

行動ファイナンスで個人投資家の“真の”新NISA利用を促進できるか？*

田中 実乃里^a 関 愛莉^b 松崎 恒^c 池田 麗人^d

要約

本論文では、2014年に開始され、2024年から大幅に制度が変更となったNISAに関する2つの質問について考察する。第1の問は、なぜこれまで株式投資に関心がなかった人までNISA、とりわけ2024年1月1日に始まった新NISAに興味を持ち、利用するのか？というものである。第2の問は、なぜNISA本来の目的を外れ、口座の中で短期売買を繰り返すのか？というものである。そして、これらの問に対して、本論文では、今後さらに第1の問のような個人を増やし、第2の問のような投資家を減らすにはどうすればよいかについて考える。そして、行動経済学（特に、ナッジ、スラッジ）の知識を応用することで2つの問、とりわけ第2の問に対する答えを提供できるのではないかと考える。

JEL 分類番号：G14, G40, G11

キーワード：長期投資，短期売買，デフォルトファンド，ナッジ，スラッジ

* 「なお、本論文に関して、開示すべき利益相反関連事項はない。」

^a 武蔵大学経済学部金融学科3年 s1223072@st.musashi.ac.jp

^b 武蔵大学経済学部金融学科3年 s1223098@st.musashi.ac.jp

^c 武蔵大学経済学部金融学科3年 s1223094@st.musashi.ac.jp

^d 武蔵大学経済学部金融学科3年 s1223011@st.musashi.ac.jp

1. はじめに

2024年1月1日から、いわゆる“新NISA(ニーサ; Nippon Individual Savings Account)”がスタートした。NISA自身は、英国のISAをモデルに2014年1月にスタートしており、少額からの投資を行う方のための「少額投資非課税制度」である。通常、株式や投資信託などの金融商品に投資すると、投資期間中に受け取った配当や分配金、さらには売却時における運用益には現状20.315%の税金がかかる。NISAは、それらを一定の制限のもとで非課税にするというものである。導入後、2016年には“ジュニアNISA”，2018年には“つみたてNISA”が始まり、個人投資家の注目も徐々に高まっていった。そして、今年の1月に始まったNISAは、投資期間や投資資金に対する制約が大幅に緩和され、また、政府や証券取引所なども積極的に関与することで、これまで資産運用に興味を示さなかった個人にも注目される大々的なイベントとなった¹。

新NISAについて、金融庁がとりわけ強調しているのは、①非課税保有期間が無期限であること、②制度(口座開設期間)が恒久であること、③つみたて投資枠と成長投資枠の併用が可能であること、④年間投資枠が拡大したこと、⑤非課税保有限度額(総枠)が新設されたこと、⑥非課税保有限度額(総枠)の再利用が可能となったこと、をあげている。また、NISAの利用について、各自がライフサイクルを意識し、資産形成のためには“長期”“積立(時間分散)”“分散(投資対象分散)”投資が大切であると解説している。しかし、現実を目を向けると、NISA内で短期売買を行っていることがときどき話題になっている。本論文では、とりわけ個人が“長期”で投資を行う環境をどのように作り出せばよいのかについて考察する。

『日本経済新聞』(2024年5月1日9ページ)に興味深い記事「投資経験のある20代から60代までの2,900人のアンケート調査」がある²。これによると、資産運用のイメージは?という質問に対して、「将来の生活資金の備え(78%)」、「貯金のようにコツコツ行うもの(50%)」、「ギャンブルの一種(12%)」、「お金持ちがやるもの(16%)」と回答している。次に、③投資方針は?という質問に対して、「長期保有だがある程度の値上がり益があれば売る(36%)」、「長期保有で値上がり益が出ても売らない(28%)」、「値上がり益を重視し短期で売却(11%)」と回答している。さらに、値上がり益が出ても売らないと回答した内、NISA利用層は33%でNISAに興味がない層は26%であった。村井(2021)は、長期・分散・積み立ての考え方の浸透の重要性を主張しているが、これら質問について、記事では“旧つみたてNISA”の開始以降、長期・分散・積み立ての考え方が新しい個人投資家層の間で広まりつつ

¹ 政府によるNISA推進の背景は内閣府(2022)を参照のこと。また、NISAに関する初期の研究として、岩佐(2014)、高田(2018)、宮本(2018)などがある。

² 日本証券業協会(2024)もアンケート調査によるNISAの影響を調査している。

ある”とコメントしている。本論文では、ここからさらに一步踏み込んで、「長期保有だがある程度の値上がり益があれば売る」と回答した約3人に1人の“売る”決断をできるだけ遅らせる（当初計画の“長期投資”に留める）方策について考える。

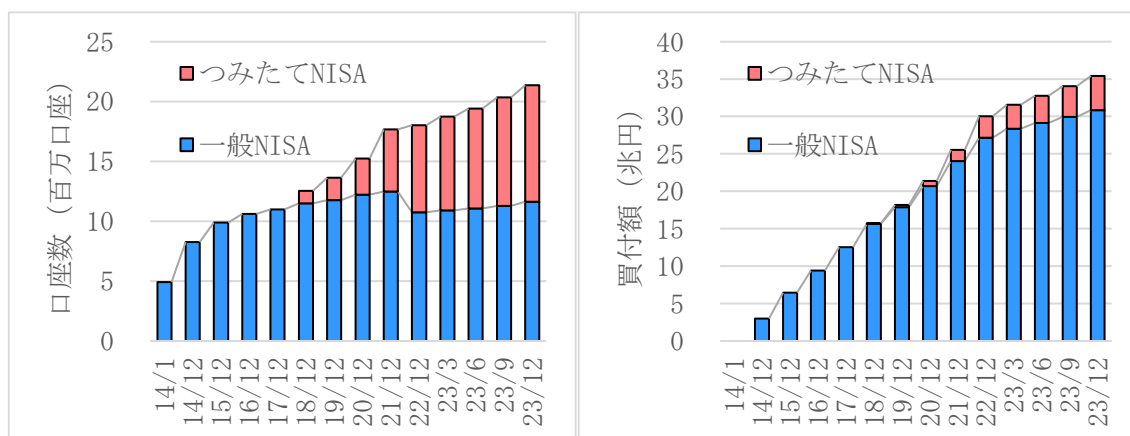


図 1. 旧 NISA の口座数

図 2. 旧 NISA の買付額

2. NISA の広がり と 課題

図 1 と図 2 は、NISA 開始から新 NISA 開始までの口座数と買付額の推移を表している（データは金融庁発表）。両データから NISA が順調に浸透していることがわかる。そして、先日、新 NISA のデータが公表された。それによると、2024 年 3 月末時点での口座開設数は 2,323 万口座であり、単純に計算すると新 NISA になって 187 万口座増えたことになる。そして、1 月から 3 月の新 NISA での買付額は 6.18 兆円（成長枠 5.14 兆円、積立投資枠 1.04 兆円）となっている。この買付額であるが、東京証券取引所が発表している「投資部門別株式売買状況（東京・名古屋二市場）」の個人・現金取引と比較すると、約 24%に相当する金額である。

このように、NISA は順調に拡大しているように見えるが、いくつか問題も指摘されている。たとえば、『エコノミスト』（2021/2/11 オンライン）の記事「日本人はなぜ「つみたて NISA」をすぐ売却してしまうのか」によると、2018 年の買付額 931 億円のうち、17%にあたる 158 億円が翌年に売却されていることを指摘している。“長期投資”という目的からはかけ離れた短期投資が意外に多い。佐久間（2024）もこの問題を指摘している。

さらに、この問題点を解決するために導入された新 NISA であるが、日本経済新聞電子版（2024 年 8 月 28 日）の「新 NISA で人気の投信、相場動乱で慌てて売却か」によると、8 月上旬の株価急落の際、新 NISA で人気のある投資信託について、慌てて売却したり、投資をやめたりしたのではないかと思われる状況がみられたとある。

3. 個人投資家の長期資産形成を促す方法

昨年度の行動経済学会で発表した中で、山田・加賀・丸山・宮内・中西・七五三野（2023）は次のような重要な指摘をしている。“総務省の調べによると、2022年度の家計の平均をみるといわゆるリスク資産である有価証券は資産の16%となっており、米国の約半分となっている。多いから良いというわけではないが、ファイナンス理論の重要な結論である複利効果の恩恵を受けながらある程度余裕をもった積み立てをするにはリスク資産への投資が不可欠である。もちろん、リスク資産の場合、たとえば3%の利回りを確実に達成することは無理であるが、良いときもあれば、悪い時もあるので長期で平均して達成することを目標にすることは現実的であると考え”。すなわち、NISAが政府の掲げる目的どおり、個人投資家に浸透するには、企業側の意識改革と個人投資家側の意識改革が必要不可欠である。

3.1. 企業側の意識改革 — 新NISAに個人投資家の注目が集まった理由

ファイナンスにおけるポートフォリオ理論はリターンとリスクのトレードオフを関連付けている。つまり、個人投資家として一番気になるのは、リスク資産で構成されたインデックスファンド（日本で代表的な指数としてTOPIX）が“長期的に”魅力的な投資対象となる得るのか？という点である。これに対して、2023年3月に東京証券取引所から発表されたPBR1倍割れ改善要請は、株式市場を新しいステージに移行させ、これから長期投資を検討する特に若い世代への強力なアピールとなることを狙った戦略といえる。そして、今年に入り1989年末のピークをその後30年という長期に渡ってその数字を超えることができなかった指数はその呪縛から解放された。（山田・加賀・丸山・宮内・中西・七五三野（2023）を参照。）

3.2. 個人投資家側の意識改革

“長期投資”への足場がしっかりしてきた中、個人投資家の意識改革も必要となる。2節で考察したように、依然として短期的な値上がりや値下がり反応して売買を繰り返すという行動を何らかの方法で思いとどまらせる必要がある。

本論文では関連する文献を収集し、短期売買を思いとどまらせる施策についてそれら先行研究を整理した（本予稿論文では文字数の関係で省略）。その結果、著者は表1のような施策を提案する。

表1. 個人投資家の短期売買を抑制する施策

<強制>	<中立>	<誘導>
回転率制約	金融教育	デフォルトファンドの設定

回転率制約とは、頻繁にNISA口座で売買を繰り返すと非課税枠の対象から外すという考えである。強制力はあるものの、これだけでは本来の目的である“多くの個人が貯蓄から投資へ”が実現することに貢献するのか疑問である。次に、一番効果的なのは金融教育であろう。本論文の著者も金融を学ぶ学生としてその重要性を実感している。金融庁が行ったアンケート調査でも、金融商品を購入しない理由の1位が“資産運用に関する知識がないから”，2位が“余裕資金がないから”，3位が“購入・保有することに不安を感じるから”となっている。金融教育はこのうち1と3を解決する有効な手段ではあるもののその実行は大掛かりであり、効果がでるまでの時間は長い。

もう少し、短期的に効果が表れ、しかも費用のかからない方法としてここでは“デフォルトファンドの設定”を提案する。佐川・土屋（2019）は、行動経済学を使った年金加入の促進の事例としてスウェーデンなどがすでに取り入れている“デフォルトファンド”（具体的にライフサイクルファンド）について議論している。本論文では、ライフサイクルファンドの実践を提唱しているマルキール（2023）とともにこのアイデアを参考に次のような仕組みを提案する。ポートフォリオ選択理論において重要なインプット情報であるリスク回避度を無視することはできない。そこで、たとえば、NISA口座開設に、リスクに対する態度を測定する簡単な選択問題を複数用意する。回答者は、アンケートに答える感覚でチェックをつけていくと、最後に“あなたのリスクに対する態度は〇〇という結果になりました。当社（口座開設証券会社名）の個人投資家情報に関する情報を分析するとあなたへは〇〇ファンドをお勧めします。”と誘導する。投資期間も年齢から判断して、老後といった超長期からマイホーム購入や結婚といった数年先の具体的な大きなイベントを選択させることで、少なくとも1年以内の短期的な売買を控えさせるような誘導を行う。最後に、ファイナンス理論として年金の将来価値の式 $(V_N = C \times r^{-1}((1+r)^N - 1))$ に積立目標額 V_N 、ファンドの期待リターン r 、積立年数 N を代入して推奨積立額 C を提示する。

一方、それでも目の前で株価が急騰したり、急落したりするのをみると短期売買をしたくなる投資家は出てくるであろう。その場合は、サンスティーン（2023）が提唱するスラッジを“良い意味で”利用してはどうだろうか³。つまり、具体的に、今の手順の逆を行うのである。行動経済学の実験からえられた様々な事例（後悔の嫌悪、損失回避など）を巧みに利用した質問を繰り返し、できるだけ短期売買を思いとどまらせる。その際、口座開設時に行った質問の結果を表示し、再考を促す。もちろん、短期売買のすべてが問題というわけではない。ライフプランの変更など正当な理由までも阻止するのは本末転倒である。できるだ

³ 中野・金子（2024）もこの方法の可能性について言及しているが、具体的な方法については提示していない。また、森・坂口（2020）は、ナッジを利用した資産形成の方法について検討している。

け少ない質問で押しつけがましくない範囲で(ナッジのように)短期売買の欠点を気づかせる仕組みづくりが必要である。

このような施策は金融教育の広がりとともに自然と消滅するのが理想であるが、ここまですでにNISAが一気に広まった機運を逃さないためにも次の一手として有効であると考えられる。

学会当日は、これら提案の詳細とその有効性を裏付ける先行研究の紹介を行う。

引用文献

岩佐代市, 2014. NISA について ―甦る期待と幻想―. 関西大学商学論集 59(3), 1-19.

佐川あぐり, 土屋貴裕, 2019. 老後所得の確保につながる行動経済学の応用 ―私的年金
拡充に向けて―. 大和総研調査季報 36, 18-31.

佐久間啓, 2024. 新NISAで個人の投資行動に変化はあったのか. 金融市場レポート. 第一
生命経済研究所.

キャス・R・サンスティーン, 2023. スラッジ ―不合理をもたらすぬかるみ. 早川書房.

高田創, 2018. 「雪の時代」平成が終わり資産運用拡大の「普通の時代」へ. エコノミスト
12/25号, 34-35.

内閣府, 2022. 資産所得倍増プラン.

中野晴啓, 金子久, 2024. 金融×IT対談, 野村総合研究所金融デジタルビジネスリサーチ
部, 4月.

日本証券業協会, 2023. 2023年度「個人投資家の証券投資に関する意識調査」.

バートン・マルキール, 2023. ウォール街のランダム・ウォーカー. 日本経済新聞出版社.

宮本佐知子, 2018. 発足5年目を迎えたNISA ―これまでの利用状況と普及へ向けた課題
―. 野村資本市場クォーターリー Summer, 165-175.

村井幸博, 2021. なぜ、「長期・積立・分散」の資産形成は難しいのか? 第一生命経済研
レポート.

森駿介, 坂口純也, 2020. 顧客本位・金融教育・ナッジで促す家計の資産形成 ―日本証
券業協会・匿名個票データを用いた証券投資の必要性認識の決定要因の分析―. 大和総
研調査季報 38, 16-33.

山田康市, 加賀仁, 丸山さくら, 宮内瑞季, 中西智也, 七五三野龍, 2023. 東京証券取引
所によるPBR1倍割れ改善要求に対する株式市場の反応. 行動経済学会2023年全国大会
予稿原稿.