

# 世

界経済や産業構造が変化する中で、変化に対応したお金の流れの仕組みづくりとして行政の役割を採り上げた。

産業金融を扱い、『日本の「稼ぐ力」創出研究会』に聞かれてきた経済産業省産業資金課に議論の内容や経緯について伺った。産業資金課課長補佐（取材時）の植木様から、産業金融の転換によるお金の流れの変化や、企業が稼げる環境整備についてお話しいただいた。

産業だけでなく家計にリターンをすることを考えるインベストメントチエーンの高度化は高齢化社会でも生涯豊かな生活が守られ、産業では新しい分野に資金が供給され、持続可能な経済成長が実現できる可能性があると感じた。

植木 貴之氏 | 経済産業省 経済産業政策局 産業資金課

## 産業金融の変革への挑戦

interviewed by ueno masashi

# 4

産業資金課の役割と政策ツールについて教えてください。

今、産業資金課の仕事を説明するのは難しいです。昔は傾斜生産方式のような形で、資金供給が必要な産業分野に、政策金融機関を通じて資金を融通していく財政融資の活用が主でした。今は金融の自由化も進み、足下の金融緩和もあつて、マクロで見ると資金が足りないといっている企業はいはずです。中小企業庁が担当している中小企業支援などを除くと、産業資金課が何をやっていくか、見えにくくなっているというのが率直なところです。従来型の政策の延長線としては、経産省内の財政融資要求をとりまとめ、財務省と調整する役割を担っています。他方、財政融資改革、政策金融改革が行われてきた中で、そうした政策の役割は縮小してきました。『日本の「稼ぐ力」創出研究会』のような産業と金融の関係見直しは、こうした中でもなお政府が果たすべき役割は何か、いわば産業資金課の自分探しのようなものでもあります。

この研究会では、ローカル経済圏／グローバル経済圏という考え方で両者を区別し、議論を進めてきました。ローカル企業とグローバル企業では金融の役割も違ってきます。

ローカルな企業に対しては、その評価のためのベンチマークを産業資金課で作っています。ローカルな企業でも、いい企業があるのに、評価する指標がありませんでした。規模も小さく、借りるお金も小さいので金融機関あまり見てこれなかった。丁寧に見れば融資ができた、後継者を見つけて事業継続できることもあります。また、企業自身がどう自分を評価するか、冷静に判断してもらう材料の一つでもあります。財務諸表、経営者、商流（自分の取引先や末端の取引先の人はどういう人がいるか把握しているのか）など一応、政府としてこの視点は最低限必要ではないかということを示しています。これが地域の企業と金融機関の対話に繋がり、資金供給の円滑化、ローカル企業の活性化につながることを期待しています。

グローバル企業については、例えば、今だと人工知能やビッグデータの活用がビジネスの話題の主流になり、オープンイノベーションが重要になってきています。大企業であってもベンチャーと組んで、企業内のリソースのみで競争に挑むのではなく、外と組んでイノベーション起こす必要が高まってきています。例えばグーグルのように企業も研究開発にお金をかけるよりは、M&Aで外の企業を買っていくわ



けです。そのような世界になりつつあるのであれば、M&Aをするときに企業は資金が足りているのか、そして、産業が変わりつつあるのに金融は変わっているのかという視点が出てきます。

こうした中で、産業資金課が提供できる政策ツールは、例えばベンチマークの設定など、問題提起や産業と金融の目線合わせにつながる取組になります。稼ぐ力創出研究会と並行で動いていた伊藤レポート<sup>1</sup>の議論も、その一つとして投資家と経営者の対話も後押しをするものです。どういう視点で投資家は企業を見ているのか、企業は投資家に何を伝えなければいけないのか、投資家と経営者の対話を深める手助けをします。海外の投資家もアクティビストだとか血も涙もないと言われることもありますが、なぜその行動をとっているのか知らないといけません。海外の投資家と関わっていかないとグローバルな経営ができないからです。企業がグローバルな視点とずれていないか、橋渡しをしています。現在は、それに加えてフィンテックに関する議論も進めています。金融とITで世の中がどう変わっていくか、ベンチャーと金融機関の関係をどうするのかといった議論で世の中は盛り上がっていますが、産業資金課が見なくてはい

ないのはその先です。フィンテックが出てきた結果、企業の資金調達や世の中の資金循環がどうなるのか、あるいは資金需要どうなるのかといったことです。この分野は特に世の中の動きが早いので、オムニバス形式の研究会で様々な専門家に議論してもらおうスタイルで議論を進めてきました。

**貯蓄から投資、間接金融から直接金融という流れは以前からありましたが、ここ数年でスピードが早くなったのは安倍政権での成長戦略が一因なのでしょうか。**

金融庁の人たちも問題意識を以前から強く持っていて、NISAの整備などが行われてきました。厚生労働省でも確定拠出年金(DC)の対象拡充など制度整備が進んできました。

加えて、安倍政権の中で企業にどう稼いでもらうかというアジェンダも出てきました。三本の矢の三本目の話です。企業が稼ぎやすい環境整備として、いわゆる企業の六重苦を取り除いていくことももちろん重要ですが、本当にそれだけで企業は稼いでくれるのか。こうした問題意識の中で、例えば直接金融と企業の関係はどうなっているのかという議論は自然に出てきました。会社法の改正やコーポレートガバナンスコード<sup>2</sup>、スチュワードシップコード<sup>3</sup>

といった施策はこうした議論の中から出てきたわけですね。

第三の矢は定義からすると構造改革、成長戦略の話で、時間のかかる話ですが、インパクトと見えやすさ、そして東証の取引の半分が外国人投資家なのでその人たちの期待をつなぐこと(どう株高を演出するか)の重要性が意識される中、コーポレートガバナンスコード、スチュワードシップコードなどは外国人投資家に日本の成長性を評価してもらうためにも必要な政策として議論が急速に進んできたのだと思います。

**インベストメントチェーンの高度化の議論では企業に資金をどう流すかだけでなく、家計にどうリターンするかという点も念頭に置かれていましたね。**

三本の矢の中で、好循環という言葉方をしました。第一の矢、第二の矢で企業の収益が伸び、賃金が増えて消費が伸びる、企業の投資も伸びることがアベノミクスの好循環だと言われていました。しかし、もっと大きな好循環もあるのではないかと。稼ぐ力創出研究会で問題提起がされました。例えば、家庭で賃金以外の投資収益でもっと稼げないか、といった話です。日本はOECDの他国とくらべて財産

の割合が少なく、高齢化も進む中で貯蓄から投資へという流れがより重要となります。投資したお金がきちんと使われ、収益を出してくれるように投資家を規律するのがスチュワードシップコードです。また、企業側の稼ぐ仕組み作りを促すための規律がコーポレートガバナンス・コードです。これらにより、もっと大きな循環を描けないかというのが念頭にありました。

**日本人の金融リテラシーを伸ばすような議論は今回あったのですか。**

鶏と卵のどちらが先かという話だとも思います。金融教育の話ももちろん重要ですが、金融サービスに触れないからリテラシーが伸びないという面もあります。アメリカだと401Kに強制加入なので、自分の身に返ってくるからきちんと勉強します。日本は制度さえできればリテラシーが伸びる可能性ががあります。例えば、スマホアプリで投資できるようになったら、意識が変わってくるという人もいます。また、教育の側からのアプローチは、金融庁や文科省が議論しています。

**リスクマネーの供給でベンチャー・キャピタル(VC)やプライベート・エクイティ(PE)の役割はどのようになっていますか。**

VCがそもそも産業として成り立っていないのではないかとという問題意識で、経産省の新規産業室では、ベンチャーキャピタル協会と一緒に産業として成り立たせていこうとしています。VCも資金が集まらないとできないので、VCが投資先の一つとなりうると、機関投資家に信用してもらおう啓発活動のようなことやっています。

VCも長期に投資して、収益を還元してくれます。また、産業競争力強化法により、企業がVCを作って投資を行う場合に税を優遇する仕組みも作っています。PEについては、M&Aをどう活性化させるかという議論の中で取り組んでいます。M&Aの重要性が高まる中で、PEも必ずしもイメージが良くなかったこともあり、産業活性化のためのPEの役割といったことについて地道に啓発活動をやっています。日本企業はコングロマリットのいろいろな事業やっていて、選択と集中が苦手な面もあるので、例えば事業の売却をPEが提案できないかといった話もあるわけです。

また、日本はPEにとって活動しやすい環境か、税制など環境は海外と比

べてどうなのかについて今後、改めて議論していきたいと思っています。

VCやPEは結局、GPIF、生命保険といった機関投資家が資金を出すので、スチュワードシップコードをどうするかという話にも戻ってきます。インベストメントチェーン全体の視点で、機関投資家にVCやPEをどう評価してもらうのかという議論も必要となります。

**機関投資家が投資先を見る指標でESGが広まりつつありますが、IRRCといった指標も更に追加するのでしょうか。**

IRRCはフレームワークなので、ある意味確立しています。他方で、ESGは考え方なので、グローバルでもいろんな議論あります。ヨーロッパだと価値観として環境保護などが根付いているので、ESGは重要な指標だと率直に受け入れられます。アメリカだとかに収益を上げるかが重視される中で、

ネガティブチェックの側面が強い印象もあります。

もし、何か問題があればNPOや行政から指摘を受けて、企業が稼ぐときの障壁になるという見方をしているわけです。インベストメントチェーンや稼ぐ力という文脈からESGも回り回って中期には企業の成長につながると示せるとよいのですが、その効果の提示が難しいのが実態です。企業を評価するときに、環境や社会への貢献といった数字に表れない取り組み、あるいはデータやITなどの無形資産をどう評価するかといった課題があります。今後、この点についても議論を深めていくつもりです。

**世の中の変化に合わせて企業の稼ぐ力をつけやすくするのが、行政の腕の見せ所でしょうか。**

稼ぐ力の源泉がわからないと取り組

みができません。中小企業支援や税制など、モノが見えるなら予算をつけるというのはわかりやすいです。しかし、データやプラットフォームをどう評価してインセンティブ付けをするか、企業構造ビジョンなど大きなこともやりな業の稼ぐ力の源泉がどう変化するのを見極めなければなりません。補助金をつけるのか単純な話ではなく、市場の失敗や外部性を考えないといけません。

また、コードも東証に上場している企業しか縛りがかかっていませんが、上場しているメリットと負担のバランスが崩れてはいけません。規制を会社法に書くのは手法としては簡単ですが、本当に企業が活動しやすいのか考えなければなりません。産業再生課の産業から、産業資金課では稼ぐ力の源泉が変わっていく中で、そのために必要なお金の流し方、企業にとっての情報の

出し方、経営の仕方などを議論してきています。

**学生に対してのメッセージをお願いします。**

私も大学院を出ていまして、経済学研究科ではありましたが、公共政策大学院の人と一緒に勉強する機会も多くありました。仕事するとどうしても足下の業務に追われるので、学生のうちに自分の思考の軸となるものを持っておくことが大事です。自分の場合は経済学ですが、実感として、何らかの軸を持っていると政策を考える上で視野が狭くならず済みます。軸を見つけないためにこのような取材活動でもいいし、研究でもいいので、学生のうちにしかやれないことがあるので、しっかり取り組んでみてください。

(取材：五月 十日・文責：上野格嗣)

1 平成二十六年に経済産業省主催の研究会(座長：伊藤邦雄一橋大学大学院商学研究科教授)が出した「持続的成長への競争力とインセンティブ―企業と投資家の望ましい関係構築―」プロジェクト「最終報告書」のこと。  
企業と投資家の「協創」による持続的価値創造、グローバルな投資家との対話では、八%を上回るROEを最低ラインとし、より高い水準を目指すこと、全体最適に立ったインベストメント・チェーン変革などが提言されている。

2 会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを実現するための規則。日本は平成二十七年六月から上場企業に適用される。

3 機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ「責任ある機関投資家」として投資先企業の価値向上や持続的成長などを促し、中長期的なリターンの拡大を図るために果たすべき諸原則。

4 ESGとは環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)の頭文字をとり、社会的責任のある投資を促す指標。IRRCは国際統合報告評議会が統合報告書を作成する際に考慮すべき原則や、開示すべき情報の内容に関して示した指標。組織固有の価値創造のあり方を検討するための概念として、財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本という「六つの資本」が提示されている。