

# 少額投資非課税制度(NISA)の計量経済学分析<sup>§</sup>

——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——

大野裕之<sup>\*</sup>  
林田実  
安岡匡也

## 要 旨

少額投資への非課税制度であるNISAは、2014年1月に導入され、業界あげてその発展が期待されている。しかし、この制度には様々な欠点や不足点が指摘されており、それを反映してか、口座数こそ順調に伸びているが、金融商品の買付総額は伸び悩んでいる。そこで本稿は、『個人投資家の証券投資に関する意識調査』2014年版の個票データを用いて、NISAに関する意見形成・投資行動が、どのような要因によって決定されているかを探った。

具体的には、「口座開設の有無」、「利用目的」、「商品購入の有無」、「商品購入をしない理由」、「申し込まない理由」、「最も改善してほしい点」に関する選択肢の選択確率に与える、金融総資産、世帯年収、年齢、性別、株式保有の有無、投信保有の有無の影響を、多項ロジットモデルで推計した。その結果、利用目的に関して、「子供の教育のため」の回答数が意外にも少なく、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、世帯年収、年齢、性別、投信保有のいずれも、「老後資金」の選択確率を高めた。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可能性が示唆される。NISAを申し込まない理由や改善点についても、金融総資産は各回答選択肢によく影響を与えている一方、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に関して明確な意見を持っていることなどが示唆された。

## 目 次

- |                       |              |
|-----------------------|--------------|
| I. はじめに               | 2. NISAの制度詳細 |
| II. NISA制度の利用状況と制度の詳細 | III. 先行研究の概要 |
| 1. NISAの利用状況          | IV. データと説明変数 |

<sup>§</sup> 本研究はJSPS科研費JP17K03774の助成を受けている。

<sup>\*</sup> Corresponding author. メールアドレスは、hiroono@toyo.jpである。

1. データの説明
  2. 変数
- V. 実証分析

1. 分析手法
  2. 分析結果
- VI. まとめ

## 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<sup>1)</sup>。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<sup>2)</sup>。

2003年、政府は「貯蓄から投資へ」のスローガンのもと、低迷する金融市場を活性化すべく、いわゆる「新証券税制」を実施に移した。これは1996年に始まった金融ビッグバンの締めくくりにあたるような重要施策である。その中では、当初は5年間の時限措置として、上場株式などの売却益や配当にかかる税率が、本来の20%から10%に軽減される制度が導入された<sup>3)</sup>。これはその後、幾度か延長されたが、2013年12月に打ち切られる。もともと、「貯蓄から投資へ」の大方針は、我が国の個人の金融資産保有が他国と比べて預金が突出していることから、預金を株式などの証券投資へシフトさせ、さらなる金融市場の発展を通じて、経済成長を図ろうとするものであった。しかし、軽減税率打ち切りの時点でこの成果は十分得られた

とは言い難かったため、これに代わる制度が模索された。そうした状況下で生まれたのが、NISAであった。

NISAは2014年1月から、年間限度額を100万円として開始されたが、2016年から年間の非課税投資額上限を120万円に拡大した。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<sup>4)</sup>。さらに、2018年から積立型の「つみたてNISA」なる制度の開始も決定されており、現在進行形で制度の形が作られつつある。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・発展を図っている<sup>5)</sup>。政府・金融庁もこれを強く後押ししている<sup>6)</sup>。

個人の金融所得に対する非課税制度としては、2007年に完全廃止された「マル優」が有名である<sup>7)</sup>。これに関しては、これまで多くの研究者が様々な角度から学術研究を積み重ねてきている。例えば、滋野 [1998]、松浦・白石 [2002]、鈴木 [2006]、関田 [2007]、Sekita [2010] などがある。しかし、今回の研究で取り上げるNISAは対象が「貯蓄」ではなく「投資」であり、したがって税目も利子課税ではなく、譲渡益、配当課税である。こうした制度はこれまでになかったため、学術的な研究は全くなされていない<sup>8)</sup>。本稿は、その第一歩という位置づけにある。具体的には、日本証券業協会が実施している『個人投資家の証券投資に関する意識調査』（以下『調査』と称する）2014年版の個票データを用いて、NISAに関する投資

家の意見形成・投資行動がどのような要因によって影響を受けているかを、計量経済学的手法を用いて明らかにする、fact findingである。このことによって、NISAの利用者の拡大にはどのような問題があり、どのような変更・改善がさらに必要であるかを示し、NISAを通じた「貯蓄から投資へ」の推進に、将来的につなげることをねらったものである。

本稿の構成は以下のとおりである。第Ⅱ節では、NISA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、本研究の類似の研究として、これまで行われてきた「マル優」、「老人マル優」に関する研究の概要を紹介し、それとの関連で本研究での分析の特徴を明らかにする。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<sup>9),10)</sup>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、分析の不足点と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の利用状況はどうなっているのだろうか。金融庁の統計資料によれば、調査開始の2014年3月、つまりNISA制度導入後3か月後に650万件を記録し、それ以降、口座開設数は順調に伸びている。2018年3月末には、1,171万件を突破して

いる。

一方、NISA口座による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い。2014年中の買付総額は2兆9,770億円であったが、2015～2017年中の買付額も3兆円程度で推移している(2017年は3兆1,230億円)<sup>11)</sup>。2017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3.1兆円であるから、年間のNISA買付額はおおよそその水準にとどまっている<sup>12)</sup>。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。

### 2. NISA の制度詳細

本稿の分析対象には、2016年に新たに始まった「ジュニアNISA」や2018年1月にスタートした「つみたてNISA」は含まない<sup>13)</sup>。そのため本節では、2014年に開始され、2016年に非課税投資枠が120万円に拡大された、「オリジナル」NISAに限定して、詳細を紹介する<sup>14)</sup>。

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<sup>15)</sup>
  - (d) 非課税投資枠：新規投資額で毎年120万円が上限<sup>16)</sup>(非課税投資枠は最大600万円)
  - (e) 非課税期間：最長5年間<sup>17)</sup>
  - (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。

- (i) 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。
- (ii) 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。
- (iii) NISA口座で保有している金融商品が値下がり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。
- (iv) 国内上場株式の配当金、ETF・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。
- (v) 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。
- (vi) 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。そのため『調査』においても、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。そうした設問を含めたいくつかの設問の回答傾向、すなわち投資家の意見形成・投資行動がどのような要因によってなされるのか、それをIV節以降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。唯一の例外は、『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い難い<sup>18)</sup>。一方、非課税措置に関する実証研究では、個票データを用いて、マル優を対象にした研究の蓄積がある。そこで、以下ではそれらの研究を紹介したい。

滋野〔1997〕は1988年の『貯蓄動向調査』の個票データで、同年4月のマル優廃止・老人マル優設定に家計が如何に反応したかを追う。その結果、マル優対象家計とそうでない家計は同一の行動をとっているという仮説は強く棄却されること、改革で不利益をこうむった家計は、より有利な貯蓄手段に資産をシフトさせたこと

などが示唆された。これにより、家計は税制改革に敏感に反応したとの結論を導いている。

白石・松浦 [2002] は、郵政研究所の『第5回家計における金融資産選択に関する調査 1996年11月』の個票データを用い、65歳以上世帯の金融資産選択に関する税制の影響を検証している。具体的には、資産を預貯金等の安全資産と有価証券等の危険資産の2つに分け、後者の保有額を金融所得課税の「実効税率」と、年収、金融資産残高、負債残高そのほかの変数で回帰している。保有するかしないかという選択と、保有する場合に幾ら保有するかという選択の両方を、それぞれ「保有関数」、「需要関数」として、サンプルセレクションモデルで推計しているのが特徴である。結果は、「実効税率」は危険資産保有確率・金額ともに負の影響を与えるというものである<sup>19)</sup>。この場合の実効税率は、計算方法から明らかなように、安全資産、危険資産両方にかかる平均税率のようなものであり、後者だけにかかる税率ではない。したがって、各資産にかかる税負担が当該資産選択にどう影響しているかという問題に直接応える検証とはなっていない。

鈴木 [2006] は1988年のマル優制度の変更が、家計の資産選択行動を変化させ、証券市場への投資が促進されたか否かを探求している。具体的には、日本郵政公社郵政総合研究所の『家計と貯蓄に関する調査』の、1988年の個票データで、差分の差推定法を用いて、株式、株式投信・公社債投信など22の金融資産の需要関数をそれぞれ推定する。その結果、制度変更は株式の割合を有意に高めていない、株式投信・公社債投信の割合は有意に高めているものの、家計部門全体の影響としては小さいと結論している。

関田 [2007] もまた、貯蓄広報中央委員会が実施する『貯蓄に関する世論調査』(1988年)の個票データを用いて、1988年のマル優制度の変更が資産選択行動に与えた影響を分析する。この調査には、1988年以後に預替えをしたか否かを直接問う設問があり、これと64歳以下ダミーとの交差項に着目する。4つないし9つの資産分類で、保有の有無と(保有の場合)保有額を2段階で推計する King and Leap [1998] に倣った推計を行い、この交差項が有意な係数推定値を得たかどうかを検証する。その結果、4および9つの資産分類のいずれにおいても、保有確率に対しては、制度変更が有意な影響を及ぼしたことが示唆されたものの、保有額に関しては有意な影響は検出できなかった。

さらに Sekita [2010] は、貯蓄動向調査の年代別データを用いて、1988年のマル優制度の変更の効果を分析する。銀行預金・郵便貯金、債券、株式などの6資産と負債の、総金融資産額に占める割合を目的変数に、債券、株式、生命保険それぞれの課税後収益率を含む21個の説明変数で、3段階最小二乗法で回帰する<sup>20)</sup>。その結果、マル優資産の課税後収益率は、銀行預金・郵便貯金、債券、信託等のマル優資産には正の、株式や生命保険・年金という非マル優資産には負の影響を検出している。しかしながら、債券に対する影響は有意ではなかったり、株式の課税後収益率は株式保有を含め、いずれの資産保有にも有意な影響を与えていなかったりと、結果には懸念すべき材料も多く、これを以て直ちに、マル優制度の変更によって、マル優資産から非マル優資産への転換が起こったと結論付けてよいか疑念が残る。

このように、概ね家計はマル優という非課税措置に敏感に反応しているといえそうである

が、一部、それを否定するものも混在している。本研究ではこうした資産選択を扱うものではなく、主に行動に移る前の意識段階での反応をみることになるが、統計的に有意な、意識形成にかかわる諸要因についての示唆が得られるか、次節以降の実証分析に進みたい。

## 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。対象者は証券投資を行っている全国の、満20歳から89歳までの投資家であるが、2014年については投資未経験者を対象とした調査も同時に行っている。毎年の調査対象者数は2,100～2,300人で、回答率は約50%、回答者数はおおよそ1,000となっている<sup>21)</sup>。質問項目は、年齢、性別などのフェース項目の他、株式、株式投信、債券など証券投資に関する多岐にわたる項目がある。ただし、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には、限度があることを指摘したい。

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。協会の意気込みを反映してか、その後毎年行われているが、これも例外に漏れず、毎年少しずつ設問内容が異なっている。ただし、直近3年の2014～2016年に限っては比較的重複が多い<sup>22)</sup>。

今回の研究では、NISA が開始された数か月後に行われた2014年調査のうち、投資経験者の

みを分析に供し、投資未経験者の分析は将来の課題とする。

### 2. 変数

分析対象の間としては、以下を考える。すなわち、問22「NISA 口座申込の有無」、問23-2「NISA の利用目的」、問26「NISA で商品を購入したか」、問27「NISA で商品を購入していない理由」、問28「NISA を申し込まない理由」、問29-2「NISA の最も改善してほしい点」である。これらの中で選択された回答選択肢が目的変数になる<sup>23)</sup>。これらの間は全て、「ひとつだけ選べ」という形式になっている。NISA 関連ではこのほかに、問23-1「NISA の利用目的」、問29-1「NISA の改善点」など、複数選択可能な形式の間もあるが、当座は分析対象から外し、本稿の改訂版に譲りたい。

説明変数には、先行研究をもとにして、①金融総資産、②世帯年収、③年齢、④性別（男性を0、女性を1とするダミー変数）、⑤株式保有の有無（無しが0、有りが1をとるダミー変数）、⑥投資信託保有の有無（無しが0、有りが1をとるダミー変数）、の6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調査票には、3つ以上の選択肢の中から1つだけ選べという間が多く含まれている。そこで、このような間に対応した分析手法である、多項選択モデル（multinomial choice model）と推定について簡単に触れておく<sup>24)</sup>。

多項選択モデルには大きく分けて、多項口

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)<sup>25)</sup>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。

ここで、多項ロジットモデルについて概説しておく。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。

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

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。

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

推定には最尤法を用いる。また、 $\pi_{ij}$ 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。但し、限界効果の定量的な大きさの評価に関しては、注意を要する。と言うのも、以下で採用する説明変数は

2つのグループに分けることができる。ひとつは、金融総資産、世帯年収、年齢で、これらは連続型変数として扱っているものの、実際には順序のついたカテゴリー変数となっている。しかも、カテゴリーの刻みは比例的ではない<sup>26)</sup>。いまひとつのグループは、性別、株式保有、投信保有のグループで、これらは0、1の離散型変数である。したがって、これらの説明変数グループをまたいで限界効果を比較することも、前者のグループの変数間で比較することも、ミスリーディングになる可能性がある。そこで、以下の定量的な影響の評価においては、性別、株式保有、投信保有の比較可能な変数間で、特徴的なことを指摘するにとどめる。

## 2. 分析結果

### (1) 口座申込の有無

まず、問22「口座申込の有無」の調査結果を概観しておく。NISA 口座を申し込んだ人の割合は45.8%である。そのうち、証券会社、銀行・信用金庫・信用組合、郵便局を通じて申し込んだ人の割合は、それぞれ、32%、12.8%、1%となっている。他方、今後申し込みたいと回答した人の割合は8%に過ぎなかった。また、口座開設を予定しない人も32.7%に上る<sup>27)</sup>。

これらの結果に影響を与える変数を探るために、多項ロジットモデルを適用した結果が図表1である。図表1では、問22の回答肢から新たな変数を作成して分析している。この変数は、「申し込んだ」、「申し込みたい」、「申し込まない」という3つの値を取るよう加工してある。

図表1によれば、金融総資産が増加するほど、「申し込んだ」は有意に増大し、「申し込む

図表 1 問22 口座申込の有無（限界効果）

	申し込むつもりはない	申し込みたい	申し込んだ
金融総資産	- .0207437**	- .0117831	.0325268***
世帯年収	- .0023337	.0149028	- .0125691
年齢	- .0009317	- .019462***	.0203938***
性別	- .0091149	- .007156	.0162709
株式保有	- .1510091***	.024224	.1267852***
投信保有	- .2626115***	- .029288	.2918995***

つもりはない」は有意に減少している。これに対して、「申し込みたい」に変化は見られない。裕福な家計ほどすでにNISA口座を開設しているようである。世帯年収はいずれの選択肢に対しても、有意な影響を示さない。年齢は「申し込んだ」の選択確率を有意に引き上げる一方、「申し込みたい」の確率を有意に押し下げる。一見、解釈困難な結果であるが、年配者はすでに「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」と考えていることの現れであろうか。性別はいずれの選択肢にも有意な影響を及ぼしていない。株式保有、投信保有とともに、「申し込んだ」の選択確率を有意に押し上げ、「申し込むつもりはない」の確率を押し下げる。しかし、どちらも「申し込みたい」への影響は統計的に有意ではない。実際に株式や投信を保有している人は、NISA口座開設について積極的な姿勢もっていることが明確にわかる結果と言えよう。

比較可能な変数で、定量的な影響の大小をみてみよう。株式保有と投信保有では、「申し込んだ」においては、前者の係数（絶対値）が0.127、投信保有が0.292となり、後者の影響は前者の2倍以上となっている。「申し込むつもりはない」でも、株式保有が0.151であるのに対し、投信保有は0.263となっている。このよ

うに、申し込みの有無に関しては、投信保有の影響の大きさが際立っている。

## （2） NISA の利用目的

次に、問23-2「NISAの利用目的」について見てみよう。先ほどと同じように、全体を概観すると、「老後資金」と答えた人が突出しており32%、次に、「生活費の足し」とする人が13%いた。特に「目的がない」とする人が39%もいることは注意しておいて良いであろう。サンプルが高齢者を多く含むことから、「子供の教育資金」は3.6%にとどまっている<sup>28)</sup>。

これらの結果に影響を与える変数を抽出したのが図表2である。金融総資産は、「子供の教育資金」の選択確率を10%水準で有意に引き下げるほかは、有意な影響を示さない。世帯年収は「老後資金」の選択確率を1%水準で有意に押し上げ、「生活費の足し」を10%水準ながら、押し下げている。年齢は「子供の教育資金」、「住宅購入」の選択確率を1%水準で有意に引き下げる一方、「老後の資金」を5%水準で、「生活費の足し」を10%水準で引き上げる。次に性別を見てみると、女性は男性に比して、「老後の資金」の選択確率が高く、「その他」の選択確率が10%水準ながら、低い。株式保有は「住宅取得」の選択確率を10%水準で引

図表2 問23-2 NISAの利用目的(限界効果)

	子供の教育 資金	老後資金	住宅購入	耐久消費 財購入	生活費の 足し	その他	特にない
金融総資産	-.0071243*	6.84e-07	.000383	-.0006982	-.0031648	-.0015092	.0121118
世帯年収	-.0045809	.0364747***	-.0049287	.00358	-.0170609*	-.0184392**	.0049555
年齢	-.0082587***	.0154298**	-.005413***	.0007066	.0088357*	-.0023245	-.0089756
性別	-.0021378	.0786129**	-.0006432	-.008516	-.0363047	-.0307863*	-.0002249
株式保有	-.00412	-.0253037	.0107136*	.0095681	-.0155845	-.0281691	.0528955
投信保有	.0239567*	.0891426***	.0065941	-.0008732	.0069927	-.0452052***	-.0806076**

き上げる他は有意な影響を示さない。投信保有は「子供の教育資金」の選択確率を10%水準で、「老後の資金」の選択確率を1%水準で押し上げる一方、「その他」、「特にない」の選択確率を有意に押し下げている。投信保有者は目的意識が高いことを示している。

ここで注目されるのは、「子供の教育資金」にプラスに有意となった変数が投信保有だけだったことである。これに対して、金融総資産および年齢はマイナスに有意であった。金融総資産は、裕福であれば教育資金を最早あくせく考える必要は無く、年齢は子育てが終わると教育目的が消滅することを示しているのであろう。「老後資金」に対しては、金融総資産と株式保有以外の全て、すなわち、世帯年収、年齢、性別、投信保有がプラスに有意となった。世帯年収が高くなるにつれ、また年齢が上がるにつれて、女性ほど、投信保有者ほど、「老後のため」の資金獲得としてNISAが考えられていることが分かる。先の記述統計の結果と併せて考えても、NISAは子供のためというより、老後のために用いられる傾向が示唆されていると言えよう。そのほかの注目点として、世帯年収が高いほど「生活費の足し」としてNISAを考えることはなく、また、年齢が高くなると「住宅購入」目的がなくなっていくという、自

然な結果が得られている。

比較可能な変数間での影響の定量的な大きさの比較を行う。「住宅購入」、「耐久消費財」、「生活費の足し」以外では、投信保有の係数推定値が最も大きいことがわかる。ここでも、投信保有者の影響の大きさが目立つ。

### (3) NISAによる商品購入

さて、NISA口座を開設したからと言って、それが個人投資家によるリスク資産の売買に直結するわけではない。そこで、問26「NISAで商品を購入したか」を分析してみよう。NISA口座を開設した522名の中で、実際に購入した人の割合は43%、購入していない人の割合は52%もあった<sup>29)</sup>。

これらの回答に対して影響を与える変数の分析は図表3で分析した。意外なことに、金融総

図表3 問26 NISAで商品を購入したか(限界効果)

	購入した	購入していない
金融総資産	-.0233523	.0233523
世帯年収	-.0033929	.0033929
年齢	-.0065391	.0065391
性別	.0179516	-.0179516
株式保有	.0890388	-.0890388
投信保有	.0784523	-.0784523

資産、世帯年収、年齢、株式保有、投信保有の全ての変数が有意でなかった。したがって、実際に投資行動を起こすか否かは、これらの変数とは直接関連しないことが分かる。定量的な影響の大小については、比較可能な3変数のいずれも非有意ながら、株式保有と投信保有が同程度で、性別の4～5倍の大きさとなっている<sup>30)</sup>。

#### (4) NISAで商品購入をしていない理由

そこで、「NISAで商品を購入していない理由」を問27で問うた。NISAで商品を購入していない理由は「投資時期見極め」、「投資商品見極め」、「再投資・損益通算できないので慎重」などによる慎重な態度の順で大きかった。口座を開設したものの、「利用するつもりはない」と答えている人の割合が10%に上ることは注目してよからう<sup>31)</sup>。

さて、このような結果に影響を与える変数の分析は図表4で行った。金融総資産が多いと、「その他」と「わからない」の選択確率を、それぞれ10%水準、1%水準で押し下げる。世帯年収が増えると、10%有意水準ながら「投資時期見極め」の選択確率を押し上げる一方、「投資商品見極め」を押し下げる。また、世帯年収は「その他」の選択確率も有意に押し上げてい

る。年齢は、「投資商品見極め」を押し下げ、「わからない」を押し上げる。性別に目を転じると、女性は男性に比して、「投資時期見極め」を選択する確率が有意に低く、「わからない」が高い。株式保有はいずれの選択肢にも有意な影響を与えない。投信保有は、「再投資・損益通算できないので慎重」の選択確率を押し上げる。定量的な影響の大小について比較可能な3変数では、「投資時期見極め」、「再投資・損益通算できないので慎重」、「わからない」において、それぞれ、性別、投信保有、性別が最も大きい影響を与えていることが分かる。

#### (5) NISAを申し込まない理由

ところで、そもそもNISAを申し込んでいない人が投資経験者の約30%、374名に上るが、その理由は何であろうか。問28「NISAを申し込まない理由」に目を転じてみよう。「制度が分かりづらい」を上げる人が最も多く34%、次に「非課税投資額が小さい」とする人が9%いた。その他の明確な理由を挙げる人は少数であった<sup>32)</sup>。

問28に多項ロジットモデルを適用した結果が図表5である。図表5によると、金融総資産が多いほど、「損益通算ができない」、「制度がわかりづらい」の選択確率がそれぞれ5%、10%

図表4 問27 NISAで商品を購入していない理由（限界効果）

	投資時期見極め	投資商品見極め	再投資・損益通算できないので慎重	利用するつもりはない	その他	わからない
金融総資産	.0208148	.0298397	-.0042912	.0262712	-.0275136*	-.045121***
世帯年収	.0338933*	-.0446986*	-.0162379	.0033897	.0322853**	-.0086318
年齢	-.0043482	-.0345489***	.0069394	-.012498	.00992	.0345358***
性別	-.124323**	-.024628	-.0506799	.0317999	.0290046	.1388264***
株式保有	.1019985	.0142474	-.0236787	-.0390203	-.027121	-.0264259
投信保有	-.0973755	-.0080902	.0882478**	-.0292417	.0597787	-.0133192

図表5 問28 NISAを申し込まない理由 (限界効果)

	非課税期間 が短い	口座開設可能 期間が短い	非課税投資 額が小さい	繰り返し売 買ができな い	損益通算がで きない	口座開設手 続きがわか りづらい	制度がわかり づらい	そのほか
金融総資産	-.0073724	5.63e-06	.0346304	.0062508	-.0146947**	.0030104	-.0303548*	.0081568
世帯年収	-.0014764	-5.84e-06	.0024938	-.0031389	.007654	-.0101919	-.0027258	.0077709
年齢	-.0008411	5.26e-08	-.0201264	.0026765	.0025788	-.0007607	.0165802	-.0001114
性別	-.0221744	-3.29e-09	-.021632	-.024663	.0441204	.0179508	.0190814	-.0126831
株式保有	.0063654	-1.02e-08	.0247862	.0337339	.0433629**	.0009089	-.1061782	-.002979
投信保有	.0083055	.0058997***	.0202628	.0617015	.0431296	-.0441687	-.1898668***	.0947363

水準で低くなる。世帯年収、年齢、性別はいずれの選択肢にも有意な影響を及ぼさない。株式保有は「損益通算ができない」を理由として挙げる確率を有意に押し上げる。投信保有は、「口座開設可能期間が短い」を選択する確率を高め、「制度がわかりづらい」を選択する確率を押し下げる。

NISAを申し込まない理由として顕著であった「制度がわかりづらい」の選択確率に、最も大きい影響を与えているのは投信保有であり、株式保有の約2倍、性別の約10倍である。「口座開設可能期間が短い」および「損益通算ができない」にはそれぞれ、投信保有と株式保有が最も影響を与えており、株式保有者が損益通算に敏感であることと整合的である。なお、「非課税投資額が小さい」に関しては有意な変数はなかったものの、株式保有、投信保有でほぼ同程度の影響を与えており、性別はその約10分の1であった。

#### (6) NISAの最も改善してほしい点

最後に、NISAの最も改善してほしい点を問29-2で問うた。これは今後のNISAの改善に向けての施策を考える上で、特に重要である。全体の傾向としては、「非課税投資額拡大」(22%)、「非課税期間延長」(20%)を訴える声

が大きい。次に、「繰り返し売買」を可能にしてほしいとする声が多数ある(8%)<sup>33)</sup>。

これらの結果に影響を与える変数はどのようなものがあるかを図表6で分析した。これによると、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。多くの資産を持ちながら、一定額しかNISAを活用できなければ不満に感じるであろうから、これは自然な結果といえる。また、「改善点無し」、「わからない」の選択確率は、10%水準ながら低下する。また、「わからない」の選択確率は、10%水準で、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。株式保有者は非保有者に比して、「非課税投資額拡大」、「繰り返し売買」を選択する確率が、それぞれ10%、1%水準で有意に高くなる一方、「わからない」の選択確率は1%水準で低くなる。投信保有は、「非課税期間延長」、「口座開設期間延長」、「投資商品拡大」を選ぶ確率を有意に高める。「非課税投資額拡大」の選択確率も10%水準ながら高まる。「わからない」の選択確率は有意に、低くなっている。

図表6 問29-2 NISAの最も改善してほしい点（限界効果）

	非課税期間延長	口座開設可能期間延長	非課税投資額拡大	住民票を不要に	繰返し売買	投資商品拡大	そのほか	改善点無し	わからない
金融総資産	-.0132635	.0036696	.0391761***	-.0022414	.0000414	.0004176	-.0005058	-.0089697*	-.0183244*
世帯年収	.0105266	.0007638	.002399	.002461	-.0011599	-.0014514	.0009359	.0079487	-.0224235*
年齢	-.0111542**	-.0014623	.001277	-.0015135	.0013692	-.0021885	-.0002924	.0116287***	.0023359
性別	-.0062465	-.0073258	-.0633998**	.0083009	-.0056303	.0028933	.0019378	-.0074178	.0768883**
株式保有	.0361419	-.0209448	.0496617*	-.0006799	.0861025***	-.0116271	.0005453	.0058786	-.1450781***
投信保有	.0918531***	.0425777***	.0460379*	-.0085722	-.0112074	.0379634***	.0046563	-.0223621	-.1809467***

改善してほしい点ごとに、変数の影響力を比較すると、「非課税期間延長」、「口座開設期間延長」および「投資商品拡大」において、投信保有の影響が最も大きい。これと対照的に「繰返し売買」については株式保有が投信保有、性別を押さえて最も大きかった。「非課税投資額拡大」においては株式保有、投信保有の効果はほぼ同程度で、性別の影響はそれよりわずかに大きかった。

## VI. まとめ

2013年12月、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、本格的な研究は未だなされていない。そこで、本研究はその第1歩として、投資家がNISAに関し、どのような意見をどのような要因によって形成しているかを、日本証券業協会が毎年実施している『個人投資家の証券投資に関する意識調査』2014年版の個票データを用いて、計量経済学的な分析手法で探った。

本研究は fact finding という基本的性格上、

本格的な政策含意、政策提言を展開することはなじまない。そこで、本節では、上記の示唆の、主だったいくつかを再掲するにとどめた。

- ・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、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 に関して明確な意見を持っていることが示唆される。

本稿を締めくくるにあたり、今後の課題を記したい。まず、今回の研究では2014年調査にしばらく、回答選択肢を「ひとつだけ」選ぶ形式の設問に分析を限っている。同調査に限っても、回答選択肢を「いくつでも」選択可能な設問もある。これらには、multivariate logit (多変量ロジット) ないしは multivariate probit (多変量プロビット) という新たなモデルの推計が必要である。また、今のところでは2014年調査だけであるが、投資経験のない人を対象とした調査も行っている。これを分析して、今回の調査とどのような違いが表れるか検証するのはたいへん興味があろう。ついで、今回の調査を2014年調査以外に広げて、多年度展開することにより、「現在進行形」で制度の整備が図られている NISA に対する人々の意識に経年的な違いが表れるかどうか確かめることが、NISA のさらなる発展には何がカギとなるかの示唆を与えるに違いない。

こうした将来の研究課題を指摘して、本稿を閉じることとする。

#### 注

- 1) ただし細かな制約があり、それゆえ使い勝手がよくないとの意見も多い。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Ⅱ節を参照のこと。
- 2) イギリスでの導入目的は、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、我が国での NISA の導入目的とは異なっている。
- 3) 売却益が1月1日から、配当が4月1日からである。
- 4) 主に親が子供名義で大学入学費を作ることを想定しているという。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。
- 5) 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。
- 6) 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。

- 7) 1987年までは全ての人を対象に、350万円までの郵便貯金の利子が非課税とされていた。その後、老人および障害者に限って認められるようになり、2003年からは障害者のみに認められるようになるなど、対象が順次狭められ、2007年に完全廃止となった。
- 8) 『個人投資家の証券投資に関する意識調査』を実施する証券業協会が、簡単なクロス分析を行っている。
- 9)  $Y = \{Y_1, Y_2, \dots, Y_k, Y_{k+1}\}$  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Ⅴ節参照。
- 10) こうした多項ロジットモデルの他に、 $Y^1 = \{Y_1^1, Y_2^1\}$ ,  $Y^2 = \{Y_1^2, Y_2^2\} \dots Y^m = \{Y_1^m, Y_2^m\}$  の2選択肢の選択を  $m$  個から同時に選択する(但し  $Y_1^i, Y_2^i$  には序列がない)場合に、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ほどこした、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などの分析に適しているが、本論文では行わない。
- 11) [出所] 金融庁ホームページ「NISA データ集」<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/datacollection/index.html>
- 12) [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>
- 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) NISA のもと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、データを用いて示している。一方、Donnelly and Young [2012] はそれに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。
- 19) しかしながら、「実効税率」の算出方法に問題がある。株式や投資信託も含めて、マル優を利用しない場合には、その収益にかかる税率は20%と仮定しているが、この20%という仮定は余りに単純化しすぎていると思われる。収益には配当、譲渡益があり、それぞれ複雑な税制の下に置かれているし、調査当時には有価証券取引税も

- 存在していた。この論文の結論を考える際に、こうしたことには注意を要する。
- 20) この手法を用いるのは、課税後収益率の推計に非課税限度額の情報を取り入れているので、課税後収益率を内生変数と扱うべきであると考えているためである。
  - 21) ただし、2016年のみ調査対象者数が5,000人で、回答数が2,024 (回答率40.5%) となっている。
  - 22) 紙幅の都合上、詳細は掲載していないが、関心のある読者には提供する用意がある。
  - 23) 脚注22参照。
  - 24) 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。
  - 25) 例えば、交通手段の選択で、電車、車、赤いバス、青いバスとがあったとしよう。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、これを無視していることを言う。
  - 26) たとえば、年齢 (F2) は基本的に5歳刻みでカテゴリ化されているものの、最終カテゴリは「70歳以上」となっている。世帯年収 (F5) は200万円刻みと300万円刻みが混在し、金融総資産 (問2) に至っては完全に不規則である。
  - 27) 脚注22参照。
  - 28) 脚注22参照。
  - 29) 脚注22参照。
  - 30) 目的変数「NISAで商品を購入したか」と説明変数「株式保有」、「投信保有」および「金融総資産」の同時性の存在可能性についてレフェリーより指摘があった。まず、「NISAで商品を購入した」結果、「株式保有」と「投信保有」が非保有から保有へ変化する可能性について考える。問5-1によれば、NISA導入の2014年から証券投資を始めた人はわずかに0.5%である。よって、「購入した」が「株式保有」「投信保有」を0から1に変えたケースは最大でも0.5%にすぎないことが分かる。よって、ここでは、同時性を考慮する必要はないと判断した。他方、「金融総資産」については、NISAで金融商品を購入した場合、金融総資産の額が増えるわけではない。なぜなら、ここで言う金融総資産は問1および問2にあるように預貯金を含んでいるので、たとえば預貯金でもっていたものがNISAを通じて株式にかわったとしても、金融総資産の額は前後で不変だからである。以上の理由で、ここでは、同時性を考慮した推定方法は採用しなかった。
  - 31) 脚注22参照。
  - 32) 脚注22参照。
  - 33) 脚注22参照。
- “Effectiveness of Tax Incentives to Boost (Retirement) Savings: Theoretical Motivation and Empirical Evidence,” OECD Economic Studies, No.39.
- Cameron, A. and P. Trivedi [2005] **Microeconomics: Methods and Applications**. Cambridge University Press, New York.
- Donnelly, M., and A. Young [2012] “Policy Forum: Tax-Free Savings Accounts – A Cautionary Tale from the UK Experience,” *Canadian Tax Journal*, 60(2).
- King, M., and J. Leape [1998] “Wealth and Portfolio Composition: Theory and Evidence,” *Journal of Public Economics*, Vol.69, pp.155-193.
- Sekita, S. [2010] “**The Small Saving Tax Exemption and Japanese Household Asset Allocation Behavior: Impact of the 1988 and 2006 Revisions**,” *Japanese Economy*, Vol.37, pp.79-110.
- 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.
- 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, 1997年, 1月, pp.24-45.
- 白石小百合・松浦克己 [2002] 「家計の危険資産選択と税制」『証券経済研究』第36号, 日本証券経済研究所, 3月, pp.129-142.
- 鈴木亘 [2006] 「マル優廃止によって家計は証券投資を積極化させたのか?」『証券経済研究』第56号, 日本証券経済研究所, 12月, pp.131-146.
- 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, 9月, pp.9-21.

大野裕之 (東洋大学経済学部教授)  
林田 実 (北九州市立大学経済学部教授)  
安岡匡也 (関西学院大学経済学部教授)

## 参 考 文 献

Attanasio, O., J. Banks, and M. Wakefield [2004]