

## 第五章 結論與建議

壽險公司為發行大量長年期利率敏感型契約，且為高財務槓桿比例之金融機構，為支應其中長期之負債，壽險公司持有之資產應以固定收益商品為重。在不考慮違約風險下僅就國內公債持有比例來看，本資公司所持有之比例明顯低於外資公司，且本資公司之債券與股票比率也低於外資公司，與共同基金分離理論中所陳述之「不同風險態度之投資人，其持有之風險性資產中債券與股票比率應相同」不相符，故台灣壽險公司之資產配置看似存在著資產配置謎思。

本研究欲於不考慮匯率風險下，探討不同風險態度下債券與股票比率為何，檢視本資公司與外資公司之風險態度是否過於風險愛好或是過於風險趨避，以及其資產配置之比例是否需要調整。投資組合中債券與股票比率之計算分為三個部份：(1)依據 Sorensen(1999)提出之擬似動態規畫法求出業主權益之多期最適投資策略；(2)參考張士傑與黃美慧(2003)模擬之壽險公司數據求出負債之複製投資組合；(3)結合業主權益之最適投資策略與負債之複製投資組合即為壽險公司整體之策略性資產配置。

最後以研究結果與台灣壽險公司資產配置之情形做比較，並以 Bajeux-Besnainou et al. (2001)提出之資產配置迷思解釋說明本資公司與外資公司債券與股票比率懸殊之情形。

### 第一節 結論

本研究以擬似動態規畫法試算出業主權益投資配置比例，再加上模擬之負債複製投資組合得到在不同風險趨避程度下之策略性資產配置比例。由第四章數值

計算分析結果，得到結論如下：

#### 一、多期投資配置之情形

於不同風險態度之情境下，期初最適投資策略皆為長期債券以及股票。多期投資配置之股票比例隨時間波動很小；CRRA 係數為 2 時，股票與債券之比例不隨時間改變；CRRA 係數提高至 5 及 10 時，債券部位之配置隨時間而有變化，長年期債券比例隨時間下降，而短年期債券比例則隨時間增加。

#### 二、風險趨避程度對投資配置之影響

本研究結果顯示，公司之投資配置隨著風險趨避程度不同而改變；風險趨避程度提高時，債券配置比例增加，而投資於股票之比例降低。

#### 三、評估時間對投資配置之影響

固定風險趨避程度下，不同評估時間之期初投資配置差異不大。推測原因為期初投資配置都只包含股票以及最長年期債券，亦即不同評估時間之投資標的皆相同，故三種情境下之投資組合近乎相同。

#### 四、台灣壽險公司資產配置情形與本研究之差異

比較台灣壽險公司資產配置情形與研究結果的差異時，若不考量壽險公司投資於國外公債之部位，本資公司之風險態度顯然較外資公司積極。因國內壽險公司因利率因素考量轉往國外投資，且國外投資中大部分為固定收益商品，為比較之公平性，在不考慮匯率風險以及違約風險下，將國內外公債合併計算債券與股票比。此結果仍顯示本資公司與外資公司之風險態度不同，且本資公司之債券與股票比例較低。考量壽險公司中長期負債之性質，建議本資公司應提高債券之配置比例。

## 第二節 研究限制與建議

本研究之重點為策略性資產配置，包含負債的複製投資組合及業主權益之投資部份。在使用擬似動態規畫法求業主權益之最適投資配置時，本文假設投資標的僅包含沒有違約風險之公債以及股票，且不考量匯率風險，亦即不考慮國外投資。但實際上壽險公司資金可運用之範圍廣泛，後續研究者可擴大投資標的之範圍，以能更貼近實務之情形。

另外，本研究於負債之複製投資組合部分，採用模擬人壽保險公司之相關假設為 2003 年之資料，其負債之商品組合為終身保險、定期保險、定期型養老保險以及終身型養老保險，現今壽險公司之負債結構可能已有改變。且本研究所使用之現金流量預估數為 20 年之數值，但設定之評估期間皆小於 20 年，故負債之複製投資組合並未能包含所有負債，建議後續研究者可使用較新之資料計算負債之複製投資組合，並預估較短期之現金流量以配合評估期間。