

富裕層の資産ポートフォリオ選択  
—企業家，企業家以外の富裕層，一般層の意識・行動の違いを中心に—

宮本弘之<sup>1</sup>

要約

近年注目されているハウスホールドファイナンスの分野では，富裕層の資産ポートフォリオ選択が研究の対象となっている。

本稿は，富裕層の資産ポートフォリオ選択を分析することで，富裕層がミステイクを犯す要因を明らかにした。具体的には，富裕層が直接的もしくは間接的に株式を保有しない（投資をしない）こと，企業家の資産ポートフォリオが事業資産（自社株）に偏っていることに影響を与える要因について，性別，年齢，個人年収，学歴，保有金融資産額などの個人の持つ属性や，総資産に占める不動産資産，事業資産，株式資産の比率などとの関係を明らかにした。

JEL 分類番号 D12, D91, G110

キーワード：ハウスホールドファイナンス，ポートフォリオ選択，株式保有，富裕層，企業家（アントレプレナー）

---

<sup>1</sup> Hiroyuki Miyamoto, 埼玉大学大学院, hiroyuki@miyamoto.ptu.jp

## 1. はじめに

近年、注目されているハウスホールドファイナンスの分野では、富裕層の資産ポートフォリオ選択が研究の対象となっている。その研究テーマは、大きく分けて二つある。

第一に、富裕層でも「投資をしない」というミステイクを犯している原因を探ることである。家計の資産ポートフォリオ選択において、一定の前提の下で、家計は少なくとも幾分かのリスク資産を必ず保有することが知られている (Campbell[2006], 祝迫[2012]など)。欧米における先行研究において、収入や資産が多いほど投資をしている割合が高まることがわかっているが、多額の資産を持つ富裕層にも、投資をしない人が存在する

(Campbell[2006] など)。なぜ、富裕層の中に投資をしない人が一定割合を占めるのか重要な研究テーマである。

次に、家計の資産ポートフォリオ選択におけるもう一つのミステイクと言われるのは、「資産の配分 (ポートフォリオ) が分散されていないこと」である。この点に関しては、富裕層以外の人 (以下、一般層) 以上に、富裕層の資産は事業資産 (自社株) に偏っていることが指摘されている (Carrol[2000])。

本稿では、総資産額の上位 10% を富裕層と定義して分析を進めることにする。その上で本稿では、富裕層を企業家と企業家以外の富裕層に分けて分析する。

本稿の目的は、富裕層の資産ポートフォリオ選択を分析することで、富裕層がミステイクを犯す要因を明らかにすることである。具体的には、富裕層が投資をしないこと、企業家の資産ポートフォリオが事業資産 (自社株) に偏っていることに影響を与える要因について、性別、年齢、個人年収、学歴などの個人の持つ属性や、総資産に占める不動産資産、事業資産、株式資産の比率などとの関係を明らかにした。

本稿の貢献は、富裕層を企業家と企業家以外の富裕層に分けた上で、金融リテラシーや事業・資産に対する行動科学的な要因を用いて、それぞれの資産ポートフォリオのミステイクが生じる要因を明らかにしたことである。

## 2. データセット

本稿では、株式会社野村総合研究所が実施した二種類の調査に基づくデータセットを分析した。一つ目が、「NRI 生活者 1 万人アンケート調査 (金融編)」である。これは、18 歳～79 歳の男女個人に対して、金融に関する意識や行動を尋ねた、訪問留置法によるアンケート調査である。二つ目が、「NRI 富裕層アンケート調査」である。これは、帝国データバンク TDB 企業概要データベースを元に全国 2 万社の企業オーナー経営者を抽出し、企業経営や個人の金融に関する意識や行動を尋ねた、郵送法によるアンケート調査である。

### 3. 富裕層の資産ポートフォリオ

データ分析の結果、資産が増えるほど、各資産・負債の保有率が高まる傾向は、普通預金・定期預金と無担保ローンを除くすべての資産・負債において企業家及び企業家以外に共通の傾向であった。また、企業家以外の富裕層は、総資産階層が上がるにつれて預金のシェアが下がり、預金以外の金融資産や不動産などのリスク資産のシェアが高まる。そして、企業家のポートフォリオシェアは、企業家以外の富裕層とも大きく異なり、自社株（事業資産）が過半を占めている。さらに、総資産階層が上がるほどリスク資産のポートフォリオシェアがあがるという傾向は、企業家には見られない。

資産保有率及びポートフォリオシェアについて、Carrol (2000)は、富裕層の資産ポートフォリオは、一般層とは大きく異なること、特に、事業資産（自社株）のシェアが高いことが特徴であることを示したが、この点は、本稿の分析結果と一致した。

富裕層を企業家と企業家以外に分けると、企業家において総資産階層が上がっても、リスク資産のシェアが単調に高まらないことは、先行研究で示されていない本稿の貢献である。

まとめると、富裕層の資産ポートフォリオは、欧米と同様に、一般層のそれを拡大したものではなく、まったく異なるものであることが日本のデータで確認された。さらに、企業家以外の富裕層と企業家のポートフォリオに大きな違いがあることが確認された。

### 4. 企業家及び企業家以外の富裕層の株式保有・資産シェアモデル

#### 4.1. 企業家以外の富裕層の株式保有モデル

企業家以外の富裕層と一般層で株式保有率が大きく異なることから、それを説明するモデルを作成した。

企業家以外の富裕層及び一般層の株式保有モデル：

$$\begin{aligned} Pr(INVEST\_EX_i=1|X_i) \\ = \Phi(\beta_0 + \beta_1 ATTRIBUTES_i + \beta_2 LITERACY_i + \beta_3 BEHAVIOUR_i), \end{aligned} \quad (1)$$

ここで、INVEST\_EX は、株式もしくは投信を保有している人（投資をしている人）は 1、そうでない人は 0 の値をとるダミー変数である。説明変数は、年齢、個人年収などの属性（ATTRIBUTES<sub>i</sub>）、金融リテラシー（LITERACY<sub>i</sub>）、金融意識・行動特性（BEHAVIOUR<sub>i</sub>）である。金融リテラシーに関しては、Rooij et. al (2011)のベーシック金融リテラシー指標の中から金利に関するリテラシーを、アドバンスド金融リテラシー指標の中からリスクリターンに関するリテラシーを説明変数として採用した。

次に、モデルを検証するパネルは、総資産上位 11~100% (以下、一般層) (パネル A-1) と同上位 10%から企業経営者を除外した人 (以下、企業家以外の富裕層) (パネル A-2) である。

パネル A-1, A-2 に関してプロビット回帰分析を行った結果、一般層と企業家以外の富裕層では、株式保有の決定要因が異なり、年齢、収入、総資産額、金融リテラシーや金融意識・行動特性の影響が強まることがわかった (表 1)。

表 1 一般層及び企業家以外の富裕層の株式保有に関するプロビット回帰分析結果

変数	一般層の株式保有モデル (パネルA-1)			企業家以外の富裕層の株式保有モデル (パネルA-2)		
	偏回帰係数	標準誤差	P 値	偏回帰係数	標準誤差	P 値
性別	0.117	0.072	0.107	0.165	0.183	0.366
29歳以下	-0.365 **	0.116	0.002	-	-	-
30歳代	-0.300 **	0.093	0.001	-0.378	0.245	0.122
40歳代	-0.107	0.088	0.227	0.118	0.235	0.616
60歳代	0.220 *	0.095	0.021	0.973 **	0.201	0.000
70歳代	0.295 *	0.127	0.021	0.951 **	0.234	0.000
大学卒	0.224 **	0.077	0.004	0.257	0.196	0.189
中学校・高校卒	-0.200 **	0.077	0.009	-0.445 *	0.205	0.030
収入(自然対数)	0.108 *	0.049	0.028	0.250 *	0.110	0.023
総資産額(自然対数)	0.249 **	0.023	0.000	0.428 **	0.141	0.002
自宅不動産を保有	-0.309 **	0.077	0.000	-0.626 **	0.210	0.003
賃貸・投資用不動産保有	0.317	0.186	0.089	-0.527 **	0.201	0.009
相続経験あり	0.073	0.070	0.296	0.211	0.140	0.131
遺産を残す意向	-0.041	0.060	0.492	-0.250	0.163	0.125
職業1 会社員	-	-	-	0.475 *	0.188	0.011
職業2 公務員、非営利団体の職員	-0.416 **	0.137	0.002	-	-	-
職業4 会社、団体の役員	0.038	0.232	0.870	-	-	-
職業5 自営業	-0.380 **	0.119	0.001	0.037	0.232	0.873
職業8 医療機関、介護施設の職員	-0.060	0.167	0.721	-	-	-
職業11 派遣社員	0.203	0.204	0.319	-	-	-
職業13 専業主婦・主夫または家事手伝い	-0.005	0.109	0.963	0.554	0.296	0.062
職業15 学生	-0.093	0.235	0.692	-	-	-
職業15 無職	0.134	0.111	0.226	0.329	0.214	0.125
住宅ローン完済	0.085	0.087	0.329	-0.011	0.154	0.945
金利(正答)	0.256 **	0.077	0.001	0.471 *	0.209	0.024
金利(誤答)	0.287 *	0.115	0.013	0.490	0.281	0.082
リスクリターン(正答)	0.356 **	0.072	0.000	0.507 **	0.191	0.008
リスクリターン(誤答)	-0.269	0.205	0.189	0.840	0.560	0.134
(金融情報感度)あてはまる	0.665 **	0.198	0.001	1.023 *	0.403	0.011
(金融情報感度)ややあてはまる	0.851 **	0.106	0.000	0.541 *	0.221	0.015
(金融情報感度)あまりあてはまらない	0.520 **	0.063	0.000	0.544 **	0.147	0.000
(安全志向)あてはまる	-0.138	0.112	0.217	-0.173	0.253	0.494
(安全志向)ややあてはまる	0.203	0.108	0.062	0.181	0.257	0.482
(安全志向)あまりあてはまらない	0.711 **	0.119	0.000	0.874 **	0.289	0.002
(金利感応度)あてはまる	0.311 **	0.097	0.001	0.349	0.232	0.133
(金利感応度)ややあてはまる	0.133	0.087	0.127	0.268	0.218	0.220
(金利感応度)あまりあてはまらない	0.025	0.094	0.789	0.336	0.220	0.126
定数項	-3.470 **	0.195	0.000	-5.654 **	1.263	0.000
サンプル数	4,787			545		
P 値	p < 0.001			p < 0.001		
決定係数 Cox-Snell	0.209			0.331		
Nagelkerke	0.381			0.442		
McFadden	0.295			0.291		

(注) \*, \*\*はそれぞれ有意水準 5%水準, 1%水準を示す

#### 4.2. 企業家の資産シェアモデル

企業家の資産ポートフォリオの特徴は、自社株（以下、事業資産）のポートフォリオシェアが高く、株式や不動産のポートフォリオシェアが低いことであった。そこで、これらの資産のポートフォリオシェアが互いにどのように影響を与えているかを分析した。

企業家の事業資産シェアに関するモデルは、以下のとおりである。

企業家の事業資産シェアに関するモデル：

$$\begin{aligned} Pr(\text{SHARE\_S\_EX}_i=1|X_i) \\ = \Phi(\beta_0 + \beta_1 \text{ATTRIBUTES}_i + \beta_2 \text{LITERACY}_i \\ + \beta_3 \text{BEHAVIOUR}_i + \beta_4 \text{BUSINESS}_i + \beta_5 \text{SHARE}_i) , \quad (2) \end{aligned}$$

ここで、SHARE\_S\_EX は、総資産に対する事業資産のポートフォリオシェアを表し、従属変数  $Pr(\text{SHARE\_S\_EX}_i=1|X_i)$  は 0 から 1 の値をとる。また、説明変数は、属性

(ATTRIBUTES：年齢，個人収入など)，金融リテラシー (LITERACY)，金融意識・行動特性 (BEHAVIOUR)，法人関連属性 (BUSINESS)，他のリスク資産のポートフォリオシェア (SHARE:株式・投信/総資産，不動産資産/総資産) を説明変数とした。

企業家の不動産資産シェアに関するモデル，株式資産シェアに関するモデルは，事業資産シェアに関するモデルの従属変数と説明変数を入れ替えたものである。

これを検証するパネルは，帝国データバンクの TDB 企業概要データベースに掲載されている企業のオーナー経営者（パネル C-1,C-2,1,179 名）である。ただし，株式資産シェアに関しては約半数が株式を保有していないため，株式・投信の保有者（パネル C-3,693 名）に限定した。

企業家の事業資産シェア，不動産資産シェア，株式資産シェアに関するモデルの OLS 回帰分析結果，企業家の事業資産シェア，不動産資産シェアについては，企業家の株式保有や株式資産シェアとは異なる変数との相関がみられた（表 2）。事業資産や不動産資産のシェアに影響を与えている，事業拡大志向，子ども・孫の海外留学，資産管理会社設立といった有意な変数は，企業家の企業や家族に対する一種の想いを表していると考えられる。

表2 企業家の資産シェアに関する OLS 回帰分析結果

変数	企業家の事業資産シェアモデル (パネルC-1)			企業家の不動産資産シェアモデル (パネルC-2)			企業家の株式・投信資産シェアモデル (パネルC-3)		
	偏回帰係数	標準誤差	P 値	偏回帰係数	標準誤差	P 値	偏回帰係数	標準誤差	P 値
株式・投信/総資産	-1.314 **	0.055	p < 0.001	-0.953 **	0.050	p < 0.001	-	-	-
不動産/総資産	-0.969 **	0.019	p < 0.001	-	-	-	-0.378 **	0.017	p < 0.001
自社株/不動産	-	-	-	-0.711 **	0.014	p < 0.001	-0.367 **	0.013	p < 0.001
年収(自然対数)	-0.020 **	0.006	p < 0.001	-0.005	0.005	0.253	-0.004	0.003	0.209
総資産(自然対数)	0.029 **	0.004	p < 0.001	0.016 **	0.004	p < 0.001	0.007 **	0.003	0.009
中・高卒	0.000	0.012	0.982	-0.004	0.011	0.714	-0.003	0.007	0.708
大学・大学院卒	0.002	0.011	0.883	0.004	0.010	0.713	-0.001	0.006	0.868
性別(女性)	-0.015	0.015	0.314	-0.010	0.013	0.457	-	-	-
40歳~49歳	-0.009	0.009	0.348	-0.008	0.008	0.307	-0.004	0.006	0.455
60歳~69歳	-0.021 *	0.008	0.012	-0.005	0.007	0.513	0.011 *	0.005	0.017
70歳~79歳	-0.057 **	0.012	p < 0.001	-0.021 *	0.010	0.040	-0.001	0.007	0.935
同居家族数(配偶者、子ども、孫)	0.002	0.003	0.471	0.001	0.002	0.588	0.001	0.002	0.601
法人純資産額	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.519	0.000	0.000	0.418
後継者あり	-0.003	0.010	0.770	-0.007	0.008	0.431	-0.002	0.006	0.780
事業承継対策あり	-0.016	0.009	0.071	-0.013	0.008	0.099	0.001	0.005	0.785
事業拡大志向あり	0.021 **	0.007	0.004	0.016 *	0.006	0.015	0.007	0.004	0.117
子ども・孫海外留学	-0.037 **	0.011	p < 0.001	-0.012	0.009	0.180	-0.003	0.006	0.681
資産管理会社設立	-0.002	0.016	0.908	0.031 *	0.014	0.024	-	-	-
金融リテラシー(リスクリターン) 正答	0.006	0.010	0.520	0.007	0.008	0.371	-0.001	0.006	0.835
金融リテラシー(リスクリターン) 誤答	-0.012	0.023	0.593	-0.011	0.020	0.581	0.026 *	0.013	0.048
金融情報感度:1 あてはまる	-0.015	0.020	0.458	-0.017	0.017	0.341	-0.003	0.010	0.750
金融情報感度:2 ややあてはまる	0.001	0.013	0.960	0.000	0.012	0.997	0.002	0.007	0.747
金融情報感度:3 どちらともいえない	-0.004	0.009	0.680	-0.003	0.007	0.715	0.002	0.005	0.729
金融情報感度:4 あまりあてはまらない	0.014	0.010	0.143	0.002	0.008	0.810	0.001	0.006	0.916
安全志向:1 あてはまる	-0.028	0.015	0.066	-0.021	0.013	0.105	-0.035 **	0.009	p < 0.001
安全志向:2 ややあてはまる	-0.033 *	0.016	0.041	-0.020	0.014	0.136	-0.031 **	0.009	0.001
安全志向:3 どちらともいえない	0.005	0.017	0.758	0.008	0.014	0.575	-0.018	0.010	0.056
安全志向:4 あまりあてはまらない	0.008	0.021	0.706	0.017	0.018	0.353	0.007	0.011	0.526
金利感応度:1 あてはまる	0.043 **	0.012	p < 0.001	0.035 **	0.010	p < 0.001	0.026 **	0.007	p < 0.001
金利感応度:2 ややあてはまる	0.023 *	0.011	0.029	0.021 *	0.009	0.021	0.013 *	0.006	0.040
金利感応度:3 どちらともいえない	0.022 *	0.010	0.028	0.022 **	0.009	0.010	0.007	0.006	0.209
金利感応度:4 あまりあてはまらない	0.021	0.013	0.092	0.017	0.011	0.120	0.008	0.007	0.274
定数項	0.745 **	0.051	p < 0.001	0.558 **	0.045	p < 0.001	0.327 **	0.030	p < 0.001
サンプル数	1,179			1,179			693		
P 値	p < 0.001			p < 0.001			p < 0.001		
決定係数 R2乗	0.762			0.710			0.582		
修正R2乗	0.755			0.702			0.563		
ダービン=ワトソン比	2.072			1.955			1.947		

(注) \*, \*\*はそれぞれ有意水準5%水準, 1%水準を示す

## 5. 結論

本稿は、日本の富裕層の資産ポートフォリオが一般層のそれを単純に拡大したものではなく、その構成が大きく異なることを確認した。この点は米国の先行研究 (Carroll[2000]) と整合的である。そして富裕層を、総資産上位10%の企業家以外の富裕層と企業家の二つに分け、それぞれの資産ポートフォリオが一般層と大きく異なるとともに、この二者のそれも大きく異なることを示した。

本稿の第一の貢献は、企業家以外の富裕層が株式を保有する決定要因が、一般層とは異なることを示したことである。一般層においては、大学卒、賃貸・投資用不動産保有などが株式保有の決定要因として有意であったが、企業家以外の富裕層はその代わりに、金利、リスクリターンの理解 (金融リテラシー) や金融情報感度、金利感応度が高いといった金融意識・行動に関する要因の影響が強まることがわかった。

次に本稿の第二の貢献として、企業家の株式保有の要因が、企業家以外の富裕層の要因と異なることを示した。企業家の株式保有には、一般層や企業家以外の富裕層に共通の学

歴、収入、資産、年齢といった変数が有意ではなく、事業承継対策がプラスに有意であることがわかった（第二の貢献については予稿での記述を省略）。

また、本稿の第三の貢献として企業家のリスク資産シェアにおいて、事業資産（自社株）、不動産資産、株式資産のポートフォリオシェアが相互にマイナスの影響を与えていることを明らかにした。これは即ち、企業家の中で、事業資産、不動産資産、（自社株以外の）株式資産という三つのリスク資産に分散投資されていない可能性を示している。Hanna et.al (2008)、祝迫・小野・齋藤・徳田 (2015)が、事業資産、不動産資産、株式資産の保有やシェアは、相互に影響し合うことを示しているが、企業家において三つのリスク資産が負の影響を与え合うことは、先行研究では示されていない。

そして第四の貢献として、企業家のリスク資産シェアに対して、事業拡大志向、子ども・孫の海外留学、資産管理会社の設立など、企業家の事業や家族への思いが、事業資産シェアや不動産資産シェアと相関が高いことを示した。このことから、企業家には純粋な資産ポートフォリオ選択のモデルが当てはまりにくいと考えられる。

ただし、本稿の分析は、クロスセクションデータの相関関係によるものであり、他の資産シェアや事業拡大志向、資産管理会社の設立といった変数が外生変数であるかについては慎重に見極める必要がある。また、本稿の分析では想定されていない外生変数が資産ポートフォリオ選択に影響を与えている可能性（Missing variable 問題）については留意しなければならない。

以上をまとめると、欧米主要国及び日本の先行研究では十分に議論されていない、企業家と企業家以外の富裕層の資産ポートフォリオ及び株式保有の構造、企業家については資産シェアの決定構造に関する新たな視点を提示した。

引用文献（予稿で引用した文献のみ記載）

Campbell, J.Y. , 2006. Household finance. *The Journal of Finance* 61(4), 1553-1604.

Carrol, C. D., 2000. Portfolios of the rich. NBER Working Papers No 7826.

Hanna S. D., C. Wang and S. Lindamood, 2008. Household Ownership of Stocks, Business Assets, and Investment Real Estate: An Endogenous Probit Model. *Proceedings of the Academy of Financial Services* 17 Pages.

祝迫得夫. 2012. 家計・企業の金融行動と日本経済. 日本経済新聞出版社, 日本.

祝迫得夫, 小野有人, 齋藤周, 徳田秀信, 2015. 日本の家計のポートフォリオ選択：居住用不動産が株式保有に及ぼす影響. *経済研究* 66(3), 242-264.

Rooij, M. V., Lusardi, A. , and Alessie R., 2011. Financial Literacy and Stock Market Participation. *Journal of Financial Economics* 101(2) 449-472.