

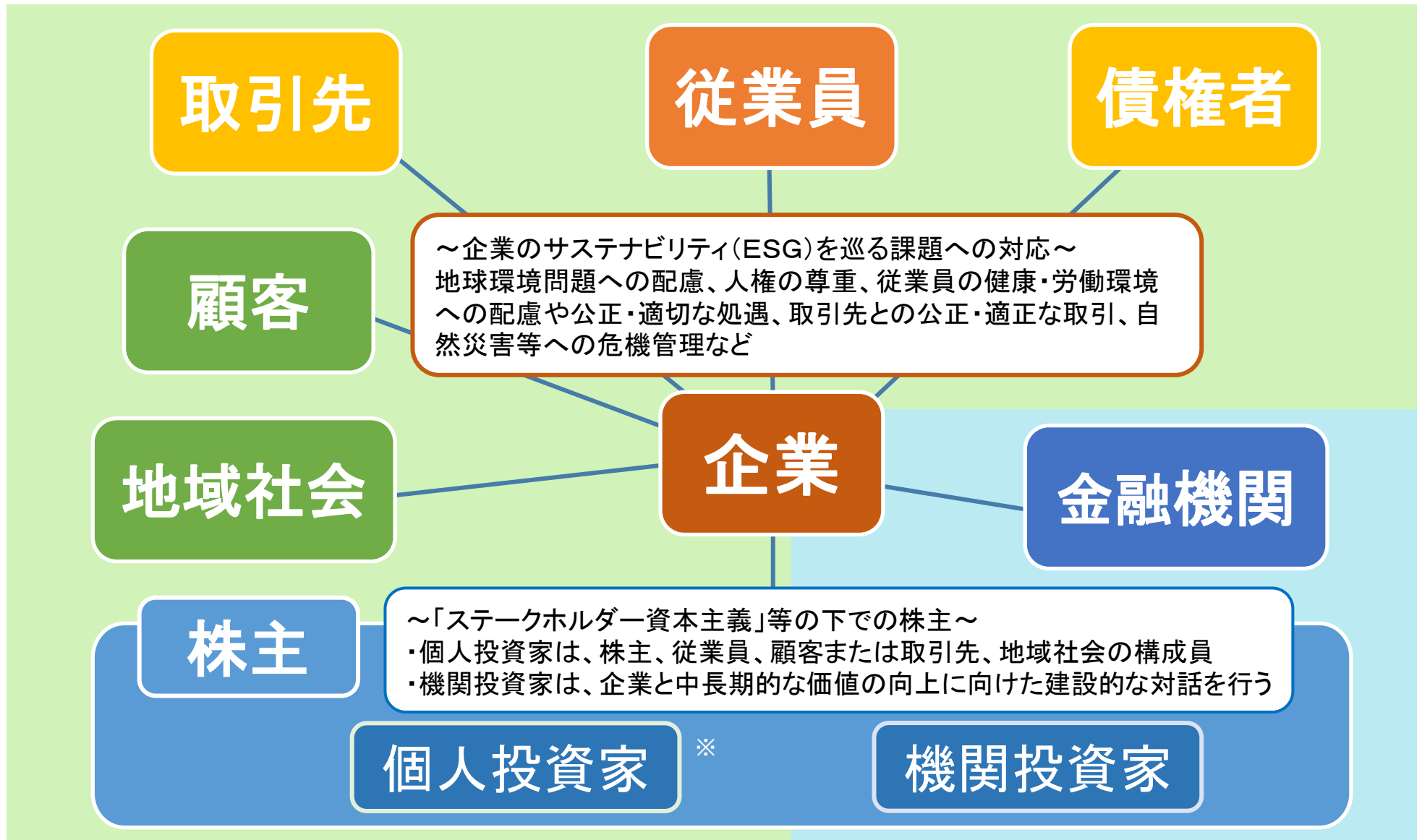
ステークホルダー資本主義

— グローバル化企業の付加価値の分配と新しい資本主義 —

日 本 証 券 業 協 会

2 0 2 4 年 1 2 月

企業とそれを取り巻くステークホルダー



※個人投資家は、投資信託等を通じて間接保有している場合を含む。

目 次

1. 企業の付加価値のステークホルダーへの分配状況（現状分析）
2. 企業のグローバル化（現状分析）
3. グローバル化企業の株主還元（現状分析）
4. グローバル経済の下での成長と分配
5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向
6. ステークホルダー資本主義のあり方
7. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESG
8. 総 括

1. 企業の付加価値の分配状況（現状分析）

（1）人件費と配当金に関する指摘（1960年度～2023年度）

（2）付加価値への分配に関する分析（1997年度と2023年度の比較）

- ① 当期純利益と配当金
- ② 当期純利益の変動要因
- ③ 当期純利益と配当金の額の推移
- ④ 売上高と人件費の分析
- ⑤ 売上高と人件費の推移
- ⑥ 人件費と配当金の関係
- ⑦ 労働分配率とGDPの推移（1997年～2021年）
- ⑧ ステークホルダーへの付加価値の分配状況
- ⑨ 社内留保・利益剰余金の推移

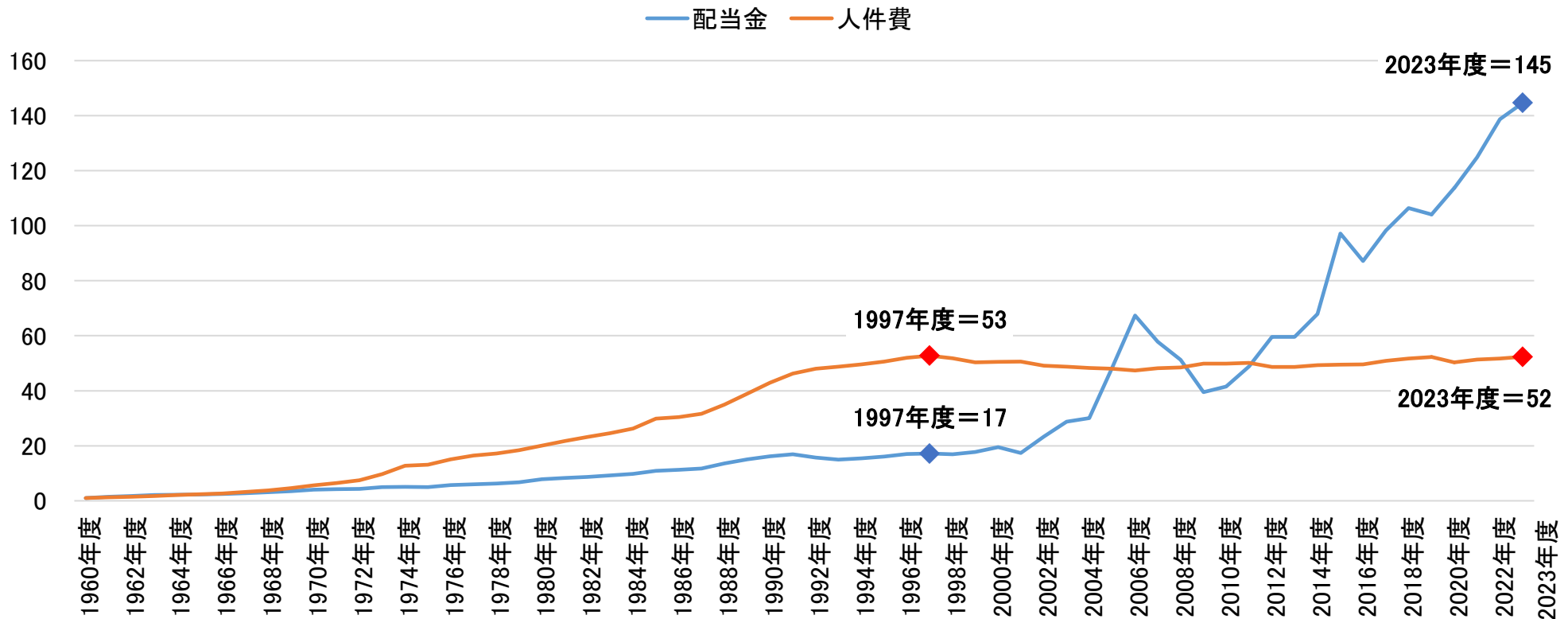
1. 企業の付加価値の分配状況(現状分析)

(1) 人件費と配当金に関する指摘(1960年度～2023年度)

資本金10億円以上の企業について、人件費は1997年度以降、ほぼ横ばい(微減)の状態である一方で、配当金は大きく増加している。

企業は、配当金の支払いのために賃金の支払いを不当に低くしているのではないか？

資本金10億円以上の企業(金融除く)の人件費と配当金の推移
(1960年度=1)



(注)人件費は、役員給与・賞与、従業員給与・賞与、福利厚生費の合計。

(出所)財務省「法人企業統計(金融保険業を除く資本金10億円以上の企業)」

1. 企業の付加価値の分配状況(現状分析)

(2) 付加価値への分配に関する分析(1997年度と2023年度の比較)

① 当期純利益と配当金

- 配当性向は、1997年度から減少。
- 配当の原資となる当期純利益が増加した主な要因は、営業外収益の増加(1997年度比4.4倍)。

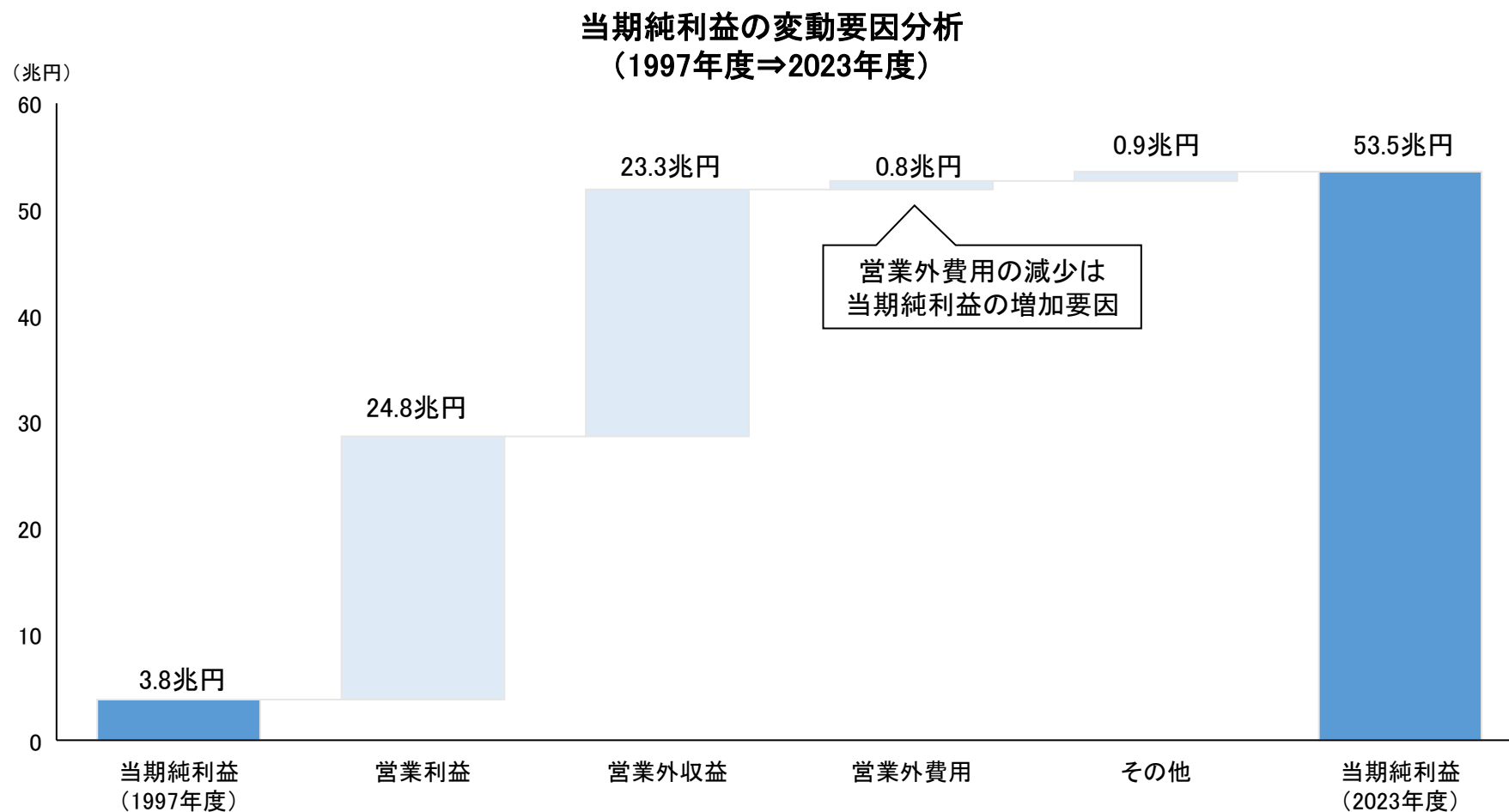
(資本金10億円以上の企業)	1997年度	2023年度	差額(1997年度＝100)
売上高	550兆6,754億円	600兆3,577億円	49兆6,823億円(109.0)
売上原価	448兆3,843億円	464兆2,040億円	15兆8,197億円(103.5)
販売費及び一般管理費	83兆5,900億円	92兆6,875億円	9兆975億円(110.9)
営業利益	18兆7,011億円	43兆4,661億円	24兆7650億円(232.4)
営業外収益	6兆7,609億円	30兆326億円	23兆2,717億円(444.2)
営業外費用	10兆3,510億円	9兆5,428億円	▲8,082億円(92.2)
経常利益	15兆1,111億円	63兆9,560億円	48兆8,449億円(423.2)
当期純利益	3兆8,326億円	53兆5,372億円	49兆7,046億円(1,396.9)
配当金	3兆493億円	25兆7,105億円	22兆6,611億円(843.1)
(配当性向)	79.6%	48.0%	▲31.6%
社内留保	6,282億円	27兆8,267億円	27兆1,985億円(4,428.9)
(内部留保率)	16.4%	52.0%	35.6%

1. 企業の付加価値の分配状況(現状分析)

(2) 付加価値への分配に関する分析(1997年度と2023年度の比較)

② 当期純利益の変動要因

- 営業外収益の増加は投資収益の増加によるものと考えられる。



(出所) 財務省「法人企業統計(金融保険業を除く資本金10億円以上の企業)」

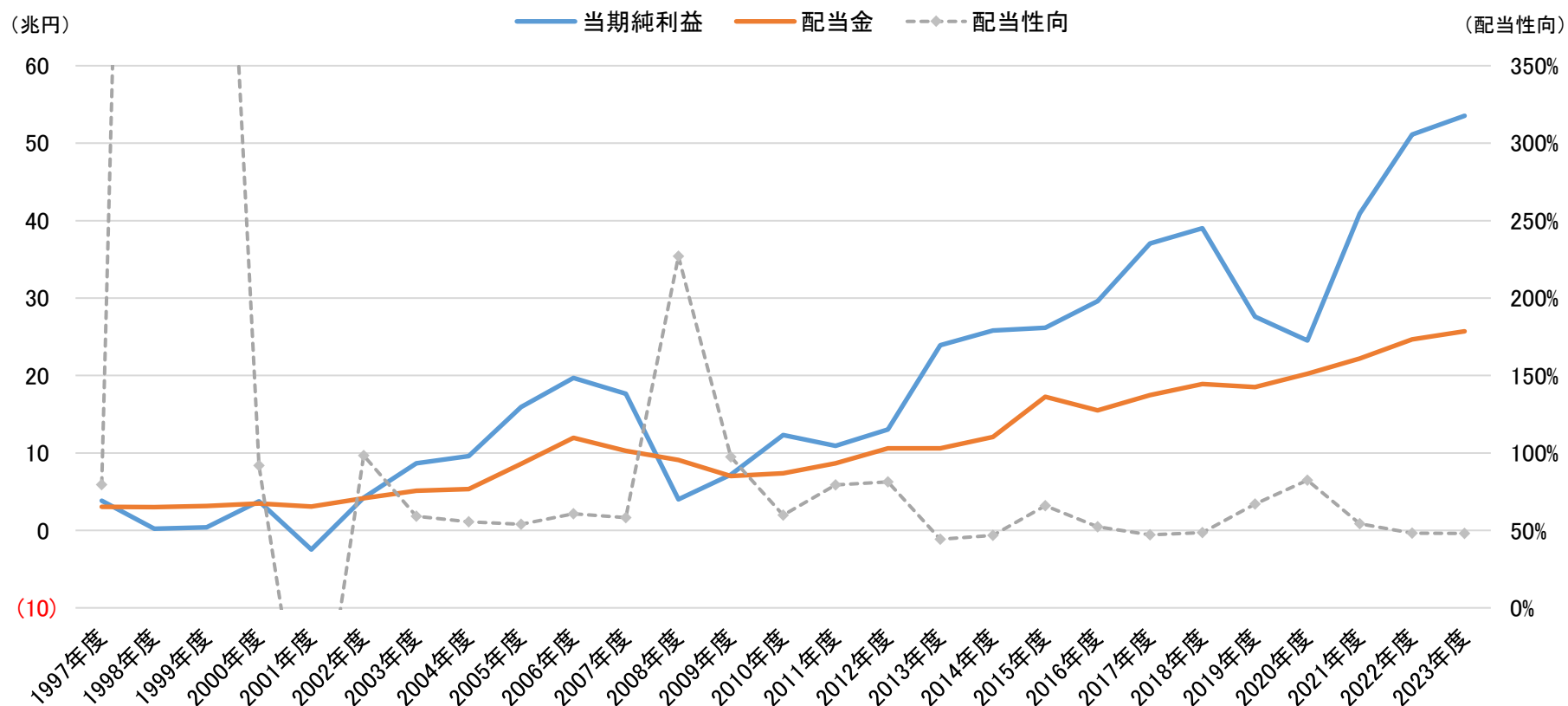
1. 企業の付加価値の分配状況(現状分析)

(2) 付加価値への分配に関する分析(1997年度と2023年度の比較)

③ 当期純利益と配当金の額の推移

- 2010年度以降、当期純利益の増加に伴って配当金も増加している。

当期純利益等の推移



(注) 配当性向の下限

(出所) 財務省「法人企業統計(金融保険業を除く資本金10億円以上の企業)」

1. 企業の付加価値の分配状況(現状分析)

(2) 付加価値への分配に関する分析(1997年度と2023年度の比較)

④ 売上高と人件費の分析

- 人件費の額は1997年度比で減少しているが、平均役員給与・従業員給与は増加している。

(資本金10億円以上の企業)	1997年度	2023年度	差額(1997年度＝100)
売上高	550兆6,754億円	600兆3,577億円	49兆6,823億円(109.0)
人件費	55兆140億円	54兆6,062億円	▲4,078億円(99.3)
役員給与＋賞与	9,875億円	9,463億円	▲412億円(95.8)
(期中平均役員数)	6万4,723名	4万846名	▲2万3,877名(63.1)
(平均役員給与)	1,525万円	2,316万円	791万円(151.8)
従業員給与＋賞与	43兆9,347億円	44兆8,121億円	8,774億円(102.0)
(期中平均従業員数)	727万4,179名	713万1,530名	▲14万2,649名(98.0)
(平均従業員給与)	604万円	628万円	24万円(104.0)
福利厚生費	10兆917億円	8兆8,476億円	▲1兆2,440億円(87.7)

(出所)財務省「法人企業統計(金融保険業を除く資本金10億円以上の企業)」

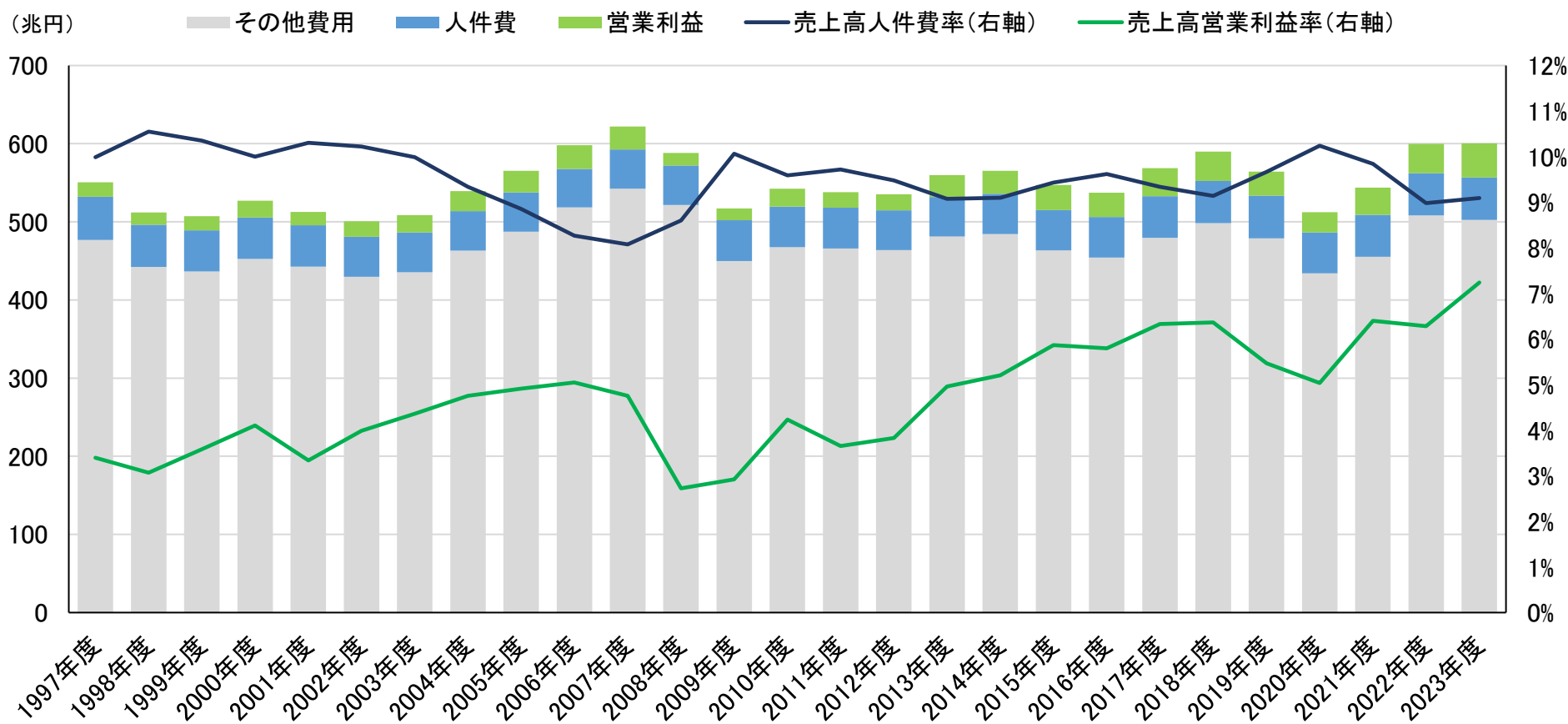
1. 企業の付加価値の分配状況(現状分析)

(2) 付加価値への分配に関する分析(1997年度と2023年度の比較)

⑤ 売上高と人件費の推移

- 売上高に占める人件費の比率は、9～10%の間をほぼ横ばいで推移しており、売上高自体の増減が人件費の増減をもたらしていると思われる。

売上高の内訳の推移



(出所) 財務省「法人企業統計(金融保険業を除く資本金10億円以上の企業)」

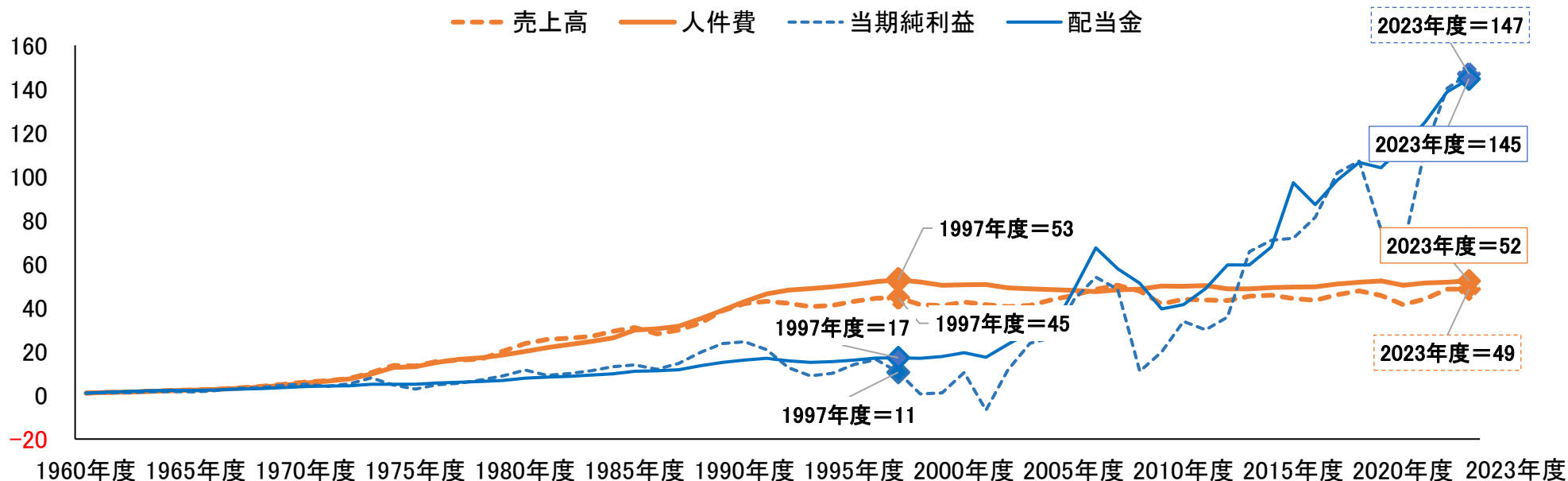
1. 企業の付加価値の分配状況(現状分析)

(2) 付加価値への分配に関する分析(1997年度と2023年度の比較)

⑥ 人件費と配当金の関係

- 大企業(資本金10億円以上の企業)について、人件費は1997年度以降ほぼ横ばい(微減)である一方、配当金は大きく増加している。また、配当金の支払い原資となる当期純利益の額もともに増加している。
- ✓ 人件費は売上高に連動しているが、配当金の増加は当期純利益の額の増加に連動するものである。
- ✓ 「人件費を不当に低くした分を配当金の支払いに充てている」との指摘は誤解に基づくもの。

資本金10億円以上の企業(金融除く)の人件費と配当金の推移
(1960年度=1)



(注) 人件費は、役員給与・賞与、従業員給与・賞与、福利厚生費の合計。
(出所) 財務省「法人企業統計(金融保険業を除く資本金10億円以上の企業)」

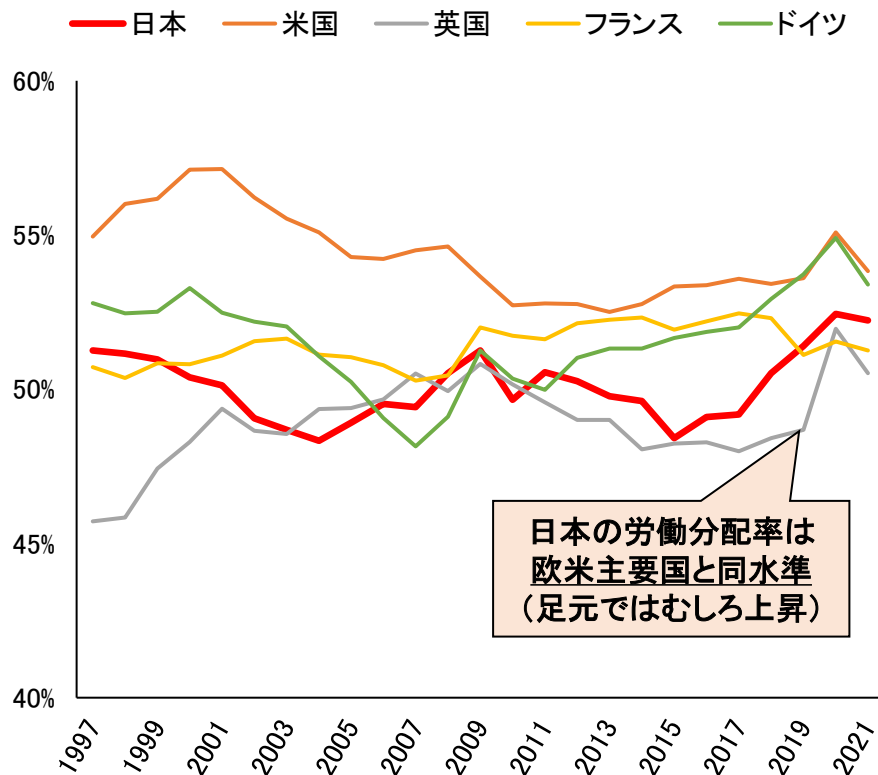
1. 企業の付加価値の分配状況(現状分析)

(2) 付加価値への分配に関する分析(1997年度と2023年度の比較)

⑦ 労働分配率とGDPの推移(1997年～2021年)

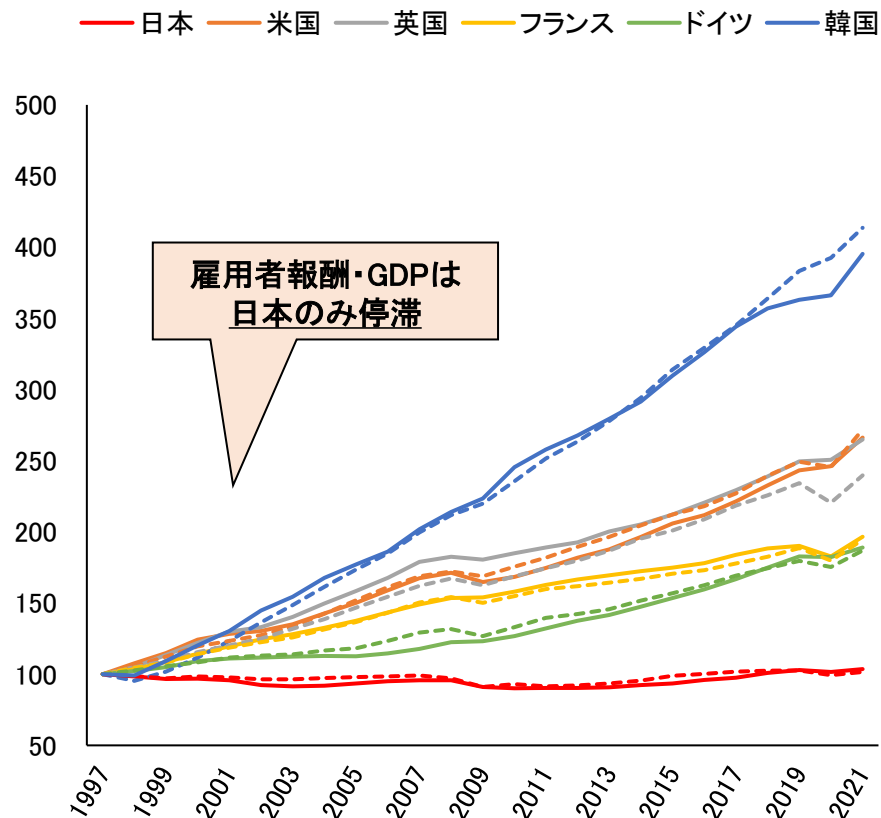
- 日本の労働分配率(雇用者報酬÷GDP×100)は、欧米主要国と比べても同程度の水準で決して低いわけではない。
- ただし、労働分配率の計算の基礎となる雇用者報酬とGDPは、日本のみ停滞している。
- ✓ 成長(パイを大きくすること)に繋がるような適切な分配(パイの分け方)を行うことが重要。

各国の労働分配率の推移



(出所) OECD

各国の雇用者報酬(点線)・GDP(実線)の推移
(1997年=100として指数化)



(出所) OECD

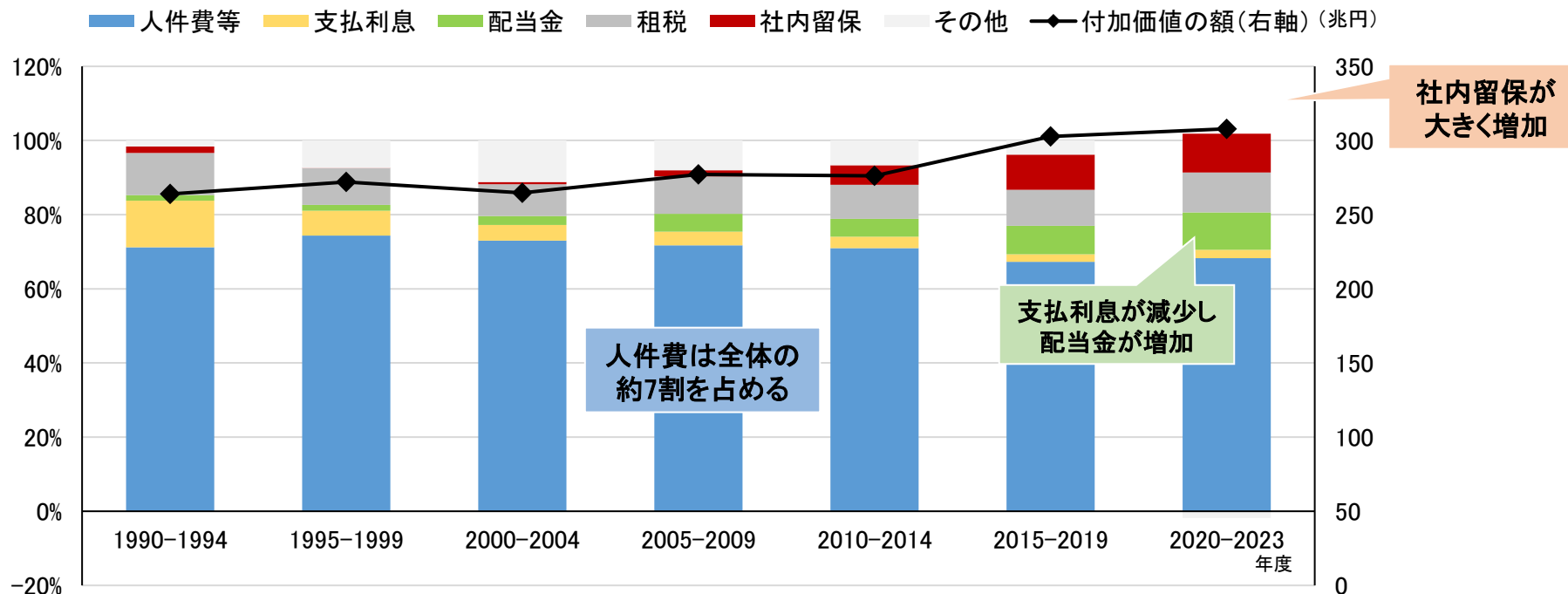
1. 企業の付加価値の分配状況(現状分析)

(2) 付加価値への分配に関する分析(1997年度と2023年度の比較)

⑧ ステークホルダーへの付加価値の分配状況

- ステークホルダーへの付加価値の分配状況について、1990年以降、5年ごと(直近のみ2023年までの4年間)の平均値の推移を分析。
- 付加価値の分配先で最も大きいのは**人件費等**で、**7割前後を推移**。
- **支払利息が減少し配当金が増加**(両者あわせて1割程度で推移)。
- ✓ **1990-1994年から最も割合を増やしたのは、社内留保(1.8%→10.5%)であった。**

付加価値の分配の内訳



(注) 1. 付加価値額＝人件費＋支払利息等＋動産・不動産賃借料＋租税公課＋営業純益

2. 人件費等：役員給与・賞与、従業員給与・賞与、福利厚生費の合計。租税：法人税、住民税及び事業税、租税公課の合計。その他：他の項目の合計と付加価値の額の開差。

(出所) 財務省「法人企業統計調査(金融保険業を除く)」。

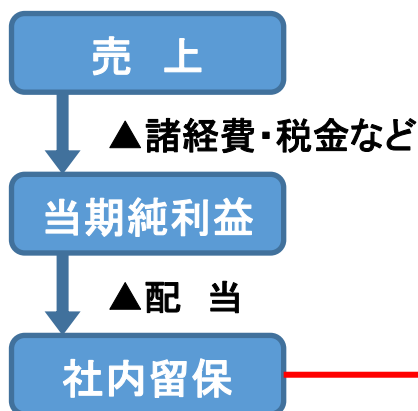
1. 企業の付加価値の分配状況(現状分析)

(2) 付加価値への分配に関する分析(1997年度と2023年度の比較)

⑨ 社内留保・利益剰余金の推移

- リーマンショック以降、企業は社内留保を増やし続けており、それに伴って利益剰余金も積み上がり続けている。
- 利益剰余金は、全てが現金・預金として保有されているわけではなく、設備投資(有形固定資産)や投資有価証券等の資産としても保有されている。

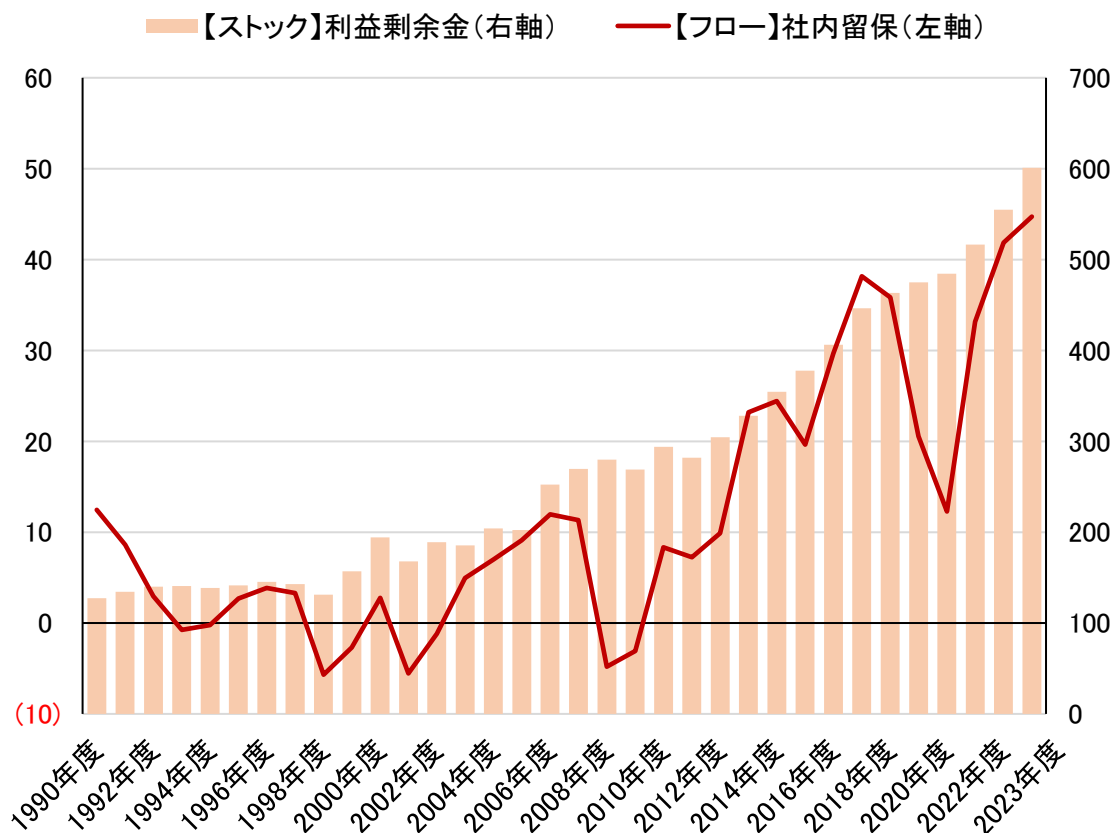
<損益計算書>



<貸借対照表>

資産の部	負債の部
現金・預金 有形固定資産 投資有価証券 等	...
	純資産の部
	利益剰余金

内部留保(フロー、ストック)の推移(兆円)



(出所) 大和総研「内部留保が増えることは問題なのか?」をもとに日証協作成。

(出所) 財務省「法人企業統計調査(金融保険業を除く)」

2. 企業のグローバル化(現状分析)

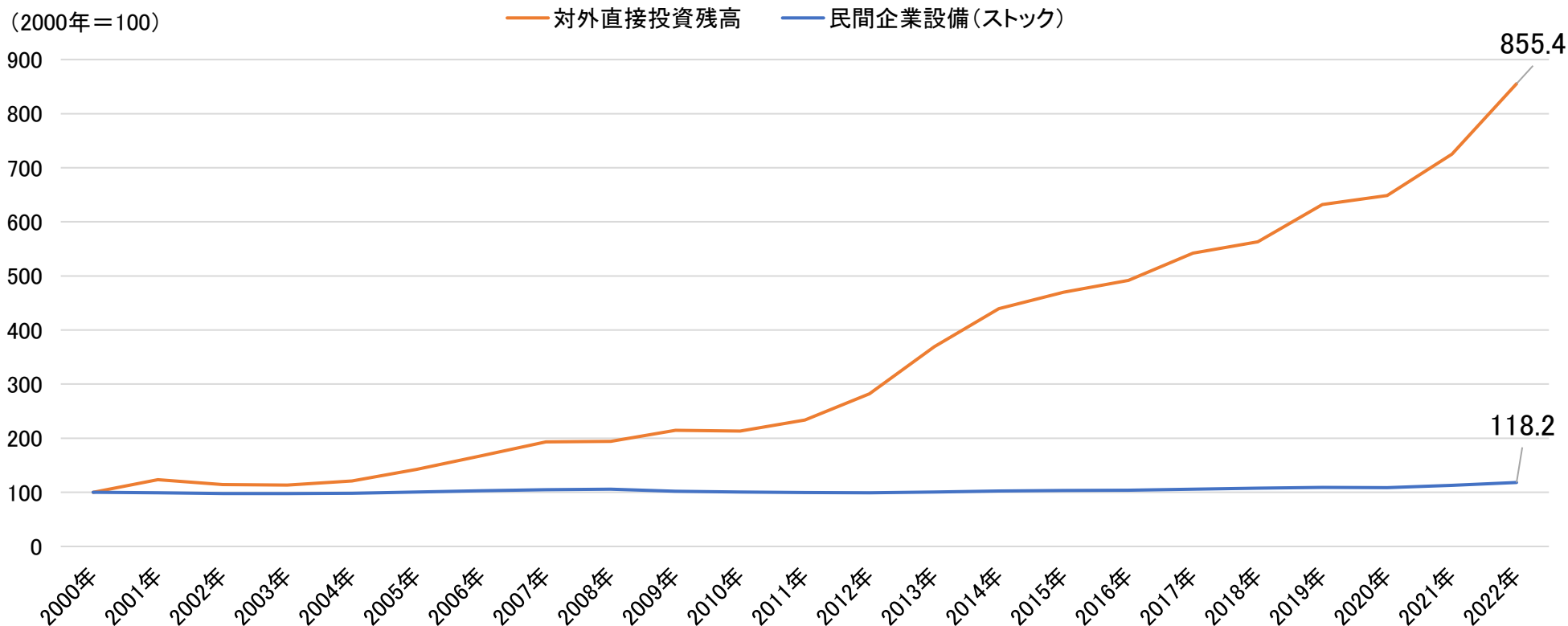
- ① 対外直接投資残高の推移
- ② 国内製造業の実態
- ③ 経常収支と対外純資産の推移
- ④ 主要経常黒字国比較(2023年)
- ⑤ GDP(国内総生産)とGNI(国民総所得)の比較

2. 企業のグローバル化(現状分析)

① 対外直接投資残高の推移

- ・ 対外直接投資残高が大幅に増加している。
- ・ 一方、国内投資(民間企業設備(ストック))の伸びは限定的。

対外直接投資残高と民間企業設備



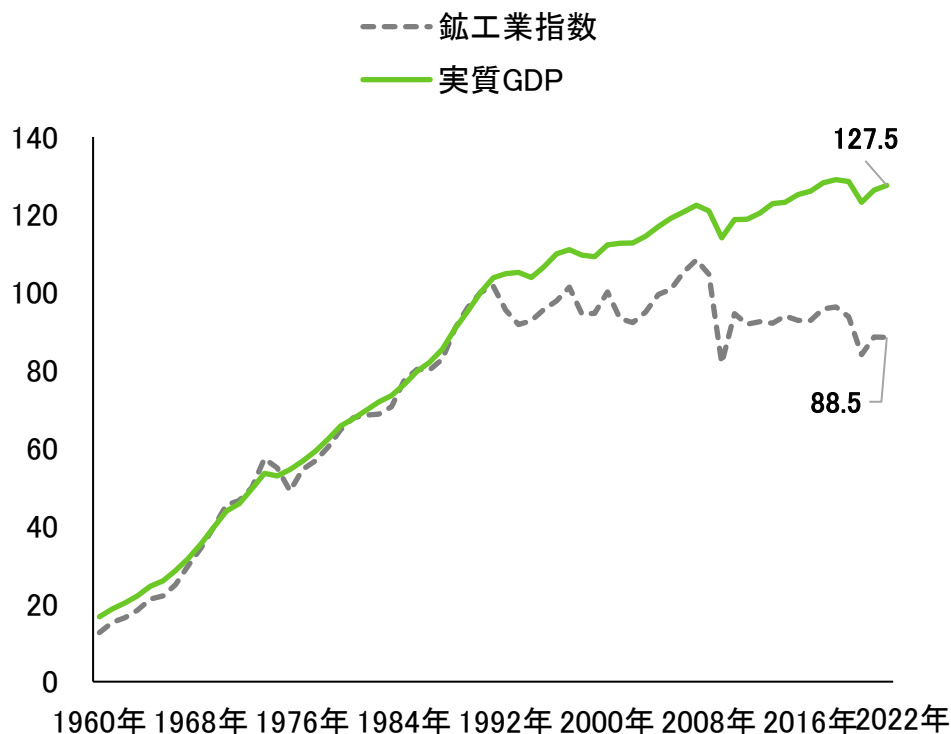
(出所)財務省『『国際収支から見た日本経済の課題と処方箋』懇談会報告書』、「国際収支状況」、内閣府「国民経済計算」

2. 企業のグローバル化(現状分析)

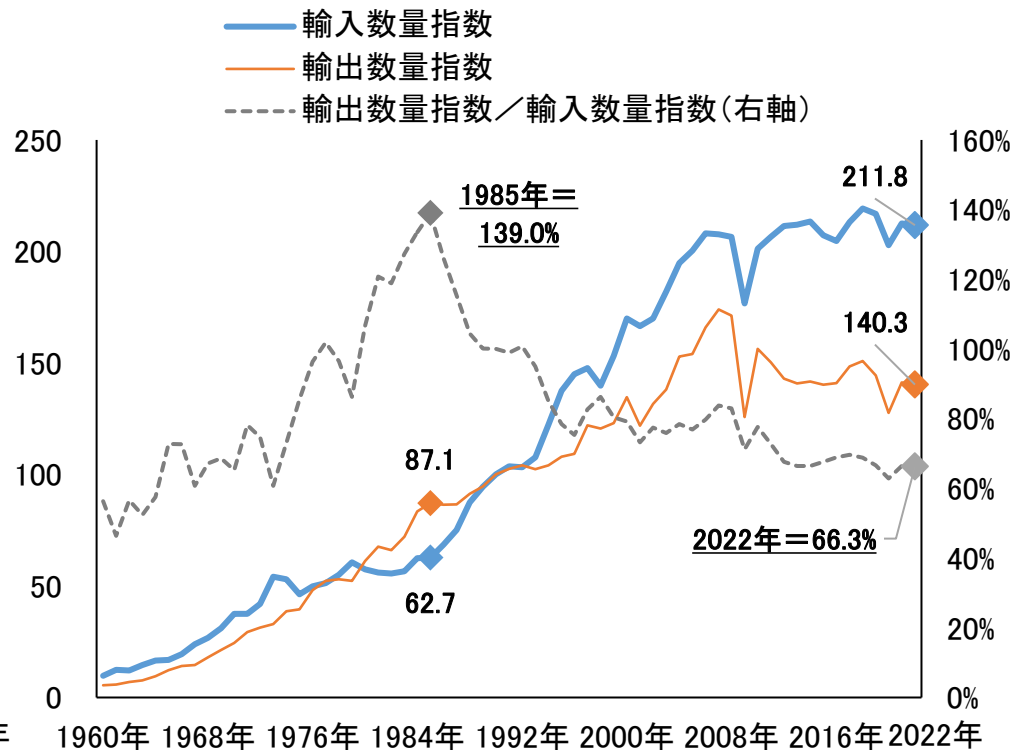
② 国内製造業の実態

- 1985年のプラザ合意以降の円高を契機に、製造業の海外生産移転が継続的に進み、**実質GDPと鉱工業指数の間に大きな乖離**が生じている。
- 同じく、**プラザ合意以降から輸入数量が輸出数量を上回る**状態が続き、その差が徐々に拡大している。
⇒国内製造業は既に「空洞化」してしまっている。

実質GDPと鉱工業指数の推移(1990=100)



輸入・輸出数量指数の推移(1990=100)

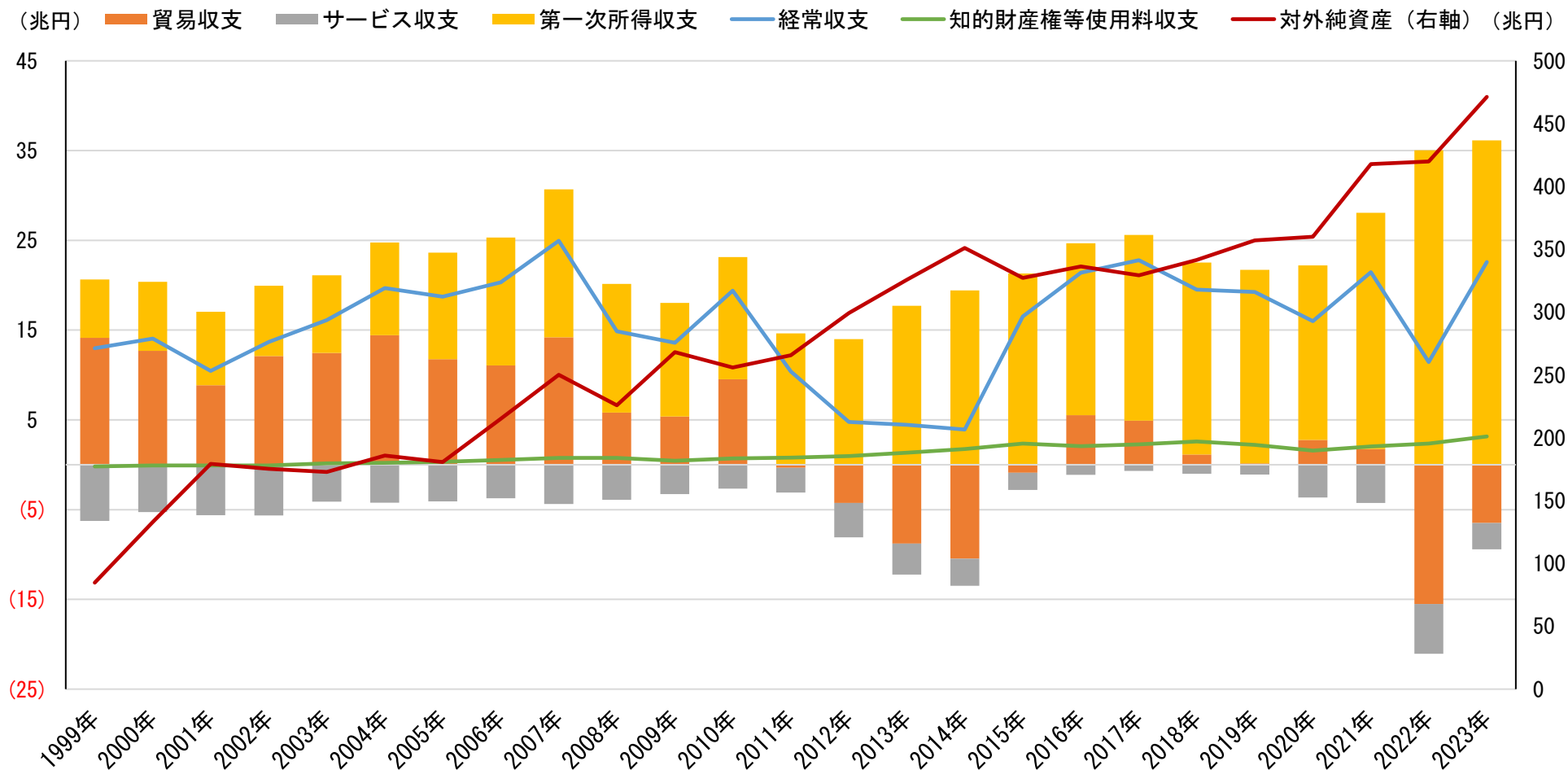


(出所)内閣府「国民経済計算」、経済産業省「鉱工業指数」、財務省「財務省貿易統計」

2. 企業のグローバル化(現状分析)

③ 経常収支と対外純資産の推移

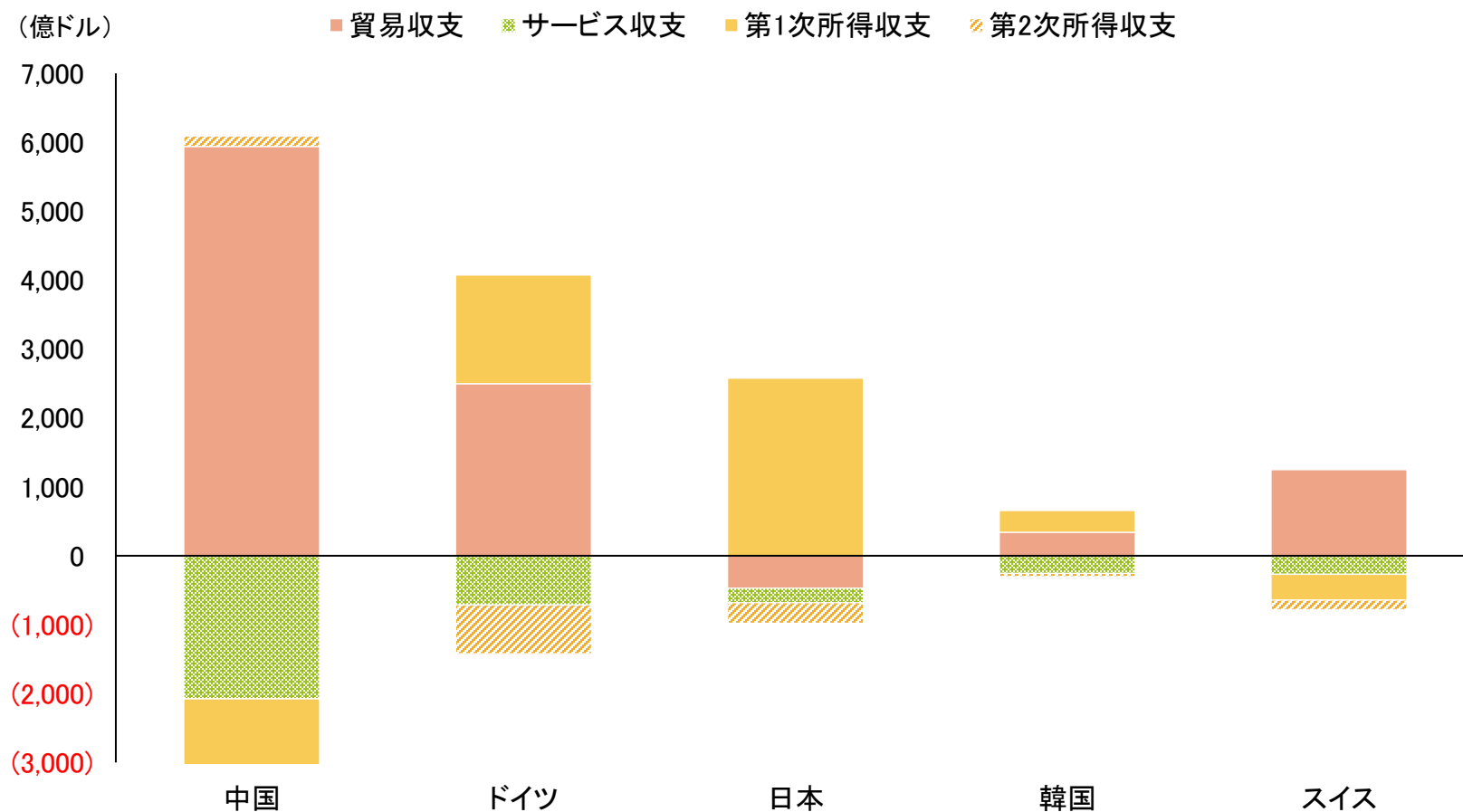
- 近年、我が国の国際収支は、貿易収支から第一次所得収支へのシフトが進んでおり、貿易立国から投資金融立国のような形になりつつある。
- なお、知的財産権等使用料収支は2003年以降、黒字で推移している。



2. 企業のグローバル化(現状分析)

④ 主要経常黒字国比較(2023年)

- 主要な経常黒字国の経常収支の内訳を見ると、日本以外は貿易収支によるプラスが中心であるのに対し、日本は第1次所得収支(利子や配当による所得)が中心。こうした投資立国としての果実の国民への分配のあり方は、我が国独自で道筋をつける必要がある。

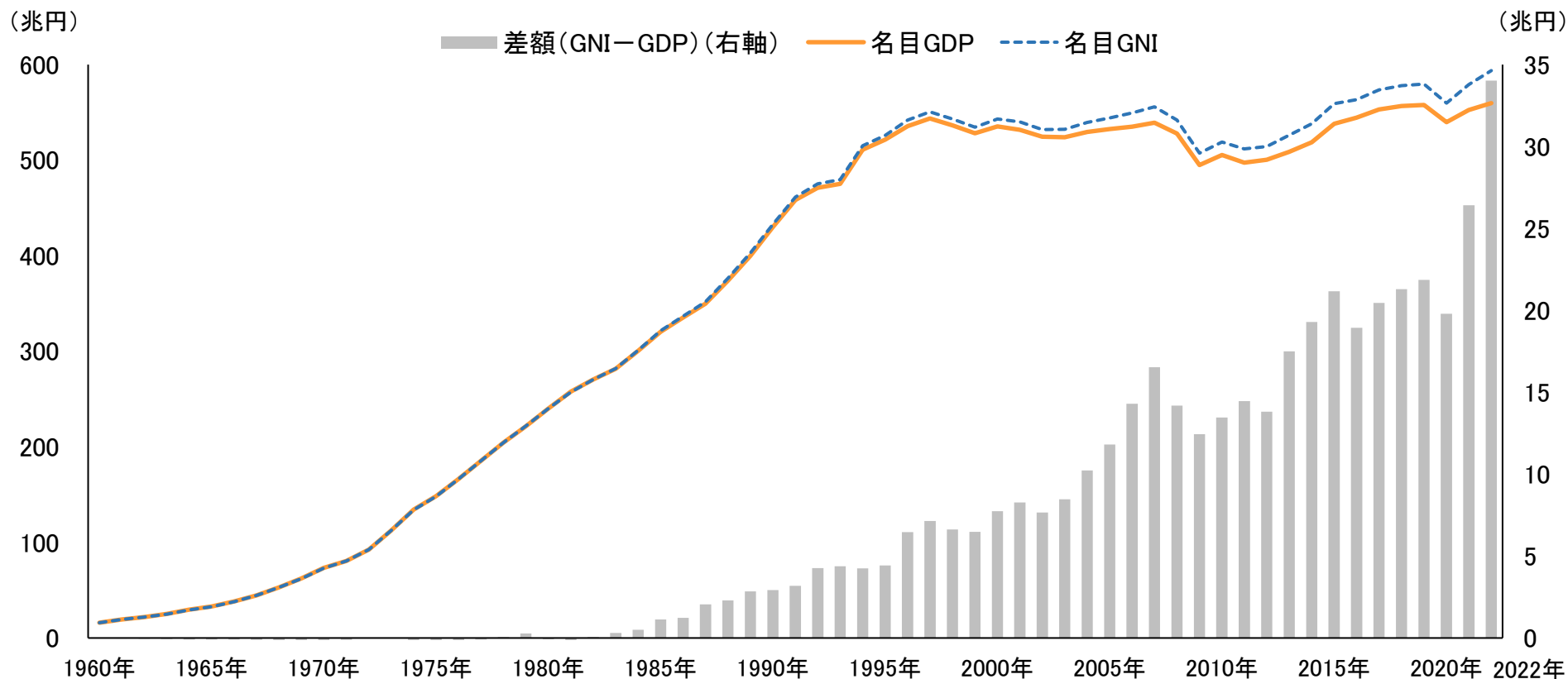


2. 企業のグローバル化(現状分析)

⑤ GDP(国内総生産)とGNI(国民総所得)の比較

- 1985年までGDPとGNIの値はほぼ一致していたが、**1985年以降はGNIがGDPを上回り続けている**。また、その水準も拡大傾向にあり、近年は20～30兆円程度の乖離が生じている。
⇒日本企業が海外進出によって得た利益、海外投資によって得た利子・配当が増えている。

名目GDPと名目GNIの推移



3. グローバル企業の株主還元(現状分析)

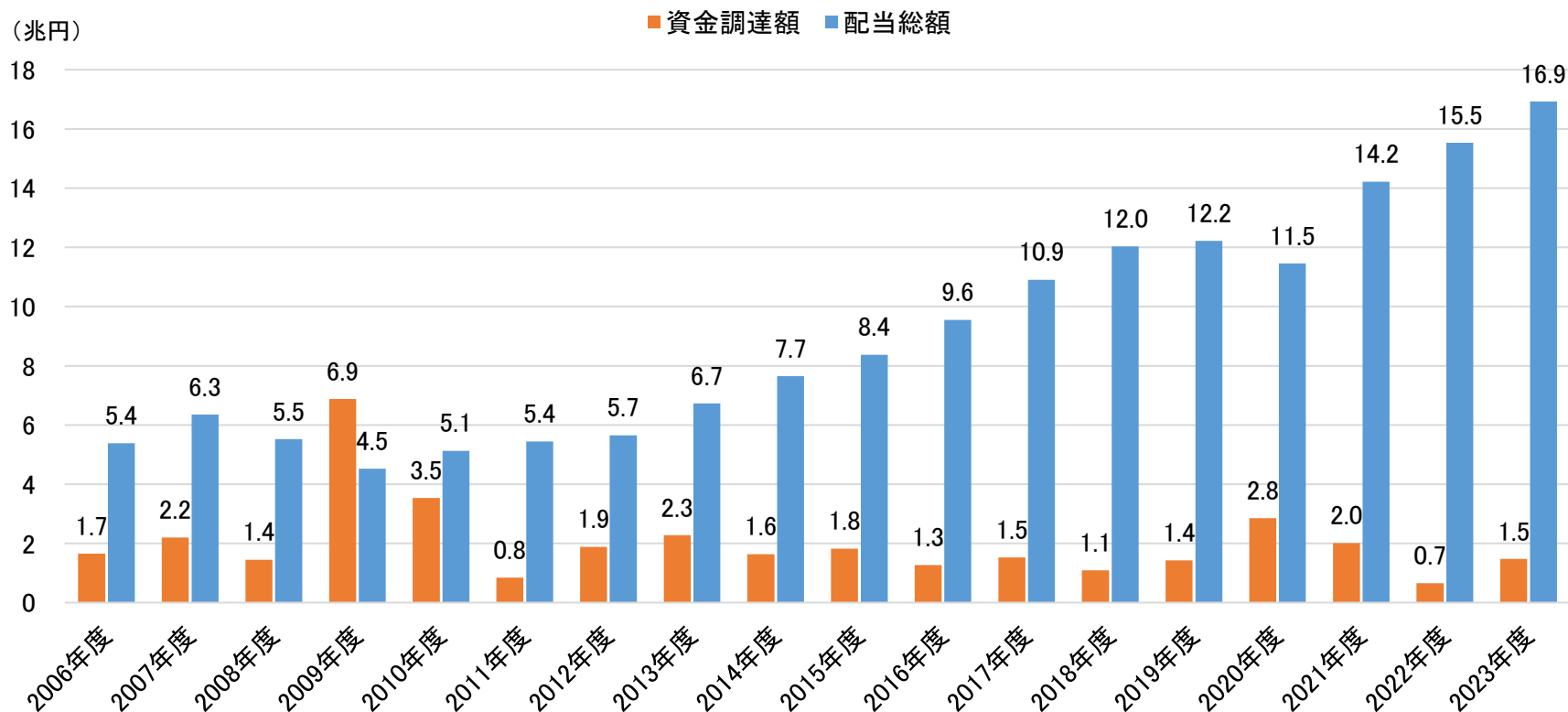
- ① 企業の株主還元に関する指摘
- ② 民間非金融法人企業の資金過不足
- ③ 株主還元の日米欧比較
- ④ 株式市場の日米比較
- ⑤ 家計の金融所得(日米比較)
- ⑥ 配当の受け取り手
- ⑦ 投資部門別の株式保有比率

3. グローバル企業の株主還元(現状分析)

① 企業の株主還元に関する指摘

株式とは資金調達の手段であるはずなのに、ここ最近では、**株主還元の額が資金調達額を上回っている**。
株式市場が資金流出の場となっており、**外国人投資家の存在を考慮すると、国富が海外に流出してしまっているのではないか？**

上場企業の資金調達額と配当総額



(出所) 日本取引所グループより作成。

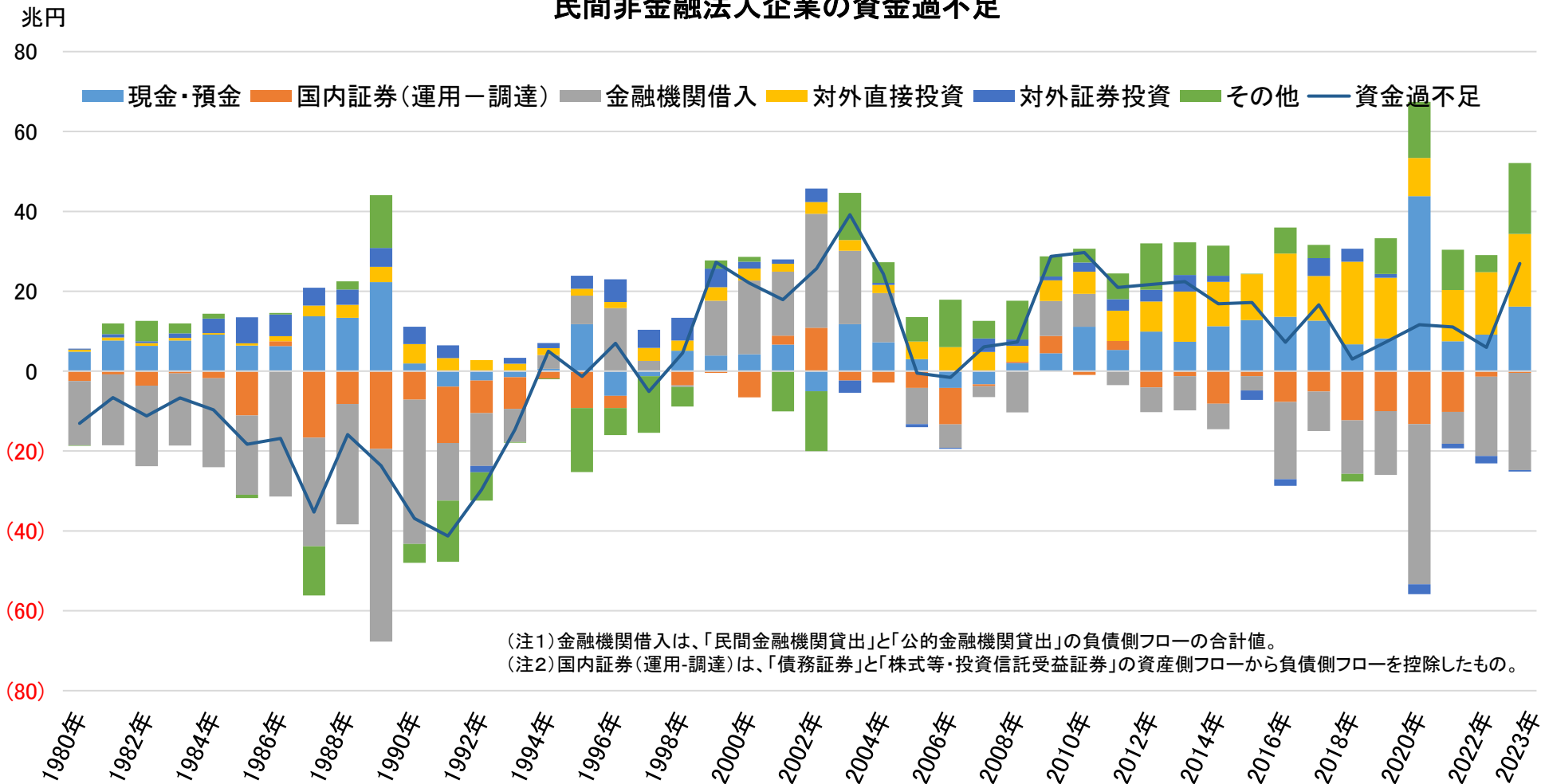
3. グローバル企業の株主還元(現状分析)

② 民間非金融法人企業の資金過不足

- 日本企業は1990年代中頃まで資金不足の状態であったが、2000年代以降、資金余剰の状態が続いている。

⇒2000年代以降は、資金調達のニーズ自体が少なかった。

民間非金融法人企業の資金過不足



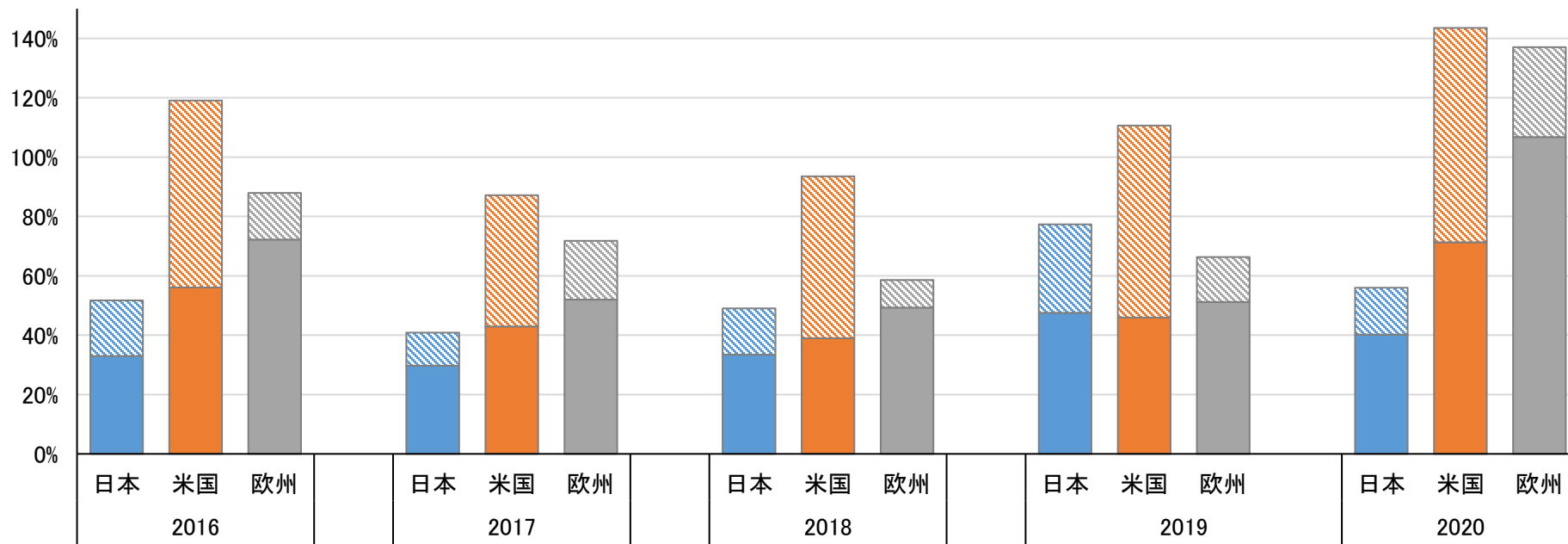
3. グローバル企業の株主還元(現状分析)

③ 株主還元の日米欧比較

- 日米欧における株主還元(配当、自社株買い)の割合を比較すると、**日本企業は株主第一主義である米国には及ばない(自社株買いのレベルが違う印象)**。
- 日本企業の株主還元の割合は元々低かった。2019年には欧州企業と同程度にまで増加したが、米国企業より低い。
- 2020年は、新型コロナウイルスの影響による業績の落ち込みに際し、欧米企業が自社株買いや配当を通じて株主還元を充実させたのに対して、日本企業では株主還元が重視されていないという差が出ている。

株主還元の内訳

■ 配当 ■ 自社株買い



(注)株主還元における配当の割合は、配当総額÷当期純利益で算出した値。同じく自社株買いは、自社株買いの額÷当期純利益で算出。

(出所)日本: <配当> 日本取引所グループ(年度)、<自社株買い> ㈱アイエヌ情報センター(暦年)

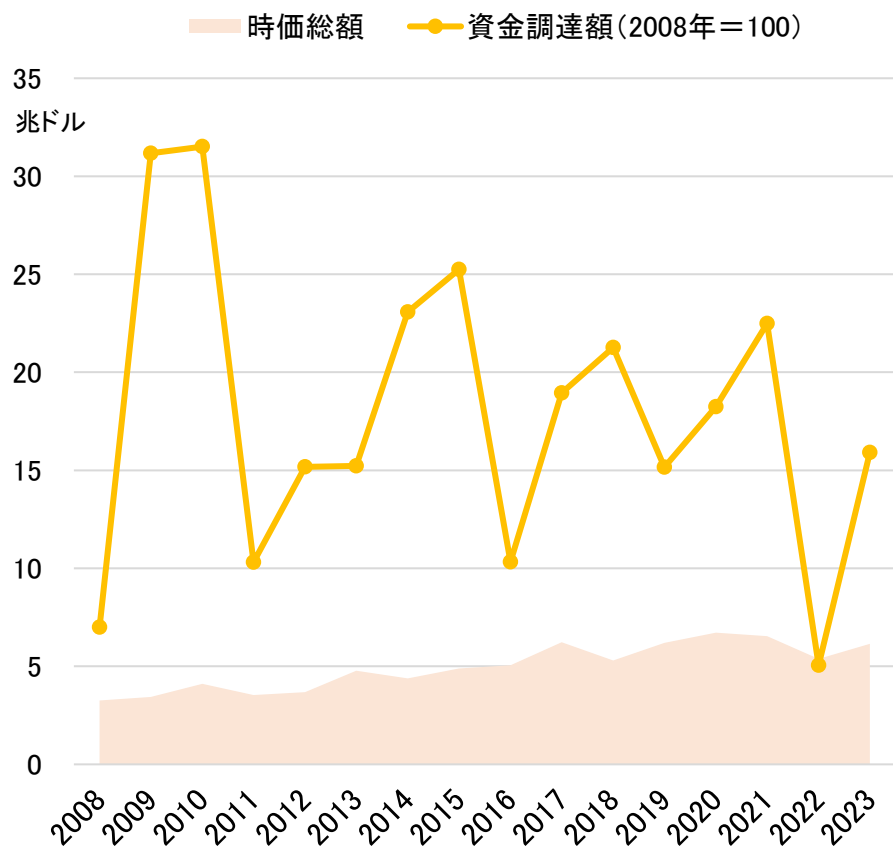
米国、欧州(暦年): Damodaran Online

3. グローバル企業の株主還元(現状分析)

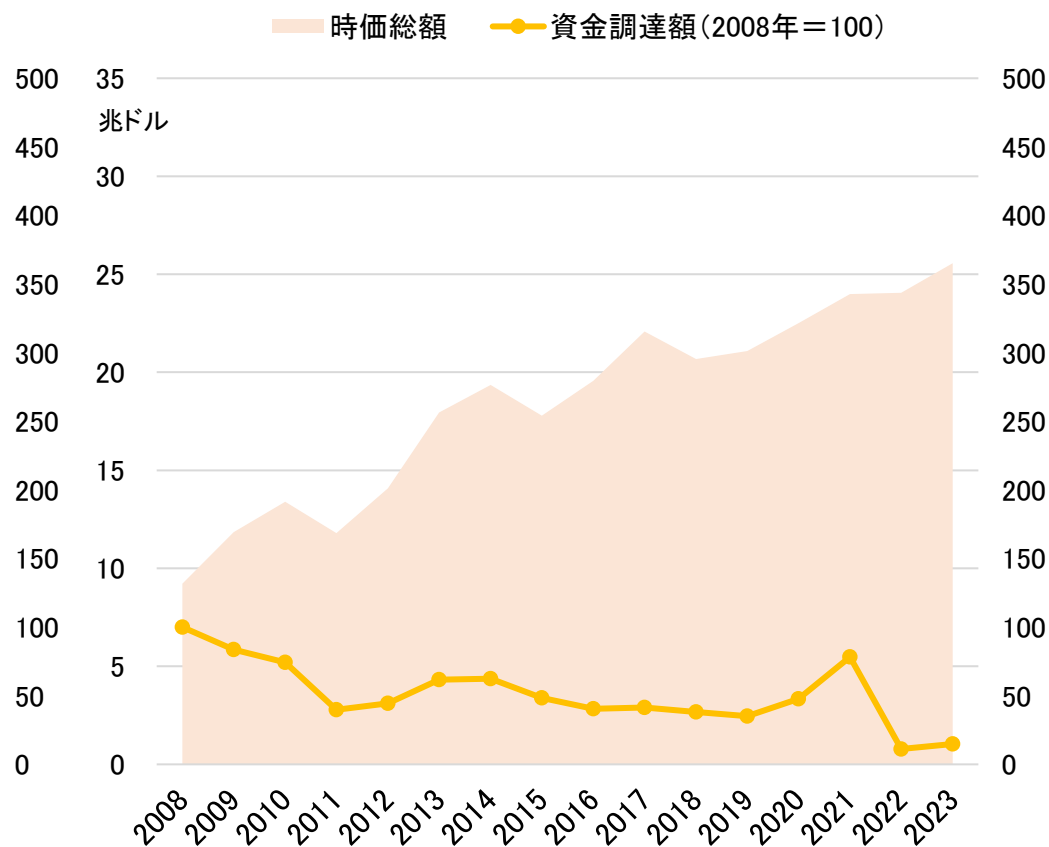
④ 株式市場の日米比較

- 米国(NYSE)においては、2008年以降、資金調達額は減少傾向が続いている。
⇒米国の資本市場は、「資金調達場」から「株主還元場」へと変化している。

JPX



NYSE



(注) JPXについて、2013年以前は、東証と大証の合計値。
(出所) 国際取引所連合 (World Federation of Exchanges)

3. グローバル企業の株主還元(現状分析)

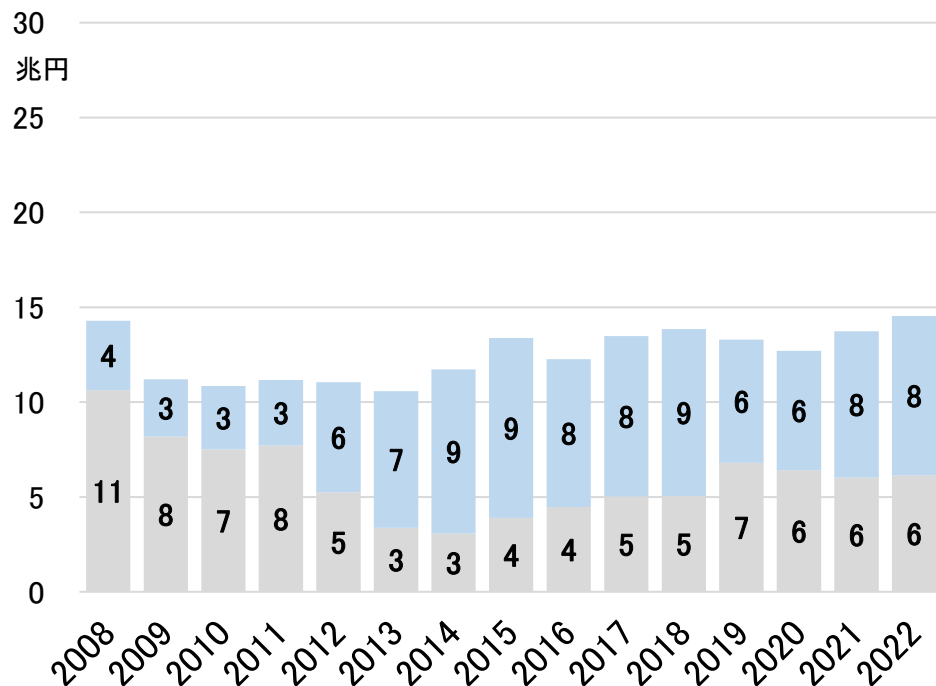
⑤ 家計の金融所得(日米比較)

- 米国においては、2008年以降、家計が受け取る金融所得(特に配当)が増えている。

⇒米国では株主還元を通じて、家計に成長の果実が分配されている。

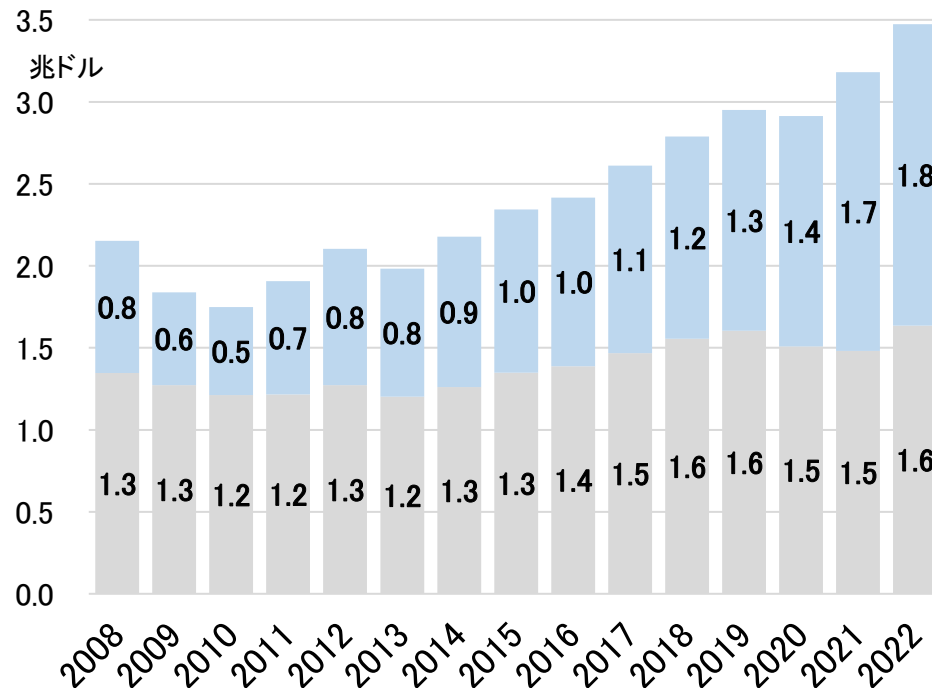
日本

■ 利子 ■ 配当



米国

■ 利子 ■ 配当

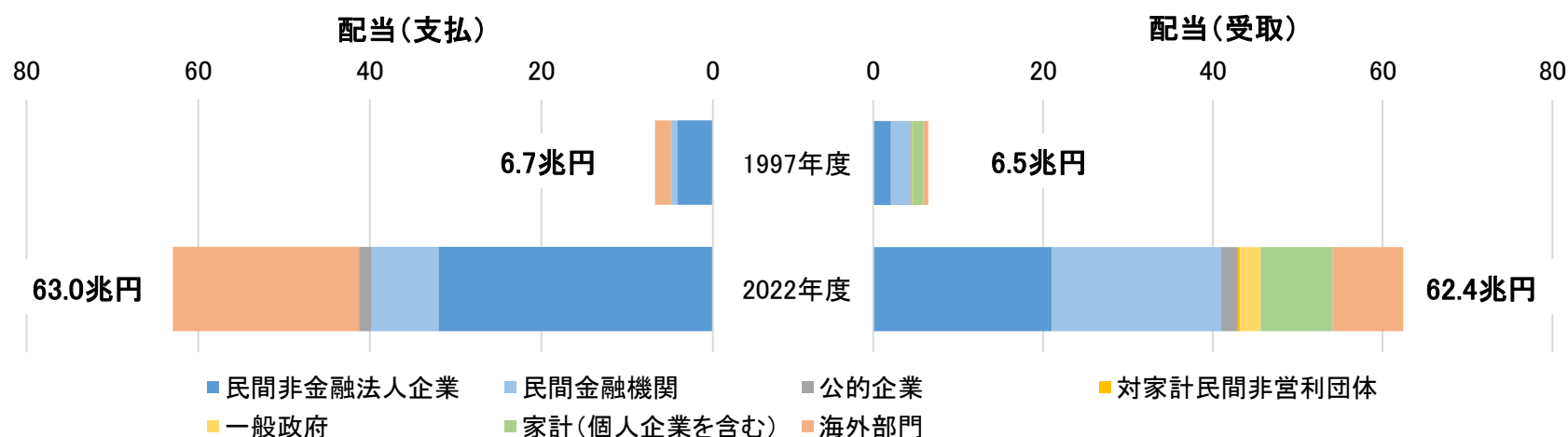


(出所)内閣府、U.S.BEA

3. グローバル企業の株主還元(現状分析)

⑥ 配当の受け取り手

- 2022年度の株式配当の受取について、海外部門は8.3兆円(13.3%)を占める。一方、同時期において海外部門から21.7兆円の配当の支払があり、資本市場を通じて国富が海外へ一方的に流出しているという状況は見られない。
- 1997年度から2022年度の間で、家計が受け取る配当は、1.3兆円から8.5兆円に増加した。しかし、受取配当全体に占める割合は19.6%から13.6%へ微減している。

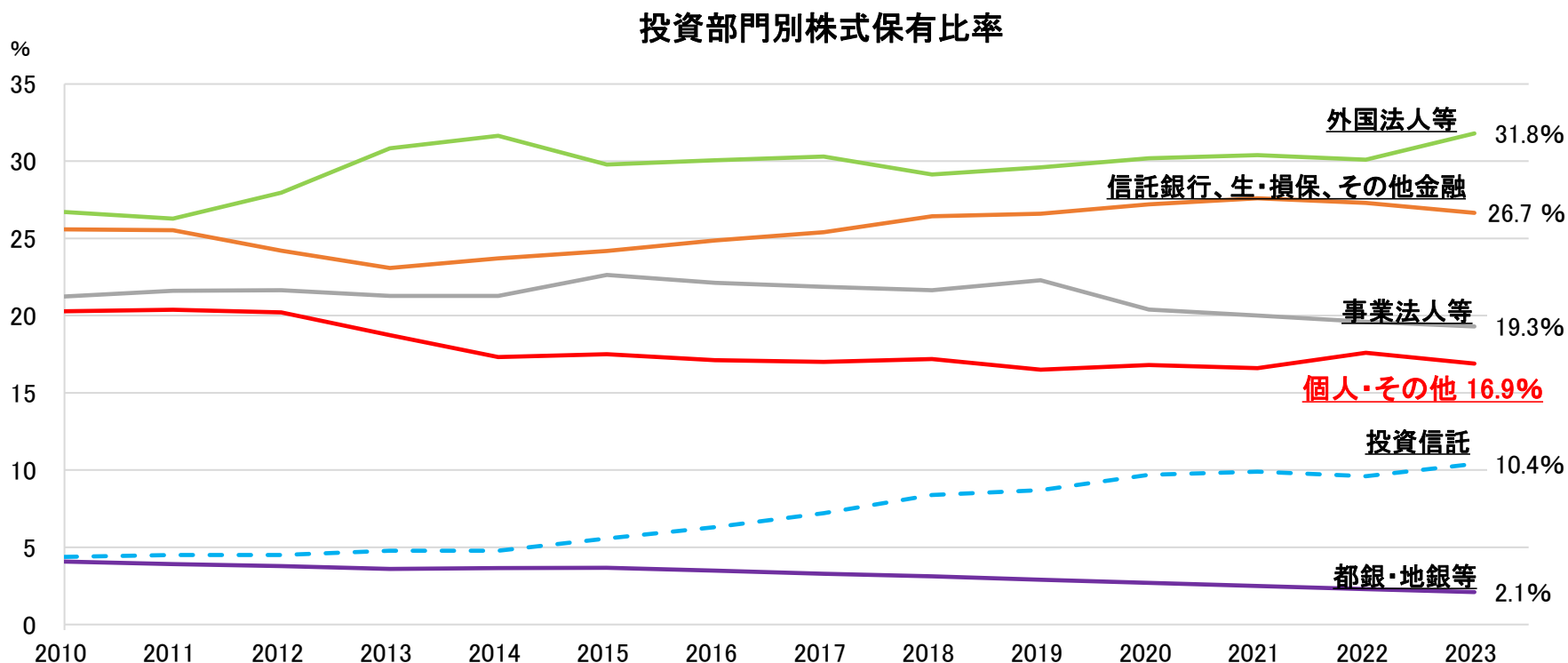


主要部門の数値	支払		受取	
	1997年度	2022年度	1997年度	2022年度
民間非金融法人企業	4.2兆円(62.2%)	32.0兆円(50.8%)	2.1兆円(32.6%)	21.0兆円(33.7%)
民間金融機関	0.7兆円(9.8%)	7.9兆円(12.5%)	2.3兆円(35.1%)	19.9兆円(35.1%)
家計(個人企業を含む)	—	—	1.3兆円(19.6%)	8.5兆円(13.6%)
海外部門	1.8兆円(27.0%)	21.7兆円(34.5%)	0.6兆円(9.2%)	8.3兆円(13.3%)

3. グローバル企業の株主還元(現状分析)

⑦ 投資部門別の株式保有比率

- 「個人・その他」の株式保有比率は、2013年末の軽減税率廃止(増税)の際に、大幅低下(2012年度末: 20.2%から2013年度末: 18.7%に大幅低下)。その後も横ばいで推移している。
- ✓ 「貯蓄から資産形成」を更に推進し、国内個人等の保有比率を高め、株主還元を通じて家計の所得増加を実現するような政策が望まれる。



(注) 金額ベースの保有比率。

大阪証券取引所又は東京証券取引所におけるJASDAQ市場分として含む。

「投資信託」については「都銀・地銀等」と「信託銀行」に含まれる内訳数値を表示。

(出所) 東京証券取引所「株式分布状況調査」

4. グローバル経済の下での成長と分配

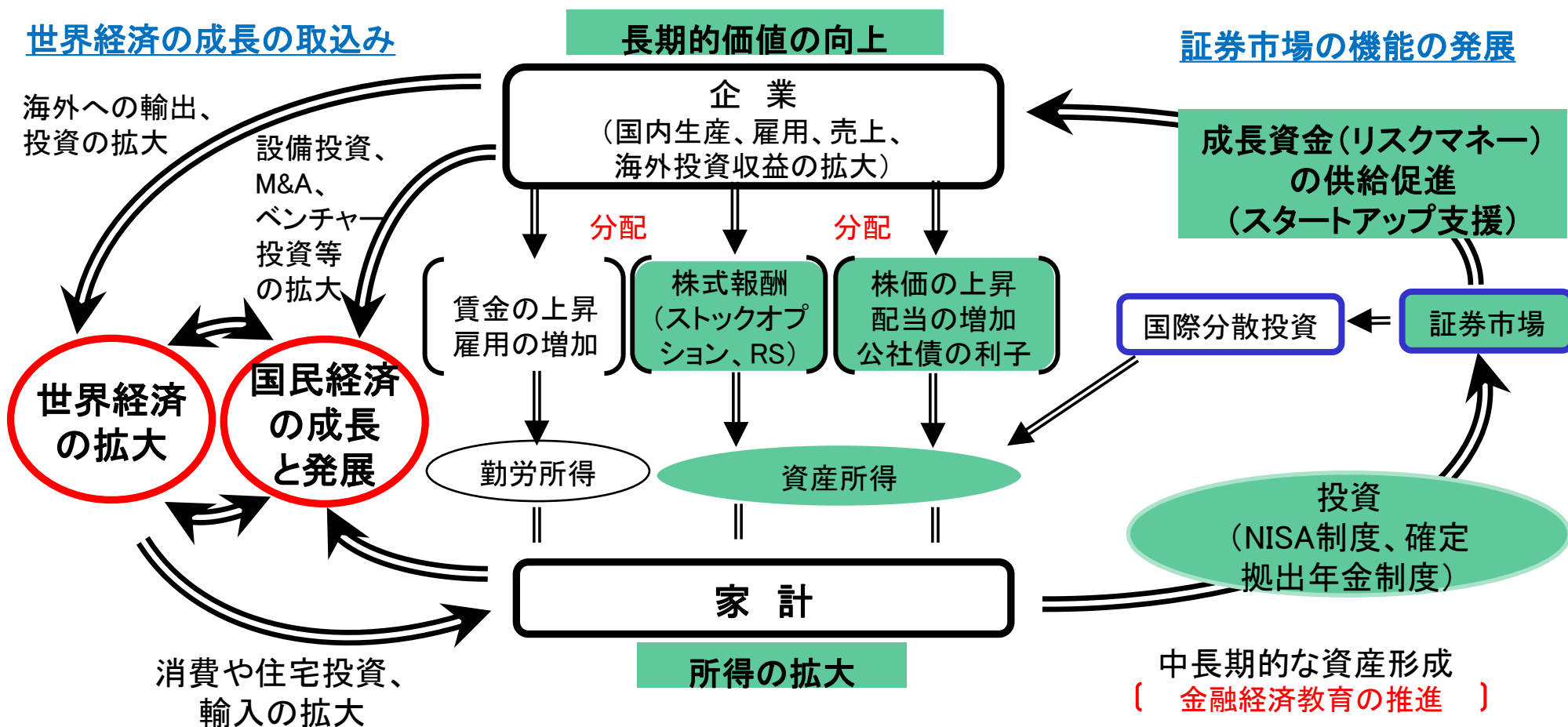
- ① グローバル経済の下での成長と分配の好循環（イメージ）
- ② グローバル経済の下での企業の成長と分配の道筋（仮説）
- ③ 株式報酬の導入状況
- ④ 主な株式報酬制度

4. グローバル経済の下での成長と分配

① グローバル経済の下での成長と分配の好循環(イメージ)

- 賃金には下方硬直性があり、企業の賃上げに対する慎重姿勢をもたらす要因になっている。政府は「賃上げ促進税制」等を通じて、賃上げの後押し(分配の強化)を行おうとしている。
- ✓ 勤労所得以外の分配の道筋(資産所得)も共に強化することで、成長と分配の好循環の実現にさらに近づくのではないか。

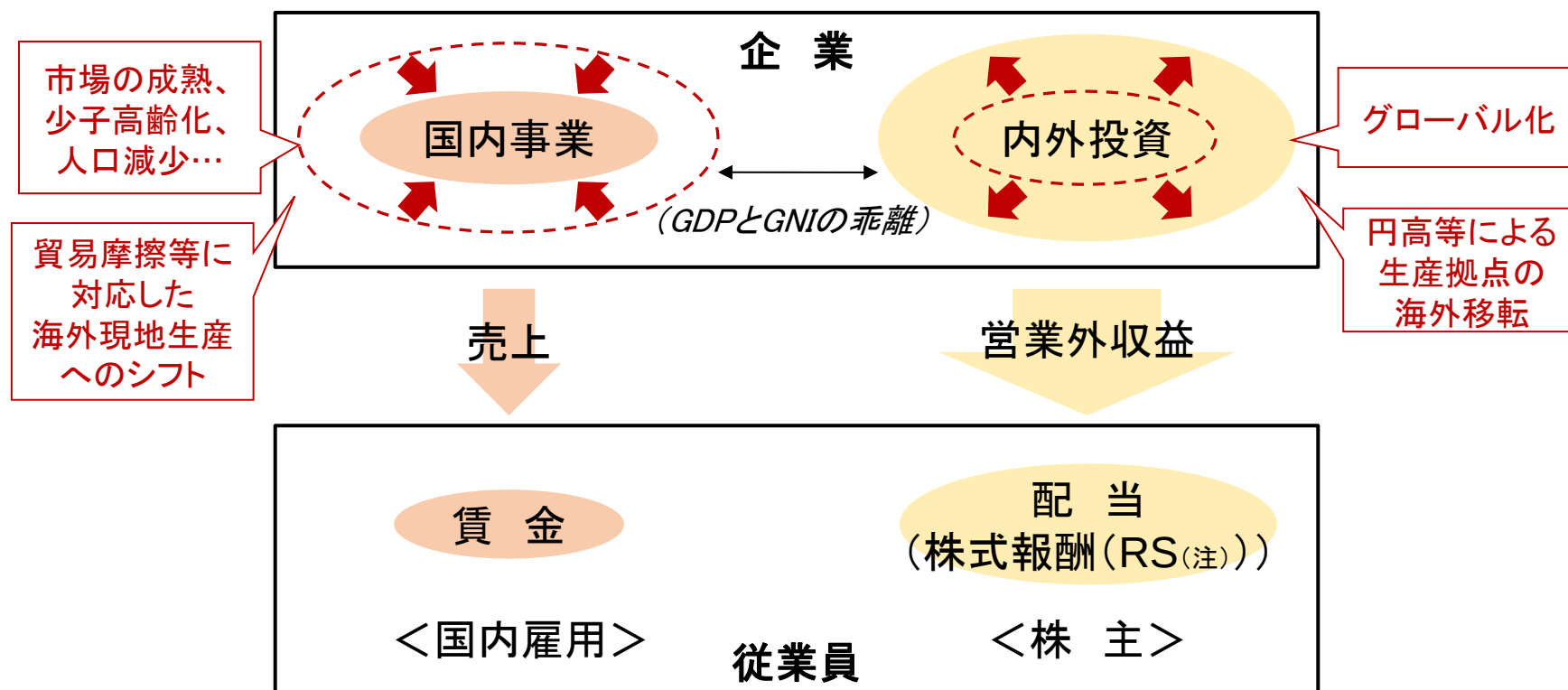
世界経済の成長の取込み



4. グローバル経済の下での成長と分配

② グローバル経済の下での企業の成長と分配の道筋(仮説)

- 企業は、主に国内事業で得た売上を賃金の源泉としているが、市場が成熟し、人口減少社会を迎える日本においては、国内で売上を増やすことには限界がある。
 - 企業は、こうした状況を見据えて海外子会社への投資を行っている。海外子会社から得られる配当は営業外収益として計上されるため、従業員の賃金ではなく、株主に対する配当として還元されている。
- ✓ こうした構造を前提とするならば、従業員に対して株式報酬を付与することによって、配当の形で営業外収益の分配を行うことにより、賃上げと同様の所得拡大効果が得られる。



(注) RS…リストラクテッド・ストック(譲渡制限付株式)

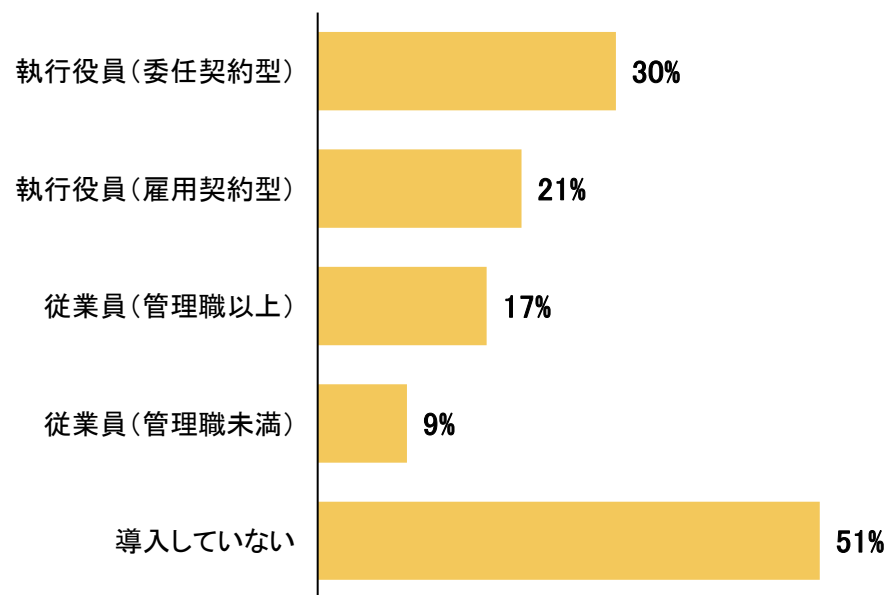
4. グローバル経済の下での成長と分配

③ 株式報酬の導入状況

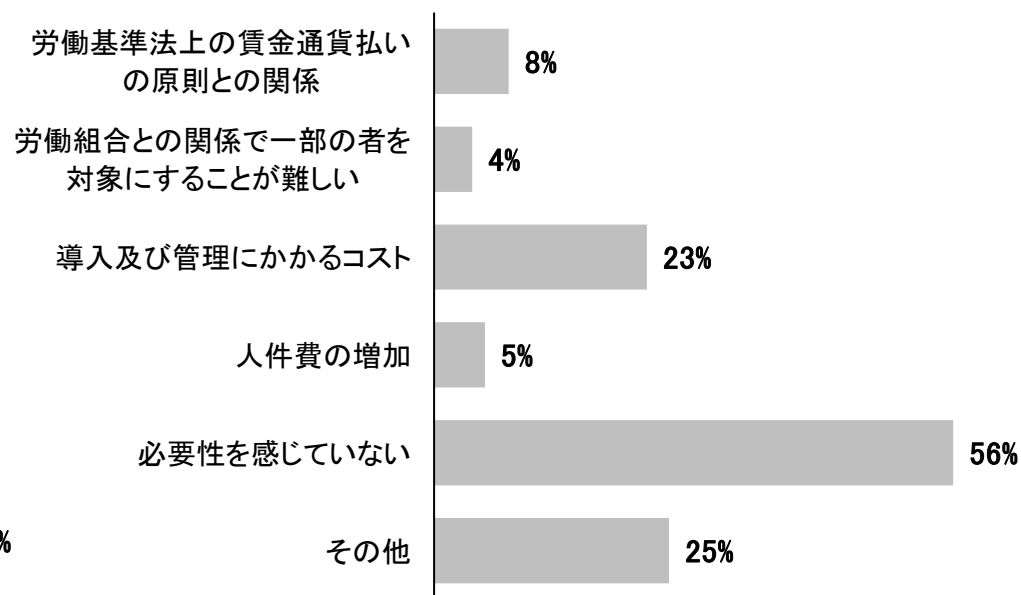
- 従業員（管理職未満）に対して株式報酬を導入している企業は、わずか9%にとどまる。
- なお、株式報酬を導入しない理由として最も多かったのは、「必要性を感じていない」であった。

経済産業省「日本企業のコーポレートガバナンスに関する実態調査（令和2年度）」

執行役員や従業員に対する株式報酬
（ストックオプションを含む）の導入状況
（n＝960）



執行役員や従業員に株式報酬
（ストックオプションを含む）を導入していない理由
（n＝589）

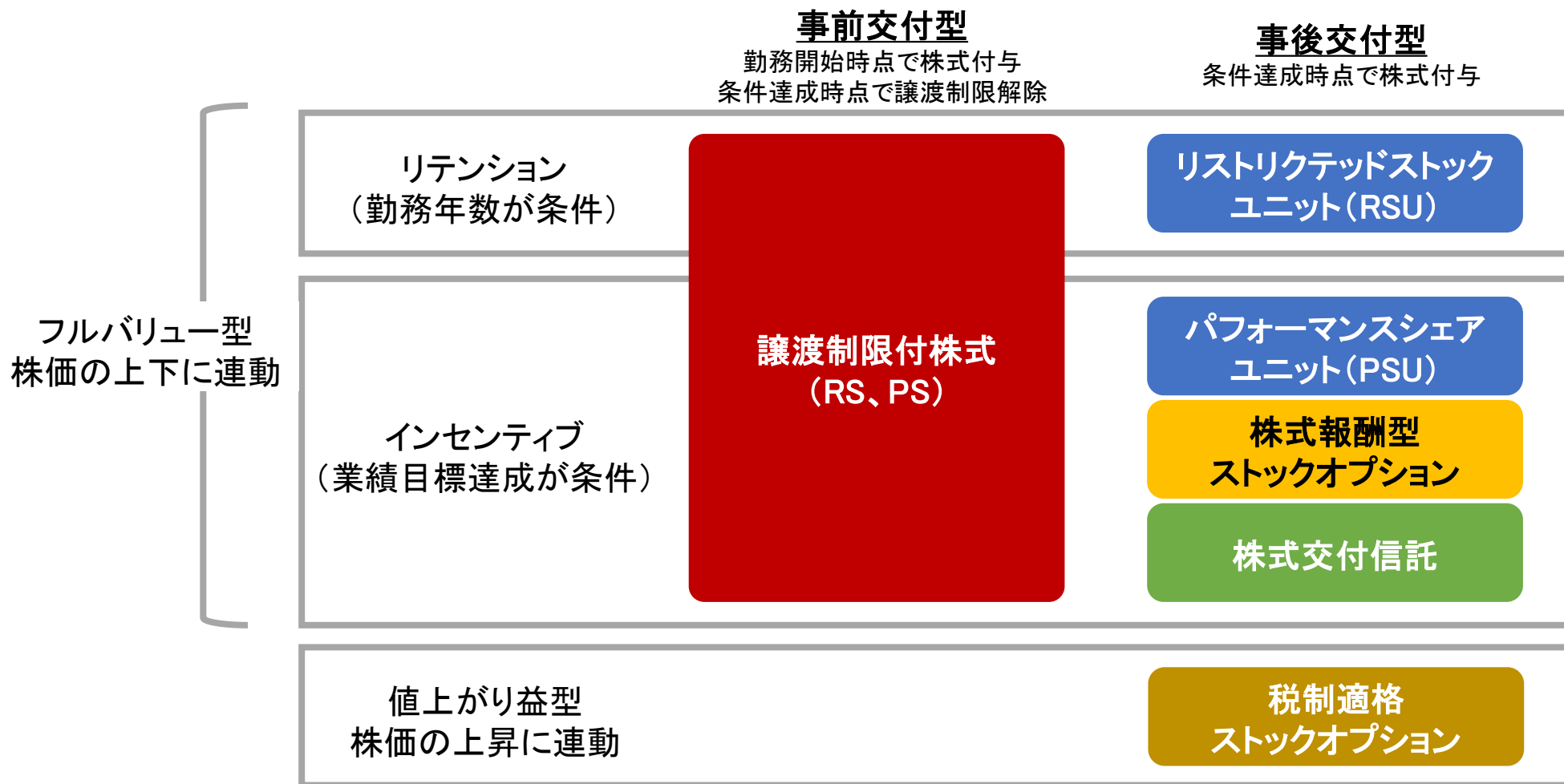


（注）2020年9月末時点における東証一部及び二部上場企業（合計2,655社）に対し質問票を郵送する方法による調査。
（出所）経済産業省

4. グローバル経済の下での成長と分配

④ 主な株式報酬制度

- 様々な株式報酬制度が存在するが、配当による稼得の分配には、従業員に事前に株式を渡す「譲渡制限付株式」が適していると考えられる。



5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(1) 海外の動き

- ① ダボス会議関係(1971年～)
- ② ブラックロックCEOによるレター(2018年1月)
- ③ 米経済団体ビジネス・ラウンドテーブル(BRT)関係(2019年8月)

(2) 日本の動き

- ① コーポレートガバナンス・コード関係
- ② 「新しい資本主義」
- ③ 令和4年度税制改正関係(賃上げ税制と「マルチステークホルダー宣言」)

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(1) 海外の動き

① ダボス会議関係(1971年～)

- ダボス会議とは世界経済フォーラムの年次総会の通称。同フォーラムは、「企業は、株主だけでなく、すべてのステークホルダー(従業員、供給業者、地域社会など)に利益にもたらすべき」という「ステークホルダー理論」を基本理念に、1971年に創設された。
- 2020年のダボス会議について
 - ✓ 2020年1月のダボス会議では、公平な課税、反汚職、役員報酬、人権の尊重を含め、現代における重要な問題に言及するステークホルダー資本主義のビジョンを示す「ダボス・マニフェスト2020」を指針として議論が行われた。
 - ✓ 2020年総会でのコミットメントを踏まえ、2020年9月、世界経済フォーラムは非財務情報の開示のあり方に関する提言をまとめた報告書「ステークホルダー資本主義の進捗を測定～持続可能な価値創造のための共通の指標と一貫した報告を目指して～」を公表。企業が開示すべき非財務情報について、「ガバナンス」「地球環境」「従業員」「持続的成長」の4項目に分け、合計21個の指標を示した。

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(1) 海外の動き

① ダボス会議関係(1971年～)

- 2021年のダボス会議について
 - ✓ 2021年5月の年次総会では、「グレート・リセット」をテーマにする予定であった。プレスリリースにおいて、フォーラム会長のクラウス・シュワブ氏は以下のとおり述べている。

世界規模のパンデミックはさらに、私たちがいかにお互いに繋がりにあっているかをあらためて証明しました。私たちは今後50年の課題に対処できるよう構造化された、スマートかつグローバルに協力できる機能的システムを回復しなければなりません。グレート・リセットは今後、グローバル社会のすべてのステークホルダーが関心、目的、行動を共有するコミュニティにまとめることを必要とします。私たちは思考や態度を短期的なものから長期的なものに変え、株主中心の資本主義からステークホルダー責任主義に移行しなければなりません。環境、社会、強いガバナンスが、企業そして政府の責任の一部として評価されなければならないのです。

※なお、同年次総会は、2021年8月に延期になったのちに、中止となった。

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(1) 海外の動き

② ブラックロックCEOによるレター(2018年1月)

I. 新しい資本主義を巡る内外の識者の議論⑥

- 投資家サイドの代表的論客はラリー・フィンク (Larry Fink、世界最大の資産運用会社ブラックロックのCEO)。ラリー・フィンクは、2018年1月、投資対象企業全てのCEOに宛てた書簡において、長期的な利益を達成するために広い範囲のステークホルダーの利益を追求すべき旨を明記した。

2018年にフィンク氏が各CEOへ宛てた書簡 (抜粋)

- 公的企業か民間企業かを問わず、企業は社会的な目的に奉仕することを社会から求められている。
- 企業が長期にわたって繁栄するためには、財務目標を達成するだけでなく、社会にどう貢献していくかを示す必要がある。
- 企業は、株主、従業員、顧客、そして事業を行う地域社会という、全てのステークホルダーに恩恵をもたらさなければならない。
- 取締役会は、企業がその目的を明確にして追求するとともに、投資家や消費者、事業を行う地域社会にとってますます重要になっている問題に対応する上で極めて重要。
- 現在の環境において、これらのステークホルダーは、企業がより広範な問題に対してリーダーシップを発揮することを求めている。
- 企業が環境・社会・ガバナンス問題を管理する能力は、持続可能な成長に不可欠なリーダーシップと優れたガバナンスを示すものであり、そうであるからこそ、我々はこれらの論点を一層投資プロセスに組み込むようになっている。

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(1) 海外の動き

③ 米経済団体ビジネス・ラウンドテーブル(BRT) 関係(2019年8月)

- BRTは、2019年8月、同団体が公表するコーポレートガバナンス原則における従来の「株主第一主義」の原則を転換し、「全ての利害関係者の利益に配慮し、長期的な企業価値向上に取り組む」ことを新たに声明として公表した。
- これに対しては、「株価上昇や配当増加など投資家の利益を優先してきた米国型の資本主義にとって大きな転換点となる。」「米経済の根幹を成す『資本主義のかたち』を大きく見直すものだ。」といった受け止めがある。
- 背景には、「企業の利益水準が押し上げられても、賃金の伸びは鈍く、恩恵を受けたのは資産家や経営者層だけではないか。」といった格差拡大への批判があるとも見られている。

✓ 参考記事

2019年8月20日(日本経済新聞)『米経済界「株主第一主義」見直し 従業員配慮を宣言』

<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO48745980Q9A820C1000000/>

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(1) 海外の動き

③ 米経済団体ビジネス・ラウンドテーブル(BRT) 関係(2019年8月)

- 声明の概要

- ✓ BRTは1978年以降定期的にコーポレートガバナンス原則を公表してきた。1997年以降のいずれの版においても、株主第一主義の原則が貫かれていた。
- ✓ 今回新たに公表された「Statement on the Purpose of a Corporation」は、企業の責任について、過去の原則に代わり新たなアウトラインを示すもの。
- ✓ 本Statementでは、「すべての米国民に奉仕する経済を実現すること」が企業の目的であるとし、そのためのコミットメントとして、①顧客への価値の提供、②従業員への投資、③サプライヤーとの公正な取引、④地域社会への支援、⑤長期的な株主価値の創出 の5点を挙げている。
- ✓ 投資家に対しても、従業員や地域社会に貢献し長期的な価値を生み出す 企業に投資することを求めている。
- ✓ 本Statementには、181の企業のCEOが署名している。

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(1) 海外の動き

③ 米経済団体ビジネス・ラウンドテーブル(BRT) 関係(2019年8月)

- 声明公表後の動き
 - ✓ 声明の公表後、BRTのウェブサイトにおいては、各企業の取組み状況や、宣言を踏まえたコロナ禍への提言等が公表されている。
 - ✓ また、大手金融機関の株主総会において、ESGへの取組みが声明に照らし不十分であり、更なる取り組みを求める株主提案が出されるといった動きが見られる。

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(2) 日本の動き

① コーポレートガバナンス・コード関係

- ・ コーポレートガバナンス・コードより抜萃(2015年6月1日制定当時より)

(基本原則2)

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

⇒わが国では、株主以外のステークホルダーが重要であることを認識

- ・ また、金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」2020年12月8日の会合において、意見書案(次期コーポレートガバナンス・コードの改訂に盛り込むべき内容の提言)が示され、以下の考えが示された。

コロナ後の新たな成長を実現するためには、各々の企業が課題を認識し変化を先取りすることが求められる。そのためには、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等との間で企業の変革のビジョンを共有し、迅速・果断な意思決定を通じてこれを積極的に実行していくことが重要である。

⇒その後、2021年4月6日に金融庁より「コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂について」が公表されるとともに、2021年6月11日付けで日本取引所グループにてコーポレートガバナンス・コードが改訂され、以下のような内容が盛り込まれた。

補充原則2-3①

取締役会は、気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理など、サステナビリティを巡る課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であると認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきである。

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(2) 日本の動き

① コーポレートガバナンス・コード関係

- 2021年6月11日付けで改訂されたコーポレートガバナンス・コードにて、上場企業は知的財産への投資等を、自社の経営戦略との整合性を意識しつつ、具体的に情報開示すること、取締役会においてガバナンスを強化することが明記された。

コーポレートガバナンス・コード(抜萃)

補充原則3-1③

上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。

補充原則4-2③

取締役会は…人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。

- コーポレートガバナンス・コードの改訂を踏まえ、2022年1月28日、知財投資・活用戦略の有効な開示及びガバナンスに関する検討会(事務局:内閣府・経済産業省)にて、「知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドライン」が策定された(2023年3月27日にVer.2.0が公表)。
本ガイドラインでは、企業がどのような形で知財・無形資産の投資・活用戦略の開示やガバナンスの構築に取り組めば、投資家や金融機関から適切に評価されるかについて指針が示されている。

知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドラインVer.2.0(抜萃)

2. 知財・無形資産ガバナンスガイドライン Ver.2.0 の狙いと概要

本ガイドラインは、知財・無形資産の投資・活用の促進による、企業価値の向上と投資資金の獲得という好循環を加速化すべく、全体を通底する「プリンシプル(原則)」、企業の「アクション」、企業と投資家・金融機関間の「コミュニケーション・フレームワーク」、を示すものである。

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(2) 日本の動き

① コーポレートガバナンス・コード関係

- ・ 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において、2023年4月26日に「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けた アクション・プログラム」が示され、今後の取組みに向けた考え方や具体的な取組み内容が示された。

今後の取組みに向けた考え方(抜萃)

コーポレートガバナンス改革の趣旨に沿った実質的な対応をより一層進展させるため、形式的な体制の整備ではなく、企業と投資家の建設的な対話の促進や、企業と投資家の自律的な意識改革の促進を主眼とする

具体的な取組み内容(抜萃)

A) 収益性と成長性を意識した経営

資本コストの的確な把握やそれを踏まえた収益性・成長性を意識した経営(事業ポートフォリオの見直しや、人的資本や知的財産への投資・設備投資等、適切なリスクテイクに基づく経営資源の配分等を含む。)を促進する。

⇒上記に関連する具体的な施策として、2023年3月31日に東京証券取引所より、プライム・スタンダード上場会社を対象として、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が要請され、本対応の趣旨として以下のような考え方が示された。

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」(抜萃)

・取締役会が定める経営の基本方針に基づき、経営層が主体となり、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資・人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進することで、経営資源の適切な配分を実現していくことが期待されます。

・これらの取組みを進めるにあたっては、企業が独自の方法により、その方針や目標、具体的な内容を投資者にわかりやすく示し、投資者からの評価を得ながら、開示をベースとした投資者との積極的な対話を通じて、取組みをブラッシュアップしていくことが期待されます。

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(2) 日本の動き

② 「新しい資本主義」

- 2022年6月7日に「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」が閣議決定され、以下のような考え方が示された。

I. 資本主義のバージョンアップに向けて

2. 「市場も国家も」による課題解決と新たな市場・成長、国民の持続的な幸福実現

新しい資本主義は一人ひとりの国民の持続的な幸福を実現するものでなければならない。官民連携による社会的課題の解決とそれに伴う新たな市場創造・成長の果実は、多くの国民・地域・分野に広く還元され、成長と分配の好循環を実現していく必要がある。

新しい資本主義を貫く基本的な思想は、①「市場も国家も」、「官も民も」によって課題を解決すること、②課題解決を通じて新たな市場を創る、すなわち社会的課題解決と経済成長の二兎を実現すること、③国民の暮らしを改善し、課題解決を通じて一人ひとりの国民の持続的な幸福を実現すること、である。特に、資本主義の持続可能性と強靱性を高め、全ての人が成長の恩恵を受けられるようにするためには、人的資本蓄積・先端技術開発・スタートアップ育成という、市場だけでは進みにくい分野に対して、重点的に官民が連携し、大規模に実行を進める必要がある。

⇒「人への投資と分配」が重点投資施策とされ、「資産所得倍増プラン」の策定のほか、非財務情報の市場開示の強化などが具体的な施策として掲げられた

III. 新しい資本主義に向けた計画的な重点投資

1. 人への投資と分配

2. 科学技術・イノベーションへの重点的投資
3. スタートアップの企業加速及びオープンイノベーションの推進
4. GX及びDXへの投資

1. 人への投資と分配

- (1) 賃金引上げの推進
- (2) スキルアップを通じた労働移動の円滑化
- (3) 貯蓄から投資のための「資産所得倍増プラン」の策定
- (4) 子供・現役世代・高齢者まで幅広い世代の活躍を応援
- (5) 多様性の尊重と選択の柔軟性
- (6) 人的資本等の非財務情報の株式市場への開示強化と指針整備

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(2) 日本の動き

② 「新しい資本主義」

- ・ 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改訂版」(2024年6月21日閣議決定)より抜萃

I. 新しい資本主義の進捗と実現

1. 2024年の改訂の考え方

「新しい資本主義」では、成長と分配の好循環、賃金と物価の好循環を実現することを目指してきた。

まず「賃金」が上がる。その結果、「消費」が活発化し、企業収益が伸びる。それを元手に企業が成長のための「投資」を行うことで、「労働生産性」が上がり、賃金が更に持続的に上がるという好循環を実現する。これにより、「コストカット型の経済」から「成長型の新たな経済ステージ」へと移行することを目指してきた。

今般、2回目の実行計画の改訂に当たり、新しい資本主義実現会議において審議を繰り返したところ、こうしたこれまでの新しい資本主義の取組の方向性は正しかったこと、そして、デフレから完全に脱却する歴史的チャンスを手にするという合意に至った。

私たちは、昨年を大きく上回る春季労使交渉での賃上げ、史上最高水準の設備投資、史上最高値圏の株価といった成果を手に入れている。しかしながら、我が国のデフレ脱却への道は、いまだ道半ばである。

デフレを抜け出すチャンスをつかみ取れるか、後戻りしてしまうかは、今回の実行計画の改訂に基づく、これからの対応次第である。物価高を乗り越えるために、今年、物価上昇を上回る所得を必ず実現し、来年以降に、物価上昇を上回る賃上げを必ず定着させる。

物価上昇を上回る賃上げを「定着」させるためには、中小・小規模企業の賃上げの「定着」が必要であり、このため、中小・小規模企業の「稼ぐ力」の向上に全力を挙げる。我が国の生産年齢人口は減少しつつあることに鑑み、構造的な人手不足状況の中で、これを達成するためには、省力化投資の加速的促進・仕事をしたいシニア層のための環境整備等の人手不足対策、価格転嫁等の我が国の商慣行における定着が不可欠である。

これらを含め、今般の実行計画の改訂において、一層の取組の具体化が必要な項目を以下に明らかにするとともに、**新しい資本主義の取組全体の加速**を図るため、2024年改訂版の閣議決定を行うものである。

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(2) 日本の動き

② 「新しい資本主義」

- 2024年10月30日、「第30回新しい資本主義実現会議」における石破総理による発言（抜萃）

（総論）

足元では33年ぶりの高水準の賃上げを実現するなど、30年続いたデフレ経済からの脱却も目前に迫りつつある。アベノミクスの成果の上に、岸田政権の新しい資本主義の取組がこうした成果につながったものと認識をしている。

岸田政権の取組は引き継ぎ、加速、発展させ、コストカット型経済から高付加価値創出型経済へ転換を実現するため、新しい資本主義実現会議を継続して開催することとした。

（賃上げ環境の整備）

賃上げの流れを持続的なものとしていくためには、労働生産性の向上が不可欠であります。労務費の価格転嫁を徹底するため、各業界における実態調査とその結果に基づく改善を年末までに完了させるとともに、不適切な事案につきましては、独占禁止法と下請代金法（下請代金支払遅延等防止法）に基づき厳正に対処いたします。コストが上昇する中での価格の据え置きなどにも対応するため、下請代金法の改正についても早期の実現を目指します。

深刻化する人手不足に対応しつつ、生産性の向上を進めるため、デジタル・トランスフォーメーション（DX）を始めとする省力化投資を加速的に促進できるよう、強力に支援してまいります。また、経営力を高め、生産性を向上させるため、M&A（買収と合併）を通じたグループ化や事業承継を着実に支援してまいります。

（投資大国の実現）

人への投資、研究開発投資、設備投資の拡大に官民挙げて取り組むことで、科学技術・イノベーションを促進するとともに、半導体やAI（人工知能）のみならず、GX（グリーン・トランスフォーメーション）や潜在力のある産業分野において、付加価値の高い、新しい製品やサービスを生み出す高付加価値創出型の経済に転換してまいります。

日本経済は今、変化の兆しを脱し、賃上げと投資が牽引する成長型経済を実現できるかという局面にございます。国際競争力を高め、同時に地方を豊かにしますためにも、今、道筋を付けなければなりません。先の衆議院選挙でも賃上げを求める強い声がありました。政権として最優先で取り組んでまいります。

⇒「新しい資本主義」の取組を引き継ぎ、加速、発展させる方針が示された

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(2) 日本の動き

③ 令和4年度税制改正関係(賃上げ税制と「マルチステークホルダー宣言」)

- 自由民主党・公明党「令和4年度税制改正大綱(抄)」

第一 令和4年度税制改正の基本的考え方

1. 成長と分配の好循環の実現

(3) 未来への投資等に向けた経済界への期待

令和4年度税制改正においては、賃上げに係る税制措置を抜本的に強化するとともに、オープンイノベーション税制も拡充するなど、「成長と分配の好循環」を早期に起動させるために、思い切った税制措置を講じている。歳出面においても、科学技術の振興等を目的として、大胆な措置が講じられているところである。こうした取組みの趣旨を踏まえ、経済界に対しては、「成長と分配の好循環」の実現と、ひいては「コロナ後の新しい社会の開拓」に向けて、より積極的に役割を果たすよう求めたい。

近年、企業の前向きな投資や賃上げを促す観点から、法人実効税率の引下げをはじめとする様々な税制上の取組みを行ってきた。しかしながら、わが国の賃金水準は、実質的に見て30年以上にわたりほぼ横ばいの状態にあり、その伸び率は他の先進国に比して低迷している。人的資本や無形資産への投資の規模や、設備の経過年齢を見ても、主要国に見劣りする水準にある。その一方で、株主還元や内部留保は増加を続けており、コロナ禍を受けてもその傾向は変わっていない。企業がイノベーションよりも経費削減や値下げに競争力の源泉を求め続けた結果、経済全体としては縮小均衡が生じてしまってきた。そのような企業行動の変容をもたすべく、コーポレートガバナンスの強化や様々な分野における規制改革等と並んで取り組んできた近年の累次の法人税改革も、意図した成果を上げてこなかったと言わざるを得ない。

「成長と分配の好循環」は、企業が果敢に事業の革新に取り組み、付加価値の高い製品・サービスを生み出すことでマークアップ率を高めるとともに、その利益を元に次なる投資を行いつつ、株主だけでなく従業員、取引先、地域社会などの多様なステークホルダーに継続的に還元し、企業収益の更なる増加につなげていくことで実現する。「コロナ後の新しい社会の開拓」に向けて、デジタルトランスフォーメーションや脱炭素化、「人」への投資などへの取組みがより一層重要となる中、他の先進国との間に生じてきた所得や競争力の差を縮小するためにも、企業においては、リスク回避や横並びの意識を排してアニマルスピリッツを取り戻し、イノベーションに挑戦することが期待される。政府においても、個々の企業が担うことは難しい研究開発支援や、非正規労働者やフリーランスを含めた社会全体の人的資本拡充など、企業が未来への投資に踏み切るに当たり必要となる環境の整備が、これまで以上に求められる。

このような認識の下、来年以降、経済界の取組状況等も見極めつつ、積極的に未来への投資に取り組む企業に対しては真に有効な支援を行うとともに、十分な投資余力があるにもかかわらず活用されていない場合に、企業の行動変容を促すためにどのような対応を講ずべきかといった視点からも、幅広く検討を行う。

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

(2) 日本の動き

③ 令和4年度税制改正関係(賃上げ税制と「マルチステークホルダー宣言」)

- 積極的な賃上げ等を促すための措置(大企業等)

積極的な賃上げを促す観点から、継続雇用者の給与総額を一定割合以上増加させた企業に対して、雇用者全体の給与総額の対前年度増加額の最大30%を税額控除できる制度とします(2年間の時限措置)。その際、一定規模以上の大企業に対しては、マルチステークホルダーに配慮した経営への取組みを宣言していることを要件とします。

(出所)財務省「令和4年度税制改正のポイント」(令和4年4月)」

- 「マルチステークホルダー宣言」について

衆議院・財務金融委員会(2022年2月9日)

＜蓮井 経済産業省大臣官房審議官＞

マルチステークホルダー方針に関する要件でございますが、資本金が十億円以上、従業員数が千人以上の大企業を対象に、賃上げや人材投資を行うこと、取引先と適切な関係を構築することなどの方針の公表を求めることとしてございます。

こうした方針の公表を税制の適用要件にすることは本税制が初めての試みでございまして、本要件を通じまして、大企業の賃上げを促すことはもちろん、株主のみならず従業員や取引先を含めたマルチステークホルダーに配慮した経営の実現を通じた企業価値向上が促されることを期待しているところでございます。

こうした公表をするということが非常に社会的に重要だというふうな認識を持たれるというような責任が生じるというふうに認識してございまして、具体的にこういった内容をどのような形で公表を求めるかなどの制度設計の詳細は、引き続き真剣に検討してまいりたいと考えております。

5. 「ステークホルダー資本主義」等の動向

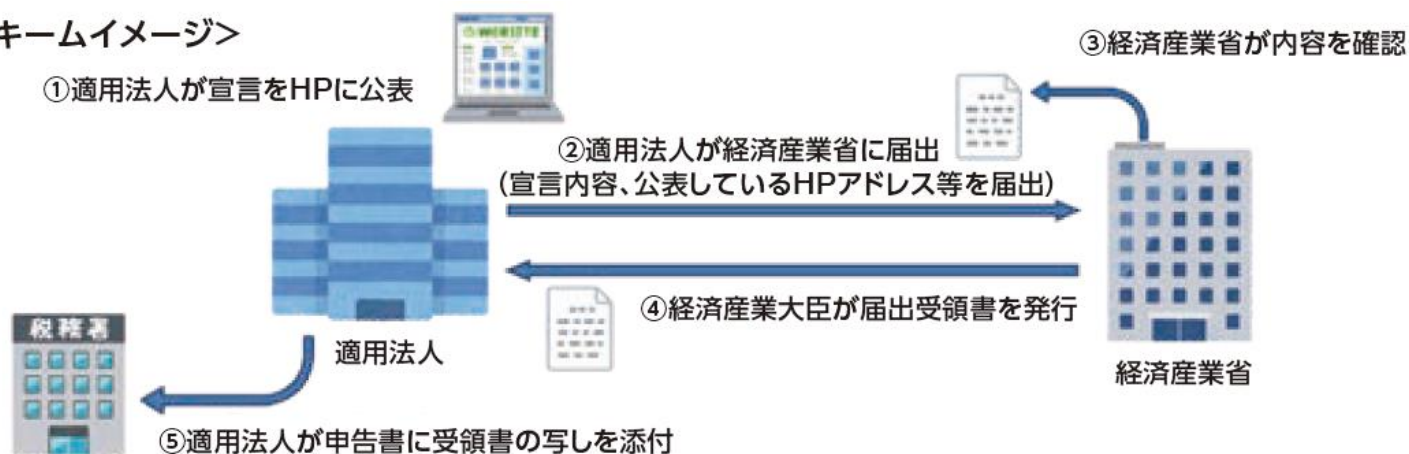
(2) 日本の動き

③ 令和4年度税制改正関係(賃上げ税制と「マルチステークホルダー宣言」)

- 「マルチステークホルダー経営宣言」

- ◆ マルチステークホルダー経営宣言とは、従業員や取引先をはじめとする様々なステークホルダーに対し、各企業がどのような配慮を行うか、自ら宣言することをいいます。
- ◆ 具体的には、
 - ①従業員への還元(「給与等の支給額の引上げの方針」、人材育成の方針 等)
 - ②取引先への配慮(「取引先との適切な関係の構築の方針」)をはじめ、各企業が自社の様々なステークホルダーに対し、どのような配慮を行うかを自社のホームページで公表し、その内容などを経済産業大臣に届け出ることとなります。

<スキームイメージ>



6. ステークホルダー資本主義のあり方

- ①「新しい資本主義実現会議」で紹介された
内外の識者の議論
- ②ブランコ・ミラノヴィッチの掲げる
「資本主義における平等化の具体策」
- ③松下幸之助翁の「一億総株主化の理想」

6. ステークホルダー資本主義のあり方

① 「新しい資本主義実現会議」で紹介された内外の識者の議論

I. 新しい資本主義を巡る内外の識者の議論④

○ **ブランコ・ミラノヴィッチ** (Branko Milanovic、ニューヨーク市立大学客員教授) は、今後の世界の行方は異なる資本主義の間での競争であり、その勝敗は、現在生じている課題をどれだけ修正できるかに依存しているとする。

- 資本主義を以下に分類。

- ① 「リベラル能力資本主義」：米国に代表される民主主義。資本や労働報酬が一部の富裕層に集中し、経済・教育の格差拡大が顕著に。支配層が固定化される。グローバル化に伴う資本の移動性の高まりにより、格差の改善も困難。
- ② 「政治的資本主義」：中国に代表される一党体制による長期支配。テクノクラートへの権力の集中と法の支配の欠如が腐敗を生み、社会の不平等を拡大。

- これらの不平等の拡大は、第一に20世紀以降のグローバル化、第二に21世紀に急速に発展したICTがもたらした2つのアンバンドリング（製造工程の細分化と分散）によるグローバル・バリュー・チェーンの進化と密接不可分。

- 「リベラル能力資本主義」は、政治的に民主主義に結びついており、大多数に影響を及ぼしかねない制度に対して是正措置を講ずる余地を持っている。**資本主義がいかに進化していくかは、中間層への支援や公教育の立て直しによる機会の平等化等を通じてより平等志向的な資本主義の段階に移行できるか否かにかかっている。**

6. ステークホルダー資本主義のあり方

② ブランコ・ミラノヴィッチの掲げる「資本主義における平等化の具体策」

- ・「新しい資本主義実現会議」の資料で紹介されたブランコ・ミラノヴィッチは、「リベラル能力資本主義」における平等化の具体策として、「資本の所有の分散」を掲げている。

＝資本所有の集中が減少すれば、総純所得における資本シェアが伸びても、個人間の不平等の拡大を抑制できる、という考え。

- ・ その具体的な方法として、以下の3つの方策を述べている。

① 小口投資家を対象にした新たな税の優遇措置の導入

② 従業員に株式保有を促すインセンティブを通じて、労働者の資本所有を増やす

③ 相続税



(出典)ブランコ・ミラノヴィッチ『資本主義だけ残った』(みすず書房)

我が国に当てはめた場合、

①は新しいNISA

②は従業員／取引先持株会・株式報酬等の制度の利活用促進を通じて実現可能。

6. ステークホルダー資本主義のあり方

② ブランコ・ミラノヴィッチの掲げる「資本主義における平等化の具体策」

資本の集中を減らす方法は、目新しいものでも、未知のものでもない。それはただ、これまで一貫して真剣に用いられたことがなかっただけだ。それらは三つのタイプに分けることができる。

第一に、資産の所有が小・中規模の株主にとってもっと魅力的なものになり、かたや大規模株主にとってはさほど魅力のないものにする税制上の優遇措置を設けることができる(今日、アメリカに存在するものとは真逆の政策である)。

中間層が現在保有する金融資産は比較的少ないが、こうした資産は長い目で見れば住宅よりも収益率の高い資産になるだろう。中間層と金持ちが受けとる収益を平等にしたいなら、要は、もっと株や債券を持つよう中間層を促す必要があるのだ。

この提案によくある反対意見とは、小口投資家はリスク回避型であるというものだ。小規模の損失ですら彼らの金融資産のほとんどを消滅させかねないからだ。それはたしかにもっともな話だが、彼らが受けとれるリターンを高め、なおかつ低い変動率を保証する方法もある。今のところ金持ちの投資家だけが利用できる多くの税制上の優遇措置を、小口投資家も利用できるよう拡大してもいいし、小口投資家を対象にした新たな税の優遇措置を導入すればなおいいだろう。投資規模のかなり小さな階層を対象に、下限(たとえば実質収益ゼロなど)を設けた政府の保証する保険制度を通して変動率を下げ、投資の安全性を高めることもできるだろう。小口投資家は税務報告書を提出するさいに、年間ベースでその保証を利用できる。

6. ステークホルダー資本主義のあり方

② ブランコ・ミラノヴィッチの掲げる「資本主義における平等化の具体策」

資本の集中を減らす 第二の方法は、従業員持株制度(ESOP)や従業員に株式保有を促す会社レベルのインセンティブを通して、労働者の資本保有を増やすというものだ。ここにもアメリカを筆頭とする多くの国で、すでに法的規制が存在する。この発想もまたとくに目新しいものではない。1919年にアーヴィング・フィッシャーがアメリカ経済学会の会長演説でこの案を提示していた。1980年代にはマーガレット・サッチャーが同じく「民衆の資本主義」について語っている。とはいえ、1980年代の比較的成功した時期が終わると、ESOPは人びとの記憶から忘れ去られた。従業員持株制度が用いられるときも、それは労働者の資本主義といったものを導入するというよりも、経営幹部にインセンティブをあたえるといった意味合いの場合が多くなった。

この発想に対する反論とは、労働者は自分の賃金と財産所得の両方をひとつの会社の業績に委ねるよりも、それらを分散するほうを好むだろうというものだ。自分たちの労働をある会社に、またその資本を別の会社や国債や住宅に「投資する」ほうが儲かるだろう。この主張は理屈のうえでは正しい。他の何もかもが同じ条件なら、資産を自分が雇われている会社以外の企業に投資することは理にかなっている。とはいえ、ほとんどの人はどんな金融資産もめったに持っておらず、したがってぜんぶの卵をひとつのカゴに入れている——自分たちが働いている会社というカゴに。中間層が金融資本に投資する機会がもっと増えたなら、そのときはESOPもお粗末な戦略になるかもしれない。だが小規模で有利に投資する機会がほとんどないかぎり、資産保有の集中を減らす一歩としてESOPは理にかなっている。

6. ステークホルダー資本主義のあり方

② ブランコ・ミラノヴィッチの掲げる「資本主義における平等化の具体策」 (参考) 所有権による格差の解消策(リチャード・B・フリーマン)(抜粋)

(リチャード・B・フリーマン氏はハーヴァード大学経済学部ハーヴァード・アッシュャーマン経済学教授で、専門は労働経済学。)

民間企業の年金制度を統制した1974年の従業員退職所得保障法(ERISA)のおかげもあり、アメリカには従業員の自社株所有を拡大する強い基盤がある。ERISAは労働者が信託基金を通じて雇用主企業の株式を集団で所有する従業員持ち株制度(ESOP)を確立し、企業に対してこのような基金の設立に税制上の優遇措置を設けている。今日では、民間セクターの約10%がESOP企業に在籍しており、従業員の所有割合はわずかな比率から最大100%までである。ESOP以外でも、ストックオプションか従業員株式購入制度を通じて自社株を持っている労働者は多い。また、資本を所有してはいないが企業収益から所得を得られる利益分配の権利を持つ労働者はさらに多い。2019年にアメリカの労働者の47%がなんらかの形で勤務先の所有権ないし利益分配を獲得していた。

社会主義であれ労働者資本主義であれ、このような形態の所有権はいずれも資本からの所得で賃金や給与を補うもので、国民所得の分配が労働から資本に偏るようになった時代には切実に必要とされている。国民所得に資本所得が占める割合がかつてなく大きくなり、しかも資本所得の分配が労働所得に比べて大きく偏っているとすれば、労働者の資本所有と資本所得を増やさない限り、格差縮小への道を探すのはきわめて難しい。

イギリスは従業員株式購入制度を通じて、労働者が個人として株を購入し保有することに大幅な減税措置を設けており、おかげでイギリス企業ではアメリカ企業よりもはるかに従業員株式購入制度の整備が進んだ。

(注) 赤線は日証協が付記。
(出所) オリヴィエ・ブランシャール、ダニ・ロドリック「格差と闘え」(慶應義塾大学出版会)

6. ステークホルダー資本主義のあり方

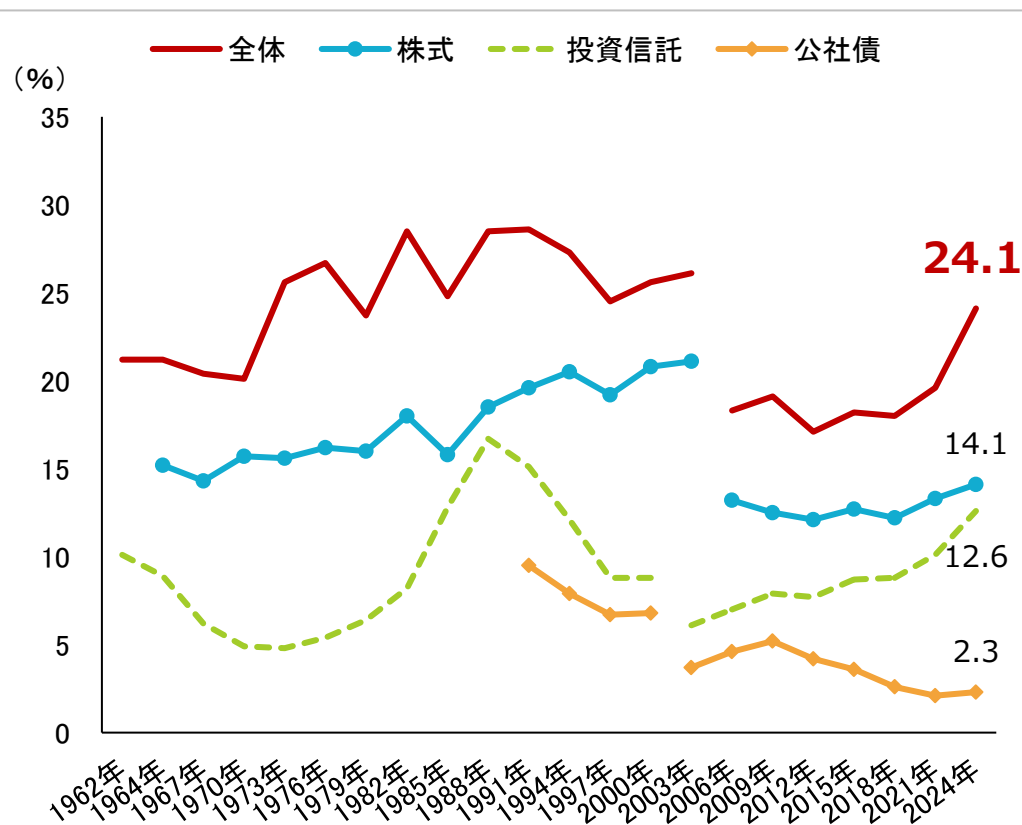
② ブランコ・ミラノヴィッチの掲げる「資本主義における平等化の具体策」

(参考) 有価証券を保有している個人の割合

- 有価証券を保有する個人の割合は全体の約2割に過ぎず、**配当所得等を通じた所得の分配を受けていない人が未だ多く存在**する。

保有する金融商品についてのアンケート調査結果

(n=7,000、20歳以上対象)



<調査結果の妥当性について>

- ✓ 投資信託や公社債については保有者数に関する統計が存在しないが、上場株式については証券保管振替機構が統計を公表している。
- ✓ それによると2023年の個人株主数(居住者)は1,498万人であった。これは18歳以上人口(1億693万人)の14.0%であり、アンケート調査の結果とほぼ整合する。
- ✓ 本調査は訪問留置法により実施している。

(注) 日証協「国民のNISAの利用状況等に関するアンケート調査」(インターネット調査)では、株式の保有率は25.6%であった。このことから、インターネット調査では、株式の保有率が実態よりも高くなる可能性がある。

(出所) 総務省「人口推計(2023年10月1日現在)」、証券保管振替機構「属性別株主数状況(2023年7~12月)」、日本証券業協会・日本取引所グループ「国民のNISAの利用状況等に関するアンケート調査」

(注) 2003年以前は世帯、2006年以降は個人の保有率。

(出所) 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査」

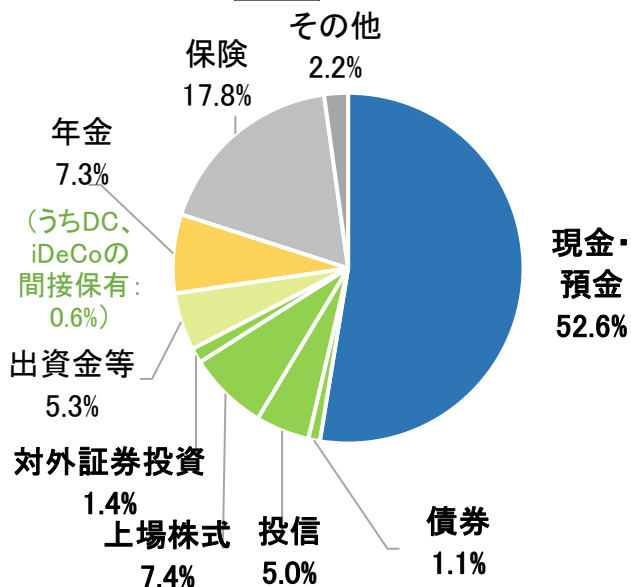
6. ステークホルダー資本主義のあり方

② ブランコ・ミラノヴィッチの掲げる「資本主義における平等化の具体策」

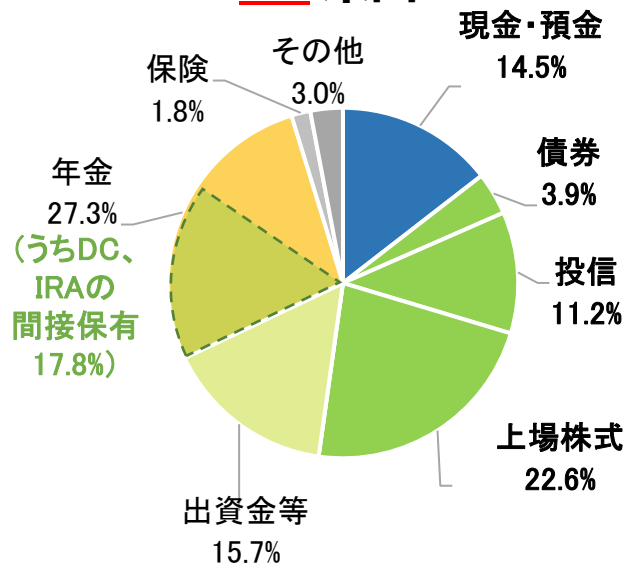
(参考) 家計金融資産の日米英比較(2023年末時点)

- 日本の家計金融資産は、その過半が現預金であり、米英と比べて現預金の割合が高く、有価証券の割合が低い。
(英国は、年金を通じて間接的に保有されている有価証券の割合が日米に比べて高い。)

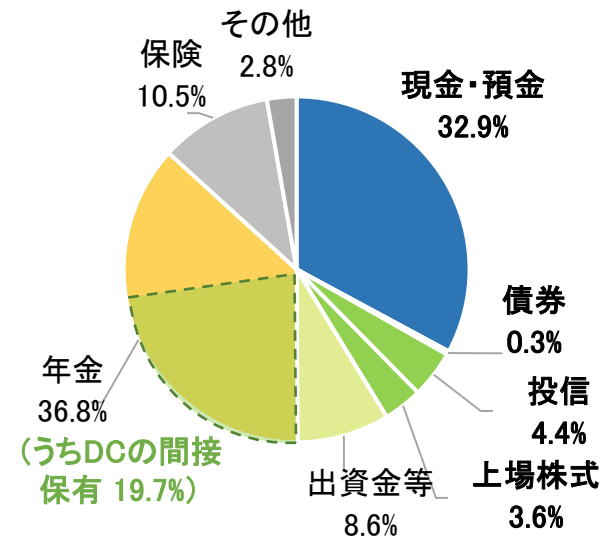
● 日本



🇺🇸 米国



🇬🇧 英国



<家計金融資産 合計>

2,144.5兆円

<上場株式・投信・債券の割合>

直接保有 14.8%
+DC、iDeCoの間接保有: 0.6% } 15.4%

<家計金融資産 合計>

118.0兆ドル(17,696.9兆円)

<上場株式・投信・債券の割合>

直接保有 44.2%
+DC、IRAの間接保有: 17.8% } 62.0%

<家計金融資産 合計>

6.5兆ポンド(1,191.8兆円)

<上場株式・投信・債券の割合>

直接保有 8.4%
+DCの間接保有: 19.7% } 28.1%

(注) 日本: DC、iDeCoの間接保有分は2023年3月末時点の保有額ベース。上場株式・投信・債券の割合には対外証券投資を含む。債券に金融債、信託受益権、債権流動化商品は含まない。
1ドル=150円、1ポンド=183.0円で換算(2023年12月末時点)

(出所) 日本銀行、運営管理連絡協議会、FRB、ONS、IA、NEW FINANCIAL

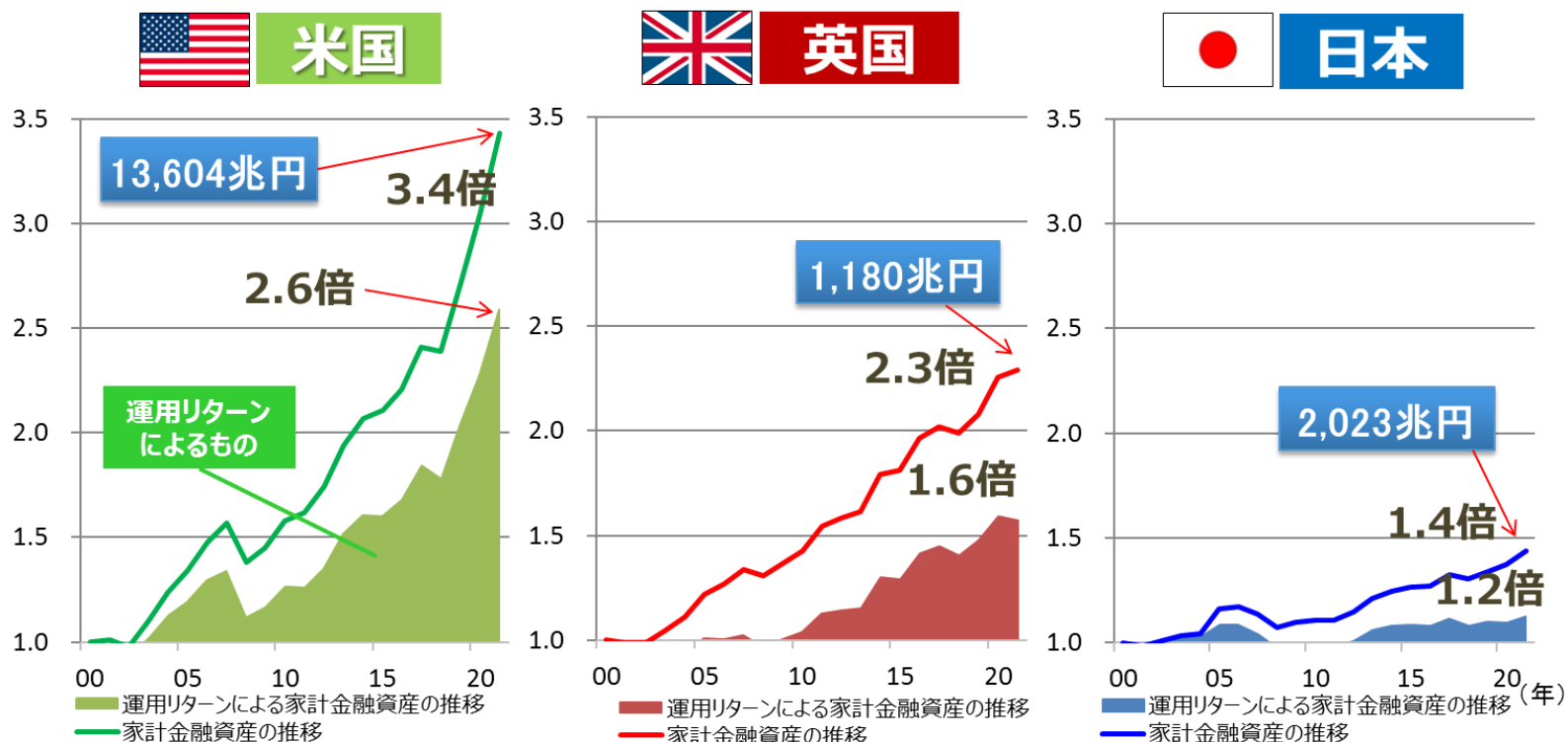
6. ステークホルダー資本主義のあり方

② ブランコ・ミラノヴィッチの掲げる「資本主義における平等化の具体策」

(参考) 家計金融資産(日米英)の推移(2000年～2021年)(金融庁資料より)

日本では運用リターンによる金融資産額の伸びが小さい

■ 2000年からの2021年末までを見ると、米国・英国では、それぞれマクロの家計金融資産は3.4倍、2.3倍へと伸びているが、日本では1.4倍に留まっている。背景として、運用リターンの違いも大きく影響していると分析される。



(注) 上記の運用リターンによる資産の伸びは、資産価格の変動による伸びから算出しており、利子や配当の受取りを含まない。

(注) 21年末時点の値。米国、英国については、21年12月末の為替レートにて換算(1ドル=115.24円、1ポンド=155.74円)

(資料) FRB、BOE、日本銀行より、金融庁作成

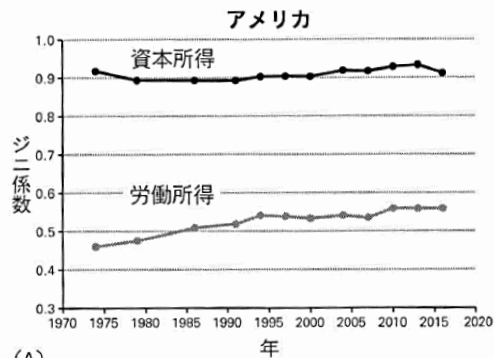
6. ステークホルダー資本主義のあり方

② ブランコ・ミラノヴィッチの掲げる「資本主義における平等化の具体策」

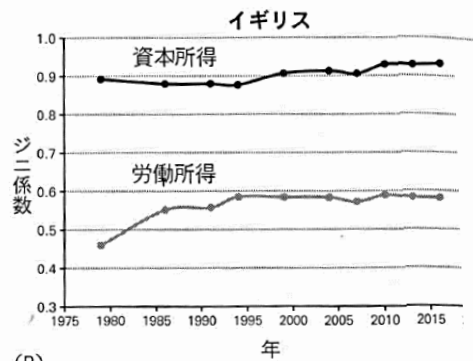
(参考) ミラノヴィッチ氏による資本所得のジニ係数の国際比較

- 各国とも、労働所得に比べ資本所得のジニ係数は高くなっている。
(注)ジニ係数は分布の集中度あるいは不平等度を表す係数で、0に近いほど分布が均等、1に近いほど不均等となる。
 - 我が国は、労働所得のジニ係数は相対的に低位であるが、資本所得のジニ係数は相対的に高くなっている。
- ✓ 高い資本所得のジニ係数は「資本所有の分散」を通じて是正可能。

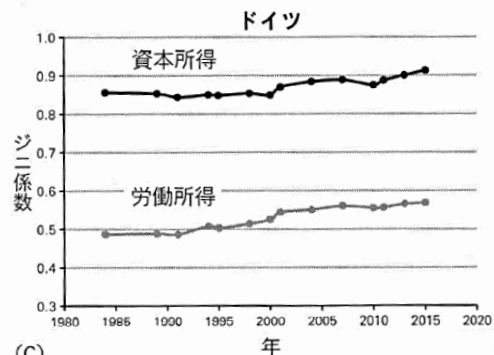
資本所得と労働所得のジニ係数
(アメリカ、イギリス、ドイツ、ノルウェー)



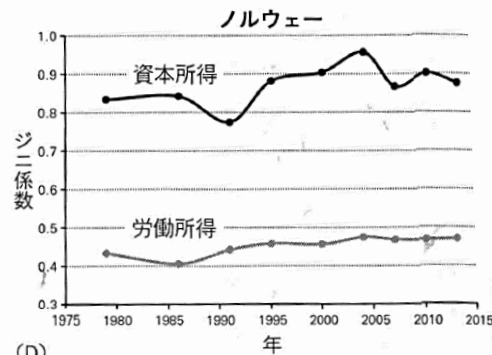
(A)



(B)

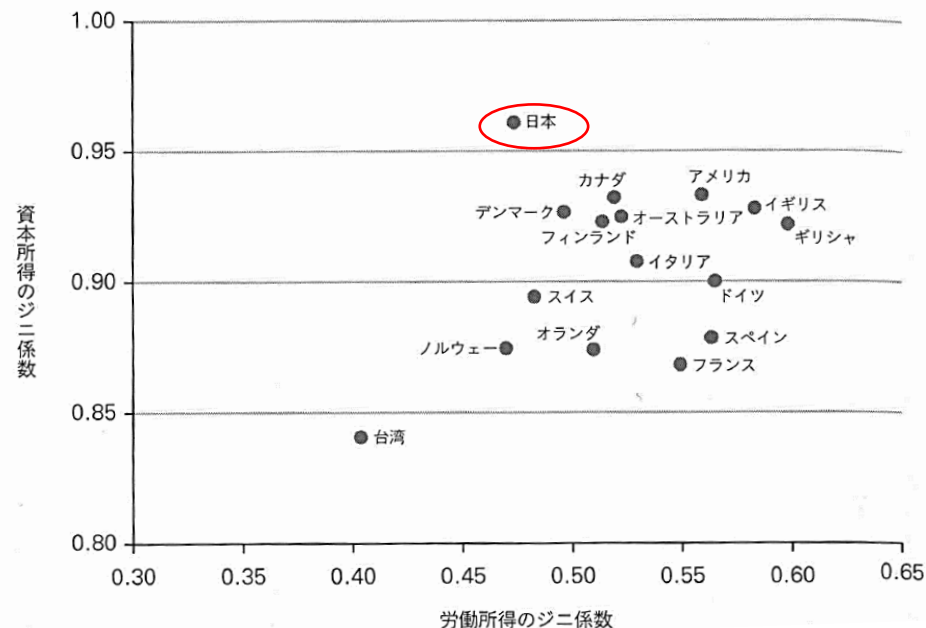


(C)



(D)

資本所得と労働所得の不平等
(富裕国、2013年頃)



(注) 赤線は日証協が付記。
(出所) ブランコ・ミラノヴィッチ『資本主義だけ残った』(みすず書房)

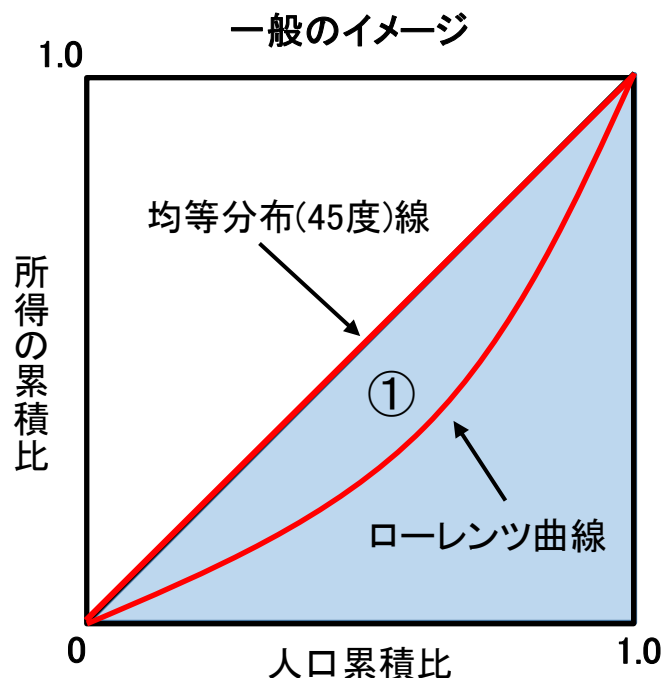
6. ステークホルダー資本主義のあり方

② ブランコ・ミラノヴィッチの掲げる「資本主義における平等化の具体策」

(参考) 資本所有の分散の意義(ローレンツ曲線とジニ係数)

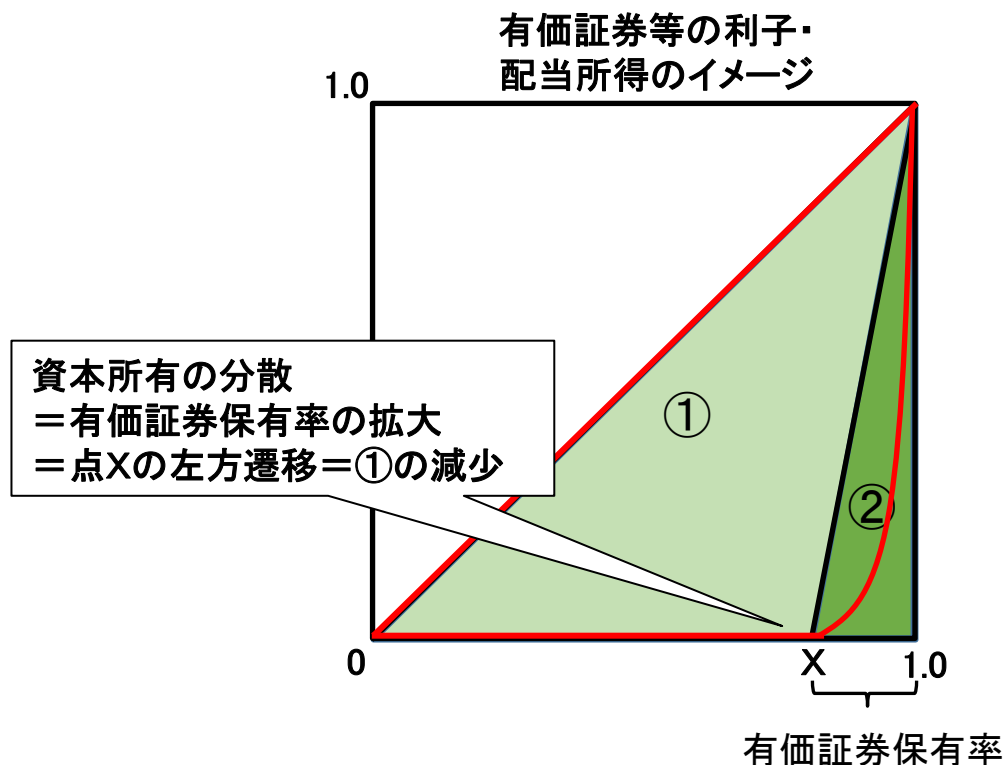
- 日本の資本所得(利子・配当所得)のジニ係数の高さは、資本(有価証券)の保有率が少ないために、ローレンツ曲線が右に偏っていることが原因である可能性がある。

(注)ローレンツ曲線は所得分布の不平等度を示すグラフで、傾斜45度の直線に近いほど分布が均等、遠ざかるほど不均衡となる。



ジニ係数=①の面積の2倍(0.0~1.0)

〔日本の等価当初所得:0.5程度
日本の等価可処分所得:0.3程度〕



資本所有の分散
=有価証券保有率の拡大
=点Xの左方遷移=①の減少

ジニ係数=①の面積の2倍

+②の面積の2倍(0.0~1.0)

〔有価証券保有率が20%、X=0.8のとき、
第1項(下線部分)だけで0.8〕

6. ステークホルダー資本主義のあり方

③ 松下幸之助翁の「一億総株主化の理想」

○「株式の大衆化」の意義

- 社会的に見て株主の数が増えるということは非常に望ましいことであって、極言すれば、国民のすべてがどこかの会社の株主であるというようなところまでもっていければ、これにこしたことはない。
(⇒一億総株主化の発想)
- なるべく多くの国民が株をもった形態において、国家産業の興隆に寄与するということを、強く推し進めていくことが肝要だと思うのである。そうすれば、株主は投資した株式から受ける利益だけでなく、投資することによって産業が興隆し社会が繁栄するところから起こる、いわゆる社会共同の繁栄による利益なり恩恵を受けることができる。つまり大衆は、株をもつことによって二重の利益を得られるわけである。
- そのような株式の大衆化、長期化によってこそ、真の株主安定化ということも実現できる。
- 人々はみな自分の仕事からの収入を得る一方で、株主となって配当を受けるというような状態がおそらく生まれてくるであろうし、また生み出さなければならないと思う。そこに私は、国民全体の安定と繁栄を生み出す一つの道があるように思うのである。
(⇒勤労所得に加え金融所得の重要性)

(出所)「株式の大衆化で新たな繁栄を」(月刊誌「PHP」昭和42年11月号再録)より抜萃。

6. ステークホルダー資本主義のあり方

③ 松下幸之助翁の「一億総株主化の理想」

○実現に向けた政策

- 政府は、すべての国民に株式をもつことを積極的に奨励、要望し、それを実現するための具体的な奨励策、優遇策というものを大いに打ち出すことが大事だと思う。
- たとえば、株をもつための融資をすとか、奨励金を出すとか、あるいは一定数以下の少数株の株主の場合は特に税金をタダにするとか、きめ細かい政策を、適宜講じていかなければならない。
(⇒NISAに相当)
- 一度買った株をできるかぎり手放さないように、株主を指導していくことも大事であろう。こういうことを、政府は国家百年にわたる経済の基本政策の一つとして、力強く進めていかねばならないと思う。

○長期保有と証券会社

- 証券会社の使命というものは、株式の大衆化を実現するために大衆的個人株主をできるだけ多くつくっていくことだと思うのである。
- 長期安定株主を多くして、株価の上下の利ざやで儲けるような株主を少なくしていけば、証券会社の経営が成り立たなくなるのではないかという一つの心配をもつ向きがあるかもしれない。しかし、株式の大衆化によって、非常に多数の株主がいるので、百人の株主が月に1回売り買いするよりも、1万人の株主が年に1回売り買いするほうが、証券会社としての株式取り扱いは多くなる。
- 投機的な考えをもつ株主は少なく、健全な考えの株主が多くなれば、証券会社はむしろ堅実な繁栄、発展を遂げ、証券会社としての崇高な使命を、より高く達成できるようになるのではあるまいか。

(出所)「株式の大衆化で新たな繁栄を」(月刊誌「PHP」昭和42年11月号再録)より抜萃。

6. ステークホルダー資本主義のあり方

③ 松下幸之助翁の「一億総株主化の理想」

○株主と企業との対話

- 株式会社が健全にして安定した経営を行なっていくことが、国家国民の繁栄、発展のためには非常に重要であるが、それには、その前提として、株主もまた健全にして安定した姿でなければならない。
- 株主というのは、出資した会社から配当を受け取る一方で、会社の経営を見守り、時に応じては叱咤激励し、その業容の伸展を楽しみにするというような健全な考え方のもとに株主になるということが、もっと強調されてもよいのではなかろうか。

(⇒スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの考え方)

○株主のあるべき姿

- 株主は、株に投資することによって国家の産業に参画し、その発展に寄与、奉仕するといういわば尊い使命を持っているのである。そして、その使命を全うすることによって正当な配当を受けるわけである。株主は、こういう株主本来の使命というものを正しく自覚、認識して、原則としては、いわば永久投資するという考え方から株を持つことが大事だと思うのである。
- 株価が上がれば売り、下がったら買うということは、一面確かに考えてもよいことかもしれないが、それはあくまでも必要やむをえざる場合に限るべきだといってよい。もし株主が原則として永久投資というか、二代も三代も同じ会社の株をもち続けるという確固たる信念をもっておれば、私は決して株主が軽視されるようなことはないと思うのである。

(⇒企業を応援する長期投資)

(出所)「株式の大衆化で新たな繁栄を」(月刊誌「PHP」昭和42年11月号再録)より抜萃。

6. ステークホルダー資本主義のあり方

③ 松下幸之助翁の「一億総株主化の理想」

- 松下幸之助翁の「一億総株主化の理想」の現代的意義
 - ✓ 半世紀以上前に松下幸之助翁は、健全な個人株主を増やし、いわば「一億総株主化」を実現することが理想であり、これにより、国民全体で経済と社会の活性化を図ることの重要性を説いた。多くの国民が株式を中長期保有するようになれば、経済成長の成果を広く国民が享受し、社会全体として好循環を実感できるようになると考えられる。
 - ✓ 近年、NISAの普及・定着、上場株式の投資単位の引下げなど、個人投資家が投資しやすい環境整備が進んでいる。また、低金利が続く中、預貯金と比べて高い配当利回りが期待できる企業が数多くあるほか、株主優待の導入企業が1,400社を超えるなど、投資魅力を高め、個人投資家の中長期保有を促す動きも広がっている。
 - ✓ 個人投資家について、「中長期的な資産形成」を促進する、さらには「中長期投資」、「中長期保有」を促進することは、政策的にも、また証券会社の経営上も重要であると考ええる。
 - ✓ 一方、ショートターミズム（短期志向）への批判に対して、中長期的な企業価値の向上と長期投資に促進に向け、官民をあげた様々な取組みも進展している。
 - ✓ 松下幸之助翁の「一億総株主化の理想」は、長期保有の促進に向けた取組みを行っていく場合、長期投資の先にある証券市場のトータルビジョンをどのように構想していくかを検討する際の手がかりにもなるのではないか。

7. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESG

- ①最近のESG投資の動向
- ②ステークホルダー資本主義からみたESG投資
- ③ステークホルダー資本主義とESG投資からみた
個人株主の意義

7. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESG

①最近のESG投資の動向

- 20世紀前半には、宗教的・倫理的動機から、SRI(社会的責任投資)の萌芽がみられた。
- 2006年に国連責任投資原則(PRI)が策定され(「ESG投資」の始まり)、以後、環境・社会的課題の解決を意識した投資が本格化。
- 2015年COP21でパリ協定採択。世界で2050年カーボンニュートラルに向けた取り組みがスタートし、グリーンファナンスが加速化。
- 特にEUでは、環境目的に貢献する経済活動の仕分け・列挙、定義を行う詳細なタクソノミーを定め、企業には準拠した開示を要請。

7. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESG

①最近のESG投資の動向

- 欧州や北米の投資家は、武器、たばこ等の特定銘柄を投資対象からはずすネガティブ・スクリーニングも多い。
- 日本でも2015年にGPIF(年金積立金管理運用独法)が国連のPRIに署名して以降、投資家層にESG投資の関心が高まっている。
- 企業は、従来の財務情報の開示に加え、将来の財務に大きな影響を与えると考えられる非財務情報(ESG情報を含む)の開示を推奨され、そのための開示基準が複数提供されている。また日本では、2023年3月期から有価証券報告書においてサステナビリティ情報に関する記載欄が追加された。
- 格付け会社は、企業に対するESG格付けも導入。
- 金融庁では、2020年12月に「サステナブルファイナンス有識者会議」を設置、2021年6月に「サステナブルファイナンス有識者会議報告書」を公表。同年10月には「ソーシャルボンドガイドライン」を公表したほか、2023年3月には「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」にて、ESG投信の情報開示等についての具体的な検証項目が定められた。

7. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESG

②ステークホルダー資本主義からみたESG投資

- ESGの機関投資家はスチュワードシップコードの下で、企業と中長期的な価値の向上に向けた建設的な対話を行う方向に仕向けられている。
- ESG、サステナビリティの考え方と、株主のみならず、従業員、顧客、供給業者、地域社会といった全ての利害関係者に中長期的な利益をもたらす、というステークホルダー資本主義は、相通じるものがある。
- ESG開示、ESG格付け、ESG投資家とのエンゲージメントが、全ての利害関係者の中長期的利益につながり、結果としてステークホルダー資本主義の実践につながると考えられる。
- しかしながら、企業からみると、元来、株主第一主義ではなく、ステークホルダー資本主義(三方良し)の世界にいますので、ESG投資、SRI投資、サステナブルファイナンスに進化した内外の大手機関投資家によるエンゲージメント等の強化に戸惑いも起こり得るところ。

7. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESG

③ステークホルダー資本主義とESG投資からみた個人株主の意義

- 機関投資家がプロとして企業のESG評価を行い、スチュワードシップの下で、企業と中長期的な企業価値の向上に向けて対話を行うことは積極的に評価すべきことであると考えられる。
- 他方、機関投資家はあくまで株主であり、基本的に、従業員、顧客、供給業者、地域社会といった利害関係者の立場にはない。
- 翻って、**個人投資家は、株主、従業員、顧客または取引先、地域社会の構成員**であり、多様な側面を有することが重要であると考えられる。個々には小さくとも、塊りとしての**個人投資家は、企業からみると様々なステークホルダーの利害を代表**する存在と言えるのではないか。

7. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESG

③ステークホルダー資本主義とESG投資からみた個人株主の意義

- 多くの国民が株式投資から目を背けるのではなく、株主の立場に立ち、企業に多様な観点から中長期的にエンゲージメントすることは、企業にとって様々なステークホルダーの利益を考慮することに繋がりうると考えられる。
- 近年、NISAの普及・定着、上場株式の投資単位の引下げなど、個人投資家が投資しやすい環境整備が進んでいる。また、低金利が続く中、預貯金と比べて高い配当利回りが期待できる企業が数多くあるほか、株主優待の導入企業が1,400社を超えるなど、投資魅力を高め、個人投資家の中長期保有を促す動きも広がっている。
- ステークホルダー資本主義が、例えば、経営者対従業員、企業対地域社会といった対立構造や格差の拡大、社会の分断への対処を念頭に進展してきた中で、個人投資家の裾野を拡大していくこともまた、格差の拡大や社会の分断を乗り越えることにつながりうると考えられる。

8. 総括

「ステークホルダー資本主義」と日本的経営・資本主義思想

- これらの「ステークホルダー資本主義」等の考えは、例えば近江商人の「三方良し」の思想のように、古くから我が国に根付いていた経営思想と共通するものがあり、決して欧米発の取り組みではなく、我が国の伝統的な経営思想の再評価と受け止めることができるのではないか。
- また、「新しい資本主義実現会議」で紹介されたブランコ・ミラノヴィッチの「資本の所有の分散」という考え方は、松下幸之助翁の「一億総株主化の理想」に通じるものがあると考えられる。
- こうした日本的経営・資本主義思想の良さを積極的に訴え、世界をリードしていくことが望まれる。

「ステークホルダー資本主義」等の下での株主の役割

- なお、すべてのステークホルダーの利益を重視する姿勢が広がる中においても、ステークホルダーの一員である投資家(株主)の役割が依然として重要であることに変わりはないと考えられる。
- 特に「資本の所有の分散」、「一億総株主化」が実現した社会においては、企業と家計は、雇用主と従業員としてだけでなく、発行体と投資家(株主)としての関係も有することになるため、家計が企業にとって最も重要なステークホルダーになるのではないか。
- 企業の長期的な利益という目線を持った株主によるエクイティ・ガバナンスの重要性も、ますます高まっていくのではないか。

<参考文献等>

Damodaran Online, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

FRB「Financial Accounts of the United States」

Investment Association「INVESTMENT MANAGEMENT IN THE UK 2023-2024」

NEW FINANCIAL「UNLOCKING PRODUCTIVE INVESTMENT」

OECD「OECD.Stats」

ONS, <https://www.ons.gov.uk/>

The World Economic Forum, <https://www.weforum.org/>

U.S.Bureau of Economic Analysis, <https://www.bea.gov/>

World Federation of Exchanges, <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics>

アイ・エヌ情報センター「自社株買いレポート」

運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料」

オリヴィエ・ブランシャール、ダニ・ロドリック「格差と闘え」(慶應義塾大学出版会)

外務省「『ダボス・アジェンダ2022』における岸田総理大臣の特別演説」

経済産業省「鉱工業指数」、経済産業省「日本企業のコーポレートガバナンスに関する実態調査(令和2年度)」

財務省「国際収支状況」、「『国際収支から見た日本経済の課題と処方箋』懇談会報告書」、「法人企業統計」、「財務省貿易統計」、「令和4年度税制改正のポイント」

自由民主党・公明党「令和4年度税制改正大綱」

首相官邸「総理の一日 新しい資本主義実現会議」

証券保管振替機構「属性別株主数状況」

総務省「人口推計」

大和総研(太田 珠美)「内部留保が増えることは問題なのか？」(2018年2月20日)

東証「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」

東証及び金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」

内閣官房「新しい資本主義実現会議」

内閣府「国民経済計算」、「知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドライン」

日本銀行「資金循環統計」

日本経済新聞「米経済界「株主第一主義」見直し 従業員配慮を宣言」(2019年8月20日)

日本経済新聞「新しい資本主義「私の選挙公約か」バイデン氏が支持」(2022年1月22日)

日本証券業協会「証券投資に関する全国調査」

日本証券業協会・日本取引所グループ「国民のNISAの利用状況等に関するアンケート調査」

日本取引所グループ「株式分布状況調査」、「決算短信集計結果」、「コーポレート・ガバナンス」、「上場会社資金調達額」

ブランコ・ミラノヴィッチ「資本主義だけ残った」(みすず書房)

松下幸之助「株式の大衆化で新たな繁栄を」(月刊誌「PHP」昭和42年11月号再録)