

投資未経験者と少額投資非課税制度 (NISA)

～意見・行動に関する実証分析～[§]

林 田 実^{**}
大 野 裕 之
安 岡 匡 也

要 旨

投資の未経験者が株式投資についてどのような意識を持っているかを、少額投資非課税制度 (NISA) に焦点を当てて、実証的に明らかにした。具体的には、日本証券業協会実施の『個人投資家の証券投資に関する意識調査 (2014)・投資未経験者調査』のマイクロデータを、多項ロジットモデル等の質的変数の解析手法を用いて詳細に分析した。特徴的な結果として、①収入が増加すると NISA の利用可能性が増すが、逆に貯蓄額が増加するとそれが減ること、② NISA についての情報を与えられると、若年者ほど NISA の積極的利用を考えること、③女性は男性に比べて投資全般に消極的であること、が得られた。これを踏まえると、未経験者を投資に呼び込み、「貯蓄から投資へ」を推し進めるためには、①貯蓄額の多い投資未経験者に対する積極的なアプローチ、②若年層に対する NISA 情報の浸透、③女性に対する NISA の啓発活動などが重要であると考えられる。

目 次

I. はじめに	2. 目的変数
II. NISA 制度の利用状況と制度の詳細	3. 説明変数
1. NISA の利用状況	V. 実証分析
2. NISA の制度詳細	1. 分析手法
III. 先行研究の概要	2. 分析結果
IV. データと説明変数	VI. おわりに
1. データの説明	

§ 本研究は JSPS 科研費 JP17K03774 の助成を受けている。

** Corresponding author. メールアドレスは hayasida@kitakyu-u.ac.jp である。

I. はじめに

NISAとは、2014年1月にスタートした、少額投資に関する非課税制度である。通常、株式や投資信託などの金融商品に投資をした場合、これらを売却して得た譲渡益や受け取った配当等に対しては約20%の税金がかかるが、「NISA口座（非課税口座）」内で、毎年一定金額の範囲内で購入したこれらの金融商品から得られる利益が非課税になる。1999年に導入された、イギリスのISA（Individual Savings Account＝個人貯蓄口座）をモデルにした制度であるため、日本版ISAつまりNISA（Nippon Individual Savings Account＝NISA）と称される¹⁾。NISAは当初、年間の非課税投資限度額を100万円として開始されたが、2016年からそれが120万円に拡大された。また、0歳から19歳の未成年者専用のジュニアNISA（主に親が子供名義で大学入学費を作ることを想定）も創設されている²⁾。さらに、2018年から積立型の「つみたてNISA」もスタートしている。証券業界はあげて、さまざまなメディアを通じて、このNISAの浸透・発展を図っており³⁾、また政府金融庁もこれを強く後押ししている⁴⁾。

NISAの導入目的は「貯蓄から投資へ」の推進、すなわち、預貯金に偏重している我が国の個人の資産選択を、株式等の証券へと向かわせるためである⁵⁾。バブル崩壊以降の株価低迷の出口が見えない中、「貯蓄から投資へ」を推し進めるべく、2003年1月には株式譲渡益課税の税率が、そして同年4月には配当課税の税率が、ともに26%から10%に軽減された。この「軽減税率」はもともと時限的な措置であったため、いく度かの延長を経て、株価が一定程度

まで持ち直した2013年12月を以て打ち切られることになったが、その時点で「貯蓄から投資へ」の達成が十分ではなかったため、証券業界の強い要請を受け、NISAは誕生した。しかしながら、その成果は決して芳しいとは言えず、いまだに我が国家計の金融資産の構成は、諸外国と比べて依然として預貯金偏重である。例えば、2016年9月末時点で、個人金融資産に占める「株式・債券・投信」の割合は、米国が35.8%、ドイツが19.4%であるのに対し、我が国は11.3%という水準である。反対に、「現金・預金」の割合は、米国が13.9%、ドイツが39.1%であるのに対し、我が国は52.3%もの高水準にある⁶⁾。

NISAの効果が薄い理由としては、制度が複雑なうえ、細かな制約が多々あり、それゆえ使い勝手がよくないことがしばしば指摘されている⁷⁾。そこで、その点を深く掘り下げるべく、大野・林田・安岡 [2019, 2020] では、個人投資家を対象としたアンケート調査『個人投資家の証券投資に関する意識調査』（日本証券業協会実施。以下『調査』）の、2009年から2016年までの調査の個票データを用いて、彼らの意見や行動を計量経済学的手法で検証した。しかし、「貯蓄から投資へ」を進めるには、投資を行ったことのない個人を、まず投資へ呼び込むことが極めて重要であろう。前述のようにNISAは証券投資を促進するための仕掛けとして考案されたが、その仕組みはかなり複雑であるため、投資をいまだ行ったことのない未経験者にどの程度浸透するかはわからない。まずは、彼ら投資未経験者がNISAをどう認識しているかを深く探る必要がある。

これについては、『調査』の2014年調査が、有用な情報を提供しうる。というのも、『調査』

は2006年より現在に至るまで、毎年、投資家を対象に行われてきているが、2014年に限っては投資未経験者を対象にも行っているためである。そこで本論文は、大野・林田・安岡 [2019, 2020] と類似の分析を、『調査』2014年版の投資未経験者対象の個票データに施し、どのような投資未経験者がNISAをどのように認識、評価しているかを明らかにする。より具体的には、投資未経験者の経済状況や属性が、各設問の回答選択肢の選択確率にどのような影響を与えているかを、3種類の質的データの分析手法を用いて、計量経済的に解析する。

本論文の構成は以下のとおりである。第Ⅱ節では、NISAの直近までの利用状況を明らかにするとともに、その制度の詳細を紹介し、NISAの不十分な点を指摘する。第Ⅲ節では、NISAに関する唯一の研究であり、本研究が拡張にあたる大野・林田・安岡 [2019, 2020] を簡潔に紹介する。第Ⅳ節は、本研究で用いる『調査』の紹介と、分析対象となる具体的な設問の説明にあてる。第Ⅴ節は実証分析のセクションであり、本研究で用いる multinomial logit (多項ロジット) モデル^{8),9)}の概要を説明したうえで、分析結果とその解釈を述べる。最終の第Ⅵ節は本稿のまとめに当たり、分析の結果をまとめ、その不足点や今後の研究を展望して、本稿を締めくくる。

Ⅱ. NISA 制度の利用状況と制度の詳細

1. NISA の利用状況

2014年に鳴り物入りで導入されたNISAの口座開設数は、一般NISA口座は調査開始の2014

年末に825万件を記録し、それ以降、順調に伸び、2020年末で1,221万件ほどとなっている¹⁰⁾。一方、金融資産総買付額は順調な伸びを示しているとは言い難く、2014年中の買付総額は2兆9,770億円であったが、その後の買付額も3兆円程度で推移しており、2020年は3兆6034億円である。同年中の東京証券取引所の1日当たりの株式等の売買高は3.5兆円であるから、NISAの年間買付額はその水準にとどまっている¹¹⁾。こうしたことから、NISAはいまだ投資家に十分に浸透しておらず、さらなる発展が課題であると言えよう。

既に述べた通り、一般NISAに加えて、2016年より子ども向けのジュニアNISAが始まっている。この口座開設数(残高)は2016年末の約19万5千件から2020年末には約45万4千件へ、新規買い付け数は2016年末の約288億円から2020年末の約890億円へと、とともに順調に伸びている。しかし、その規模はどちらも一般NISAに比較して桁が三つも小さい水準にとどまっている¹²⁾。さらに、2018年からは「つみたてNISA」も始まった。2018年末の口座数103万6千件は、3年後の2020年末には302万2,422件に増加し、年間買付額は2020年の931億円から2020年には4,639億円に急増している。年間投資限度額が40万円と一般NISAの3分の1であることを考えると、将来は一層の拡大が期待されている。尚、ジュニアNISAは2023年末で廃止が決まっている。

2. NISA の制度詳細

本稿の分析対象は2014年の『調査』であるため、2016年に新たに始まった「ジュニアNISA」や2018年度に開始した「つみたてNISA」は含まない¹³⁾。そのため本節では、2014年に開始さ

投資未経験者と少額投資非課税制度（NISA）

れ、2016年に非課税投資枠が120万円に拡大された、一般NISAに限定して、詳細を紹介する¹⁴⁾。

まず、基本的な仕組みは以下の（a）～（f）に集約できる。

- （a）利用できる投資家：口座を開設する年の1月1日現在日本に居住する20歳以上の者
- （b）非課税対象：株式・投資信託等への投資から得られる配当金・分配金や譲渡益
- （c）口座開設可能数：すべての金融機関を通じて1人1口座¹⁵⁾
- （d）非課税投資枠：新規投資額で毎年120万円が上限¹⁶⁾（非課税投資枠は最大600万円）
- （e）非課税期間：最長5年間¹⁷⁾
- （f）投資可能期間：2014年～2023年

さて、こうしたNISAには制約が多く、いくつかの点がデメリットとして指摘されてきている。主なものをあげよう。

- （1）新規での投資が対象であり、現在保有している株式や投資信託をNISA口座に移すことはできない。また、NISA口座で保有している金融商品を、他の金融機関のNISA口座に移すこともできない。
- （2）NISAで購入できる金額（非課税投資枠）は年間120万円までであり、その年の非課税投資枠の未使用分があっても、翌年以降に繰り越すことはできない。
- （3）NISA口座で保有している金融商品が値下がりをした後に売却するなどして損失が出た場合でも、他の口座（一般口座や特定口座）で保有している金融商

品の配当金や売却によって得た利益との相殺（損益通算）はできない。

- （4）国内上場株式の配当金、ETFやREITの分配金は、証券会社を通じて受け取る場合（株式数比例配分方式を選択している場合）のみ非課税となる。
- （5）NISA口座内で収益分配金の再投資やスイッチングを行う場合、その分の非課税投資枠が必要。収益分配金の再投資やスイッチングは、新規購入の場合と同様に非課税投資枠を利用しなければならない。そのため、その年の非課税投資枠を使い切っている場合、NISA口座内での収益分配金の再投資やスイッチングはできない。
- （6）投資信託の分配金のうち、元本払戻金（特別分配金）は元本の払い戻しに相当し、利益として受け取るものではないことから、課税口座（特定口座や一般口座）においても、そもそも非課税であり、NISAの非課税のメリットを享受できない。

このように、NISAにはかなり細かい制約があり、詳細を熟知するだけでも相当な労力がかかることが容易に想像できる。先述したように、NISAの浸透はいまひとつ進んでいないが、その理由として、こうしたことが改善点・不足点に挙げられるかもしれない。

ただし、こうした不足点は投資を既に行っている人が感じる点であるかもしれない。未経験者対象の『調査』2014年版においても、これらを含めた、いくつかの制約に関する改善の賛否に関する設問が設けられている。しかしながら、投資そのものを行ったことのない未経験者には、こうしたこと以前に「壁」があるかもし

れない。以下で説明するように、投資未経験者に対する設問は11問と数が多い。それらを解析することで、「壁」を乗り越えるためのヒントを得られるかもしれない。それを次節の実証分析で探っていきたい。

Ⅲ. 先行研究の概要

先に述べた通り、筆者らの知る限り、NISA に関してはいまだ本格的な研究は行われていない¹⁸⁾、¹⁹⁾。唯一の例外は、筆者ら自身が行った大野・林田・安岡 [2019, 2020] である。大野・林田・安岡 [2019] は2014年に投資家を対象に行った『調査』を分析したもので、本研究が直接比較可能なものである。そのため、変数の選択や分析手法などの基本構造は、次節以降で説明する本論文のものと共通のものが多い。そこで、それらの紹介は次節以降に譲る。

大野・林田・安岡 [2019] の主たる結論を再掲すると以下ようになる。

- ・金融総資産の高い富裕な家計ほど、既にNISA口座を申し込んでいる。また年配者は既に「申し込んでいる」のに対して、若年者はこれから「申し込みたい」と回答する傾向がある。若年者の開拓がひとつの課題として浮かび上がる。
- ・利用目的に関しては、意外なことに「子供の教育のため」が少ない。投信保有だけが、その選択確率を押し上げる。一方、金融総資産額、世帯年収、年齢、性別、投信保有のいずれも、「老後資金」の選択確率を高める。NISAは子供のためというよりは、自分たちの老後のために利用されている傾向が示されている。
- ・口座開設をしても購入するかしないかは、金

融総資産、世帯年収、年齢、投信保有、いずれも有意な影響を与えていない。

- ・NISAを申し込まない理由、改善点についても、金融総資産は各回答選択肢によく反応している。一方、年齢があがると改善希望は少なくなる。
- ・総じて、投信保有は他の説明変数に比して、影響が大きい。投信保有層は、NISAに関して明確な態度を持っていることが示唆される。

大野・林田・安岡 [2019] は2014年調査のデータを用いており、制度導入後間もない頃の意見・意識に基づいた結果である。制度導入後の時間の経過とともに、投資家の制度理解が進んだことにより、彼らの意見・意識や投資行動が変化した可能性は十分考えられる。

そこで、大野・林田・安岡 [2020] では、2014年から2016年までの『調査』データをプールし、2014年単体の結果と比較分析を行った。ただし、その説明変数には各年の投資環境を表すため、TOPIXの値をとる定数項トレンドを追加していることに注意を要する。その比較分析によると、申し込みの有無については、2014年と同様の傾向が確認された一方、定数項トレンドは時間とともに制度の理解や意見形成が進んだことを示した。利用目的に関しても、NISAは子供のためよりは、自分たちの老後のために利用されている傾向が、あらためて示された。口座開設後、実際に商品を購入するかは、2014年の分析とは異なり、多くの変数が有意な影響を示した。NISAを申し込まない理由、NISAの改善点については、定数項トレンドが各回答選択肢によく反応しており、一定の収斂があることが分かる。「非課税投資額が小さい」ことを、NISAを申し込まない理由とする

確率については、2014年の分析では、どの変数も有意ではなかったが、本研究では一転して、金融総資産増大にともない、また、株式保有者で上昇していた。このことは、富裕層投資家をNISAに取り込む意味では興味深い結果を得たと言えることができる。

IV. データと説明変数

1. データの説明

本研究で用いる『調査』は2006年より、日本証券業協会が毎年6～7月に実施し、9～11月に結果を公表しているアンケート調査である。今回用いる、2014年の投資未経験者調査は、満20歳から79歳までの投資未経験者が対象で、インターネットを通じて1,050人から回答を得ている²⁰⁾。インターネット調査であるため、インターネットにアクセスできない人は調査対象とはならない。そのためか、同じ年の個人投資家を対象とした調査に比べて、高齢者の割合が低い²¹⁾。証券投資を行うだけの貯えを持っている人は若年層よりも高齢層に多いことを考えると、結果を解釈するうえでは注意を要する。

『調査』の質問項目には、年齢、性別などのフェース項目の他、株式、株式投信、債券など、NISA以外にも証券投資に関する多岐にわたる項目がある。毎年、質問項目が多少変わっており、特定の質問への回答を経年的に追っていくときには注意を要する。但し、今回の研究では2014年単年しか用いないので、この点は問題とならない。NISAに関しては、まだNISAという言葉が誕生する前の、2009年調査で初めて問われている。

2. 目的変数

分析対象には以下の11問を考える。これらに対する回答が目的変数になる。

- ①問7 NISAをご存知ですか。当てはまるものをお答えください。(1つだけ)
 - 1 名前も内容も知っている。
 - 2 名前は聞いたことがあるが、内容までは知らない。
 - 3 知らない。⇒3に○をつけた方は問9へお進みください
- ②問8 NISAをどのような媒体でお知りになりましたか。当てはまるものをお答えください。(いくつでも)
 - 1 テレビで見た
 - 2 ラジオで聞いた
 - 3 新聞で読んだ
 - 4 雑誌で読んだ
 - 5 インターネットで見つ
 - 6 金融機関の窓口、営業担当者から聞いた
 - 7 家族、友人、知人から聞いた
 - 8 その他
- ③問9 NISAを利用して、少額から積立方式(毎月、指定する日に、指定した額で購入する方式)で株式や投資信託等を購入できることをご存知ですか。当てはまるものをお答えください。(1つだけ)
 - 1 毎月1万円程度から積立可能な金融商品があることは知っている
 - 2 知らない
- ④問10 もしNISAを利用して、積立方式(毎月、指定する日に、指定した額で購入する方式)で株式や投資信託等を購入するとした場合、毎月いくぐらいから始めたいですか。当てはまるものをお答えください。(1つだけ)
 - 1 1,000円以上、5,000円未満から
 - 2 5,000円以上、1万円未満から
 - 3 1万円以上、3万円未満から
 - 4 3万円以上、5万円未満から
 - 5 5万円以上、10万円未満から
 - 6 10万円以上、15万円未満から
 - 7 15万円以上から
- ⑤問11 NISAの上記説明を読んで、NISAを利用したいと思いますか。(1つだけ)
 - 1 利用したいと思う
 - 2 どちらかと言えば利用したい
 - 3 上記説明以外にも情報を集めて検討してみたい
 - 4 今後証券投資はするかもしれないが、NISAは利用しないと思う
 - 5 わからない
 - 6 証券投資自体しないと思う

- ⑥問12 もしNISA口座を開設するとすれば、どこ
の金融機関に口座を開設しますか。(1つだけ)※
NISAでは上場株式・投資信託等が購入できます
が、上場株式は証券会社での取り扱いとなります。
- 1 証券会社(インターネット証券会社を除く)
 - 2 インターネット証券会社
 - 3 都市銀行
 - 4 地方銀行
 - 5 郵便局(ゆうちょ銀行)
 - 6 信託銀行
 - 7 信用金庫・信用組合
 - 8 その他
- ⑦問13 もしNISA口座を申し込む場合、申込金融
機関を決めるに当たっての選択のポイントは何で
すか。(いくつでも)
- 1 すでに取引している金融機関
 - 2 給与振込口座がある金融機関
 - 3 NISAについて詳しく説明してくれる
 - 4 商品の品揃えが豊富
 - 5 自宅や勤め先の近くにあるなど立地が便利
 - 6 インターネット取引ができる
 - 7 手数料などのコストが安い
 - 8 友人・知人等と相談して決める
 - 9 キャンペーン(キャッシュバック・住民票
取得代行サービス等)がある
 - 10 株式投資を行いたい
 - 11 その他
- ⑧問14 もしNISAを利用して投資を始める場合、
どのような投資のタイミング及び金額で投資をさ
れますか。(1つだけ)
- 1 投資時期を見計らい、ある程度まとまった
金額で一括して投資をと思う
 - 2 積立投資サービスを活用する等により、少
額ずつ定期的に投資をと思う
 - 3 わからない
- ⑨問15 もしNISAを利用して投資を始める場合、
どのような投資スタンスで投資をされますか。(い
くつでも)
- 1 どちらかといえば値上がり益重視の投資
 - 2 どちらかといえば配当・分配金重視の投資
 - 3 どちらかといえば株主優待重視の投資
 - 4 どちらかといえばリスクの低さを重視して
の投資
 - 5 それ以外
 - 6 わからない
- ⑩問16 もしNISAを利用して投資を始める場合、
どのぐらいの投資期間で投資をされますか。(1つ
だけ)
- 1 可能な限り長期保有し、非課税のメリット
を享受しようと思う
 - 2 非課税の期間にかかわらず、一定の目標に
達したら売却と思う
 - 3 短期的な値上りを追求と思う
 - 4 わからない
- ⑪問17 NISAについて、今後どういった点を改善し

ていけばよいと思いますか(問11で「今後証券投
資はするかもしれないが、NISAは利用しないと思
う」を選んだ方は今後どういった点が改善されれ
ばNISAの利用を考えますか)。(いくつでも)

- 1 非課税期間5年間(現行では、取得価額の
洗替えやロールオーバーの仕組みなど、非課
税期間終了時の取扱いがわかりづらく長期投
資が行いづらい)の延長、または恒久化
- 2 開設可能期間(現行では、平成26年~35年
の10年間)の延長、または恒久化
- 3 年間の非課税投資額(現行では、年間100万
円)の拡大
- 4 NISA口座開設の際の住民票の写しの提出を
不要とすること
- 5 NISA口座で上場株式等の売買を繰返しでき
るようにすること
- 6 NISA口座で投資できる商品の拡大(現行で
は、上場株式、株式投資信託等に限定されて
いる)
- 7 その他
- 8 改善点は特にない
- 9 わからない

3. 説明変数

上記のように、投資経験者への調査に比し
て、未経験者への調査では質問数、つまり目的
変数が多くなっている。しかし、投資未経験者
であるがゆえに、大野・林田・安岡[2019,
2020]などで使った、「金融総資産」、「株式保
有」、「投信保有」などの説明変数を用いること
ができない。また、2014年単年のデータである
ため、各年の投資環境を表す変数として用いた
TOPIXを用いることもできない。ここでは、
それらを除いた、①貯蓄額、②年収、③年齢、
④性別の4つを採用した。

V. 実証分析

1. 分析手法

本稿の分析対象となる設問には3種類ある。
すなわち、(a) 選択肢に順序があって、ひと
つだけ選ばせるもの、(b) 選択肢に順序がな

く、ひとつだけ選ばせるもの、(c) 選択肢に順序がなく、いくつでも選ばせるもの、の3種類である。(a) については順序プロビットモデル (ordered probit), (b) については多項ロジットモデル (multinomial logit), (c) については単純プロビットモデルを用いるのが適切である²²⁾。各分析手法で用いた目的変数は、具体的には以下のとおりである。

- (a) ④問10, ⑤問11
- (b) ①問7, ⑥問12, ⑧問14, ⑩問16
- (c) ②問8, ③問9, ⑦問13, ⑨問15, ⑪問17

本項では、(b) で用いる多項ロジットモデルについて紙面を割いて説明する²³⁾。(a) で用いる順序プロビット, (c) で用いる単純プロビットについては、標準的な手法であるため、説明は割愛する。

複数の選択肢を選ぶ多項選択モデルには大きく分けて、多項ロジット (multinomial logit) と多項プロビット (multinomial probit) モデルとがある。多項プロビットモデルは、いわゆる IIA (Independence from Irrelevant Alternatives)²⁴⁾ 問題が生じないので、理論的には優れているが、選択肢が増えていくと、推定に当たって必要な積分ができなくなるという大きな問題を抱えている。他方、多項ロジットモデルは推定が簡単であるかわりに、IIA の問題を回避できない。しかし、我々の分析対象となる問の回答肢には IIA 問題が深刻であるようなものは含まれていないので、本稿では多項ロジットモデルを使って、推定・検定を行うことにした。

被調査者 i が $J + 1$ 個の回答肢から一つの選択肢を選ぶ場合を考える。 i が選択肢 j を選ぶ選択確率を以下のようにモデル化する。

$$\pi_{ij} = \frac{e^{x_i \beta_j}}{\sum_{r=0}^J e^{x_i \beta_r}}, \quad \beta_0 = 0, j = 1, \dots, J$$

この時、以下の式が成立する。これを多項ロジットモデルと呼ぶ。

$$\log \frac{\pi_{ij}}{\pi_{i0}} = \sum_{k=0}^K \beta_{jk} x_{ik} = x_i' \beta_j, \quad j = 1, \dots, J$$

推定には最尤法を用いる。また、 π_{ij} を x_{ik} で偏微分すると次の marginal effect (限界効果) を得る。

$$\frac{\partial \pi_{ij}}{\partial x_{ik}} = \pi_{ij} \left(\beta_{jk} - \sum_{r=0}^J \pi_{ir} \beta_{rk} \right)$$

marginal effect を標本平均から推定したものを、average marginal effect と呼ぶ。本項では、この average marginal effect を (平均) 限界効果として分析を行った。

2. 分析結果

以下では、3種類の分析手法、すべてについて限界効果だけを報告する。プロビットモデルを推定する多くの研究では、係数推定値の符号だけを報告するが、これは定量的な大きさよりも定性的な方向性にだけ関心があるためと考えられる。しかし、本研究では、他の2つの手法による分析と整合的に、限界効果を算出し論ずることとした²⁵⁾。尚、以下では、効果の有無に関しては有意水準に10%を採用し、それを中心に説明する。

(1) NISA の認知度 (問7)

図表1はNISAの認知度を問うた問7を多項ロジットモデルで解析し、限界効果を算出した結果である。質問は、「NISAをご存知ですか。当てはまるものをお答えください。(ひとつだけ)」である。

図表1によれば、収入が1カテゴリ上昇する

図表1 NISAの認知度

	貯蓄額		収入		年齢		性別	
	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value
1 名前も内容も知っている。	0.002	0.606	0.025	0.001	0.006	0.144	-0.076	0.001
2 名前は聞いたことがあるが、内容までは知らない。	-0.014	0.005	-0.004	0.730	0.002	0.640	0.130	0.000
3 知らない。	0.012	0.005	-0.022	0.026	-0.008	0.066	-0.054	0.042

図表2 NISA認知の媒体

	貯蓄額		収入		年齢		性別	
	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value
1 テレビで見た	0.001	0.909	0.002	0.881	-0.013	0.013	0.064	0.038
2 ラジオで聞いた	0.000	0.896	-0.002	0.660	0.006	0.014	-0.051	0.000
3 新聞で読んだ	0.002	0.789	0.010	0.354	0.030	0.000	-0.091	0.004
4 雑誌で読んだ	0.000	0.978	0.006	0.372	-0.003	0.298	-0.047	0.014
5 インターネットで見たと	-0.008	0.162	0.001	0.913	0.005	0.345	-0.154	0.000
6 金融機関の窓口、営業担当者から聞いた	0.003	0.282	0.006	0.356	0.016	0.000	0.016	0.357
7 家族、友人、知人から聞いた	0.003	0.277	0.007	0.204	-0.003	0.346	0.044	0.005
8 その他	0.000	0.860	-0.002	0.403	-0.002	0.115	0.003	0.694

と、「名前も内容も知っている」の選択確率が2.5%増える。逆に「知らない」という人は、収入、年齢が下がるほど増え、それぞれのカテゴリにおいて一段下がると、それぞれ2.2%と0.8%上昇している。投資に関心のない若年層を彷彿させる結果である。性別をみると、「名前も内容も知っている」および「知らない」の選択確率が女性よりも男性で、それぞれ7.6%と5.4%高い。この点では、男性は二極化しているようである。そのかわり、女性は「名前は聞いたことがあるが、内容までは知らない」を選択する傾向にあり、男性よりも選択確率が13.0%も高い。貯蓄額については、予想と若干異なる結果を得た。すなわち、貯蓄額が増えるほど、「名前は聞いたことがあるが、内容までは知らない」が減り、「知らない」が増えてい

る。すなわち、貯蓄額が1カテゴリ上昇すると、それぞれ1.4%下落し、1.2%上昇する。投資未経験者の高貯蓄は、証券投資には無関心で、ひたすら貯蓄を追求した結果であることを考慮すると、「知らない」が増加することも不自然とは言えないかもしれない。

(2) NISA認知の媒体(問8)

図表2は問7で「知らない」と答えた人を除いて、NISA認知の媒体をプロビットモデルで解析し、限界効果を算出した結果である。質問は、「NISAをどのような媒体でお知りになりましたか。当てはまるものをお答えください。(いくつでも)」である。

貯蓄額だけでなく、意外なことに収入も有意に影響する選択肢がなかった。年齢でみると、

図表3 NISA を利用した少額からの積立可能性の認知度

	貯蓄額		収入		年齢		性別	
	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value
1 知っている	-0.008	0.085	0.017	0.088	0.031	0.000	0.000	0.994

高齢者ほどラジオ、新聞などの従来型のメディアや金融機関の営業を通じて知識を得ていることが分かる。より具体的には年齢が1カテゴリ上昇すると、ラジオの選択確率が0.6%、新聞のそれが3.0%、金融機関の営業が1.6%上がっている。一方、年齢が1カテゴリ下降すると、テレビの選択確率が1.3%増える。これは、若年者ほどテレビで知ったと答えているということであり、昨今の若者のテレビ離れを考慮するとやや不思議な現象である。また、性別では、女性はテレビと口コミで情報を得ているようであり、それぞれ、選択確率が6.4%と4.4%男性より高い。男性は逆に、ラジオ、新聞、雑誌といった従来型メディアとインターネットの選択確率が、それぞれ、5.1%、9.1%、4.7%、15.4%、女性より高い。

（3） NISA を利用した少額からの積立可能性の認知度（問9）

図表3は、NISA を利用した少額からの積立可能性の認知度を単純プロビットモデルで解析し、限界効果を算出した結果である。質問文は、「NISA を利用して、少額から積立方式（毎月、指定する日に、指定した額で購入する方式）で株式や投資信託等を購入できることをご存知ですか。当てはまるものをお答えください。（1つだけ）」であるが、選択肢は「毎月1万円程度から積立可能な金融商品があることは知っている」か「知らない」の2つであるから、実質的には、「毎月1万円程度から積立可能な金融商品があることは知っているか否かの

認知度についての間である。

「少額からの積み立て可能な商品」としてのNISA 認知度は収入、年齢が上がるほど高くなり、それぞれのカテゴリが1段上がると、1.7%と3.1%上昇する。逆に、貯蓄額が1カテゴリ増えると、この認知度は0.8%減少している。性別による差異は見られない。

（4） 積み立て方式でNISA をする場合の金額（問10）

図表4の上段は、積み立て方式でNISA をするとしたら、どの程度の金額を考えるかを、順序プロビットで解析した結果である。質問文は、「もしNISA を利用して、積立方式（毎月、指定する日に、指定した額で購入する方式）で株式や投資信託等を購入するとした場合、毎月いくぐらいから始めたいですか。当てはまるものをお答えください。（1つだけ）」である。

収入、年齢、性別で顕著な傾向が出ている。まず、収入、年齢が高いほど、高額な積立額を選ぶ傾向がみとれる。ことに、収入が1カテゴリ上昇すると、「1万円以上、3万円未満」の選択確率が3.0%も増大しており、突出している。逆に、最も低価格の選択肢である「1000円以上5000円未満」の選択確率は収入カテゴリが1ランク、年齢カテゴリも1ランク落ちるごとに、それぞれ、6.4%と2.1%上昇している。また、女性よりも男性が積立額を大きめに考えているようである。ことに、「1万円以上、3万円未満」の男性の選択確率が4.3%も女性

図表4 積み立て方式でNISAをする場合の金額およびNISA利用可能性の有無

	貯蓄額		収入		年齢		性別	
	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value
1 1,000円以上, 5,000円未満から	-0.001	0.768	-0.064	0.000	-0.021	0.000	0.090	0.001
2 5,000円以上, 1万円未満から	0.000	0.768	0.019	0.000	0.006	0.000	-0.026	0.001
3 1万円以上, 3万円未満から	0.001	0.768	0.030	0.000	0.010	0.000	-0.043	0.001
4 3万円以上, 5万円未満から	0.000	0.768	0.005	0.000	0.002	0.001	-0.008	0.007
5 5万円以上, 10万円未満から	0.000	0.769	0.002	0.011	0.001	0.021	-0.003	0.035
6 10万円以上, 15万円未満から	0.000	0.770	0.002	0.030	0.001	0.043	-0.002	0.058
7 15万円以上から	0.000	0.768	0.006	0.000	0.002	0.002	-0.008	0.006

	貯蓄額		収入		年齢		性別	
	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value
1 利用したいと思う	-0.004	0.012	0.009	0.006	-0.006	0.001	-0.018	0.044
2 どちらかと言えば利用したい	-0.004	0.009	0.009	0.005	-0.006	0.000	-0.020	0.044
3 上記説明以外にも情報を集めて検討してみたい	-0.005	0.008	0.011	0.004	-0.007	0.000	-0.023	0.042
4 今後証券投資はするかもしれないが, NISAは利用しないと思う	-0.0004	0.026	0.001	0.019	-0.001	0.007	-0.002	0.070
6 証券投資自体しないと思う	0.014	0.007	-0.030	0.003	0.019	0.000	0.063	0.039

より大きいことは目をひく。また、ここでも、貯蓄額は有意とならなかった。貯蓄額が多い、投資未経験者はNISAの積み立てなど眼中にないということなのかもしれない。

(5) NISA利用可能性の有無 (問11)

図表4の下段では、NISAについての説明を読んでもらい、その上で、NISAを利用するか否かを問うたものを、順序プロビットモデルで解析し、限界効果を算出した結果である。質問文は、「NISAの上記説明を読んで、NISAを利用したいと思いますか。(1つだけ)」であった。

全ての説明変数、全てのカテゴリで係数が有意となった。ここまでの分析と整合的に、貯蓄額が多いと「証券投資自体しないと思う」が増

えて(貯蓄額の1カテゴリ上昇で、1.4%上昇)、選択肢1~4のなんらかの形の証券投資を選択する確率は減少している(貯蓄額の1カテゴリ上昇でおおむね、選択肢4を除いて、0.4%前後の減少)。収入は、この全く逆で収入が増えるほど、証券投資に関心をもつことが分かる。具体的には、収入が1カテゴリ上昇すると、選択肢1~3の選択確率が1%前後上昇している。また、本問では、NISAについて被調査者に十分な情報を与えているので、若年者ほど証券投資に関心が湧くのは自然であろうが、選択肢1~3の選択確率が、年齢階層がひとつ下がることにより0.6%前後増大していることが分かる。性別にみても、選択肢1~3の選択確率が男性で女性より2%前後高い。明確に男性の方が証券投資に関心をもっていることが分

図表5 NISA口座を開設する場合の利用金融機関

	貯蓄額		収入		年齢		性別	
	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value
1 証券会社（インターネット証券会社を除く）	0.007	0.476	-0.018	0.337	0.001	0.934	-0.064	0.244
2 インターネット証券会社	0.007	0.572	0.008	0.695	-0.013	0.220	-0.125	0.040
3 都市銀行	-0.006	0.492	0.006	0.706	-0.004	0.652	0.049	0.281
4 地方銀行	0.000	0.986	0.009	0.485	0.011	0.147	0.009	0.840
5 郵便局（ゆうちょ銀行）	-0.006	0.604	-0.001	0.950	0.000	0.958	0.098	0.068
6 信託銀行	0.000	0.888	0.003	0.343	0.007	0.263	0.001	0.925
7 信用金庫・信用組合	-0.002	0.718	-0.007	0.454	-0.001	0.766	0.032	0.190

かる。

（6） NISA口座を開設する場合の利用金融機関（問12）

図表5は、NISA口座を開設するとして、どこを利用するかを問うた結果を、多項ロジットモデルで分析し、限界効果を算出した結果である。質問文は、「もしNISA口座を開設するとすれば、どこの金融機関に口座を開設しますか。（1つだけ）※NISAでは上場株式・投資信託等が購入できますが、上場株式は証券会社での取り扱いとなります。」であった。

貯蓄額のみならず、収入、年齢で見ても、どの金融機関に足を向けるかに違いは見られない。性別に見た場合、わずかに見られる差異として、男性がインターネット証券を好み（12.5%男性が高い）、女性が郵便局を選択する傾向が見られる（女性が9.8%高い）。

（7） 申込金融機関を決める際のポイント（問13）

図表6は、NISA口座を開設するとして、申込金融機関を決める際のポイントを問うた結果を、単純プロビットモデルで分析し、限界効果を算出した結果である。質問文は、「もし

NISA口座を申し込む場合、申込金融機関を決めるに当たっての選択のポイントは何か。

（いくつでも）」である。

まず、「すでに取引をしている金融機関」、「手数料などのコストが安い」、「友人・知人と相談して決める」には、いずれの説明変数も効いていない。貯蓄額が高い人（低い人）ほど、「NISAについて詳しく説明してくれる」をポイントとして選ばない（選ぶ）傾向があり、貯蓄額が1カテゴリ上昇すると、その選択確率は2.5%減少（上昇）する一方、「キャンペーンがある」はポイントとする（しない）傾向があり、1カテゴリ上昇すると、その選択確率は1.7%上昇（減少）する。年齢が高い人（低い人）ほど、「給与振り込み口座がある金融機関」、「商品の品揃えが豊富」「キャンペーンがある」をポイントとして選ばない（選ぶ）傾向があり、年齢が1カテゴリ上昇すると、それらの選択確率はそれぞれ2.1%、1.9%、2.3%減少（増加）する。その一方で、年齢が高い人（低い人）は立地の便利さをポイントとして選ぶ（選ばない）傾向があり、1カテゴリ上昇すると1.4%と選択確率が上昇（下降）する。女性は男性に比べて、立地条件をポイントとし、「インターネット取引ができる」、「株式投資を

図表6 申込金融機関を決める際のポイント

	貯蓄額		収入		年齢		性別	
	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value
1 すでに取り引している金融機関	0.013	0.332	0.002	0.927	0.006	0.598	-0.030	0.658
2 給与振込口座がある金融機関	0.000	0.987	0.018	0.247	-0.021	0.020	0.035	0.483
3 NISAについて詳しく説明してくれる	-0.025	0.042	0.021	0.295	-0.014	0.205	-0.068	0.270
4 商品の品揃えが豊富	-0.004	0.646	-0.004	0.806	-0.019	0.021	-0.013	0.784
5 自宅や勤め先の近くにあるなど立地が便利	0.004	0.691	0.006	0.703	0.014	0.077	0.098	0.043
6 インターネット取引ができる	-0.001	0.907	-0.029	0.139	-0.014	0.155	-0.246	0.000
7 手数料などのコストが安い	-0.002	0.880	-0.022	0.300	0.009	0.409	0.106	0.108
8 友人・知人等と相談して決める	-0.003	0.630	-0.012	0.282	0.005	0.309	0.003	0.921
9 キャンペーン（キャッシュバック・住民票取得代行サービス等）がある	0.017	0.046	0.010	0.481	-0.023	0.005	0.047	0.306
10 株式投資を行いたい	-0.009	0.148	-0.023	0.104	0.000	0.934	-0.101	0.001
11 その他	0.000	0.836	-0.009	0.353	0.000	0.875	0.000	0.976

図表7 投資のタイミングと金額

	貯蓄額		収入		年齢		性別	
	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value
1 投資時期を見計らい、ある程度まとまった金額で一括して投資をすると思う	0.004	0.688	-0.002	0.898	0.000	0.984	-0.106	0.055
2 積立投資サービスを活用する等により、少額ずつ定期的に投資をすると思う	-0.020	0.118	0.008	0.712	0.009	0.425	0.025	0.704
3 わからない	0.016	0.175	-0.006	0.780	-0.009	0.405	0.081	0.201

行いたい」としない傾向があり、選択確率の差はそれぞれ9.8%高い、24.6%低い、10.6%高い、となっている。インターネット利用の差が特に大きいのが特徴的である。

(8) 投資のタイミングと金額 (問14)

図表7は、NISAを利用して投資を始める場合の投資のタイミング及び金額を問うた質問を多項ロジットモデルで解析し、限界効果を算出した結果である。

ここでは、「投資時期を見計らい、ある程度まとまった金額を一括して投資すると思う」に性別が効いているだけである。すなわち、女性は男性に比して（男性は女性に比して）、これを選ぶ確率が10.6%低い（高い）。他の2選択肢についてはどの説明変数も効いていない。「わからない」も然りであるが、もともと、投資をやってこなかった人たち、あるいは興味のない人たちであるので、こうした質問自体が考えもよらないことで、適切でなかった可能性が

図表 8 投資スタンス

	貯蓄額		収入		年齢		性別	
	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value
1 どちらかといえば値上がり益重視の投資	-0.011	0.283	0.017	0.327	-0.024	0.010	-0.156	0.003
2 どちらかといえば配当・分配金重視の投資	0.006	0.629	-0.003	0.873	0.018	0.102	-0.205	0.001
3 どちらかといえば株主優待重視の投資	-0.014	0.224	-0.003	0.853	0.004	0.679	0.096	0.095
4 どちらかといえばリスクの低さを重視しての投資	-0.008	0.506	0.016	0.393	0.006	0.581	0.123	0.040
6 わからない	0.010	0.286	-0.002	0.915	-0.007	0.448	0.023	0.661

(注) 対象者224人の中で「5 その他以外」を選んだ人はいなかった。

図表 9 投資期間

	貯蓄額		収入		年齢		性別	
	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value
1 可能な限り長期保有し、非課税のメリットを享受しようと思う	0.003	0.798	0.016	0.428	-0.004	0.748	0.008	0.908
2 非課税の期間にかかわらず、一定の目標に達したら売却すると思う	-0.014	0.256	0.015	0.459	0.003	0.785	-0.112	0.070
3 短期的な値上がりを追求すると思う	0.009	0.156	-0.022	0.123	-0.001	0.859	0.036	0.336
4 わからない	0.002	0.833	-0.009	0.597	0.002	0.854	0.069	0.214

うかがえる。

(9) 投資スタンス (問15)

図表 8 は、もし NISA を利用して投資を始める場合、どのような投資スタンスで投資をするかを問うた質問を単純プロビットモデルで解析し、限界効果を算出した結果である。

貯蓄額、収入はいずれの選択肢にも効いていない。年齢が高い人（低い人）ほど、値上がり益重視の投資スタンスを取らない（とる）傾向があり、年齢が1カテゴリ上がる（下がる）と、その選択肢を選ぶ確率は2.4%低くなる（高くなる）。女性は男性に比して（男性は女性

に比して）、値上がり益、配当・分配金を選ぶ確率がそれぞれ15.6%、20.5%低く（高く）、株主優待、リスクの低さを選ぶ確率がそれぞれ9.6%、12.3%高い（低い）。男女の投資スタンスの違いが明瞭に出ていると言えよう。

(10) 投資期間 (問16)

図表 9 は、もし NISA を利用して投資を始める場合、どのぐらいの投資期間で投資をするかを問う質問への回答傾向を、多項ロジットモデルで解析し、限界効果を算出した結果である。

ここでは、「非課税の期間にかかわらず、一定の目標に達したら売却すると思う」に性別が

図表10 NISA の改善点

	貯蓄額		収入		年齢		性別	
	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value	coef	p_value
1 非課税期間5年間（現行では、取得価額の洗替えやロールオーバーの仕組みなど、非課税期間終了時の取扱いがわかりづらく長期投資が行いづらい）の延長、または恒久化	-0.009	0.010	0.009	0.191	-0.004	0.293	-0.026	0.190
2 開設可能期間（現行では、平成26年～35年の10年間）の延長、または恒久化	-0.005	0.073	0.005	0.394	-0.006	0.056	-0.043	0.010
3 年間の非課税投資額（現行では、年間100万円）の拡大	-0.008	0.009	0.014	0.012	-0.002	0.547	-0.066	0.000
4 NISA 口座開設の際の住民票の写しの提出を不要とすること	-0.001	0.724	0.006	0.262	-0.002	0.491	0.017	0.239
5 NISA 口座で上場株式等の売買を繰返してできるようにすること	-0.003	0.244	0.009	0.061	-0.001	0.685	-0.024	0.075
6 NISA 口座で投資できる商品の拡大（現行では、上場株式、株式投資信託等に限定されている）	-0.002	0.369	0.001	0.783	-0.001	0.623	-0.011	0.384
7 その他	0.001	0.118	-0.002	0.330	-0.001	0.223	0.001	0.779
8 改善点は特にない	0.003	0.382	0.009	0.299	0.001	0.878	-0.055	0.020
9 わからない	0.010	0.059	-0.032	0.002	0.004	0.454	0.123	0.000

効いているだけである。すなわち、女性は男性に比して（男性は女性に比して）、これを選ぶ確率が11.2%低い（高い）。これは、大きな譲渡益を狙う傾向が男性のほうが女性よりも大きいことを含意しているので、男性のほうが積極的な投資を行う可能性を示唆する。他の3選択肢についてはどの説明変数も効いていない。「わからない」も然りであるが、問14同様、もともと、投資をやってこなかった人たち、もしくは投資に興味のない人たちであるので、こうした質問自体が考えもよらないことで、適切でなかった可能性がうかがえる。

(11) NISA の改善点（問17）

図表10は、NISA について、今後どういった点を改善していけばよいかを問うた質問に単純プロビット推定を施し、限界効果を算出した結果である。問11で「今後証券投資はするかもしれないが、NISA は利用しないと思う」を選んだ回答者には、今後どういった点が改善されればNISA の利用を考えますかを尋ねている。

まず、「投資できる商品の拡大」には、いずれの説明変数も効いていない。貯蓄額が高い人（低い人）ほど、「非課税期間5年間の延長」、「開設可能期間の延長」、「年間の非課税投資額の拡大」のいずれも選ばない（選ぶ）傾向があ

投資未経験者と少額投資非課税制度（NISA）

り、貯蓄額が1カテゴリ上昇すると、その選択確率はそれぞれ、0.9%、0.5%、0.8%減少（上昇）する。一方、「わからない」は1.0%上昇する。一方、収入の影響はそれとは異なる。収入が1カテゴリ上昇（下降）すると、「年間の非課税投資額の拡大」、「繰り返し売買を可能とすること」の選択確率が1.4%、0.9%それぞれ上がり（下がり）、「わからない」の選択確率は3.2%も下落（上昇）する。高貯蓄者のNISAへの見方や態度が不明瞭、曖昧なのに対し、収入の高い人のそれは明確である。年齢が上がる（下がる）と、「開設可能期間の延長」を選ぶ確率は小さくなり、1カテゴリ当たり0.6%である。女性は男性に比べて、「開設可能期間の延長」、「年間の非課税投資額の拡大」、「繰り返し投資可能とすること」の選択確率が4.3%、6.6%、2.4%、いずれも低く、「わからない」が12.3%も高い。

ところで、この設問は、同じ年の投資経験者にも問われているので、ここで両者を比べてみるのは興味深い。但し、説明変数が違うので、両者に共通する、金融総資産額/貯蓄、世帯年収/収入、年齢、性別の影響のみが比較可能である。大野・林田・安岡 [2019] の主たる結果を再掲すると、

- ・金融総資産が増えると「非課税投資額拡大」の選択確率が有意に高まる。また、「改善点無し」、「わからない」の選択確率は低下する。
- ・また、「わからない」の選択確率は、世帯年収によっても引き下げられる。
- ・これらと対照的に、年齢が上がるとNISAの改善希望が少なくなっている。同時に、「非課税期間延長」の声も小さくなる。

・性別は、女性は男性に比して、「非課税投資額拡大」を望む傾向が有意に低い一方、「わからない」の選択確率も高い。

というものであったが、未経験者の結果はこれらとずいぶん違う。まず、金融総資産に対応する貯蓄額は、「非課税投資額拡大」の選択確率を低め、「わからない」を高める。影響の方向が逆である。また、「非課税期間延長」や「開設可能期間の延長または恒久化」の選択確率にも有意な負の影響を与えている。投資未経験者で多額の貯蓄を持つ人は、投資に対して徹底した無関心もしくはネガティブな印象を持っていることを示唆する。収入については、「わからない」の選択確率を低めるのは、投資経験者・未経験者共通であるが、未経験者においては、収入は「年間非課税投資額拡大」や「繰り返し売買を可能にする」の選択確率を高めている。貯蓄額とは異なり、収入の多い投資未経験者はNISAに潜在的な関心を持っていることを窺わせる。年齢の影響も異なっている。投資家では、年齢は「非課税期間延長」に負の、「改善希望なし」に正の有意な影響を示すが、未経験者では、「口座開設可能期間延長」に負の影響を及ぼすだけである。投資家では男女差の発現は、女性は男性に比して「非課税投資期間拡大」を選ばない確率が、また「わからない」を選ぶ確率が高いだけであり、それほど多くない。一方、未経験者では、それらの影響は同じであるが、そのほかに、「口座開設可能期間延長」、「繰り返し売買可能」、「改善点なし」の選択確率も、女性は男性に比して低くなっている。投資未経験でかつ女性にとっては、NISAは相当「縁遠い」存在であり、投資家にとっては魅力的であるはずの改善策も、彼女らにとっては魅力のあるものに映らないということであ

ろうか。

VI. おわりに

株式市場を活性化し、「貯蓄から投資へ」を推し進めるべく採用された、株式等に関する配当、譲渡益の軽減税率が2013年12月に廃止された。それに代わって、2014年1月より、少額投資非課税制度 NISA が導入されたが、いまだ日が浅いこともあり、本格的な研究はほとんどなされていない。本研究は、その第1歩としてなされた大野・林田・安岡 [2019, 2020] を出発点としている。この2本の論文は、投資経験者が調査対象であったが、本稿では、投資未経験者に焦点を絞って、分析を行った。

あらためて、その要点を示すと、① NISA の知名度は収入が高い程高くなり、貯蓄額が多いほど逆に少なくなる。男性は知っている人と知らない人に二極化している。② NISA の認知媒体としては、高齢者ほど従来型メディアを使い、性別では、女性がテレビ、口コミを利用する一方で、男性は従来型メディアとインターネットを選んでいる。③ NISA 積立制度については、収入・年齢が高いほどよく知っている。④ NISA の積立額については、収入、年齢が高くなると積立額が大きくなり、男性も女性より高額の積立額を選ぶ。⑤ NISA の情報を与えられた上での NISA 利用の可能性については、収入が多いほど利用すると答え、逆に貯蓄額が多いと利用しないという回答が増える。情報を与えられた若年層は積極的に NISA を利用しようとする。また、性別では、男性の方が女性よりも積極的に利用したい意向である。⑥ NISA 口座開設のための金融機関については、性別でのみ差異が見られて、男性がインターネット証

券、女性が郵便局を利用したい傾向が見られた。⑦ NISA 口座開設のための金融機関の決定要因では、貯蓄額が多いと、キャンペーン重視、詳しい説明は不要、年齢が高いと立地が重視され、逆に給与振り込みとか、商品の品揃え、キャンペーンなどを軽視しがちである。性別に見ると、女性は立地、男性はネット取引ができるか否か、株式投資ができるか否かが決定要因として浮かび上がった。⑧投資のタイミングと金額では、まとまった金額の投資の選択のみ性別に差異が出て、男性の方が大きく投資することを計画することが分かった。⑨投資スタンスについては、性別による差が明確に出ており、男性は値上がり益や配当重視であるのに対し、女性は株主優待やリスクの低さを重視する傾向がみられた。⑩投資期間では、「一定の目標に達したら売却」という選択肢が性別で違いが出て、男性の方がこの選択肢をより多く選んでいる。⑧と⑨と合わせて考えると、女性のリスク回避的な姿勢が顕著である。⑪ NISA の改善点については、貯蓄額が多いと、非課税期間の延長、口座開設期間の延長、非課税投資額の拡大を選ばない傾向がある。一方、収入が多いと、非課税投資額の拡大、繰り返し売買を選ぶ。貯蓄額と収入は対照的な結果をもたらしている。年齢は高齢者ほど、開設期間の延長には興味を示さなくなる。性別では、男性が口座開設期間の延長、非課税投資額の拡大、繰り返し売買を選択し、投資に積極的であることが示される。他方で改善点無しも男性で多いので、ここでも二極化が見られる。なお、投資家対象の調査における NISA の改善点と比較すると、非課税投資額拡大に対する貯蓄額に真逆の結果が見られる他、有意・非有意が各説明変数で相当程度異なっている。

以上の分析結果から、「貯蓄から投資へ」を推し進める施策も明確になってきた。非課税投資枠の引き上げや制度の恒久化などが、本質的な施策であることは論を待たないが、そのほかにも、若年層に対して NISA 情報を浸透させることが課題として浮かび上がってくると言える。また、女性が証券投資に対して過度にリスク回避的であることも明白になったので、女性に対する NISA の啓発活動も重要であろう。さらに、貯蓄の多い人の NISA に対する態度や意見が特異であった。具体的な施策は思い浮かべないものの、投資未経験者の中で、貯蓄を持ちながら投資に関心を示さない層の関心を掘り起こすことも重要と思われる。

本稿を閉じるにあたり、今回の研究の不足点と今後の研究の方向性について、言及したい。既に述べたように、「貯蓄から投資へ」を進めるには、日本人の多数を占める投資を行わない人を引き入れることが重要である。その意味で、今回のような投資未経験者を対象としたデータが投資家対象調査以上に重要である。しかしながら、これは『調査』では2014年に1度行われただけである。そのため、今回の研究も2014年のデータでしか行えなかった。今後、『調査』実施団体が未経験者調査を行うことを期待したい。また、説明変数も4つしか利用可能でなかったが、他にも子供の有無、数、学歴、政治意識・関心度、新聞やニュースを見る頻度などの情報アクセスなど、潜在的な説明変数はいくつも思い浮かぶ。今後の調査では、そうした設問も設けてほしい。さらに、2016年からは「ジュニア NISA」が、2018年からは「つみたて NISA」が始まっているので、これらに関する研究も、NISA の将来性を占ううえで重要と言えよう。未経験者調査や説明変数など

の、データ不足や不存在は如何ともしがたいが、こうした新しい NISA の研究は、少なくともこれまでの研究の延長線上としては、十分実施可能な研究課題である。

注

- 1) イギリスでの導入の目的は、貯蓄を全く保有しない国民層に対して貯蓄を促すためであり、次段落で述べる NISA の導入目的とは異なっている。
- 2) 一人当たり年80万円が限度。3月31日時点で18歳である年の前年の12月31日までは引き出し制限がある。
- 3) 証券会社各社や業界団体が、インターネット、公共交通機関の車内や施設構内、TVなどで大々的に広告宣伝を行っており、目にしたことのある読者は多いであろう。
- 4) たとえば、金融庁は特設ホームページを開設している。<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/> 参照。
- 5) もっとも、最近の税制改正の議論では、個人の資産形成に焦点を当てて、つみたて NISA の延長や一般 NISA の2階建てへの見直しが行われており、少額からの積立・分散投資の促進が重要視され、「貯蓄から投資へ」といった大上段の主張は影を潜めている感がある。しかしながら、これは決して「貯蓄から投資へ」という「看板」と相容れないものではなく、むしろそれに向けた着実な第一歩として、「貯蓄から投資へ」と整合的なものと考えられる。少なくとも、「貯蓄から投資へ」の「看板」を下ろしたとは筆者らは考えていない。
- 6) 日本証券業協会調べ。「資産の形成・円滑な世代間移転と税制の関係に関する研究会」中間報告 p45参照。
- 7) 例えば、2014年12月24日付け朝日新聞(朝刊4面)など。詳細は第2節を参照のこと。
- 8) $Y = \{Y_1, Y_2, \dots, Y_k, Y_{k+1}\}$ の多選択肢の選択(但し Y_1, Y_2, \dots, Y_{k+1} には序列がない)を行う場合の分析方法。詳しくは第5章参照。
- 9) こうした多項ロジットモデルの他に、 $Y^1 = \{Y_1^1, Y_2^1\}$, $Y^2 = \{Y_1^2, Y_2^2\}$... $Y^m = \{Y_1^m, Y_2^m\}$ の2選択肢の選択を m 個から同時に選択する(但し Y_1^1, Y_2^1 には序列がない)を行う場合の、誤差項を非対角要素が非0であるという一般的な仮定をした、multivariate logit (多変量ロジット) モデルがある。『調査』2014年版の間23-1や間29-1などの分析に適用しているが、本論文では行わない。脚注22も参照のこと。
- 10) 数値はいずれも金融庁 HP「NISA データ集」による。<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/datacollection/index.html>
- 11) [出所] 日本取引所グループホームページ「主要商品の一日平均売買代金・取引高の推移」<https://www.jpx.co.jp/corporate/investor-relations/financials/value-and-volume/index.html>
- 12) 大野・林田・安岡 [2019, 2020] においては、NISA の利用目的は、子や孫の教育資金などのためというより、自分たちの老後のためなどに用いられていることが明らかになった。ジュニア NISA の規模が小さいのは、

- この事実と無関係ではないかもしれない。
- 13) 後述するように、本研究で用いる『調査』2014年版では「ジュニアNISA」に関する設問が存在しない。「つみたてNISA」については言うに及ばない。しかし、2015年以降の調査では、若干の質問が用意されているので、これらの研究は将来の課題としたい。
 - 14) NISA 制度の詳細は多くの証券会社等がホームページ等で説明しているが、その中でも金融庁の説明は簡潔によくまとまっている。本節の説明の多くも、金融庁ホームページの解説に拠っている。
 - 15) NISA 口座を開設する金融機関は1年単位で変更可能。ただし、開設済みのNISA口座で既に株式・投資信託等を購入している場合、その年は他の金融機関に変更することは不可。
 - 16) 2015年以前分は100万円。未使用分があっても翌年以降への繰り越しは不可。
 - 17) 期間終了後、新たな非課税投資枠への移管（ロールオーバー）による継続保有が可能。
 - 18) 『調査』の実施機関である日本証券業協会自らがおこなったものであるが、それらは回答傾向を回答者の2つの属性で、クロス集計したものにとどまっており、深い知見を得るには十分なものとは言えない。
 - 19) NISAのものとなったイギリスのISAについても、実証的な研究の蓄積は薄い。若干の例外をあげるなら、Attanasio, Banks, and Wakefield [2004] はISAの導入によって、個人貯蓄が増えたと、データを用いて示している。一方、Donnelly and Young [2012] は否定的な見解を提示する。どちらも、計量的経済学的に精緻な分析を行っているわけではない。また、米国においては、税の優遇措置のある口座とない口座の間で、投資家が資産をどう分配して保有しているかという「asset location問題」を研究した一連の論文がある。例えば、Poterba and Samwick [2002], Barber and Odean [2003], Bergstresser and Poterba [2005] など。これらは概ね、投資家の行動は税負担に敏感であるとの結論を導くが、直面するさまざまな実際の制約により、それと異なった結論も導かれている。但し、これらの実証研究は、税に関する優遇口座と非優遇口座にそれぞれいくら資産を保有しているかというデータを用いているが、そのようなデータは『調査』では正確には得られないため、本稿で類似の分析を行い、結果を直接に比較することはできない。
 - 20) その詳細を日本証券経済研究所のHPから抜粋すると、「全国のサイバーパネル登録者から、株式、投資信託、公社債、外貨建て金融商品、デリバティブ商品のいずれも購入・保有したことがない投資未経験者を抽出し、平成22年度国勢調査を用いて全国の性・年代別構成比に沿った形で対象者を割付した。（『証券投資に関する全国調査』などの調査結果より、投資未経験者は8割以上と大半を占めると推察されるため、全国一般男女の構成比を用いて対象者を構成するのが妥当と判断した。）。ただし、確定拠出年金を通してのみ投資をしている人は調査対象者とみなす。」とのことである。尚、サイバーパネルとは、同HPによると、「日本リサーチセンターが保有しているパネル。国内のインターネットユーザー約21万人（2014

年9月現在）がパネル登録されており、対象者の抽出から回答データの収集・解析まで、全てコンピューター上で行うフル・デジタル・アンケートシステム。」とのことである。

- 21) 「個人投資家調査」と「投資未経験者調査」を比べると、「65歳～70歳」の割合が前者では16.9%に対し後者は9.3%、「70歳以上」は前者が20.7%であるのに対し後者は5.1%にとどまっている。
- 22) (c) については、各選択肢の選択確率を決定するプロビットモデルを一式の連立方程式と見立てたうえで、分散・共分散行列の非対角要素に非負を仮定して、同時に推定する多変量プロビット (multivariate probit) という手法がある。これは回答者がすべての選択肢を視認したうえで選択することを推定に取り入れた方法であるため、理論的には単純プロビットより優れている。しかし、選択肢の数の多さから、推定の負荷が大きく、収束しないため、ここでは単純プロビットを用いた。
- 23) さらに詳しい説明は、例えば、Cameron and Trivedi [2005] 第15章などを参照せよ。
- 24) Independence of Irrelevant Alternativesの略である。例えば、交通手段の選択で、電車、車、赤いバス、青いバスがあったとしよう。赤いバスと青いバスとの効用には相関があるはずであるが、多項プロビットモデルでは、これを無視していることを言う。
- 25) この点を若干敷衍する。プロビットモデルを推定する多くの論文で、プロビットモデル $P(Y=1) = \Phi(x'\beta) = \int_{-\infty}^{\infty} \varphi(t) dt$, $z = x'\beta$ の β の推定結果 $\hat{\beta}$ だけを報告している。二値選択の場合、一方の選択肢の選択確率の上昇は、そのまま、他方の選択肢が同じ絶対値での減少することを意味する。この場合、選択確率の増減の「大きさ」はそれほど重要でなく、増えるか減るかという係数推定値の符号と統計的有意性だけが関心事項であることが多い。一方、非線形モデルであるプロビットモデルでは、増減の「大きさ」たる $\frac{\partial \Phi(x'\beta)}{\partial x_i} = \Phi(x'\beta) \beta_j$ の値は x_{ij} に依存し一意に決まらない（但し $i = 1, 2, \dots, N$ は観測番号を、 j は説明変数が j 番目であることを表す）。本研究では、プロビットモデルについても、他の2手法での分析との整合性を重視して、Cameron and Trivedi [2005, p467] に倣い、限界効果 $N^{-1} \Phi'(x_i' \hat{\beta}) \hat{\beta}_j$ を算出し論ずる。

参考文献

大野裕之・林田実・安岡匡也 [2019] 「少額投資非課税制度 (NISA) の計量経済学分析～2014年『個人投資家の証券投資に関する意識調査』を用いた限界効果の分析～」『証券経済研究』第107号、日本証券経済研究所, pp.33-46.

[2020] 「少額投資非課税制度

投資未経験者と少額投資非課税制度 (NISA)

- (NISA) の計量経済学分析～多年度アンケート調査による意見・行動の実証分析～, 『証券経済研究』第111号, 日本証券経済研究所, pp.1-18.
- 「資産の形成・円滑な世代間移転と税制の関係に関する研究会」中間報告 [2017], 日本証券経済研究所, http://www.jsri.or.jp/society/society_16.html
- 滋野由紀子 [1998] 「利子課税制度の政策的転換と家計の反応」『大阪大学経済学』第46巻第3号, pp.24-45.
- 関田静香 [2007] 「マル優制度と家計の資産選択」『金融経済研究』第24号, pp.26-48.
- 松浦克己・滋野由紀子 [1999] 「利子所得税と勤労所得税の比較」『会計検査研究』第20号, pp.9-21.
- Attanasio, Orazio P., Banks, James, and Wakefield, Mathew [2004] “Effectiveness of Tax Incentives to Boost (Retirement) Savings: Theoretical Motivation and Empirical Evidence,” *OECD Economic Studies*, No.39, pp.145-172.
- Barber, Brad M and Odean, Terrance [2003] “Are individual investors tax savvy? Evidence from retail and discount brokerage accounts,” *Journal of Public Economics*, Vol.88, No.1-2, pp.419-442.
- Bergstresser, Daniel and Poterba, James M. [2004] “Asset allocation and asset location: household evidence from the survey of consumer finances,” *Journal of Public Economics*, Vol.88, No.9-10, pp.1893-1915.
- Cameron, Colin A. and Pravin, Trivedi K. [2005] *Microeconometrics: Methods and Application*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Donnelly, Maureen, and Young Allister [2012] “Policy Forum: Tax-Free Savings Accounts – A Cautionary Tale from the UK Experience,” *Canadian Tax Journal*, Vol.60, No.2, pp.361-374.
- Poterba, James M. and Samwick, Andrew A. [2003] “Taxation and household portfolio composition: US evidence from the 1980s and 1990s,” *Journal of Public Economics*, Vol.87, No.1, pp.5-38.
- 林田実 (北九州市立大学経済学部教授)
大野裕之 (東洋大学経済学部教授)
安岡匡也 (関西学院大学経済学部教授)