

# 富裕層と危険回避度

水野博志

## 要 旨

本論文では、現実の投資家行動において富が増加するにつれて危険回避度がどのように変化するかを富裕層に焦点を当て経験的に分析してみた。筆者はジャパニーズインベスター誌との共同で行った個人投資家のアンケート調査に基づき、富裕層と非富裕層とのサンプルを作り、2つのサンプルで危険回避度の違いを分析してみた。富裕層の方が非富裕層より危険回避的な傾向があることがわかった。この結果は理論的な予測とは整合的ではない。なぜそのようになるのであろうか。筆者は投資家のロジックは投資家に聞くしかないと考え、富裕層の投資家11人のインタビュー調査を行った。インタビューの結果、危険選好は、富だけでなく、年齢、インターネットの利用に結びついていること、富そのものについては富が増えるにしたがって危険回避度が低下する傾向があることがわかった。次にインタビューの結果をふまえて、アンケート調査の全データについて回帰分析を行った。全データの統計分析では、年齢の効果、インターネットの効果を考慮に入れると、富が増加するにつれて危険回避度は低下するとはいえないことが明らかになった。結論としては、危険回避度は個人の属性によって決まり、年齢、富によって大きく変化するようには思われえないということである。

## 目 次

### 問題提起

- I. 危険回避度に関する問題状況
- II. アンケート調査による富裕層の投資行動
- III. 富裕層のインタビュー調査

### IV. インタビュー調査をふまえた統計分析

### 結 論

### 参考文献

## 問題提起

富の水準と危険回避度の関係はどうなっているのでしょうか。CAPM を中核とする MPT では、全ての投資家は多かれ少なかれ、危険回避的であると想定しているが、富の水準によって危険回避度はどのように変わってくるのでしょうか。簡単に本論文の構成を説明しよう。I では、富と危険回避度についての文献を解説する。この問題について理論的には一定のコンセンサスが得られているが、経験的研究はほとんど行われてこなかった。代表的な経験的研究はフレンドブルーム [1975] であるが、彼ら以来、経験的研究に関しては目立った文献がない。この問題に関する経験的研究はアメリカでも日本でもほとんど行われてこなかったことを明らかにする。II では、経験的な研究の手がかりとして、筆者とジャパニーズインベスター誌との共同で行った個人投資家のアンケート調査に基づき、富裕層と非富裕層とのサンプルを作り、2つのサンプルで危険回避度の違いを分析してみる。III では、筆者とジャパニーズインベスター誌との共同で行った富裕層の投資家11人のインタビュー調査を危険回避度の観点から分析する。すなわち、危険選好がどのような要因

によって決まってくるのかを分析する。IV では、インタビューの結果をふまえて、アンケート調査の全データについて回帰分析を行い、富と危険回避度についての一般的傾向を分析する。

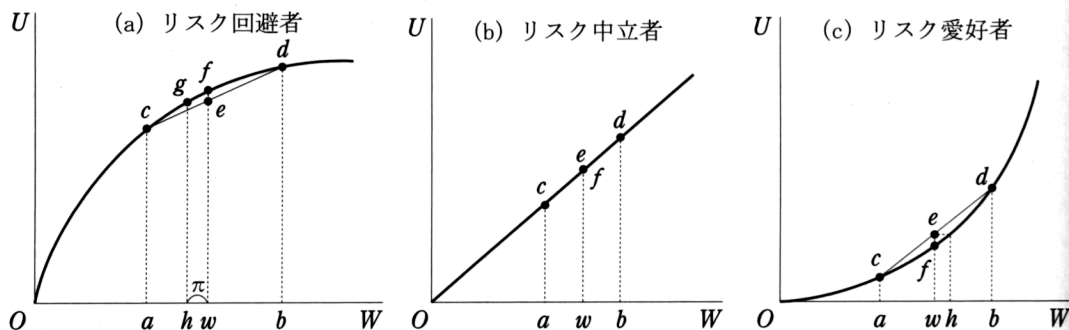
## I. 危険回避度に関する問題状況

危険に関しては、理論的には3つのタイプ、リスク回避者、中立者、愛好者が区別されている。リスク回避者の効用関数は、次の図表1(a)に見られるように原点に対して凹型をしている。

この曲線の形状は、危険回避度という概念によって定義される。危険回避に対する特定の定義は、プラット[1964]とアロー[1984]によって与えられてきた。ある人が富  $W$  を持っており、保険によって中立的になる  $\bar{Z}$  のギャンブル(保険によって中立的というのは  $E(\bar{Z}) = 0$ ) を想定しよう。その人がギャンブルをするにはどれ位のリスクプレミアム  $\pi(W, \bar{Z})$  が与えられなければならないであろうか。図(a)でいうと、このリスクプレミアムは  $U[E(W)]$  と  $E[U(W)]$  の差と考えられる。数学的には、リスクプレミアム  $\pi$  は次の等式を満たす値である。

$$E[U(W+\bar{Z})] = U[W+E(\bar{Z})-\pi(W,\bar{Z})] \quad (1)$$

図表1 3つの効用関数



左辺はギャンブルをするときの富の期待効用水準である。その効用水準は右辺の効用水準と等しくなければならない。すなわち、現在の富の水準  $W$  とギャンブルの保険の期待効用値からリスクプレミアム  $\pi(W, \tilde{Z})$  を引いたものである。富の効用関数をテーラー展開すると次のようになる。右辺は

$$U[W + E(\tilde{Z}) - \pi(W, \tilde{Z})] = U[W - \pi(W, \tilde{Z})]$$

保険中立的であり  $E(\tilde{Z}) \equiv 0$  であるので、テーラー展開は

$$U(W - \pi) = U(W) - \pi U'(W) + \text{最大で } (\pi^2) \quad (2)$$

左辺は

$$\begin{aligned} E[U(W + \tilde{Z})] &= E[U(W) + \tilde{Z} U'(W) + \frac{1}{2} \sigma_{\tilde{Z}}^2 U''(W) + \text{最大で } \tilde{Z}^3] \\ &= U(W) + \frac{1}{2} \sigma_{\tilde{Z}}^2 U''(W) + \sigma^2 \text{よりも小さい項} \quad (3) \end{aligned}$$

なぜなら、

$E[U(W)] = U(W)$  現在の富は確率変数でない。

$E(\tilde{Z}) \equiv 0$  リスクは保険中立的

$$E[\tilde{Z}^2] = \sigma_z^2 \sigma_z^2 \equiv E[(\tilde{Z}) - E(\tilde{Z})]^2$$

(2)式と(3)式を組み合わせると、

$$\begin{aligned} U(W) - \pi U'(W) + \dots \\ = U(W) + \frac{1}{2} \sigma_z^2 U''(W) + \dots \end{aligned}$$

これをリスクプレミアムについて解くと、

$$\pi = \frac{1}{2} \sigma_z^2 \left[ -\frac{U''(W)}{U'(W)} \right] \quad (4)$$

これがプラットーアローによるある富の水準でのリスクプレミアムの尺度である。絶対的の危

険回避度 (Absolute Risk Aversion, ARA) は次のように定義される。

$$ARA = -\frac{U''(W)}{U'(W)}$$

ここで絶対的危険回避度といわれるのは、それがあある富の水準での危険回避度を測っているからである。この ARA は富の水準によってどのように変化するのであろうか。現実をざっと観察すると、ARA は富が増加するにつれて恐らく低下すると考えられる。なぜなら、1,000ドルのギャンブルは億万長者には大した意味を持たないが、貧困者はそのようなギャンブルに対して非常に危険回避的になると考えられるからである。他方、絶対的危険回避度に富の水準をかけることによって、相対的危険回避度が定義される。

$$RRA = -W \frac{U''(W)}{U'(W)}$$

相対的危険回避度が一定ということは、富が増加するとき絶対額の金額での損失は増加させても、富に対する損失の割合は一定ということの意味している。理論的な研究としてはいくつかの効用関数について、富が増加するにつれて絶対的危険回避度と相対的危険回避度がどのように変化するかを検討してきた<sup>1)</sup>。

経験的な研究については、フレンドーブルーム [1975] が内国歳入データを使って、富と危険回避度の関係を調べた。彼らの結論は次の通りである。「1つは富の水準にかかわらず、家計の相対的危険回避度の係数は平均して1を超えており、恐らく2を超えている。したがって、投資家は対数的な効用関数によって想定されるよりもかなり多くの危険プレミアムを株もしくは危険資産に対して要求する。

もう1つは家計について相対的危険回避度が

一定という仮定は証券市場の叙述としては近似的には十分成り立つということである<sup>2)</sup>。」

フレンドとブルームの実証結果は、対数型効用関数が想定するような相対的危険回避度が一定という仮説がマーケットデータによって確かめられるかという関心から行われたものである。その結果は仮説と整合的であり、また相対的危険回避度はかなり1より大きい、すなわち富が増えるにしたがって危険プレミアムを高く要求する傾向があることを発見した。しかしながら、彼らの実証方法は内国歳入データから純資産に対する危険資産の割合を所得ブラケットごとに比較し、その比率によって相対的危険回避度の形状を推定するもので、個々の投資家の危険選好を直接調査したものではない。相対的危険回避度から見ると、富裕層の方が危険回避的になる傾向があると考えられているが、実際に富裕層の危険回避度が高いと考えられるかどうかは直接的な調査が必要と思われる。このような調査はアメリカでも日本でも行われてこなかった。われわれの研究は初歩的ではあるがこのような直接的な調査を行うものである。

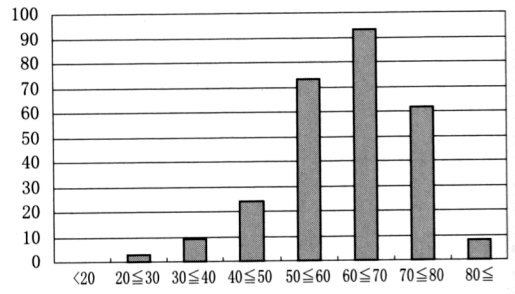
## II. アンケート調査による富裕層の投資行動

筆者はジャパニーズインベスター誌の全面協力を得て、2004年8月、個人投資家のアンケート調査を行った<sup>3)</sup>。4,750名に調査票を送り1156名より回答があったが、回答者1,156名のうち、金融資産の保有額が5,000万円以上という答えが279名もあった。金融資産の保有額が5,000万円以上を「富裕層」と定義し、金融資産の保有の少ない投資家層と比較して、危険選好に関してどのような特性を持っているのか調

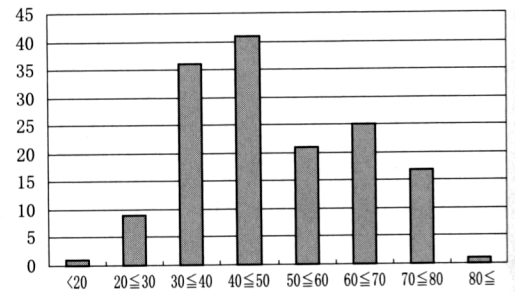
べてみよう。金融資産の保有の少ない「非富裕層」として、金融資産500万円未満の投資家層を取り上げる。このサンプル数は164件であった。あえて500万円未満の低い層を選んだのは、金融資産を多く持たない投資家行動の特徴をよく表し、富裕層との投資行動を際立たせるためである。このサンプルを「非富裕層」と呼ぶ。まず、富裕層と非富裕層のサンプルの特性を見ておこう。年齢構成とインターネットの利用状況は次のようになっている。

富裕層は、非富裕層と比べて、かなり高齢化している。富裕層の60歳以上の比率は60.0%である。非富裕層は年齢構成が若くなっている。30

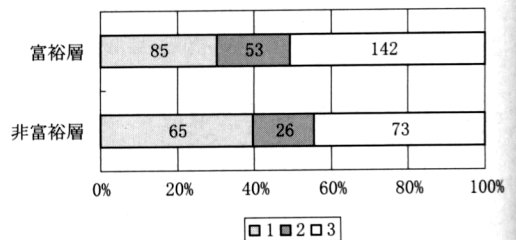
図表2 サンプルの特性  
年齢(富裕層)



年齢(非富裕層)



Q11 ネットの利用状況



才から50才までの構成比が51.0%であり、60才以上の比率は28.4%である。

インターネット利用度もかなり異なっている。

インターネットを(1)大いに利用 (2)時々利用 (3)利用しない

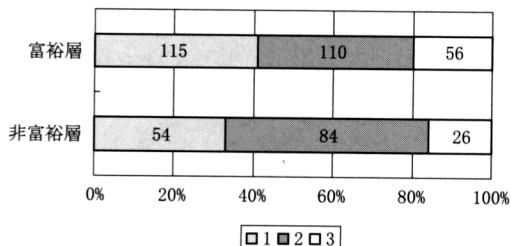
という選択肢を選んでもらったところ、Q11のような結果になった。富裕層は非富裕層と比べて、利用しない人の割合が高く、利用する人についてもネット利用度が低くなっている。

アンケート調査では、21の設問を用意したが、ここでは危険選好に関連する3つの設問の結果を紹介しよう。

Q1 企業が利益処分する際、配当を減らし、留保利益を増やせば、理論的にはその分だけ企業の価値(資産)が増えるため、株価は上昇すると考えられます。その場合、配当としての受け取りとキャピタルゲイン(株式値上がり益)としての受け取りについて、基本的にはあなたはどちらを望まれますか。

- (1)配当
- (2)キャピタルゲイン
- (3)どちらでもいい

図表3 配当かキャピタルゲインか  
Q1



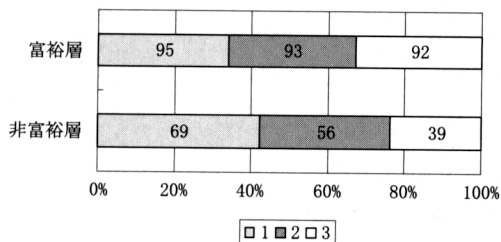
富裕層は非富裕層と比べて、配当に対する選好が強く、キャピタルゲインに対する選好が弱くなっている。これは富裕層の方が危険回避的傾向が強いことを意味している。図表1の(a)を

見ていただきたい。図のf点は、c点とd点の平均になっているが、効用水準はU(d)とU(c)の平均以上になっている。それは、U(e)がU(d)とU(c)の不確実な富による効用を表すのに対して、U(f)は確実なwによる効用水準を表しているからである。危険回避者であれば、配当とキャピタルゲインに対する税制、取引費用の差がなければ、確実なキャッシュフローである配当を実現の不確実性を伴うキャッシュフローであるキャピタルゲインよりも、選好するはずである。したがって、富裕層は非富裕層と比べて危険回避的傾向が見られる。

Q6 同じ投資収益が期待される場合、値動きの激しい株と値動きの少ない株のどちらに投資しますか。

- (1)値動きの激しい株
- (2)値動きの少ない株
- (3)無差別

図表4 値動きへの選好  
Q6



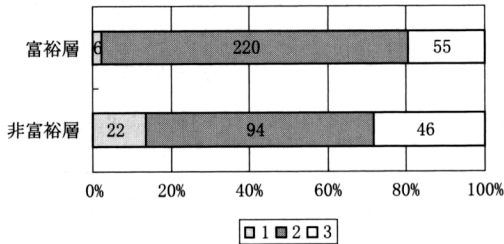
富裕層は非富裕層と比べて、値動きの激しい株を選好する割合が低く、無差別の割合が高くなっている。値動きの少ない株を選好する割合はほぼ同じである。富裕層は値動きの激しい株を好まないという意味で、危険回避的といえよう。

Q18 あなたにとって、株式投資はギャンブル

(競馬, パチンコ) に近いですか, それとも長期的には預貯金を上回る資産運用ですか。

(1)ギャンブル (2)長期的な資産運用 (3)どちらともいえない

図表5 資産運用かギャンブルか  
Q18



富裕層は非富裕層と比べて, 長期的な投資と考える投資家の割合が高く, ギャンブルと考える割合が低くなっている。この答えだけからして, 富裕層は非富裕層に比べて危険回避的といえることができる。

ファイナンス理論の危険回避の概念によれば, 富の効用関数は凹関数であるので, 富が増大する程, 絶対的危険回避度は低まるが, これら3つの結果は全て富裕層の方が危険回避的になっている。この結果はファイナンス理論の予測とは逆になっているが, 結果は富裕層の方が危険回避的傾向が強いということで一致しているので, アンケートでは富裕層は非富裕層と比べて危険回避的傾向が強いと考えられよう<sup>4)</sup>。

### Ⅲ. 富裕層のインタビュー調査

なぜ, 富裕層は非富裕層と比べて危険回避的傾向が強いのであろうか。筆者はアンケート調査に協力して下さった富裕層11名とのインタビュー調査を行い, 富裕層の生の声を聞いた。

#### ①配当とキャピタルゲインの選好について

11名のうち, 配当への選好を表明したのが3

名, キャピタルゲインへの選好を表明したのが3名, こたわらないと答えたのが5名であった。配当を選好する理由として「売り買いをしないので配当にこだわる」, 「リターンとしてある程度の配当を出せるかは重要」をあげていた。配当を選好すると表明した人に共通していたのは, 3人ともネット取引をしていなかったことと, 投資のスタンスが長期であることである。キャピタルゲインを選好する理由として「リターンの大半はキャピタルゲインによる」, 「短期なのでキャピタルゲインに注目」をあげていた。キャピタルゲインへの選好を表明した人は, 3人ともネット取引の利用者で, 株式投資の期間が比較的短くなっていた。

#### ②値動きについて

値動きの激しい株を選好するのは2名で, どちらもネット取引者であった。他の投資家は「特にこだわらない」と答えていた。激しい株を選好する理由としては, 株式を投機の対象にしているためである。こだわらない理由としては, 「値動きは特に重要な尺度ではなく, 長期的に企業か成長するかどうかを尺度にしている」という答えであった。値動きの少ない株を選好するという答えはなかったが, その理由は値動きにこだわっていないことにあると思われる。

#### ③年齢について

年齢と危険選好について尋ねた。年齢が高くなるにつれて危険回避的になると答えたのが5人, 変わらないのが5人, リスクを取ろうとするのが1人であった。全体としてみると, 年齢と危険選好は大きく変わらないようであるが, 若干危険回避度が高まるような印象を受けた。

#### ④金融資産の増加と危険選好

最後にズバリ, 「金融資産が増えるにした

がって、リスクを取ろうとするかどうか」を尋ねた。リスクを取ろうとするのが6人、変わらない3人、危険回避的になる2人、であった。リスクを取る理由としては、「余資が増えるのでその範囲でリターンの高いものを狙うようになる」に集約される。危険回避的な理由としては「特に危険なことをする必要はなくなる」というものである。全体としては、金融資産が増えるにしたがって、若干ではあるがリスクを取ろうとする傾向があるようである<sup>5)</sup>。

#### IV. インタビュー調査をふまえた統計分析

Ⅲの④の結果によれば、金融資産が増えるにしたがってリスク回避的になるとはいえないことが明らかになった。この結果はⅡの結果、すなわち「富裕層は非富裕層と比べて危険回避的傾向が強い」と矛盾するように見えるが、ここではインタビューの結果を参考にしてアンケートの全データを再検討してみよう。

金融資産残高を非説明変数にし、金融資産に影響すると考えられる要因を説明変数として回帰分析を行った。説明変数としては、年齢、配当に対するキャピタルゲインの選好度、値動きの激しい株の選好度、ネット取引の利用度、株式投資の時間的視野、株式投資をギャンブルと見なす度合いを用いた。Q1、Q6、Q11、Q18の設問については、1から3のスコアをQ16は株式投資の時間的視野で、(1)1日程度 (2)1ヵ月程度 (3)6ヵ月程度 (4)1年以上の4個のスコアを割り当てた。金融資産については、(1)100万円未満 (2)300万円未満 (3)500万円未満 (4)1,000万円未満 (5)2,000万円未満 (6)3,000万円未満 (7)4,000万円未満 (8)5,000

万円未満 (9)5,000万円以上の9個のスコアを割り当てた。

決定係数が低いのは、被説明変数である金融資産の残高(貯蓄額)をブラケットで取っているためである。連続変数にすれば説明変数の散らばりが大きくなるので、決定係数は上昇するはずであり、決定係数は実際よりもかなり低くなっていると考えられる。

説明変数の中で、最も有意なのが年齢であり、次ぎにQ18投機度、Q16長期度、Q11インターネット利用度である。金融資産残高に対して、年齢はプラス、インターネット利用度はマイナス、投機度はマイナス、長期投資度はプラスの有意な影響が認められる。Q1キャピタルゲイン選好度とQ6値動きの激しい株選好度は有意ではない。Q1キャピタルゲイン選好度はマイナスであるが、注目すべきはQ6値動きの激しい株選好度がプラスになっていることである。Ⅱで見てきた富裕層と非富裕層の分析では、Q1キャピタルゲイン選好度は有意なマイナス、Q6値動きの激しい株選好度は有意なマイナスになると予想されていたが、予想に反して有意ではなく、値動きに関しては予想とは逆にプラスになっていた。いずれにせよ年齢の影響が大きく効いている。年齢と危険選好に関しては、インタビューによれば危険回避度が若干上昇すると考えられ、その効果が危険回避度の上昇に影響していると考えられる。投機度はマイナス、長期投資度はプラスになっているのは、アンケートと整合的で、富裕層の危険回避的スタンスを表している。

アンケートのデータを分析してみると、「富が増加するにつれて危険回避的になる」というアンケートの結果は、かなり割り引かれなければならないことになる。言い換えると、クロス

図表6 統計分析<sup>6)</sup>

基本統計量

件数	1102	
項目名	平均	標準偏差
年齢	57.27	13.87
Q1	2.13	0.92
Q6	2.04	0.85
Q11	2.05	0.90
Q16	3.60	0.62
Q18	1.35	0.59
貯蓄額	6.01	2.28

重回帰式 目的変数 貯蓄額

説明変数名	回帰係数	標準誤差	T値
年齢	0.0586	0.0051	11.3999
Q1	-0.0916	0.0725	-1.2627
Q6	0.0437	0.0795	0.5490
Q11	-0.2637	0.0819	-3.2183
Q16	0.3639	0.1129	3.2227
Q18	-0.4877	0.1148	-4.2486
定数項	2.6533	0.5757	4.6093

相関行列

	年齢	Q1	Q6	Q11	Q16	Q18	貯蓄額
年齢	1	-0.0661	0.0470	0.4359	0.1061	-0.0050	0.3256
Q1	-0.0661	1	0.2176	-0.1146	-0.2264	0.0693	-0.0762
Q6	0.0470	0.2176	1	-0.1002	-0.1934	0.2139	-0.0106
Q11	0.4359	-0.1146	-0.1002	1	0.2540	-0.0083	0.0806
Q16	0.1061	-0.2264	-0.1934	0.2540	1	-0.2616	0.1485
Q18	-0.0050	0.0693	0.2139	-0.0083	-0.2616	1	-0.1512
貯蓄額	0.3256	-0.0762	-0.0106	0.0806	0.1485	-0.1512	1

精度

決定係数	0.1440	
自由度修正	0.1393	
決定係数		

金融資産の増加によって変わらないと答えた人のニュアンスに近いと思われる。

## 結 論

データで見て、富裕層の方が危険回避的に見えても、一部は年齢による保守化の影響、インターネットを利用しないことによる長期投資のスタンスによるもので、これらの要因を調整すると、富が増加することによって危険回避度は大きく上昇するとは言えないと考えられる。投機度が低く、投資のスタンスが長期化するという意味では、危険回避的になるが、配当選好、値動きの少ない株の選好が強くなる傾向ははっきりとは認められなかったので、危険回避度は大きくは上昇しないと考えられる。この結果は、富裕層とのインタビューで、危険回避度は

富と危険回避度について理論的には富が増加するにつれて絶対的危険回避度は低下する一方で、相対的危険回避度は一定と考えられてきた。しかしながら、経験的な分析はほとんど行われてこなかった。

本論文は、アンケート調査とインタビュー調査によって、富と危険回避度に関して経験的な分析を行ってきた。まず、アンケートのデータを富裕層と非富裕層のサンプルに分け、危険選好の観点から分析した。富裕層は非富裕層と比べて、①配当に対する選好が強く、キャピタル

ゲインに対する選好が弱くなっている。②値動きの激しい株を選好する割合が低く、無差別の割合が高くなっている。③長期的な投資と考える投資家の割合が高く、ギャンブルと考える割合が低くなっている。この結果から判断すると、富裕層の方が危険回避度が高くなっていると考えられた。この結果は理論的予測と整合的ではないので、その理由を考えてみた。

その理由を確かめるために、富裕層11人にインタビューを行い、直接、富と危険回避度に尋ねた。富が増えるにしたがって、リスクを取ると答えたのが6人、変わらない3人、危険回避的になるが2人であった。この結果は、富裕層と非富裕層の分析結果と逆であるが、理論的予測と整合的であった。

そこでアンケートの全データについて統計分析を試みた。そこで明らかになったことは、危険回避度そのものは富が増加するにつれてわずかではあるが低下することである。富裕層の方が危険回避的になっているのは、年齢による保守化の効果とインターネットを利用しないことによる非投機的効果の影響が大きいと考えられる。危険回避度そのものは富が増加するにつれてわずかではあるが低下するという結果は、ファイナンスの理論と整合的である。

このような発見は、現実を理解するためのいくつかの視点を提供するであろう。例えば、富裕層の年齢が低く、インターネットを利用するとき、危険回避度は低く、逆に非富裕層でも、年齢が高く、インターネットを利用しない場合には危険回避度は高くなる傾向が出てくると予想される。

ここでの結果は、ファイナンスの理論を確かめるかたちになっている。アンケート、インタビュー、統計分析の結果をふまえると、富裕層

は危険回避的ではあるにしても、回避度は強いとはいえない。それは、配当選好が強くなく、値動きの少ない株を強く選好する傾向が認められないからである。

但しここでの結果を一般化するには注意が必要である。われわれのサンプルの特性を再確認しておく必要がある。ここでの1156名のサンプルは、ジャパニーズズインベスター誌の読者であり、全ての人が株式投資の経験を持っている。ところがわが国の場合、個人の金融資産に占める株式投資の割合は2004年度でも、わずか5.4%に過ぎない。したがって、このサンプルは株式投資をしたことのある人たちという意味で日本人としては特殊である。株式投資をしたことのない多くの日本人は、このサンプルの投資家よりもかなり危険回避的の傾向が強いであろう。

さらに興味深い発見は、危険選好は富だけでなく、年齢、ネットの利用などに結びついていることである。年齢は危険回避度を上昇させ、ネット利用は危険回避度を低下させる傾向がある<sup>7)</sup>。本論文で強調したいのは、投資家の総合的な状況をふまえて、危険回避度を考える必要性であり、富は年齢、ネット利用などとともにもその1つの重要なファクターであるということである。

## 注

- 1) Copeland Weston and Shastri [2005], pp.53-59
- 2) Friend and Blume [1975], pp.900-901
- 3) 水野 [2004], 「個人投資家の実像に迫る」を参照。
- 4) 水野 [2005], 「富裕層の投資行動と富裕層ビジネスへの提言」では、18の質問について富裕層と非富裕層の比較をしている。
- 5) 詳しいインタビューは水野 [2005], 「富裕層11人へのインタビューレポート」を参照。
- 6) サンプルの数が1,156から1,102に減少しているのは、全ての回答が得られていないサンプルを削ったためである。

7) ネット利用によって投機的になることについては, Barber, B. M. and T. Odean [2001], [2002], 水野博志・内田交謹 [2004], 水野博志「インターネットと個人投資家 [2004]」を参照。

## 参考文献

- Arrow K.J, *Individual Choice under Certainty and Uncertainty*, Belknap Press, 1984.
- Barber, B. M. and T. Odean [Winter 2001], "The Internet and the Investor" *Journal of Economic Perspective*, pp.41-54.
- , ——— [2002], "Online Investors: Do the Slow Die First?" *Review of Financial Studies*, Vol.15, pp.455-487.
- Copeland, T.E., J.F. Weston and K. Shastri [2005], *Financial Theory and Corporate Policy*, 4th ed., Addison-Wesley, 2005.
- Friend I. and M.E. Blume [1975], "The Demand for Risky Assets" *American Economic Review*, Vol.65-5, pp.900-922.
- Mossin, J. [1973], *Theory of Financial Markets*, Prentice-Hall.
- Pratt J.W., [1964], "Risk aversion in the small and in the large" *Econometrica*, Vol.32, pp. 122-136.
- 橋木俊詔・森剛志 [2005], 『日本のお金持ち研究』日本経済新聞社
- 本田健 [2004], 『普通の人がこうして億万長者になった』講談社
- 水野博志 [1998], 『個人投資家の行動原理』泉文堂 1998年
- [2001], 「個人投資家は進化したか」『ジャパニーズインベター-31号』Autumn, 5-12頁
- ・内田交謹 [2004], 「インターネットと個人投資家」『月刊資本市場226号』6月, 20-33頁
- [2004], 「個人投資家の実像に迫る」『ジャパニーズインベター-43号』Autumn, 28-32頁
- [2005a], 「インターネットと個人投資家 [2004]」『証券アナリストジャーナル』2月, 17-28頁
- [2005b], 「富裕層の投資行動と富裕層ビジネスへの提言」『月刊資本市場238号』6月, 4-16頁
- [2005c], 「富裕層11人へのインタビューレポート」『ジャパニーズインベター-47号』Autumn

(福岡大学商学部教授)