

NISA と金融教育，金融リテラシー： 『個人投資家の証券投資に関する意識調査』 による多年度分析*

大野 裕之

要 旨

よく知られているように，我が国家計の資産構成は預貯金偏重で，これはさまざまな税制措置を以てしても長く変わらない。そうした政策の一環として2014年にスタートした小額投資非課税制度（NISA）も十分に浸透しておらず，「貯蓄から投資へ」は全く進んでいない。そうした現状を踏まえると，税制が資産選択に及ぼす影響には限界があるのではないかとの疑念が沸き，2024年になされた NISA の大幅拡充にも過剰な期待は寄せられない。こうした中，昨今では各方面で，家計の資産選択行動における金融教育や，それが向上させると考えられる金融リテラシーの果たす役割に注目が集まっている。そこで，本研究は金融教育の経験と金融リテラシーが，NISA 利用を促進し，以て「貯蓄から投資へ」を押し進めるかを，日本証券業協会の『個人投資家の証券投資に関する意識調査』の2019年～2022年の個票データを用いて実証的に探った。分析の結果，①金融教育経験と金融リテラシーは概ね有価証券保有額を高める，②金融教育は金融リテラシーを高める，③金融教育，金融リテラシーは NISA 利用を促す，との分析結果を得た。こうした結果から，NISA 利用を促し，「貯蓄から投資へ」を進めるうえで，金融教育が重要であるとの結論を導く。

キーワード：NISA，金融教育，金融リテラシー，「貯蓄から投資へ」

目 次

- | | |
|------------------------|---------------------|
| 1. はじめに | 2.3 新 NISA の概要 |
| 2. 我が国家計の資産構成と NISA 制度 | 3. 関連研究 |
| 2.1 我が国家計の資産構成 | 3.1 北村・中嶋 (2016) |
| 2.2 NISA 制度の変遷 | 3.2 大野・林田・安岡 (2019) |

* この研究は，2021年度全国銀行学術研究振興財団研究助成金を得て行われた。また，2024年6月8日開催の日本応用経済学会2024年度春季大会で，上智大学の出島敬久氏より貴重なコメントを頂戴している。記して謝す。

3.3 大野・林田・安岡 (2020)	4.3.1 年齢
3.4 徳留 (2020)	4.3.2 性別
3.5 大野・林田・安岡 (2021)	4.3.3 持ち家の有無
3.6 上山 (2022a)	4.3.4 金融資産保有額
3.7 上山 (2022b)	4.3.5 税込み年取 (個人・世帯)
3.8 大野・林田 (2024)	4.3.6 時間選好率
4. 『意識調査』の概要と変数	4.3.7 リスク回避度
4.1 『意識調査』の概要	5. 実証分析
4.2 キー変数	5.1 有価証券保有額の分析
4.2.1 有価証券保有額	5.2 金融教育と金融リテラシー
4.2.2 NISA 利用の有無	5.3 NISA 利用に影響を与える要因の探求
4.2.3 金融教育の経験	5.4 総括
4.2.4 金融リテラシー	6. おわりに
4.3 制御変数	

1. はじめに

2024年1月, 少額投資非課税制度¹, いわゆるNISAは大幅に拡充された。投資限度額が大きく引き上げられ, 非課税措置期間が恒久化されるなど相当な拡充である。もともとNISAは, 2003年のいわゆる「新証券税制」²が数回の延長を経て, 2013年12月を以て終了することに合わせて, 証券・金融業界の強い後押しを受け導入された。その後, 18歳以下の子どもを名義人とする「ジュニアNISA」が, さらに2年後には毎月一定額を積み立てる「つみたてNISA」が加わり, NISAは一般NISA³, ジュニアNISA, つみたてNISAの3本建ての体制

に拡充された。NISA導入の目的は, 新証券税制の下10年の時を経て依然と低迷する株式・証券市場を活性化させることとともに, 「貯蓄から投資へ」を推進すること, すなわち我が国の家計の資産選択の預貯金偏重を改善し, リスク資産に向かわせることであった。制度導入から10年を経て制度拡充が図られた2024年, 株式市場では, 日経平均株価がバブル期の最高値を更新して4万円台を記録し, 外形的には活性化しているようにも見える⁴。しかし, もうひとつの狙いである「貯蓄から投資へ」はこれにより少しでも進んだのであろうか。十分な統計資料が公表されていない現在, これを確認することできない。ましてや, それが新NISA⁵導入によるものか否かを云々することは時期尚早で

1 イギリスのISA (Individual Savings Account) の制度に倣っている。但し, イギリスの制度は必ずしもリスク資産選択を狙ったものではなく, リスク資産・無リスク資産合せた貯蓄の奨励を目的としていた。

2 株式譲渡益課税と配当課税を簡素化し, 時限付きで税率を軽減することを主たる内容とした。

3 以下では, ジュニアNISA, つみたてNISAと区別するため, 2014年1月より導入されたオリジナルタイプをこのように称する。

4 終値ベースでは, 3月4日に初めて4万円を突破したのち暫く4万円近辺を推移し, 7月11日に史上最高値の42,224円をつける。しかし, その後落ち込み, 8月5日には31,458円まで下落する。その後は持ち直し, 日中の高値ベースでは4万円台を回復しているものの, 終値ベースでは4万円をわずかに下回る水準で推移している。

5 2024年1月に拡充されたNISAを, 以下ではこのようによぶ。

あろう。

筆者は、新NISAが「貯蓄から投資へ」を強力に推し進めるといふことにはやや懐疑的である。なぜなら、多くの研究者が原因の解明に取り組んでいるにも関わらず、日本人の資産選択が預貯金偏重であることの原因は、依然として不明であるからである。NISAが3本建て体制に整って5年以上経過した2023年3月末時点でも、NISAは十分に国民各層に浸透しているとは言いがたく、また、そういうこともあってか、我が国家計の資産選択は依然として預貯金偏重であり、それまでと目立った変化は生じていない。確かに、新NISAには効果を期待できる要素は多いが、導入からの10年間、十分浸透してこなかった現実を鑑みると、過剰な期待はできないというのが筆者の主観である。本当に、こうした税制上の優遇だけで人々は資産選択のパターンを変えるものなのか。

税制優遇といえば、いわゆるマル優が想起される⁶。これは広く国民に利用され、不正利用の弊害等が生じるほどであった。それにもかかわらず、なぜ国民は、同じ税制優遇を享受できるNISAを利用しようとならないのか。資産選択をリスク資産に向かわせるためには、税制優遇以上に重要な要因があるのではないか。本研究は、「貯蓄から投資へ」の起爆剤として期待されてきたNISAを利用するか否かを決定する要因は何かという問いに対する解を探し、以て

この問いについての示唆を得ようとする。具体的には、日本証券業協会が定期的を実施している『個人投資家の証券投資関する意識調査』(以下『意識調査』)の数年分の個票データをプールして、計量経済学的手法により解析する。

ところで、昨今、家計の資産形成／選択において、金融教育やそれが向上させると考えられる金融リテラシーが注目されている。わが国では、学校教育の現場で2022年4月の高校学習指導要領改訂で金融経済教育の内容が拡充されている。その10年前に金融庁は「金融経済教育委員会」を立ち上げて研究を進め、報告書をまとめている。また、貯蓄広報中央委員会はホームページで「金融リテラシー・モデル講義」を公開し、また『金融リテラシー調査』を実施している。2024年4月には、金融リテラシーの向上を図るために、金融経済教育を提供する認可法人として、金融教育推進機構が設立された。海外ではそうした動きは日本よりさらに早い⁷。こうした動きに呼応して、学術的な実証研究もいくつか行われてきている⁸。金融ビッグバン以来、税制を含めさまざまな施策を講じながら四半世紀を経てもなお、日本人の資産選択行動が大きく変わらない中、金融教育、そしてそれによる金融リテラシーの向上が鍵を握っているのかもしれない。こうしたことから、NISA利用を促進する要因を探る本稿では、金融教育と金融リテラシーに特段の注意を払う。

6 マル優は「少額貯蓄非課税制度」の通称で、元本350万円までにかかる利子所得を非課税にする制度で、現在は障害者手帳保持者など限られた対象者のみが利用できる。しかし、過去には一般国民が広く利用できる制度として存在していて、よく浸透していた。そのため、マル優に関する学術研究も多数存在する。滋野(1997)、鈴木(2006)、関田(2007)等がその代表である。

7 OECDは2008年より「金融教育国際ネットワーク(INFE)」を組織して、政策対話や金融リテラシー調査に取り組んでいる。米国でも財務省が2003年に「金融リテラシーおよび教育委員会(FLEC)」を立ち上げて会合を重ね報告書を発出していたり、金融産業規制機構(Financial Industry Regulatory Authority=FINRA)が、2010年から全米レベルの金融リテラシー調査“Financial Capability in the United States”を実施したりしている。

8 Lusardi and Mitchell (2014)、Lusardi et al. (2017)、Bianchi (2018)などを参照せよ。金融教育の効果についてはKuiser et al. (2022)のサーベイが優れている。

本稿の構成は以下のとおりである。次章では、我が国家計の資産構成を確認し、これまで進化してきたNISA 制度を概観する。第3章は本稿の研究と関連する先行研究を紹介する。第4章は『意識調査』の概要と、実証分析で用いる変数を説明する。第5章は本稿のメインボディであり、以下の3つの実証分析を行う。最初に、有価証券保有額を目的変数に据えた推定を行う。「貯蓄から投資へ」の促進とは、家計がより多くの株式、投資信託、債券といった有価証券を保有することを意味するから、有価証券保有額に対する、NISA 利用、金融教育経験の有無、金融リテラシーの影響を探る。次いで、金融リテラシーに対する金融教育の影響を探る。最後に、NISA 利用に対し、金融教育経験の有無、金融リテラシーがいかなる影響を与えているかを検証する。第6章では本稿のまとめであり、今回の研究の不足点をあげて、後続の研究を展望する。

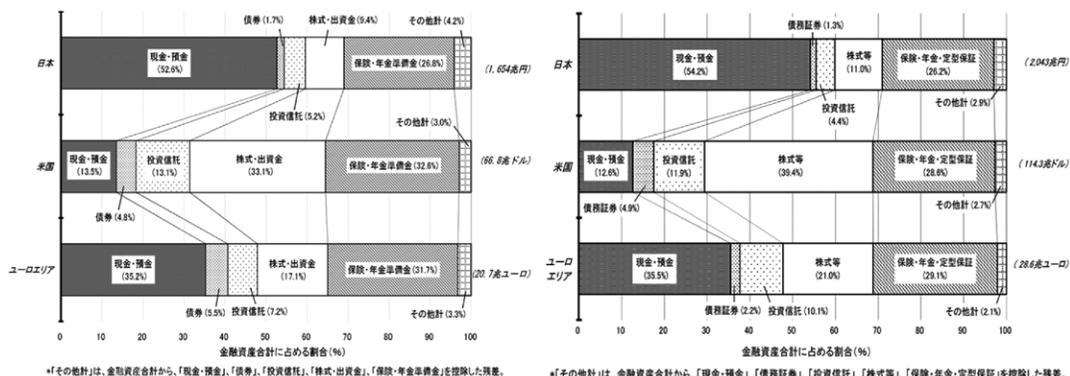
2. 我が国家計の資産構成と NISA 制度

2.1 我が国家計の資産構成

我が国家計の資産構成が預貯金偏重であることを、まずは確認しておこう。

図表1は日米欧の家計の資産構成を比較するものである。左側は、NISAが始まって9か月経過した2014年9月末の数値によっている。現金・預金の割合は、日本が52.6%、米国が13.5%、ユーロエリアが35.2%である。反対に有価証券を見てみると、株式・出資金が日本は9.4%、米国が33.1%、ユーロエリアが17.1%、投資信託が日本は5.2%、米国が13.1%、ユーロエリアが7.2%、債券が日本は1.7%、米国が4.8%、ユーロエリアが5.5%となっている。右側は、8年半を経過した2023年3月末の数値によるものであるが、左側と見間違うほど酷似している。NISA が3本体制へなるなど拡充されてきた8年半の間、日本の家計の資産構成はほとんど変わっていないことがわかる。

図表1 日米欧の家計の資産構成の比較



(注) 左側が2014年9月末、右側が2023年3月末の数値による。

(出所) 日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」2014年12月末(左)、2023年8月末(右)。

2.2 NISA 制度の変遷

NISAは「少額投資非課税制度」というその名の通り、少額の投資から得られる収益に対する課税を非課税にする制度である。配当、譲渡益が非課税になる一方、投資額そのものは所得控除の対象にならないため、いわゆる TEE (Taxed-Exempt-Exempt) である。この制度は2014年1月にスタートした。これは、低迷する株式市場を活性化するために2003年に時限的に導入され、延長を繰り返した「新証券税制」がついに2013年12月末で廃止されるのを受け、その代替として証券業界の強い要望を受けて実現したものである。非課税のベネフィットを享受するためには特別な NISA 口座を利用する必要がある、その期間は最長5年とされていた。非課税投資額は当初は年間100万円として開始されたが、2年後の2016年からは120万円に拡大した。

2016年4月にはこの一般 NISA に加えて、ジュニア NISA が始まった。これは主に、親が子供名義で将来の教育費等を作ることを想定し、0歳から19歳の未成年者を対象としたもので、年間上限投資額は80万円以最長5年間であった。そのほかは一般 NISA と同じであるが、子が18歳になるまで口座から引き出すことができない。さらに、2018年1月からは、つみたて NISA が始まった。この最大の特徴は非課税投資期間が20年と長いことである。一方、年間投資上限額は40万円と小さく、他に、一般 NISA やジュニア NISA が上場株式、ETF、公社債投信、REIT 等幅広い金融商品に投資可能

であるのに対し、つみたて NISA は一定の投資信託に投資対象が限られていた⁹。

次に利用状況はどうであったか。日本証券業協会「NISA 及びジュニア NISA 口座開設・利用状況調査結果 (全証券会社)」によれば、一般 NISA の口座開設数は2023年12月末時点で756万口座であり、制度が始まった2014年末の513万口座と比べると1.5倍弱程度に増えている。年間買付額は2023年には3.3兆円となり、2014年末の1.8兆円の1.8倍以上となっている。年代別でみると、開設口座数、買付額ともに高齢者に分布が偏っていて、20歳代の利用者は少ない¹⁰。

対照的なのがつみたて NISA である。口座開設数は制度開始5年で、52.5万口座から672万口座へと13倍近くに増えている。買付額も過去5年で、2018年の563億円から2023年には1.22兆円へと22倍弱に増えている。一般 NISA の2023年買付額3.3兆円とくらべる小さいが、制度の歴史が半分であること、拠出上限が3分の1であることを考慮すると、つみたて NISA の方がはるかに「勢い」があると言ってよい。年代別でみると、こちらも対照的に、口座開設数、買付額ともに20歳代、30歳代が大きく、年齢が上がるにしたがって小さくなっている¹¹。投資可能期間が20年であることから、高齢者にメリットが少ないことを考慮しても、つみたて NISA が若年層にはよく浸透していることが見て取れる。尚、ジュニア NISA は、口座数は2023年12月時点で104万7千口座であり、同じ時点の一般 NISA の672万口座の15.5%にとどま

9 長期・積立・分散投資に適したものであることが条件で、金融庁に届け出たものでなくてはならない。

10 2023年12月末時点で、70歳以上が占める割合は、口座数で31.4%、年間買付額は29.6%である。一方20歳代は、口座数が4.6%、年間買付額は3.3%である。

11 2023年12月末時点で、70歳以上が占める割合は、口座数で1.4%、年間買付額は0.8%である。一方20歳代は、口座数が21.8%、年間買付額は19.3%である。

る。買付額も2023年で4,210億円、一般NISAの34.5%となっている。投資対象商品が限定されていることを考慮しても、両者の違いは小さくない。

以上のように、新NISAに移行する直前では、つみたてNISAは将来広まる可能性が認められたものの、NISA全体、もしくは一般NISAは十分に国民に広まったと言える状況ではなかった。こうしたことを見ても、NISAの開始直後と現在で日本の家計の資産構成に大きな変化が生じていないことは、意外な結果とはいえない。

2.3 新NISAの概要

2014年に10年を期限としてスタートした一般NISAは2023年末を以て終了した。その後、2024年1月から大きく制度が変わり、「つみたて投資枠」と「成長投資枠」の二本柱構造となって再スタートした。前者の「つみたて投資枠」は従来のつみたてNISAと、後者の「成長投資枠」は一般NISAとほぼ同内容であるが、どちらも投資枠上限が大幅に引き上げられた。前者は3倍の120万円、後者は2倍の240万円になる。その上、従来は一般NISAとつみたてNISAの併用は不可であったが、新制度ではつみたて投資枠と成長投資枠の併用が可能となる。その結果、合計360万円が年間で投資可能となる。さらに、非課税投資期間が無期限となり、口座開設期間も恒久化される。これらが限られていることは、NISAの不満点としてしばしば指摘されてきたため、改められた。但し、非課税限度保有額が総計1,800万円に設定されている。

このように新NISAは従来のNISAよりも大幅に拡充された。しかし、投資枠が限定的であったとは言え、従来のNISAも10年間に亘って運用されてきており、その結果が前述のとおり

りであるならば、新NISAが「貯蓄から投資へ」を強力に推し進めると過剰な期待はできないと考える。その見通しを立てるには、NISAの利用がどういった要因で促されているのかについての精緻な分析が必要である。それを試みるのが本稿である。

3. 関連研究

3.1 北村・中嶋 (2016)

筆者の知る限り、最初の本格的学術研究である。独自のアンケート調査で、DIDを用いて、NISA口座開設が株式投資に与えた効果の分析を行う。2014年から2015年の1年間に、株式・投信等の保有や資産配分、金融経済に関する知識、主観的な投資行動へのコストなどに変化があったかを検証し、NISA加入の効果は検出されなかったとする。

3.2 大野・林田・安岡 (2019)

『意識調査』2014年版の個票データを用いて、「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探る。その結果、以下が示唆された。①利用目的では、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。②NISAを申し込まない理由や改善点について、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。③総じて投信保有は他の説明変数に比して、影響が大きい。④投信保有層は、NISAに

関して明確な意見を持っている。

3.3 大野・林田・安岡 (2020)

大野・林田・安岡 (2019) は、制度導入直後の調査データを分析しており、いまだ制度が十分に理解されていない時点での結果である可能性がある。そこで、大野・林田・安岡 (2020) は、導入後3年分のデータをプールして同様の分析を行った。大野・林田・安岡 (2019) と比較して、申込の有無については同様の結果が確認された。また、定数項トレンドはどの選択肢にも有意な影響を示し、時間の経過とともに制度の理解や意見形成が進んだことが示された。利用目的に関しても、NISA は子どものためよりは、自分たちの老後のため利用されている傾向が改めて示された。一方で、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、一定の収斂が見られた。「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。

3.4 徳留 (2020)

貯蓄広報中央委員会実施の『家計の金融資産に関する世論調査』を用い、NISA が政策目的の通り、株式等への投資を実際に促進したかを検証する。操作変数法と Heckman の二段階推定法により、NISA の利用は株式・投資信託等の保有確率を有意に高めている一方、預貯金の保有確率や資産の構成比については有意な影響は検出できなかったとする。その結果、NISA は新規の投資層の呼び込みには貢献したもの

の、既存投資家の資産選択には影響を与えていないとする。

3.5 大野・林田・安岡 (2021)

『意識調査』は投資経験者のみを調査対象としているが、2014年に限って、投資未経験者を対象とした調査を併せて行っている。そこで、彼らが株式投資についてどのような意識を持っているかを明らかにした。その結果、以下の特徴的な示唆を得た。①収入が増加するとNISAの利用の確率が増すが、逆に貯蓄額が増加するとそれが減る。②NISA 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。③女性は男性に比べて投資全般に消極的である。これらから、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、(i)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、(ii)若年層に対するNISA情報の浸透、(iii)女性に対するNISAの啓発活動などが重要であるとする。

3.6 上山 (2022a)

NISA 口座を開設しただけで、投資活動を全くしない人が一定数いることについて、独自のアンケート調査のデータをもとに、NISA 口座の開設が初めての証券口座である人を対象に、その稼働・非稼働に与える要因分析を行う。その結果、NISA 口座の稼働状況については、NISA 口座開設後の行動には、金融に対する自信や貯蓄意欲等の金融コンピテンシーの非認知能力が問われることが示唆されているとする。そして、2024年からの新NISAが成功するためには、「金融コンピテンシー力」の補強を念頭においた手法が推奨される旨主張する。

3.7 上山 (2022b)

多くの NISA 利用者が, 非課税期間終了後にロールオーバーが可能であることを認知していないと思われるとして, 独自のアンケート調査を用いて, この認知度に与える要因を, 順序プロビットモデルで分析する。その結果, 以下のような結果を導く。すなわち, 全体サンプルでは, 金融資産残高が高い人ほど認知度が高く, 年齢が高いほど, 都市銀行, 地方銀行, 大手証券会社で口座開設した人は認知度が低い。一方, 株式に投資している人, 投資信託に投資している人のみに限ったサブサンプルでは, それぞれで高い収益をあげている人ほど, 認知度が高いことが示唆されている。

3.8 大野・林田 (2024)

『意識調査』2021年調査の個票データを用いて, 金融教育と金融リテラシーが① NISA 利用の有無と②利用目的に与える影響を, プロビットモデル推定によって明らかにした。その結果, 金融教育と金融知識は NISA 利用を促していること, ② NISA を老後の生活保障のために用いる可能性を高めていることを示す。第5章で紹介する本稿の3つめの分析は, この①の拡張としての性質を持つ。分析を多年度データで行うとともに, 金融教育, 金融リテラシーとの複雑な関係を掘り下げている。

4. 『意識調査』の概要と変数

4.1 『意識調査』の概要

本節の分析では, 『意識調査』の2019年から2022年までの4年分の個票データを用いる。『意識調査』は2006年より毎年実施されており, 主要な質問は毎年変わらないが, 時々の重要テーマに応じて異なった質問も設けている。2008年以降は全国20歳以上の男女個人を対象としている。毎回, 回答者が異なる, 反復クロスセクションデータである。データ数はいずれの年も5,000となっている¹²。日本証券業協会は, 『意識調査』の他に『証券投資に関する全国調査』(以下『全国調査』)を行っている。これは, 有価証券を保有している「投資家」と保有していない「非投資家」の両方を対象としているが, 今回用いた『意識調査』は投資家のみを対象としている。そもそも NISA を利用しているということは, 有価証券を保有している筈であるから, サンプルバイアスは生じない。

『意識調査』は, かつては郵送で行っていたが, 現在はインターネット調査となっている。『全国調査』は調査対象者の抽出を以下のように行って, 全国民の代表性を担保している。

各調査地点において, 性・年代・職業有無別割当に沿って抽出した。調査対象数の設定にあたっては, 7,000人の調査対象者の「性×年代×職業 有無」構成比(男性は性×年代別, 女性は性×年代×職業有無別)が平成27年(2015年)国勢調査の全国構成比と同じようになるように調整した¹³。

12 調査のさらに詳しい内容は日本証券業協会 HP を参照のこと。http://www.jsda.or.jp

13 「証券投資に関する全国調査 2021年度調査報告書(個人調査)」の4頁より引用。

一方、『意識調査』は、有価証券保有者のみを調査対象としているので、全国民を代表する性格はそもそも持ち合わせないが、こうした『全国調査』における投資家の構成と一致するように割り付けることによって、間接的に全投資家の代表性を確保しようとしている¹⁴。

4.2 キー変数

前述の通り、本稿の分析は3つからなる。まず、有価証券保有額を目的変数に据えた推定式の中で、NISA 利用、金融教育経験の有無、金融リテラシーの影響を探る。次に、金融リテラシーと金融教育の関係の分析である。3つめは、NISA 利用の有無に対する金融教育経験、金融リテラシーの影響を探る。以下、これら4つのキー変数をそれぞれ説明する。

4.2.1 有価証券保有額

『意識調査』は、以下の選択肢から有価証券保有額を選択させる。第5章の分析では、1～9までの選択肢の番号をそのまま離散型の質的変数として用いるとともに、選択肢1は5万円、選択肢2は30万円のように、各選択肢の中央値をとった変数を構築して、連続型変数として扱う。但し、選択肢9については7,000万円とした。このように2通りで分析を行う理由は後述するが、説明変数の内生性を考慮した分析を行う必要性があるためである。

1. 10万円未満 2. 10～50万円未満

3. 50～100万円未満 4. 100～300万円未満
5. 300～500万円未満 6. 500～1,000万円未満
7. 1,000～3,000万円未満 8. 3,000～5,000万円未満
9. 5,000万円以上

4.2.2 NISA 利用の有無

NISA 利用については、口座開設の有無を問う問いもあるものの、口座を開設していても、それを用いた投資を全くしていなければ「利用している」とは言えない¹⁵。そこで、以下の問いに対し、何らかの損益額を報告している場合には1を、そうでない場合には0をとる二値変数を構築し、これを「NISA 利用の有無」と命名し、目的変数に据えた。

あなたが開設しているNISA またはつみたてNISA 口座において、口座を開設してからこれまでに生じた損益の状況と、これまでに受け取った配当金（分配金）の額について、お答えください。

4.2.3 金融教育の経験

金融教育を受けた経験があるかないかについては、『意識調査』は以下のように問う。

あなたは、これまで学校、職場や家庭で証券投資に関する教育を受けたことがありますか。（1つだけ） 1. 受けたことがある
2. 受けたと思うが、あまり覚えていない
3. 受けていない

14 この「割付」の過程で各質問において回答をしなかった者は除外されているようであり、そのため『意識調査』のデータセットは、全ての質問において無回答や無効回答が存在せず、有効回答が完全に5,000で揃っている。一方、『全国調査』のデータではそういうことはなく、多くの質問において無回答や無効回答が存在している。『意識調査』のデータの構成は不自然ではあるが、それが本データの質にどのような影響を与えているかは不明である。

15 そういう者は少なくとも、上山（2022a）のモチベーションになっている。例えば、2021年調査ではNISA 口座開設者3,312人のうち、61.6%の人が損益額を報告しておらず、利用していない。

例えば, 2022年調査における回答分布は以下のようになっている。

1 : 9.3% 2 : 5.1% 3 : 85.5%

「受けていない」が圧倒的に多く, 金融教育があまり普及していないことを示している。以下の分析では, 選択肢1を選んだ場合には1, それ以外の場合には0をとる二値の変数を構築する。これを「金融教育の経験」と命名し, 説明変数に採用する。

4.2.4 金融リテラシー

「金融リテラシー」は『意識調査』の以下の問いの得点, 0~3を用いた。

以下の文章は正しいと思いますか。間違っていますか。あなたのお考えに合うものをお答えください。(各1つだけ) 1. 正しい
2. 間違っている 3. 分からない

1. 平均以上の高いリターンがある投資には, 平均以上の高いリスクがある
2. 1社の株式を買うことは, 通常, 株式投資信託(複数の株式に投資する金融商品)を買うよりも安全な投資である
3. 金利が上がったら, 通常, 債券価格は下がる

4.3 制御変数

前項で説明したキー変数以外に, 分析にはその影響を制御する説明変数が必要である。本稿では, 過去の関連研究結果をもとに, (a)年齢, (b)性別, (c)DC利用の有無, (d)持ち家の有無, (e)金融資産総額, (f)年収(税込み), (g)時間選好率, (h)リスク回避度を採用する。他に, 多年

度分析であることから, 2019年をベースイヤーとする, 各年ダミーを用いる。以下, (a)~(h)について若干敷衍する。

4.3.1 年齢

年齢は個人属性の最も基本的なものである。年齢の影響は非線形であることが多い。そこで, 次節の実証分析では, その可能性を踏まえて, 年齢の2乗も説明変数に加えている。

4.3.2 性別

年齢も年齢と並んで, 個人属性の最も基本的なものである。男性は0, 女性は1をとる二値変数とした。投資家は男性に多く, 女性が少ないと言われている。実際, 2020年『国勢調査』の20歳上の男女比は48.2:51.8であるが, 2022年の『意識調査』の男女比は61.4:38.6と大きく逆転している。前述の通り調整を行っている『全国調査』では, 『国勢調査』の分布と同じである。

4.3.3 持ち家の有無

持ち家の有無は, 資産選択に影響することがしばしば指摘されている。例えば, Iwaisako (2009)は持ち家の有無が, 株式保有に有意な影響を与えているとしている。そこで, 以下の質問で1または2を選んだ人に1, それ以外の人に0を充てる二値変数を作成し, 持ち家の有無と命名し説明変数に加えた。

あなたのご家庭(世帯)のお住まいは。(1つだけ)

1. 戸建の持ち家
2. その他の持ち家(マンションなど)
3. 賃貸住宅(公社, 民間など)
4. 給与住宅(官舎, 社宅)
5. 間借り
6. その他(具体的に)

4.3.4 金融資産保有額

金融資産を多く持っているほど、有価証券投資に資金を振り向ける余裕が生じる。『意識調査』は、以下の選択肢から金融資産保有額を選択させる。ここでは、有価証券保有額の場合同様、選択肢の数字をそのまま離散型の質的変数として用いるとともに、選択肢1は5万円、選択肢2は30万円のように、各選択肢の中央値をとって連続型変数とみなす、2つのやり方を用いている。尚、選択肢9については7,000万円とした。

1. 10万円未満
2. 10~50万円未満
3. 50~100万円未満
4. 100~300万円未満
5. 300~500万円未満
6. 500~1,000万円未満
7. 1,000~3,000万円未満
8. 3,000~5,000万円未満
9. 5,000万円以上

4.3.5 税込み年収（個人・世帯）

金融資産保有額と同様、年収が高い人ほど、有価証券投資に資金を振り向ける余裕があると考え説明変数に加えた。これは、以下に示す各選択肢から、選択肢1は150万円、選択肢2は400万円のように、中央値をとって作成した。選択肢8については2,400万円とした。

1. 300万円未満
2. 300万円~500万円未満
3. 500万円~700万円未満
4. 700万円~1,000万円未満
5. 1,000万円~1,200万円未満
6. 1,200万円~1,500万円未満
7. 1,500万円~2,000万円未満
8. 2,000万円以上

4.3.6 時間選好率

一般に、時間選好率が低い人ほど、貯蓄や投資に資金を振り向ける傾向が強まるので、有価証券投資に前向きであると考えられる。『意識調査』には、時間選好率を問う以下の問がある。

各回答者が選択した数値そのものをこの変数の値とした。

Q11. 以下の点について、あなたのお考えに近いものをお答えください。(各1つだけ)：

1. そう思う
2. どちらとも言えない
3. そう思わない

お金を必ずもらえるとの前提で、(1) 今10万円をもらう、(2) 1年後に11万円をもらう、という2つの選択があれば、(1)を選ぶ

この問いでは、割引率が年10%の場合、割引現在価値は2つのオプションで等しくなる。割引率が高い人ほど、2つめの選択肢の現在価値は小さくなり、「1. そう思う」を選ぶであろう。したがって、1~3の数値が高い(低い)人ほど気長(短気)、つまり時間選好率が低い(高い)ということになる。分布は4年分のデータの累計で、1が37.2%、2が14.1%、3が48.7%となっている。回答者全員が投資家であるので、3を選んだ人が48.7%と最頻であることは予想通りであるが、分布は2極化しており、時間選好率が最も高い人の割合も37.2%と相当程度大きいことは意外である。尚、第5章の実証分析では、数値の高低と時間選好率の高低を合せるため、選択肢1を選んだ人には3、2を選んだ人には2、3を選んだ人には1を充てた。

4.3.7 リスク回避度

有価証券投資にはリスクが伴う。よって、一般にリスク回避的な人ほど、投資に比して貯蓄を選ぶ傾向が強まるので、NISAの利用確率は下がると考えた。『意識調査』では、時間選好率を問う以下の問がある。各回答者が選択した数値そのものをこの変数の値とした。

Q11. 以下の点について, あなたのお考えに近いものをお答えください。(各1つだけ):

1. そう思う
2. どちらとも言えない
3. そう思わない

10万円を投資すると, 半々の確率で2万円の値上がり益か, 1万円の値下がり損のいずれかが発生する場合, 投資をしない

この問いでは, 投資を行う場合の期待収益は10.5万円, 行わない場合の期待収益は10万円であるから, 後者の効用が前者の期待効用より低い, 効用曲線の彎曲が高い人ほど, 「1. そう思う」を選ぶ。したがって, 1~3の選んだ数値が低い(高い)人ほどリスク回避的(志向的)と言える。分布は4年間の合計で, 1が30.0%, 2が37.1%, 3が32.9%である。回答者全員が有価証券保有者たる投資家であるため, リスク志向的な3の頻度が高くなると考えられたが, 実際には1~3はほぼ同じ割合になっている。尚, 第5章の実証分析では, 数値の高低とリスク回避度の高低を合せるため, 選択肢1を選んだ人には3, 2を選んだ人には2, 3を選んだ人には1を充てた。

5. 実証分析

5.1 有価証券保有額の分析

まずは, 有価証券保有額に対するNISA利用の有無, 金融教育の経験, 金融リテラシーの影響を分析する。先述の通り, 有価証券保有額にはもともとの質問の選択肢の番号をそのまま離散型の質的変数として用いる場合と, 各選択肢

をその中位値に変換して連続型変数として扱う場合の2通りの分析を行う。分析手法は, 前者の場合には順序ロジットモデルの推定を, 後者の連続型変数の場合には通常の最小二乗法を用いる。尚, 制御変数として説明変数に含める金融資産保有額も, 前者では離散型変数, 後者では連続型変数を採用する。

図表2の(1)は, 有価証券保有額を1~9の離散型変数のまま, 順序ロジットモデルを推定した際の係数推定値を報告する¹⁶。3つのキー変数はいずれも有価証券保有額に正でかつ有意な影響を与えている。他に, 有意な影響が認められるのは, 年齢, 性別, 金融資産保有額, 年取, 時間選好率, リスク回避度である。年齢は一次の項, 二次の項ともに符号が正であるから, 累乗的に保有額が増える。性別の符号は負であるから, 女性は男性に比して保有額が少ない。金融資産, 年取はどちらも正の符号であるから, これらが多い人ほど保有額も大きいことを示唆しており, 直感的である。時間選好率の符号は正なので, 現在を将来より重視する人ほど有価証券保有額が高いことを示唆しているが, 意外な結果である。先に述べたように, 投資家といえども時間選好率が高い人が決して少なくないことが, これと関係しているのかもしれない。リスク回避度の符号は負であるから, リスク回避的な人ほどリスク資産である有価証券を持たないことを示唆しており, 直感的な結果と言える。持ち家の有無と各年ダミーは非有意な係数推定値を得ている。

次いで図表2の(2)は, 有価証券保有額を連続型変数として推定したものである。NISA利用と

¹⁶ よく知られているように, 順序ロジットモデルの係数推定値の絶対値は, 線形モデルのそれと同様な解釈を与えることはできない。そのためには別途, 限界効果を算出する必要がある。しかしながら, 影響の方向性だけを調べるのであれば, 限界効果の算出までは必要なく, 係数推定値のみで十分である。目的変は9段階で説明変数は9つあることに鑑み, ここでは係数推定値だけを報告する。関心のある読者には, 限界効果を提供する用意がある。

図表2 有価証券保有額の推定

	(1)		(2)		(3)		(4)	
推定モデル	順序ロジット		最小二乗法		IV法(離散型)		IV法(連続型)	
NISA利用	0.45511	0.0000	149.1667	0.0000	0.29001	0.0000	139.278	0.0000
金融教育の経験	0.11855	0.0040	54.85121	0.0270	0.05024	0.1160	51.172	0.0000
金融リテラシー	0.11656	0.0000	1.097603	0.8970	0.03125	0.0590	-8.957	0.4180
年齢	0.01013	0.0930	-18.3676	0.0000	-0.01094	0.0650	-21.918	0.0000
年齢2乗	0.00011	0.0400	0.209381	0.0000	0.00016	0.0000	0.223	0.0000
性別	-0.31360	0.0000	-42.2999	0.0100	-0.26418	0.0000	-56.687	0.0040
金融資産保有額	1.18084	0.0000	0.595053	0.0000	0.96270	0.0000	0.642	0.0000
持ち家の有無	-0.04244	0.2180	-31.4839	0.0540	-0.04361	0.0260	-31.948	0.0510
年収	0.00064	0.0000	0.317277	0.0000	0.00017	0.0000	0.230	0.0020
時間選好率	0.03460	0.0140	23.75273	0.0020	0.05926	0.0000	29.191	0.0010
リスク回避度	-0.17252	0.0000	-67.2857	0.0000	-0.12593	0.0590	-66.228	0.0000
2020年ダミー	-0.04475	0.2080	-24.7346	0.2000	-0.02121	0.4190	-23.037	0.2360
2021年ダミー	-0.01611	0.6520	7.479711	0.6980	0.00759	0.7790	9.089	0.6390
2022年ダミー	-0.00325	0.9280	5.918285	0.7670	0.00451	0.8660	2.812	0.8890
定数			160.2137	0.04	-0.94405	0.0000	292.905	0.0160
決定係数/疑似決定係数	0.259		0.6252		0.6216		0.6223	
対数尤度	-31161.704							
観測数	20000		20000		20000		20000	
弱操作変数検定					233.770	0.0000	163.24	0.0000
内生性検定					21.3764	0.0000	2.01948	0.1553

(注) (1)~(4)の各行の、各変数の左側の数値は係数推定値、右側の数値はそのP値を表す。IV法による推定は、金融資産保有額(離散型、連続型)の内生性を疑い、その都道府県別平均を操作変数に用いている。表中の結果は2SLSの第2段階の推定結果である。分散の推定にはHuber-Whiteの頑健推定量を用いている。内生性検定は、当該説明変数は内生ではないとの帰無仮説の下でのWoodridge(1995)のscore test検定量を報告する。弱操作変数検定は、当該操作変数が弱い変数であるとの帰無仮説のもと、Anderson-Rubin検定量を報告する。詳細はFinlay, Magnusson and Schaffer(2013)を見よ。

金融教育の経験は有価証券保有額を有意に高めているが、金融リテラシーは非有意の係数推定値を得た。他の変数の挙動をみると、年齢の1次の項の符号は負に変わったので、年齢の影響はここでは逆放物線となっている。他には持ち家の有無が10%水準ながら有意に転じている。符号は負なので、持ち家を持つ人は持たない人に比して有価証券保有額が低い傾向にあることを示唆する。持ち家はひとつの資産なので、それを保有している人は有価証券で資産を持つことのインセンティブが小さくなるためであろうか。

ところで、説明変数のうち金融資産保有額(離散型変数、連続型変数)には内生性が疑われる。というのも、有価証券は金融資産を構成するから、目的変数である有価証券保有額が高いほど、当然に説明変数たる金融資産保有額は高くなるので、前者から後者への逆因果性が考えうる。そこで、(1)、(2)それぞれで金融資産保有額を内生変数として扱った操作変数法による推定が必要と考えた。操作変数には、金融資産保有額(離散型変数、連続型変数)の都道府県別平均を用いた¹⁷。

17 Sekita, Kakkar, and Ogaki (2022) に倣った。

結果は図表2の(3), (4)である。(3)では金融教育の経験が非有意に転じる一方, 金融リテラシー, 持ち家の有無が10%水準で有意になった。それ以外は(1)とほぼ同じ係数推定値を得ている。(4)での各説明変数の挙動は(2)と同じである。(3)では, 弱操作変数の検定をクリアしており, また内生性検定でも外生性の帰無仮説を強く棄却しているが, (4)では弱操作変数の検定はクリアしているものの, 内生性検定では有価証券保有額(離散型変数)が外生であるとの帰無仮説を10%水準で棄却しない。よって, (1)と(3)の選択においては(3)が, (2)と(4)の選択においては(2)が優位にたつ。

(2)と(3)の結果を比べると, 金融教育経験の有無と金融リテラシーの結果が対照的になった。(2)では金融教育経験が有意で金融リテラシーが非有意, (3)ではその逆である。但し, どちらの推定でも, NISA 利用の影響は頑健に有意に正となっている。家計の有価証券保有額を増やすうえで, NISA を普及させることは有益な手段である可能性が高い。

尚, 年ダミーは(2)以降の推定でも全て非有意となっている。調査が行われた各年7月の日経平均株価を見ると, 2020年は0.9%, 2021年は26.8%, 2022年は29.2%ほどそれぞれ2019年に比べて高くなっているが, 有価証券保有額に平均的に経年的な変化は見られない¹⁸。

5.2 金融教育と金融リテラシー

次に, 金融教育と金融リテラシーの関係について分析を行う。金融教育は金融リテラシーを向上させると考えられる。また, これを実証的に明らかにした先行研究もある¹⁹。そこで, 『意

識調査』データでこのことを確認したい。金融リテラシーは0~3の4値をとる。これを離散型の質的変数とみれば, 適切な分析手法には順序プロビットとなるが, 4値しかとらないにせよ連続型変数とみれば, 最小二乗法を用いることになる。ここでは両方併用する。

結果は図表3の(1), (2)に示した。どちらも, 金融教育の経験の係数推定値は符号が正で, 1%水準で有意である。金融教育の経験は金融リテラシーを高めることがここでも確認された。他の変数では, 持ち家の有無と2020年ダミーはどちらにおいても非有意, 年収と2021年ダミーが(1)でのみ非有意である。これら以外の説明変数の挙動は両者共通である。年齢は逆放物線を描き, ある年齢までは金融リテラシーは高まるが, その後低下する。金融リテラシーは, 女性は男性より低く, 金融資産保有額が高い人ほど高い。時間選好率, リスク回避度はともに高い人ほど, 金融リテラシーが低い。そうした人は, 消費の先送りであり, リスクを伴う金融投資に関心が薄いからであろうか。

さて, ここでも説明変数の内生性が問題になりうる。金融リテラシーの高い人ほど, 上手に資産運用を行って金融資産を多く持つことになるとすれば, 目的変数である金融リテラシーから説明変数の金融資産保有額へ因果性が存在しうる。そこで, 前項同様に操作変数法を用いた推定を行った。結果は図表3の(3), (4)である。どちらの推定でも, 弱操作変数の検定はクリアするものの, 内生性は否定されている。よって, モデル選択においては, (3)よりも(1), (4)よりも(2)が優位に立つ。但し, 他の説明変数の挙動はともかく, (1)~(4)の全てにおいて, 金融教育の

18 すべて7月1日の終値。

19 Kaiser et al. (2022), 浅井 (2017), Shimizutani and Yamada (2020)などを参照せよ。

図表3 金融リテラシーへの金融教育の影響

	(1)		(2)		(3)		(4)	
推定モデル	順序ロジット		最小二乗法		IV法(離散型)		IV法(連続型)	
金融教育の経験	0.59981	0.0000	0.24671	0.0000	0.23702	0.0000	0.24578	0.0000
年齢	0.02153	0.0010	0.00912	0.0010	0.00826	0.0240	0.00930	0.0090
年齢2乗	-0.00015	0.0070	-0.00006	0.0140	-0.00006	0.0160	-0.00007	0.0100
性別	-0.45363	0.0000	-0.19025	0.0000	-0.19736	0.0000	-0.19659	0.0000
金融資産保有額	0.13075	0.0000	0.00004	0.0000	0.06782	0.0110	0.00007	0.0260
持ち家の有無	-0.01721	0.6170	-0.00315	0.8150	-0.01033	0.4970	-0.00435	0.7720
年収	0.00007	0.1040	0.00004	0.0130	0.00000	0.9590	-0.00001	0.8030
時間選好率	-0.11021	0.0000	-0.05095	0.0000	-0.04418	0.0000	-0.04850	0.0000
リスク回避度	-0.28185	0.0000	-0.11555	0.0000	-0.11449	0.0000	-0.11413	0.0000
2020年ダミー	-0.03291	0.3820	0.00805	0.5690	-0.01477	0.3580	-0.01624	0.3140
2021年ダミー	0.03733	0.3230	0.03194	0.0240	0.01210	0.4540	0.00746	0.6430
2022年ダミー	0.06794	0.0680	0.04736	0.0010	0.02721	0.0870	0.02081	0.2030
定数			2.05131	0.0000	1.83293	0.0000	2.07748	0.0000
決定係数/疑似決定係数	0.031		0.0597		0.0658		0.0586	
対数尤度	-22564.958							
観測数	20000		20000		20000		20000	
弱操作変数検定					6.350	0.0118	0.0586	0.0270
内生性検定					0.17960	0.6717	0.5581	0.4550

(注) (1)~(4)の各行の、各変数の左側の数値は係数推定値、右側の数値はそのP値を表す。IV法による推定は、金融資産保有額(離散型、連続型)の内生性を疑い、その都道府県別平均を操作変数に用いている。表中の結果は2SLSの第2段階の推定結果である。分散の推定にはHuber-Whiteの頑健推定量を用いている。内生性検定は、当該説明変数は内生ではないとの帰無仮説の下でのWoodridge(1995)のscore test検定量を報告する。弱操作変数検定は、当該操作変数が弱い変数であるとの帰無仮説のもと、Anderson-Rubin検定量を報告する。詳細はFinlay, Magnusson and Schaffer(2013)を見よ。

経験の係数推定値は符号が正で、1%水準で有意である。よって、先の結論を修正する必要はない。前項の図表2の(3)で金融教育の経験は非有意な係数推定値を得たが、ここでは金融リテラシーは有意に正となっている。よって、図表3の(2)の結果を踏まえると、金融教育の経験は金融リテラシーの向上を通じて、少なくとも間接的に有価証券保有額を押し上げていると言ってよいであろう²⁰。

尚、年次ダミーは2022年のみが、4件中2件において10%水準で有意、1件が1%水準で有

意となっている他は、全て非有為の係数推定値を得ている。2022年の結果の解釈は難しい。

5.3 NISA利用に影響を与える要因の探求

最後の分析は、NISA利用に影響を与える要因の探求である。上記の図表2でみたように、NISA利用は有価証券保有額を増やす働きをしている。一方、金融教育の経験は直接に、あるいは図表3でみたように金融リテラシーを向上させるからそれを通じて、有価証券保有額を増

²⁰ 金融教育の経験が金融リテラシーを押し上げるとの結果から、先の図表2の(2)~(4)では多重共線性が発現しているのではないかと懸念が生じる。そこで、両変数間の相関係数を算出したところ、意外にも低く、僅か0.094であった。また、図表3での決定係数/疑似決定係数の数値も0.1未満と低いことから、結論的に、図表2の推定では多重共線性の問題が生じていたとは言えない。

図表4 NISA 利用の推定

	(1)		(2)		(3)		(4)	
推定モデル	ロジット		ロジット		IV法(ロジット)		IV法(ロジット)	
金融教育の経験	0.26182	0.0000	0.274987	0.0000	0.06742	0.0000	0.06738	0.0000
金融リテラシー	0.25496	0.0000	0.266111	0.0000	0.06976	0.0000	0.07141	0.0000
年齢	-0.06336	0.0000	-0.059369	0.0000	-0.01234	0.0000	-0.01178	0.0000
年齢2乗	0.00048	0.0000	0.000466	0.0000	0.00010	0.0000	0.00010	0.0000
性別	0.06028	0.0660	0.071530	0.0290	0.02431	0.0110	0.02699	0.0050
金融資産保有額 (離散型)	0.09613	0.0000			-0.00772	0.6430		
金融資産保有額 (連続型)			0.000064	0.0000			-0.00002	0.3670
持ち家の有無	0.08556	0.0260	0.093760	0.0150	0.02337	0.0120	0.02283	0.0130
年収	-0.00012	0.0070	-0.000083	0.0720	0.00002	0.4680	0.00004	0.2710
時間選好率	-0.00547	0.7350	-0.014887	0.3550	-0.00668	0.1680	-0.00729	0.1010
リスク回避度	-0.20148	0.0000	-0.200528	0.0000	-0.04885	0.0000	-0.04924	0.0000
2020年ダミー	0.36345	0.0000	0.359563	0.0000	0.08631	0.0000	0.08631	0.0000
2021年ダミー	0.37355	0.0000	0.364939	0.0000	0.08734	0.0000	0.08773	0.0000
2022年ダミー	0.55731	0.0000	0.548811	0.0000	0.13343	0.0000	0.13503	0.0000
定数	0.97254	0.0000	1.218542	0.0000	0.75418	0.0000	0.70274	0.0000
決定係数/疑似決定係数	0.0324		0.0297		0.0319		0.0267	
対数尤度	-13385.351		-13423.297					
観測数	20000		20000		20000		20000	
弱操作変数検定					0.22000	0.6421	0.82000	0.3641
内生性検定					3.49355	0.0616	3.04183	0.0811

(注) (1)~(4)の各行の、各変数の左側の数値は係数推定値、右側の数値はそのP値を表す。IV法による推定は、金融資産保有額(離散型、連続型)の内生性を疑い、その都道府県別平均を操作変数に用いている。表中の結果は2SLSの第2段階の推定結果である。分散の推定にはHuber-Whiteの頑健推定量を用いている。内生性検定は、当該説明変数は内生性ではないとの帰無仮説の下でのWoodridge(1995)のscore test検定量を報告する。弱操作変数検定は、当該操作変数が弱い変数であるとの帰無仮説のもと、Anderson-Rubin検定量を報告する。詳細はFinlay, Magnusson and Schaffer(2013)を見よ。

やす働きをしている。ここでもし金融教育の経験がNISA利用を促す効果も検出されれば、金融教育はNISA利用を通じても有価証券保有額を上昇させることになる。

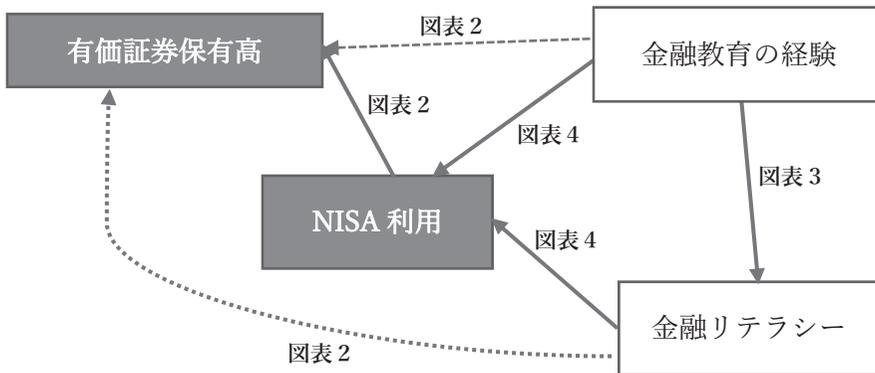
図表4を見よ。(1),(2)では金融教育、金融リテラシーともに符号は正で、1%水準で有意となっている。時間選好率以外の変数は全て有意であり、符号の向きも直感に合致する。

ここでもNISAを利用している人は、有価証券保有額が高くなるという逆因果性の可能性を考慮して、IV法を用いた。結果は(3),(4)である。どちらも内生性の示唆が10%ながら得られているものの、弱操作変数検定はクリアしていない。

そのため、(1)と(3)、(2)と(4)のモデル選択は何とも言いがたい。但し、IV法によっても、金融教育の経験、金融リテラシーの係数推定値は(1),(2)におけるものと変わらない。よって、これらがNISA利用を促進するという結論には影響しない。他の変数の挙動でいえば、時間選好率が4つすべてで非有意になっている。また、IV法では金融資産保有額と年収も非有意となった。

尚、(1)~(4)のすべてで、3つの年ダミー変数の係数推定値は1%水準で有意である。年を追うごとにNISA利用が広まったことを示唆している。

図表5 4つのキー変数の関係



5.4 総括

以上の3つの分析の結果を、有価証券保有額、NISA 利用、金融教育、金融リテラシーの4つのキー変数についてまとめたイメージ図が図表5である。矢印は影響を「与える」、「受ける」の関係を示すが、いずれの影響もプラスすなわち促進することを示している。金融教育の経験および金融リテラシーから有価証券保有額への直接的な影響については、図表2の(2)と(3)の結果が異なるので点線にしてある。

この図で確認できることは、まず、NISA 利用が有価証券保有額を押し上げることである。よって、NISA の浸透は「貯蓄から投資へ」を推進すると考えられる。このことは、ある程度予想できたが、それ以上に強調されるべきは金融教育の重要性ではないだろうか。金融教育の経験は、直接的にまたは金融リテラシー向上を通じて間接的に、NISA 利用を促すことで有価証券保有額を増やす。そればかりか、図表2(2)のケースでは、直接に有価証券保有額にプラスの影響を与える可能性もある。そうでない図表2(3)の場合にも、金融リテラシーはNISA 利用を介すことなく、直接的にも有価証券保有額を

押し上げている。よって、NISA 利用を通じない形での影響力も持つことを示唆している。こうした意味において、金融教育は我が国家計の資産構成を変える上で、最重要な政策ツールと言えよう。

6. おわりに

2014年にスタートした少額投資非課税制度(NISA)は、10年を経た2024年に大幅な制度拡充をみた。しかし、その10年間のパフォーマンスをみると、こうした税制優遇だけで「貯蓄から投資へ」を押し進めることができるのか疑問が残る。一方、昨今、金融教育やそれが向上させると考えられる金融リテラシーの重要性が多方面で指摘されている。このことを受け、本稿は日本証券業協会実施の『意識調査』2019～2022年の4年分の個票データを用いて、有価証券保有額に影響を与える要因、金融教育と金融リテラシーの関係、NISA 利用に影響を与える要因を探る3つの分析を行った。主たる結果は、以下のとおりである。①金融教育の経験、金融リテラシー、NISA 利用は総じて有価証券保有額を押し上げる。②金融教育の経験は金融リテ

ラシーを高める。③金融教育の経験, 金融リテラシーはNISA 利用を促す。これらの分析においては, 金融教育の重要性がことさらに明らかになった。すなわち, 金融教育の経験は金融リテラシーを高め, またNISA 利用を促すことで, これらを介して間接的に有価証券保有額を押し上げるほかに, 直接に有価証券保有額を増す効果も一部に見られたためである。

ここで, 今回の分析結果の政策含意を考えたい。金融ビッグバン以来, 「貯蓄から投資へ」を進めるべく, さまざまな税制変更が行われてきたが, 我が国家計の資産選択はほとんど変わっていない。一方, 遅まきながら, 最近では金融教育の重要性が叫ばれてきている。本稿の分析結果が示唆することは, 「貯蓄から投資へ」を進めるためには, 金融教育をその「切り札」として位置付けて, 強力に推し進めるべきであるということである。

本稿を終えるにあたり, 今回の研究の不足点を指摘し, 今後の研究を展望したい。今回は, データがすべて投資家すなわち有価証券保有者である『意識調査』を使った。同調査は, 金融教育の経験, 金融リテラシー, NISA 利用の有無の全てがそろっている点で貴重であるが, マクロで「貯蓄から投資へ」を推進するためには, 新しい投資家を生み出す必要がある点では, 非投資家の分析も重要である。そのためには, 投資経験のない個人を対象とした調査データの解析が望まれる。例えば, 3年に一度の頻度でしか実施されていないが, 非投資家のデータを含む『全国調査』を用いて, 人々が有価証券を持つか否かの選択に金融教育の経験がいかなる影

響を及ぼすかを確かめるのは有益である。但し, 『全国調査』には金融リテラシーの質問はない。一方, 金融教育の経験についての質問はないが, 日経リサーチ社の『金融 RADAR』では, 金融リテラシーとNISA の利用状況が質問されている²¹。

こうしたデータを用いた有価証券非保有者を含めた分析も今後のアジェンダにあがる。無論, 他に新NISA についての分析は重要で興味深い。但し, これにはデータの蓄積が先決であり, なお数年の経過が必要となろう²²。

参 考 文 献

- 浅井義裕 (2017) 「金融教育は有効なのか? - 日本の大学生を対象とした一考察 -」『生活経済学研究』第46巻, 11-24頁。
- 上山仁恵 (2022a) 「少額投資非課税制度 (通称NISA) 口座の非稼働の要因分析」, 『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第118号, 39-54頁。
- _____ (2022b) 「NISA (ニーサ) の非課税期間終了に関わる行動分析—ロールオーバーの認知度の要因—」, 名古屋学院大学総合研究所 Discussion Paper No.143, 1-10頁。
- 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』日本証券経済研究所, 第107号, 33-46頁。
- _____ (2020) 「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~」, 『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第111号, 59-76頁。

21 東京駅を中心とする首都圏40km圏と調査対象地域が限られているのもデメリットのひとつである。

22 『金融 RADAR』の特別調査では新NISA の利用意向等についての質問はあるが, 当然のことながら現時点では実績についての情報は無い。

- _____ (2021) 「投資未経験者と少額投資非課税制度 (NISA)」, 『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第115号, 75-94頁。
- 大野 裕之・林田 実 (2024) 『『人生百年時代』と NISA～金融教育／金融知識に焦点を当てた実証分析～』, 『経済論集』東洋大学経済研究会, 第49巻2号, 13-39頁。
- 北村 智紀・中嶋 邦夫 (2016) 「NISA 導入の効果—株式投資の裾野は広がるか—」『フィナンシャル・プランニング研究』日本FP学会, No.16, 58-64頁。
- 滋野 由紀子 (1997) 「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, 24-45頁。
- 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?—一家計個票データを用いた1988年マル優改正の分析—」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第56号, 131-146頁。
- 関田 静香 (2007) 「マル優制度と家計の資産選択」『金融経済研究』金融経済学会, 第24号, 26-48頁。
- 徳留 悠太 (2020) 「NISA が家計の資産形成行動に与える影響」『財政経済理論論文集』, 財務省財務総合政策研究所, 269-313頁。
- Bianchi, Milo (2018), “Financial literacy and portfolio dynamics,” *Journal of Finance*, vol.73(2), pp.831-839.
- Finlay, Keith, Leandro Magnusson and Mark E. Schaffer (2016), “WEAKIV: Stata module to perform weak-instrument-robust tests and confidence intervals for instrumental-variable (IV) estimation of linear, probit and tobit models”, Statistical Software Components S457684, Boston College Department of Economics, 2013, revised 18 Oct 2016.
- Iwaisako, Tokuo (2009), “Household portfolio in Japan,” *Japan and the World Economy*, Vol.21, No.4, pp.373-382.
- Kaiser, Tim, Annamaria Lusardi, Lukas Menkhoff and Carly Urban (2022), “Financial education affects financial knowledge and downstream behaviors,” *Journal of Financial Economics*, vol.145(2), pp.255-272.
- Lusardi, Annamaria and Olivia S. Mitchell (2014), “The economic importance of financial literacy: Theory and evidence,” *Journal of Economic Literature*, Vol.52(1), pp.5-44.
- _____, Pierre-Carl Michaud, and Olivia S. Mitchell (2017), “Optimal financial knowledge and wealth inequality,” *Journal of Political Economy*, Vol.125(2), pp.431-477.
- Sekita, Shizuka, Vikas Kakkar, and Masao Ogaki (2022), “Wealth, Financial Literacy and Behavioral Biases in Japan: The Effects of Various Types of Financial Literacy,” *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol.64, pp.1-14.
- Shimizutani, Satoshi and Hiroyuki Yamada (2020), “Financial literacy of middle-aged and older individuals: comparison of Japan and the United States,” *Journal of the Economics of Aging*, Vol.16, No.1, pp.1-10.
- Wooldridge, J. M. (1995) “Score diagnostics for linear models estimated by two stage least squares.” *In Advances in Econometrics and Quantitative Economics: Essays in Honor of Professor C. R. Rao*, ed. G. S. Maddala, P. C. B. Phillips, and T. N. Srinivasan, 66-87. Oxford: Blackwell.

(東洋大学経済学部教授)