

◇この議事速報（未定稿）は、審議の参考に供するた
めの未定稿版で、一般への公開用ではありません。
◇後刻速記録を調査して処置することとされた発
言、理事会で協議することとされた発言等は、原
発言のまま掲載しています。
◇今後、訂正、削除が行われる場合がありますの
で、審議の際の引用に当たっては正規の会議録と
受け取られることのないようお願いいたします。

○津島委員長 これより質疑に入ります。

質疑の申出がありますので、順次これを許しま
す。階猛君。

○階委員 立憲民主党の階猛です。本日もよろし
くお願いします。

ちよっと、質問に先立って、円安のことについ
て大臣の認識をお伺いしたいんですが、今の円安
はマネーゲームに基づく一時的なものなのか、そ
れとも、構造的な要因に基づく中長期的に続くも
のと見ているのか、その辺りを教えていただけま
すか。

○鈴木国務大臣 今回の円安の背景について多くを
申し上げることは、場合によっては市場に影響を
与える可能性がありますので控えたいと思いま
すが、マーケットトークも含めて言われております
ことは、やはり日米の金利差というものが意識さ
れているのではないかと。そういうことを考えます
と、こうした今の金融情勢がどれぐらい続くのか、
短期で終わるのか、それとも長期に及ぶのか、そ
ういうところの判断にかかってくるんだ、そうい

うふうに思います。

ただ、為替の水準というのは、金利差、それは
かなり重要な部分を占めますけれども、そのほか
にも、国際収支でありますとか物価の動向であり
ますとか、そういう経済指標、それから市場参加
者のセンチメントでありますとか、それに基づく
投機の動き、そういうものも複雑に混じり合っ
て形成されると思います。しかし、重要な部分であ
ります金利差が意識されているということ、これ
が言われておりますので、これは金融政策がどの
程度日米で続くのかということによってくるので
はないか、そういうふうと考えております。

○階委員 これからゴールデンウィークで海外に
行かれる方も多くなると思うんですよ。ニュース
などでも報道されていますけれども、非常に円安
で海外に行ったときに買えるものが少ないとい
うことで、大変、一般の方もこの円安の影響は出
ているということ、ここは断固たる措置を取っ
ただければと思っております。

円安による物価高という中で今政府が検討して
いるのは、少子化対策加速化プランの財源三・六
兆円のうち一兆円について、子供、子育て支援金
という新たな負担金を徴収する法案を提出して、
参議院で審議をしているわけです。

しかしながら、立憲民主党では、今の円安、物
価高の折、国民に新たな負担を求めなくてもいい
のではないかと、それ以外の方法で財源を捻出すべ
きではないかということを考えてまして、たどり着
いたのが、パネルを用意しております、日銀のE
TFを政府の特別会計が簿価で買い取って、そこ

に入ってくる年間一兆円以上と見込まれる分配金
を活用するというものです。

これについて、岸田首相は十六日の国会答弁で、
ETFの分配金収入は日銀の国庫納付金の一部と
して一般会計の歳入に計上され、国の一般財源と
して既に活用されていると述べられました。しか
しながら、ETFの分配金収入は、確かに国庫納
付金の一部として一般会計の歳入に結果的には計
上されますが、それは決算の段階であって、当初
の予算の段階では、政府が行う事業の財源として
は見込まれていません。

その証拠をお示しします。二ページ目を御覧に
なってください。

これは、調査室にも御指導いただきながら私の
事務所で作ったものですけれども、平成三十年以
降の政府予算の中で見積もられている日銀の国庫
納付金、これはオレンジで示したものの、そしてそ
の隣が試算ということで、我々の事務所で作算し
たものであります。

この紫の部分がETF分配金を見込んだものの、
そしてブルーの部分が、信託財産株式というのは
過去に銀行から買い取った株の売却益などです。
そして、緑の部分は、日銀が大量に持っている国
債の利息収入から得られるものということで、そ
れぞれの収益に対して必要な経費、これを差し引
いたものを試算額として計上しております。詳し
くは、下の注一、注二を御覧ください。

その上で、実績値というのが三本目の棒グラフ
で、我々の試算とどう違うんだろうかということ
で、ここで、令和四年度、右から三つ目のところ

ですね、ここに着目いただきたいんですけども、当初予算案で見積もっていたのは〇・九兆円。ところが、実績値は一・九兆円ぐらいということで、実際には一兆円ぐらい上振れしたということがありました。

今回、令和六年度、一番右ですけども、当初予算では一・一兆円となっておりますが、恐らく我々が試算しているところだと一兆円ぐらいは余るだろう。つまり、ETF分配金部分は、ほぼ予算段階では見積もられていないことを我々としては試算しているわけです。

令和五年度、その一つ手前のものですけども、令和五年度についてはもうすぐ実績値が出てきますけれども、この令和五年度も、我々の試算値では、ETFの分配金収入というのはほとんど予算段階では見積もられていないというふうに分析しております。

そこでお尋ねしたいんですけども、ETFの分配金収入は一般財源として既に活用されているというふうに岸田首相は答弁されていたわけですけども、今お示ししたとおり、分配金収入は予算段階で見込んでいないと思われまます。ですので、岸田首相の答弁は誤りであり、撤回すべきではないかと思いますが、大臣の見解をお願いします。

○鈴木国務大臣 階先生の御指摘は、日本銀行の納付金に關しまして、予算額と実際の納付額との間に乖離がある、この乖離はETF分配金収入によるものではないか、そうであるならば、予算額からの上振れは、税収や税外収入が上振れた場合と同じように特例公債の発行減額に充てられる可

能性があり、必ずしも、一般財源として何らかの使途に活用されているわけではないという御趣旨である、そういうふうに受け取らせていただきました。

お示しをいただきました子供、子育て支援金制度の対案につきまして、その財源であります。ETF分配金を活用したスキームについては、財政法との関係でありますとか、日本銀行の金融政策の独立性との関係の問題もありますが、これは取りあえず横に置いておきまして、御指摘の点についてのみ申し上げますれば、まず、事実関係として、日本銀行からの納付金については、予算の時点からETF分配金収入も見込んでおりまして、予算と実際の納付額との乖離、これは、ETF分配金収入を見込んでいないことによるものではないわけでありまます。

また、決算において、予算上の見込額から上振れが生じることも想定されますが、日本銀行は多額の国債や外貨資産等を有しておりまして、国庫納付金の水準は、金利や為替の水準に大きく影響をされるものであります。特に昨今では、円安の影響というものが、大きく影響を受けていることと承知をしております。上振れは、こうした金利や為替の水準の変動の結果として生じたものであると思えます。

さらに、仮に、上振れ額を新たな使途に充てるとしたとしても、その分、特例公債の発行額を減額できなくなることから、結局は、特例公債の発行に依存することとなることと踏まえますと、新たな財源とは言えないのではないかと、

そのように考えます。

○階委員 まず、予算段階で見込んでいたというお話だったんですが、客観的な実績を見ますと、一兆円のギャップがあるんですね。見込んでいたんだとしたら、こんなにギャップは出ないはずですから、それと、もし見込んでいたんだとしたら、もうすぐ結果が出ます令和五年度、当初予算段階では〇・九兆円だったものが、実績の段階では国庫納付金はさほどこれと変わらないということをお示しを大臣はおっしゃっているということですか。

○鈴木国務大臣 確かに、当初予算と決算を見てもみますと、令和四年について言えば、一兆円程度乖離がございます。その乖離につきましては、これは当初予算にETFの分を入れていないということではなくて、先ほど申し上げましたとおり、多額の国債あるいは外貨資産等、これに対する金利や為替の水準によって国庫納付金が影響を受けるわけでありまして、一兆円の差があるわけでありまます。昨今におきましては、やはり円安の影響でこのような差が出たということだと理解していただきます。

○階委員 今日、日銀は政策決定会合で来てもらえませんでした。本当だったらこは日銀にただすところだと思わうんですけども、外貨の円安による含み益が出たり含み損が出たりという部分がありますよね。そこは、一旦は収益として計上しつつも、たしか引当金として同じ額だけ、例えば含み益が出たら、その額は利益として計上するんだけれども、同じ額だけ引当金としても計上している、そして相殺されているということだったと

思うんですけれども、違いますかね。

○鈴木国務大臣 正確に答えられるかどうか分かりませんが、利益の半分を入れるということでは整理されていると理解をしております。

○階委員 ですので、我々は、そこは多少の変動要因はあるとしても、でも、ギャップの大宗を占める部分はETFではないかということを上申上げているわけですよ。

もし、ETFを最初から見込んで、予算段階で見込んでいるということであれば、その積算根拠、これを国会に出してほしいんですが、いかがでしょうか。

○鈴木国務大臣 予算におきましては、やはり保守的に、堅いところを見なければいけないということが一般的な傾向としてあると思います。

しかし、積算するからには、責任を持ってしなければいけませんので、どういふことでこういう数字を見積もったのかということはお示しできると思います。

○階委員 では、理事会に提出をお願いします。

委員長、お取り計らいをお願いします。

○津島委員長 理事会にて協議をいたします。

○階委員 それで、結局、国庫納付金が予算段階より上振れしたとしても、その分は決算の段階で国債の発行抑制とかに充てられるんだというお話を私は昨年も伺ったことがあります。それはそのとおりだと思うんですけれども、国債の抑制に充てるということは、そもそも、本来、ETFの分配金収入というのが見込まれていたにもかかわらず、当初予算ではそれを使わないで、最後、余っ

ている部分を借金の返済に充てるということ、国会の議論を経ずに借金の返済に充てていることだと思いませんか。なので、私としては、財政民主主義の観点から、ちょっとこれはおかしいのではないかと。

まず、憲法八十五条という条文がありますよね、この八十五条によって、国費を支出することは国会の議決に基づくことを必要とする、これに反していますし、また、今回やろうとしているのは、少子化対策を行うためだということで、国民に負担を求めておきながら、その結果浮いたETFの分配金収入という財源を財務省の裁量で借金返済などに充てるということが可能になっているわけであって、これは、一般財源の活用というよりは、むしろ流用とか悪用の類いではないかというふう

に思うんですね。
こうしたことやるよりも、今、円安、物価高で苦しんでいる中で、なるべく国民の負担を減らす、どうせ上振れが一兆円も見込まれているわけですから、この部分については、新たな財源として、予算段階から子育ての部分に充てるということをやめる方が正しいと思います。いかがでしょうか。

○鈴木国務大臣 現実として、昨今は円安がかなり急激に進んでいるということにおきまして、結果として、意図をしたわけではありませんけれども、決算段階で一兆円余りの乖離が出たということは事実であります。それは、先ほど来申し上げておきますとおり、これは結果としてそういうのが出たということでございます。過去を遡ると、その

逆があったのかどうか分かりませんが、かなり乖離幅がないときもあった、そのように承知をいたしております。

いずれ、結果として生じたこの差については公債発行を減額をするというのは、これは財政健全化の立場からしても正しい処置の仕方である、そういうふうに考えます。

○階委員 国庫納付金というのはETF以外にも様々な要因によって変動しますから、当初の段階から国庫納付金を正確に見積もることは困難だということとは理解します。

ただ、一方で、分配金収入というのは、前回もお話ししましたけれども、ほぼ一兆円以上、株価が今より三〇%ぐらい下がっても一兆円ぐらい確保できるわけですね。この部分については別枠で管理して財源に充ててもいいんじゃないかというふうにも思うわけです。それは、国民の負担を求めるとしても、そちらの方が得策だと思っております。それだけではなくて、財源の問題だけではなくて、ETFを日銀から切り離して国が持つ、政府が持つということは、今岸田政権でやろうとしている資産運用立国にも整合するんじゃないかと思っております。

なぜかというのと、三ページを見てください。この三ページの表題の下、「企業と投資家の建設的な対話の促進により、中長期的な企業価値向上を促すため、「共同保有者」の範囲を明確化」ということで、「企業と投資家の建設的な対話の促進」とあるんですが、日銀は今、東証プライムの時価総額の約七%を占める大株主です。しかし、日

銀は自ら企業と建設的な対話は一切していません。株主総会の議決交渉を含めて、投資運用業者に丸投げしているわけです。

日銀が巨額のETFを保有し続けることは、政府の資産運用立国方針と整合しないと思うんですが、この点はどうですか。

○鈴木国務大臣 資産運用立国と日銀の巨額のETF保有ということの整合性ということでございますが、資産運用立国実現プランでは、投資に関わる各主体に対する働きかけを通じて我が国経済の成長と国民の資産所得の増加を目指しております。このうち、投資先企業との対話を行う機関投資家に対しては、中長期的な企業価値の向上に向けた建設的な対話を行うよう促しているところでございます。

日本銀行ではETF買入れ要領というのがある。と承知しております。そのETF買入れ要領におきましては、ETFの運用会社に対して最新のスタンダードシップ・コードの受入れ及び実施の状況を報告することを求めているものと承知をいたしております。そして、ETFの運用会社において、そのETFに組み入れられた株式の発行体企業との建設的な対話など、スタンダードシップ活動が行われているものと考えております。日銀が直接、上場企業に対していろいろ物を言うのではなくて、この間にありますところの運用会社がそうしたことをするということが日銀のETF買入れ要領に書いてある、そういうふうに理解をしております。

こうしたことを踏まえますと、日本銀行がETF

Fを保有する場合でありまして、その運用会社のスタンダードシップ活動の実質化を通じて中長期的な企業価値向上を促しているという点において、資産運用立国に関する施策と整合的である、そのように考えます。

○階委員 今おっしゃいましたけれども、日銀が保有するETFは、一般の顧客にもそれは売っているわけですね。一般の顧客と同じような立場で、日銀はスタンダードシップ・コードを守ってもらっている、受け身の立場です。別に日銀が特別に投資信託運用会社に指示しているわけでも何でもないんです。一般の顧客と同じで受け身なんです。それがいいのかということ。建設的な対話ではないんじゃないかということです。

私は、ある有識者の方から意見を聞いていて、そういうのはやはり、物言わぬ株主によって企業のガバナンスがゆがめられているということをお聞きしています。

これに代わって、本当に資産運用立国を目指すんだとしたら、やはり私どもの案のように、政府の方で買い取って、場合によっては、投資信託のままじゃなくて、それを現物株に、いわゆる現引きをして、そして積極的に対話をしたり、あるいはいろいろとガバナンスについて物を言っていく。今の大きな問題である賃上げとか少子化対策、脱炭素社会構築といったことについて、企業が積極的に貢献することで企業価値を高めていくような誘導をするということも選択肢としてあり得るんじゃないかということを考えています。

そのような見地からも、日銀が保有しているE

TFというのは、資産運用立国にとってそれほどプラスになっていなくて、政府は買い取って、企業と対話する条件を買い取るべきではないかと思うんですけれども、大臣の見解を伺います。

○鈴木国務大臣 日銀が持つておりますETFを政府が買い取るということですが、それにつきましては先ほど、ちよつと横に置いておく、こう申し上げましたけれども、財政法上の関係でありますとか、あるいは日本銀行の金融政策の独立性、これは日銀の金融政策の中でETFというものを買って入れているということでございますので、そういう点の問題があるということも申し上げたいと思います。

○階委員 そういう問題とは別に、日銀が保有し続けているこの害悪、株式市場に対する害悪というのが存在するというのを私は言っているわけです。物言わぬ株主によって、対話が促進されず、企業のガバナンスがゆがめられるということも言っているわけです。それを是正するための方策として政府が買い取るというのは、私は正しい方向性ではないかというふうに思っています。

それと、この対話の促進ということで、三ページの下の方に米印がありまして、ちよつと私の方で下線を引きましたけれども、「配当方針や資本政策の変更といった、企業支配権に直接関係しない提案を共同して行う場合等を想定」というふうになっていきますね。この場合は共同保有者に該当しないということを確認するそうです。

そうすると、大量保有報告書の提出が免除されて、今まで以上に投資家サイドの配当方針や資本

政策の変更、すなわち配当の引上げとか自社株買
いなどを求める行為がやりやすくなるわけです。
これでは、いわゆる株主利益を優先する株主資本
主義を助長しかねないのではないかとということ考
えます。

そもそも、岸田政権は、新しい資本主義を掲げ
て、株主資本主義ではなくて、株主のほか、従業
員や顧客やサプライヤーや地域社会など、多様な
ステークホルダーに配慮する公益資本主義を志向
していたのではなかったのでしょうか。一体、資
産運用立国は、株主資本主義とステークホルダー
資本主義、どっちを目指しているのでしょうか。

お答えください。
○鈴木国務大臣 新しい資本主義、これを金融面
から推進する資産運用立国実現プランであります
が、これは、我が国の家計金融資産の半分以上を
占めます現預金が投資に向かい、それが企業価値
の向上につながり、その恩恵が家計に還元される
ことで、また更なる投資や消費につながっていく
という、成長と分配の好循環を実現することを目
指しております。

この好循環の実現を目指すに当たりましては、
企業は短期的な株主利益を追求するのではなくて、
持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目指
して行動することが重要と考えます。

こうした観点から、政府では、これまでもスチ
ュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス
・コードを策定をいたしまして、機関投資家や
上場企業に対して、企業の中長期的な企業価値の
向上に向けた自主的な行動を促してまいりました。

特に、コーポレートガバナンス・コードにつきま
しては、上場企業は、株主のみならず、顧客や従
業員を含む多様なステークホルダーとの協働に努
めるべきことということを明記をしているところ
でございます。

このように、資産運用立国は、株主資本主義や
公益資本主義といった特定の考え方に完全に一致
するものではありませんけれども、先生御指摘と
同様に、企業の中長期的な成長の実現に向けて、
従業員や取引先なども含んだ多様なステークホル
ダーの関与、これを重視するものである、そのよ
うに考えます。

○階委員 とはいっても、さつき三ページの下線
部分、指摘したとおり、配当方針や資本政策の変
更、すなわち配当の引上げとか自社株買いの提案
がしやすくなるわけですね、今までより。それと
もう一つ、五ページ目なんですけれども、投資運
用業者の参入促進ということで、投資運用業に参
入しやすいように、ミドル・バックオフィス業務、
これを外部委託ができる。

私も金融機関でコンプライアンス部門にいまし
たので、これを見たときは驚いたんですね。コン
プライアンスの仕事をするのに、会社にいなくて
仕事ができるのかと。いろいろな現場の実情を知
ったり、あるいはコミュニケーションを頻繁に取
ったりしながら問題ないかどうかをチェックする
わけですよ。外部にそれがあつたとして、本当に
必要な情報が得られるのか。そして、外注すると
いうことですから、お金を払う、払われる関係に
なるわけですね。委託先は委託元に対して、いわ

ば頭が上がらなくなって言うべきことを言えなく
なる、こんなことも危惧されるわけですよ。

それに加えて、六ページ目を見てください。コ
ンプライアンス人材を外注するというところで、外
注する場合は、その外注先には投資運用関係業務
受託業者に登録するというのが求められるわけ
ですけれども、そうして登録された業者に委託す
る場合は、六ページ目の左側の下線を引いてい
るところ、今までですと、例えばコンプライアンス
ですと、その執行について必要となる十分な知識
及び経験を有する役員又は使用人、これを置く必
要があつたところが、これからは、その業務の監
督を適切に行う能力を有する役員又は使用人とい
うことで、監督を適切に行えればいいというんで
すよ。

でも、私は、監督を行うためには、そもそもコ
ンプライアンスが何たるか、あるいは様々な法令
上の知識とか、これがないと監督はできないと思
うんですね。逆に、適切な監督を行う能力がある
ということであれば、ほぼ今までと変わらず、必
要となる十分な知識及び経験を有する人を置くこ
ういうことになりましたから、何もこんな法改正をす
る必要はない、今までどおりでいいんじゃないか
と思うんですが、この点どうですか。

○鈴木国務大臣 今回の法律の改正案におきまし
て、ミドル・バックオフィス業務、これを委託す
ることができることにしたわけでありませうけれど
も、これは、投資運用業者の新規参入を促進するとい
う観点がございます。適切な品質が確保されたミ
ドル・バックオフィス業務を受託する専門の事業

者について、任意の登録制を導入をして、投資運用業者が登録を受けた事業者に当該業務を委託する場合には、委託元の投資運用業者の体制整備に関する要件、これを緩和する措置を講ずることとしております。

これによりまして、登録を受けた事業者にコンプライアンス業務を委託する投資運用業者においては、自前でコンプライアンス部門や担当者を設置することは不要とする一方におきまして、委託先のコンプライアンス業務の監督を適切に行う能力を有する役員等の確保を求めるといたしております。

この当該役員につきましては、適切な者が選任されるよう、必要な能力等を監督指針等において定めてまいりたい、そのように考えているところであります。

○津島委員長 階君、申合せの時間が経過しております。

○階委員 はい、分かりました。

これで終わりますけれども、要するに、大臣もおっしゃったとおり、投資運用業者に新規参入をしやすくしていく。競争が激しくなるわけですね。競争が激しくなると、パフォーマンスをより多く上げなくちゃいけない、投資収益をより稼がなくちゃいけないということ、より企業に対する圧力ということもつながって、株主資本主義が更に進むことになる。

やはり、この法案については、公益資本主義とはかけ離れている、我々が目指すところとはかけ離れているということを申し上げまして、質問を

終わります。

ありがとうございます。

○津島委員長 これにて階君の質疑は終了いたしました。