

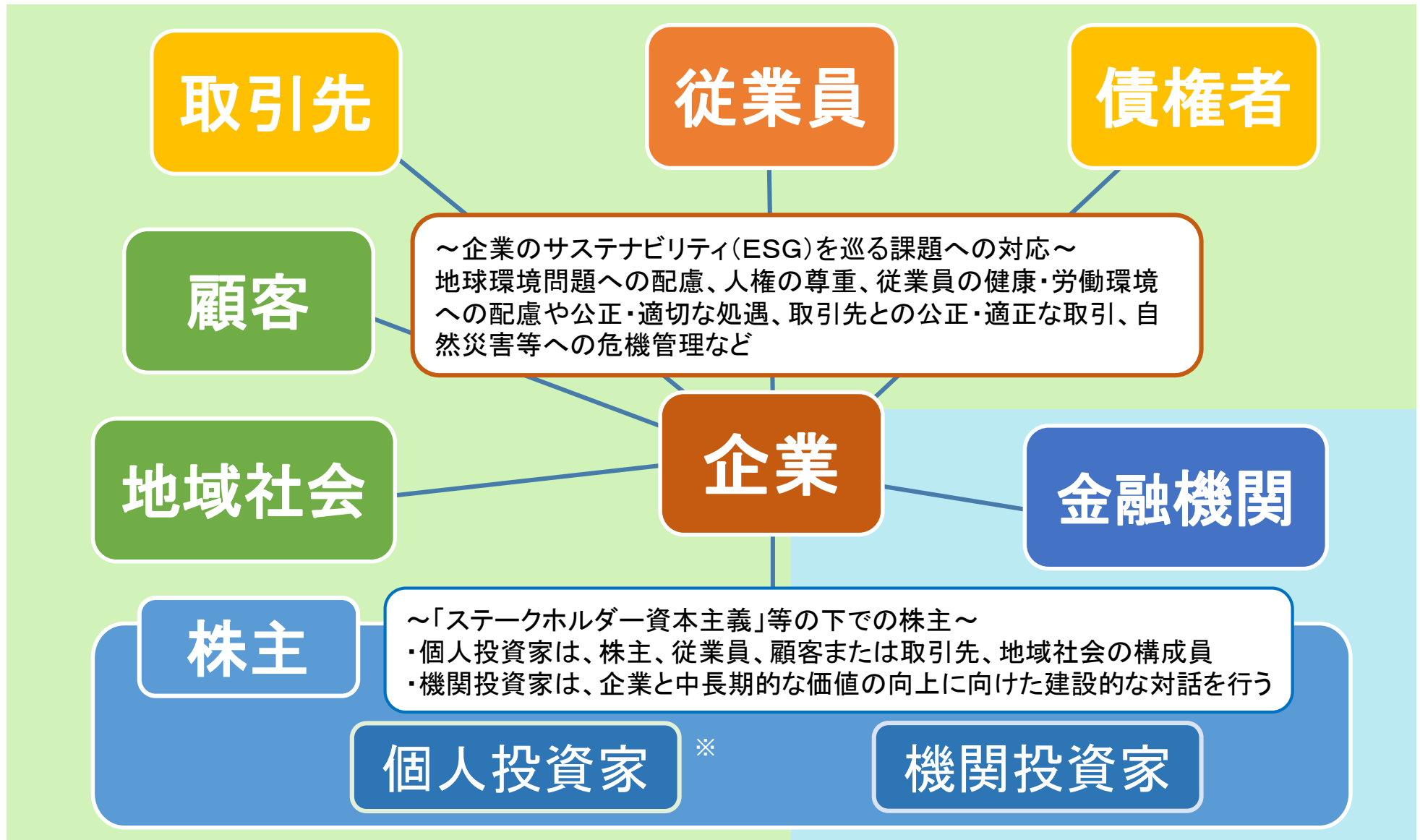
ステークホルダー資本主義

— 企業の付加価値の分配と新しい資本主義 —

日 本 証 券 業 協 会

2 0 2 2 年 4 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について(現状分析)
2. 企業の株主還元について(現状分析)
3. グローバル経済の下での成長と分配
4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について
5. ステークホルダー資本主義のあり方について
6. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESGについて
7. 総 括

1. 企業の付加価値の分配状況について(現状分析)

(1) 付加価値の分配に関する指摘(1960年度～2020年度)

(2) 付加価値への分配に関する分析(1997年度と2020年度の比較)

- ① 付加価値の分配状況
- ② 当期純利益の変動要因について
- ③ 配当金の額の推移
- ④ 人件費の分析
- ⑤ 売上高の内訳について
- ⑥ 労働分配率とGDPの推移
- ⑦ ステークホルダーへの付加価値の分配状況
- ⑧ 社内留保・利益剰余金の推移

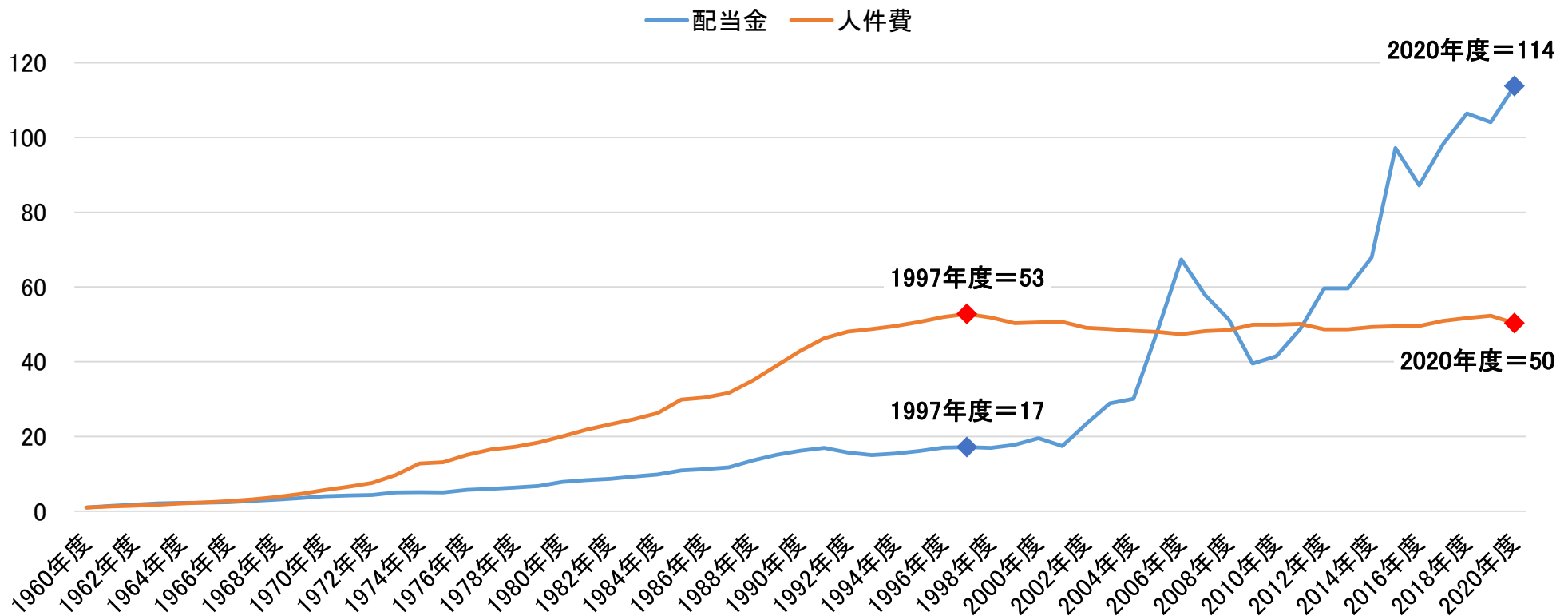
1. 企業の付加価値の分配状況について(現状分析)

(1) 付加価値の分配に関する指摘(1960年度～2020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について(現状分析)

(2) 付加価値の分配の関する分析(1997年度と2020年度の比較)

① 付加価値の分配状況

- 配当性向は、1997年度と2020年度でほぼ変わらない(配当金の差は当期純利益の差によるもの)。
- 当期純利益が増加した主な要因は、営業外収益の増加と営業外費用の減少(計14兆円のプラス)。

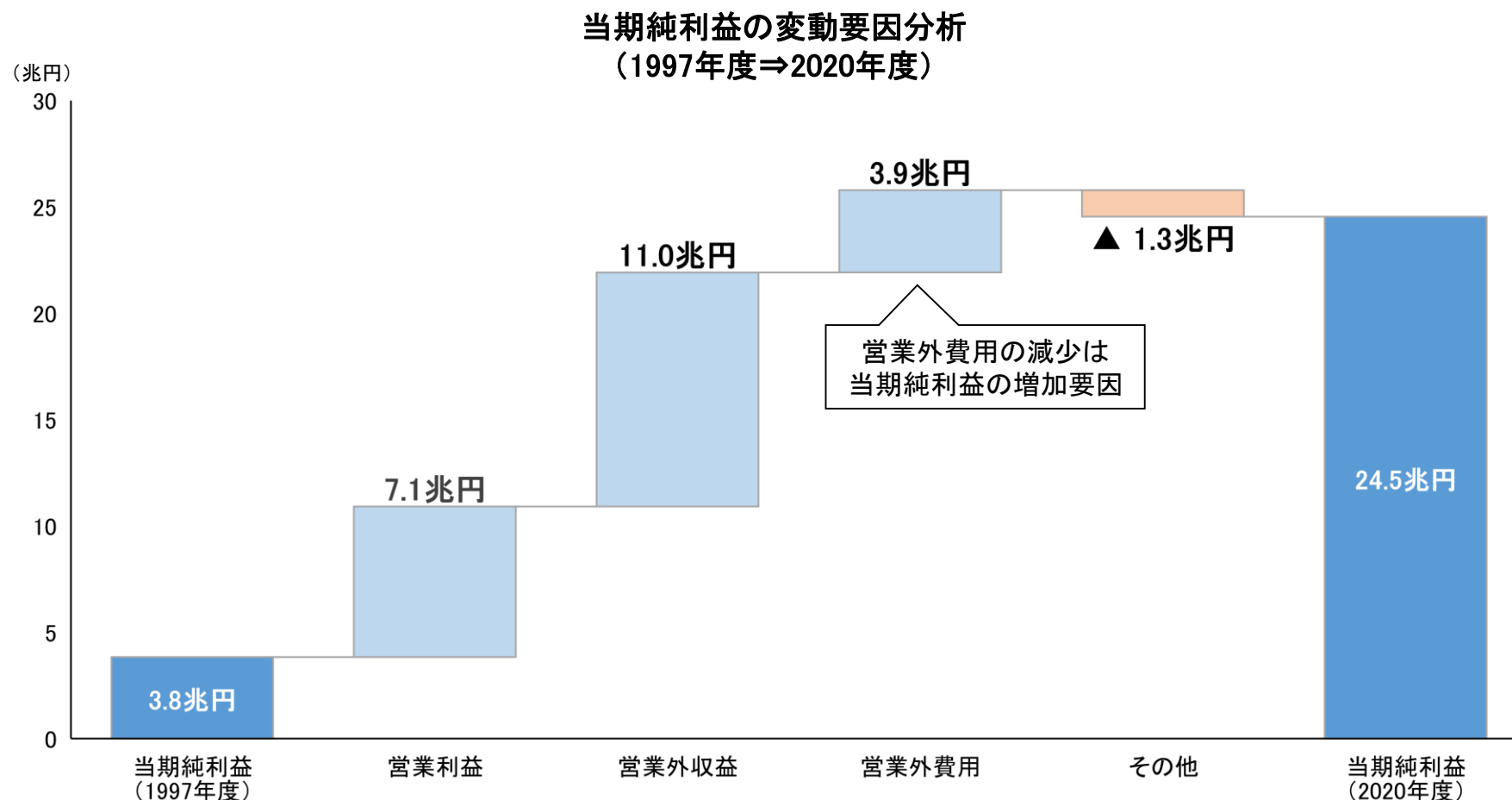
(資本金10億円以上の企業)	1997年度	2020年度	差額(1997年度=100)
売上高	550兆6,754億円	512兆2,621億円	▲38兆4,133億円(93.0)
売上原価	448兆3,843億円	400兆1,359億円	▲48兆2,483億円(89.2)
販売費及び一般管理費	83兆5,900億円	86兆3,442億円	2兆7,542億円(103.3)
営業利益	18兆7,011億円	25兆7,819億円	7兆807億円(137.9)
営業外収益	6兆7,609億円	17兆7,645億円	11兆35億円(262.8)
営業外費用	10兆3,510億円	6兆4,759億円	▲3兆8,750億円(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%

1. 企業の付加価値の分配状況について(現状分析)

(2) 付加価値の分配の関する分析(1997年度と2020年度の比較)

② 当期純利益の変動要因について

- 営業外収益の増加は投資収益の増加によるもの、営業外費用の減少は支払利息の減少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)」

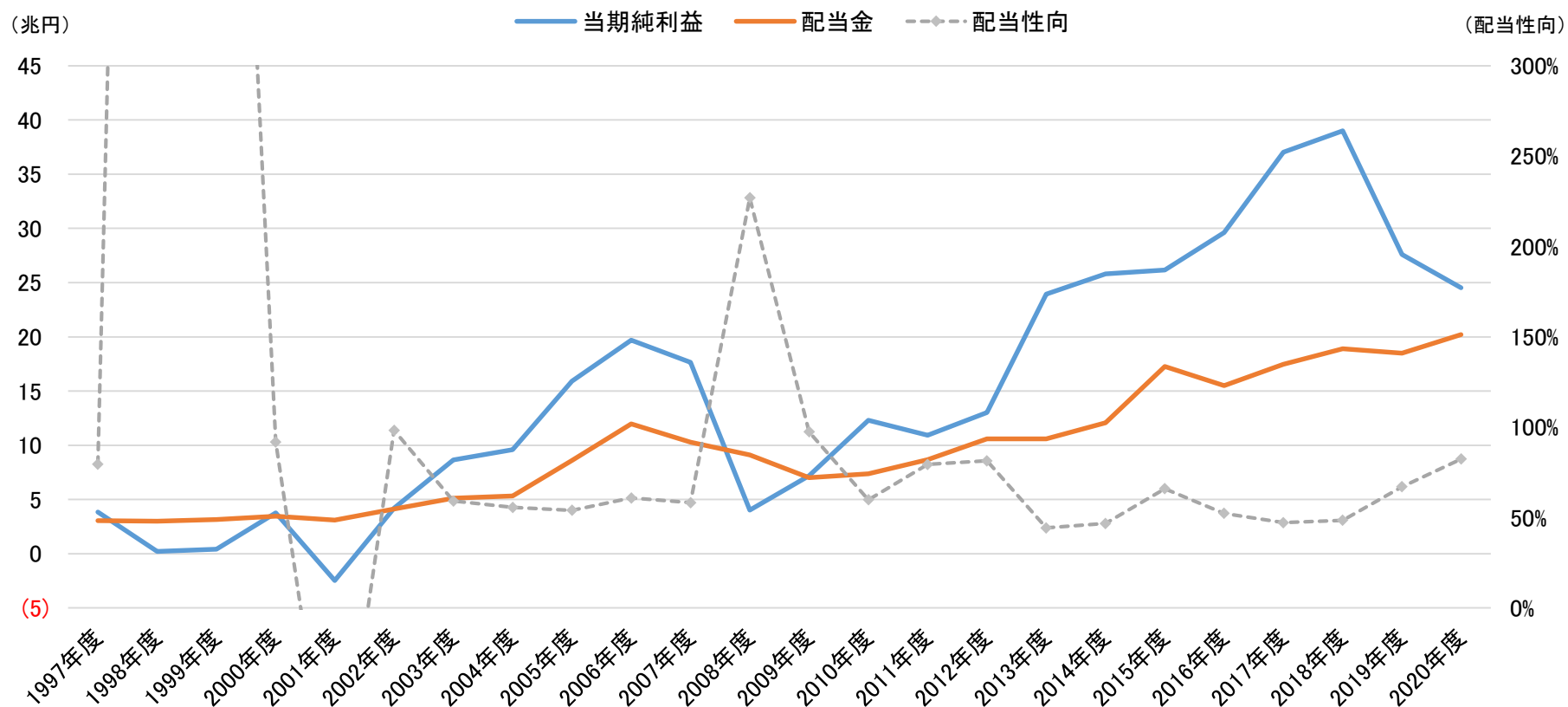
1. 企業の付加価値の分配状況について(現状分析)

(2) 付加価値の分配の関する分析(1997年度と2020年度の比較)

③ 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について(現状分析)

(2) 付加価値の分配の関する分析(1997年度と2020年度の比較)

④ 人件費の分析

- 一方で、人件費(役員・従業員給与等)の額は1997年度比で減少していることも事実である。

(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)
人件費	55兆140億円	52兆4,702億円	▲2兆5,438億円(95.4)
役員給与＋賞与	9,875億円	8,894億円	▲981億円(90.1)
(期中平均役員数)	6万4,723名	4万3,977名	▲2万746名(67.9)
(平均役員給与)	1,525万円	2,022万円	496万円(132.5)
従業員給与＋賞与	43兆9,347億円	42兆4,657億円	▲1兆4,690億円(96.7)
(期中平均従業員数)	727万4,179名	739万19名	11万5,840名(101.6)
(平均従業員給与)	604万円	574万円	▲29万円(95.1)
福利厚生費	10兆917億円	9兆1,151億円	▲9,765億円(90.3)

(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)」

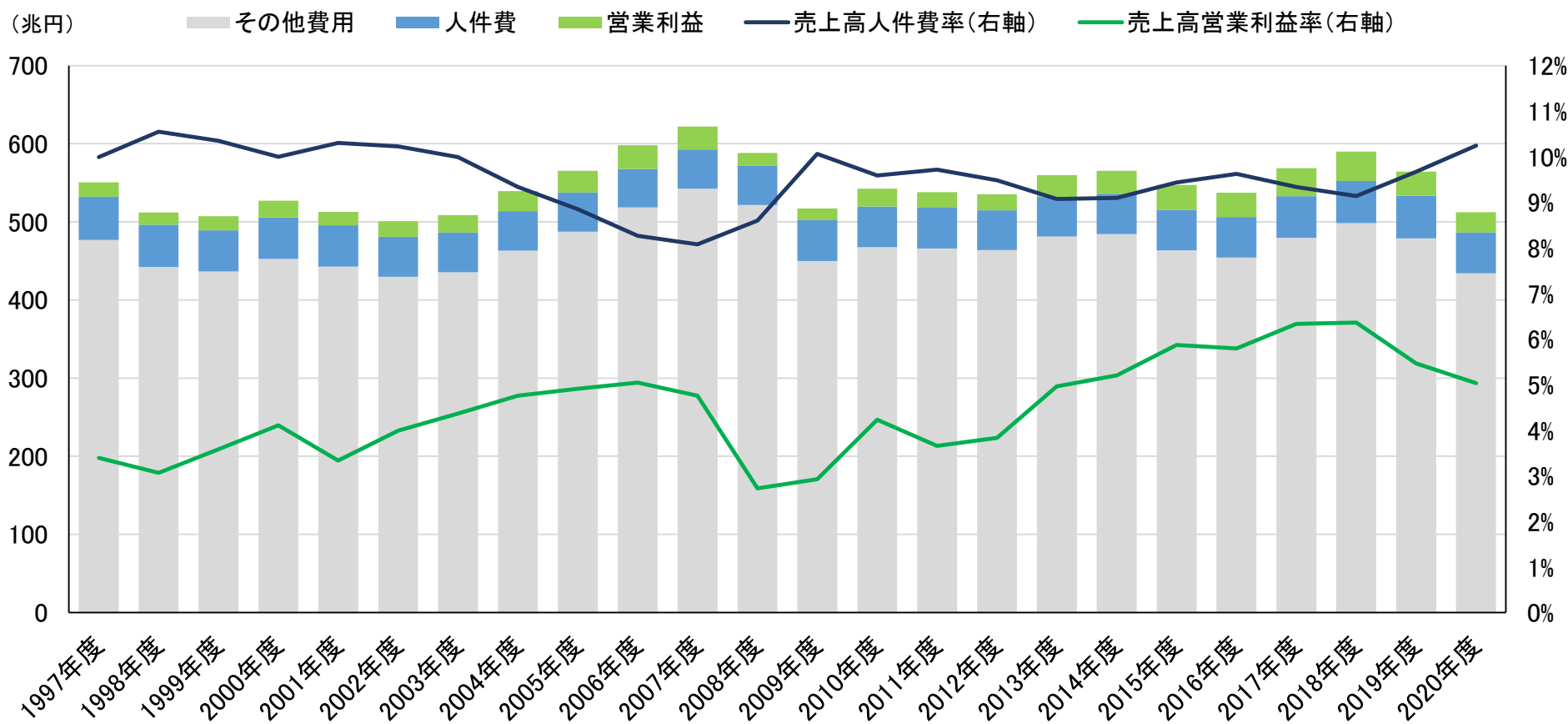
1. 企業の付加価値の分配状況について(現状分析)

(2) 付加価値の分配の関する分析(1997年度と2020年度の比較)

⑤ 売上高の内訳について

- 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、**人件費を圧縮する動きは見られない**。そのため、**売上高自体の減少が、人件費の減少をもたらしているものと思われる**。

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)」

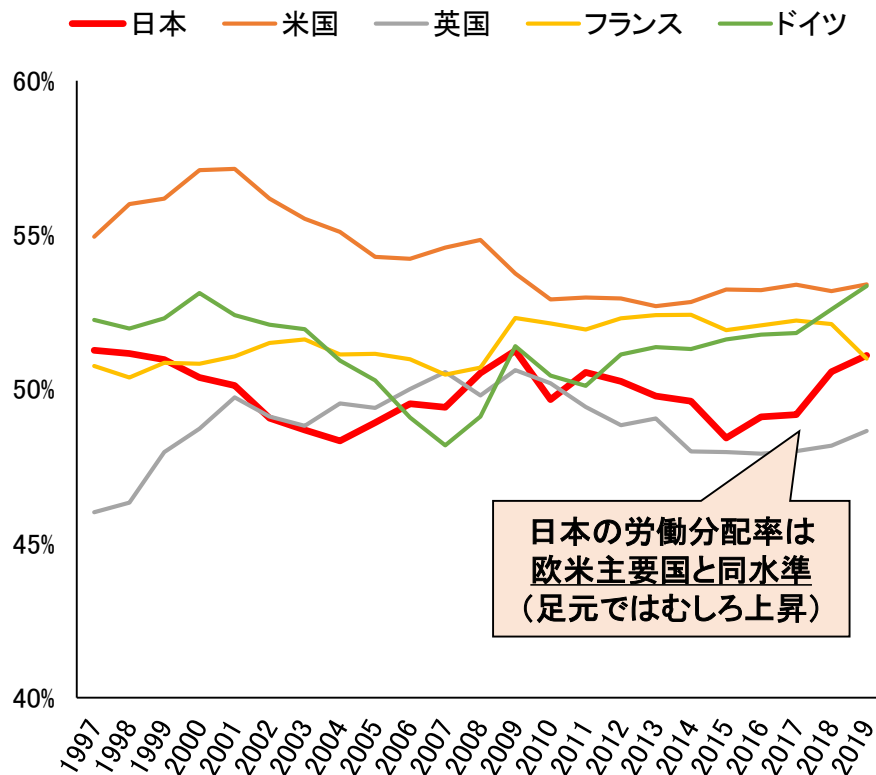
1. 企業の付加価値の分配状況について(現状分析)

(2) 付加価値の分配の関する分析(1997年度と2020年度の比較)

⑥ 労働分配率とGDPの推移

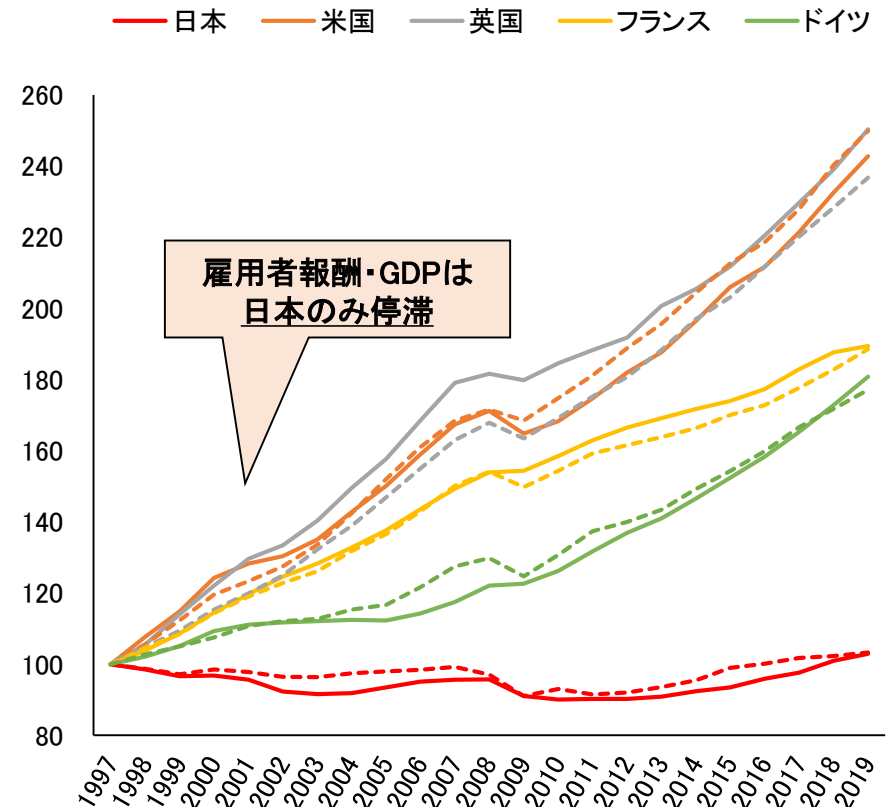
- 日本の労働分配率(雇用者報酬÷GDP×100)は、欧米主要国と比べても同程度の水準で決して低いわけではない。
- ただし、労働分配率の計算の基礎となる雇用者報酬とGDPは、日本のみ停滞している。
- ✓ 成長(パイを大きくすること)に繋がるような適切な分配(パイの分け方)を行うことが重要。

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

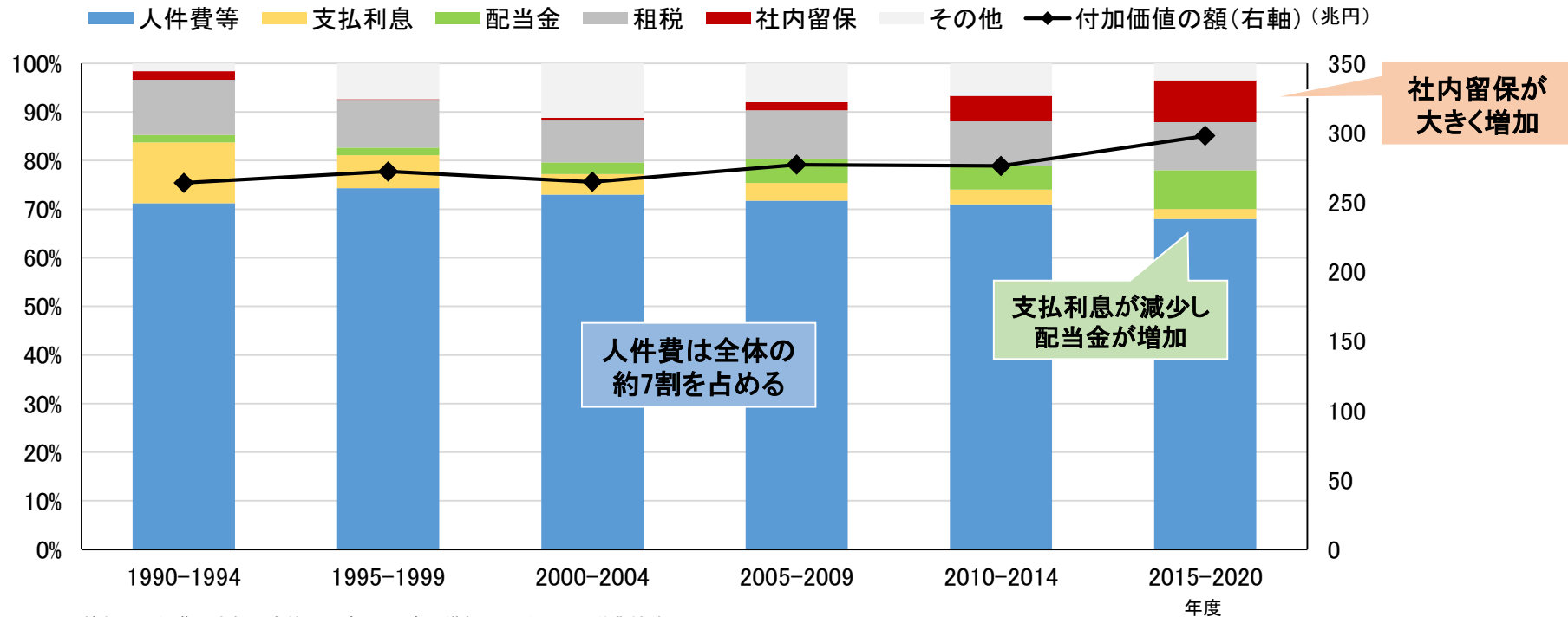
1. 企業の付加価値の分配状況について(現状分析)

(2) 付加価値の分配に関する分析(1997年度と2020年度の比較)

⑦ 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2020年を含めた6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%→8.6%)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)」。

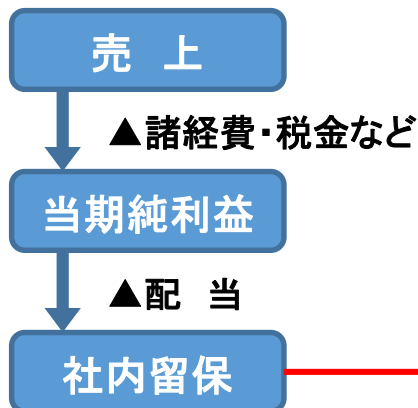
1. 企業の付加価値の分配状況について(現状分析)

(2) 付加価値の分配の関する分析(1997年度と2020年度の比較)

⑧ 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。

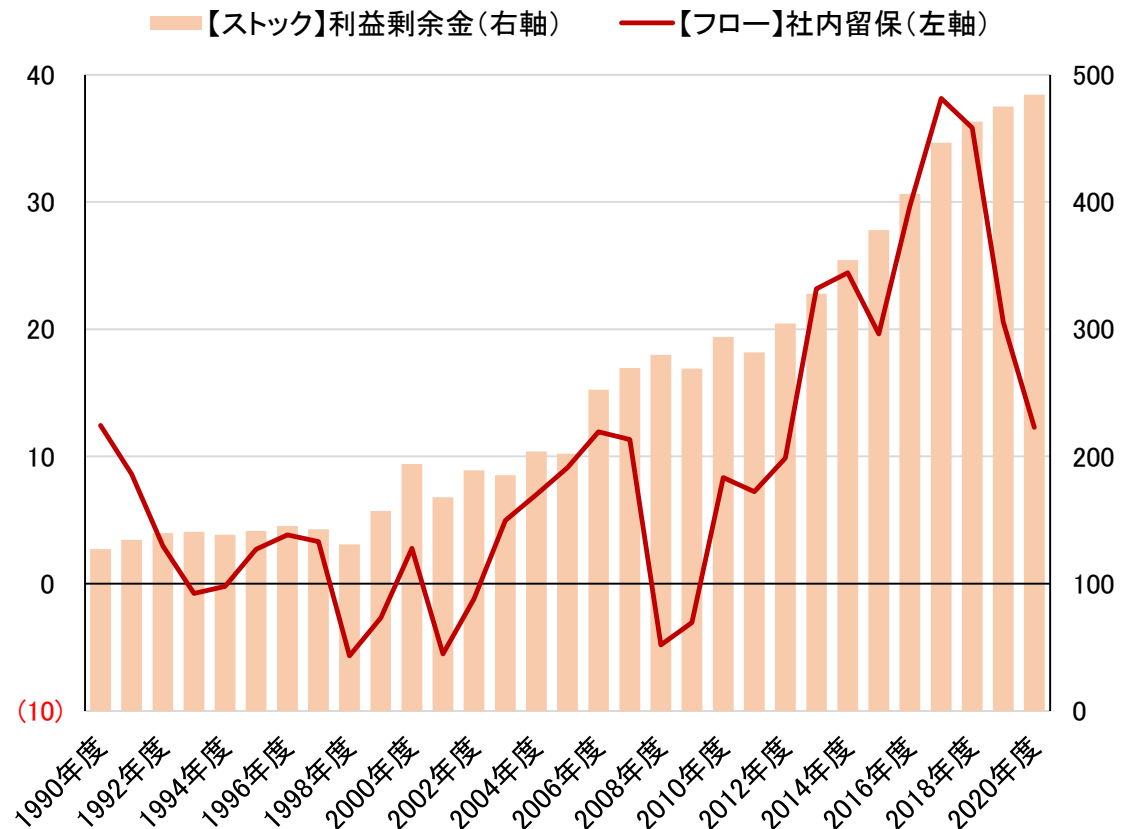
<損益計算書>



<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. 企業の株主還元について(現状分析)

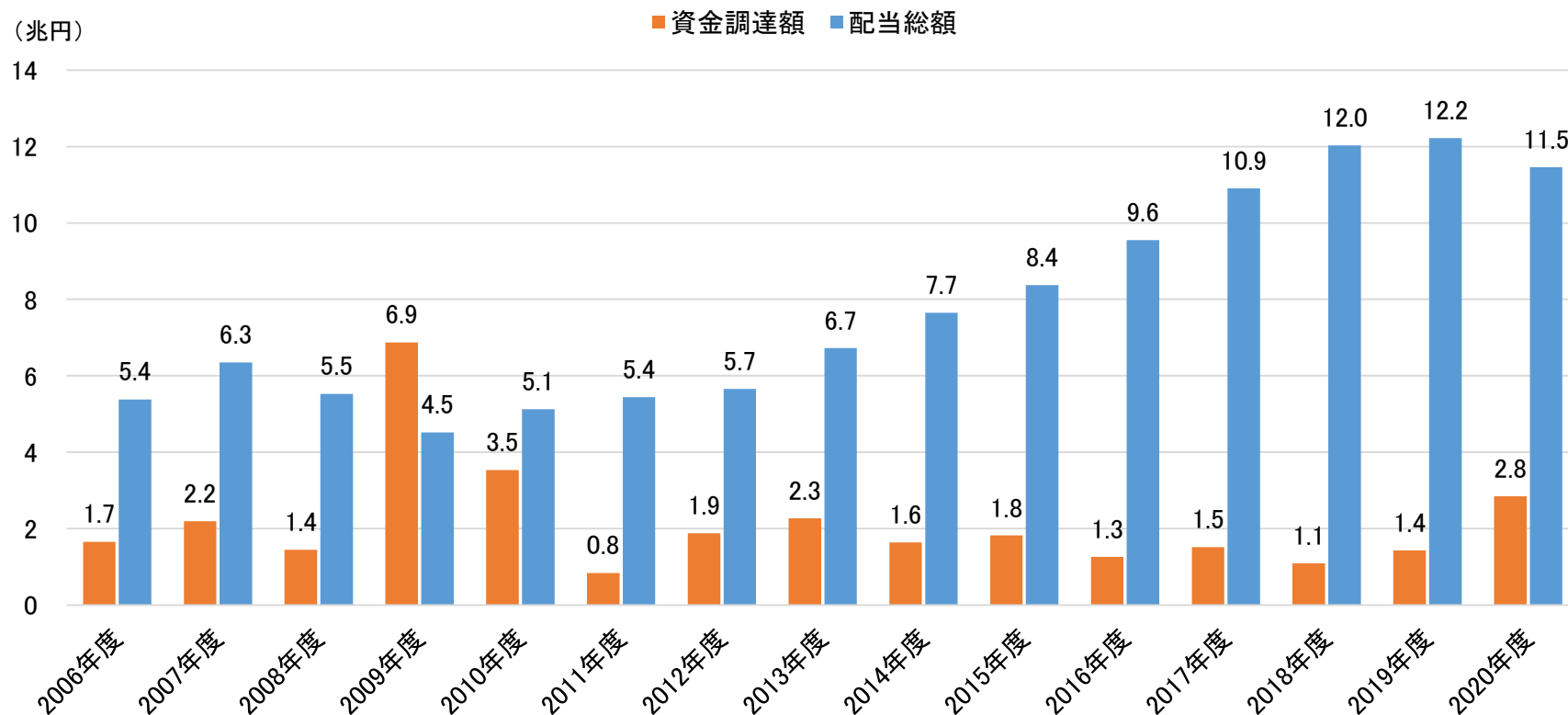
- ① 企業の株主還元に関する指摘
- ② 民間非金融法人企業の資金過不足
- ③ 株主還元の日米欧比較
- ④ 株式市場の日米比較
- ⑤ 家計の金融所得(日米比較)
- ⑥ 配当の受け取り手について
- ⑦ 投資部門別の株式保有比率について

2. 企業の株主還元について(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。

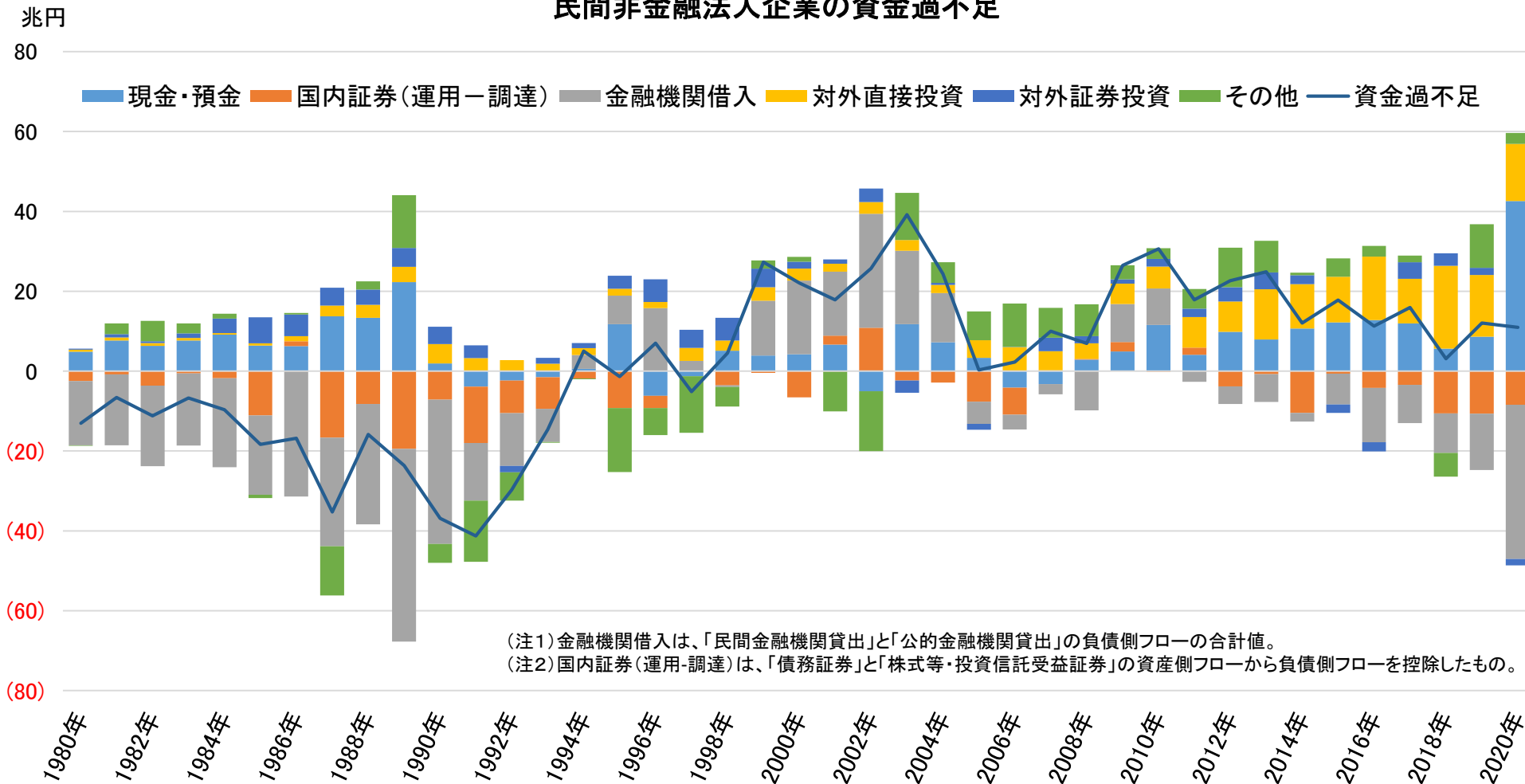
2. 企業の株主還元について(現状分析)

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



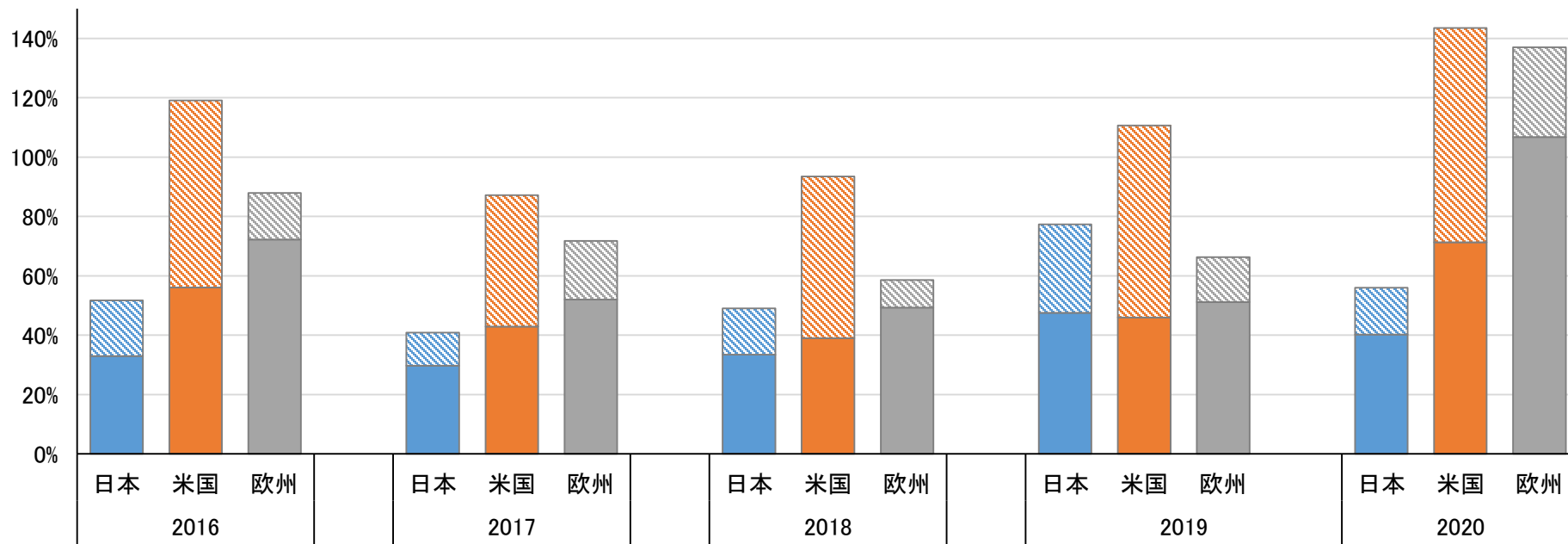
2. 企業の株主還元について(現状分析)

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>(株)アイエヌ情報センター(暦年)

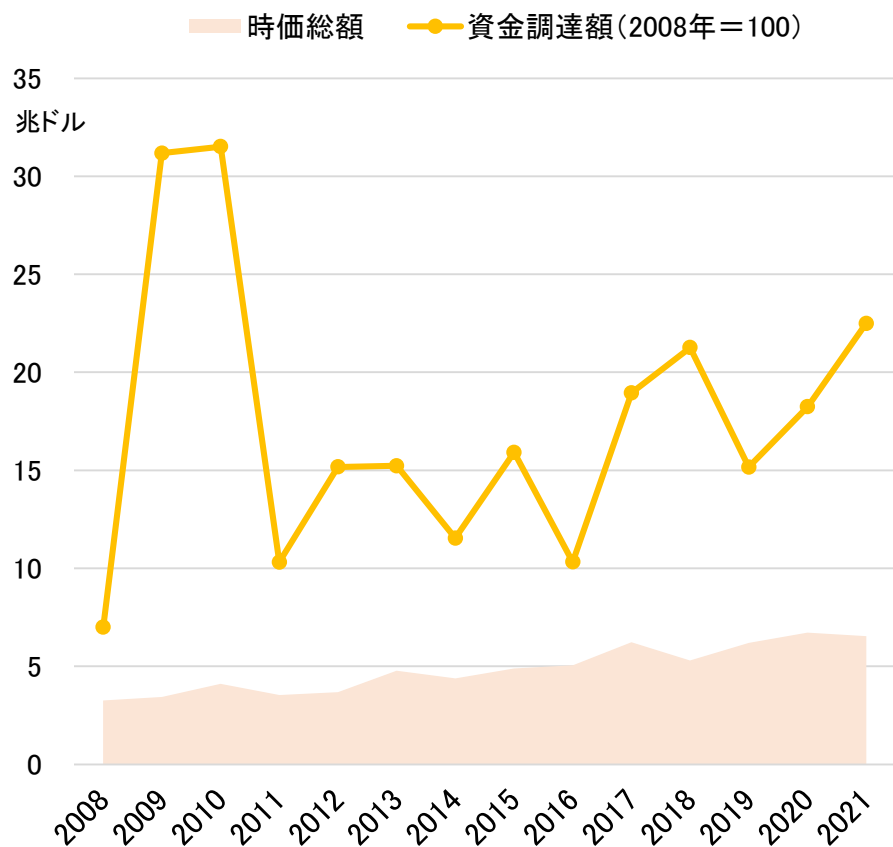
米国、欧州(暦年): Damodaran Online

2. 企業の株主還元について(現状分析)

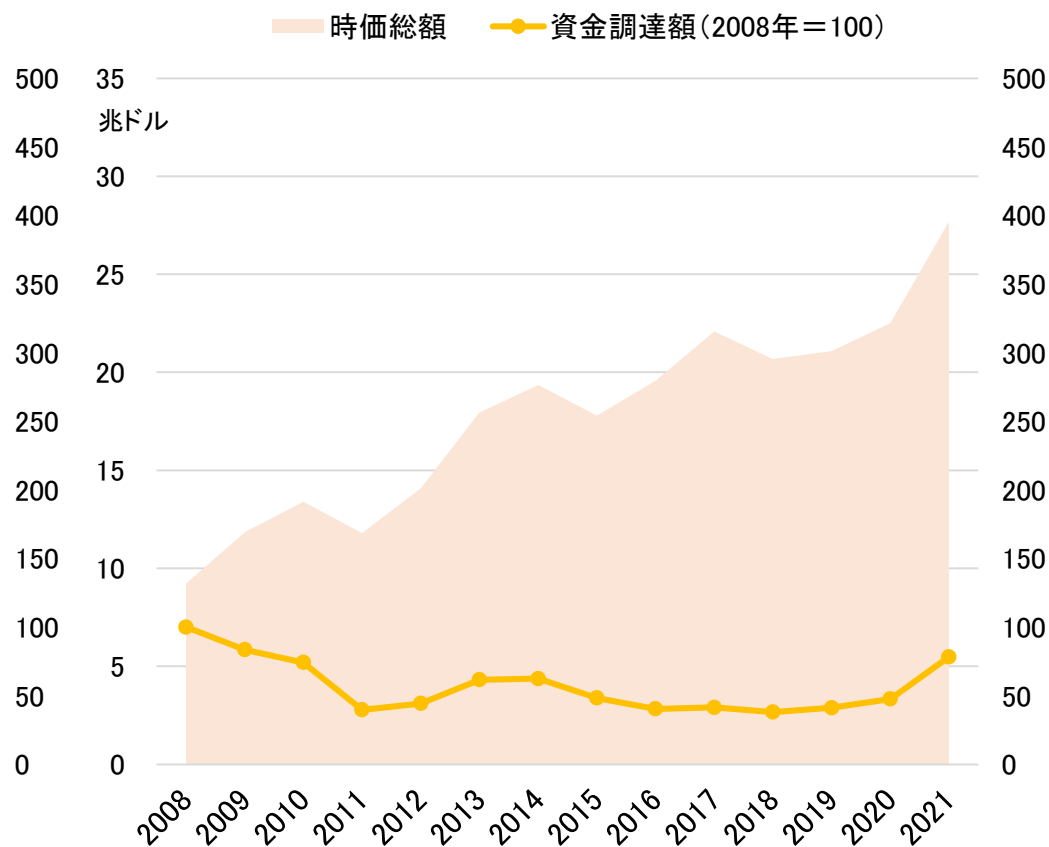
④ 株式市場の日米比較

- 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、「資金調達の間」から「株主還元の間」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)

2. 企業の株主還元について(現状分析)

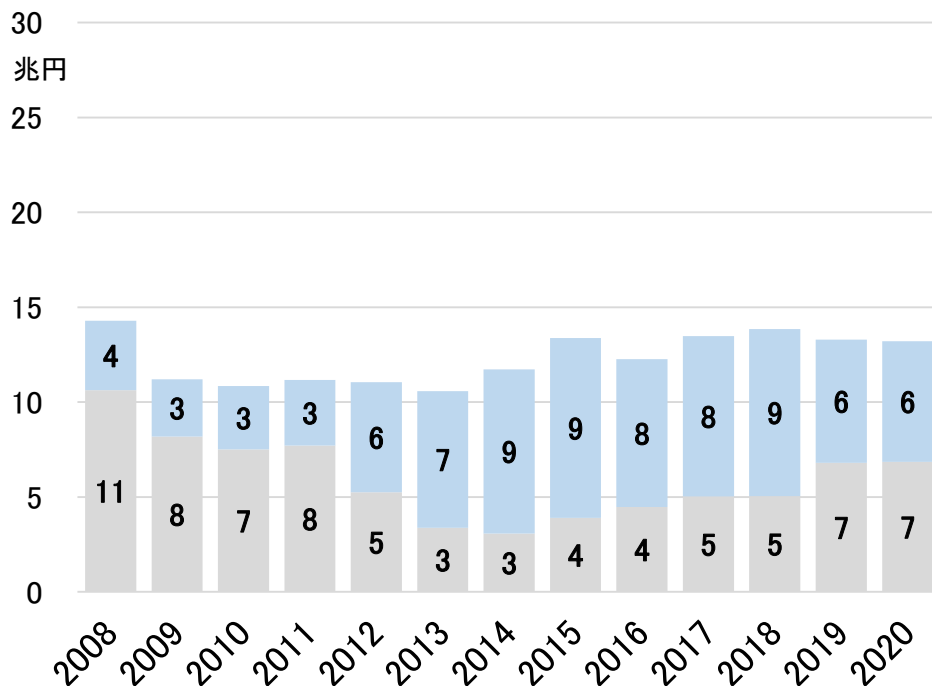
⑤ 家計の金融所得(日米比較)

- 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。

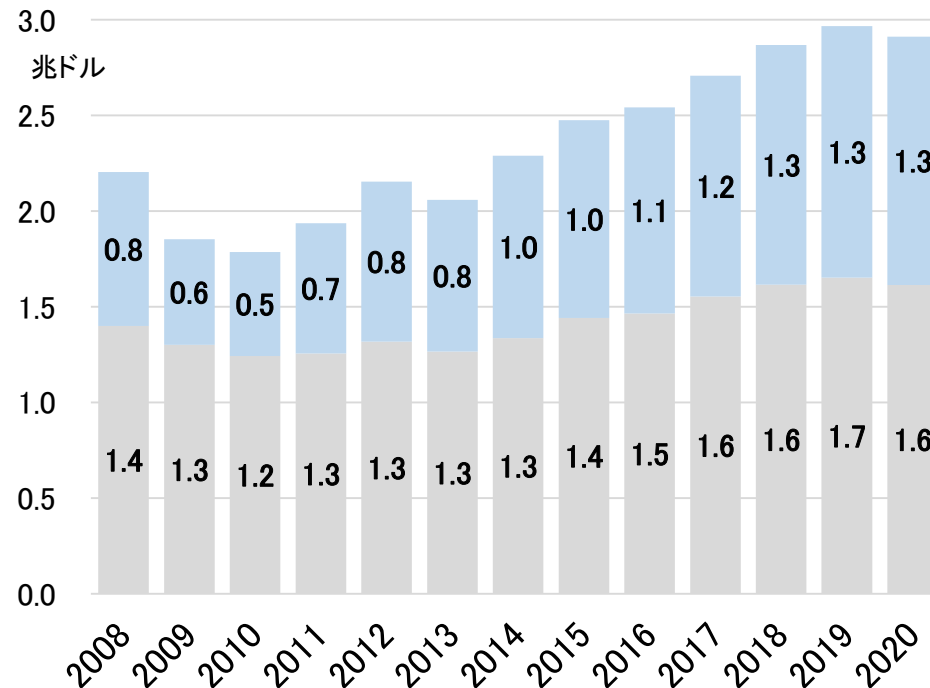
日本

■ 利子 ■ 配当



米国

■ 利子 ■ 配当

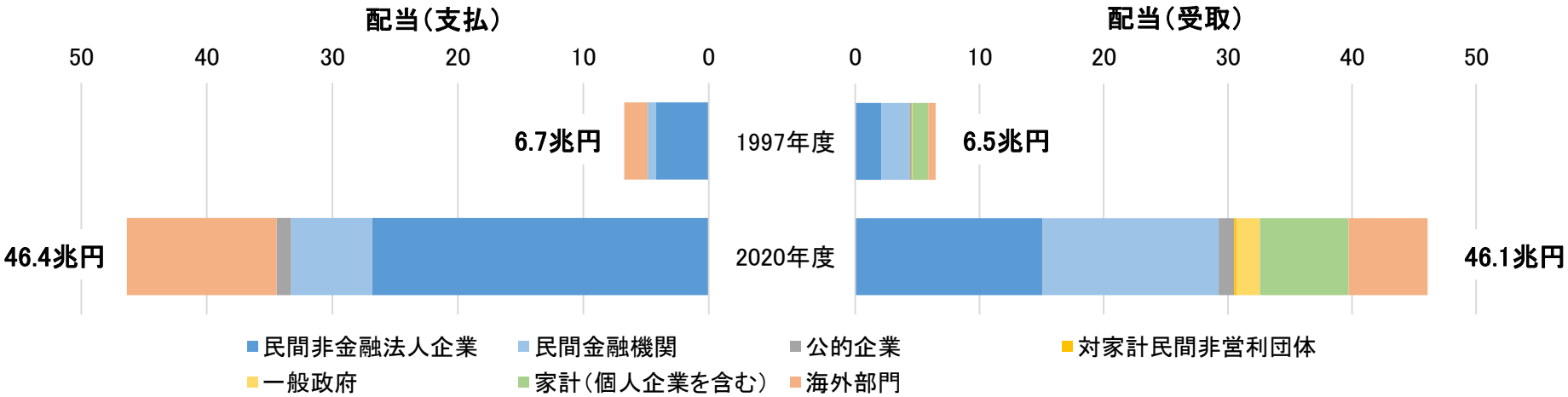


(出所)内閣府、U.S.BEA

2. 企業の株主還元について(現状分析)

⑥ 配当の受け取り手について

- 2020年度の株式配当の受取について、海外部門は6.4兆円(13.8%)を占める。一方、同時期において海外部門から11.9兆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2020年度の間で、家計が受け取る配当は、1.3兆円から7.1兆円に増加した。しかし、受取配当全体に占める割合は19.6%から15.5%へ微減している。

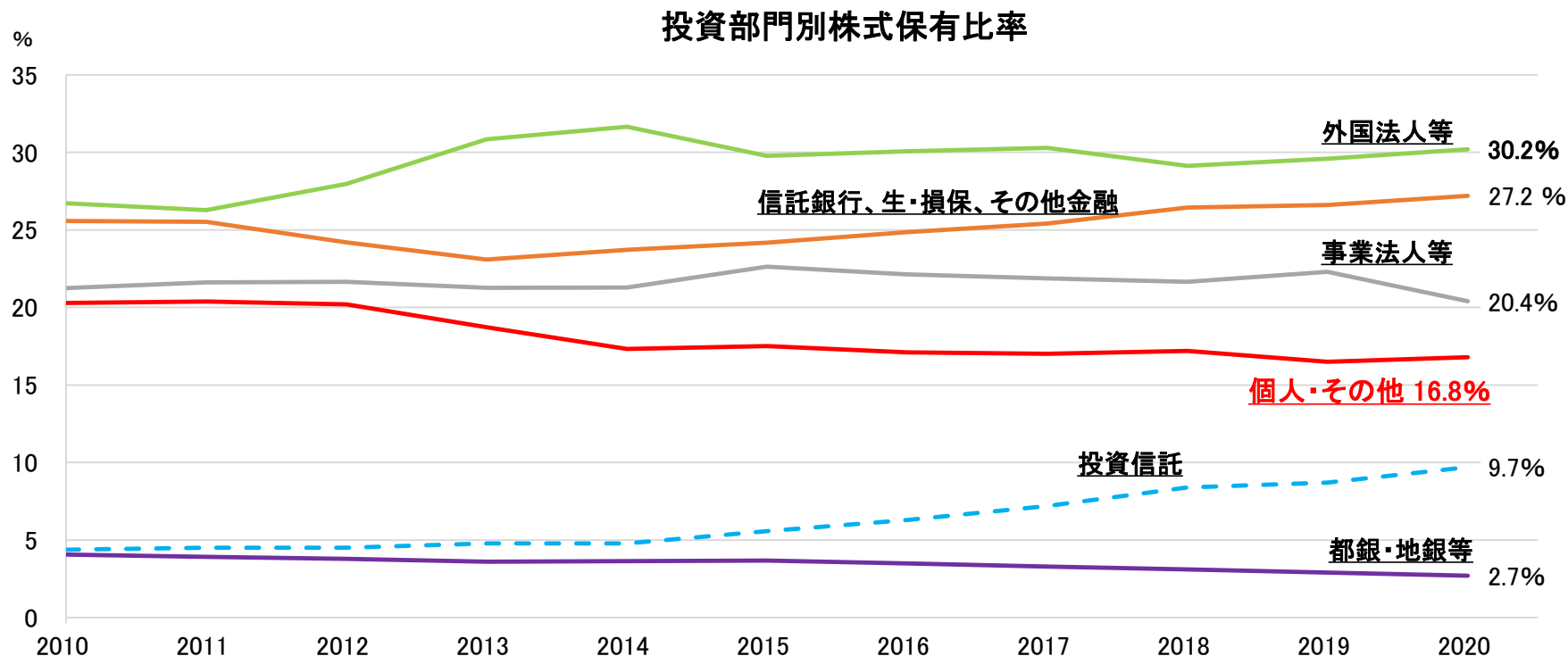


主要部門の数値	支払		受取	
	1997年度	2020年度	1997年度	2020年度
民間非金融法人企業	4.2兆円 (62.2%)	26.8兆円 (57.9%)	2.1兆円 (32.6%)	15.1兆円 (32.7%)
民間金融機関	0.7兆円 (9.8%)	6.4兆円 (13.9%)	2.3兆円 (35.1%)	14.2兆円 (30.8%)
家計(個人企業を含む)	—	—	1.3兆円 (19.6%)	7.1兆円 (15.5%)
海外部門	1.8兆円 (27.0%)	11.9兆円 (25.7%)	0.6兆円 (9.2%)	6.4兆円 (13.8%)

2. 企業の株主還元について(現状分析)

⑦ 投資部門別の株式保有比率について

- 「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)。その後も低下傾向を継続しており過去最低水準のままである。
- ✓ 「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」

3. 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 経常収支と対外純資産の推移

3. 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)

- 給与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。
- ✓ 給与以外の分配の道筋(金融(配当)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な。

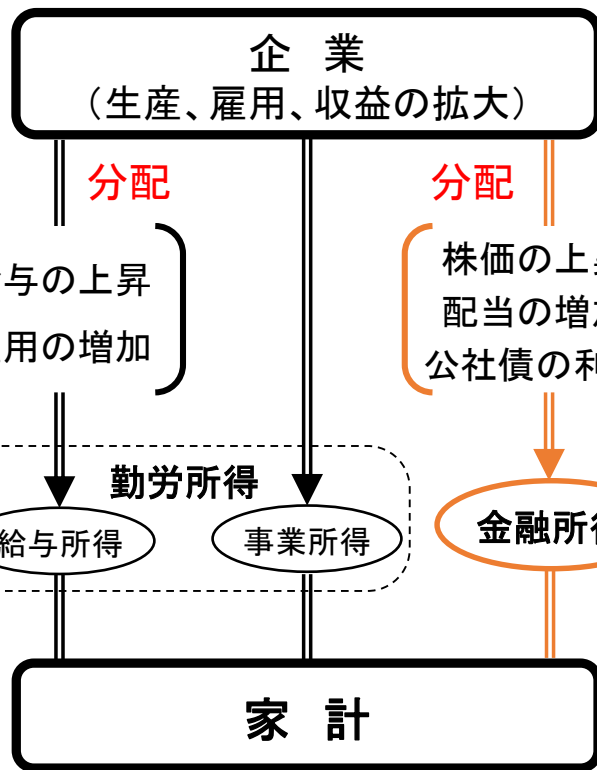
世界経済の成長と発展

設備投資、M&A、
ベンチャー投資等
の拡大

内外経済の拡大

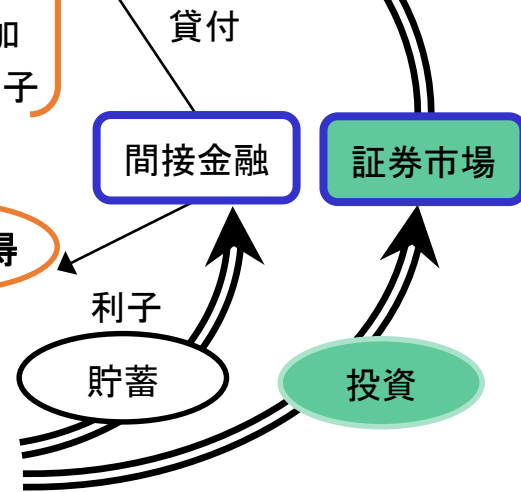
消費や住宅投資の拡大

長期的価値の向上



証券市場の役割

成長資金
(リスクマネー)の
供給促進

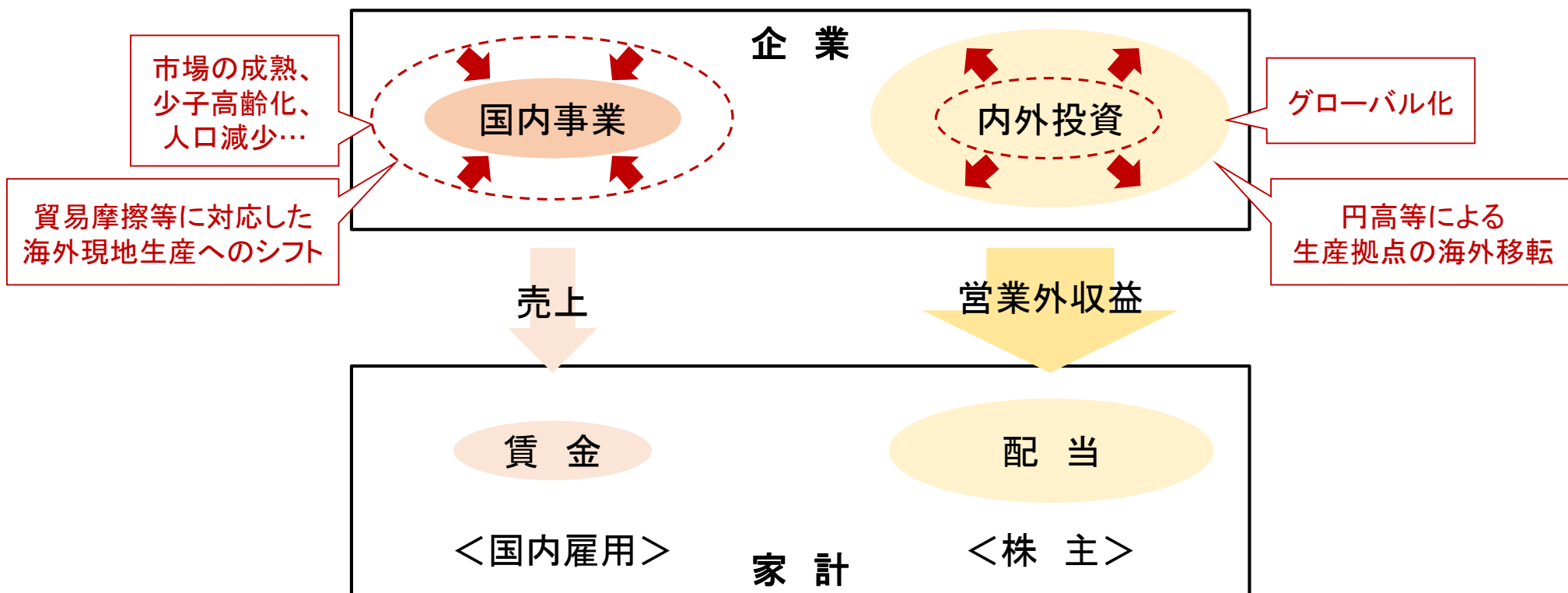


中長期的な資産形成

3. 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)

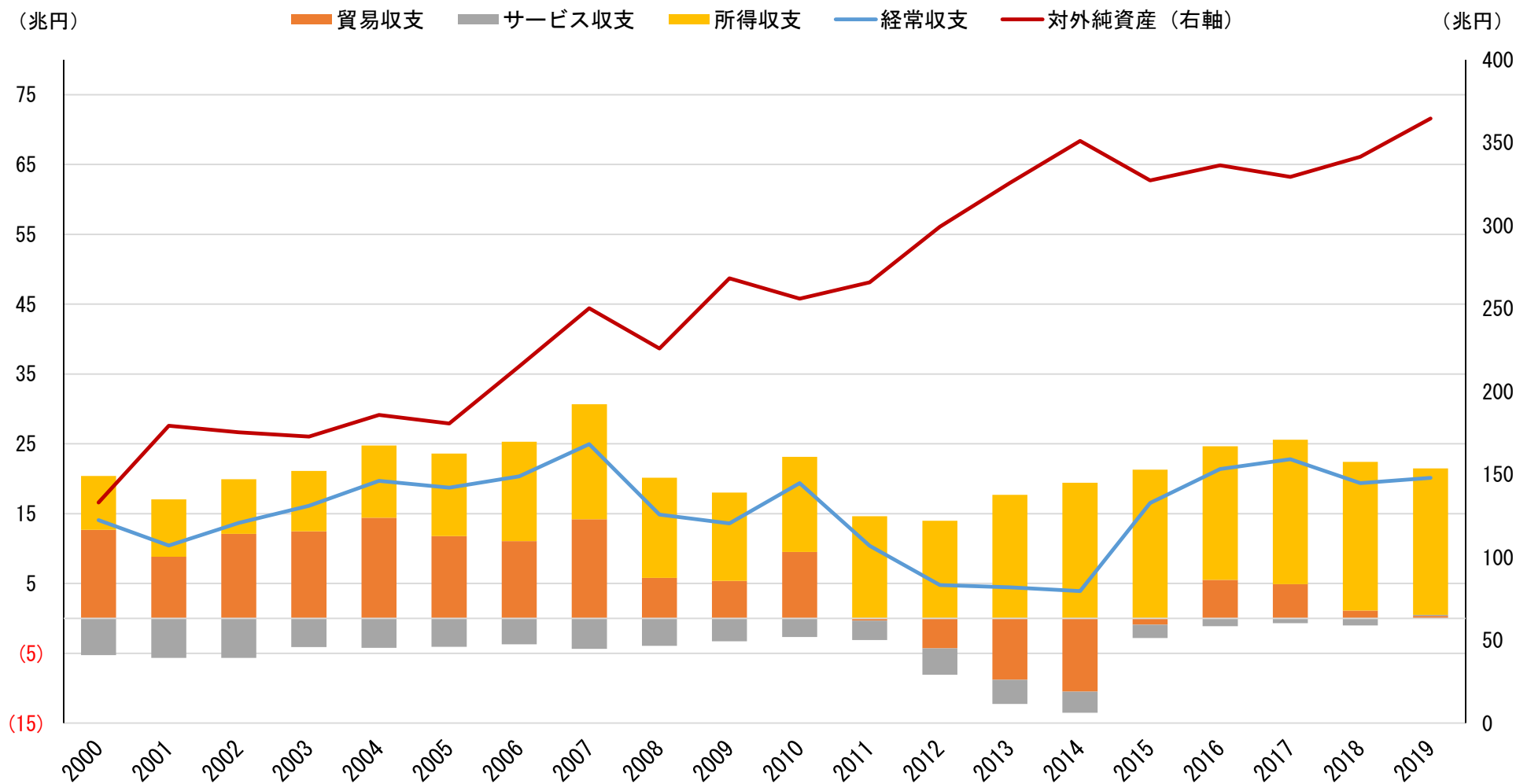
- 企業は、主に国内事業で得た売上を賃金の源泉としているが、市場が成熟し、人口減少社会を迎える日本においては、国内で売上を増やすことには限界がある。
- 企業は、こうした状況を見据えて海外子会社への投資を行っている。海外子会社から得られる配当は営業外収益として計上されるため、従業員の賃金として還元しづらく、株主に対する配当として還元される。



3. グローバル経済の下での成長と分配

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、貿易収支から所得収支へのシフトが進んでおり、貿易立国から金融立国のような形になりつつある。



4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(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(2015年～2021年)
- 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」)
- ④ 無形資産投資の現状
- ⑤ 企業の現状
- ⑥ 企業の年間教育訓練費支出額(労働者一人当たり)

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(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。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(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。

次回は2022年5月22-26日、「Working Together, Restoring Trust」をテーマに開催予定。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(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。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(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/>

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(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。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(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。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(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。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(2) 日本の動き

② 「新しい資本主義」

- ・ 2021年11月、「新しい資本主義実現会議」による緊急提言

I. 新しい資本主義の起動に向けた考え方(1/2)

政府は、「成長と分配の好循環」と「コロナ後の新しい社会の開拓」をコンセプトとした新しい資本主義を実現していくため、内閣に新しい資本主義実現本部を設置した。また、同本部の下、新しい資本主義の実現に向けたビジョンを示し、その具体化を進めるため、新しい資本主義実現会議を開催することとし、本年10月26日から検討を開始した。

現在、世界各国において、持続可能性や「人」を重視し、新たな投資や成長につなげる、新しい資本主義の構築を目指す動きが進んでおり、我が国が持続可能性や人的資本を重視するこの動きを先導することを目指す。

具体的には、1980年代以降、短期の株主価値重視の傾向が強まり、中間層の伸び悩みや格差の拡大、下請企業へのしわ寄せ、自然環境等への悪影響が生じており、政府、民間企業、大学等、地域社会、国民・生活者が課題解決に向け、それぞれの役割を果たしていく必要がある。民間企業において人的資本など未来への投資を強化することで、中長期的に稼ぐ力を高め、その収益を賃上げ等の分配や更なる未来投資へ循環させることで持続的な成長を実現する。そして、現場で働く従業員や下請企業も含めて、広く関係者の幸せにつながる、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を構築していく。市場機能の活用により経済成長を実現することを基本としつつ、不十分な部分については政府が適切に補完することを通じて、官民が連携し、新しい時代の経済を創る必要がある。

その際、人的資本や無形資産、社会・自然環境・人権への配慮などを可視化することで、成長の質や長期的な企業価値を評価するための環境を整備することが重要である。

新型コロナウイルス感染症により、働き方や生活に対する人々の意識が変化し、これまで進んで来なかったデジタル化が急速に進むなど、社会が変わっていく確かな予感が生まれている。今こそ、古い経済社会の慣行や規制・制度の改革に取り組むことで、コロナとの共生を前提とした、新しい社会を創り上げていく必要がある。

成長と分配の好循環の起爆剤として、まずは成長の実現が重要であり、デジタルトランスフォーメーション(DX)や気候変動の解決に向けたグリーン分野の成長といった科学技術立国を推進し、イノベーション力を抜本的に強化する必要がある。

その際、民間がイノベーションを起こし、それを官が支援することを基本とする。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(2) 日本の動き

② 「新しい資本主義」

- ・ 2021年11月、「新しい資本主義実現会議」による緊急提言

I. 新しい資本主義の起動に向けた考え方(2/2)

また、我が国の未来を切り拓くイノベーションの担い手としてスタートアップへの期待は大きい。スタートアップの徹底支援により、終戦直後に続く第二の起業ブームを起こすことを目指す。さらに、イノベーションを社会課題の解決に活用することで、利便性の高い社会を作るとともに、地方の中堅・中小企業や下請企業、スタートアップを含めて、幅広い産業や企業の生産性向上を促進し、豊かな中間層を生み出していくことが重要である。製品だけでなく、サービスのイノベーションも進めていく必要がある。

その上で、従業員に賃金の形で分配することで、消費が拡大し、消費拡大によって需要が拡大すれば、企業収益が更に向上し、持続的な成長につながる。我が国の労働分配率は、他の先進国と比較しても低い水準にあり、分配戦略は、成長を支える重要な基盤である。その際、将来への不安が消費の抑制を生み、経済成長の阻害要因となっていることを踏まえて、経済成長を通じて所得が向上する道筋とともに、全世代型社会保障の構築を進めることで、将来不安の解消を進める必要がある。

成長と分配を同時に実現するためには、幼児教育・保育や小中学校から企業内まで、「人」への投資を強化する必要がある。多様性(ダイバーシティ)と包摂性(インクルージョン)を尊重し、女性や若者、非正規の方、地方を含めて、国民全員が参加・活躍できる社会を創り、一人一人が付加価値を生み出す環境を整備する必要がある。また、リカレント教育やセーフティーネットの整備を通じて、やり直しのできる社会、誰一人として取り残さない社会を実現する必要がある。働く人の評価や処遇を成果に基づき行う慣行を定着させるなど労働市場の改革や教育問題に取り組む必要がある。さらに、急速に進む少子高齢化の解決に向けて、子育て支援など少子化対策の強化に取り組む必要がある。

このような視点を含めて、我が国においても、成長戦略によって生産性を向上させ、その果実を働く人に賃金の形で分配することで、広く国民の所得水準を伸ばし、次の成長を実現していく「成長と分配の好循環」の実現に向けて、政府、民間企業、大学等、地域社会、国民・生活者がそれぞれの役割を果たしながら、あらゆる政策を総動員していく必要がある。

新しい資本主義実現会議では、こういった基本的な考え方を踏まえて、来春にビジョンとその具体化の方策を取りまとめ、世界に向けて率先して発信していく必要がある。策定にあたっては、車座対話を随時開催し、多様な関係者の方々の声を丁寧に聞きながら、検討を進めていく。あわせて、本会議と、関連する審議会等における専門的議論との間においては、適宜、進捗状況及び議論の方向性などの情報共有を行うことで、新しい資本主義に向けた変革を、より実効性あるものとする。

本緊急提言は、早速、実行すべきものは実行に移し、新しい資本主義を起動するため、当面、岸田内閣が最優先で取り組むべき施策を整理するものである。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(2) 日本の動き

② 「新しい資本主義」

- ・ 2021年11月、「新しい資本主義実現会議」による緊急提言

Ⅲ. 分配戦略 ～ 安心と成長を呼ぶ「人」への投資の強化

1. 民間部門における中長期も含めた分配強化に向けた支援

- (1) 新しい資本主義を背景とした事業環境に応じた賃上げの機運醸成
- (2) 男女間の賃金格差の解消
- (3) 労働分配率向上に向けて賃上げを行う企業に対する税制支援の強化
- (4) 労働移動の円滑化と人的資本への投資の強化
- (5) 非正規雇用労働者等への分配強化
- (6) 大企業と中小企業の共存共栄を目指した、取引適正化のための監督強化、産業界への働きかけ強化
- (7) 事業再構築・事業再生の環境整備
- (8) 新しい資本主義の時代における今後の税制の在り方についての政府税制調査会における検討

2. 公的部門における分配機能の強化

- (1) 公的価格の在り方の抜本的見直し
- (2) 子ども・子育て支援
- (3) 財政の単年度主義の弊害是正

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(2) 日本の動き

② 「新しい資本主義」

- ・ 2022年1月、岸田総理の施政方針演説(抜粋)

(新しい資本主義の実現)

経済再生の要は、「新しい資本主義」の実現です。

市場に依存し過ぎたことで、公平な分配が行われず生じた、格差や貧困の拡大。市場や競争の効率性を重視し過ぎたことによる、中長期的投資の不足、そして持続可能性の喪失。行き過ぎた集中によって生じた、都市と地方の格差。自然に負荷をかけ過ぎたことによって深刻化した、気候変動問題。分厚い中間層の衰退がもたらした、健全な民主主義の危機。世界でこうした問題への危機感が高まっていることを背景に、市場に任せれば全てが上手くいくという、新自由主義的な考え方が生んだ、様々な弊害を乗り越え、持続可能な経済社会の実現に向けた、歴史的スケールでの「経済社会変革」の動きが始まっています。私は、成長と分配の好循環による「新しい資本主義」によって、この世界の動きを主導していきます。

(賃上げ)

成長と分配の好循環による持続可能な経済を実現する要となるのが、分配戦略です。その第一は、所得の向上につながる「賃上げ」です。…成長の果実を、従業員に分配する。そして、未来への投資である賃上げが原動力となって、更なる成長につながる。こうした好循環を作ります。賃上げ税制の拡充、公的価格の引き上げに加え、中小企業が原材料費の高騰で苦しむ中、適正な価格転嫁を行えるよう、環境整備を進めます。

(人への投資)

第二に、「人への投資」の抜本強化です。資本主義は多くの資本で成り立っていますが、モノからコトへと進む時代、付加価値の源泉は、創意工夫や、新しいアイデアを生み出す「人的資本」、「人」です。しかし、我が国の人への投資は、他国に比して大きく後塵を拝しています。今後、官民の人への投資を、早期に、少なくとも倍増し、さらにその上を目指していくことで、企業の持続的価値創造と、賃上げを両立させていきます。…人的投資が、企業の持続的な価値創造の基盤であるという点について、株主と共通の理解を作っていくため、今年中に非財務情報の開示ルールを策定します。あわせて、四半期開示の見直しを行います。

(中間層の維持)

第三に、未来を担う次世代の「中間層の維持」です。子育て・若者世代に焦点を当て、世帯所得の引き上げに向けて、取り組みます。…世帯所得の向上を考えると、男女の賃金格差も大きなテーマです。この問題の是正に向け、企業の開示ルールを見直します。…今春、新しい資本主義のグランドデザインと、実行計画を取りまとめます。来年、日本がG7議長国を務めることを見据え、ダボス会議や、G7の場を活用し、世界の首脳や、経済界のリーダーと問題意識を共有しながら、世界の議論を牽引し、資本主義の変革に向けた大きな流れを作っていきます。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(2) 日本の動き

② 「新しい資本主義」

- 2022年1月、「ダボス・アジェンダ」で岸田総理が特別演説

…私が目指す“新しい資本主義”では、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。その上で、市場や競争にすべてを任せるのではなく、官と民が経済社会変革の全体像を共有しながら、変革のために協働していくことを重視します。日本の連帯感の強さは新しい官民協働の土台となります。

そして、投資を引き出す新しい仕組み、また、付加価値分配のあり方を変えるための新しい仕組み。これらを成長戦略、分配戦略それぞれに埋め込んでいくことで、「成長と分配の好循環」を本格的に回していきます。

…その際、企業だけでなく、市場関係者との間で、人への投資が、企業価値の源泉となるという共通認識を作り、中長期的な企業価値向上を進める企業に、より多くの資金が集まる仕組みを作っていくことが重要です。そのために、日本では、人的資本投資など非財務投資に関する開示制度をつくっていきます。…

- 2022年1月、日米首脳テレビ会談

…首相は協議で、格差や気候変動の問題を乗り越える自身の経済政策「新しい資本主義」を紹介した。バイデン氏は「私の選挙公約ではないかと思った」と冗談交じりに賛同した。

首相は協議後、興奮気味に「大統領から強く支持するとの発言があった」と記者団に語った。バイデン氏が米国の経済政策を説明し「今後も膝をつき合わせて政治家同士として密接に意見交換を続けたい」と言及したと首相自ら紹介した。次回の日米首脳会談で持続可能な経済社会に向けた議論を深める。

首相はかねてバイデン氏が唱える経済社会政策「ビルド・バック・ベター（より良き再建）」について同じ意見だと指摘してきた。…

(出所) 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)

⇒なお、バイデン氏の「ビルド・バック・ベター法案」は、昨年下院を通過したものの、上院で民主党内の意見がまとまらず、実現の見通しが立っていない。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(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。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(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、具体的にど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。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

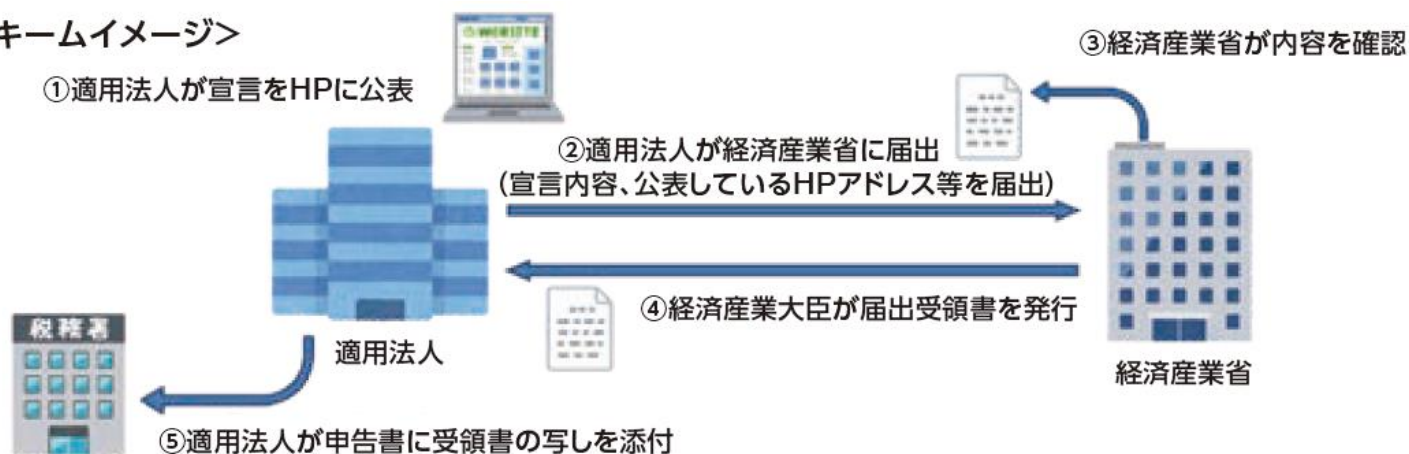
(2) 日本の動き

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>



4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

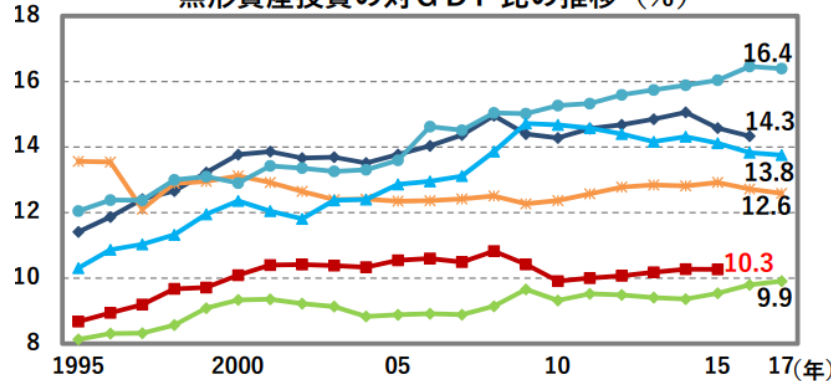
(2) 日本の動き

④ 無形資産投資の現状(内閣府「選択する未来2.0 参考資料」(2021年6月)より)

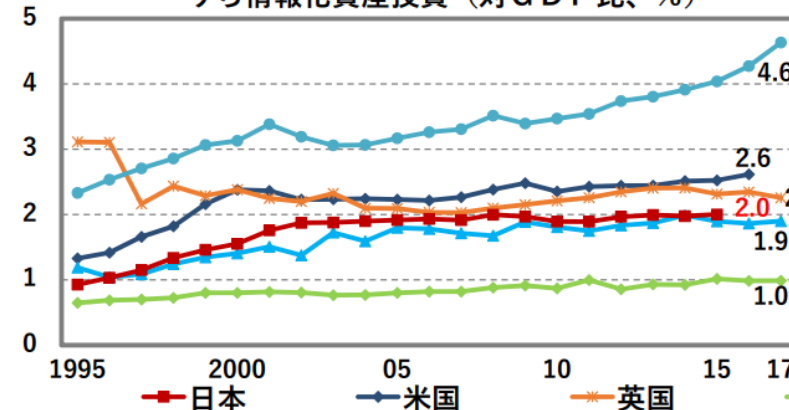
○ 我が国の無形資産投資は伸び悩んでおり、特に経済的競争力投資は低水準で推移。

無形資産投資とは、知識・技術や人的資本などの「見えない資産」への投資。革新的資産投資(研究開発投資等)、情報化資産投資(ソフトウェア投資等)、経済的競争力投資(人材投資、経営組織改革投資等)に大別される。

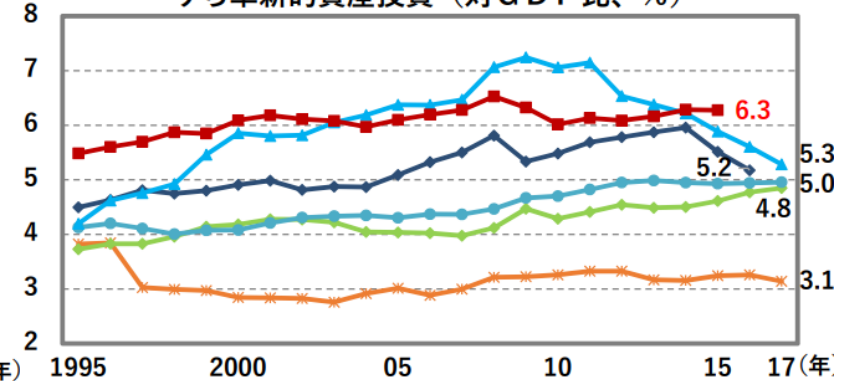
無形資産投資の対GDP比の推移(%)



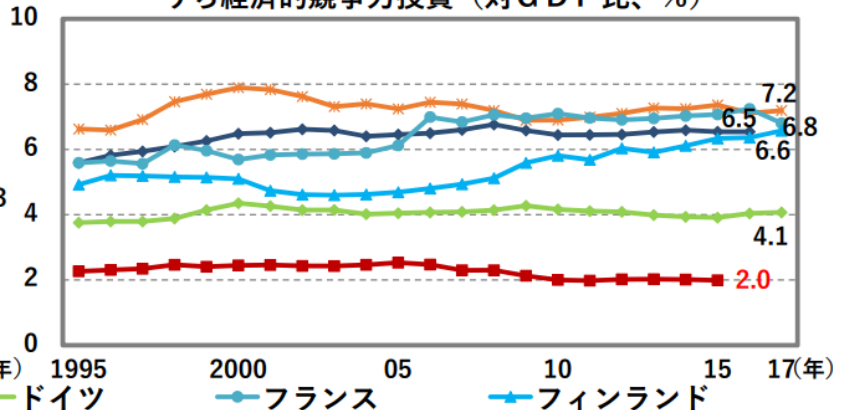
うち情報化資産投資(対GDP比、%)



うち革新的資産投資(対GDP比、%)



うち経済的競争力投資(対GDP比、%)



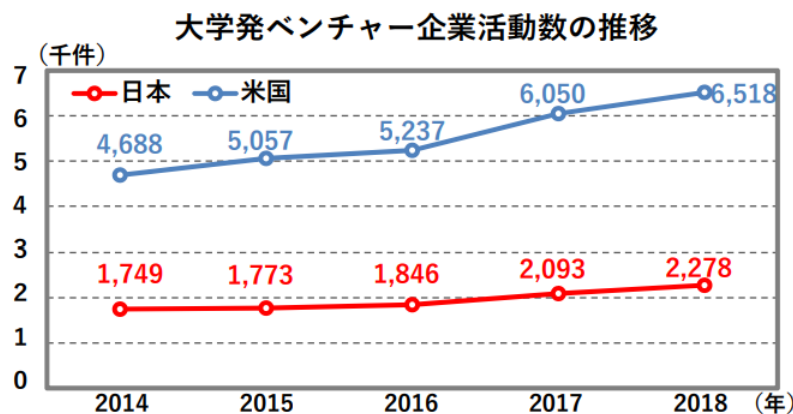
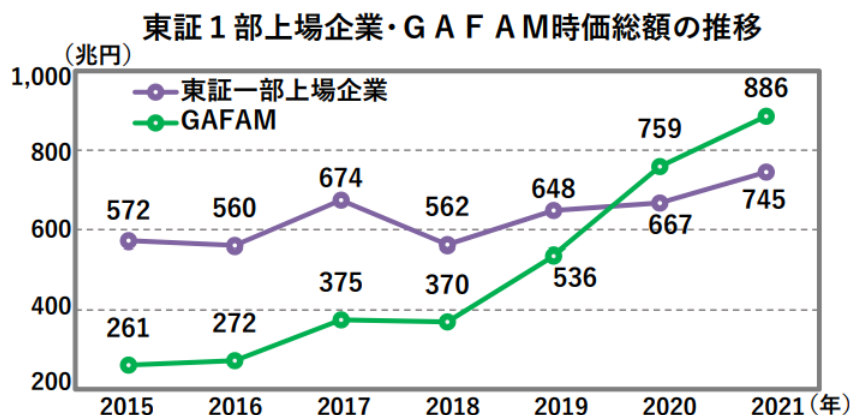
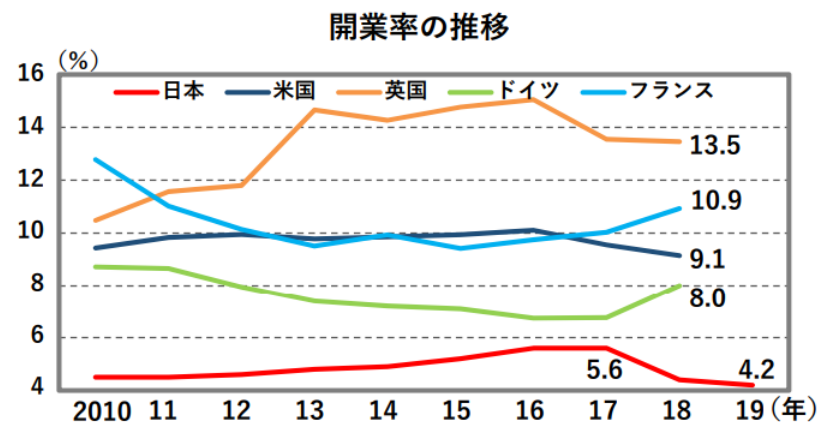
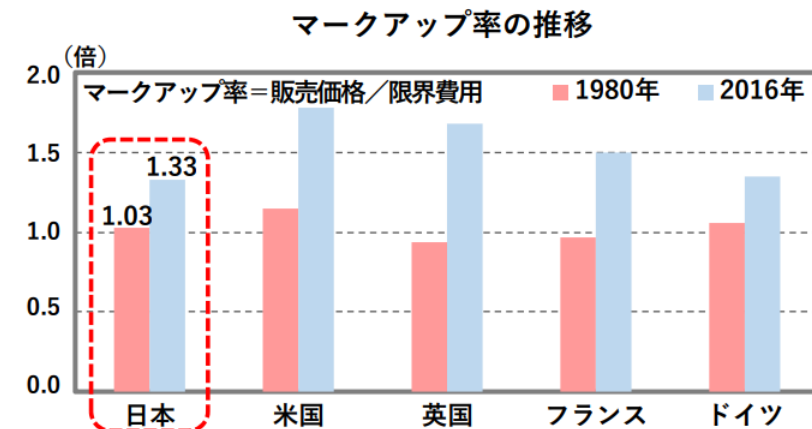
(備考) 日本のデータはJIP2018プロジェクトの一環として宮川教授・外木准教授・滝澤教授で作成。日本以外のデータはINTAN-investにより作成。日本以外のデータは不動産・公務・教育・医療・家内工業を除いた数値。国民経済計算による民間企業設備投資では、上記の無形資産のうち、研究開発、コンピューターソフトウェア、鉱物探査・評価、娯楽作品原本が対象。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(2) 日本の動き

⑤ 企業の現状(内閣府「新しい資本主義実現会議(第1回)参考資料(データ集)」(2021年10月))

我が国企業のマークアップ率は、低い。
開業率や大学発ベンチャーの活動も、IT企業が大きく成長する米国と比べ、低い水準。



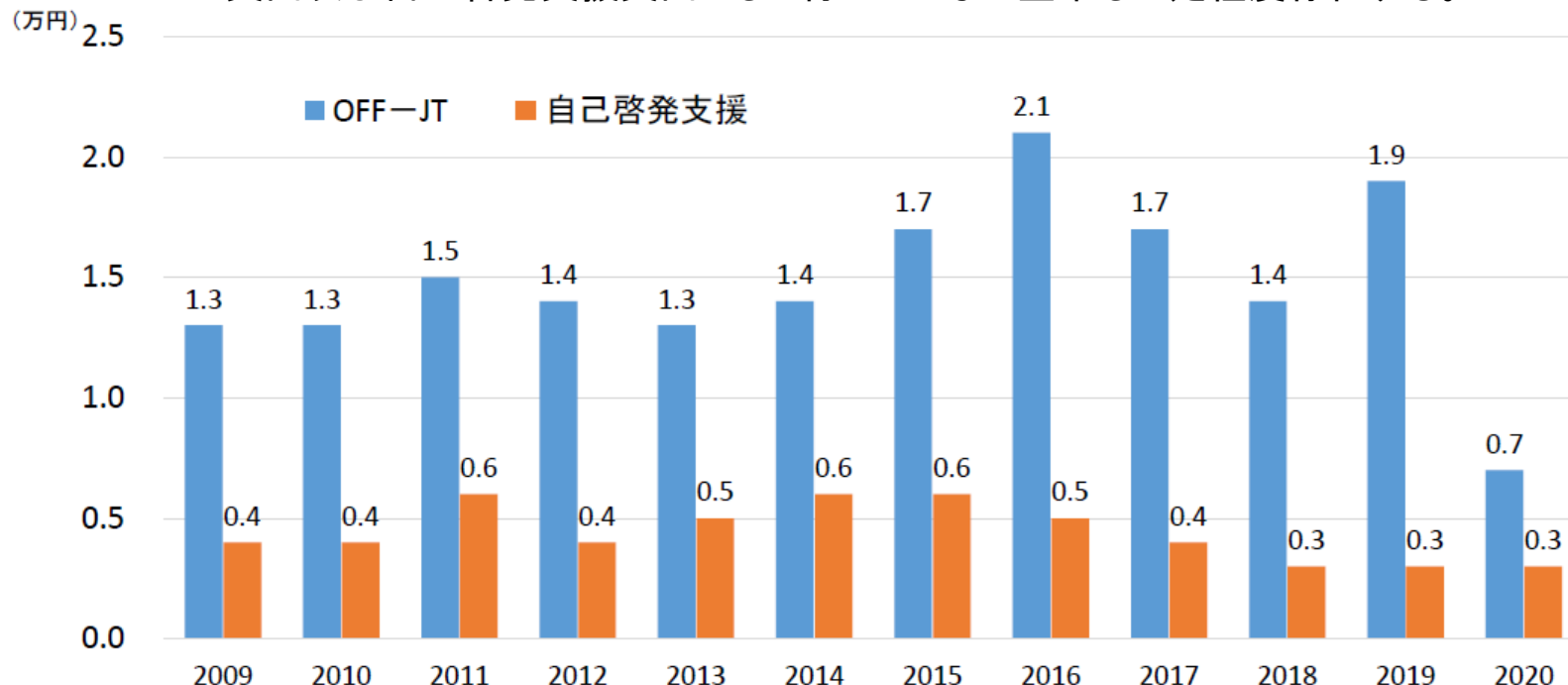
(備考) 経済産業省「中小企業白書」、「大学発ベンチャーデータベース」、日本取引所グループ・Bloomberg、日本政策金融公庫総合研究所「2020年度新規開業実態調査」(2020年11月19日)、AUTM「AUTM 2018 Licensing Activity Survey」により作成。左上図は、Jan De Loecker and Jan Eeckhout(2018)「Global Market Power」により中小企業庁作成。左下図の2021年は9月末時点の値。GAFAMはGoogle (Alphabet)・Apple・Facebook・Amazon・Microsoft。

4. 最近の「ステークホルダー資本主義」等の動向について

(2) 日本の動き

⑥ 企業の年間教育訓練費支出額(労働者一人当たり)

- ✓ OFF-JT支出及び自己啓発支援支出ともに、大きな変化はみられない。むしろ近年は減少傾向。
- ✓ OFF-JT支出及び自己啓発支援支出ともに行っていない企業も一定程度存在する。



OFF-JT支出企業割合	50.1%	51.7%	49.6%	52.1%	49.4%	51.3%	53.8%	52.8%	52.9%	52.9%	54.9%	45.3%
自己啓発支援支出企業割合	26.4%	27.2%	25.6%	26.9%	26.0%	25.5%	26.3%	27.6%	26.7%	27.8%	28.2%	24.6%
両費用支出企業割合										23.1%	25.0%	20.2%
支出なし企業割合										41.9%	41.6%	50.1%

(注) OFF-JT: 業務命令に基づき、通常の仕事を一時的に離れて行う教育訓練(研修)のことをいう。

自己啓発: 労働者が職業生活を継続するために行う、職業に関する能力を自発的に開発し、向上させるための活動をいう。

(出所) 厚生労働省「能力開発基本調査」

5. ステークホルダー資本主義のあり方について

- 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」

5. ステークホルダー資本主義のあり方について

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。

5. ステークホルダー資本主義のあり方について

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NISAのさらなる拡充・恒久化、

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。

5. ステークホルダー資本主義のあり方について

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。

5. ステークホルダー資本主義のあり方について

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。

5. ステークホルダー資本主義のあり方について

③ 松下幸之助翁の「一億総株主化の理想」について

○「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。

5. ステークホルダー資本主義のあり方について

③ 松下幸之助翁の「一億総株主化の理想」について

○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に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。

5. ステークホルダー資本主義のあり方について

③ 松下幸之助翁の「一億総株主化の理想」について

○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。

5. ステークホルダー資本主義のあり方について

③ 松下幸之助翁の「一億総株主化の理想」について

- 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。

6. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESGについて

- 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

6. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESGについて

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。

6. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESGについて

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。
- 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」を公表している。

6. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESGについて

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。

6. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESGについて

③ステークホルダー資本主義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。

6. ステークホルダー資本主義とSDGs・ESGについて

③ステークホルダー資本主義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。

7. 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＞

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「選択する未来2.0」

アイ・エヌ情報センター「自社株買いレポート」

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」

厚生労働省「能力開発基本調査」

財務省「国際収支状況」、「法人企業統計」、「令和4年度税制改正のポイント」

首相官邸「第二百八回国会における岸田内閣総理大臣施政方針演説」

自由民主党・公明党「令和4年度税制改正大綱」

内閣府「国民経済計算」

日本銀行「資金循環統計」

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」

OECD, "OECD.Stats"

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)

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)

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)

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

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

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

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