

補論 1 社会の安定と持続的成長のための産業界の役割

稲葉 延雄

行き過ぎたポピュリズム志向の政策を抑止するための有効な対抗策を考えるうえで、そもそも、自国社会に対する経済的不満等をもとにポピュリズム的政策を求める人々が先進各国に多く存在することを無視して論ずることはできない。本追補では、そうした先進国社会の不安定化を招いている要因の一つに、先進企業の行動があるのではないかととらえ、その要因を除去するための対応策は何かについて論考する。これはつまり、先進経済社会が今後とも持続的で、包括的な成長をするための産業界の役割は何か、を論ずることに他ならない。

先進国経済社会の不安定性

実際、先進国経済を見ると、所得格差の拡大、中間層の喪失、社会の分断などが進行しており、経済社会自体を不安定にしている。政治的には、これが極端な自国第一主義や保護主義の傾向を持つ政策対応を招き、自由な経済活動自体を阻害している。

日本ではこのような動きが必ずしも目立っていないが、景気や企業収益が好調な割には自らの生活が豊かになっていないと不満を感じる人が多い。

先進国社会で観察されていること

① 先進国に広く観察される事象として、

所得格差の拡大 中間層の喪失 社会の分断

などが進行し、経済社会自体を不安定にしている。政治的には、これが極端な自国第一主義や保護主義的政策を招き、自由な経済活動自体を阻害している。

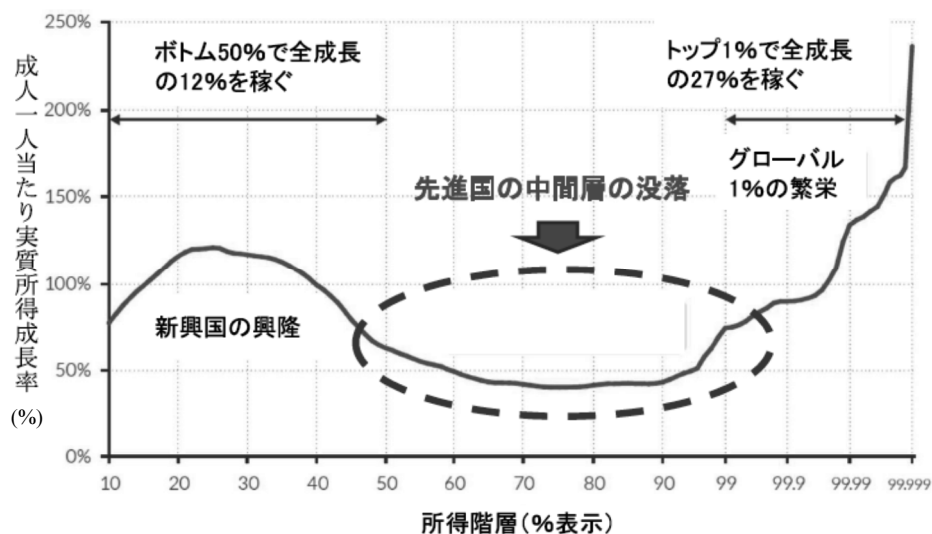
② 日本では、こうした事象はさほどではないとの見方もあるが、

自らの所得や生活水準がGDPや企業収益の改善に比べ一向に改善しないことに不満を漏らしている人々が多い。

先進国経済社会の所得格差の拡大——エレファント・チャート

先進国における所得格差拡大の様子は、その名がよく知られるようになったエレファント・チャートに表れている。新興国の多くの人々と先進国の一部の人々の所得増加は顕著であるが、先進国の所得下位層は割り負けている。とくに、先進国のこの層に属する多くの人々が所得の増加や安定的な雇用機会の確保を実感できないという強い不満を有している。このことは、先進国における中間層の没落と表現されることもある。

図1 グローバルにみた所得格差(エレファント・チャート、1980-2016年)



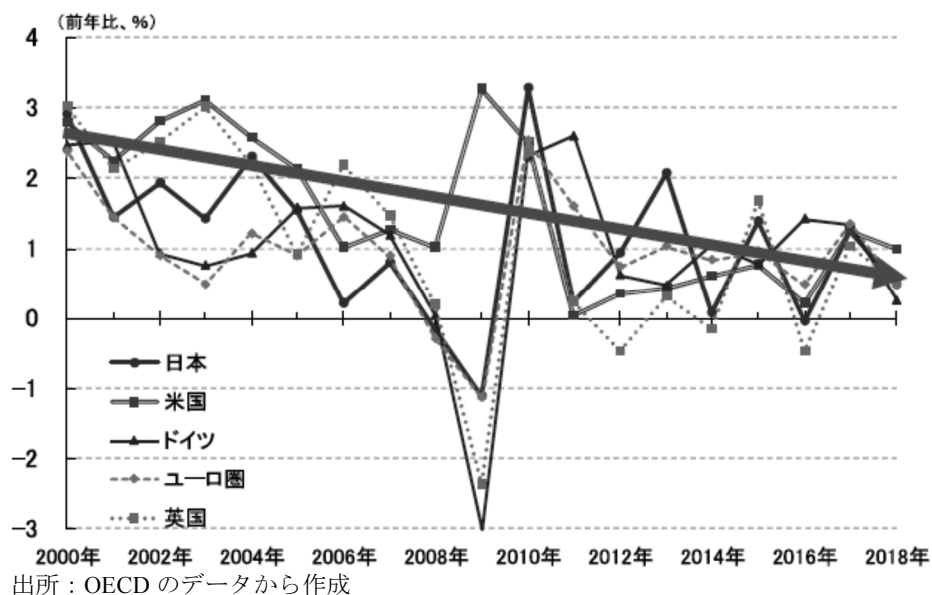
出所：World Inequality Report 2018

企業の行動に問題はないか

先進国の多くの人々にとって、なかなか生活が豊かにならないという実感は、別のデータでも確認できる。労働力の増減要因を除去するために一人当たりの労働生産性の状況を先進各国ごとにみると、その伸びはすう勢的に鈍化している。労働生産性の伸びは、賃金上昇の原資でもあるので、この伸びの鈍化は明らかに賃金上昇を鈍いものになっている。

しかもこの状況は先進各国で等しく観察されることで、リーマンショック以前は、どの国も年2%程度の上昇であったが、最近は1%前後にとどまっている。

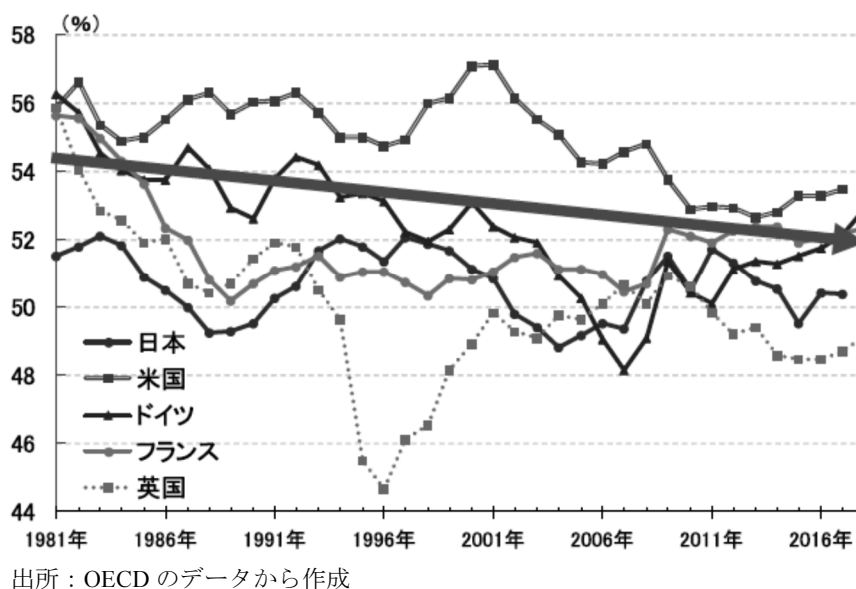
図2 先進国における労働生産性の伸びの動向



出所：OECD のデータから作成

加えて、先進国の労働分配率もすう勢的に低下していて、さらに賃金上昇を鈍いものになっている。すなわち、労働生産性の伸び鈍化と労働分配率の低下の両面から、賃金上昇が抑制され、人々が所得の増大や安定的な雇用機会の確保を実感しにくくしているといえる。なお、労働分配率の低下の背景に関しては、デジタル経済化の中で利益創出における資本の貢献度が高まっているためと論ずる向きもある。その可能性はもとより否定できないが、ここでは深入りせず、別途の要因を後段で探ることとする。

図3 先進国における労働分配率の動向



企業は行動を変えることができるか

こういう事態に先進国の産業界はどう考えているか。一つの事例が、昨年8月19日に米国経営者団体（US Business Roundtable）が発表した声明である。この声明では、これまでの株主第一主義（shareholder primacy）を捨て、勤労者やサプライヤー、顧客、地域社会など、すべてのステークホルダーの利益を考えて経営を行う、としている。この声明はそもそもが、現在の米国産業界に向けられた様々な批判に応えるために行われたものと思われる。しかし、今我々がここで問題にしていることに関しても、一つの回答になるものである。というのも、ここでの見解は、株主の短期的な高利益要求だけに目を奪われて、労働者や地域社会などの他のステークホルダーに配慮しないでいると、企業が活動の基盤としている経済社会において、各種の不満が高まり、経済社会自体が不安定化し、ひいては保護主義などに強く傾斜した行き過ぎた経済政策などにより、持続的な企業価値拡大のためのビジネスも阻害される、という問題意識を明らかにしているからである。

英国学士院（British Academy）も同様な趣旨で、昨年11月、経営者が高い目的意識を持

つことを強く求めた声明を発表している。そこでは、地球や人々の生活を犠牲にして利益を上げるのではなく、地球や人々の生活に役立つ事業で利益を上げるよう強く訴えている。

「株主第一主義」からの脱却

—米経済団体（ビジネス・ラウンドテーブル）の意見表明抜粋、2019年8月19日

Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’

Updated Statement Moves Away from Shareholder Primacy, Includes Commitment to All Stakeholders

While each of our individual companies serves its own corporate purpose, we share a fundamental commitment to all of our stakeholders. We commit to:

- Delivering value to our customers. We will further the tradition of American companies leading the way in meeting or exceeding customer expectations.
- Investing in our employees. This starts with compensating them fairly and providing important benefits. It also includes supporting them through training and education that help develop new skills for a rapidly changing world. We foster diversity and inclusion, dignity and respect.
- Dealing fairly and ethically with our suppliers. We are dedicated to serving as good partners to the other companies, large and small, that help us meet our missions.
- Supporting the communities in which we work. We respect the people in our communities and protect the environment by embracing sustainable practices across our businesses.
- Generating long-term value for shareholders, who provide the capital that allows companies to invest, grow and innovate. We are committed to transparency and effective engagement with shareholders.

Each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them, for the future success of our companies, our communities and our country.

<https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/>

英国学士院の見解抜粋 2019年11月27日

Principles for Purposeful Business | The British Academy

Purpose before profit

- In 2018, our research made a strong case for change, starting with a historical view and emphasising the impact of technology; alongside the loss of trust and shortcomings of the current approach to regulating business; and the damaging impact of some practices on people and planet.
- We concluded that the purpose of business is to solve the problems of people and planet profitably, and not profit from causing problems. We proposed a framework for 21st century business based on corporate purposes; commitments to trustworthiness; and ethical corporate cultures.
- We set out here that a corporate purpose identifies how the company assists people, organisations, societies and nations to address the challenges they face, while at the same time avoiding or minimising problems companies might cause and making them more resilient in the process.
- In 2019, purposeful business has become more mainstream with commitments by leading investors and companies, and a campaign by the Financial Times.
- Purposeful businesses will be essential contributors to solving the global challenges of the 21st century, best expressed in an integrated way by the UN Sustainable Development Goals.

<https://www.thebritishacademy.ac.uk/publications/future-of-the-corporation->

株主からの短期的利益要求が高すぎる

ところで、これまでも日欧の経営者の中には、会社は株主のためだけのものではないとして、すべてのステークホルダーの利益のために経営を行う、との姿勢を表明してきた先は決して少なくない。しかし、それでも昨今は株主からの要求の影響を強く受けており、その程度は、企業の収益力が鈍化している傾向に反比例するように、近年ますます高まっている。

この点は、主要国中央銀行による極端な低金利政策に伴い、収益の高い金融投資案件が激減していることが、かえって、株主の企業への要求を強めている背景であると指摘する向きもある（一種の **search for yield** 現象）。しかし、ここでは深入りしない。

いずれにせよ、この結果、とりわけ株主からの短期的な高い利益要求に直面して、実物投資や雇用拡大などの本来の企業行動がかえって委縮している面は否定できない。この点を、今日見過ごされがちな資金調達に焦点を当てて探ってみたい。

例えば、優良企業は債券発行や借入の形態であれば、金融市場において調達コスト1%内外で資金を調達できる。これは主要国中央銀行が経済の自然利子率の低下に見合って、政策金利を引き下げることによって経済活性化の支援を行ってきた超緩和政策のおかげである。

株主からの短期的な利益要求が高すぎる

要求金利（対優良企業、直近2019年末）

銀行借入れ・債券発行金利

日本	0.2%程度
米国	2.0%強
ドイツ	0.1%程度

要求資本収益率（株主から企業への要求）

米国大手年金基金からの要求	ROE10%以上
日本の自動車産業の公表投下資本コスト	10.6%
取締役選任を推奨する際のISS ¹ の最低基準	ROE5%以上

出所 日経バリューサーチ（2018年3月期）ほか。

しかし、株式市場では、資金の供給者である多くの株主がそれらの金利よりずっと高い自己資本利益率（ROE）を要求している。要求ROEに関しては必ずしも精度の高い統計がないが、例えば米国等の大手機関投資家を含む株主の多くは10%以上のROEを求めていることを公表している。日本企業でもいくつかの先が投下資本利益率（ROIC＝Return on Invested Capital）を公表しているが、自動車産業や情報産業では、概ね10%を超えている。これは、負債コストと資本コストを投下した負債と資本で加重平均したものであるが、2%程度のスプレッドが乗っているとはいえ、前述の通り、負債コストが1%内外の低さであるので、企業が要求されていると感じているROEは10%内外に達していると推定される²。

もちろん、借入れ調達の場合には、元金返済ができないと倒産することになるが、資本調達の場合、株主の要求ROEを満たさないからといって倒産することはない、現に要求ROEよりずっと低いROEに甘んじている企業は少なくない。しかし、そのような企業の経営者に対しては、株主は取締役再任の議決にあたって反対票を投ずることができ、近年その傾向はますます強まっているので、企業経営者としても無視しえない。株主総会の議決権行使のための助言会社は、ROEが5%以上でなければ、株主総会における取締役選任議案に反対する旨の推奨を会員である機関投資家に行っているため、ROEが10%を切るような企業の経営者は相当神経質となり、少しでも要求ROE水準に近づこうとして、どうしても実物投資や雇用拡大面の企業行動を抑制してしまう。

株主からの短期的な利益要求が高すぎると

その結果は実物投資面に表れる。10%もの高い収益率を満たすような超優良投資案件は実は極めて少ない。従って投資意欲の高い企業であっても、投資は十分には実行されず、結果的に手元資金ばかりが積みあがる。企業がこれを回避するには、株主に対し高額配当として還元するか、自分の発行した株式を買い戻す自社株買戻しぐらいしかない。そのうち自社株買戻しの状況をみると、米国では一昨年一年間で 88 兆円にも達した。日本でも 2019 年度は 10 兆円に達した模様である。それぞれ、GDP の 4%、2% に達する巨額な規模に達している。

賃上げ面にも表れる。何かにつけてコスト管理が厳格になるため、賃上げが抑制的になり、労働分配率が低下する。労働需給がタイトになっても、また、労働生産性の小幅上昇が達成されても、それほど賃金が上がらず、別途の力が、均衡賃金水準を押し下げていることを示唆している。現在、先進各国では「物価が上がらない」現象が共通に観察されるが、賃金形成の最近の変化がこうした現象の一因にもなっている可能性が高い。結局、株主の短期的な高利追求に応じようとする、持続的な投資や雇用の拡大が阻害される。つまり、短期的な高利追求は持続的な投資・雇用拡大に繋がらない。しかも前述のごとく、そうした株主からの短期的な要求は近年むしろ強まっているように窺われる。

いずれにしても、先進国企業を中心に収益力・成長力の鈍化が著しい中、先進中央銀行はこれを自然利子率の著しい低下ととらえ、金融市場で超低金利を実現させることを通じて、経済を活性化すべく注力してきた。しかし資本市場では、こうした動きにあらがって、株主からの要求 ROE が高止まったため、その分企業の実物投資面の行動は委縮し、結果的に中央銀行による緩和政策の効果も減殺されてしまった面があるように思われる。

株主からの利益要求が高すぎると…

(1) ROE 10% 超を満たす投資案件は極めて少ない。

⇒ 手持ち資金の積み上がり

⇒ 自社株買戻し

米国 88 兆円 (GDP の 4% 相当) (2018 年)

日本 10 兆円 (〃 2% 相当) (2019 年度見込み)

(2) コスト管理が厳格に

⇒ 賃金の上昇抑制

⇒ 労働分配率の低下

短期的な高利追求は持続的な投資や雇用拡大に繋がりにくい。

新たな企業統治に関する考え方

以上述べたような状況の下で、先進国の企業は新しい企業統治の在り方を模索せねばならない状況になっている。そこでのコンセンサスは、すべてのステークホルダーの要請に目配りすることであり、短期的な利益最大化は狙わないことに収斂しつつある。

すなわち、企業活動の場である経済社会の安定に配慮しつつ、中長期的に持続的な企業価値拡大を図り、持続的な投資・雇用機会の拡大を通じて、経済社会の持続的成長に貢献することが企業にとっても大事なことになってきている。近年企業に求められる SDG's の順守や環境問題への積極的な貢献への目配りなども、この文脈に包摂される。

逆に、短期的な高利益追求は早晩経済社会の不満を増長させ、行き過ぎたポピュリズム的な政策実行の温床となり、中長期的に企業の企業価値拡大を阻害する。このことは、株主にとっても、結局のところは持続的な企業価値拡大のほうが、短期的な利益最大化を求めるよりずっと得るものが大きいことを意味する。

いずれにしても、こうした動きは先進国産業界が、短期的視野からの脱却に関して株主の十分な理解を得て、「より信頼される資本主義」の新たな構築に貢献することに他ならない。

新たな企業統治に関する考え方

企業は、

- ・すべてのステークホルダーの要請に目配りする。
- ・短期的な利益最大化を追い求めない。

とりわけ、

- ・企業価値拡大の場である経済社会の安定に配慮し（SDG's の遵守を含む）、
- ・中長期的に持続的な企業価値の最大化を図り、
- ・持続的な投資の実行や雇用機会を提供することで

経済社会の繁栄に貢献していく。

短期的な利益追求より、中長期的に持続的な企業価値拡大を重視していくほうが、最終的に企業にとっても株主にとってもメリットは大きい。

企業としては、株主から短期的な利益至上主義の脱却についての理解を得ながら、「より信頼される資本主義」の構築に貢献する。

【参考文献】

- (1) OECD Statistics <https://stats.oecd.org/>
- (2) World Inequality Report 2018
<https://wid.world/news-article/release-world-inequality-report-2018/>
2020 年 1 月 25 日アクセス
- (3) US Business Roundtable: Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’
<https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/>
2020 年 1 月 25 日アクセス
- (4) The British Academy: Principles for Purposeful Business
<https://www.thebritishacademy.ac.uk/publications/future-of-the-corporation-2020>
2020 年 1 月 25 日アクセス

—注—

- ¹ ISS: 米国の大手議決権行使助言会社 (Institutional Shareholder Services)
- ² ROIC の定義: $ROIC = (\text{税引き後営業利益}) / \{(\text{資本})(\text{株主要求 ROE}) + (\text{負債})(\text{有利子負債コスト})\} + \text{利益スプレッド}$