

ステークホルダー資本主義

―企業の付加価値の分配と新しい資本主義―

岳野 万里夫
齋藤 芳充

○岳野 御紹介いただきました日本証券業協会の
岳野でございます。

日本証券業協会は、証券市場の健全な発展のために業界団体としてさまざまな調査研究、働きかけを行っております。

本日は、「資本主義の再構築」に関連したテーマについて、当方の勉強したところをご報告申し上げます。皆様の御意見、御指摘をいただければ幸いです。

本日は、大きく前半と後半に分けて御報告いたします。

前半は、主にデータに基づいたファクトの議論です。このところ、「我が国の企業は配当金を増やしているが、従業員の給与は増えていない。株主のほうを向いている経営者が賃金を抑制して配当を増やしているとすれば、そのような企業経営は健全ではないのか」、「自社株買いも含めて、株主還元が行き過ぎているのではないか」。証券市場もそのような経営を企業に強いているのではないか。企業において証券市場からの資金調達よりも株主還元のほうが多くなっているのは、証券市場の資金調達機能が働いていないからではな

いか」「こういった株主優先主義への御指摘、御批判が多く見られます。これらの御指摘については、実際にデータを見ると重要な点において誤解があるように思いますので、ファクトを整理しながら御説明したいと思います。

後半は概念整理です。まず、ステークホルダー資本主義の動向について、一九七一年のダボス会議発足から、令和四年度税制改正における「マルチステークホルダー宣言」の導入など、最近の動きまでを御紹介いたします。その上で、証券市場は資本主義のまさにど真ん中にあり、資本主義の再構築は証券市場をどう発展させるかということとほぼイコールですので、今後、証券市場はステークホルダー資本主義の中でどのような方向を向いていけばいいのか、私どもなりの考え方をお話ししたいと思います。

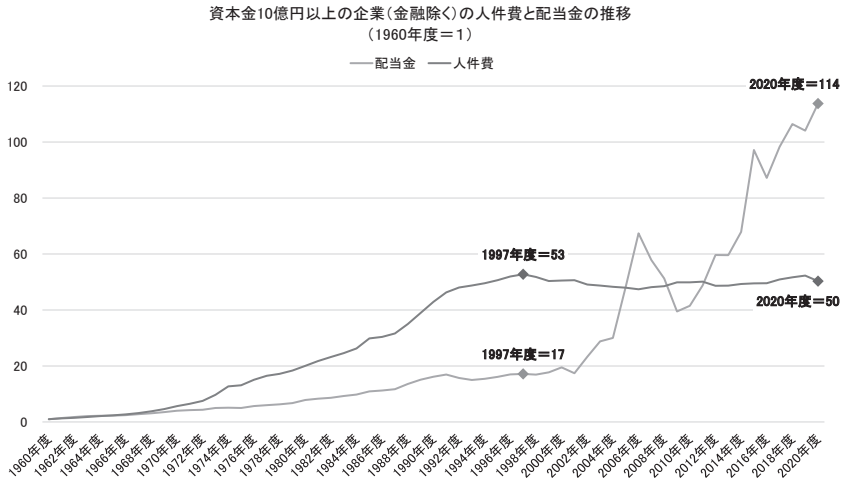
一、企業の付加価値の分配状況

○齋藤 日本証券業協会政策本部証券税制部の齋藤と申します。

最初に、我が国の企業の付加価値の分配状況についてご説明します。

財務省の法人企業統計では、企業が新しく創造した価値を付加価値として定義しています。この付加価値の分配について、「資本金一〇億円以上のいわゆる大企業では、一九九七年度以降、人件費はほぼ横ばいで推移している一方で、配当金の額は大きく増加している。これは、企業が株主のほうを向き、配当金の支払いを優先するあまり、従業員への還元をおざなりにしてしまっている結果ではないのか」といったような御指摘が最近見受けられます。

図表 1 付加価値の分配に関する指摘 (1960年度～2020年度)



(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）」

このグラフは、金融・保険業を除く資本金一〇億円以上の大企業について、人件費と配当金の推移を示したものです（図表1）。確かに、人件費は一九九七年度に五三ポイントをつけてから横ばいで推移し、直近の二〇二〇年度は五〇ポイントと微減しています。一方で配当金の水準は、一九九七年度に一七ポイントを記録して以降、右肩上がりで推移し、二〇二〇年度には一一四ポイントと大きく伸びたことがわかります。

では、配当金がこれだけ大きく伸びたのは、御指摘のとおり、本当にこの二十数年間、企業が賃金よりも配当の支払いを優先させてきた結果なのでしょうか。

この表は、売り上げから配当に至るまでの道筋を一九九七年度と二〇二〇年度で比較したものです（図表2）。

注目していただきたいのは配当性向の値です。

図表2 付加価値の分配状況

(資本金10億円以上の企業)	1997年度	2020年度	差額(1997年度＝100)
売上高	550兆6,754億円	512兆2,621億円	▲38兆4,133億円(93.0)
売上原価	448兆3,843億円	400兆1,359億円	▲48兆2,483億円(89.2)
販売費及び一般管理費	83兆5,900億円	86兆3,442億円	2兆7,542億円(103.3)
営業利益	18兆7,011億円	25兆7,819億円	7兆807億円(137.9)
営業外収益	6兆7,609億円	17兆7,645億円	11兆35億円(262.8)
営業外費用	10兆3,510億円	6兆4,759億円	▲3兆8,750億円(62.6)
経常利益	15兆1,111億円	37兆705億円	21兆9,594億円(245.3)
当期純利益	3兆8,326億円	24兆5,358億円	20兆7,031億円(640.2)
配当金	3兆493億円	20兆2,162億円	17兆1,668億円(663.0)
(配当性向)	79.6%	82.4%	2.8%
社内留保	6,282億円	4兆3,196億円	3兆6,913億円(687.5)
(内部留保率)	16.4%	17.6%	1.2%

〔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）」

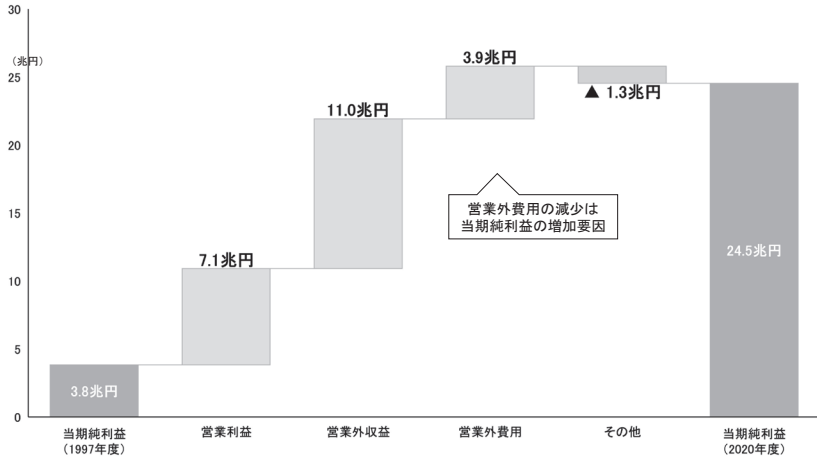
大企業の配当性向は、一九九七年度が七九・六％、二〇二〇年度が八二・四％と、ともに八〇％前後でほぼ変わっていません。しかし、配当金の支払原資である当期純利益の値は、一九九七年度に三・八兆円であったものが二〇二〇年度には二四・五兆円と約六倍に増加しています。次に大きく増えているのが経常利益で、約二二兆円も増加しています。この間、営業利益の変化がプラス七兆円程度であったことを踏まえると、当期純利益がこれほど増加し、配当の伸びにつながった主な要因は、経常利益の増加、すなわち営業外収益の増加と営業外費用の減少にあるのではないかと考えております。

このグラフは、一九九七年度から二〇二〇年度までの当期純利益の変動要因をイメージ化したものです（図表3）。

一九九七年度に三・八兆円だった当期純利益に

図表3 当期純利益の変動要因について

当期純利益の変動要因分析
(1997年度⇒2020年度)



〔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）」

対して、この二十数年間で営業利益が七・一兆円プラスされました。売上高自体は減少しているものの、売上原価がそれ以上に減少したことによりプラスになっています。続いて、恐らく投資収益が中心であろう営業外収益が一兆円プラスされます。さらに営業外費用の削減によって三・九兆円のプラスとなっていますが、これは主に支払利息の減少に由来するものと考えられます。これらの結果、二〇二〇年度の当期純利益は二四・五兆円までに増加しています。

当期純利益と配当金と配当性向の推移を見ると、二〇〇〇年度までは企業が安定配当を志向していたため、当期純利益が下落しても、配当金はほぼ横ばいで推移していました。しかし、二〇〇〇年度以降、当期純利益の変動に対して配当金が連動する傾向が見られるようになります。実際に二〇〇八年度、リーマンショックで当期純利益が

落ち込むと、配当金も落ち込んでいます。二〇一三年度以降は、当期純利益が右肩上がりで推移し、それに伴って配当金も増加しています。したがって、配当金の増加は、その原資である当期純利益の増加が主な要因であり、行き過ぎた株主優先主義の弊害によるものでは決していないのではないかと考えております。

先ほど申し上げたように、大企業では、一九九七年度比で売上高以上に売上原価が減少し、トータルの営業利益はプラスとなっていました。売上原価の中には人件費も含まれているため、これは配当のために人件費を削っていることの証左ではないか、このように感じた方もいらっしゃると思います。

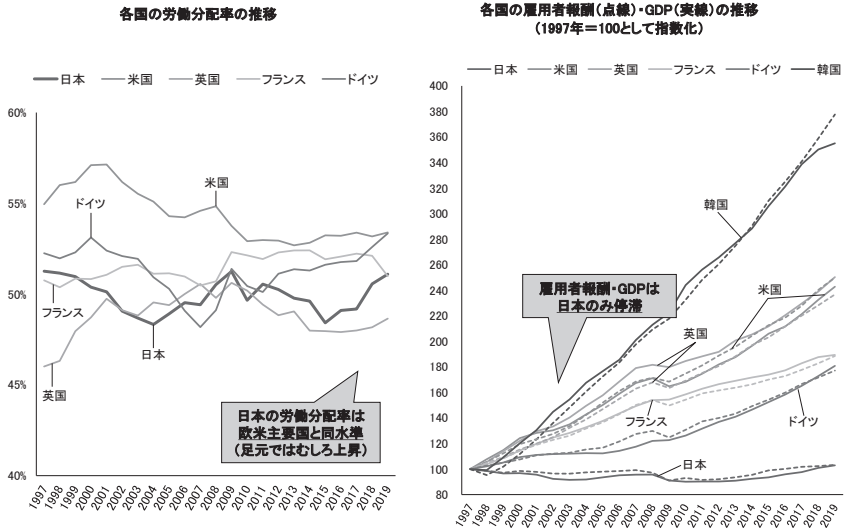
法人企業統計のデータを見ると、人件費の総額は、一九九七年度は五十五兆円でしたが、二〇二〇年度になると五十二・五兆円と、二・五兆円減

少しています。しかも、平均従業員数が、恐らく高齢者や女性の就業の増加を主な要因として増えたため、一人一人に支払われる平均従業員給与は減少しています。

しかし、売上高に占める人件費の割合を計算したところ、一九九七年度以降、九一〇%の間をほぼ横ばいで推移しており、大企業において、営業利益の確保のために人件費を削るといった動きは見られませんでした。では、なぜ人件費が減っているのか。それは、人件費への分配を減らしているのではなく、売上高自体が減少しているためだと思われます。すなわち問題の本質は、パイの切り分け方ではなく、パイそのものが縮小してしまっている点にあるということです。

このことを示すデータは、GDP統計からも得ることができました(図表4)。左のグラフは各国の労働分配率の推移を示したのですが、日本

図表4 労働分配率と GDP の推移

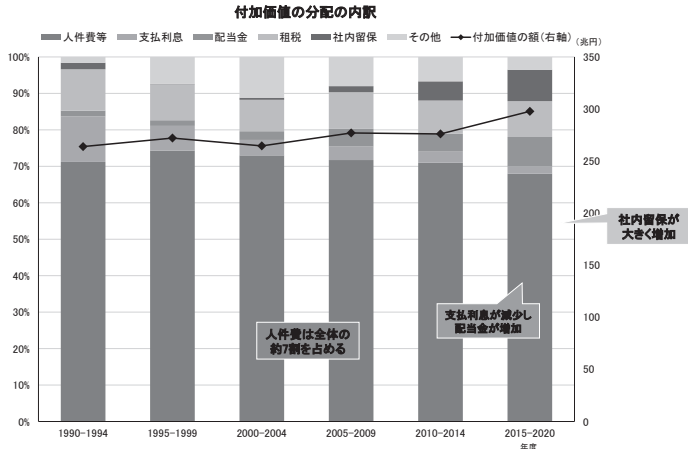


は約五〇％です。欧米の主要国と比べても同程度の水準で、決して低いわけではありません。むしろ、アベノミクス以降は上昇しつつあります。右のグラフは、労働分配率の計算の基礎となる雇用者報酬とGDPの推移を同時期において比較したもので、点線が雇用者報酬、実線がGDPを示しています。日本だけが三〇年間横ばいのまま停滞していることが見てとれます。今の日本においては、人件費、すなわち賃金を増やすために重要なのは、やはりパイの分け方ではなく、いかにしてパイを大きくしていくかということだと思います。

では、三〇年もの間、GDPや雇用者報酬が停滞してきた理由はどこにあるのでしょうか。

このグラフは、金融・保険業を除いた全企業におけるステークホルダーへの付加価値の分配状況を示したものです(図表5)。一九九〇年以降、五年ごとの平均値をとっております。

図表5 ストックホルダーへの付加価値の分配状況



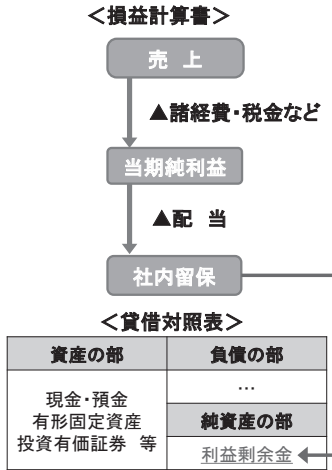
- (注) 1. 付加価値額 = 人件費 + 支払利息等 + 動産・不動産賃借料 + 租税公課 + 営業純益
 2. 人件費等：役員給与・賞与、従業員給与・賞与、福利厚生費の合計。
 租税：法人税、住民税及び事業税、租税公課の合計。その他：他の項目の合計と付加価値の額の開差。

〔出所〕 財務省「法人企業統計調査（金融保険業を除く）」。

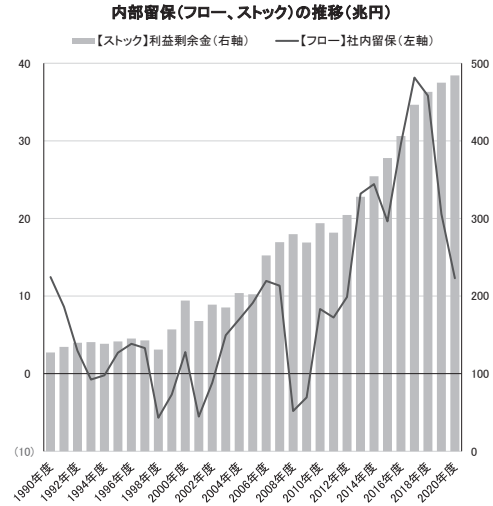
付加価値の分配先で最も大きいのは人件費等で、一九九〇年代から現在までずっと七割前後を推移しており、大きな変化はありません。一方で、一九九〇年代と比較して変化した点が二つあります。一点目は、支払利息の減少と配当金の増加です。支払利息は一九九〇年代から徐々に減少し、その分、配当金の割合が増えています。しかし、両者の合計は一割程度で、これまでほぼ変わらずに推移しています。変化の二点目は、社内留保です。二〇〇〇年代後半から徐々に増加し始め、直近では一割近くを占めるまでになっています。

左の概念図に示したように、社内留保とは、当期純利益から配当を支払った後の残余分で、すなわちフローの値です（図表6）。社内留保は、現預金だけでなく、設備投資（有形固定資産）、投資有価証券などに姿を変え、貸借対照表上では利

図表 6 社内留保・利益剰余金の推移



〔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）」

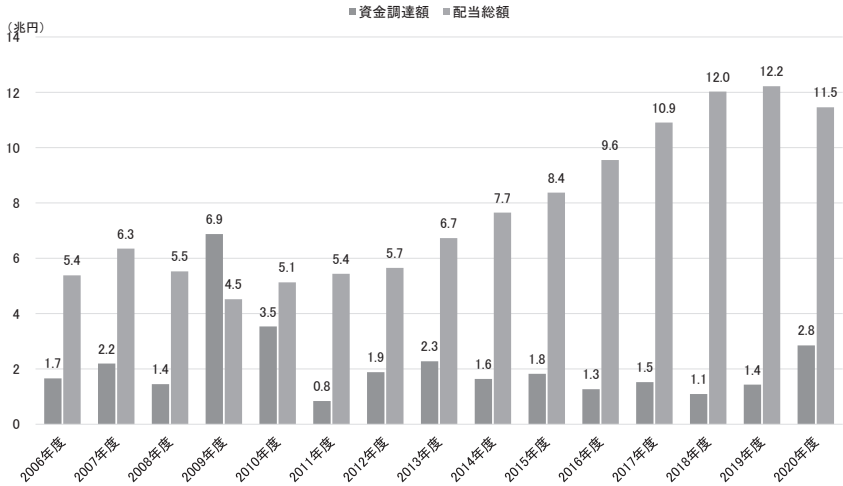
益剰余金（ストック）として示されます。

右のグラフでは、社内留保（フロー）と利益剰余金（ストック）の変化を見ています。リーマンショックで一時的に落ち込んだこともありましたが、二〇〇〇年度以降は基本的に両方とも積み上がり続け、利益剰余金は直近五〇〇兆円に迫る水準になっています。

今申し上げたとおり、ストックとしての利益剰余金は、その全てが現預金ではありません。しかし、五〇〇兆円ものストックを積み上げたにもかかわらず、売上高や賃金の増加が実現していないこともまた事実です。その理由として、私は、グローバル化の進展により日本企業の成長と分配の道筋が変化しているのではないかとという仮説を立てているのですが、これについては後ほど詳しく御説明いたします。

図表7 企業の株主還元に関する指摘

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。

二、企業の株主還元

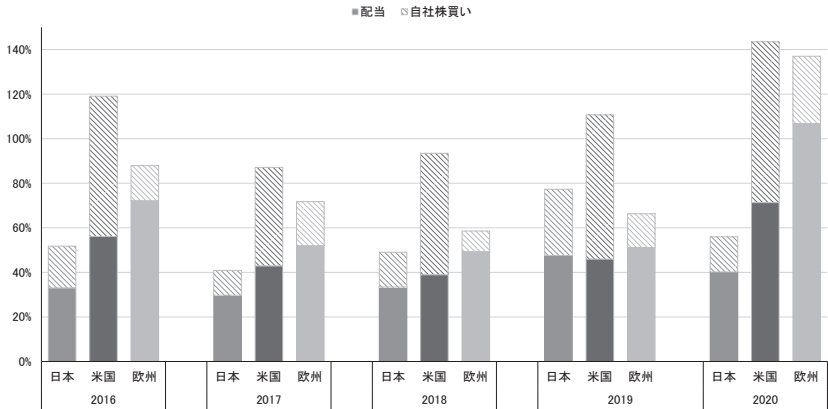
続いて、企業の株主還元について、こちらも実際のデータをもとに分析してみたいと思います。

我が国の企業の株主還元に対して、「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」といったような御指摘が最近見受けられます。

このグラフは、東証上場企業の資金調達額と配当総額の推移です（図表7）。本来、株主還元には自社株買い等も含まれるわけですが、ここではデータの都合上、配当額のみを取り上げています。二〇一〇年度以降、配当総額が資金調達額を

図表 8 株主還元の日米欧比較

株主還元の内訳



(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

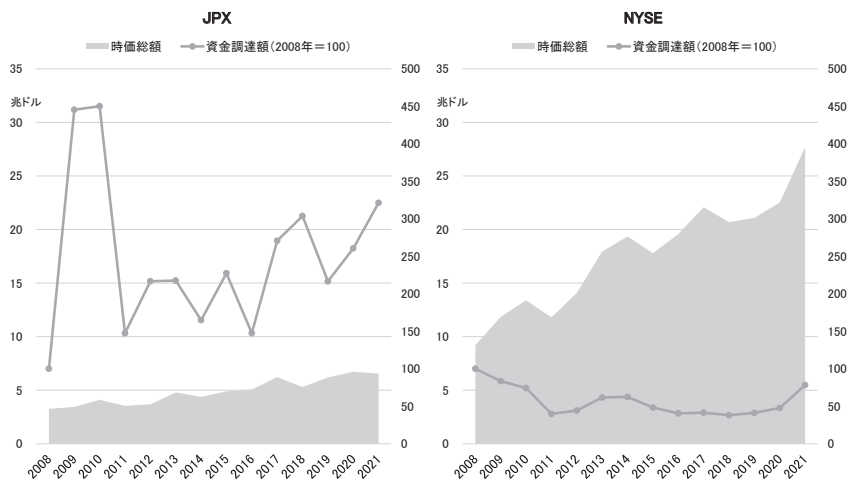
上回る状態が続いており、近年その差は広がっています。

企業の資金過不足の状況を見ますと、一九九〇年代中ごろまでは資金不足の状態が続いていましたが、その後は一貫して資金余剰の状態が続いています。すなわち、資金調達が低迷している要因は、資金調達自体に対するニーズが少ないということにあると想像できます。

株主還元の水準についても考えてみたいと思います。

このグラフは、株主還元（配当、自社株買い）が当期純利益に占める割合を日米欧で比較したものです（図表 8）。日本は二〇一九年のみ欧州を超えましたが、それ以外では米欧を下回る水準です。そして、株主第一主義である米国と比べた場合、特に自社株買いの値でかなりの差をつけられていることがわかります。また、直近の二〇二〇

図表9 株式市場の日米比較



(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)

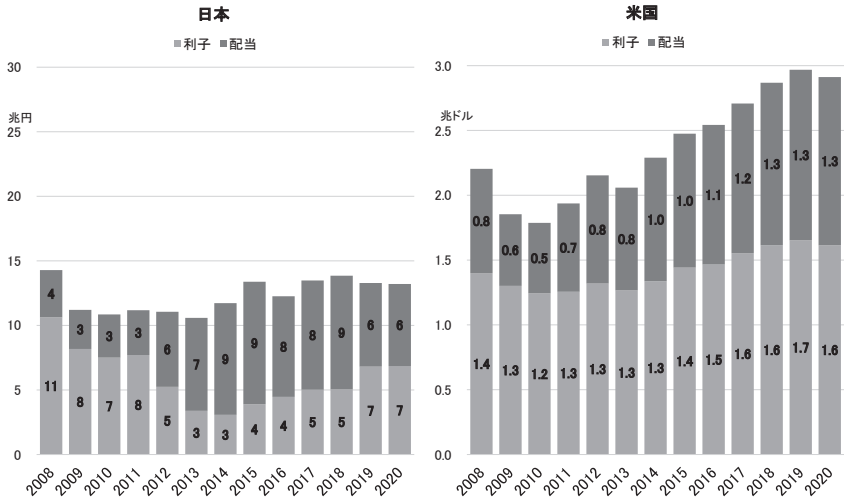
年は、新型コロナウイルスによる業績の落ち込みに際し、米欧の企業では、自社株買いや配当を通じて株主還元を充実させた結果、一〇〇%を上回る還元が行われた一方で、日本企業はそこまでの還元はしておらず、ここでも大きく差が開く状況となっています。

資金調達額について、日米で比較してみたいと思います。

二〇〇八年の値を基準に、日本（東証）と米国（ニューヨーク証券取引所）での資金調達額の推移を比較すると、日本は増加傾向にあります。米国では減少傾向が続いています（図表9）。既に米国の証券市場は、「資金調達の場」から「株主還元」へと変化しているのではないかと考えております。

配当の受け取り手の一つである家計の金融所得についても、日米で比較してみました（図表10）。

図表10 家計の金融所得（日米比較）



〔出所〕 内閣府、U.S.BEA

二〇〇八年以降、米国では、利子は一・五兆ドル前後を横ばいで推移していますが、配当は〇・八兆ドルから一・三兆ドルにまで増加しています。同じ期間で見ると、日本も配当は四兆円から六兆円へと増えているものの、米国の一・三兆ドルという数字は、一ドル一二〇円で考えても約一五六兆円ですから、もはやレベルが違うという印象です。米国においては、証券市場を通じた家計への還元が、配当という形だけでもこれだけ行われており、まさに企業の成長の果実が家計へと分配されていると言えます。

ここで、株主還元に関して、配当を通じて国富が海外に流出してしまっているのではないかとという御指摘についても考えてみたいと思います。

GDP統計で配当の支払い・受け取りのデータを見ますと、二〇二〇年度は、海外部門の受け取りが六・四兆円（全体の二三・八％）を占める一

方、海外部門からの支払いはその約二倍の一・九兆円（全体の二五・七％）ありました。配当が国富の一方的な流出につながっているという指摘は、この数字を踏まえると適当ではありません。経済のグローバル化によって、海外部門とは支払いと受け取り、相互のやりとりがあるわけですが、現状はむしろ海外から流入してくる分のほうが大きいことがわかります。

ここでもう一つ確認したいのが、家計が受け取る配当の数字です。金額ベースでは、一九九七年度に一・三兆円であったものが二〇二〇年度には七・一兆円まで増加しています。ただ、受取配当全体に占める割合で見ると、一九・六％から一五・五％とむしろ低下しています。

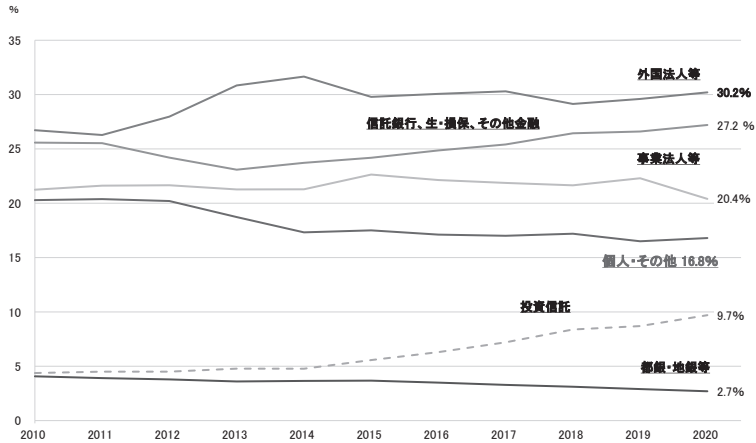
なぜこのようなことが起きているのか。理由は明らかで、家計の株式保有比率が低下しているためです。

このグラフは、上場企業の金額ベースでの株式保有比率の推移を投資部門別に見たものです（図表11）。「個人・その他」の株式保有比率は、二〇一三年末に軽減税率が廃止された際、二〇・二％から一八・七％までガクッと下がって、以降下がりが続き、現在は過去最低水準の状態にあります。

「貯蓄から投資（資産形成）」と言われて久しいわけですが、日本人のマインドを変えるには、政策的な後押しがまだ不足しているということかもしれません。「貯蓄から資産形成」をさらに推進し、個人の株式保有比率を高めることができれば、米国のように株主還元を通じて家計の所得を引き上げる、そういった効果も期待できるのではないかと思います。

図表11 投資部門別の株式保有比率について

投資部門別株式保有比率



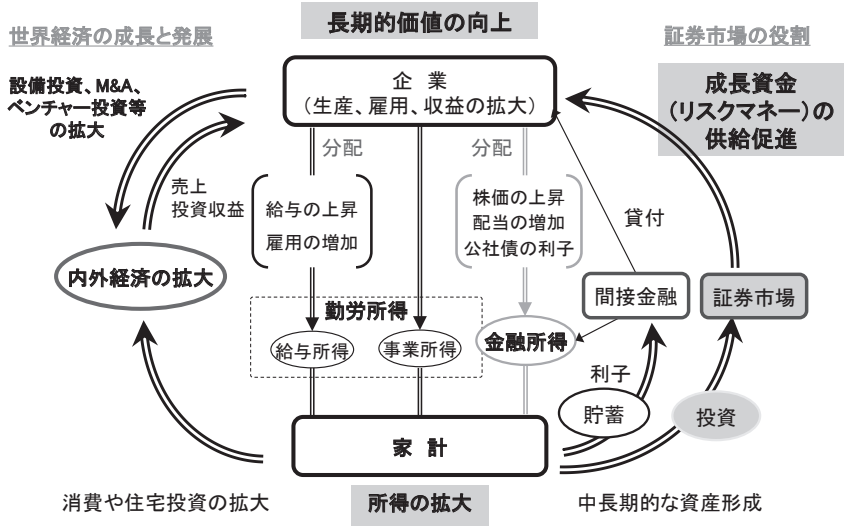
(注) 金額ベースの保有比率。
大阪証券取引所又は東京証券取引所における JASDAQ 市場分として含む。
「投資信託」については「都銀・地銀等」と「信託銀行」に含まれる内訳数値を表示。
(出所) 東京証券取引所「株式分布状況調査」

三、グローバル経済の下での成長と分配

ここまでの分析結果を踏まえ、グローバル経済の下で成長と分配がどのように変化しているのか、そして、日本企業が成長と分配の好循環を実現するためには何が必要なのかという仮説について、述べたいと思います。

こちらは成長と分配の好循環のイメージ図です(図表12)。企業から家計に対しては、勤労所得と金融所得という二つの分配の道筋があります。一般的に、勤労所得、特に給与には下方硬直性があるため、企業はどうしても賃上げに対して慎重にならざるを得ないと言われています。これに対して日本政府は、賃上げ促進税制などを打ち出し、賃金の底上げを図ろうとしています。しかし、勤

図表12 グローバル経済の下での成長と分配の好循環（イメージ）

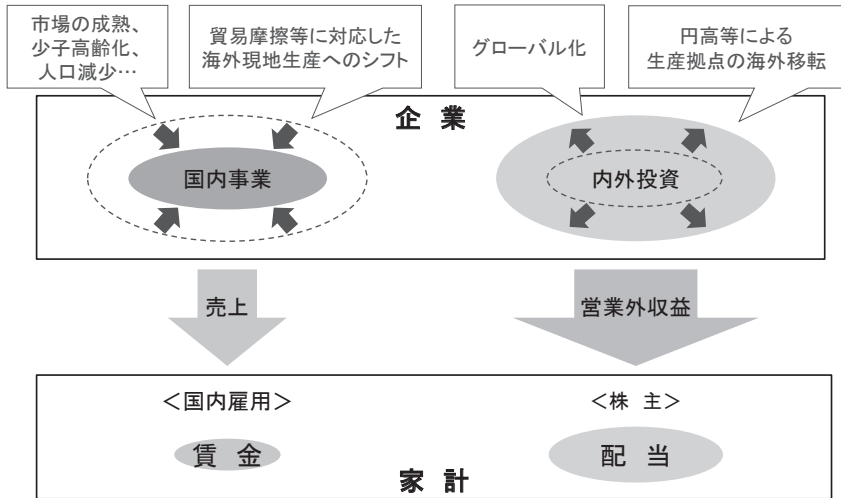


労所得だけでなく、配当等の金融所得の道筋も強化することによって、成長と分配の好循環の実現へとさらに近づくことができるのではないかと考えております。

ここでは、グローバル経済の下で日本企業の成長と分配の道筋がどのように変化しているのか、私が考えた仮説を示しております（図表13）。

賃金の源泉は、主に国内事業で得た売り上げです。しかし、日本の市場は既に成熟し、人口減少社会を迎えているため、今後国内で売り上げを増やすことには限界があります。そういった中で日本企業は、グローバル化、また貿易摩擦や円高への対応など、さまざまな理由で生産拠点を海外にシフトしてきました。その結果、国内事業の売上高が減少する一方で、海外子会社からの配当を中心とした営業外収益が増加した。すなわち、売上高の減少が賃金の減少を招き、営業外収益の増加

図表13 グローバル経済の下での企業の成長と分配の道筋（仮説）

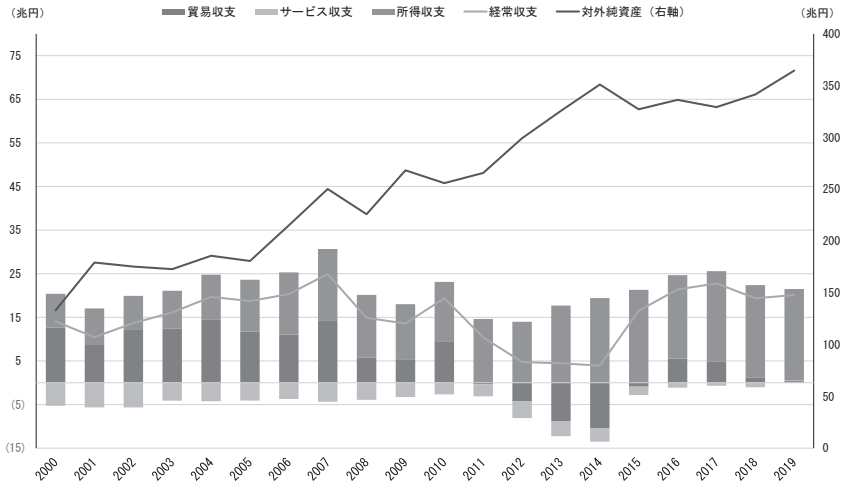


が配当の増加に至ったと考えております。

家計は、従業員と株主という二つの立場で企業から分配を受け取ることができます。この企業の外需シフトに対応しやすい分配の道筋は、配当ではないかと思えます。企業の内需から外需への移行は、少子高齢化への抜本的な対策が行われない限り継続し、日本企業の稼働の源泉は今後ますます外需中心になっていくと思われます。そうなった場合、個人が受け取る分配の道筋は配当が中心になる可能性がある。このような仮説の下では、個人が株式を保有することの重要性はますます高まっていくだろうと考えております。

この仮説を裏づける一つのデータが、我が国の国際収支の推移です（図表14）。二〇一〇年以降、貿易収支は姿を消し、所得収支が受け取りの中心になっています。所得収支の大半は投資収益と考えられるため、日本は貿易立国から金融・投

図表14 経常収支と対外純資産の推移



〔出所〕 財務省より日本証券業協会作成

資立国へと変化しつつある、あるいは既に変化していると言えるのではないかと思います。繰り返しますが、成長と分配の好循環の実現には、この金融・投資所得を家計に分配するための道筋の強化、すなわち、家計が受け取る配当をいかに増やすか、そのために家計の株式保有比率をいかに高めていくかという視点が必要不可欠だと考えております。

四、最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向

次に、最近のステークホルダー資本主義等の動向について御紹介します。

まずは海外の動きについてです。

ステークホルダー資本主義というと、最近出てきた考え方のように感じる方もいらっしゃるかも

しませんが、欧米ではかなり以前から議論されてきました。その代表的なものがダボス会議です。ダボス会議とは世界経済フォーラムの年次総会の通称ですが、このフォーラム自体が「企業は、株主だけでなく、全てのステークホルダー（従業員、供給業者、地域社会など）に利益をもたらすべき」という「ステークホルダー理論」を基本理念として、一九七一年に創設されています。

そこから年月を経て二〇二〇年一月のダボス会議では、ステークホルダー資本主義のビジョンを示す「ダボス・マニフェスト二〇二〇」を指針に議論が行われ、同年九月には、非財務情報の開示のあり方について提言がまとめられています。その中では、企業が開示すべき非財務情報を「ガバナンス」「地球環境」「従業員」「持続的成長」の四項目に分け、二一一個の指標が示されました。

さらに、二〇二一年のダボス会議では、「グレート・リセット」というテーマでより踏み込んだ議論がなされる予定でした。フォーラム会長のクラウス・シュワブ氏は会議前のプレスリリースで、「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らない」と強く訴えていましたが、この総会は新型コロナウイルスの影響で延期になった後に中止となりました。次回の総会は今年五月に予定されており、そのテーマは「Working Together, Restoring Trust（信頼を取り戻すために一致協力を）」です。現在公表されている主な内容に「ステークホルダー資本主義の加速」がありますので、また新しい議論がなされることと思います。

ダボス会議が以前からステークホルダー資本主義についてさまざまな議論を行っていたのは今申し上げたとおりですが、最近改めて注目されるよ

うになったきっかけの一つとして、二〇一八年一月、世界最大の資産運用会社ブラックロックCEOのラリー・フィンク氏が投資先の経営者全てに對して送ったレターがあります。このレターは日本政府の「新しい資本主義実現会議」の中でも取り上げられています。フィンク氏はレターの中で、「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ぬ」と、ステークホルダー資本主義に通ずる考え方をはつきり述べています。

これを受けてかどうかわかりませんが、翌二〇一九年八月には、米国の経済団体ビジネス・ラウンドテーブル(BRT)も株主優先主義からの転換を発表しました。その背景には、「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言われています。

BRTの声明では、「全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、顧客、従業員、取引先、地域社会、株主、それぞれに對するコミットメントが掲げられています。この声明には一八一の企業のCEOが署名しました。

声明公表後には、BRTのウェブサイトにおいて、各企業の取り組み状況や、宣言を踏まえたコロナ禍への提言等が公表されています。また、大手金融機関の株主総会では、ESGへの取り組みが声明に照らして不十分であり、さら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もあつた模様です。

次に、日本の動きを見てみたいと思います。

二〇一五年に制定されたコーポレートガバナ

ス・コードの中で既に、株主以外のステークホルダーとの適切な協働という内容が盛り込まれています。

コーポレートガバナンス・コードについては、その後、フォローアップ会議など、さまざまな検討を踏まえて補充原則が策定され、この中でさらなる具体化が行われています。例えば補充原則2-3①では、「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」としています。

そして現在、岸田総理による新しい資本主義の検討が行われているところです。「新しい資本主義実現会議」が昨年十一月に行った緊急提言では、新しい資本主義のコンセプトの一つとして「成長と分配の好循環」を組み込んでおり、その実現のためには、「多様なステークホルダーを重視した、持続可能な資本主義の構築」が必要であると述べています。そのほか、「成長の実現の重要性」や「イノベーションの抜本的な強化」など、さまざまな要素が盛り込まれています。

この緊急提言には「分配戦略」も明記されており、賃上げの実施を中心とする「『人』への投資の強化」を前面に押し出しています。

岸田総理は今年一月の施政方針演説でも、成長と分配の好循環による新しい資本主義について言及し、やはり「賃上げ」「人への投資」「中間層の維持」への取り組みを進めていくとしています。

さらには、「ダボス・アジェンダ」(ダボス会議が延期されたことによつて実施された各国首脳によるオンライン形式の会議)の中で、「日本の経済社会が直面する歴史的挑戦の全体像を国民に分かりやすく示します」と対外的にアピールしていきますので、今後、新しい資本主義の全体像がよりはつきりと提示されるのではないかと思います。そしてここでも、「賃上げ」「非財務情報の開示制度」への取り組みについて言及しています。

この新しい資本主義については、米国のバイデン大統領とも意見の一致を見たという報道がありました。ただ、バイデン大統領の「ビルド・バック・ベター(よりよき再建)法案」は、下院を通過したものの、上院を通過するめどは立っていないようですので、引き続き動向を注視していきたいと思います。

新しい資本主義の方策の一つとして岸田総理が

掲げている「賃上げ」については、令和四年度与党税制改正大綱の中で賃上げ税制が盛り込まれています。その導入に当たっては、「わが国の賃金水準は、実質的に見て三〇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。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らし、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」と述べられており、企業に対してかなり厳しい指摘がなされています。

そして、『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ういつつ、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メ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」と強く訴えています。

このような問題意識の下で今年度から措置された賃上げ税制は、賃上げ分について最大三〇%の

税額控除を企業に与えるという制度です。しかし、大企業に対しては、この税制の適用を受けるために「マルチステークホルダー宣言」を行うことが追加要件とされました。マルチステークホルダー宣言の詳細はまだ明らかになっていませんが、経済産業省の担当官は国会で、「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」と言及しています。この宣言については、経済産業大臣に届出るとともに、各企業のホームページで公表する必要がありますとのことでした。今後どのような企業がこういう内容の宣言を行うのか、注目されることです。

ここからは、さきの与党税制改正大綱の中で示された数々の問題意識について、実際の裏づけとなる資料を御紹介したいと思います。

まずは無形資産投資の現状です。内閣府の資料

によれば、知識・技術や人的資本などの「見えな
い資産」への投資である無形資産投資について、
日本は他国と比較して低水準にあり、中でも経済
的競争力投資（人材投資、経営組織改革投資等）
が特に低迷しています。

マークアップ率の低さ、スタートアップの低迷
については、「新しい資本主義実現会議」の資料
の中でも指摘されています。開業率や大学発ベン
チャー企業の活動数は米国と比べて低水準です
し、かつての東証一部上場企業全体の時価総額
は、米国のGAFA M5社の時価総額を下回って
いるのが現状です。

また、「人への投資」という点では、企業の年
間教育訓練費支出額において、OFFEET（通
常業務から一時的に離れて行う研修）支出及び自
己啓発支援支出ともに近年減少傾向にあり、その
どちらも行っていない企業も一定程度存在すると

いう指摘もあります。岸田総理が新しい資本主義
の中で人への投資の拡充を訴えるに至った背景に
は、こうした状況に対する問題意識があるのでは
ないかと思います。

五、ステークホルダー資本主義の あり方

次に、ステークホルダー資本主義のあり方を巡
る、内外の識者の考えを御紹介いたします。

まず、「新しい資本主義実現会議」でも紹介さ
れたブランコ・ミラノヴィッチ氏の主張です。

世界的な格差分析の専門家として「エレファン
トカーブ」で有名なミラノヴィッチ氏は、資本主
義を、米国に代表される「リベラル能力資本主
義」と、中国に代表される「政治的資本主義」と
に大別して分析しています。ここではこの詳細に

ついで言及しませんが、どちらもその制度に起因する不平等が存在するものの、リベラル能力資本主義は、民主主義の力をもってそれを是正することができ、資本主義がいかに進化していくかは、より平等志向的な資本主義の段階に移行できるかどうかにかかっている、このように述べています。

そして、彼の著書『資本主義だけ残った』の中で、平等化の具体策の一つとして「資本の所有の分散」を掲げています。これは、資本所有の集中が減少すれば、総純所得における資本の割合が伸びても、個人間の不平等の拡大を抑制できるという考え方です。トマ・ピケティは『二一世紀の資本』において、資本収益率（ r ）が経済成長率（ g ）を上回るとき、資本主義は持続不可能な格差を生み出すと述べましたが、ミラノヴィッチ氏は、それならば r をもたらし資本の所有を分散させればよい、つまり、皆が資本からの収益である

r を得られるようになれば、 r が g より大きい世界であっても、個人間の不平等の拡大は抑制できるのではないかと主張しています。

そのための具体的な方策として、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、この三つを挙げています。我が国に当てはめて考えた場合、①はNISAのさらなる拡充・恒久化、②は従業員持株会等の利活用の促進、こういったものを通じて実現することができないかと考えておられます。

なお、③の相続税ですが、これは資本の所有の集中を抑制するための手段です。日本では既に世界的にみても厳しい水準の相続税が導入されているため、先ほど述べたとおり、個人の持株比率が歴史的低水準の状態であれば、これを向上させ

る、すなわち、資本の所有の分散を促す施策のほ
うが伸びしろが期待できると思います。

ミラノヴィッチ氏の主張の中でも、中間層と金
持ちが受け取る収益を平等にしたいなら、もっと
株や債券を持つよう中間層を促す必要があると
か、従業員に株式保有を促すという考え方は、私
がさきに述べた日本企業の新しい成長と分配の道
筋の仮説に基づいて金融所得を伸ばすことこそが
重要であるという主張とも合致するのではないかと
考えております。

このミラノヴィッチ氏の主張は、我が国では決
して新しいものではありません。松下幸之助氏が
昭和四二年（一九六七年）の時点で既に「一億総
株主化の理想」というものを発表し、「株式の大
衆化」の意義として次の点を述べています。

・社会的に見て株主の数が多くなるということは
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つていければ、これにこし
たことはない。

・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、株主となつ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ぬと思う。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。

これらはまさに、企業の分配のもう一方の道筋としての金融所得の重要性に言及したものであると思います。

そして、一億総株主化の実現に向けた政策についても次のように述べています。

・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るとか、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。

・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。

二点目の「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」という発想は、まさに現代のNISAにも通ずるものがあると思います。

また、証券会社の使命についても次のように述べています。

・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。

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、百人の株主が月に一回売り買いするよりも、一万人の株主が年に一回売り買いするほうが、証券会社としての株式取り扱いには多くなる。

・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。

さらに、株主と企業との対話という観点からはこのように述べています。

・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ぬ。

・株主というものは、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らうか。

これは、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの考え方に通ずるものがあると思います。

また、株主のあるべき姿については、

・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もっているのである。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

から株をも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とはないと思うのである。

これはまさに、企業を応援する長期投資の姿であると思います。

この松下幸之助氏の「一億総株主化の理想」は、現代に置きかえても大いに意義のある主張です。

氏は半世紀以上も前に、健全な個人株主をふやし、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ていました。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ます。

近年、NISAの普及・定着、上場株式の投資単位の引き下げなど、個人投資家が投資しやすい環境整備が進んでいます。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一四〇〇社を超えるなど、投資魅力が高まっており、個人投資家の中長期保有を促す動きも現在広がっています。

個人投資家については、「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ます。

一方で、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の促進に向け、官民挙げたさまざまな取り組みが進展しています。

この松下幸之助氏の「一億総株主化の理想」は、長期保有の促進に向けた取り組みを行っている場合、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と思います。

六、ステークホルダー資本主義とSDGs・ESG投資

続いて、ステークホルダー資本主義とSDGs・ESGについて、簡単に御紹介いたします。

ESG投資のこれまでの経緯として、まず二〇世紀前半に、宗教的・倫理的動機からSRI（社

会的責任投資）の萌芽が見られました。二〇〇六年に国連責任投資原則（PRI）が策定されると、以後、環境・社会的課題の解決を意識した投資が本格化しました。これがいわばESG投資の始まりです。二〇一五年にはCOP21でパリ協定が採択され、世界で二〇五〇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、グリーンファイナンスが加速化していきます。そして現在、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が要請されているところです。

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外すネガティブ・スクリーニングも多いと聞いていますが、日本では、二〇一五年にGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）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ます。また、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ます。そして、格付会社は、企業に対するESG格付も導入しています。

こういった動きを踏まえ、金融庁では、二〇二〇年一二月、「サステナブルファイナンス有識者会議」を設置し、二〇二一年六月に「サステナブルファイナンス有識者会議報告書」を公表、一〇月には「ソーシヤルボンドガイドライン」を公表しています。

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ます。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、相通じるものがあります。そして、ESG開示、ESG格付、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思われます。

しかしながら、日本企業から見ると、元来、株主第一主義ではなく、ステークホルダー資本主義（三方よし）の世界にいたるため、ここに来ていきなり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かもしれません。

ただ、機関投資家がプロとしての目線で企業の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、それ自体は積極的に評価すべきことだと思えます。一方で、機関投資家はあくまで純粋な株主であり、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ありません。しかし個人投資家は、株主、従業員、顧客、取引先、地域社会の構成員など多様な属性を有している。この点がやはり重要だと考えております。個々には小さくとも、塊としての個人投資家は、企業から見ると、さまざま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のでしょうか。

成長と分配の好循環を実現するという観点から「一億総株主化の理想」の重要性を述べてきたわけですが、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、企業にとっても、さまざまなステークホルダーの利益を反映させることにつながり得ると考えますし、近年、個人投資家の中期保有を促す動きが広がっているというのは先ほど申し上げたとおりです。

そして、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こそ、格差の拡大や社会の分断を乗り越えることにつながり得るのではないかと考えております。

七、総括

○**岳野** それでは、最後に総括をさせていただきます。と思います。

今の報告のとおり、ステークホルダー資本主義の考え方は、「三方よし」の思想のように、我が国の伝統的な経営思想の再評価と受けとめることもできるのではないか。また、ミラノヴィッチ氏の「資本の所有の分散」という考え方は、松下幸之助氏の「一億総株主化の理想」にも通じるものがあり、こういった思想を積極的に訴えていくことには意味があるのではないか。総体としてはこのように考えております。

その中で、とかく株主が軽視されがちな我が国においては、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ということをはっきりと申し上げておきたいところであります。特に「資本の所有の分散」や「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。そういうピクチャーを頭に置いていくことが大事だと思います。

以上が後半部分のまとめですが、前半部分についても人件費がほぼ横ばいになっていることへの批判を念頭において、少し振り返ってみたいと思います。

一九九七年度から二〇二〇年度の配当が増えたのは、当期純利益がそれだけ増えたからですが、横ばいとなっている人件費について、まず営業利益が七・一兆円増えているところをどう見るかということが論点の一つです。

与党の令和四年度税制改正大綱では、もう少し付加価値の高い商品を提供することによってマージンアップ率を上げていく経営努力が必要だと指摘されていますが、それは、営業収益を増やして人件費も増やせないかという話だと思います。一方

で、教育訓練費が極めて低水準であることや、経済的競争力投資（人材投資）が海外企業に比べて見劣りしているという指摘は、七・一兆円の営業利益の増をなぜ人材投資に回さないのかという批判とも受け取れます。

このあたりのことを企業の経営者の皆様がどう考え、どう行動されていくのか、証券市場の関係者として私どもも非常に関心を持っております。私どもが具体的に御提案できる立場にはありませんが、例えばエーザイの「柳モデル」では、「ESG EBIT」という「営業利益＋人件費＋研究開発費」を「真の利益」として評価してはどうかという提案がされています。営業利益を圧縮してでも将来の企業価値をもたらす人材への投資を促進することを評価するわけです。

私どもの分析では、企業の経営者の方は売上高と連動して人件費をしっかりと払っているのです

が、売上高が沈んでいるため、人件費も減っている。企業の経営者の方から見ると、一生懸命売り上げを維持し、雇用を確保して人件費も払っている。しかし、当期純利益と配当の伸びと対照的に人件費は伸びていない。こうしたことからさまざまな批判を受けているというのが現状だと思えます。

そのような流れの中で、グローバル経済の下での成長と分配をどう考えるかが大きな課題です。企業は今、投資収益を中心とした営業外収益をそのまま当期純利益に足して配当の原資にしておき、企業会計上、ごく当たり前のことをやっているようにも見えます。しかし、投資収益の国民への還元の見点からは、二つのチャンネルが考えられます。一つは家計サイドで、例えば従業員持株会に入って自分の会社の株を持ち、自分の会社が投資収益で得た収益の分配を配当の形で取りにい

くということが考えられます。さらに国民全体でみると、日本企業の海外への投資収益で支えられた当期純利益の分配を、雇用ではなく株式の保有という形で取りに行くというやり方になります。

二つ目は、先ほどの企業行動にもかかわってくるのですが、投資収益や金利の低下によるベネフィットを、直接従業員に分配できないか。あるいは、広く取引先への分配も含むことにもなるのかもしれません。企業が最終的な純利益の分配に関する経営管理、管理会計といったものを見直したほうがいいのかもしれないという議論もあります。当協会としては、積極的にこうすべきだ、ああすべきだということまで申し上げる立場にありません。むしろ、皆様方の御意見、お考えなどもお聞かせいただきながら、証券市場は今後どういう方向に向かっていったらいいのか、真剣に勉強していきたいと思っている次第です。

以上で御報告を終わらせていただきます。御清聴ありがとうございます。(拍手)

○増井理事長 ステークホルダー資本主義の問題も含めて幅広いお話を頂戴しました。

せっかくですので、御質問、御意見等ございませうか。

○質問者 松下幸之助氏の「一億総株主化」というのはすばらしいお話だと思いますが、現実の姿を見ますと、個人金融資産は順調に伸びてはいるものの、証券の占める比率は過去二〇年間ほぼ横ばいです。過去三〇年をとれば、三〇%ぐらいのときもあったので、実際は下がっているわけです。NISAとかiDeCoとかいろいろ言っても、個人の金融資産に占める証券の比率は全くふえていないのが現実だと思います。それに対して岸田総理は、金融所得課税を引き上げるとか、自社株買い

を制限するとか、水をかけるような提案しかない。ですから、松下幸之助氏が言っているように、株を持ったら奨励金を出すとかではなく、預金しか持っていない人には預金税をかけたらい。これは源泉徴収で銀行が取ればいいわけですから、簡単です。そうすれば、預金を持っているぐらいなら株でも買おうかというふうに動くのではないか。そういうことをぜひ日本証券業協会を考えて、提言していただけたらありがたいなと思います。

○**岳野** 個人金融資産二〇〇兆円と申しまして、相変わらず現預金が半分という状態はほとんど変わっておらず、三〇年前、バブルのころは市場性の金融資産の割合がもう少し高かったというのは御指摘のとおりです。政府が二〇年前に「貯蓄から投資」と言い始め、私どもなりに努力はしてきておりますが、成果が出ていないのも事実で

す。したがって、この状況をどうするかということについては、解体的出直しが必要ではないか、そのような問題意識を持っております。

安全志向が強い日本において、なかなかきつかけがない、どうしても投資に踏み切れないということに対しては、前回ここでも御説明しましたが、投資教育の機会の提供、金融知識の格差の是正にまず取り組みたいと思っております。どうしても投資に向けた第一歩を踏み出さない方々を促していくには、さまざまな工夫が必要です。

預金保有税のようなお話につきましては、御意見として承り、当協会の立場で申し上げることは控えたいと思いますが、本質的な問題提起についてはおっしゃるとおりだと思っておりますので、引き続き当協会としても、関係の皆様と一緒に何とか前に進めるように努力していきたいと存じます。よろしくお願い申し上げます。

○増井理事長　そのほかにございますでしょうか。——時間も過ぎておりますので、本日の「資本市場を考える会」はこれで終わらせていただきます。と思います。

今日は、ステークホルダー資本主義以外のことも含めて大変幅広いお話を頂戴しました。岳野副会長、齋藤さん、どうもありがとうございます。た。（拍手）

（たけの　まりお・日本証券業協会
副会長・専務理事）

（さいとう　よしみつ・日本証券業協会
政策本部証券税制部上席調査役）

（本稿は、令和四年四月五日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

岳 野 万里夫 氏

略 歴

日本証券業協会 副会長・専務理事

2015年7月日本証券業協会専務理事、2019年7月同副会長・専務理事（現職）。

下記を担当。

- ・投資による資産形成の促進に向けた取組み（NISA 等の税制改正要望、金融・証券知識（リテラシー）の普及・啓発活動）、
- ・我が国の金融資本市場の機能・競争力の強化（国際金融センター構想、証券決済システムの整備、デジタルトランスフォーメーション（DX）の促進）、
- ・証券業界のSDGsの達成に向けた取組み（SDGs債等のサステナブルファイナンス推進、会員の働き方改革・ダイバーシティ推進、子供の貧困対策支援、国内外のパートナーシップの強化）、
- ・グローバルな情報発信・連携の拡充（証券サミット、アジア証券人フォーラム（ASF）等）、
- ・その他証券会社及び証券市場の健全な発展を推進する取組み（調査研究、広報、会員交流、BCP対策）

1979年大蔵省（現：財務省）入省後、同省・金融庁等において、マクロ経済分析、財政政策、金融・証券市場制度の企画立案、個別の監督・市場監視等に携わる。

齋 藤 芳 充 氏

略 歴

日本証券業協会 政策本部証券税制部上席調査役

2012年4月日本証券業協会入職。金融・証券教育支援センター、エクイティ市場部、（株）野村資本市場研究所（出向）を経て、2018年4月証券税制部調査役、2021年7月同上席調査役（現職）。