

要 旨

本論文は、家計の資産形成にかかる為替ヘッジに着目した外国投資、従業員持株会による自社株式保有に焦点を置き、動的ポートフォリオ選択問題のアプローチからこれらの最適投資を明らかにしたものである。以下、本論文の内容について要約する。

第 II 章は、主に外国投資を行う家計の最適為替ヘッジを明らかにした。本章の主な貢献は以下の通りである。第一に、本研究における動的ポートフォリオ選択問題を求解することによって得られた最適政策は、意思決定時点における二国間金利差の状態に応じて、為替ヘッジウェイトが顕著に変化することを示した。これにより、フォワードバイアスが存在する為替市場においては、意思決定時点の日米金利差から選択的な為替ヘッジを実行することが最適であることを意味している。第二に、本研究ではモンテカルロ・シミュレーションを実行することにより、モデルパラメータ変化に伴う平均的な最適政策の変化を分析した。これにより、労働収入の相関やリスク回避度が為替ヘッジウェイトに大きな影響を与えることを示した。労働収入の特性は家計ごとに異なるため、そのパラメータ設定は、各家計が決定すべき最適政策において重要であることが認識される。そのほか、為替市場で観測されるフォワードバイアスの傾向を変化させることにより、最適為替ヘッジウェイトが大きく変化することも示した。これは、フォワードバイアスが将来変化した場合、それに応じて最適ヘッジウェイトを変更する必要を示唆している。第三に、ライフサイクルにおいてリスク資産保有比率を決定する有名な経験則 100 - 年齢ルールを採用した場合に最適政策と比較してどの程度消費が下落するかを明らかにした。これにより、100 - 年齢ルールを採用した場合、最適政策と比較し消費が 4 ~ 6% 程度下落することを確認した。

第 III 章は、従業員持株会による自社株式保有の最適保有について主に三つの論点を提起し、これを明らかにした。三つの論点とは、第一に奨励金付与が自社株式保有を合理的とするのか、第二に借入制約が自社株式保有を合理的とするのか、集中リスクが自社株式保有を妨げるのかである。本章の主な貢献はこれら論点を明らかにしたことである。第一の論点である奨励金の影響については、最適性の観点で奨励金付与は自社株式買入を促すが、その継続保有にはつながらないこととなった。また、奨励金付与が従業員家計の資産拡大に寄与することも確認された。第二の論点である借入制約とマーケットベータの影響については、自社株式が高ベータで借入制約をもつ家計は投資上限の抵触時に、奨励金付与がなくとも自社株式保有することが最適であることとなった。第三の論点である集中リスクが自社株式保有を妨げるかについては、労働収入と自社株式の相関を高めることで集中リスクを表現したが、集中リスクは自社株式の買入をやや抑制するものの買入を妨げるほどではないこととなった。