

少額投資非課税制度 (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～

大野 裕之*
林田 実
安岡 匡也

要 旨

2014年1月導入の少額投資非課税制度 (NISA) は、さまざまな欠点や不足点が指摘されており、それを反映してか、伸び悩んでいる。そこで、大野・林田・安岡 [2019] は、『個人投資家の証券投資に関する意識調査』2014年版の個票データで、投資家の NISA に関する意見形成・投資行動の決定要因を探った。しかし、同研究は制度導入直後のデータを用いているため、制度の理解が不十分であった可能性もある。そこで本稿は、制度導入後3年分のデータをプールして同様の分析を行い、結果を2014年データの結果と比較した。

その結果、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、定数項トレンドはどの選択肢にも有意な影響を示し、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は、金融総資産の増加および株式保有で上昇していることは、富裕層投資家を NISA に取り込む意味では興味深い結果といえる。

目 次

- | | |
|------------------------|---------------|
| I. はじめに | 1. NISA の利用状況 |
| II. NISA 制度の利用状況と制度の詳細 | 2. NISA の制度詳細 |

§ 本研究は JSPS 科研費 JP17K03774 の助成を受けている。本稿の前バージョンに、東北学院大学の北村智紀氏、ニッセイ基礎研究所の中嶋邦夫氏、中央大学の伊藤伸介氏より有益なコメントを頂いた。記して謝したい。

※Corresponding author. メールアドレスは hiroono@toy.jp である。

- III. 先行研究の概要
- IV. データと説明変数
 - 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¹⁾。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）と称される²⁾。

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³⁾。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いうものであった。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⁴⁾。さらに、2018年から積立型の「つみたてNISA」なる制度も開始されており、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⁵⁾。政府金融庁もこれを強く後押ししている⁶⁾。

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」が有名であり、多くの研究の蓄積がある⁷⁾⁸⁾。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。唯一の例外は、大野・林田・安岡 [2019] である。同論文は、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』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や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

て明らかにした fact finding 論文である。しかし、同論文では、制度導入後間もない時点でのアンケート調査結果を用いている。そのため、複雑な NISA 制度の理解が十分進んでいなかった可能性が高い。そこで本稿は、大野・林田・安岡 [2019] の基本的性格を維持しつつこれを拡張し、2014年～2016年の3年分の個票データをプールして分析する。そして、結果を2014年単年度の分析と比較しつつ、制度導入後2年余の時間経過により、投資家の意見形成や投資行動がどのように変化してきたかも探る。

本稿の構成は以下のとおりである。第2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3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] を簡潔に紹介する。第4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5章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^{9),10)}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6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。金融庁によれば、調査開始の2014年末に825万件を記録し、それ以降、口座開設数は順調に伸びて、

2017年末で1,099万件となっている。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、2014～2017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)¹¹⁾。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、NISAの年間買付額はその水準にとどまっている¹²⁾。こうしたことから、NISAはは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年度開始した「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。

- (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] である。同論文は本研究がその拡張にあたるもので、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同一であるので、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。

- ・金融総遺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。投信保有額だけ

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らないかは、金融総資産、世帯年収、年齢、投信保有額、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。

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。そこで本論文は、2014年のデータに2015年と2016年のデータを含めた3年分のデータで分析を行う。

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年度につ

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。毎年調査対象者数は2100～2300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²⁰⁾。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。日本証券業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、巻末の付表1にまとめたように比較的重複が多い。

2014年調査では、投資経験者のみならず未経験者を対象にした調査も行っているが、2015年、2016年には引き継がれていない。そこで、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

分析対象の問としては、以下を考える。すなわち、2014年調査における問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。これらの問の番号は、2015年、2016年の調査では異なるが、以下では、問番号を示す必要がある場合は2014年調

査の番号を用いることとする。これらの中で選択された回答選択肢が目的変数になる。

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。ただし、多年度データを扱っている関係で、タイムトレンドを定数項に入れた (⑦定数項トレンド)。

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つだけ選べという問が多く含まれている。本研究ではそうした設問を分析対象にすると上述した。そこで、それ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²¹⁾。

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)²²⁾ 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、 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

各設問の分析結果に入る前に、データの対応関係についてひとこと述べておく。前述の通り、「口座申込の有無」(問22) と「NISA による商品購入」(問26) を除いた4問については、2014年と2015年/2016年は設問形式が同一ではない。「NISA の利用目的」と「NISA 口座での金融商品非購入理由」、「NISA を申し込まない理由」については、2015年/2016年の選択肢のほうが2014年よりも多い。そのため、基本的に2014年の分類に、2015年/2016年の分類を合わせる形に加工した。「NISA の最も改善してほしい点」については対応関係が複雑で、

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	-.0202055***	-.002963	.0231685***
世帯年収	.001493	.0073828*	-.0088758
年齢	-.0023409	-.0144148***	.0167557***
性別	-.0040612	-.0073251	.0113863
株式保有	-.1524807***	.0203409*	.1321398***
投信保有	-.327564***	-.0242672**	.3518312***
定数項トレンド	.0325425***	-.0500383***	.0174958**
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***

(注) 上段の推定結果は2014-2015年データをプールして推定したものであり、下段の推定結果は2014年だけのデータを用いて推定した結果である。

両方のデータを相互に分類しなおして、6つにまとめた。いずれにしても、その結果、データを加工処理した2014年データで行った分析では、大野・林田・安岡 [2019] の結果と同じ結果にならないことに注意が必要である。そこで、以下ではそのような場合、各設問において、まずは大野・林田・安岡 [2019] の結果と加工処理した2014年の結果がどのように異なるかを簡単に述べたのち、2014年～2016年の3年間のデータをプールした分析の結果を報告することとする。

① 口座申込の有無

まず、「口座申込の有無」(問22)の調査結果を概観しておく²³⁾。NISA口座を申し込んだ人の割合は51.4%である。申し込みたい人は13.4%存在するので、合計で6割強がNISAに関心を持っていると読める。他方、34.9%もの人が申し込むつもりはないと答えているので、この層の取り込みが今後重要であろう。

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。尚、本稿における2014年単体分析と大野・林田・安岡 [2019] との結果には相違は無いことを想起されたい。

図表1上段によれば、金融総資産、株式保有、投信保有いずれも、「申し込んだ」を有意に引上げ、「申し込むつもりはない」を有意に押し下げる、自然な結果となった。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。これらは同表下段の、2014年の結果と同傾向である。タイムトレンドを示す定数項トレンドはどの選択肢にも有意な影響を示す。「申し込みたい」への影響が負、「申し込んだ」もしくは「申し込むつもりはない」はともに正であるから、時間経過とともに制度の理解や意見形成が進み、「申し込みたい」から「申し込んだ」もしくは「申し込むつもりはない」に収斂している。

② NISA の利用目的

次に、「NISA の利用目的」（問23-2）の回答傾向を概観する。「老後資金」と答えた人が突出しており24.8%，次に、「生活費の足し」とする人が7.7%いた。一方、「子供の教育資金」をあげたものがわずかに3.9%に止まっていることに目が行く²⁴⁾。

「NISA の利用目的」の設問は、2014年と2015年／2016年で設問の立て方が少し異なっている。それをまとめたのが付表2である。具体的には、2015年／2016年では「特に目的は考えていない」という回答選択肢はなくなり、欠損値として扱われている。また、2014年調査の「子供の教育資金」に対応する選択肢が、「子や孫の教育資金作り」と「子や孫へ残す資金作り」に分かれている。そこで、3年間のデータをプールするためには、2014年のデータでも同様に、「特に目的は考えていない」を欠損値として扱う。そうした形で改めて2014年データの分析を行うと、「子どもの教育資金」に対する金融総資産と投信保有の10%水準の影響が検出

されなくなった。また、「生活費の足し」に対する年齢の10%の影響が検出されなくなる一方で、性別の影響が10%水準ながら検出されるようになった。それ以外の結果は、変わりはない。

次いで、「特に目的は考えていない」を欠損値扱いにした2014年データと、「子や孫の教育資金作り」と「子や孫へ残す資金作り」と合わせて「子供の教育資金」とした2015年／2016年データをプールして、各説明変数の影響を確認した。結果が図表2である。

上段を見ると、「子供の教育資金」の選択確率を有意に押し上げるのは、タイムトレンドのみとなった。年齢は有意に押し下げる。「老後資金」は世帯年収、年齢、性別（女性が男性に比して）が押し上げる。この2つの結果は、制度導入時、NISA は子や孫への資産移転の有益な手段として宣伝されていたが、実際の利用状況は、そうした制度導入の趣旨と齟齬をきたしている可能性を示唆する。年齢は「住宅購入」を押し下げ、世帯年収も10%水準ながらそうで

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	そのほか
金融総資産	.0023504	.0089515	.0022314	-.0052042*	-.0143261**	.0059969
世帯年収	-.0023061	.0345499***	-.0056592*	.0032921	-.0224244***	-.0074511
年齢	-.0098758***	.0244819***	-.0069266***	-.0026429	.0034247	-.0084597**
性別	.0026124	.1008476***	-.0005791	-.0161367**	-.0762152***	-.010529
株式保有	.0033984	-.0096656	.0113231**	.0017569	-.0169402	.0101274
投信保有	.0133449	.0352077	.0035812	.0044679	.0175685	-.0741703***
定数項トレンド	.0176516**	-.0089662	-.0033991	-.0030385	-.0315856***	.0293396***
金融総資産	-.0105905	.0127001	.0018285	-.0012342	-.0015478	-.0011566
世帯年収	-.0078279	.0738773***	-.0093504	.0070403	-.0294557*	-.0342829**
年齢	-.0154742***	.0192191**	-.0101913***	.0009664	.0111302	-.0056497
性別	-.0062998	.145325***	-.0040551	-.0136304	-.0632549*	-.0580848**
株式保有	-.0016006	.0038921	.0185977*	.0182309	-.0084201	-.0307
投信保有	.0315593	.0799261**	.0086946	-.0057201	-.022556	-.091904***

(注) 上段の推定結果は2014-2015年データをプールして推定したものであり、下段の推定結果はプールドデータに合わせて2014年のデータの回答肢を整理した上で、2014年単体で推定した結果である。

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	.0186613**	-.0186613**
世帯年収	-.0106802	.0106802
年齢	-.0112471**	.0112471**
性別	-.0209093	.0209093
株式保有	.053806**	-.053806**
投信保有	.1475401***	-.1475401***
定数項トレンド	.108167***	-.108167***
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

(注) 上段の推定結果は2014-2015年データをプールして推定したものであり、下段の推定結果は2014年だけのデータを用いて推定した結果である。

あるが、株式保有は押し上げる。女性は男性に比して「耐久消費財購入」の選択確率が低く、金融総資産も10%ながらその選択確率を押し下げるようになった。「生活費の足し」に関しては、金融総資産、世帯年収、性別（女性は男性に比して）は選択確率を押し下げる。金融総資産が有意に転じたことが、図表2下段の2014年単体分析と異なるところである。定数項トレンドもマイナスで有意となった。年齢と投信保有は「そのほか」の選択確率を押し下げ、他方、定数項トレンドはこれを押し上げる。

③ NISAによる商品購入

次いで、「NISAで商品を購入したか」(問26)を分析してみよう。全体の中で30.2%が実際に商品を購入している。それに対して、購入していない人の割合18.5%である。その比率は2対1となっており、2014年の1対1から大幅な動きが見られる。利用はある程度、進んでいる²⁵⁾。

しかし、2割弱の人が購入していないことからわかるように、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。その傾向が端的に表れたのが、大野・林田・安岡 [2019] の2014年調査の結果であった。そこでは、どの説明変数もいずれの選択肢の選択確率に有意な影響を及ぼさなかった。この間は、2014年調査と2015年/2016年調査で形式が全く同じであるため、特別な加工処理は必要なく、3年分のデータをそのままプールして分析することが可能である。結果は図表3のとおりである²⁶⁾。下段の結果は大野・林田・安岡 [2019] の2014年の結果と同一であるが、それと異なり、多数の説明変数が有意な影響を示す。金融総資産、株式保有、投信保有は「購入した」を押し上げ、年齢は押し下げる。定数項トレンドも「購入した」を押し上げる。

これは、制度導入後2年を経て、NISAを使って金融商品を購入して然るべき人—金融資産を多く持つ人、株式や投信を保有する人—が購入することになったことを示唆していると考えられる。一方、年齢が高い人は保守的である

と考えられるので、「購入した」の選択確率を押し下げ、「購入していない」を押し上げていると考えられよう。定数項トレンドは、これら各変数をコントロールしたうえでの時間的経過の影響を示すから、「購入した」に正の影響を与えているが、これは自然な結果と言えよう。

④ NISA で商品購入をしていない理由

「NISA で商品を購入していない理由」（問27）の分析結果に進む。回答傾向は、NISA で商品を購入していない理由は「そのほか」が突出している。これは、2014年にはみられなかった傾向である。次の選択肢としては、「投資時期見極め」、「再投資・損益通算できないので慎重」、「投資商品見極め」が続く。これは、2014年もほぼ同様の傾向である²⁷⁾。

「NISA で商品購入をしていない理由」に関する質問も、2014年と2015年／2016年で異なる。後者のほうが、選択肢が多いため、2014年に合わせて4分類とした（付表2参照）。すなわち、「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」、「その

ほか」である。2014年の「NISA を利用するつもりはない」、「わからない」の選択肢は、2015年／2016年にはないので欠損値扱いとした。この4分類で2014年データを解析したところ、「投資時期見極め」への性別の負の影響が消え、投信保有の負の効果が出現したこと、「そのほか」への年齢の正の影響が10%水準ながら検出されたこと以外は、大野・林田・安岡[2019]と大きな違いは認められなかった。

2014年～2016年の3年分のデータをプールして行った分析の結果は、図表4上段の通りである。定数項トレンド、すなわち時間の経過の「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」への影響は、全て有意に負となっている。導入から時間を経て、こうした理由からNISAで金融商品を買うことをためらう投資家が減っていることを示す。一方で、定数項トレンドは「そのほか」の選択確率を押し上げる。投資家が「NISAで金融商品を購入しない」のには、上記の3つ以外の理由によることが多くなってきていることを

図表4 問27 NISA で商品を購入していない理由（限界効果）

2014-2016	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	そのほか
金融総資産	.0145977	.0085979	.0071823	-.0303778**
世帯年収	.011044	-.0166724	.0006655	.0049628
年齢	-.0106778	-.0160476***	.0007846	.0259408***
性別	-.0548059	.0129499	-.0185505	.0604065
株式保有	.0035891	-.0001403	.0201792	-.0236281
投信保有	-.0355701	.0105211	.0356649	-.0106158
定数項トレンド	-.1107636***	-.0811651***	-.0248375**	.2167662***
金融総資産	.030473	.0341832	-.0176314	-.0470248**
世帯年収	.0444792*	-.0642391**	-.0233853	.0431452**
年齢	.0021792	-.0410835***	.0172992	.0216051*
性別	-.0916456	.0056307	-.0171849	.1031998
株式保有	.1179574	.0005613	-.056834	-.0616847
投信保有	-.1683505**	-.0146236	.1107391*	.0722349

(注) 上段の推定結果は2014-2015年データをプールして推定したものであり、下段の推定結果は2014年だけのデータを用いて推定した結果である。

示唆している。一方、「投資時期見極め」については、下段に示す、本稿における2014年単体分析で見られた世帯年収と投信保有の有意な影響が、プールドデータ分析では消滅した。また、「投資商品見極め」では世帯年収が同様の現象となった。「再投資・損益通算できないので慎重」に対する投信保有の影響も消滅した。これらは、定数項トレンドで補足できない制度理解の深まりを反映していると言えよう。

⑤ NISA を申し込まない理由

ところで、2014年から2015年にかけてNISA導入後3年ほど経過しているにも関わらず、NISAを申し込んでいない理由は何であろうか。「NISAを申し込まない理由」(問28)に目を転じてみよう。回答傾向を見ると、「そのほか」を除くと「制度がわかりづらい」をあげる人が最も多い。「口座開設手続きがわかりづらい」をあげた人が次に続いていることには注目して良い²⁸⁾。「わかりやすさ」に改善の余地があることを示すものであろう。

「NISAを申し込まない理由」もまた、2015年/2016年の選択肢の方が2014年の選択肢より

多い。そこで、前者を後者に合わせる形で選択肢を変更した(付表2参照)。2014年データは、修正加工は一切施していないため、大野・林田・安岡[2019]の結果と本稿における2014年単体の分析結果とは同一である。

分析結果が図表5である。上段を見ると、金融総資産が多いほど、「非課税投資額が小さい」の選択確率が有意にプラスになった。また、「損益通算ができない」は下段のマイナス有意から、非有意に転じた。世帯年収は全ての選択肢に、以前と同様に有意でなかった。上段と下段を比べると、年齢は「口座開設手続きがわかりづらい」が10%水準ながらマイナス有意に転じた。性別に目を転じると、「非課税投資額が小さい」、「制度がわかりづらい」がそれぞれ、マイナスとプラスに有意に変わった。株式保有は「損益通算ができない」にプラスに有意に働くことは同じであるが、「非課税投資額が小さい」に対してプラスで有意に転じた。投信保有は「制度がわかりづらい」に対してマイナスに有意であることは変わらないが、「口座開設可能期間が短い」は有意で無くなった。最後に、

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	-.0022062	.0011583	.0349327***	.0029447	-.0007261	-.0039531	.0005328	-.0326844***
世帯年収	-.0031313	-.0033792	.0034204	-.0001968	-.0005604	.0092882	.004371	-.0098109
年齢	-.0029917	.000217	-.0019912	-.0007979	.0005642	-.0079461*	.0047182	.0082268
性別	-.0113435	-.0065699	-.0412569**	-.0077122	.0030486	.030069	.0686245**	-.0348595
株式保有	.0060628	.0004255	.0481845***	.0103726	.0239092***	-.0009125	-.0465473	-.0414949
投信保有	.0099094	.0077246	.0254231	.0153309	.0211662	.0077116	-.0697592**	-.0175068
定数項トレンド	-.0188089***	.0032486	.0077325	-.0221954***	-.0118173**	.0467634***	-.0391905***	.034265**
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

(注) 上段の推定結果は2014-2015年データをプールして推定したものであり、下段の推定結果はプールドデータに合わせて2014年のデータの回答肢を整理した上で、2014年単体で推定した結果である。

定数項トレンドを見ると、マイナスに有意となったのは「非課税期間が短い」、「繰り返し売買ができない」、「損益通算ができない」、「制度がわかりづらい」であり、プラスに有意になったのは「口座開設手続きがわかりづらい」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」（問29-2）を分析した。これは今後のNISAの改善に向けての施策を考える上で、重要である。全体の傾向としては、「非課税投資額拡大」（12.1%）、「非課税期間延長」（17.7%）を訴える声が大き²⁹⁾。ただし、両者の割合が2014年とは逆転していることは興味深い。

2014年調査と2015年／2016年調査の回答選択肢間の複雑な関係から、「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」、「繰り返し売買」、「商品拡大」、「そのほか」の6つの選択肢に再分類した（付表2参照）。2014年については、「住民票不要」が「そのほか」に組み入れられ、「改善点はない」、

「わからない」は2015年／2016年調査にはないため、欠損値として扱うことになった。そうして行った2014年データの解析結果は、大野・林田・安岡 [2019] の2014年調査による結果とは、かなり違うものとなった。「非課税期間延長」に対する年齢と投信保有の影響がみられなくなり、代わりに金融総資産の負の影響が検出されている。また「口座開設可能期間延長」への株式保有の影響が認められる。他方、「非課税投資額拡大」への性別、株式保有、投信保有の影響が消えた。一方、「繰り返し売買ができない」については、投信保有がマイナスで有意に転じた。

こうしたことを確認したうえで、図表6上段の、2014年～2016年のプールドデータ分析の結果を見てみよう。金融総資産は「非課税期間延長」と「口座開設可能期間延長」の選択確率を低め、「非課税投資額拡大」の選択確率を高める。下段に示す本稿における2014年単体分析では、「口座開設可能期間延長」が有意ではなかった。世帯年収と年齢は上段、下段、両方の

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	繰り返し売買	投資商品拡大	そのほか
金融総資産	-.0249275***	-.0101727**	.029693***	-.0028979	.0027295	.0055755
世帯年収	.004387	.0029661	.0037882	-.0062029	-.0038031	-.0011354
年齢	-.0031526	.0021539	.0075	-.0004879	-.0023645	-.0036489
性別	.0379287	-.0024776	-.0596966**	.0116054	.0106403	.0019997
株式保有	-.0531066*	-.0349113**	.025995	.0622565***	-.0169007	.0166671
投信保有	-.023717	.0265796**	-.0274996	.0005963	.0147929	.0092478
定数項トレンド	.0627639***	-.0092682	-.0573339***	-.0203793**	-.0081137	.0323315***
金融総資産	-.033056**	.0044506	.0340318**	-.0023357	.007562	-.0106526
世帯年収	.0028607	-.0003177	.0015577	-.0053659	-.0067535	.0080187
年齢	-.0066988	.0003652	.0097865	.0017682	-.0037014	-.0015196
性別	-.0062657	.0006707	-.0462441	.0184829	.0092928	.0240635
株式保有	-.0016981	-.0687971**	-.0031144	.1449912***	-.0271027	-.0442789
投信保有	.0435434	.0531546**	-.0402429	-.0772149***	.046537**	-.0257772

(注) 上段の推定結果は2014-2015年データをプールして推定したものであり、下段の推定結果はプールドデータに合わせて2014年のデータの回答肢を整理した上で、2014年単体で推定した結果である。

分析において、有意なものはない。性別、つまり女性は男性に比して、「非課税投資額拡大」を選ばない傾向が出てきた。株式保有は、「非課税期間延長」がマイナスで有意になった。「口座開設可能期間延長」の選択確率を低め、「繰り返し売買」の確率を高めることは変わらなかった。投信保有者は非保有者に比して、「口座開設可能期間延長」を最も改善してほしいと考える傾向は変わらないが、「繰り返し売買」と「投資商品拡大」については有意性が消えた。最後に定数項トレンドは「非課税期間延長」、「そのほか」に対してプラスに有意、「非課税投資額拡大」、「繰り返し売買」に対してはマイナスに有意となった。

VI. まとめ

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] を拡張し、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、また投資行動をとっているかを更に探求した。具体的には、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』の2014年～2016年版の個票データをプールしたデータで、多項ロジットモデルを推定した。

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とどめたい。

- ・制度導入2年経過後には、金融総資産のみならず、株式保有、投信保有も、「申し込んだ」を有意に引上げ、「申し込むつもりはない」を有意に押し下げる、自然な結果となった。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。これらは2014年の結果と同傾向である。定数項トレンドはどの選択肢にも有意な影響を示し、時間経過とともに制度の理解や意見形成が進み、「申し込みたい」から「申し込んだ」もしくは「申し込むつもりはない」に収斂している。
- ・3年分のデータをプールした分析でも、利用目的に関しては、意外にも「子供の教育のため」の選択確率を高める要因が、定数項トレンド以外なかった。一方、世帯年収、年齢、性別のいずれも、「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、改めて示されている。
- ・口座開設をした後、実際に商品を購入するかしないかは、2014年単体分析とは様相を異にし、金融総資産、株式保有、投信保有、定数項トレンドが正に有意となった。他方、年齢は負に有意であった。
- ・NISA を申し込まない理由、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」ことをもって、NISA を申し込まない理由とする確率は、金融総資産の増加および株式保有で

上昇しており、富裕層投資家を NISA に取り込むという意味では興味深い結果であった。

本稿を締めくくるにあたり、今後の課題を記したい。今回データを使用した『調査』では、現時点では2014年だけであるが、投資未経験者を対象とした調査も行っている。これを分析して、投資経験者と投資未経験者でどのような違いが表れるか検証するのは、たいへん興味深い。また、今回の調査を2017年調査以降にも広げることや、新たに導入された「ジュニア NISA」や「つみたて NISA」を分析することも、将来の研究アジェンダに上る。これらのことを指摘して、本稿を閉じることにしたい。

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2節を参照のこと。
- 2) 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、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) 例えば、滋野 [1998]、松浦・白石 [2002]、鈴木 [2006]、関田 [2007]、Sekita [2010] などがある。
- 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5章参照。
- 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) 場合で、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が、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、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があるが、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は言い難い。
- 19) 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』では得られない。そのため、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) 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。
- 21) 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。

- 22) 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。
- 23) 紙幅の関係で詳しい表は掲載してない。関心がある読者には提供する用意がある。
- 24) 脚注23参照のこと。
- 25) 脚注23参照。
- 26) 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」の同時性の可能性について考える。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はないことはない。そこで、各年調査の間5-1で、NISA 導入の2014年以降に証券投資を始めた人の数がわかるので、その人たちを除いて分析を行った結果、ここで報告する結果とほとんど変わらなかった。一方、「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。そのため、「NISA で商品を購入したか」と「金融総資産」の同時性を考慮した推定は行っていない。
- 27) 脚注23参照。
- 28) 脚注23参照。
- 29) 脚注23参照。

参 考 文 献

- Attanasio, O., Banks, J., and Wakefield, M. [2004] "Effectiveness of tax incentives to boost (retirement) savings: theoretical motivation and empirical evidence," OECD Economic Studies, No. 39.
- Barber, B. M. and Odean, T. [2003] "Are individual investors tax savvy? Evidence from retail and discount brokerage accounts," Journal of Public Economics, 88, pp. 419-442.
- Bergstresser, D. and Poterba, J. [2004] "Asset allocation and asset location: household evidence from the survey of consumer finances," Journal of Public Economics, 88, pp. 1893-1915.
- Cameron, C. A. and Pravin, T. [2005] Microeconomics: Methods and Application, Cambridge University Press.
- Donnelly, M., and Young A. [2012] "Policy forum: Tax-Free Savings Accounts - A cautionary tale from the UK experience," Canadian Tax Journal, 60 (2), pp. 361-374.
- King, M., and J. Leape [1998] "Wealth and portfolio composition: theory and evidence," Journal of Public Economics, 69, pp. 155-193.
- Poterba, J. and Samwick, A. [2002] "Taxation and household portfolio composition: US evidence from the 1980s and 1990s," Journal of Public Economics, 87, pp. 5-38.
- Sekita, Shizuka [2010] "The small saving tax exemption and Japanese household asset allocation behavior: Impact of the 1988 and 2006 Revisions," Japanese Economy, 37, pp. 79-110.
- 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』107号, pp.33-46.
- 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, 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, 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, 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, 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)

少額投資非課税制度（NISA）の計量経済学分析

付表 1（2014～2015年の設問の対応関係）

NISA 関連質問項目	2016 (H28)	2015 (H27)	2014 (H26)	
	投資経験者	投資経験者	投資経験者	未経験者
NISA を申し込んだか否か	Q27	Q28	Q22	
NISA を申し込まない理由	Q33-1	Q34-1	Q28	
NISA を申し込まない理由（一択）	Q33-2	Q34-2		
NISA の利用目的	Q30-1	Q29-1	Q23-1	
NISA の利用目的（一択）	Q30-2	Q29-2	Q23-2	
NISA の改善点	Q32-1	Q35-1	Q29-1	Q17
NISA の改善点（一択）	Q32-2	Q35-2	Q29-2	
NISA で商品を購入したか否か	Q28-1	Q32-1	Q26	
NISA で商品を購入しない理由	Q28-2	Q33-1	Q27	
NISA で商品を購入しない理由（一択）	Q28-3	Q33-2		
金融商品を購入する場合の資金源	Q29	Q30	Q24	
NISA を知っているか否か				Q7
NISA を知った媒体				Q8
NISA で積み立て				Q9
NISA で積み立ては毎月いくらから				Q10
NISA を利用したいか否か				Q11
NISA 開設の金融機関（予定）				Q12
金融機関の選択理由				Q13
NISA 開始のタイミング				Q14
NISA 開始の投資スタンス				Q15
NISA 開始の投資期間				Q16

付表 2（選択肢の接続表）

NISA 口座の開設申し込みの有無		
2014	2015	2016
2（1）既に証券会社で申し込んだ		1 証券会社に開設している
1（2）今後、証券会社で申し込みたい	・申し込み予定	4 今後、証券会社で申し込み予定
2（3）既に銀行・信用金庫・信用組合などで申し込んだ		2 銀行・信用金庫・信用組合などに開設している
1（4）今後、銀行・信用金庫・信用組合などで申し込みたい	・申し込み予定	5 今後、銀行・信用金庫・信用組合などで申し込み予定
2（5）既に郵便局で申し込んだ		3 郵便局に開設している
1（6）今後、郵便局で申し込みたい	・申し込み予定	6 今後、郵便局で申し込み予定
1（7）今後、申し込みたいが、どこで申込むかは決めていない		7 今後、申し込みたいが、どこで申込むかは決めていない
0（8）申込むつもりはない		8 申込むつもりはない
NISA の最も重視する目的		
2014	2015	2016
1 子供の教育資金づくり	7 子や孫の教育資金づくり	2015と同一
	8 子や孫へ残す資金づくり	
2 老後の資金づくり	1 老後の資金づくり	
3 住宅購入のための資金づくり	2 住宅購入のための資金づくり	
4 耐久消費財（自動車や家電）などの購入資金づくり	4 耐久消費財（自動車や家電）などの購入資金づくり	

5 生活費の足し	6 生活費の足し	
6 その他	9 その他	
	3 旅行やレジャー資金づくり	
	5 自身の結婚資金づくり	
欠(7) 特に目的は考えていない	10特に目的は考えていない	
NISA 口座での金融商品購入経験 (NISA を申し込んだ人だけ)		
2014	2015	2016
1 購入した	1 購入したことがある	2015と同一
2 購入していない	2 購入したことがない	
NISA の最も改善してほしい点		
2014	2015	2016
1 (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	1 非課税期間 (5 年間) の拡充 (延長又は恒久化)	2015と同一
2 (2) 口座開設可能期間 (現行では、平成26年～35年の10年間) の延長、または恒久化	2 口座開設可能期間 (平成26年～35年の10年間) の恒久化	2015と同一
3 (3) 年間の非課税投資額 (現行では、年間100万円) の拡大	3 年間の非課税投資額 (現状年間100万円、平成28年以降年間120万円) の拡大	3 年間投資可能額 (120万円) の拡大
6 (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		
4 (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	4 NISA 口座で非課税枠の未使用分の翌年繰り越し・売却分の再利用をできるようにすること	2015と同一
5 (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)	5 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)	2015と同一
6 (7) その他 (具体的に)	6 一般口座や特定口座との間で損益通算をできるようにすること	2015と同一
欠(8) 改善点は特にない	7 その他 (具体的に)	2015と同一
欠(9) わからない	8 わからない	2015と同一
NISA を申込むつもりはない理由		
2014	2015	2016
1 非課税期間 (5 年間) が短い	4 非課税期間 (5 年間) が限定されていること	5 非課税期間 (5 年間) が限定されているため
2 口座開設可能期間 (平成26年～35年の10年間) が短い	5 口座開設可能期間 (平成26年～35年の10年間) が設けられていること	6 口座開設可能期間 (平成26年～35年の10年間) が設けられているため
3 年間の非課税投資額 (年間100万円) が小さい	6 年間の非課税投資額 (現状年間100万円、平成28年以降120万円) が小さい	7 年間投資可能額 (120万円) が小さいため

少額投資非課税制度（NISA）の計量経済学分析

4 上場株式等の売買が繰り返しができない	7 非課税枠の未使用分の翌年繰り越し・売却分の再利用ができない	8 非課税枠の未使用分の翌年繰り越し・売却分の再利用ができないため
5 一般口座や特定口座との間で損益通算ができない	8 NISA 口座以外で保有する上場株式等との間で損益通算ができない	9 NISA 口座以外で保有する上場株式等との間で損益通算ができないため
6 口座開設手続きが複雑，わかりづらい	2 口座開設手続きがめんどろそうなこと	3 口座開設手続きが面倒そうのため
7 制度そのものがわかりづらい	1 制度が複雑でわかりづらいこと	1 制度が複雑でわかりづらいこと
8 その他	10 その他	11 その他
	9 投資する資金が確保できなかったため	10 投資する資金が確保できなかったため
	3 投資したい金融商品が NISA 口座の対象ではない	4 投資したい金融商品が NISA 口座の対象ではないため
		2 口座開設手続きにマイナンバーの提出が求められるため
NISA 口座での金融商品の非購入理由		
2014	2015	2016
1 投資はしたいが，市場動向により，投資時期を見極めている	1 投資の時期を見極めているため	2015 同一
2 投資はしたいが，投資商品を見極めている	6 金融商品がいろいろあり，何に投資をするか迷っているため	6 どの金融商品に投資をするか迷っているため
3 投資はしたいが，NISA 口座で一旦商品を売却すれば，再投資や損益通算ができないことなどから，実際の商品購入に慎重になっている	3 非課税枠の未使用分の翌年繰り越し・売却分の再利用ができない制度のため，投資の見通しが立てられないから	2015 同一
	5 投資はしたいが，NISA での投資に適した金融商品がないため	2015 同一
欠（4）NISA を利用するつもりはない		
4（5）その他	9 その他（具体的に	2015 同一
	2 特に急いで投資をする必要はないため	2015 同一
	4 非課税で保有できる期間に 5 年の制限があるため，投資の見通しが立てられないから	2015 同一
	7 投資する資金が確保できなかったため	2015 同一
	8 口座開設キャンペーンの景品を目的としていたため	2015 同一
欠（6）わからない		

（注） 2014年の（ ）内の選択肢は，2014年オリジナルの選択肢番号である。