個積蓄的事件，本身就是一種保險——預防本人或其繼承人在將來可能發生的貧困。保險公司可以輔助這種最簡單的保險方式，收取保費而訂定在保戶死亡或到某規定日期時歸還之，並且給與一個協定率之利息。

用此種方式所獲得的保險，以預防因保戶夭亡而使依靠者受損的，其數量必很微小；但是對於保險之為預防老年時的貧困的，則公司必能獲得巨大的數量。假若保戶無任何依靠人，他（或她）或許願意在死亡後放棄全部的償還金；又假若他能夠獲得固定的收入直到——譬如說，六十歲的話，他或許願意訂立一張償還之數量比較低小而卻能早日到期的保單，因之到六十歲時就可以獲得一筆整筆的款子。保險公司可以接受此種事件，因為等到合同到期時，公司非特可以支付未死保戶本人之淨保費（除去開銷的保費）連同加添的利息，並且可以獲得因為死亡而作廢的以及一部因違約而置銷的許多保單之保費與利益（見第七圖）。

此種保單明顯地含有許

多湯梯式 (Tontine) (註一)

之原素，所以我們可以名之為

「湯梯式養老保單 (Tontine

Endowment Policy)」。它的性

質和純粹壽險單的迥然不同。

後面的一種是預防因死亡而

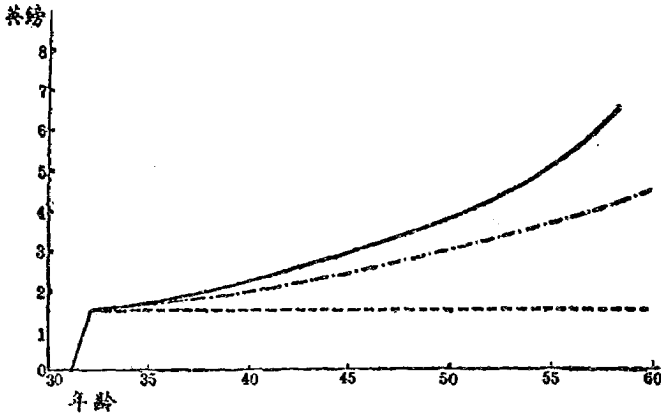
依靠人受到貧困的，前面的一

種是預防因壽命過長而本人

受到貧困的。

(註一) 湯梯式是一種方法，由

若干人合組起來，捐集



第七圖(甲) 百鎊三十年組無壽險性質的純粹養老保單
(依據假定的死亡率與利息率)

每個未死保戶之養老儲蓄基金之每年的加增，由於：

(1) 本人之保費除開銷後所餘的每年盈餘 (斷綫)。

見於開始時開銷之巨大，故假定第一年並無盈餘。

(2) 本人以前盈餘保費之複利加上 (1)。(斷點綫)。

(3) 每年加增之總數，包括年內死亡的保戶之基金部分。

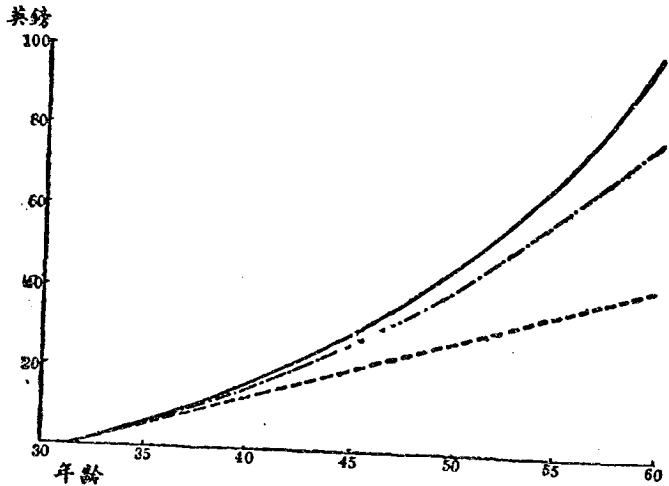
(長綫)

一筆基金，其所得獲益
每年分派給未亡諸人。

第三節 年金 (Annuities)

(Annuities)

如其對於所獲利益採用
年金式來支付而不用整筆現
款式，則養老保單能夠變成預
防老年貧困更為有效力的防
衛了。一個老年人，無論是因為
沒有依靠人或是因為其他緣
由，而想要在其殘年時消用他



第七圖(乙) 百鎊三十年組無壽險性質的純粹養老保單

每個未死保戶之養老基金之每年的加增，由於：

- (1) 以前本人之保費除開銷後的盈餘 (斷綫)。
- (2) 本人以前盈餘保費之複利加上 (1)。(斷點綫)。
- (3) 每個未死保戶之基金總數，包括死亡保戶之基金部分在內 (長綫)。

的資金以增加自己的收入，就遇到不能預知可以再活多少年的困難。假定因為預期再可活許多年因而非常緩慢地消用他的資金，以致到他死的時候卻留下了一部分來，那末他活着時將過着困苦的日子，而事實上固然無須如此的；又或活得超過了預期的年齡，於是在未死前他的資金早已全數用竭，那末在他的風燭殘年裏一定將過着赤貧的生活了。假定把他的資金投保終身年金式保單於一個公司，他就可以保證自己直到死亡穩有一筆確定的收入，其數量則比較所投資金所能產生的利息要超過許多；而保險公司方面則可運用死亡率表來估定資金之獲益，把那批早死的保戶之利益，取來抵補公司因一部分保戶晚死而所遭受的損失，這樣就可以把全部危險消除了。

所以公司之經營養老保單而利益則依照年金式支付的，就替各組保戶積聚了一筆生利的基金到若干年，然後陸續把來支付，這全部的程序，從開始起直到最後一個支取年金者的死亡止，約須經過七十年或更久的時期。因之，假定公司對於這個長時期間的死亡率，利息，以及開銷等有準確的預計，那末到期終的時候，公司手裏就能剩餘下一個尾數，這就是公司的獲益了。反之，假

定公司超估了死亡率或利息，或是低估了開銷的話，那末公司或將不能獲得這個利益差數，甚且竟會受到損失。

第四節 終身養老保單 (Life Endowment Policies)

前所敘述的那種湯梯式養老保單，雖然並非不普通，可是因為能夠引起許多實際上的困難，保險公司對之並不鼓勵其發展，但當這種保單和壽險保單聯繫了起來，卻就大大地被採用了。在這種聯合的保單下，保戶須在規定的年限裏繳付定率的保費，以換得在協定的年限內的一個規定的壽險保額，而且到期終時享有獲取一筆規定額款的權利——其數量雖然不是時常，但每每是壽險保額之總數。這種保險，一方面替保戶之依靠人預防由於保戶早死而遭受的貧困，一方面又替保戶本人預防由於壽長而失掉賺錢能力以致遭受的貧困，雖然所達的預防範圍，前者及不到純粹的壽險保單，後者也及不到純粹養老保單。這固定的聯合保費，其用於上述兩種不同目的的比例，是依着保戶之年齡而變動的。在保單之早年時所須用以支付當年之保險的費用頗少，因

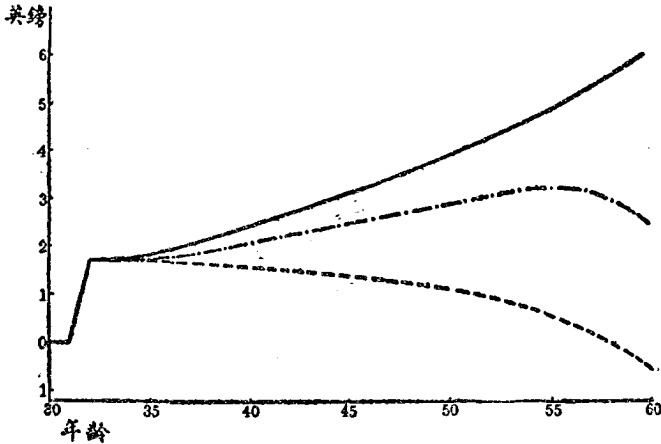
之能够有大部分的多餘的保費，把來滾入保險基金。當保戶逐漸年老，他的死亡之危險加增時，保費之須用以抵銷全年保險所需的費用的，其部分也越增越大，而到保單剛將到期之前，用以開支本年度的保險所需的費用或者幾乎和全年保費之收入相等，或竟且超過之。當然其時所積基金早已在獲得複利，因之，每年滾入各個未死保戶的基金之數量，單從這個來源，於保單期終時的已可和開始時的相等，或竟超過之，雖然在期終時保費之可被利用的部分已越減越少。

同時又加上了保單未到期而已死亡的保戶所積下的保費之超額部分，每個未死保戶之基金數量因之更加增大了。已死的保戶直到臨死時，都繳付着大大超過當年保險實需的保費。這種過超卻因為保戶早死而把來滾入於同組裏未死保戶之過超保費所聚成的基金，於是等到保險到期時，未死者就獲得了一筆比較本人之過超保費上所積聚的總數與利息大上許多的款額。所以終身養老保單，正像純粹養老保單，也含有湯梯式的一個大原素，就是未死者可以享有已死者遺下的權利（見第八圖）。

第五節 終身保單

(Whole-life Policies)

這些湯梯式與投資之原素，在終身養老保單裏是極為顯著的，在尋常的終身劃一保費的保單裏(whole-life equal premium policies)亦可見到。在後述的保單裏，所積的基金，並不於規定年限到期時用現款付給未死保戶，而卻用來給他們一個年老時的保險，其

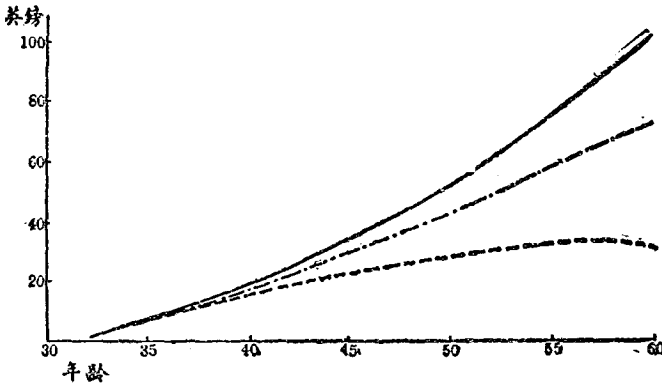


第八圖(甲) 百鎊三十年期的終身養老保單
(依據假定的死亡率與利息率)

每個未死保戶之養老基金之每年的增加，由於：

- (1) 本人之保費除去賠款損失與開銷後之每年盈餘(斷綫)。
見於開始時開銷之巨大，故假定第一年並無盈餘。
- (2) 本人以前盈餘保費之複利加上(1)。(斷點綫)。
- (3) 每個未死保戶每年加增之總數，包括年內死亡的保戶之基金部分(長綫)。

保費率較之所需用以抵銷賠款之費用的數量要減小許多。所保的總額，到年限終了時（通常養老保單都是三十年），並不整筆發還，而卻陸續發還，直到保戶死去為止。所以該組的保險基金是陸續地而不是突然地用竭的，因之可以繼續產生利息，而未死的保戶也繼續支付他們的保費。爲了這個緣由，這種保險所需積聚的基金總數，不必像養老保單的那般大。明白地講，也就是說在早年時每年的保費收入抵銷賠款後的過超數量不必怎樣巨



第八圖(乙) 百鎊三十年組的終身養老保單

每個未死保戶之養老基金之每年的增加，由於：

- (1) 本人之保費除去賠款損失與開銷後的以前的盈餘(斷續)。
- (2) (1) 加上複利(斷點錢)。
- (3) 每個未死保戶基金總數，包括死亡保戶之基金部分在內(長續)。

大。所以湯梯式與投資之原素也不像在終身養老保單裏的那麼顯著。

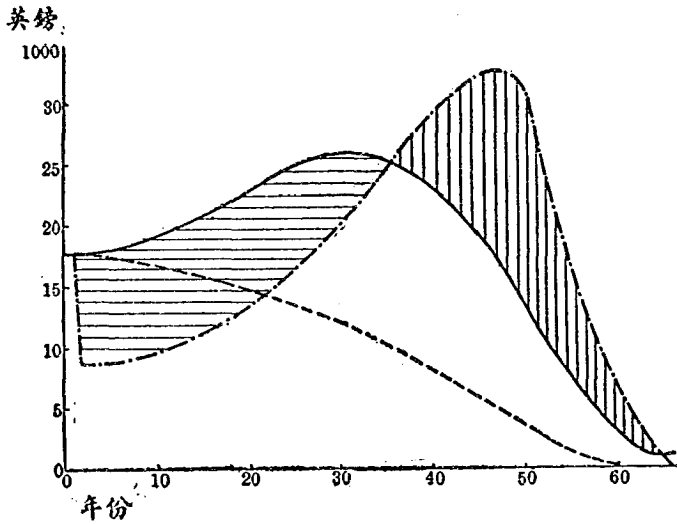
第六節 單組的壽險基金

假定我們去查考一組終身保單 (whole-life policies) 其保戶都是在年輕時同一年分內投保的，我們就可發現這個保險公司當流動的保費收入與利息超過賠款與開銷的時候，可以陸續積聚一筆保險基金，到後來保費收入跌減而賠款高增的時候，就陸續支付，其全部程序約須歷六十年之久。保費收入跌到當年的賠款與開銷之下後，因為利息之收入的關係，基金仍可在某一時期內繼續增加；但是後來賠款加增得使當年的全部收入不足以抵銷的時候，那末就須提用基金了。基金既減少，利息之收入也隨之低減，而因之基金就更加快速地被提用，直到當該組保戶將近全數死亡的時候，賠款纔開始用更快的速度向下減跌。最後，末次賠款也已付清後，基金中剩餘下一個尾數來，那就是公司在這整個長期營業裏所獲得的結局的利益了（見第九圖）。

第七節 整個

保險公司之壽險基金

在每個年齡組裏的基金，這種積聚及提用之程序是繼續不斷地演着的。可是於各組分別計算時固屬準確，於計算整個公司時卻不然；因為舊有各組之基金，由於提用而短缺的數目，被較新加入的各組所積聚的基金所

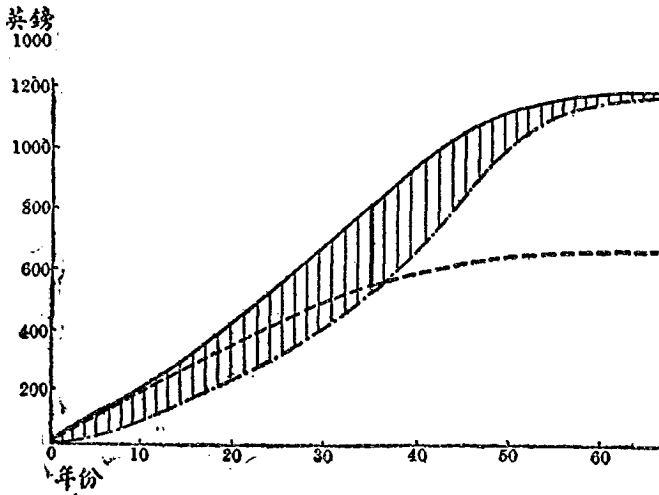


第九圖(甲) 一組一千份的千鎊終身保單，每份年繳保費十八鎊。
(依據假定的死亡率與利息率)

- 全組每年之收入與支出。(1) 每年保費之收入(斷綫)。
- (2) 每年之總收入，包括保險基金之利益在內(長綫)。
- (3) 每年賠款與開銷之支出(斷點綫)。

橫影面指每年滾入基金之數量，直影面指每年基金之減少的數量。
見於開始時有巨大開銷，故假定第一年並無盈餘滾入基金。

填補了，因之，一個老公司，在穩定的狀態下，每年如其仍獲得同等數量的新保單，則各組保險基金相加起來的總數，一定是固定不變的。一個新公司的積聚，必定有許多年是超過提用的，它所執有的總基金於是不斷地增大；至於公司之正在或剛會有擴增的營業的，它的積聚也必定超過提用的。即算新營業減少，總基金仍舊可以



第九圖(乙) 一組一千份的千鎊終身保單，每份年繳十八鎊。

全組之累積的收入與支出。

- (1) 累積的保費收入(斷綫)。
- (2) 累積的總收入，包括基金所生的利益(長綫)。
- (3) 累積的賠款與開銷之支出(斷點綫)。

直影面指每年的基金之總數。

繼續暫時加增，假定這個公司是新成立的或是剛曾有過擴增的營業的話。大部分保險公司在上一世代裏既曾獲得有巨大數額的新營業，所以必須到以後的新營業有一個巨大而延長的跌減的時候，公司纔會被逼得去提用它們的保險基金。

第八節 無基金的互助保險 (Mutual Insurance) 之嘗試

壽險基金之顯著的永久性使得一輩人在壽險事業初創的時期時，相信無維持這筆款子之必要，因而把來作為巨額的現款紅利分派與保戶，或另用其他方法分派之，結果致使許多公司破產。同此錯誤的觀念又引起了另一種嘗試，那就是經營互助保險會社，收取平均保費 (Level Premium) 而卻並不積聚什麼保險基金。最簡單的方式乃當此種會社遇到有死亡事件發生，就向各個社員收取一筆固定的等數款額，無論所取得的結果如何，把來給與死亡者的代表人；或者是對於每個賠款之請求，都付與一筆規定不變的數目，由各個團員分擔相等數量的款額，其款額之多寡，則須視社員之多寡而定之。上述的兩種方法，無論那一種都顯示出年輕社員所繳付的款額，超

過了他們所能獲得的保額之價值，而年老社員所獲得的保額，卻超過了他們的繳納的款額之價值。倘若這種方法開始時是一個混合年齡組，那末年老社員可以以低代價而獲得保險，年輕社員則繳付超額的款子，而卻祇能於日後年老時遇到有新的年輕社員加入來繳付超額的款子時，纔能毫無利息地收回。假定這種方法開始時祇有年輕社員，那末他們起初祇須付他們的保險之真正的價值，數量是非常微小的，到後來如其有新的年輕社員絡繹加入，那末前者到年老時將繳付較低於保險真值的款額，以取得保險。因之他們終身繳付了較真值為低的款項而獲得他們的保額，至於所短缺的數目，則俱由後來加入的年輕社員所供給。假定那個會社一旦而消滅的話，（因為年輕人喜歡加入較新的年輕組，可以繳付較低的款額或獲得較高的利益，所以頗有消滅之可能）那末該組的後來加入的社員們，將永遠不能收回他們所繳付的超額的款子了。

第九節 團體保險

祇在一種情形之下可以永久經營平均保費 (level premium) 的壽險而無須有保險基金，

那是當一個團體，它的組合是爲了別種緣由，對於保險，並不視爲如何重要之事的。例如，某一公司全體雇員的團體。年老團員仍以低代價獲得保額，年輕團員仍損失他們的超額保費之利息，但新的年輕團員必須陸續地加入以填補年老團員之死亡或脫離團體所發生的缺額，而且全團年齡之組合也必須固定少變。在這種方法下，很可以使團員們永不實覺它的不公平（即算雇主代繳保費，仍可有不公平存在的；因爲這樣則雇主實給與在方法開始時的年老雇員一種潛隱的相當的工資增加）。即若此種方法中斷而不再繼續，年輕的後入團員損失了他們的超額的保費，他們或許仍舊永不實覺已損失了他們所曾繳付過的保費之大部分。

第十節 保險公司集團對於長期的壽險單之難於實行

壽險事業中的長期合同之風行，以及各機關因經營壽險而積聚得的大筆基金，二者卻產生了一種意外的影響，那就是使得許多小保險公司事實上不能加入而競爭於此種特殊的範圍內。倘非因商務委員會（Board of Trade）規定所有的壽險公司均須繳付巨額的預存金的話，勞埃

滋集團的團員當然能够經營短期的壽險保單，但是它們各個對於經營長期合同與執有巨量基金以保證保戶之利益，這兩種所需的連續性及永久性，卻俱付闕如，同時它們各個公司的規模之小又使它們難以安排及發展其投資，而使能和大的壽險公司相競爭。

第十一節 保險公司所遭受的危險

各組保單實際上是否獲得所預料的利益則須視決定保費率時的預料之準確性而定。假定死亡率與開銷率都較低，或則利息率較高於原先所預料的話，則所獲的利益必將較所預期的為高；反之，則必將較低。一張保險合同既可訂至六十年或更長久的時期為有效，其由於預料而所能發生的錯誤之可能性，狎視之必覺甚大。但我們有幾個要素可使一個保險公司在決定它的不分紅保單 (without-profit policy) 的保費時，減少它所能遭受的危險。第一，死亡率之趨勢在過去百餘年間一貫地向下減跌，以理論之，在今後亦不致反向上增加的。所以無論死亡率之有任何變化，看來這變化對於保險公司總是有益的。關於將來開銷的難決，其程度也是可以減輕的，因為一

張保單所擔負的開銷總數之大部分都發生於第一年，因之祇有較小的餘數擔負着不能預知的變動了，至於將來的利息率之難決，則可運用固定利息率之長期借款借與可靠的債戶，來解決它。但此種保單之能適合於各種情形，仍須受制於以後所將討論的某幾種條件的。

第十二節 分紅保險 (With-profit Insurance)

竟似乎沒有理論上的理由，為什麼與長期保險合同不能開交的許多危險——在相當的貼補之下——保險公司的股東們不應負擔之。但實際上，或由於歷史上的理由，許多早先的壽險保單都基於互助的基礎上而經營的，一部分又因有許多投保的人們意欲參預此種負擔風險的事業，以冀能分享預期的獲益，因之，大部分——在互助會社中，竟是全部——的死亡率，利息率，以及開銷率之變動之危險，乃由特殊的一批保戶負擔起，他們被稱做「分紅」保戶。這些「分紅」保戶繳納比較「無紅利」保單為高的保費率，所以如其祇是支付出所保總額，則當所有的賠款全數到期後，每組保險基金裏將剩下為數不小的盈餘。這種盈餘之數量則須視死亡，利息，以及開銷

諸率之實際情形而定，但保費率是被規定得高得使必能有些盈餘可以剩下，即算賠款與開銷都較高而所獲利息又較低於原所預料的；這個盈餘於是可以用來以應付無紅利保單組之缺絀。從另一方面講，如其各方面的發展都較預料的為佳，則不特分紅組之盈餘可以較大於原所希冀的數量，就連無紅利組之基金之盈餘，可用以分派的，也較原所希冀的為大。在互助保險會社中，此類盈餘（或利益）之全部，都把來攤派給分紅保戶，但在合股公司中（proprietary societies），則有一個規定的部分（通常是百分之十）劃入股東的股息內，其餘下的部分，則歸諸分紅保戶。

分紅保單所繳付的準確的保費率，其實祇須高得必能有一個差數以應付許多合理的難料事件，實際並不怎樣重要，因為保費越高，則攤派的利益越大；但在合股公司內，則非常巨大的保費率實使股東也不下於保戶能獲得較高的利益。可是實際上保戶並不了解這點，他們其實可以把握額的保費，投資於別種事業，在無論何種情形之下都可獲得較優厚的利益，而同時又能在另一家保險公司那裏，繳付較低的保費而獲得同數的保額。所以營業的競爭強逼各種保險公司與互助會社收取大體相同的保費率。

第十三節 按期估值利益之核實

我們當然不能等待各組基金期結束後再核實可以攤派的實獲利益，因為到那時那些有權分享的保戶們早已死去，就連大部分的他們的子女也都故世了。所以保險公司實行按期「估值」，來核實前一期限內所獲得的利益，其期限約自一年至五年不等。

在最簡單的方式下，壽險估值之原則乃如下所述。憑藉死亡率表，估計出每個未來年份內對於支付賠款與年金這兩者的總數。把這些總數用適當的利率率來折扣到現在應有的數量，於是就核實出未來的賠款及年金兩者之現在價值。淨保費（即減除開銷負擔（loading）後的保費，如為分紅保單，則更須減除獲利差數）之未來收入之現在價值，也可同樣地核算出。前者對於後者的過超就是壽險基金裏所應有的數量，假定這個公司從會計方面計算起來能够清償負債的。基金之實在的資產於是估值出，而其超過會計上所需的款額之數量，就可算作利益而攤派了。這筆利益可用現款來攤派與分紅保戶及股東，但通常每以之作爲一次繳足保費（single pre-

minimum)來附加入每張分紅保單的原保總額上。此種增益名爲「後享紅利」(reversionary bonus)。至於如此增益後所給與的附加保險，則可或屬分紅性質或屬無紅利性質；無紅利性質的名爲「單純後享紅利」(simple reversionary bonus)。分紅性質的名爲「複利後享紅利」(compound reversionary bonus)。

上所略述的簡單原質在實用上則須大加修改，在本章末後附錄的英國壽險估值之報告裏面，可以詳細地見到。

第十四節 各組利益之攤派

另一個困難迄今尙祇一部分解決，那是關於紅利性質的利益之公平地攤派與各組不同的「分紅」保戶一事的。理想的方法固然是把性質相同的各組，換言之，卽年齡相同而又是同年加入的保戶組，一組組分別計算而攤派其利益。這類組別的數字一定是非常巨大，而就在最大規模的公司中，許多這種組別也一定祇能包括太少數量的保戶，不足使危險能有有效的分散。一部分

爲了這個緣故，一部分又爲了使行政單化起見，保險公司大抵除了劃分終身養老保單與終身保單以及各種長短期的養老保單外，更不劃分其他組別。在每一個大分類裏，每一個「分紅」保戶平均地分享有各組之總獲益，即若在其本人的一組裏所獲的益益較大或較小於平均數。但這樣有時會包含巨大的不公平，例如假定公司之投資值變動，致使逐期的獲利增減得很厲害：早年加入的保戶於投資跌值時期被取消了紅利，其後那批後來加入的保戶卻平均地同樣享受到隨後投資增值時期的優厚的紅利。有些公司有時也會以取得保單於某一日之前後作爲標準，而支付差異的紅利率來減少此種不公平。

第十五節 獲得新營業的費用之攤派

在陸續加入的各組保戶中，其另一個不公平的可能緣由乃在獲得新營業的費用之攤派。這種費用，既因爲獲得新營業而耗用的，循環須由新保戶負擔起，最好是加在他的第一年的保費上。但有時這筆用以獲得新營業的費用卻超過了新保戶們所擔負的部分。此點對於分紅保戶顯

然是不利的，除掉它能給與他們各人一些其他費用之減低外。可是即算在互助會社中，也每每有因爲經理及職員們，在獲得新營業以維持或擴充他們所服務的機關時所取的個人利益，致使獲得新營業的費用超過了額定的數量。在合股保險公司中，則現有的「分紅」保戶之利益及股東之利益對於此點上卻有顯著的衝突，因爲前者都注意於把現有的每百英鎊的分紅保單之獲益增至最高度，而後者則注重於把總獲益增至最高度。當然，獲得新營業所支付出的超額費用似不致有何等嚴重影響於紅利率，因爲不然的話就不致會要什麼新營業了。但是股東的代表們很可能覺得把某一筆經費直接用於經手人的佣金或用於廣告上，必較諸多分一些紅利爲優，因爲前者能使得公司獲得更多的營業也。

第十六節 分紅保單之需要

分紅保單因爲繳付固定的每年保費，所以給與各個保戶一個跟着年齡之加增而增大的保額，而那個純粹保險之方法，則我們業已見到，固定保費之保額卻因年齡之加增而減少，至於分紅

保單則不因年齡之加增而有增減。所以分紅保單卻含有比不分紅保單為較小的純粹保單之成分與較大的湯梯式投資之成分，又負擔起死亡、利息、與開銷諸率之變動之危險。因為補償他的保費之在早年時祇能獲得較小的保額而又擔負起變動之危險，因之一個分紅保戶，大約過了五十五歲後，就獲得了享受大大增加的利益之可能。所以一個保戶在寧願選取分紅保單而不取無紅利保單時，他實在是是在賭賽着他的壽命之必較長，以及公司在規定其不分紅保單之保費率時對於未來發展的估計之必準確無誤。普通的一輩保戶似乎都覺得這兩種賭賽均頗穩妥，因為在全國（英國）中分紅保單之超過無紅利保單幾為四與一之比數。可是我們可以注意到由於利率之巨量的降跌以及因此而可能影響紅利率之減低之此種情形，使得無紅利保單之需要，因其它的保費率並未增高，大見加增了。

第十七節 退保與保單借款(Surrender and Policy Loans)

我們現在可以考查一個保險公司當運用其保險基金以安排於各種投資時，所應注意的主

要的顧慮。保險公司之正在或剛曾獲得擴大的營業的，則每年由於保費連同利息而除去了本年度的賠款與開銷後，所餘下的過超以滾入於保險基金的數量，卻是很大，因之每年公司的手中，執有多於流動所需的現款。這筆現款當然是非常流動的，所以，遇到巨大的意外加增的賠款發生時，祇須暫時節制新的投資，就足以應付了。即算新的營業在減少，在若干年內基金還是可以繼續地加增，因而能有過超的現款，可以用來應付異常的需要。假定不是爲了保險合同中所通有的某一條多少有些奇怪的條款，保險公司之投資幾乎可以無須有流動性；但是公司在整個承保期內，全被合同所束縛住，而保戶卻隨時有解除合同的權利。如其保戶竟然解除合同，無論用通知的方式或是停止繳付保費，他並不失掉享有所積基金中的他的部分之權利，而卻能以下述二個方法之一以取得基金之利益。其法乃或則把所積的部分作爲一次繳足保費 (single premium) 給那個保戶換得原合同內所規定的一張同樣性質的繳足保單 (fully-paid policies) ——保額當然較原訂的爲小——或則以現款付還之。如其保戶要取現款，即所謂「退保值」(surrender value)，則數量必較小於他所應得的保險基金之全分。否則康健的保戶，在投保數年後，值得解除他們的

保單，而去重行投保於別家公司了（參閱第二章第三節）。但是在經濟困難的時候，又或對於國家通貨之穩固有所懷疑，或是對於保險公司財政穩固的謠言，每使保戶們寧願犧牲其所積基金中因退保而被扣去的部分，以取得餘數的現款。有時在例外的情形之下，可以發生類似「擠兌」的事件，這時公司含被逼而變賣其一部分資產外，頗難獲得足數的現款來應付退保之所需。在退保而扣除「罰金」較少的公司，這種危險顯然較扣除多的公司為大。

許多保單中另有一行條款幾能使發生上述的同等結果的，那是給與保戶有向公司貸借固定利息率的借款的權利，其借款之數量幾及保退值之全數。這個條款於保戶卻是非常有益的，並且又常常使公司有一個有價值的投資出路，但有時如遇到像上述的那種例外情形時，卻發生了保戶借款之過度的需要，因之使公司用竭其所能供給於投資的現款，而被逼得或是變賣其一部現有的投資，或是向外界借貸了。

第十八節 基金之運用

雖有那麼許多可能發生的事情，壽險公司之投資所需的流動程度，比較其他機關像銀行等等的投資所需的，則小得多了；而且於保險基金之增大所不斷地產生的流動現款之供給之外，如其公司更安排一小部分投資使能每年到期，以作一個增添的來源，則全部的現款之供給，頗足以應付所有的常規的所需，尤其是如其退保價值是被規定得低小的話。保險公司頗值得來規定稍低的保費，假定如此而能減低退保價值而卻並不損失營業；因為由於減少公司之流動金之需要，可以使利息之獲得因之加增也。

於流動金方面，保險公司對之或可以不必如何準確，但於投資之獲益方面，則其情形迥然異殊；因為公司對於長期的獲益，換言之，即利息之加上資本增值又減去資本貶值之數量，乃欲依之而產生足夠的獲益，來抵銷其開銷與合同上的負債，並支付分紅保戶所希冀的紅利與股東之股息。固然那減低紅利的權力所給與的巨大範圍，使得壽險公司雖非不可能卻很難於致於破產，但是紅利與股息之減低，自然使保戶與股東不滿的；而且公司如其常被困於低小的獲益率，其所引起的低小的紅利將使營業轉移到別家公司去。這點雖不影響現有的保戶，於股東或職員等，固

然是不願意的。在這近世的變動的情況下，壽險公司之經理們，爲欲維持一個獲益，使能超過賠款與開銷而仍能剩下一個適當的盈餘，必將遇到的許多困難。本書以後各章內，將詳爲究討之。

附錄 英國使用的壽險估值之幾種方法

根據潑蘭脫氏 (Mr. Norman Plant, F. I. A.) 之報告

我們因為要以最簡單的方法來討論壽險的這方面的情形，所以爲便利起見，這裏採取了終身繳付每年保費之終身保單 (whole-life policies) 來估值。

運用預製成的函數，即根據了爲估值計而假定的死亡率及利息率所算出的，則某一規定年齡內的死亡所應支付的一英鎊之現在值，可以很容易地核實出。如其有效的終身保單在估值日期都按照保戶所達年齡而分組，又把各個年齡組的危險之總數與適當的估值函數相乘，其積數就是各年齡組的保額之現在值，而如其是分紅保單，則除上述者外，又附有紅利之現在值。把各個年齡組之總數加起來即得保額與紅利之現在值之總數。

每年每一英鎊之年金，用以支付某一規定年齡組的保戶之一生的，它的現在值，也能用計算保額值時運用的函數來核實得。假定依照年齡組而支付的各組之總「淨」保費（即爲估值而

計算出的學理上的保費，並無開銷或紅利等「負擔費」(Loading)在內的，與適當的估值函數相乘，則所得的積數就是各組所應得的將來淨保費之現在值，再把這些各個年齡組之積數相加，則在賬簿上全體保戶所能獲得的將來淨保費之現在值就核算出了。

祇估值淨保費，則可以計算出一筆確定的準備金為將來的開銷之用。

如其把全部的將來淨保險之現在值，從保額之現在值中減去，所得較數即公司所必須執有的準備金之總數。此乃名為「淨負債」(net liability)。

於是估值保險基金所投資的證券等，然後把所得的價值和淨負債相減，其差數就等於盈餘或虧欠。

因為分紅保單的公司保費(office premium)包含有紅利的「負擔費」，所以如其祇估值淨保費而不顧此項負擔費，其結果乃使公司在估值時手中所實有的數量，如保險基金所顯示出的，超過了估值所示必需的數量，於是產生了一個盈餘。從前這種盈餘都是全部或一部地攤派與分紅保戶作為現款紅利的。這種估值方法名為「淨保費方法」(net premium method)。

直到十九世紀之末葉，這種方法很是有效，但是由於新死亡率經驗的產生，加以利息率之猛烈的降跌，我們覺得必須修改標準了。修改的估值淨保費，乃根據新死亡率表與較低的利息率（普通是三釐，但有時祇二釐半）所計算出。對於現有的保戶所繳納的公司保費固然不能更改，而新的淨保費則較諸前所運用者為高，於是其中有一個結果乃是使得開銷之差數變成非常低小，有時甚且全部消滅。新估值標準所產生的準備金既然高過於原先的數量，這個變更所發生的影響因之加強了公司的地位，雖然準備金之組合部分的情形，因為負擔費，利息，以及死亡率等的關係，已經完全改變。

準備金之增加就使估計所得的盈餘減少，及不到用舊估值標準所能算得的盈餘之數量。這點固很適合於公司，因為有個需要，使紅利不以現款分派掉而卻作為「後享」增益以滾入保額。為欲使每次估值時有一個不變的「後享紅利」起見，因之必須使這筆現款紅利的數量加增。這點是很明顯的，如其我們猶能記起現款紅利乃用來作為給與保戶的一次繳足的附加保險，而且這種附加又跟着保戶年齡之加增而加增的。我們可以注意到新標準所產生的準備金，很適合地

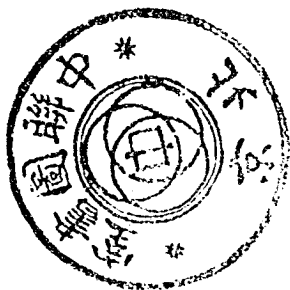
把盈餘分配得使能供給一個固定的後享紅利。

從前面所述的看來，我們可以明白在估值時所發見的影響盈餘數量的主要因子之一，乃是那個用以估值保單的標準。估值標準本身固然不能影響所獲利益的數量，但它卻影響了核算出利益之情形。一個嚴格的估值標準，有把利益在早年時扣留下而到晚年時纔攤派的那種效果。如其為估計而假定的那個死亡率及利率，就是那些假定來用以計算公司保費的話，則所核算出的盈餘就組成真正的利益。可是在運用上，計算淨保費所用的標準乃異於計算保費時所用的，因之所核算得的盈餘並不是真正的利益。雖然此種方法現在早已不切事實而祇是一個人為的方法，但是差不多所有的英國壽險公司，仍舊運用此種方法，來計算對外界公佈的估值獲益之用。

為管理上的指示及使公司之地位更形真實地高增起見，許多公司又作了另一種估值。那個為估值函數而假定的死亡率，乃根據了公司實際所經驗到的比率，其所運用的利率，是公司以為將來定能維持的標準。於是估值了實際收到的扣除了開銷部分的公司保費。然後估值保額與現有的紅利之外，公司以為能賺得的將來的紅利率，也被視為負債而給分紅保單估值出了。此處

我們須注意到那個給與將來的保費的價值，一定不可較大於給與保額與紅利的。如遇到此種情形，則務必消除之而把淨保費算作零位；否則，則公司乃視保單為資產了。此點，自保戶隨時有停止繳付保費的權利之立場觀之，當然是不合理的。

這種估值方法名為「紅利準備金方法」(bonus reserve method)。



第四章 保險公司投資事業之檢討

第一節 基金之組合

前數章裏已經指出因爲有新保戶之連續加入，保險公司劃作抵償將來負債的那筆基金，於是產生了永久性；雖然這筆基金常須明顯地劃出來作爲固定的負債，但是提用這筆基金以抵償負債的事情，或可永久遷延下去而不發生。此種永久性或假永久性的基金之特點，固非保險事業所獨有的。舉凡預收款項的事業，其客戶，用戶，定戶或其他等等非同時而乃陸續加入的，都產生這種現象。假定一個電燈或電話公司，規定凡欲裝用電話或電燈的，必須繳納一英鎊的押櫃金，那末如此所收集的押櫃金，就可以聚成一筆基金，像聚寶盆似地永遠用不完了。因爲當一個用戶離開本地或是停止使用電燈電話而請求取回押櫃金時，常可有一個新用戶來填進此缺額而補足

押櫃所積的基金。銀行都是有名地依靠着存款之收進與支出之概略的結存，使得它們所能運用的資產總數穩定不變。

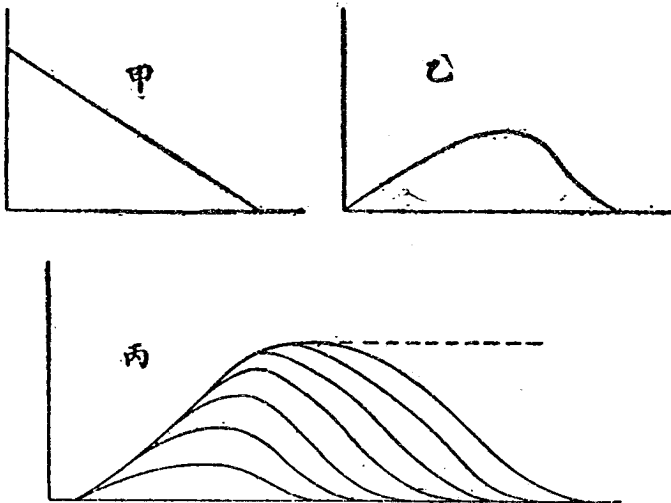
但是在上述諸例中，常有隱潛的可能性，需要立刻動用這筆劃作抵銷負債的基金之全部。在理論上，而且不幸實際上也常發生此種情形，一個銀行有時會被其存戶要求發還全部存款，電話公司之全部或大部分用戶有時會決定停止使用電話，而當其時卻沒有新用戶來補缺。我們在這兒暫行假定公司和用戶所訂的原合同中，載有用戶須於三月前知照公司始可解約的一條，則在此種情形下，公司方面可以於事前有所預知，且有一個相當期限來充實其押櫃基金；這種期限越是長久，則所積基金越可投資於不易兌現的事業。因之，基金之壽命——由於新營業之增加以填補到期營業所產生的壽命——就到新營業停止增加時，又被此種最後發還期限之特性所加以延長了。對於最後發還期限延長到許多年後的人壽保險，此種情形是尤其顯著的。所以人壽保險直可被視為由於預付款項而致積聚基金的最優越的例子，而況另有一個優點是預付的款項乃陸續地分期收進的。因之，最簡單的預期收款專業之單組盈餘所造成的甲狀，變成了乙狀，而各期

單組盈餘之積聚，則形成了丙狀（見第十圖）。

第二節 收入與支出

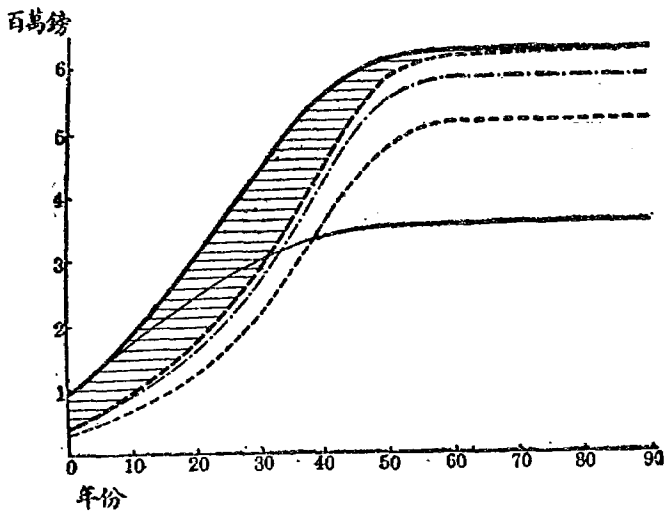
如其我們假定一件壽險事業在初期發達之後，穩定到一種所謂固定狀態，其時新保戶陸續地填補了舊保戶到期後的缺額，則全年或規定期限內的收支之趨勢與所積的基金，可用第十一圖詳示之。

在此種情形之下，保費與利益之收入足以抵銷賠款，開銷，以及紅利之分派等等的支付，卻並不須提用所積基金。如其營業



第十圖

繼續發達，或是達到「固定狀態」時，則非特無需提用所積基金，且可利用它來投資生利。實際上，由於各個保險公司競爭之激烈，在常規時期必須把基金依着其所能被執有的時間之久暫以投資，因為獲益一項乃是收入方面的一個重



第十一圖 壽險公司每年之收入與支出
(依據假定的死亡率與利息率)

- (1) 每年之保費收入(細長綫)。
 - (2) 每年之總收入,包括利息在內(粗長綫)。
 - (3) 每年賠款之支出(細斷綫)。
 - (4) 每年賠款與開銷之支出(細斷點綫)。
 - (5) 每年之總支出,包括紅利在內(粗斷綫)
- 橫影面指每年加入保險基金之總數。

要因子也。

假若登入於按期的財政款項內的總收入超過了流動的支出（包括紅利在內），則可以餘下一個差數來增大基金總數；又或支出超過了收入，則必須提用基金——換言之，勢必變賣投資了。所以在保險事業的經營中，對於保費，獲益，以及開銷與賠款等趨勢之將來的開展，得先做個有意或無意的預測；而且除去財政款項內的這些趨勢外，我們又須注意到所積基金之價值之維持問題。

長期經驗使得於財政款項中的主要項目如賠款，開銷，獲益，與保費等的將來的發展上，加增了計算上的精密；而且無論如何必可獲得一個安全差數以應付常規的變動。但是由於競爭與法令之關係，有兩個項目加進了壽險之財政款項內，使得預先計算的範圍大見減縮。一項是由於退保之權利所產生的。從前保戶不履行繼續繳付保費時則公司沒收其以前所繳付的一切。固然當保單有效時，保戶已經有在保額的方式下取得了一部分的償還，但是對於該保戶名下的所積基金則完全喪失了。現下由於合同制定了壽險事業的大部分，保戶在投保後經過了一個頗短的期

限後，就有權利可以收回備於爲他本人將來發生危險時支用的所積基金之一大部分。因之巨額現款之需要，於焉增加，而此種增加，雖非不能預料，確屬很難預料的。若干批評家指斥這種權利之享有，說使得一件真實的保險事業成爲變相的收取存款的銀行，故主張以繳足保單來替代退保之給與。

另有一個項目極爲難於計算的乃用保單以借貸的那種權利之給與。自會計立場觀之，這個項目並不影響財政款項，因爲這種借貸乃被視作投資的，而在結存單上則列爲資產。但是假若這種借貸乃被規定作爲保戶應享的權利，那就變成一種強迫投資，而在財政款項中將沒有可被利用的餘款了。換言之，有時現款之需要過巨，流動的收入不足以支付之，因而須得提用基金。總之，無論在何種時期，我們可得上列的格式。盈餘或基金乃置

盈 餘

按 期 的 收 入	按 期 的 支 出
保 費 利 息 (除 稅)	賠 款 開 銷 退 保 借 款 股 息 與 現 定 紅 利

於財政款項之上的，以收取或貼補按期的收支之差數。

第三節 英美兩國資產之分配

這裏很適宜於檢討兩個重要國家——英國與美國——的壽險公司所積基金之性質。決定此項基金之性質的兩個重要條件乃是（一）獲得最低利息率之必需，與（二）維持基金值之必需。我們須牢記着法令是足能影響投資的性質的，以此，則雖並不能代為辯護，卻很可以用來解釋某類特點了。法令可以限制投資之範圍——例如，禁止尋常股票（普通債券）之執有或非為辦公所用的地產之執有。法令除禁止之條例外，亦有應行的規定；如，公司之在國外營業者，須執有一個規定的比例部分的資產於所在國中。下列兩表格指示出近年來英美兩國保險公司的資產之分配情形。

兩表俱顯示定息式的投資之絕大優勢。在英國方面，普通股票佔資產之極小百分率（祇壽險之百分之七·一，與其他保險之百分之五·四）。至於美國，則普通股票所佔的比例真是無足

設立英國國內的保險公司資產之分配

【根據一九三一年（至十二月三十一日）全年之報告編製】

	壽險公司	其他保險公司
	資產之百分率	
抵押.....	13.1	4.0
國家課稅,城市與鄉村擔保品,公 共董事會(英國)等之債券...	4.8	1.3
保單與個人擔保品之借款.....	6.3	—
英國國庫證券.....	19.4	18.9
印度及殖民地政府,各省及城市 等之證券.....	7.6	5.4
外國政府,各省及城市等之證券	6.9	10.9
鐵路債券.....	17.1	18.9
證券與股票,優先的與擔保的...	6.8	5.4
證券與股票,尋常的.....	7.1	5.4
土地,房產,地租,辦公用具等等	4.6	6.8
終身利益與後享利益.....	0.6	—
經手人之結存,未付的保費,未付 的與加增的利益.....	3.9	14.9
現款與印花.....	1.7	6.8
建築費,營業之購置.....	0.2	1.3
	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>
資產總數(單位=百萬鎊).....	1218	74

五十二個準備金壽險公司投資之分配
 (包括全美法定準備金公司淨資產之 90%以上)

	全部淨資產之百分率	
	1931	1932
農田抵押.....	9.9	8.8
其他抵押.....	28.5	27.5
抵押總數.....	38.4	36.3
美國政府公債.....	1.9	2.1
州, 鄉, 及市之公債.....	3.8	3.8
加拿大政府公債.....	2.4	2.4
其他各國政府公債.....	0.2	0.1
政府公債總數.....	8.3	8.4
鐵路債券及股票.....	16.2	15.6
公用事業債券及股票.....	9.8	9.6
其他債券及股票.....	3.2	3.2
債券及股票總數.....	29.2	28.4
公債, 債券及股票總數.....	37.5	36.8
保單借款及保費債據 (Premium notes)	16.4	18.4
地產.....	2.8	4.0
附帶借款.....	0.1	0.1
現款.....	0.8	1.0
其他淨資產.....	4.0	3.4
	100.0	100.0
全美各公司淨資產之總數 (單位 = 百萬元).....	20159	20750

壽險基金及其投資

輕重的（約百分之·五）。另一個有趣的特點是國庫證券所估的地位。兩國對於國庫證券的投資政策，彼此顯然不同，不過此種不同也祇顯現於大戰與戰後的時期內耳。溯自一八六二年時，裴萊（A. H. Bailey）氏在他的有名的論著中，申說英國的公債對於壽險公司實非適宜的投資，此點之得到普遍的認可，則可由戰前的投資列表內，國庫證券之佔有極小比例的情形中見之。

裴萊氏對於國庫證券之特殊的反對，乃在於該項證券之能遭受到非常不適宜的價值之漲跌。可是他所下的評語，乃由於在那個時期內，唯一有利的英國國庫證券恰為不能兌現的一類。其後因戰後的結果，英國國庫證券之巨量擴增，又因直到最近始行跌減的優厚獲益之持久，使全部情形更變不同了。不

英國國庫證券於投資列表中所佔之百分率

1871.....	7.5	*1921.....	35.2
1890.....	2.9	*1926.....	31.3
1896.....	2.0	*1930.....	22.2
1907.....	1.5	*1931.....	23.9
*1913.....	1.4	*1932.....	24.2

*十二個代表公司

祇有唯一的不兌現的證券，金邊單 (Gilt-edged list) 內有長短期性質的各種證券，選擇之範圍因之擴大許多。此處須注意兩國的表內俱未指明投資之期限，而隨後的分析裏，則將顯示出在任何時期中，長短期證券之分配，是非常重要的而且須鄭重決斷的一件事。我們可以假定，就是公司之供給此種報告的也如此明示出，大部分的投資俱屬短期成熟性，因之，使到期的投資不斷地增加於財政款項之流動基金中。可兌現而又有較厚利益的國庫證券，對於保險公司實為一引人的投資，此即戰後英國公司之金邊庫券執有之所以巨量加增也。我們以後可以見到英國政府變更政策後的顯著的變動，對於保險投資方面產生了一個新問題。至於美國，則戰後時期內國債數量不斷地大量減少，公債之利益又較為低薄，使它們不能引致保險投資。近來因有建議擴大國債數量，並於將來給與較為優厚的利益，美國保險公司之投資政策，或將有像英國金邊庫券執有的那種轉變。

抵押與證券交易所之證券這兩大類資產，組成投資之重大部分。在美國之表格上，兩省的百分率實屬相同，至於英國之表格上，雖然抵押類較為低小，但是不足四十年前，它的百分率卻比較

證券交易所之證券類爲
大呢！

證券交易所證券類之相對的增加，以致影響了抵押類，卻也是美國方面的發展之特點。該國之代表數字指示出抵押類所佔的超越的地位，也給證券類所奪去。戰後美國之抵押類之擴增幾全由於城市地產之飛漲的關係。

英 國

在全部資產中所佔比率	
抵押	證券交易所之證券
%	%
1888.....40	28
1893.....37	31
1898.....29	39
1903.....26	42
1908.....24	40
1913.....21	45

美 國

在全部資產中所佔比率	
	1874 1890 1907 : 1911 1921 1931 1932
抵押 %	54 40 30 : 32 34 38 36
公債及證券 %	17 35 47 : 46 46 37 37

傾向投資於證券交易所之證券的此種轉變，大部是由於學理的而不是實際的緣由。公司與機關之規模之增大使得資本額也同樣地增大，且以往的非公開性質的借款方式，現在變成公開的債券之發行。因之抵押變成了公司債券，如同甚易銷售之證券似的充斥於市場上。從抵押之借貸與證券之執有兩者的選擇中，產生了一種似非實是的情形。一筆直接擔保年息四釐的十萬鎊借款，借與一個市政府或一個機關，則無論利息率如何變動，或借方的信用如何動搖（除不可挽救的破產等），於估値上保持了額面價格。同此借方所發行的十萬鎊四釐債券，其市價乃全依據於利息率之漲跌與借方之信用之變動，這些卻引起了資本值之漲跌，使在估値方面，發生難以處決的問題。投資之另一似非實是的事，在不景氣及艱困時期發生的，乃銷場不佳的債券之價格之跌落，比較銷場優良的債券的爲小；因之，當某種證券行銷時，依普通的標準或不能視爲有最佳的銷場，但實際上每會意外地變成更爲合式的投資。

正如抵押品之穩定抵押值，證券交易所之證券也有其優點，即其價值有高增的可能；之外，則於其獲得管理，與變賣諸方面，也極爲容易而所費不多的。另一優點乃證券之壽命能較抵押之壽

命爲長。至於抵押之優點，則是在手續上並無多大麻煩，而且據說可獲得優厚的利息。同時，抵押之營業又可引至保險之營業。（註一）

（註一）純粹的壽險公司在此點上則不如混合的保險公司。

第五章 變動世界中的投資政策

第一節 經濟的變動

前已見到保險事業之經營乃依賴於各種因子之變動，而且須經過許多年的。任何因子之預期的變動所發生的任何一個顯著的差異，都能引起嚴重的困難而阻礙合同之履行的。但從另一方面講，則意外的差異有時也可以便利保險之經營，而且某種因子之差異又可被另一種的所對銷。我們確可預備一個巨大的安全差數，但是因為各個保險公司之相互競爭而給限制了。況且短期的漲跌與長期的變動，兩者都給與熟練的或完善的管理以一個便宜行事的機會，而一個公司如其從這方面獲得了利益，就可以增強它對於其他公司的活動，使能決定它的對於保費與其他問題之步驟。要表示各種勢力之運用，我們卻有一個有效的方法，那是選取某一規定時期內的營

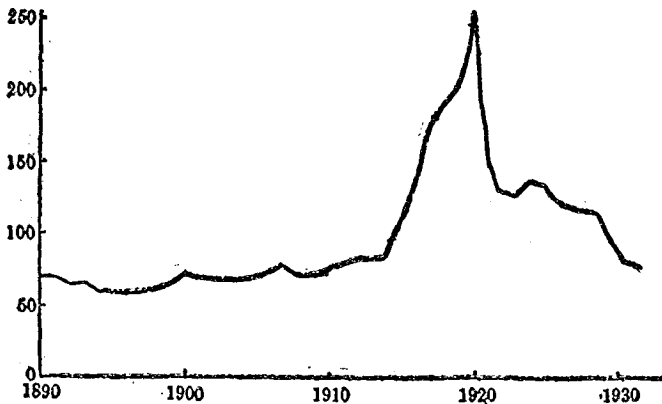
業歷史，而追蹤其中實際的發展。若干時期乃是以它們的固定性著名的，在此種時期內，則那些與金融問題有關係的人們，乃有着個比較簡易的工作。這種時期早已在裴琪霍 (Bagelat) 的心中，當他在其名著 (Tomhard Street) 中描寫在某一時期的倫敦銀行家之幸運的地位。他說：「銀行業是一種留神但並不煩累的商業。一個大銀行家能够確切地覺得他所經營的事業都很穩固，而仍舊有許多空閒的心思。他於是就可以把他的一部分時間和大部分思想來專心用在別的事業上。像倫敦私人銀行家之這種幸運的職位真是罕有的，或許竟可以說再沒有其他職位更較為幸運的呢！」

此種描寫當然不適用於我們所要舉為例證的過去四十年的那個時期，其時銀行或任何其他金融機關，全不能確切地自信任何它所經營的事業，是屬穩固而沒有着危險。在一八九〇年所訂立的若干壽險合同，到現在還在繼續着。此種合同都是根據於前已詳述的獲益，開銷項目，以及其他因子之變動而計算的。審查一下與這些因子相關的幾個經濟指數後，我們就可以見到這些九十年代的合同之實施的情形。

第二節 貨價

貨價之變動可用作為上述情形的代表指數。第十二圖顯示出在晚近四十多年來英國之批發指數之變動。

貨價指數裏這種劇烈的變動，當然和所有的經濟生活之同等猛烈的變動互有關係，而且本身就指示出在這個時期的金融事業，定必直接或間接地制服於意外的各種影響。在若干國家內，貨價之變動更其劇烈，而有的——例如德國的情形——簡直到達了不能置信的地步。對於保險事業的直接影響定必



七六

第十二圖 英國批發貨價之指數("Statist")1890-1933
平均貨價 1867-77=100

發生於開銷方面的。例如一九二〇年的職員酬報之標準，較諸在一八九〇年已認為美滿的，一定要增高許多。所以在原訂合同上因開銷而增收的款額 (Loadings)，大概已經不敷，而在許多事實上竟不適宜，以應付後期年份的經營事業的費用了。開銷項目中這種變動之影響是非常厲害的，像德國的情形，當一個郵票的價值高過了保險合同內所包含的全部資本金。假定開銷項目雖然大大增加而營業仍能繼續下去，則必因其他勢力補善了此種變動，或因（此點頗為要重）別組合同及時地被取來以補充不足。

第三節 利息率

利息率之變動不但是代表大體的變動，而且代表了保險經營之直接與立見的影響。銀行利率供給了短期利息率之指數。從一八九〇年到現在的這一個時期之開始時，利息率是百分之二，而到一九三二那年，利息率第一次重復回到同等的百分率。整個時期內它曾高到百分之十，而近年來的變動，又指示出金融市場之情形能够變動得怎樣地快速。

舊的英國整理公債 (consols) 之價格，供給了長期利率率之指數。此種變動真是巨大得超出任何計算或酌量的貼補的。(詳見後面的統計表。)

這裏我們可以見到在十九世紀最末五年內所訂的保險合同，其分期所收入的基金如其投資於英國整理公債，那末在二十年內將損失其一半的價值了。如其沒有補缺之變動或是特別巨額的準備金，則無論實際上或在可能的範圍內收取巨大的分紅的增收款額 (with-profit loading)，這種發展之結果是足以使保險公司破產的。

英格蘭銀行之貼現率

1927.....4 ¹ / ₂ %	1931.....2 ¹ / ₂ %
1929.....5 ¹ / ₂3 ¹ / ₂
.....6 ¹ / ₂4 ¹ / ₂
.....66
.....5 ¹ / ₂	1932.....5
.....54
1930.....4 ¹ / ₂3 ¹ / ₂
.....43
.....3 ¹ / ₂2 ¹ / ₂
.....32

第四節 戰爭之影響

上述時期中最重要的事件要算世界大戰了。它所產生的結果大大地決定了前述的指數之變動，但對於保險事業，則更有直接的影響。一個顯明的影響是對於死亡率經驗之變態，因為青年與壯健的人們更易於遭受到戰事之危險。另一個影響是戰時金融所連帶引起的利息率之增高，並不表示投資之獲益之相等的增加，因為增收的課稅不但抵銷了獲益，實際甚且造成了不敷之危險呢。

大戰也使得世界各處的金本位崩潰下

英國二釐半整理公債每百鎊每年之平均價格

1890...96	1900...99	1910...81	1920...47	1930...55
1891...95	1901...94	1911...79	1921...48	1931...57
1892...96	1902...94	1912...70	1922...56	1932...67
1893...98	1903...90	1913...73	1923...57	1933...74
1894...101	1904...83	1914...—	1924...57	
1895...106	1905...90	1915...65	1925...56	
1896...110	1906...88	1916...58	1926...55	
1897...112	1907...84	1917...54	1927...55	
1898...110	1908...80	1918...57	1928...56	
1899...117	1909...84	1919...54	1929...54	

來，把戰前時期穩固的匯割，變成漲跌劇烈的時價了。這種情形使各種保險事業之在國外經營的，受到特殊的困難，引起了許多問題來造成保險事業歷史中特殊的一章。

在所舉的時期之終了時，全世界仍繼續在遭受着從無如此嚴重的不景氣之痛苦。下面的詳細分析，可以明顯出保險事業之利益，是怎樣嚴重地被經濟事業之延宕的擾亂所威脅着，又給我們指出須運用何種預防與救濟以保護之。我們不能說現在危險業已過去。

第五節 社會與實業之變動

對於該時期內的保險金融之一個廣泛的檢討，不該不注意到實業與社會之變動，因為任何四十年都足以大大變改事業之外表情形，何況我們所例舉的時期是進行在特殊速率之下的。廣泛地講，該時期實為一個社會與商業之發展時期，其發達是很有利於保險事業之繼續擴增，尤其是對於人壽保險，如後表所示。

此種擴增，使保費收入能繼續增加，解決了流動金的問題，而又供給了一個在增大的基金以

作投資事業。同時，由於經濟之變動，衛生之改善，社會之法令，以及其他因子之關係，拋開年金方面的事情來講，我們見到死亡率之經驗，確在朝着有利於壽險事業的路進展着。

實業之變動，從投資立場觀之，有一個特殊的重要關係。前所列出的投資表格，明示實業之被用作為保險基金投資之出路之重要性，我們又須記牢該時期所特有的國家與都市之事業之大量發展，造成了公家借款之巨量增加，而於是投資於公家或半公家的證券，也就等於參加實業性質的事業了。由於實業之技術與組織的快速的變動，那些依靠特殊實業之發達之投資，因之需要不斷的謹

英國壽險統計表

保額及紅利		
普通的	實業的	資產
(百萬鎊)	(百萬鎊)	(百萬鎊)
1888.....442	86	195
1895.....601	173	289
1903.....798	286	429
1913.....855	429	530
1920.....1063	636	734

慎與洞察，否則投資者會遭受到跌值的或甚至完全不值錢的證券的危險。鐵路事業可給與我們一個適當的證例。在十九世紀的經濟世界中，鐵路事業是被視作爲無可匹敵的又是永久不變的運輸方式的。這種感覺到永久性的觀念，在不能兌現之鐵路公司債券之發行，與鐵路證券所享有的優越情形中明顯地反映出。這些證券在那時用以作爲保險基金的投資真是顯得非常合適的了，在一九〇六年時美國五十二個主要的壽險公司之全部資產的百分之三十五，都投資於鐵路證券與債券上的。可是這全部的情形卻被公路運輸之採用後根本地改變了，這個新鮮而又非常適宜的運輸方式給與鐵路的不利是異常顯著的。其他運輸方式也經驗到同樣的困難。在一個特別注重保險事業金融的投資趨勢之討論中，勞(L. A. Law)氏(註一)舉引了敘述證券之跌值由於運輸方式之變遷的一個有趣的例子。在一九〇三年一個有一百萬元擔保債額的電車公司之權利(equity)在市面上售得了八十萬元。所得的淨利超過了公司債券利息的兩倍。其後公司又添招了一百萬元，都用於發展與改良產業上，這些產業一直享有着忠實與有效的管理的。到了一九三〇年，則公司所發的第一期債券卻連想，要得到一個出價(out)都不可能了，因爲公司其

時已祇在賺着它的辦事
 所需的經費。旅行的人們
 都已改乘了汽車，至於公
 司之資產能否變賣得五
 萬元尚屬疑問呢！汽車運
 輸發達之另一結果乃道
 路建築之巨量加增，致使
 地方當局大大增加債額，
 因之給與保險公司在增
 大着的基金一條寬闊的
 出路。電燈與電力利用等
 發達所生的變動，引起了

五十二個法定準備金壽險公司之投資與準備金
 (持有全美法定準備金公司之淨資產 90% 以上)

	1906		1929	
	總數		總數	
	(百萬元)	%	(百萬元)	%
全部抵押.....	821	28.5	6747	42.0
國家公債.....	194	6.8	1267	7.9
鐵路債券與股票.....	1002	34.8	2849	17.7
公用事業債券與股票...	131	4.7	1450	9.0
其他債券與股票.....	107	3.7	416	2.6
保單借款.....	255	8.9	2140	13.3
地產.....	156	5.4	345	2.2
附帶借款.....	52	1.8	21	0.1
現款.....	65	2.3	118	0.8
其他資產.....	91	3.1	709	4.4
	2924	100.0	17,482	100.0

新創的官辦，官商合辦，及商辦的事業，使能有新的一批出路加進於投資列表內，並且減低了以往各組之相對的重要性。在前表所列的美國一九〇六年及一九二九年這兩年內的情形之比較，明顯出此種變動連同其他的發展能怎樣根本地改變投資之分配。

(註一) Investment Trends and Traditions, W. A. Law——一九三一年十二月在紐約舉行之壽險公司總理聯合會議中之演說。

第六章 一八九〇至一九二九年間之投資經驗

（對於以往四十年間之投資經驗之分析，莫善於把該時期劃分為各個適當的期限，而分別研究之。）

一八九〇至一九一四年

第一節 不景氣與復元

這個戰前時期之開始幾年裏被不景氣籠罩着，其隨後的發展在現在看來是更其值得注意的，因為開始時的九十年代之不景氣，有些特點和目下的不景氣的卻相同，其結果或可給我們以非常重要的教訓。九十年代之中葉後經濟情形卻不斷地猛飛突晉。貨價停止下跌而反一直向上增漲。經過了二十五年後人們纔再感受到衰跌之意味。貨價之上漲一直到大戰爆發，對於開銷方面固然是不利的，但跟着貨價之上漲（有人說是貨價之上漲所引起的）一起發生的普遍的與

旺，助長了保險事業之不斷的發展，使很容易地併沒了開銷之任何加增。不景氣轉變後，利息率之不斷的上漲，造成了一個更其尖銳的問題。如第七十九頁上的表格所述的英國整理公債之價格之變動，定息證券之價格因之產生嚴重的降跌。於是保險公司所愛好的投資方式不斷地跌值，而所受的損失乃不得不劃入實損項下或提用準備金來抵銷了。下列的英國壽險公司之數字指示出利息率之此種發展之結果。

投資之實損

	百萬鎊
1899-1903.....	1.4
1904-1905.....	3.3
1909-1913.....	5.6
	10.3

六百三十萬鎊於是加劃於準備金項下以抵銷貶值。其與目下不景氣之展望之相同點，將在本書末章內討論之。

在此種普遍的興旺之波浪中，經驗到了幾個挫折，而以一九〇七那年的最為嚴重。那年美國的危險真嚴重得足以阻礙保險事業。公債值是如此地跌減，致使不得不運用估值之變通辦法了。其法乃因結存單之關係，允准採用由十三個所定市價 (quotations) (一九〇七年之每月一號

與十二月三十一號所定的市價）計算所得的平均數。目今的不景氣中，此種方法已廣泛地在被應用着了。

一九一四至二〇年

第二節 大戰時期（註一）

一九〇九年舉行的討論保險營業展望的會議中，固然預述利息率之將來的趨勢乃將向下跌落。（註二）但戰事之災變卻並未計算入，因之，一九一四年以後的年份裏給與了保險事業一個嚴重的困苦。英國的壽險公司之經驗顯示出所產生的新問題之重要與複雜。此類問題乃從各種發展而產生的，如貨價之巨量增加，利息率之大大上漲與原有的定息證券之價值之等率的降跌，課稅之加重，死亡率之增高與變態，以及政府干涉的壓力等等。

（註一）關於戰時經驗之敘述，著者參用 War and Insurance 一書。

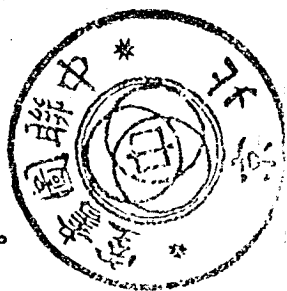
（註二）見一九〇九年舉行之第六次國際保險估計員會議之記錄。

第三節 貨價之上漲

我們將陸續討論上述的諸般現象。現在先講貨價之上漲。貨價之巨大上漲造成了開銷之大量加增。因之，無論公司方面以前曾一向豐裕地付與其在實際工作的職員們以優厚的薪金，卻因生活費之高增，公司對於以前留下的辦事職員與臨時職員等都須加發津貼了。多數其他的開銷都因貨價之猛飛突晉而增加，於是以前合同所訂的因開銷而增收的款額 (Loading) 乃毫無疑問地不適用於實用了。

第四節 利息率之上漲

該時期的利息率之上漲供給了一個明顯的例子，指示出在保險金融中這個重要因子之活動。其時有利可獲的投資很容易找到，但所獲的利益卻全給課稅剝蝕了。實際上，課稅之增收把獲益之增加全部給對銷了去，所餘的淨利和以往估值時所根舉的數量竟相差無幾。人們似乎並不



普遍地知道課稅之加重到超過某個限度時，能使壽險公司破產的，這種方法在任何其他營業裏都是不能有的。

利息率之上漲對於壽險基金有一個顯著的壞影響。它必得遭受到大量的貶值，在下列的實損總數之數字內可以見之。

為抵銷二千七百五十萬鎊之實損起見，在此時期內投資準備金不得不增加一千一百三十萬鎊。

第五節 賠款之經驗

因強壯保戶之早死，賠款之經驗反常地變更

了；我們計算得單爲了這個緣因每年平均須多付出四百萬鎊的賠款。欲使公司在新合同裏擔負

	百萬鎊
1914.....	1.8
1915.....	4.8
1916.....	2.9
1917.....	3.4
1918.....	2.7
1919.....	3.4
1920.....	8.5
	<hr/>
	27.5

戰事之危險而卻仍繼續用尋常約保率，那是不可能的了；對於已入伍或將入伍的新保戶之入保，公司必得收取特別保費或是減低保額。

第六節 營業

大戰時期間的另外二種發展也是值得注意的。開始幾年內新營業衰減下去，各張保單之平均保額也減少了。平均保費百分率之增大，顯出所保諸戶之年齡組合因年青保戶之退出而見高增。後來的幾年裏，當貨價標準本身明顯出變動後，壽險公司纔開始給與每張保單較大的保額。

第七節 保單借款 (Policy Loans)

另一有趣的發展乃關於保單借款的。與該時期開始時所料想的情形恰恰相反，大戰期內的保單借款之總數卻減低了。對於大部分的社會，該時期並非經濟困難的時期，而反之卻很是繁榮的。有人以為那時流行的高利率阻礙了借款人，但目下的不景氣十分明顯地指出此種高利息

率並不阻礙借款人，當他們在急需用款的時候。

第八節 外界的干預

由於不明瞭保險事業之原則，有人想實行許多嘗試，欲利用外界的力量來誘動保險公司，使給與保戶種種優待與便利，這些試驗卻供給了一個好例子給那些原則之實行。同情於軍人之不能續付保費，而要求對於他們的保單不致失效的請求，卻擴張到了全部的保單，理由是戰事影響了每個保戶；政府對此種要求竟訂立法令規定其實施。他們忽略了一件事實，那就是每個保戶都是一個危險，每天的這種危險都需要

新營業所得之保費	每張保單之平均保額
(百萬鎊)	(鎊)
1913..... 2.5	194
1914..... 2.3	202
1915..... 2.1	181
1916..... 2.1	216
1917..... 2.8	202
1918..... 4.1	228
1919..... 6.1	231
1920..... 6.6	247

所保公司的金錢的。困難並不在於死亡或到期所發生的賠款，因為拖欠的款額是可以從保額內扣除的。困難卻在於人們能在整個大戰時期內享受到保險之利益，對於期內到期的賠款則並不幫助支付一個錢，而到戰期終了時卻讓保單失效，以致使拖欠的款額無法可以抵銷。（註一）幸虧那條法令祇限定於實業保險，但即算如此，若干聰明的人們原是有錢可付保費的，發覺了取得新保單之利益，乃利用該筆保費以進行之，而讓舊保單不費分文地繼續存在着。

同此不了解保險經營之真諦，又可見諸於那批主張保險公司應寬量地准給保單借款的論調中，說這樣可輔助保戶來購買戰事債券。對於此種輔助，公司祇能變賣資產或向銀行借款後纔能辦到，可是這兩種方法，僅是吞併了所能獲得的認購戰事債券的其他源流而已。

這些都是大戰時期中顯著的發展，其總結果乃是使許多公司被貶值與戰事之需索給吸沒了全部的流動利益，使分紅保單之保戶損失了五年的紅利。以前在一九〇九至一四年間英國諸公司（包括普通的與工業的）之可攤派的盈餘總額達四千七百萬鎊，其中三千三百五十萬鎊是給與保戶的，但在一九五至二〇年間總額祇達二千六百萬鎊，保戶祇分得一千六百二十五

萬鎊了。

(註一) 退保價值足以抵消這些拖欠款額的。華納氏 (Mr. S. C. Warner) 在 War and Surrender 中討論此點時並未指出。

一九二一至二九年

第九節 通貨貶值

接着戰後時期就發生的顯著的事件是許多重要國家之通貨貶值。自保險事業之立場言之，此種現象本身需要特殊的處理，特別因為世界現在不幸再度回到這種相同的情形。我們該得分明了貶值的通貨之於保險合同的影響。對於本國內的保險事業，其於支付保額時並不發生任何困難。原因是資產可以應付它們的，即算價值跌到不值一文。一張到期的一萬馬克之保單可從即期的收入中或用一萬馬克的德國戰事債券來應付的。合同於是履行了，雖然全部資金不足以購買一匣火柴。原本是無需詳述此種發展之背後的淒慘情形的，但在目前各方面都在討論

通貨之試驗之時際，似乎值得着重於膨脹之此一特點。

雖然劇烈貶值之最後最要的影響乃消毀了保險事業之真值，其直接的影響，則如前已述過的，是使得保費收入不敷支付辦事所需的開銷。過了某個限度時再不值得繼續營業了，公司還是停止合同之履行，清理全部保險之額面值來得合算。

保險事業如經營於國外的，則通貨貶值之影響，對之較為複雜了。此問題對於現在也是極有關係的。在此種情形下，資本總額之變化，對於保險公司並非無足輕重的事了。假定有一個英國保險公司經營於美國，其所收保費與所付賠款都用美金，而資產內的基金則為英鎊。如其一旦英鎊貶值，危險的情形就可發生了。即在大戰之前，也曾有一個英國公司，因負債類採用盧比資產類卻採用英鎊因而陷於財政的困難中。其補救方法乃在持有與負債類同一通貨的足夠的資產。這樣可使國外營業無論通貨如何漲跌，資產總足以應付負債，雖然若遇到國外通貨貶值時，因當地的開銷之猛漲，困難依舊存在着。當然，在國外匯兌之漲跌中可以從中獲利許多，但保險公司之去買這種危險是違法的。

下表指示英國最近放棄金本位的那年裏全國的壽險公司之國外營業之範圍。

第十節 通貨貶值與權利投資

(Equity Investment)

通貨貶值引起關於保險公司之權利投資 (equity investment) 的合式與適當之問題。此處所謂通貨貶值乃廣泛地指就貨物而言的通貨值之降跌。我們在這裏無需敘述商業循環之程序，因為誰都知道貨價高漲的時期是甚有利於獲益方面的，那些執有權利投資如普通債券或股票的公司，在此時期內從收入方面與資本

英國國內之營業		英國國外之營業
1931	(百萬鎊)	(百萬鎊)
收入類		
保費.....	65.3	5.4
年金.....	4.7	.1
支出類		
賠款.....	45.2	3.9
退保.....	12.7	1.0
年金.....	3.4	.1
紅利.....	1.7	.1
佣金.....	3.3	.5

獲益方面，都可大大地獲利。

劃定貨幣以抵銷負債類的保險公司，無疑地可於一個工商業獲利高漲的時期內，把該項資金來作權利投資而獲得巨大利益。善於「運用」商業循環真是謀財的捷徑。我們該記住這世紀的二十年代是貨價高漲時期——此可由目今之不景氣，使歷史家及研究者追考上世紀的九十年代時的情況以為前轍的一事明證之——該時期所經驗到的通貨崩潰之悲慘的事變，似可證實一種見解，即世界上的加增的財富，其積藏之最妥方法，厥為獲得權利投資。(註一)一九二九年所崩潰的美國證券飛漲之銷路乃基於此種信仰的。所以保險界之感到需要普通股票，以及有人之鼓吹「改良」的投資政策之應著重於權利之執有(equity holdings)之價值，固不足驚奇也。

(註一)參閱 E. L. Smith: *Common Stocks as Long-term Investments*. 這是一本宣達此種見解的書。人竟(或有些誇大)謂自「原富」後該書實為經濟論文中最給人深刻印象的一冊。我們可以很穩妥地說「原富」之影響是更為久遠的。

第十一節 美國之經驗——一九二一至二九年

上述諸評註早已逆料到本節所將敘述的該時期之後段故事，即自一九二一至二九年間的情形。對於這用爲保險事業經驗之例子的英美兩國，其故事可簡單地敘一敘。兩國於短短的戰後之興旺崩潰後，立即回復了常態。在美國，復元竟是隨着就來的，高達到一個非常興旺的時期。貨價在那時卻很爲平穩，並不飛漲，飛漲的乃在幣賤所助成的大量的整券投機，而如前所述，大都屬於普通債券。巨大的興旺引起了壽險事業之大量發展，其情形可由上列之諸公司資產之增加見之。

我們可以回憶起這些資產內祇有一個極小部分是投資於普通債券的。

第十二節 英國之經驗——一九二一至二九年

全美壽險公司之淨資產總數

(百萬元)	(百萬元)
1921 ····· 7,936	1923·····15,961
1924·····10,394	1929 ·····17,482
1925·····11,538	1930 ·····18,880
1926·····12,940	1931·····20,160
1927·····14,392	

英國之經驗卻走了條不同的路綫。先和美國之經驗齊駕並驅地直到一九二四年，隨後它就轉變了方向，雖然以目下的不景氣情形與之比擬，則一九二四至二九年間究竟還算是較為興旺的，但英國所特有的困難在變態的特點中表露了出來，如大量的失業，苛刻的課稅，高的利息率。救濟該時期的情形之失敗，對於目下的世界不景氣究有多大影響，那卻是個爭點，但在彼時，情形之不穩定的確造成了金融事業上的巨大的浮動與脆弱。另一方面，有一固執的信仰，以為這些困難是大戰的遺產，它們的清理，雖屬遲緩，卻是在進行中的。像金本位之重被採用等等的發展，助進了國外的事業與投資——兩者於保險事業都是重要的事件。

下列數字表顯示出工商業飛漲之影響與高利息率之持久性。

此種高利獲益之持久性，卻是保險事業主要的因子。當抵補定息證券貶值的較早時期過後，此種獲利之優越趨勢，供給了一個巨大差數於保險會計的計算上，而恰與一九一四至二一年的時期相反，巨大的——照隨後的發展觀來，或竟是過大的——紅利，加增給了分紅保戶。

英 國

第六章 一八九〇至一九二九年間之投資經驗

工業股票之價格指數		星期平均數之三月率
每月十五號		至月之十五號
		%
1924		
平均.....	100	3.45
1925		
第一季之平均.....	109	4.03
第二季之平均.....	106	4.46
第三季之平均.....	107	4.08
第四季之平均.....	114	4.01
1926		
第一季之平均.....	114	4.54
第二季之平均.....	113	4.37
第三季之平均.....	114	4.40
第四季之平均.....	116	4.63
1927		
第一季之平均.....	119	4.23
第二季之平均.....	121	4.07
第三季之平均.....	124	4.33
第四季之平均.....	131	4.32
1928		
第一季之平均.....	138	4.22
第二季之平均.....	145	3.91
第三季之平均.....	141	4.16
第四季之平均.....	143	4.33
1929		
第一季之平均.....	147	4.97
第二季之平均.....	143	5.26

第七章 一九二九年後不景氣中的投資經驗

第一節 普通股票之跌價

不景氣的第一特點乃普通股票之跌價。此乃在一九二九年的年終幾月與一九三〇年全年之顯著的金融發展。參閱英美兩國之保險公司投資分配之表格，就可發見普通股票或尋常證券之此種猛烈跌價，對於該兩國之保險金融很少直接的影響。保險事業之未被「改良」的投資政策之辯護者的理由所動搖，確是件值得慶賀的事。此點我們祇可籠統地說，因為表格上的數字，僅是所有的保險公司總合起後的一個分析，我們誰都知道有些公司確曾嚴重地自陷於投資普通股票的政策。這些公司究是如何嚴重如何迅速地被影響，則可自不景氣中實業股票之價格的情形內見之（註一）。

實業股票之價格

第七章 一九二九年後不景氣中的投資經驗

	英 國	美 國
	平均 1924 = 100	1923-25 = 100
1929		
七月.....	136	} 324
八月.....	142	
九月.....	144	
十月.....	135	} 243
十一月.....	121	
十二月.....	121	
1930		
一月.....	124	} 242
二月.....	119	
三月.....	116	
四月.....	120	} 242
五月.....	119	
六月.....	112	
七月.....	116	} 211
八月.....	106	
九月.....	110	
十月.....	103	} 107
十一月.....	105	
十二月.....	99	
1931		
一月.....	96	154
二月.....	94	105
三月.....	95.5	166
四月.....	94	148
五月.....	80	130
六月.....	82	126
七月.....	83	130
八月.....	82	127
九月.....	78	108
十月.....	87	93
十一月.....	92	95
十二月.....	81	74

實業股票之價格（續）

	英 國	美 國
	平均 1924=100	1923-25=100
1932		
一月.....	82	72
二月.....	80	78
三月.....	86	74
四月.....	83	57
五月.....	77	49
六月.....	73	43
七月.....	83	42
八月.....	86	61
九月.....	90	66
十月.....	90	58
十一月.....	92	57
十二月.....	91	54

除了因未執有普通股票而不會受到損失外，傳襲的保險金融在早期的不景氣時卻享受到實際的獲益；投機狂瀝後的崩潰所引致的金融市場之呈鬆，顯出利息率之降跌及公債價格之同率的上漲。此種變動確為每個不景氣的特點。我們既不可擅以為準備金之增值乃屬永久穩當，也不可以為將來獲利減低之展望，該取以作為永久的因子。

不景氣之延長，帶來了對於保險金融更有嚴重關係的發展。實業不景氣之每況愈下產生了金融之滯呆與奇緊，而到一九

三二年時金融市場之平穩被尖銳的困難替代了。公債跟隨了這個變動而跌價，且又遭受到不能還清的恐懼。這種情形在各國都迅速地結成了金融之危機，而到了秋季，就見到英國之放棄金本位的那種狼狽情形。一九三二年是一個通貨試驗與其他經濟政策之極度失敗的年頭，而到一九三二年之初期，美國的銀元就崩潰了。其年夏季所舉行的世界經濟會議，對於通貨穩定之問題，並未獲得任何協定，而該年也就在金融混亂的情形中過去。

(註一) 此處的指數是關於實業證券的總合的表格。各種或各組證券却曾大大地叛離了普通的變動而得到滿意的結果——例如英國之電氣公司之股票。

第二節 不景氣中美國之經驗

英美兩國之保險經驗須分而述之。在美國之不景氣的初期時，壽險公司很能自處由於特許之條款，法令之規定，通常的慣例，以及完善的判斷等關係，並未直接困陷於證券市場之崩潰中。間接的影響當然是在所難免的，主要的如窮迫的投機商人對於保單借款與退保等請求之增加。

(註一) 實際上保險公司竟可責備許多銀行之給與借貸者不正當的壓迫，逼得他們把壽險保單之借款或退保來抵償或歸還銀行之借款。

不景氣之第二期中顯著的國外債券之倒帳，也並未擾動美國的諸公司，因為它們的資產類內對於該項卻持有很小的百分率；如其加拿大之證券乃別為一項的話，則餘的百分率真是小得無足輕重了。可是，當復元之根本無望引來了國內倒帳之恐懼時，就發生了迥不相同的形勢。

(註一) 有一隻極可怕的笑話，說有一個發狂的投機者，不為合同之關於自殺的條文所阻，給與公司一張最後遺囑，寫着說：「假定不准我用這張保單借到一萬元，明晨你們必得付保單的全數的」。

第三節 基金之流動問題

此種恐懼之重要，將在後面討論之，因為直到一九三二年年終之前，恐懼中並不包含倒帳與崩潰之危險，我們可參用哈定(Mr. J. R. Harding)氏。(註一)之有趣的論文來列出一九三〇、三一與三二二年之幾個顯著數字。以前，當我們討論從現款之定期收入與支出兩者所產生的壽險金

融問題，以及其與基金之性質和組合之關係時，我們指出在「固定」的狀態中，現款之收支可以互相抵銷，使基金不致被提用，而投資之方式亦由之而決定。下列數字，俱引自前述的哈定氏之論文，顯示出不景氣之最初三年間美國公司之經驗。

表內並未開列開銷項目之數字，但即算劃去二十萬萬元作為開銷，則現款之收支相抵後，仍餘留下可用於投資的一個巨大差數。依照哈定氏之統計，上述諸公司在同一時期內從投資事業之到

四十八個美國公司之現款收支

(執有全美諸公司淨資產之 86.4%)

1930-32 年

現款支出	現款收入
(百萬元)	(百萬元)
支未亡保戶：	收保費.....7586
保單借款.....2049	利息、股息及租金... 2195
到期還本..... 231	
退保.....1414	
股息..... 213	
其他..... 338	
	4245
死亡之賠款.....	1925
	6170
	9781

期，贖回或出售等中收得三十萬萬又七百萬元，同時又從投資或再行投資上獲得了六十七萬一千五百萬元的資本項目。折現後，實獲三千六百萬元的淨利，乃將此項現款入於歲入項下，因之祇須再用三百萬元以內就可以對銷三千九百萬元的資本資產之實損了，於是總淨實之銷帳祇是該時期開始時的淨資產之百分之〇二而已。

哈定氏很對地稱述此種記錄在空前嚴重的時期內，對於美國壽險之變動與穩定卻是一個貢獻。可是此種數字都是挑選出的公司之總數，又是三年之混合，而這三年內情形卻是每況愈下的。那是的確無用否認的，若干公司需要外來的幫助，如建設銀團（Reconstruction Finance Corporation）等的，同時從隨後的歷史裏面，我們得知必須用法令來暫行停止保單借派與退保值享有之權利以及保險公司所餘下的基金之收回。此種預防應變成普遍化，當各銀行之倒閉使得社會人士們大舉搜索現款供給之每個源流的時候，哈定氏與其他諸人着重保險事業不受外界幫助之獨立性，特別提到它對於建設銀團之微小的請求。他們指出全部保險事業祇負擔了建設銀團所放借款之百分之四，而壽險之所負部分竟可忽視的；他們又說那時對這種幫助所以誇

大其重要者，其原意實由於想利用該銀團對於「寡孤」方面的幫助。他們所明顯地疏忽了的，是保險基金所投資的諸公司與機關等之所給與保險公司的間接的大量幫助。例如，假若建設銀團的某一筆借款，使得某條鐵路能支付其股息，股息中有一部分卻是付給保險公司的，那末後者誇言的金融獨立不過是名義上的了。此點可見諸於國家之寬量借貸政策之不能戰勝不景氣，以及蔓延的國內倒帳之前途威脅了所有的金融機關。參考美國保險投資之分配情形，以及略知該國政治與其他的發展，我們就可見到保險事業乃是特別易於被國內倒帳之變化所影響。它自陷於農田之抵押。它曾參加了都市地產之過度的飛漲，以及公用事業之不易處置的發展；它執有巨額的鐵路證券，又大量地加增了它的對於州、鄉及市的公債之投資。這些各組的特殊困難，以及內中有些對於經濟之每況愈下的銳敏感覺，此處無需詳述。正如我們所知，農民用武力反抗阻止取贖押產，城市抵押陷進於廣大的倒帳，公用事業集團山崩互解，前已遭受長期的運輸變遷之影響的鐵路，今則被逼為收管涉訟產業之職務，以及許多重要的地方當局之財政困陷於混亂的情形中。這裏面有個特殊的教訓，給與非從事於保險事業的以及不看重經濟關係之枝節的人們。在

此種時期，社會上常有反對債權階級的呼號，把債權者比擬作一羣兇殘的人，咀嚼着束手待斃的債戶。因之，常有大部輿論，讚同強迫允准延期還債與強迫減低利率及其他價格等等的建議，且竟讚許賴債之行爲。上述的分析指出這些事情實際推行時將造成何等的結果。救濟窮迫的農民，敗訴的居戶，鐵路工人，消耗者，或付租納稅者等的同情的行動，直接影響了保險投資而也就影響了保戶。掙扎的農民所發射的子彈可以驚震全世界，卻終於射中了自己或其近鄰。膨脹之對於此方面是如何地活動着則前面早已指出了。

(註一)哈定 W. N. Three Years of Performance 於一九三二年十二月九號在紐約舉行之第二十六次
司總理年會中所宣讀。

第四節 保單借款與退保

晚近美國之保險史中最重要的特點厥爲保單借款與退保給與之問題。第一〇五頁上的三年記錄之表格明示保單借款與退保兩者幾耗去該時期內全部保費收入之半數。第六十八頁的

總表上所載的五十二個公司在若干年內的借款數字很足供參考的。茲另列一詳細表格於下：

此處發生一個問題，即保單借款與退保兩者之增加，是否合法或是足以爲訓。許多批評家歎惜此種發展，說不符合保險之真原理。如前所引證，其效果使保險公司成爲變相的存款銀行耳。哈定氏在其名著中力辯此兩者都是保戶應有的權利，說保戶之暫停或退保而並不喪失其所積基金之權利的該項原質早已完全建立，不因流

保單借款與保費債券
(PREMIUM NOTES)

十二月三十一日	百萬元	資產之百分率
1906	255	8.9
1911	523	13.0
1916	750	14.0
1921	977	13.0
1924	1191	12.3
1925	1296	12.1
1926	1428	12.0
1927	1590	12.1
1928	1791	12.2
1929	2140	13.3
1930	2516	14.6
1931	3016	16.4
1932	3500*	18.4

* 暫定的

動金或便利等顧慮而受影響。但無論採取何種觀點，實際上流動金之顧慮是必須察及的，而如其借款與退保卻並不因罰扣而受挫的話，則公司對於此種潛在的需要必須加以預防。換言之，基金務必被執有在更流動的方式之下，意即在常規時候其所投資金祇能獲較低的利息率，而此種獲益之減少必影響保戶，使他們付較高的保費或取得減低的利益。

第五節 其他發展

美國之經驗另有一些詳情亦頗堪注意。

五十二個壽險公司之地產之執有（包括各公司之事務所在內）於一九二八年為三萬零一百萬元，合資產之百分之二·一，至一九三二年增漲到七萬六千三百萬元，合資產之百分之四，其百分率之加增無疑地是由於沒收押產之所致。正如經濟困難時所常見，年金之營業大增，此則加增了公司之現款收入，當它在這個需要巨額現款支出的時際。另一方面則大部分此種年金營業，都含有投資合同之性質的，准許年金享有人收回其所投入之絕大部分。於是產生了巨量需要

四十個準備金壽險公司之總合記錄

(執有全美法定準備金壽險公司淨資產之 82%)

第七章
一九二九年後不景氣中的投資經驗

	十二月三十一日	八月三十一日
	1932	1933
	(百萬元)	(百萬元)
抵押借款		
農田.....	1402	1300
其他.....	4732	4537
	6134	5837
債券與股票		
美國政府.....	359	505
州、縣及城市.....	631	657
加拿大政府.....	390	391
其他外國政府.....	21	16
鐵路.....	2639	2619
公用事業.....	1670	1681
所有其他.....	522	520
	6232	6389
保單借款與保費債券 (premium notes).....	2948	2957
地產.....	649	866
附帶借款.....	9	9
現款.....	270	400
其他淨資產.....	674	676
	16,917	17,134
淨資產總數.....	16,917	17,134

之債務，而假定延長的不景氣強逼着退保的話，則可以變成非常棘手的問題。

利率降跌之前途，或由於人爲的方式或由於資本市場常規的發達，其於依據四釐或四釐半以計算其利息率的「不分紅」的公司 (non-participation companies)，卻有嚴重的關係。至於「分紅」的公司 (participating companies) 則當然可以減少其紅利來應付此種情形的。上列表格示出最近的發展。

第六節 不景氣中英國之經驗

英國之情形則迥然不同。國內的倒帳從不會危逼過，雖然可以確切地說，它的危險乃是因金本位之迅速的斷然取消而得獲避免的。國外的倒帳則對於英國的公司較諸對於美國的要嚴重得許多了。公家與工業性質的海外投資，佔有保險資產之巨大的百分率，故倒帳，停兌令，以及匯兌之限制等都必曾惡劣地影響收入與投資之經營的。海外保險事業之危險，又因通貨之不穩而大加增了，但現在尚覺過早於估計此點之影響。

不景氣時期中的困難之一可由一個英國公司之被准於在美國經營財產保險之例子內見之：價值降跌後，保費之數量也同等地減縮，但開銷卻無法使之同等減低，結果是開銷之比率過巨得驚人。另一個在北美遭受虧損的公司，申說在美國經營的公司所收入的火險保費，於一九三二年較一九三一年減少百分之二十五，而火險之損失卻祇減少了百分之二·二五。其他發言人對於這個保險經驗頗不能認清真象，視之為保戶要消除債務的惡意的明證。

以英國尋常壽險公司之歲入帳目來評斷，則諸公司在維持流動金此點上卻並未遇到困難。一九三一年之總合數字詳列於下：

開始時之基金 £ 737,000,000	
(百萬鎊)	(百萬鎊)
保費.....70.6	賠款.....49.0
年金..... 4.8	年金..... 4.5
利息.....33.6	紅利..... 1.8
	佣金..... 3.8
	開銷..... 6.3
	退保.....13.7
終了時之基金 £ 753,000,000	

第七節 資本市場中之發展

最有趣的特點乃資本市場中之發展。前已敘述如何在不景氣之第一年中金融市場之循環的昌順到了一九三一年時卻陷進於嚴重的困難裏。該年的事情，特別是金本位之放棄，把英國的信用降落到極低的地步，及至年終時英國金邊與其他定息的證券降落到非常貶值的程度。這樣卻使公司之估值適在其時者發生一個棘手問題。翌年則更形嚴重。英政府排演了一個巨大的轉變政策，把二十萬萬鎊之五釐戰事債券減低到三釐半。「排演」確是個合適的辭兒，因為其進行固帶有巨量的假扮行為與演劇技巧也。當時的非常不經的情形卻被利用來欺騙社會，使他們能立即相信不兌現公債之優點。英國於是廢棄了金本位，而能大大地脫離資本市場中的世界壓力之活動；此種脫離又使當局者能利用幣賤以操縱信用，因而加強了任何實業不景氣所特有的利率之暫時降跌之壓力，而當其實行時，所有其他的資本之活動俱被阻止住。政府並不告知投資者此種情形所產生的短期形勢對於資本市場之長期展望並無任何關係；反之，卻給與他們一

個駭人的勸告，說利息率將來的變動並不是個適切的考慮。保險金融給與此種胡言一個最妥善可能的駁斥，又給與簡陋的辯證——把戰事債券執有人比擬作久已過額得酬者，以爲他們的責任乃不應視此爲一純粹算學之問題——一個最佳的評語。許多因自己並未執有此種證券乃對於該政策表示熱心的人們，如其實覺到由於保險經營所受到的間接影響，那或將更變其態度了。

有人提用了一個非常偏袒的辯證，引據「直至某日」的前次政府之大量的轉變政策之結果——一八八八年之高斯欽（Goschen Scheme）計劃。假定表顯整理公債價格趨勢之數字（見第七十九頁）在一八九七年突然停頓，則即暗示幸運的執有轉變後的證券者享受到巨量的資本增值了。此類解釋乃抹煞了當利息率更變後所隨來的發展之事實而採用的，約摸超過一世代之久，各個人及機關都因爲定息證券之貶值而陷於困苦中。如前已指出，現在的情形在許多方面都和一八九〇那年的相同。嚴重而拖延的商業不景氣使得資本市場內充盈了呆滯貨幣；商業循環之轉變可以迅速地更改此種情形。前世紀末葉所得經驗之再行演出，對於執有定息證券者，特別是執有不能兌現之類的，定會發生嚴重的困難的。自各公司總理之言論而斷之，則若干保

險公司對於此種可能性的感覺，卻很是靈敏，而或已變賣金邊庫券，以所得資金重行投資於不受證券交易所之貶值影響之事業，或是正在專心留神於市場以尋找適當的活動。其他言論，大部屬於自慶一九三一年貶值之復元的，建議犧牲某方面以增高將來之重大的發達的可能性。無疑地，某總理之謂社會須更加大量地採取「無紅利」保單，乃忽視了對於公司所能產生的棘手事件，使公司方面必須銷帳掉基金之嚴重貶值，而不能利用紅利之酌減來抵銷之。

另一個批評或屬頗為適當。保險金融在資本及金融兩市場上所佔的地位的重要，使我們不能不顧及保險界之利益，同時在計算對該兩市場有何重大經營時，也必須獲得其幫助的。因之，政府當局時常意欲運用各種壓力來誘致保險事業之領袖們，使供給自動的與確切的輔助與政府之金融事業。我們須明瞭保險事業對於社會的金融是並無責任的，對於國家的經濟情形亦然。其唯一的責任乃對於股東與保戶而已。壽險事業是與長期的發展有利害關係的，所以特別合適於評斷後者。它不當輔助人爲的操縱或鼓勵社會對於操縱的信仰，以便利政府在資本市場或國外匯兌方面的經營。即若它能穩保股東與保戶之利益，但公開讚同一個轉變的計劃，深知證券在貶

值前能轉售給較欠狡猾的投資者，此種行為卻是卑鄙不道德的。

英國近年來公債市場之漂忽的情形，可於下表見之：

第八節 結論

此種對於例外的變動時期之詳細分析，闡明了影響保險金融的主要緣由。我們再須糾正那些簡陋的印象，以為各種因子之交互作用乃屬自相糾正的，和以為合理的謹慎與管理之忠實乃獲取到奏效的營業繼續之全部所需。固然某

定息證券之價格

1924=100

每月十五號	1929	1930	1931	1932	1933
一月	101	96	104	93	122
二月	98	96	99	94	124
三月	97	98	100	103	122
四月	98	100	100	105	125
五月	97	98	103	109	123
六月	97	98	105	109	123
七月	96	100	102	122	122
八月	94	99	99	120	124
九月	93	100	98	121	126
十月	94	101	93	127	126
十一月	94	104	94	123	123
十二月	95	103	90	123	128

一項的新發展之不良影響可由另一項有關係的獲利之影響所對銷。因之有一個保險界代表新近申辯說，雖然在實業復興時有幣費之展望以及因而引起投資價值之降跌，他卻相信在較多的營業經營所引起的保額之較大數量與價值中，可以獲得較補償所需為更多的利益。前面的分析還供給了此種補償運動之其他例子，但保險界中對於此種發展的見解仍各持異議。所以在估計壽險利息率上漲之結果時，有一種見解堅持資本之安穩實較利益之獲得為重要，說沒有公司能夠永久依靠紅利之偶然攤派的。另一方面，我們又遇到一種辯護說如其簽訂合同時乃依照三釐估計的，那末日後投資可能獲得的較高之利息率實較現時資產價值之下跌為重要也。

在此種計算中常忽視了一點，乃當營業競爭時，對於以往的損失或超額的收費，卻不能從現在或將來之營業中補償之。我們可以從另一類金融事業中取得一個合適的例證。為答覆不滿於銀行在此不景氣中對透支仍收過高的利息率起見，銀行據以為理而自辯說乃由於競爭新營業而逼成的大量新建築使得開銷大大加重；又說它們是仁慈的雇主，且已因支助倒帳的債戶而損失許多了；加之，它們會有許多存款，在收進時與存戶們協定，即在飛漲時期停止後也仍須繼續維

持二釐半的利息率，它們現在不願不遵守此種協定。

此類所引述的理由確可解釋，何故銀行渴欲維持其透支之利息率，但卻並未解釋何故它們能够這麼做。假定有一個新銀行創辦出，樸實的辦公處位在側街上，對於雇員則給與了些略不優待的條件，那末它在開張時就沒有前述的諸般困難，因之可以自由地訂定利息率以致逼得現有的銀行不得不調整他們的步伐。同樣地，如其現有的銀行之一已經避免了此種困難，則其餘的銀行亦必起而效尤之。目下情形之所以如此，乃由於從前銀行之一致行動以及現在之沒有新的競爭也。

同此理論可以推用之於保險事業之金融活動。假定所有的壽險公司，都依照了一條因襲的政策，而且又同樣地被困於因利息率之高增而造成的投資貶值之影響，它們可以調整將來的合同以補償之（註一）。但是一個現有的公司運用比較機巧的政策，或是一個新公司之產生，會使對於將來的營業產生某些條件阻止此類以往損失之修正的。目下許多英國公司明認地懷疑着定息證券之前途，對之頗具戒備。一種戒備乃避免投資不兌現之證券，例如新三釐半債券（舊五釐

戰事債券)。另一種戒備乃寧取短期證券，雖然現在祇能有少數的獲益，卻不致貶值，而且在最近的將來又可收回以再投資於更有利益的事業上。投資於祇能獲得半釐以下之利益的國庫證券 (treasury bills)，就是此種謹慎金融之極端的例子：任何大量的投資而願意獲得如此無甚利益的，定必基於資本損失危險之減低較諸獲利之暫時犧牲為值得的那種計算上的。如此類預測而被證實無誤，則公司之會忽視此種可能性或對之見解不同者，當它們和其他公司競爭營業時，將陷於較為不利的形勢中了。新公司在開辦時就可以不遭受此種困難，但是不幸於社會，而卻有利於現有的公司的，乃是金融界中的新事業在英國是顯著地缺乏啊！

(註一)無疑地保險金融對於時間方面的利用，造成了對舊某一代保戶之利益，以津貼另一代的事實；但實際當保戶們初入保時，在此點上，是有同等機會的。

參考書

Proceedings of International Congress of Actuaries, Especially:

4th Congress, Vol. i. pp. 339 to 366.

6th Congress, Vol. i. Investments of Insurance Companies. D. H. Rose.

8th Congress, Vol. ii. Currency depreciation.

Transactions of the Faculties of Actuaries.

Vol. ix. Investments of Insurance offices. R. Murrie.

Vol. xii. The Statistical Groundwork of an Invest Policy. C. M. Douglass.

Journal of the Institute of Actuaries.

Vol. lvi. Notes on Life Assurance Investment Policy. C. R. V. Coutts. 1925.

London.

Vol. lxiv. Review of Investment Principles and Practices. W. Oenman. 1933.

London.

Proceedings of Life Insurance Presidents' Association

雜 錄 卷

(U. S. A.) 1929 Stabilizing Life Through Life Insurance. F. H. Eckner.

1931. Investment Trends and Traditions. W. A. Law.

1932. Three Years of Performance. J. R. Hardin.

estments of Life Insurance Companies. L. W. Zartman.

sonal Insurance: Life and Accident. (Yale Readings in Insurance). L. W. Zart-

man and W. H. Price. 1914. Yale.

or and Insurance. Sir Norman Hill and others. Monograph in the "Economic

and Social History of the World War." British Series. Carnegie Endowment.

1927. London.



中華民國二十五年六月初版

(34746)

商學小叢書 壽險基金及其投資一冊

Insurance Funds and their

Investment

每冊定價國幣貳角伍分

外埠酌加運費函費

原著者 F. W. Paish
G. L. Schwartz

譯述者 周宸明

發行人 王雲五

印刷所 上海河南路商務印書館

發行所 上海及各埠商務印書館

版 翻
權 印
所 必
有 究

四〇二八上

誌

(本書校對者龍旭光)

八

#15

086443

086443

