財務省 財務総合政策研究所
POLICY RESEARCH INSTITUTE, Ministry Of Finance, JAPAN

日本の所得分配・再分配に関する研究会

“When Matured”（国際的視野も含めて）

「利益最大化」 ➔「付加価値/収益の適正投資/分配」

2026年2月10日 10:00 -12:00
財務総研会議室

スズキ トモ 早稲田大学 教授
オックスフォード大学博士 元教授
https://researchmap.jp/tomo.suzuki

早稲田大学

データリクエスト

ポイント

1．成長経済　➔　成熟経済

2．利益　➔　付加価値

3．ROE/PBR　➔　付加価値の成長率

4．従業員の株主化・夢の仕訳

5．政策提言

（１）「利益」➔「付加価値」：付加価値分配計算書の導入
（２）「夢の仕訳」のオプション化による「従業員の株主化」
（３）「ROE」➔「付加価値成長率」
（４）「積極経済安保」：安全保障に限らない買収審査制度

6．まとめ➔ディスカッション

構成　（選択してプレゼン予定）

1．政策上の背景（含；自己紹介）

2．マクロデータ観察

3．ミクロデータ観察

4．問題の整理

5．政策提言

（1）「利益」➔「付加価値」：付加価値分配計算書の導入
（2）「夢の仕訳」のオプション化による「従業員の株主化」
（3）「ROE」➔「付加価値成長率」
（4）「積極経済安保」：安全保障に限らない買収審査制度

6．まとめ➔ディスカッション

1．政策上の背景（含；自己紹介）

1．Personal (哲学、会計、経済学、公共政策)➔ナッジとしてのAccounting/Disclosure

方法論：６W2H＋E

2．中国・インド　One Additional Line 革命

3．日本

『オックスフォード・レポート』（2012）　IFRSの強制適用阻止
『関経連レポート』（2022）四半期報告書の廃止

4．現在

日本　ー　経団連-関経連共同研究会（“KK研究会”）の座長
国際　ー　TISFD*　および　Well-being 政策
* Taskforce on Inequality and Socially-related Financial Disclosures　（注意深くWatch！）

『One Additional Line 革命』

サルマン・クルシード大臣
サッチン・パイロット大臣、

インド　8000の上場会社に・・・

これをしたら、どうなりますか？

１行でCSR費用を開示せよ

Company A
Financial Statements

Sales	12,000
Cost of Sales	6,000
Expenses	3,030
（CSR Exp.	**）**
Profit	**3,000**

日本学術会議『一行』で短期利益最大化行動を修正する
－ インドの社会的責任会計「革命」https://doi.org/10.5363/tits.23.6_52

『オックスフォードレポート』

オックスフォード・レポート
Oxford Report

日本の経済社会に対するＩＦＲＳの影響に関する調査研究
The Impact of IFRS on Wider Stakeholders of Socio-Economy in Japan

2012 年 3 月 30 日
30th March, 2012

オックスフォード大学
トモ　スズキ（教授）

Professor Tomo Suzuki
University of Oxford

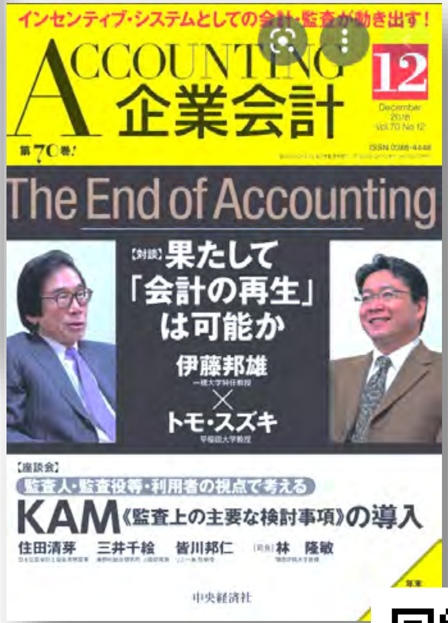
This report is intended as a basis for policy discussion only. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy and completeness of the material in this report, the author gives no warranty in that regard and accepts no liability for any loss or damage incurred through the use of, or reliance upon, this report or the information contained herein. The opinions expressed here are those of the author and do not necessarily reflect the positions of the Government of Japan or any other institutions.

© Tomo Suzuki March 2012
SAID SUBISNESS SCHOOL,
The University of Oxford,
Oxford, OX1 1HP, United Kingdom.

スズキトモ（2012）

グローバライゼーション、
投資家目線の経営、株価経営、
利益、配当、ROE・ROIC、PBR、

…誰のポリティックスで、誰が得して、
誰が犠牲になっているのだろう。



『関経連レポート』

公益社団法人 関西経済連合会

公益社団法人 関西経済連合会 委託研究 *

成熟経済・社会の持続可能な発展のための
ディスクロージャー・企業統治・市場
に関する研究調査報告書
<四半期毎の開示制度の批判的検討を契機とする>

【Kan-Kei-Ren Policy Discussion Paper】

Towards Institutional Mechanism Design of
Disclosure, Corporate Governance and Market
for Sustainable Mature Socio-Economy
(with Critical Review of Quarterly Reporting)

スズキ トモ Tomo Suzuki
早稲田大学 Oxford Institutional Mechanism Design

2021 年 3 月 31 日

WASEDA University
早稲田大学
ALLIANCE FORUM FOUNDATION

いくつかの懸念：

ひとつのジュリスディクションとしての政策ツールの所有権をIASBに移譲する可否

「のれん」を非償却にして、経営に規律が保てるか？

「投資家のための会計」が成熟経済社会化した日本に適合するか？

日本の６W2H＋Eを胸に、分析し、
総合し、改善に向けての提案をすべきでは？

高市政権下の経済・経営政策コポガバ改革へ

ROE に代わる/補完する新しい経営指標については：・衆院予算委員会、維新、斎藤アレックス政調会長➔高市総理
https://www.shugiintv.go.jp/jp/index.php?ex=VL&deli_id=55966&media_type= (6:42:15〜)

「ＲＯＥ、自己資本利益率ですけれど、これ企業の効率化に関する重要な指標の一つでございます。重要なことは、こうした指標も活用しながら成長投資を通じて、中長期的な企業価値の向上を実現することです。実際の企業経営において、こうした指標が適切に活用されているかということ、検証しなければなりません。委員の問題意識と同じだとは思うのですが、足元では日本企業の ROE は改善傾向にあります。ですが、株主還元が増加する一方で、設備投資や研究開発、人的投資などの成長投資っていうのは、もう欧米企業と比較すると低い水準にあると認識してます。ですから、私からは、日本成長戦略本部においてですね、この新技術立国・競争力強化について、経済産業大臣・赤沢大臣を指名しました。ROE などのこの経営指標の活用の在り方も含めまして成長投資を通じた中長期的な企業価値向上につながる環境を整備するための戦略を取りまとめるように指示を致しております。」

コポガバ改革については：・参院予算委員会、共産、小池議員➔高市総理
https://www.youtube.com/watch?v=pVOaIL1fmHo&t=5h26m40s

「今回取り組むのは・・・1 つはコーポレートガバナンスコードの見直しでございます。わが国のコーポレートガバナンス改革というのは株主だけじゃなくてさまざまなステークホルダーに配慮しながら、持続的な成長、中長期的な企業価値の向上を図るという観点から推進してきたんですけれども、やはりこれ企業の利益を株主への分配だけじゃなくて、人材ですね働く方々への投資、それから新事業や研究開発の投資に活用することは大事でございますのでコーポレートガバナンスコードを改定して、企業が経営資源を適切に配分することを促すということで改革を進めてまいりたいと考えております」

もう一つコポガバ改革について：参院予算委員会　国民、川合議員➔高市総理
https://youtu.be/4sC5Xs9wbSA?t=8680

「そしてまた、取引先とかですね、従業員はもちろんですけれども、取引先などのことも考えながらやっぱり企業には社会への貢献も考えながら活動してほしいな、ちょっと行き過ぎた株主に目を向けるという行き過ぎた傾向ってのがあったのではないかなと思っています。よって私自身はコーポレートガバナンス・コードを改訂して、企業が経営資源を株主の還元のみならず、働いてらっしゃる方々含めて適切に配分すると言うことを促して参ります。」

公認会計士 (2024年) 終了考査

（満点　200 点）　第八問とあわせ 時　間　2 時間

第　七　問　(100 点)

「企業の目的は利益の獲得であり、利益を生まない企業には存在意義が認められない」とする考えがあるが、この考えに基づくと当期純損益が赤字であるＡ社には存在意義が認められなさそうである。しかし、このような考え方には問題があるとも言われるが、その理由を付加価値の観点から答えなさい。

＃付加価値の適正分配
経営を進めよう

成熟経済社会において
利益(≈配当)は大きい方が良いか？

経済社会政策上、私たちが大きくすべきは
付加価値(その合計がGDP)であるが

「付加価値」 ≠ 「利益」

この根本的な理解の欠如が我々の経済社会の持続的な発展を妨げている。

成長時代は「利益」⇧➔「付加価値」⇧であったが、今は違う。

Tomo Suzuki　本はお読みいただい… · Dec 7, 2024 Promote

《売上1兆円、しかし、利益は100万円》のケース

政治家、官僚そして我々市民の皆様へ、

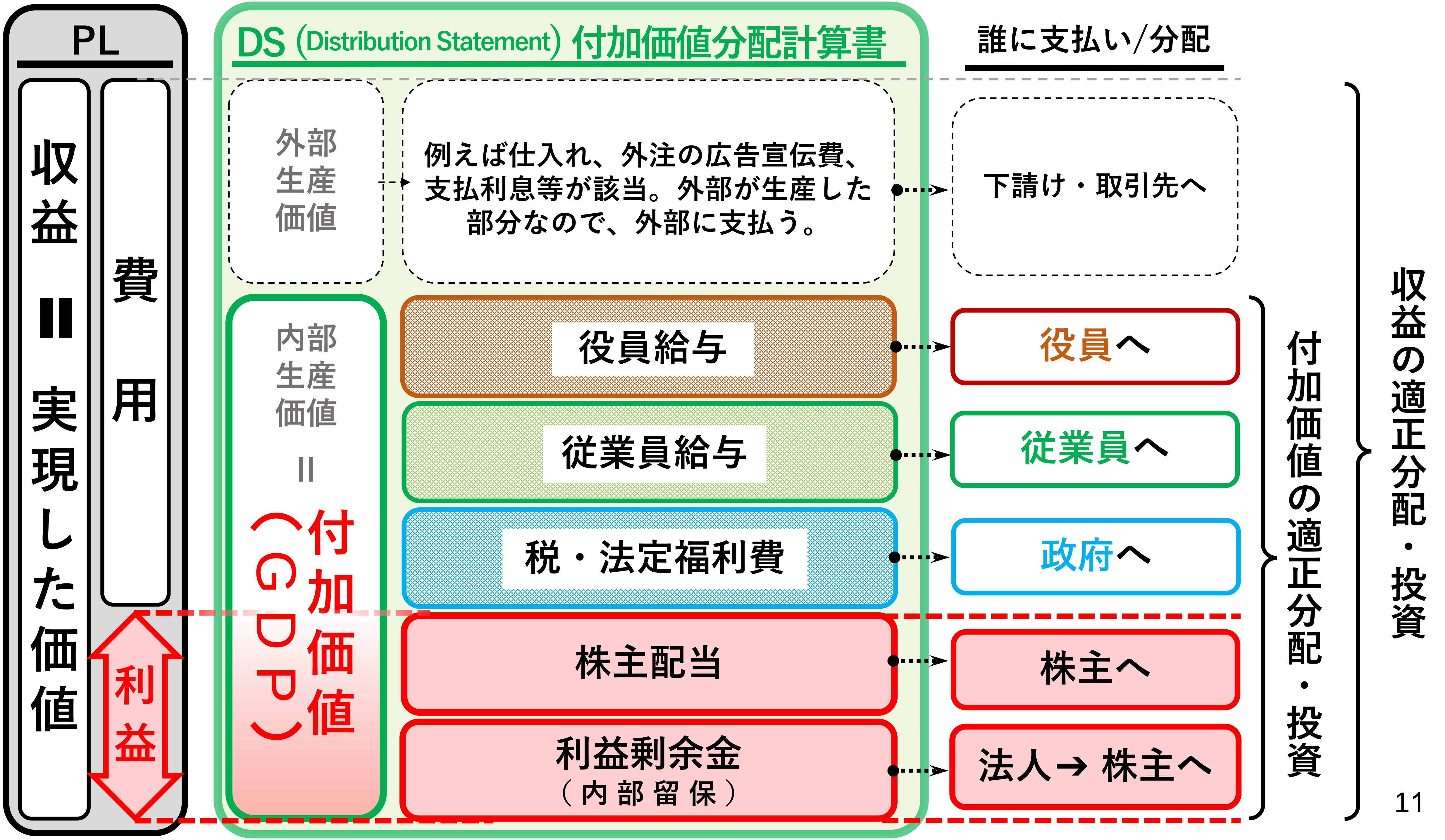
1兆円越え企業がありました。魚を獲って売るお仕事です。国民は安くて美味しい魚を沢山食べ、漁師さんも仕事に遣り甲斐を感じておりました。ただし最終利益は毎年数百万円程度でした（実在するケースです）。

その後、アクティビストが入り、資本効率性を求め、不採算性の高い魚種・漁は廃止されました。売上は下がりましたが利益は1000億円まで上昇しました。もちろん株価も上昇しました。

さて本ケースにおいて、ROEやPBRや株価で測られる個社・ミクロの経営成果（投資家・株主や経営者のパフォーマンス）と、GDP（＝付加価値の合計）で測られる国民生活・マクロ（主として消費者や漁師さん）に対する効果を説明してみてください。「利益」と「GDP」の関係、お分かりいただけると思います。

ミクロ（個々の企業）における経営指標の改善が、
マクロ（国民経済）における経営指標の改善を当然には改善しないこと、
否、多くの場合は逆であることを理解する為のケースとしてご利用ください。

この無理解が、多くの誤った政策や基準作りの原因となっているように思います。


PL
収益＝実現した価値
費用
利益
DS（Distribution Statement）付加価値分配計算書
外部生産価値
例えば仕入れ、外注の広告宣伝費、支払利息等が該当。外部が生産した部分なので、外部に支払う。
内部生産価値＝付加価値（GDP）
役員給与
従業員給与
税・法定福利費
株主配当
利益剰余金（内部留保）
誰に支払い/分配
下請け・取引先へ
役員へ
従業員へ
政府へ
株主へ
法人→株主へ
付加価値の適正分配・投資
収益の適正分配・投資

２．マクロデータ観察

１．びよーんグラフ（各ステークホールダーに対する付加価値の分配の推移）

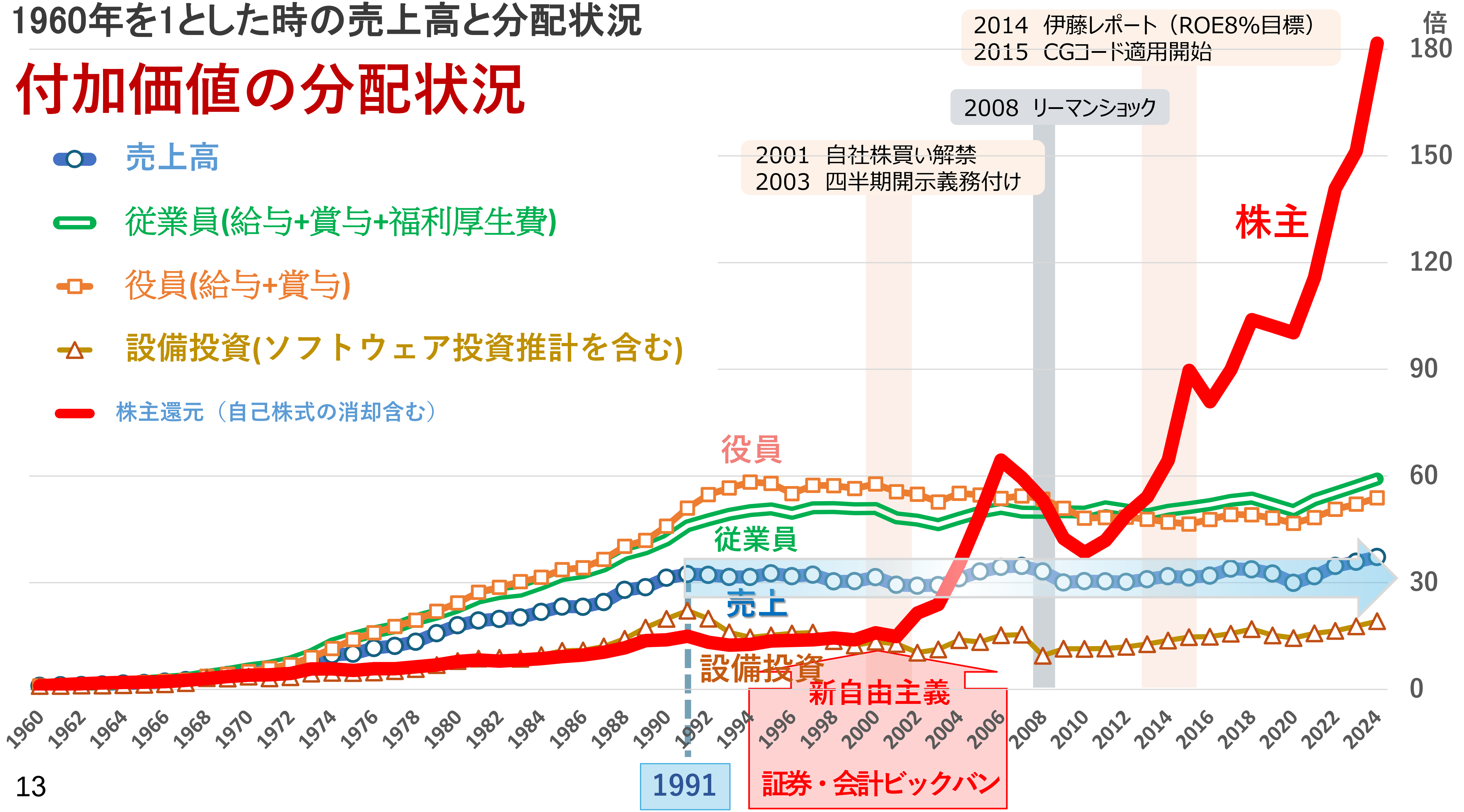
２．ワニの口のグラフ（東証の資金提供と資金回収のギャップ）

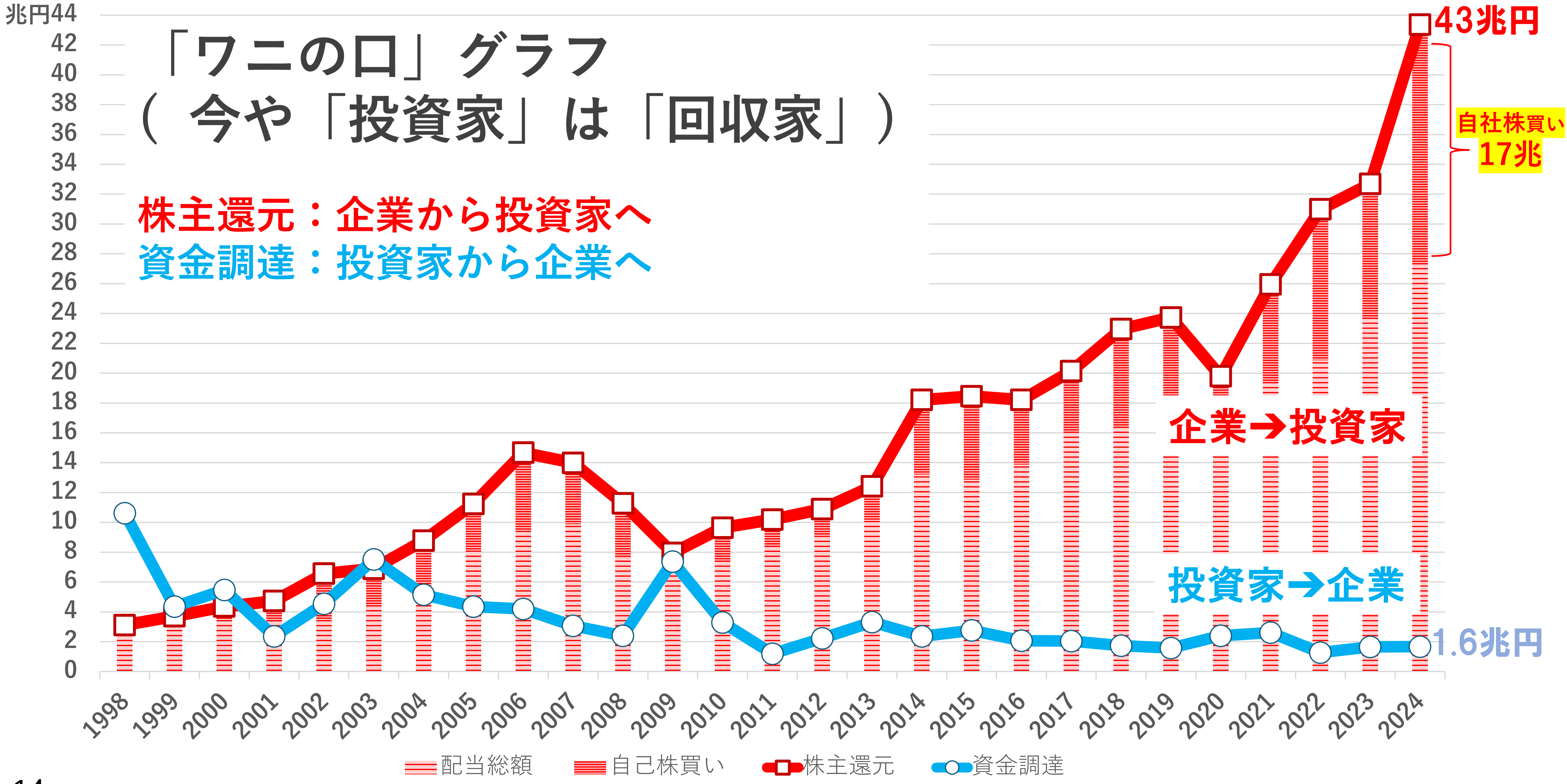
３．日本の株式市場：発行市場と流通市場と株価（釈迦に説法お許しください）

４．減資（資本金）を原資とした株主還元

1960年を1とした時の売上高と分配状況

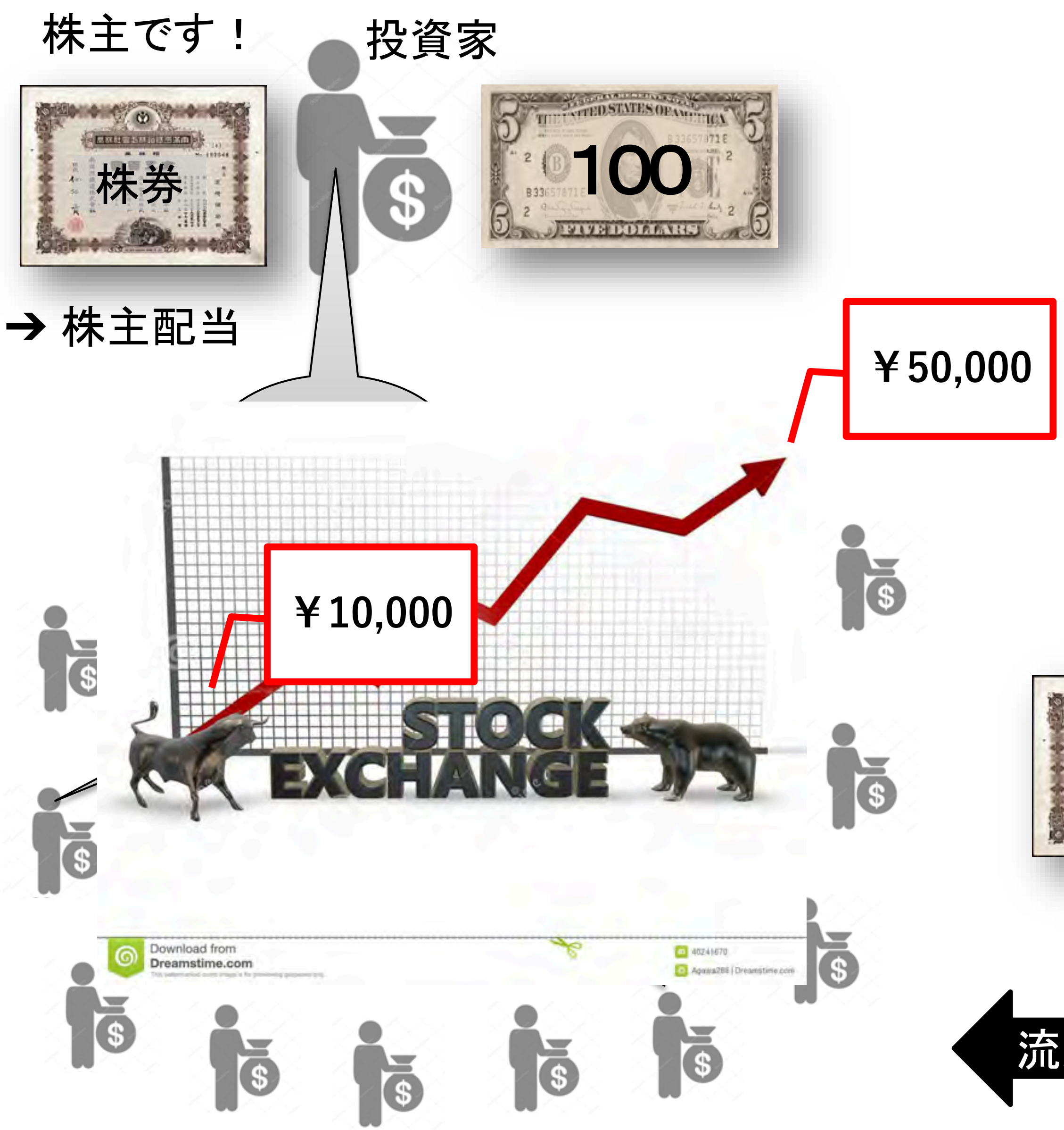
付加価値の分配状況





出典：「Financial Quest」を利用して早稲田大学スズキ研究室が作成。集計は年度ベース(4/1-3/31)。
2025/7/2時点でFQに収録されているデータを集計。2025年3月期決算の企業が一部含まれていない。

「投資家」➔



利益⇧ ➔ 配当⇧ ➔ 株価⇧

しかし

株価⇧ ≠ 会社資金⇧

会社資金⇩

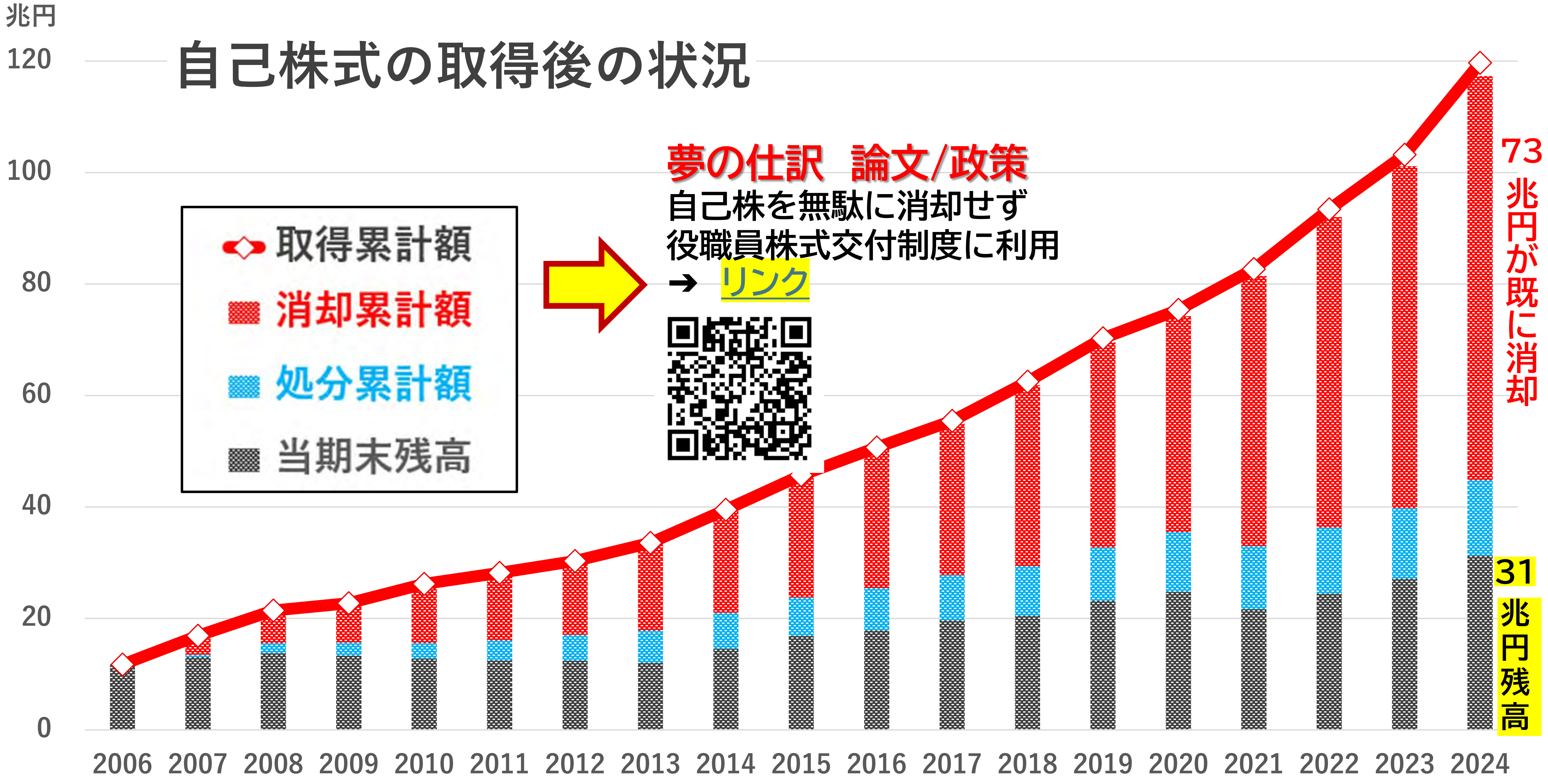
返還不能

資本金

利益計上 ➔

流通市場

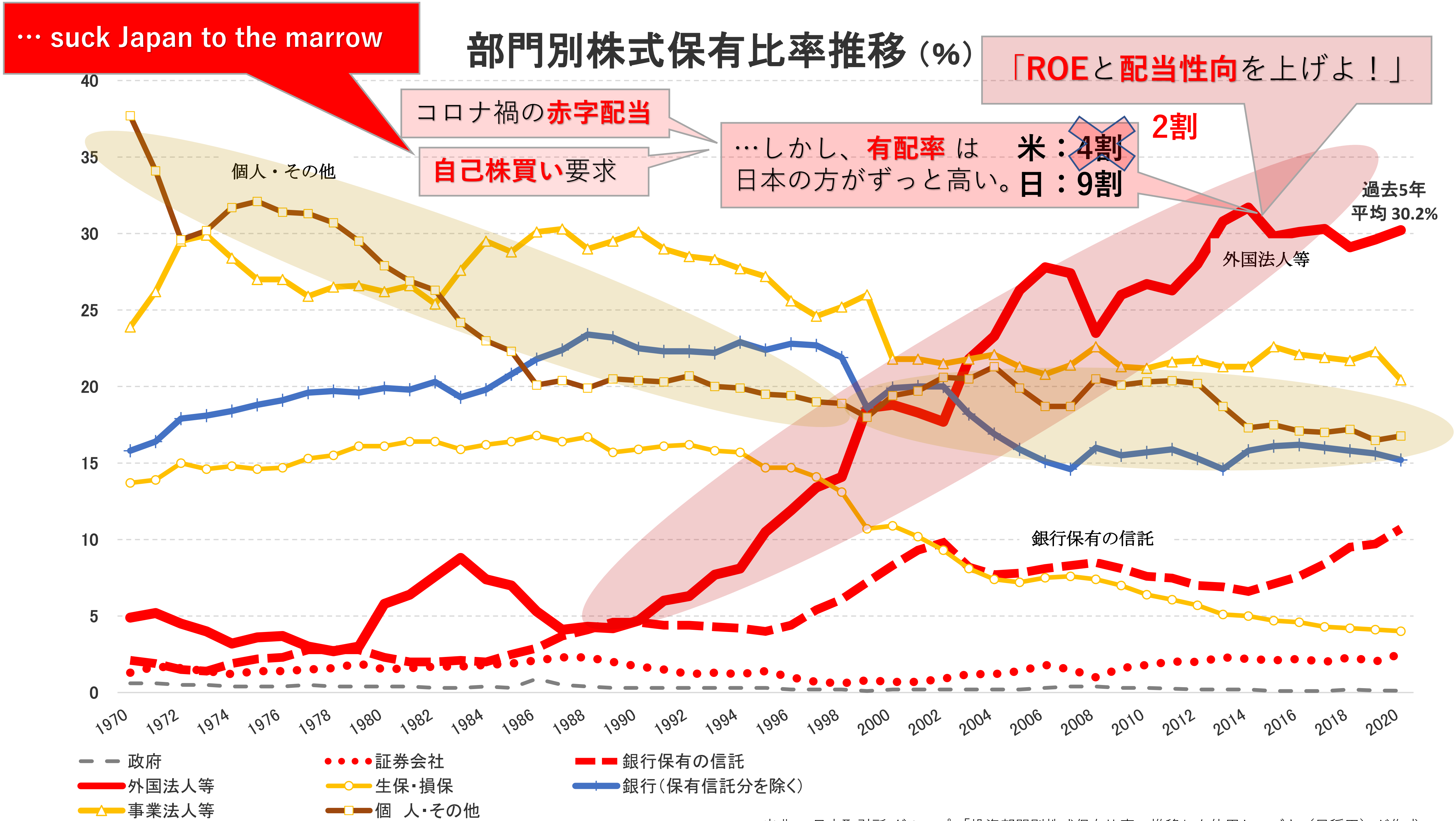
自己株式の取得後の状況



夢の仕訳　論文/政策

自己株を無駄に消却せず
役職員株式交付制度に利用
➔ リンク

出典：「Financial Quest」を利用して早稲田大学スズキ研究室が作成。集計は年度ベース(4/1-3/31)。
2025/7/2時点でFQに収録されているデータを集計。2006年の取得累計額=2006年当期末残高として計算。



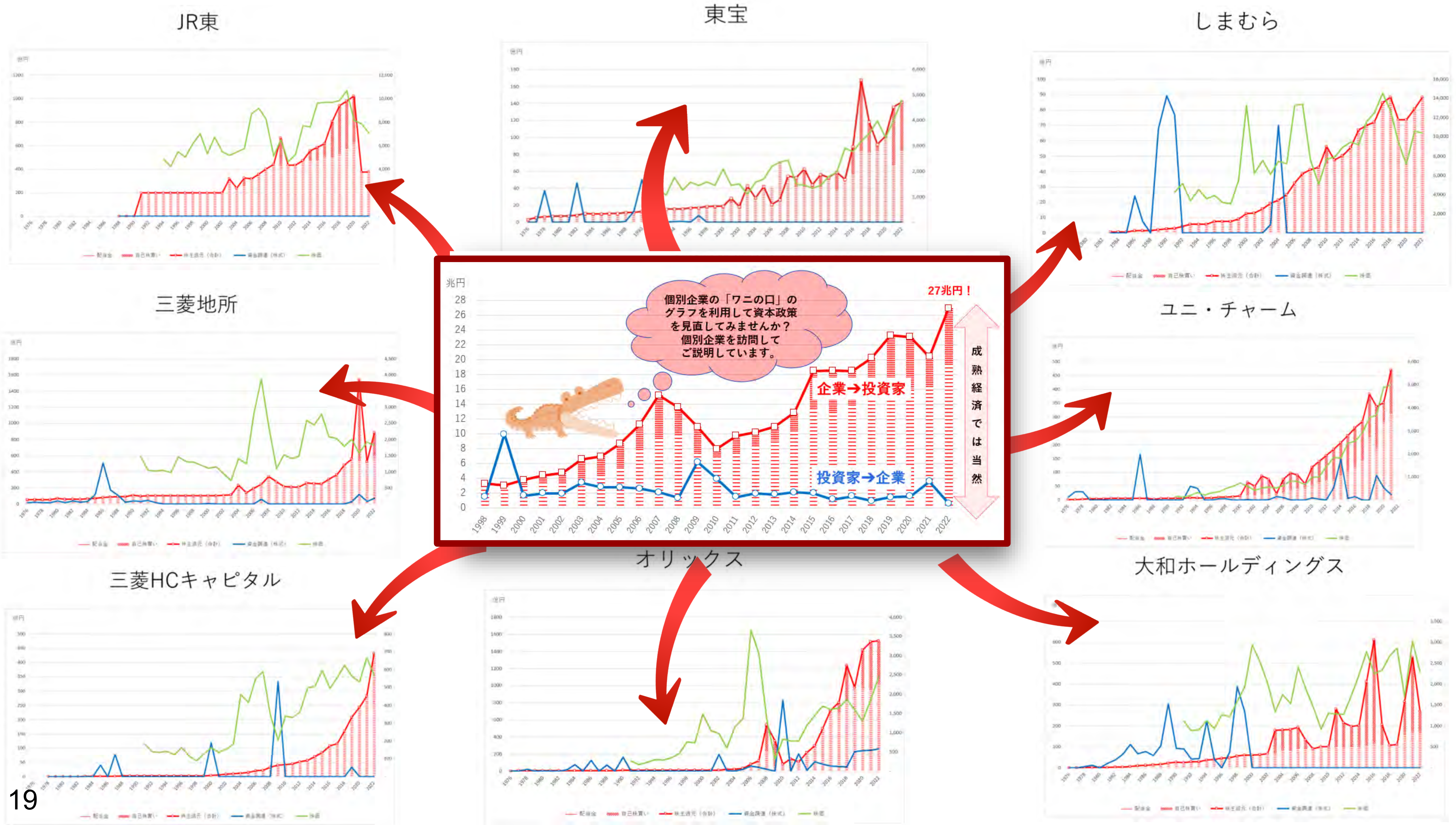
出典： 日本取引所 グループ 「投資部門別株式保有比率の推移」を使用しスズキ（早稲田）が作成

３．ミクロデータ観察

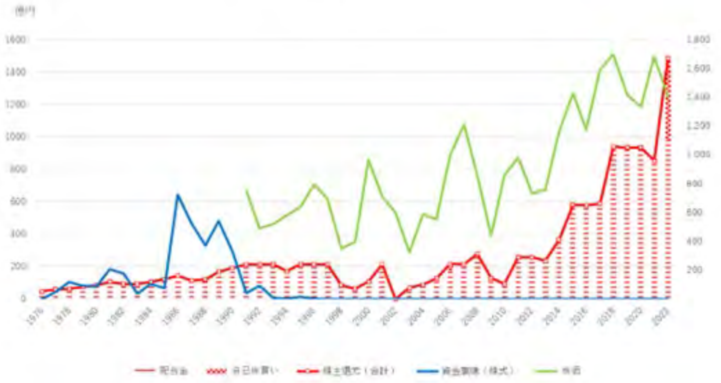
1．ミニワニの口のグラフ：普通のケース

2．ミニワニの口のグラフ：問題のケース；補助金は正当性があるか？

3．ミニワニの口のグラフ：問題のケース；資金調達市場は正常か？

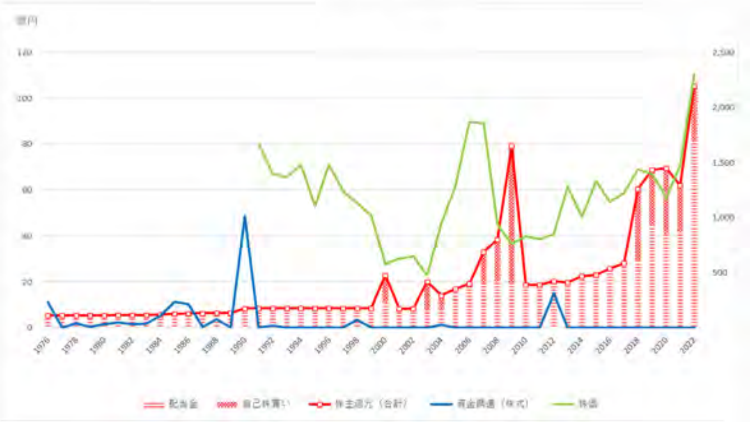

JR東
東宝
しまむら
三菱地所
ユニ・チャーム
三菱HCキャピタル
オリックス
大和ホールディングス
兆円
個別企業の「ワニの口」の
グラフを利用して資本政策
を見直してみませんか？
個別企業を訪問して
ご説明しています。
27兆円！
企業➔投資家
投資家➔企業
成熟経済では当然

三菱電機

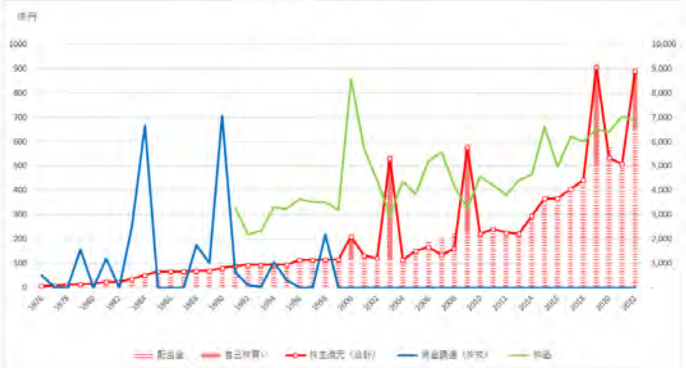


セコム

住友倉庫



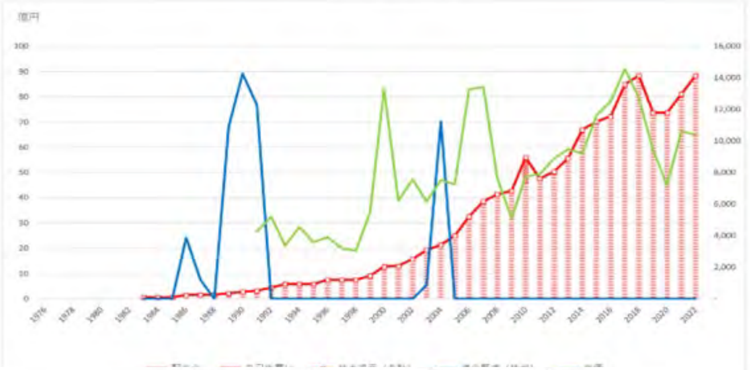
京セラ



失われた30年？

の知られざる実態.
各社のExcelデータ無料で差し上げます。
適正分配経営にご活用ください。
DMでも、メールでも。

シマムラ

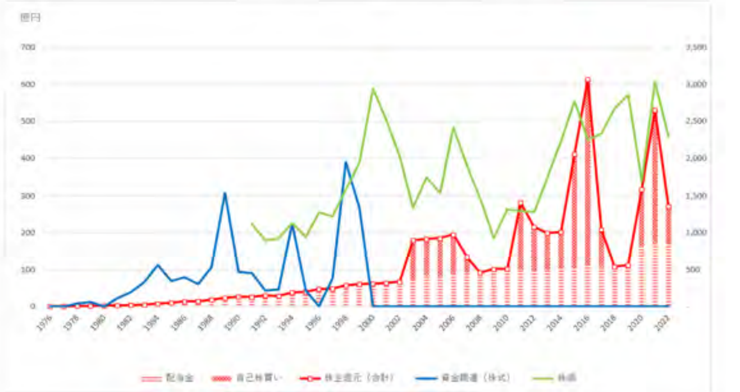


KDDI

**3800社のグラフ
を無料で提供
ds-simulator.com**

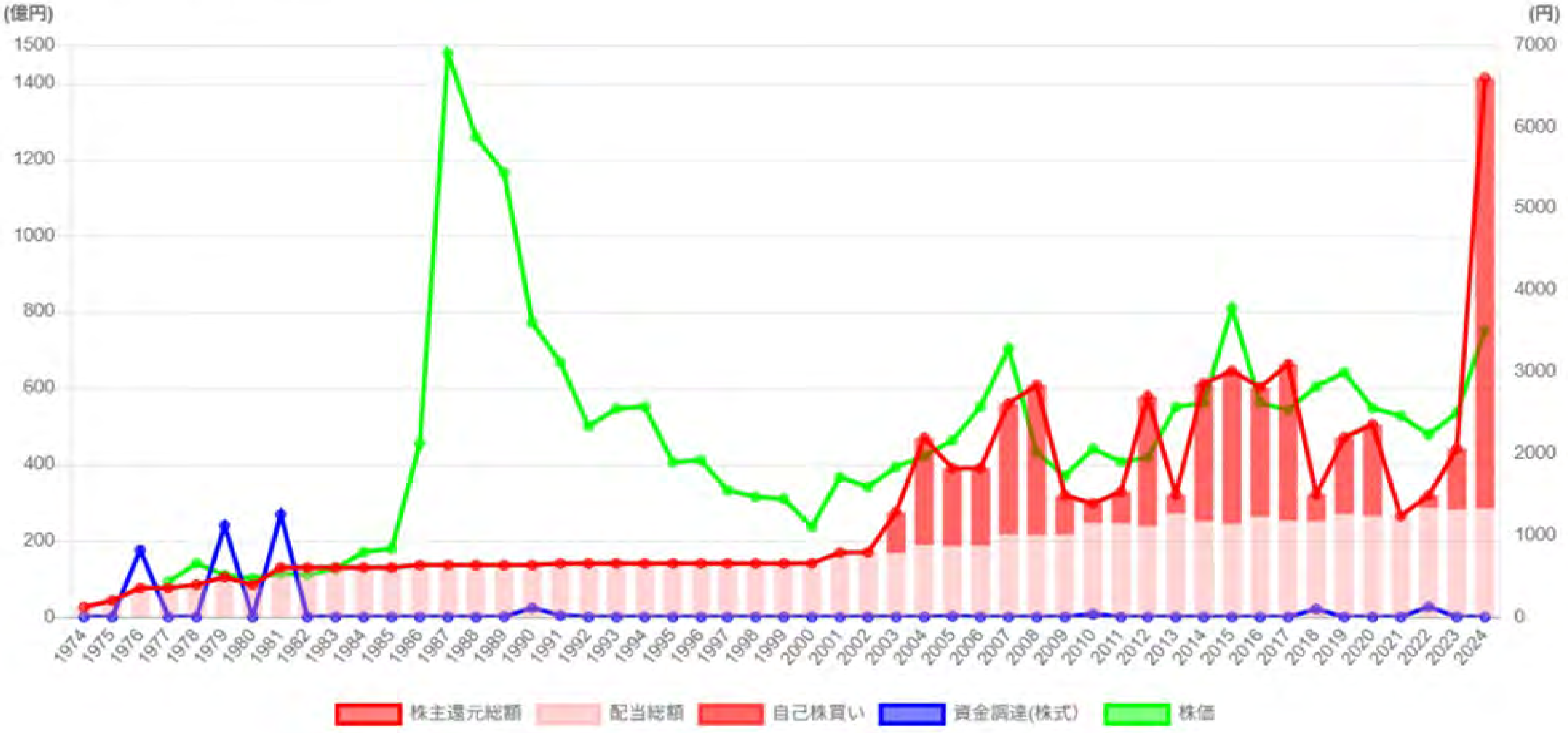
スマホでなく
PCでお試しください。

ヤマトホールディングス

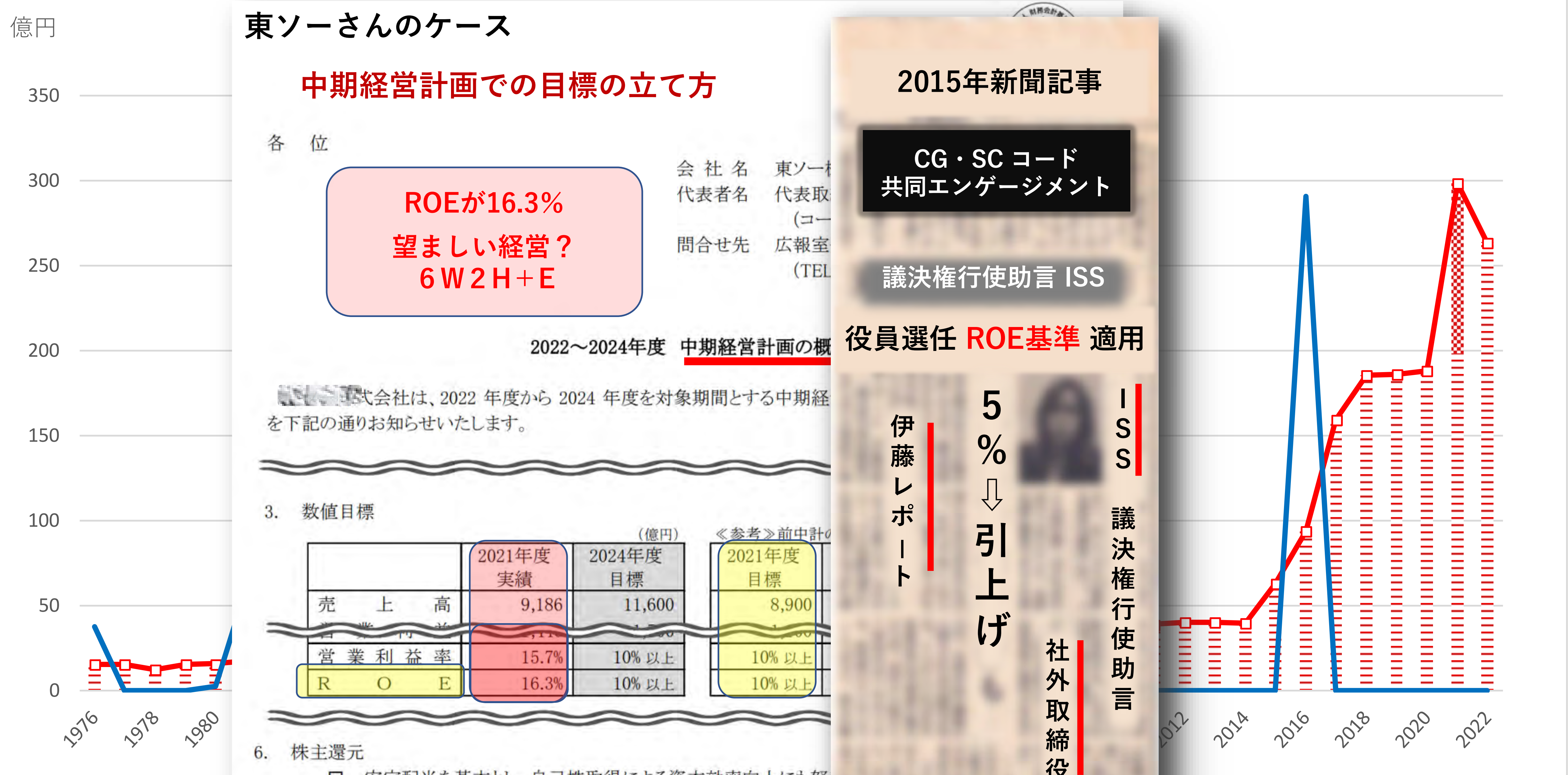


企業名:

市場: プライム



(億円)
(円)
1500
1400
1200
1000
800
600
400
200
0
7000
6000
5000
4000
3000
2000
1000
0
1974 1975 1976 1977 1978 1979 1980 1981 1982 1983 1984 1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024
株主還元総額
配当総額
自己株買い
資金調達(株式)
株価



東ソーさんのケース

中期経営計画での目標の立て方

各　位

ROEが16.3%
望ましい経営？
6W2H+E

会社名　東ソー
代表者名　代表取
(コー
問合せ先　広報室
(TEL

2022～2024年度　中期経営計画の概

[redacted]式会社は、2022年度から2024年度を対象期間とする中期経
を下記の通りお知らせいたします。

3.　数値目標

(億円)　《参考》前中計の

	2021年度 実績	2024年度 目標	2021年度 目標
売　上　高	9,186	11,600	8,900
営業利益	[illegible]	[illegible]	[illegible]
営業利益率	15.7%	10%以上	10%以上
ROE	16.3%	10%以上	10%以上

6.　株主還元

- ☐ 安定配当を基本とし、自己株取得による資本効率向上にも努
- ☐ 配当性向は30%を目安とする
- ☐ 自己株取得はフリーCFの水準等を勘案して機動的に実施す

2015年新聞記事

CG・SCコード
共同エンゲージメント

議決権行使助言 ISS

役員選任 ROE基準 適用

伊藤レポート

5%⇩引上げ

ISS

議決権行使助言

社外取締役

経営者は何故、自社株買いを含む短期還元最大化をするか？ ➔ 信任率

R.Kodaira 小平龍四郎 @Kodaira_Nikkei · Jun 26

奥田氏も90%に届かず。95%超の賛成率はなし。直感的に、ちょっと珍しいのではないかと思います。PBRでは大和に負けてますからね。

IBコンサルティング @IB57185560 · Jun 26

野村HDの株主総会の結果。永井会長の賛成率が少し低いですね。

議案　取締役12名選任の件

決議事項	賛成（個）	反対（個）	棄権（個）	決議の結果 賛成比率（%）	決議の結果 可否
永井浩二	16,701,743	4,275,942	40	79.3%	可決
奥田健太郎	18,902,102	2,075,578	40	89.7%	可決
中島豊	19,783,642	1,194,040	40	93.9%	可決
小川祥司	18,752,891	2,224,784	40	89.0%	可決
Laura Simone Unger ［ローラ・アンガー］	19,535,932	1,441,750	40	92.8%	可決
Victor Chu ［ビクター・チュー］	19,498,918	1,478,764	40	92.6%	可決
J.Christopher Giancarlo ［クリストファー・ジャンカルロ］	19,516,409	1,461,273	40	92.7%	可決

野村証券さんは、全く問題ない方です。

新潮流

50.1%で理念を追求

プライドあるDS経営

4．問題の整理

1．成長経済➔成熟経済社会化
　　スタートアップ政策は正しいが・・・3800社が基盤

2．2001以降の新自由主義政策（投資家➔回収家）
　　投資家に責めを負わすではない。でも、開示政策の役割の再考を。
　　第一次分配〇　再分配 △

3．経営者・役職員の消極性
　　無駄の排除➔無駄の許容とリスクテイキング

4．相乗効果とレビューの欠如
　　英米流の資本主義から成熟経済社会の資本主義政策

スタートアップ政策大切ですが、しかし・・・

未上場で
市場価値1500億円

疑うべき良識　➔　新しいコポガバ

- 「会社は株主のもの」
- 「投資家目線の経営」
- 「資本効率性」
- 「利益・ROE・ROIC 最大化」
- 「PBR1倍」
- 「自社株買い・株主還元・株価」
- 「投資家との対話」「責任ある投資」
- 「協働エンゲージメント」
- 「成長戦略」

「金商法」第１条(目的)

この法律は・・・もって国民経済の健全な発展 及び投資者の保護に資することを目的とする。

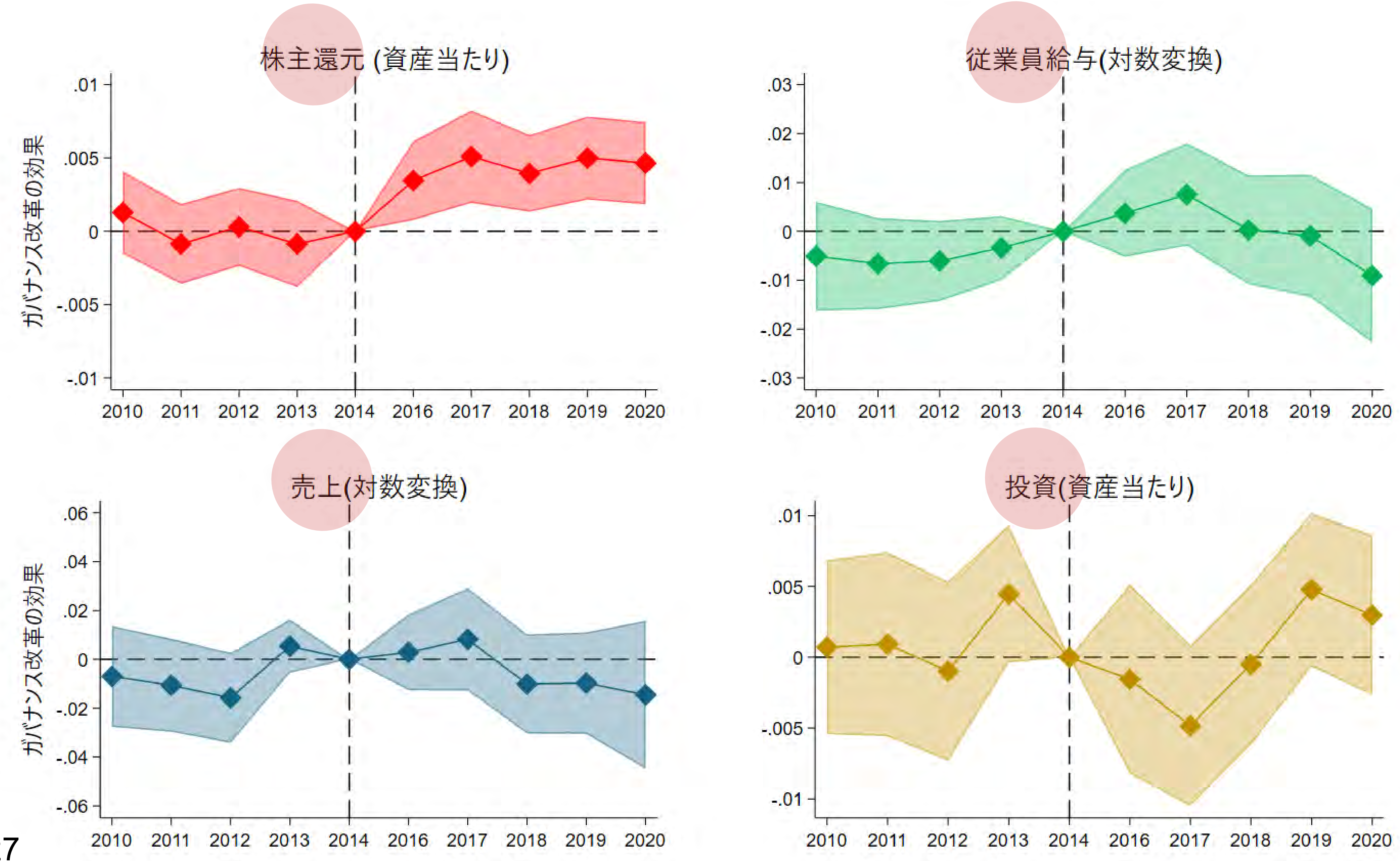
「会社法」(目的)

会社経営の柔軟性・機動力・・・利害関係者の利益確保、法律関係の整理

⇩

「法の基本目的に反する無理な投資家利益の追求は権利の濫用ではないか」

CGコードが付加価値の分配に与えた影響



株主還元額は政策前と比較して**56%上昇**、従業員給与はわずかながらの減少傾向(1~2%)。役員報酬は政策前と比較して変わらず、投資額は減少傾向(17%減)か。

Tajima（2024）より、著者とスズキ研究室で加工。

https://x.gd/wW4pv

GPIF @gpiftweets · 2h

#GPIF が2001年度に市場運用を開始して以降、2025年9月末時点の運用実績
✅累積収益額：約180.2兆円
✅平均収益率：年率4.51%

年金積立金の運用は長期的な観点から行っており、短期的な収益は市場環境によって変動しますが、長期でみれば年金財政の安定に貢献しています。 #長期運用
Show more

間接的なメリットは認めます。

ただし、企業の第一段階の投資・分配を適正化しないと根本的な解決は図れない。

5．政策提言

1．「利益」➔「付加価値」：付加価値分配計算書（DS）の導入

2．「夢の仕訳」のオプション化による「従業員の株主化」

3．　開示制度:「ROE/PBR」➔「付加価値成長率」

4．「拡大経済安保」：防衛に限らない買収審査制度

PL(損益計算書)

頭打ち

売上	1,000
売原	400
費 用	
R&D	100
賃金・報酬	200
法定福利費	100
・・・	・・・
法人税等	30
利益 ＝ 配当 ＋ 剰余金	150

最小化

最大化

配当 → 来期に現金流出

剰余金 → 一次留保も赤字配当・自社株買い原資となり現金流失

DS（付加価値分配計算書）

売上	1,000
売原	400
最低限支払われるべき費用	
最低必要 R&D	XXX
最低賃金・報酬	XXX
法定福利費	XXX
・・・	・・・
法人税等	XXX
配当予定利益 ⇒ 配当 50	
分配可能余剰額	**XXX**
役　員	XXX
従業員	XXX
事業（R&D）	XXX

DS 経営方針

① 配当予定額が当期純利益となるよう経営計画

②それを超える付加価値は関係者に適正分配する。

① 初めに自己資本配当率（DoE）を決定する

DoE		株主資本
5%	×	1,000

② 次に余剰額の分配率を決定する

- 役員 10%
- 従業員 10 ＋ 80%
- 事業（R&D） 80%

従業員の資産形成＝事業再投資

戦略的 役職員株式付与制度

全業種シミュレーション（通常配当１％⇩、役員５０％⇧、給与１０％⇧の場合）

2019年

業種	配当/株主資本	A 役員	B1 給与	B2 資産形成	従業員 (B1＋B2)	C 事業(再投資)	D 政府
食品	7.4➔6.4%			8%	118%	381%	115%
自動車・輸送機	6.7➔5.7%			43%	153%	305%	128%
商社・卸売	6.3➔5.3%			68%	178%	81%	163%
医薬品	5.9➔4.9%			50%	160%	138%	148%
電機・精密	5.7➔4.7%			12%	122%	88%	121%
機械	5.0➔4.0%			34%	144%	92%	124%
情報通信・サービス	4.9➔3.9%			100%	210%	128%	149%
化学・素材	4.9➔3.9%	150%	110%	41%	151%	152%	126%
金融（除く銀行）	4.7➔3.7%			96%	206%	104%	133%
建設・資材	4.4➔3.4%			46%	156%	151%	117%
小売	3.8➔2.8%			29%	139%	103%	119%
不動産	3.6➔2.6%			193%	303%	128%	119%
鉄鋼・非鉄	3.2➔2.2%			19%	129%	52%	137%
電力・ガス	2.9➔1.9%			22%	132%	129%	116%
銀行	2.7➔1.7%			80%	190%	207%	131%
運輸・物流	2.4➔1.4%			56%	166%	104%	121%
エネルギー資源	1.9➔0.9%			79%	189%	Err.（−7 ⇒ 56）	143%
業種平均	4.7➔3.7%	150%	110%	57%	167%	146%⇧	130%

情報通信・サービスその他（1社当たり平均）

	PL		DS	
株主資本配当率（DoE）%	4.9%	→	4.9%	
（自己株買いを含むDoE%	8.3%		4.9%）	
株主に対する分配（一株当たり配当額）	58円	→	58円	
役員に対する分配（役員一人当たり報酬）	2322万	→	5028万	5千万へ
年間フロー 従業員一人当たり給与	610万	→	811万	毎年の現金支給を200万円増
資産形成分（10%長期貸付；90%従業員持ち株）	0	→	394万	退職時の資金増（一年あたり）
従業員に対する分配（年間フロー＋資産形成分）	610万	→	1204万	197%に増加！所得倍増！？
事業再投資（株主による剰余金積立額）	74億		6億	
事業再投資（従業員の資産形成分）《安定資金》	0	→	59億	
事業に対する分配（株主と従業員から）	74億	→	65億	
法人税等	33億		20億	
役員・従業員の支払う所得税・住民税	14億		29億	
法定福利費	28億		68億	
配当に係る源泉徴収	12億		12億	
政府に対する分配	87億	→	129億	財政健全化へ

色々な工夫が可能

あえて、配当を下げない形でシミュレーション。即ち、配当は下げないが、自社株買いは認めない。自社株買いを止めるだけで,以下にみる資金的な余裕ができ、好循環が生まれる。もちろん、配当を下げれば、もっと、適正分配が進む。

従前74は赤字配当等で早晩株主に還元されるのに対し、59は資本金として蓄積されるので、中長期に増加する。更に、59は従業員が株主となることでモニタリング・ガバナンス・士気の向上を期待させる。

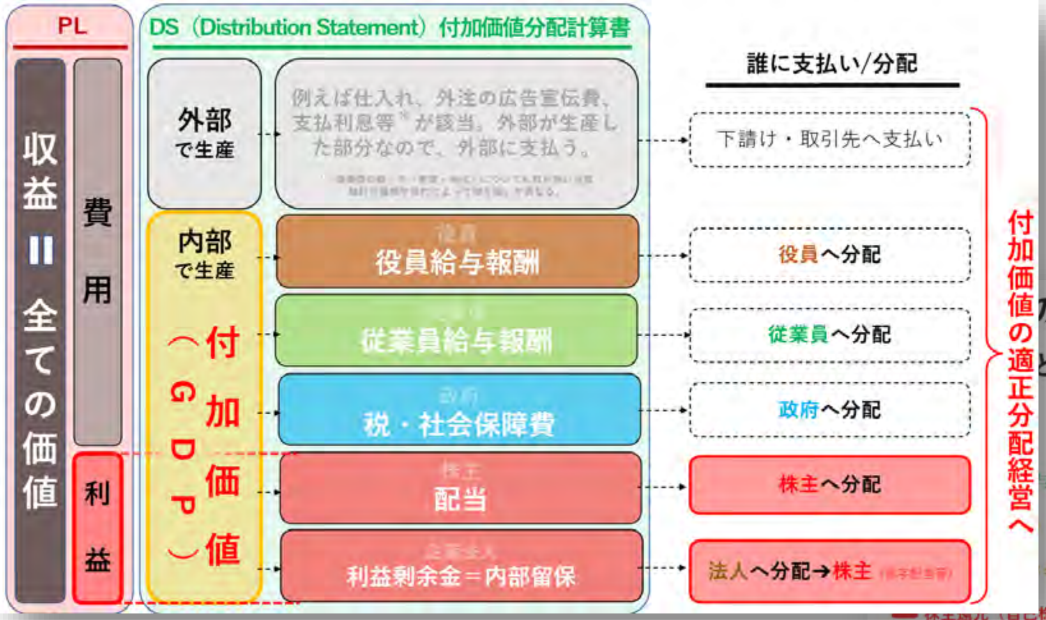
従業員の所得の増加に伴う増加.

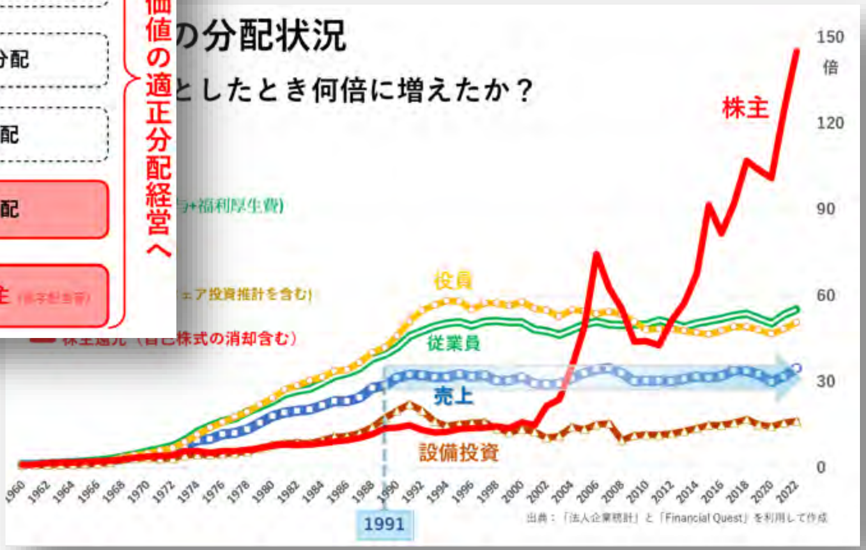
分配可能付加価値を次の割合で分配した時のシミュレーション ：役員：従業員：事業再投資＝3.4% ： 55．8% ： 40.8%

森まさこ議員：　自律的な分配と成長の好循環のため
元法務大臣　　　の**付加価値の適正分配**の推進は？

林官房長官：「こうした流れを踏まえて**株式報酬制度**
の普及促進に取り組んでまいりたいと思います」

「株式報酬制度でございますが、企業価値そして株価に対する意識を高めるそういった効果もございますし、それからエンゲージメントの向上効果、これもちろんですが自分が株主になってゆくわけでございますから、人材のそうした価値を引き出しながら、同時に企業価値を高めていく、大変意義のあることという風に招致をいたしております。」





日本経済新聞『経済教室』2024年4月23日
あるべき企業統治　付加価値の適正分配、再考を

夢の仕訳　論文/政策

自己株を無駄に消却せず
役職員株式交付制度に利用
➔ リンク

あるべき企業統治 ⑪

スズキ・トモ 早稲田大学教授

Tomo Suzuki 67年生まれ。オックスフォード大博士（会計・経済の哲学）。専門は応用経済社会制度設計

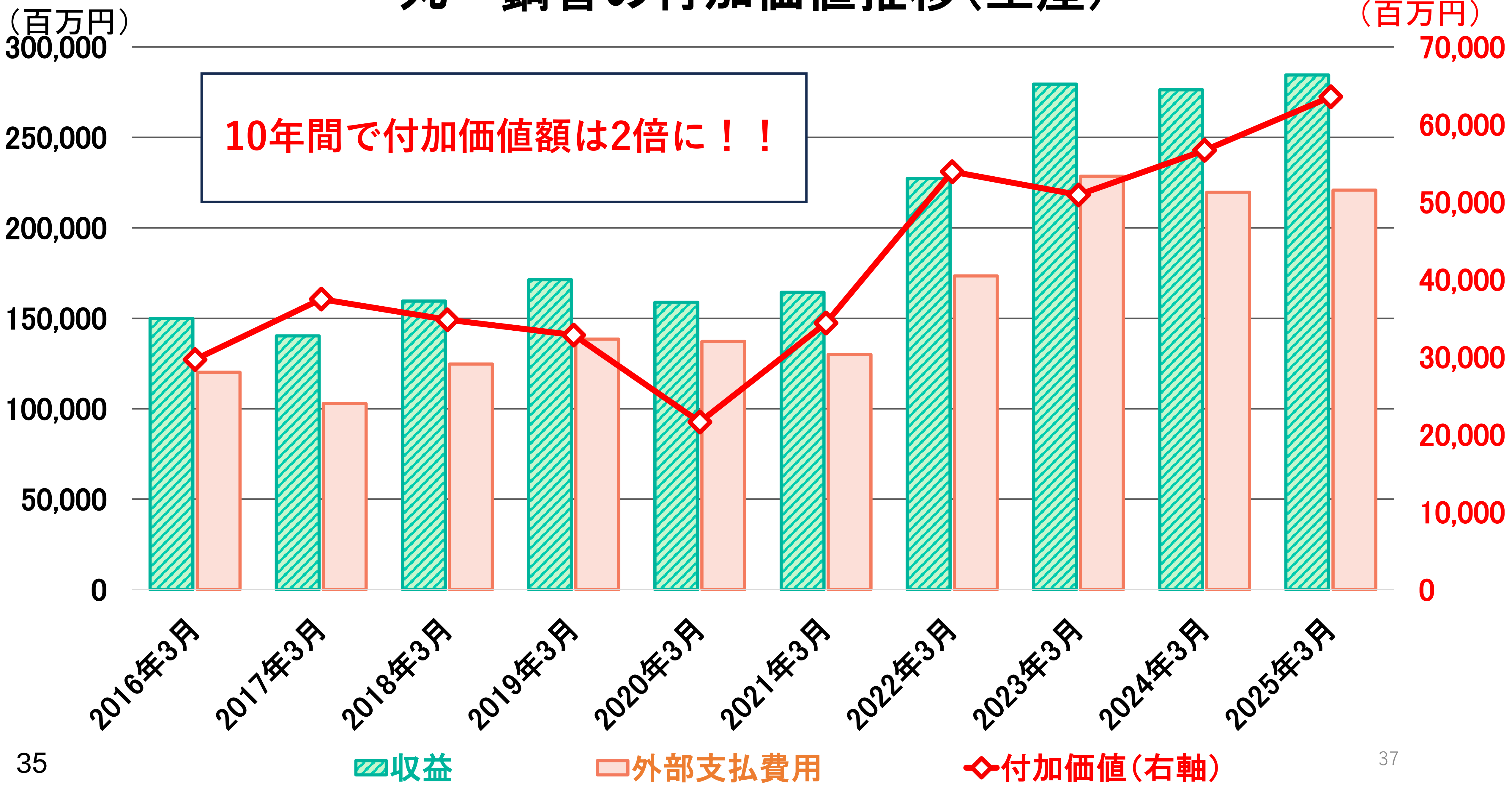
付加価値の適正分配 再考を

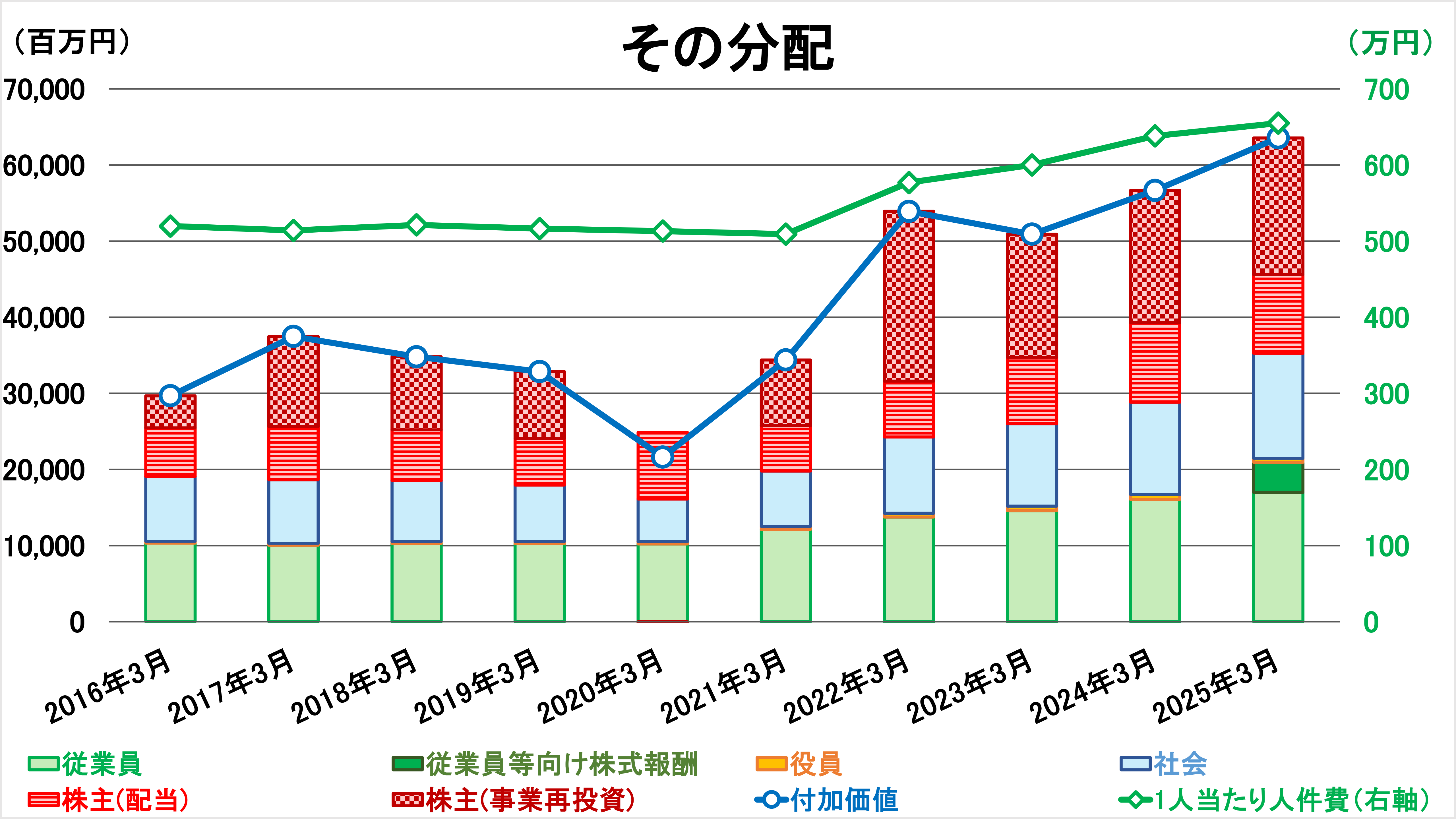
ポイント

- ○00年代以降株主への付加価値分配が急伸
- ○資本効率性指標で統治する制度は見直せ
- ○買い戻した自社株活用し従業員を株主化

企業の生み出す付加価値を適正に分配する取り組みの一つです

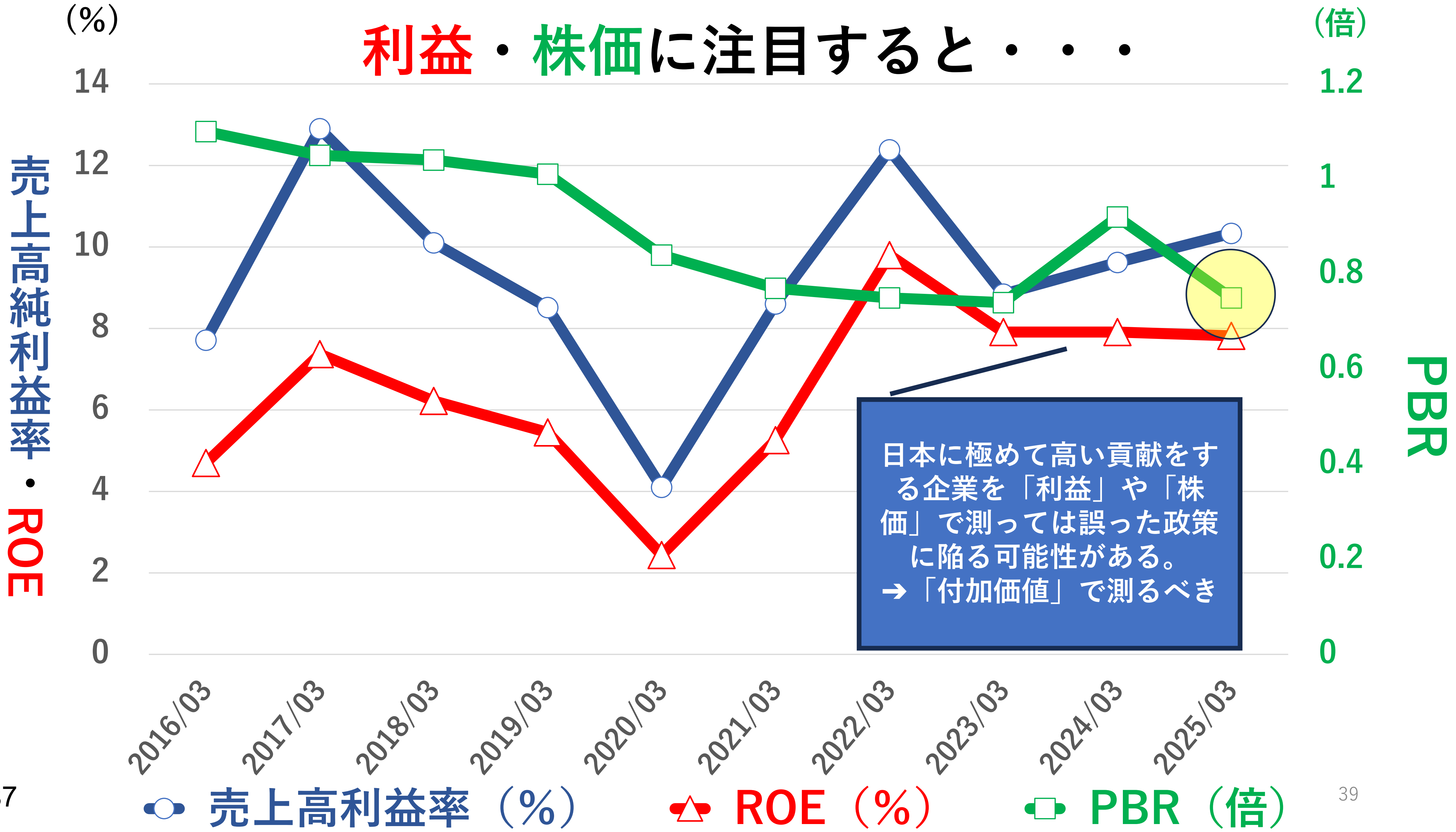
丸一鋼管の付加価値推移(生産)





その分配
（百万円）
（万円）
70,000
60,000
50,000
40,000
30,000
20,000
10,000
0
700
600
500
400
300
200
100
0
2016年3月
2017年3月
2018年3月
2019年3月
2020年3月
2021年3月
2022年3月
2023年3月
2024年3月
2025年3月
従業員
従業員等向け株式報酬
役員
社会
株主(配当)
株主(事業再投資)
付加価値
1人当たり人件費(右軸)

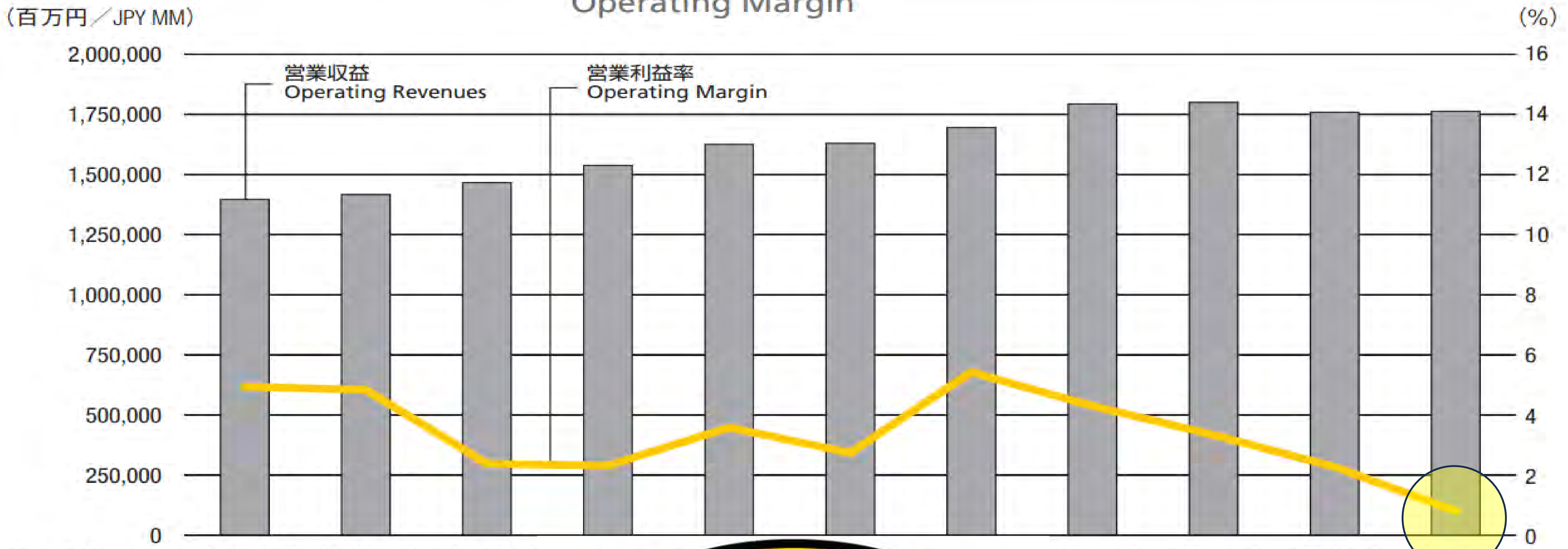
利益・株価に注目すると・・・



（%）
（倍）
14
12
10
8
6
4
2
0
1.2
1
0.8
0.6
0.4
0.2
0
売上高純利益率・ROE
PBR
2016/03
2017/03
2018/03
2019/03
2020/03
2021/03
2022/03
2023/03
2024/03
2025/03
日本に極めて高い貢献をする企業を「利益」や「株価」で測っては誤った政策に陥る可能性がある。
➔「付加価値」で測るべき
売上高利益率（%）
ROE（%）
PBR（倍）

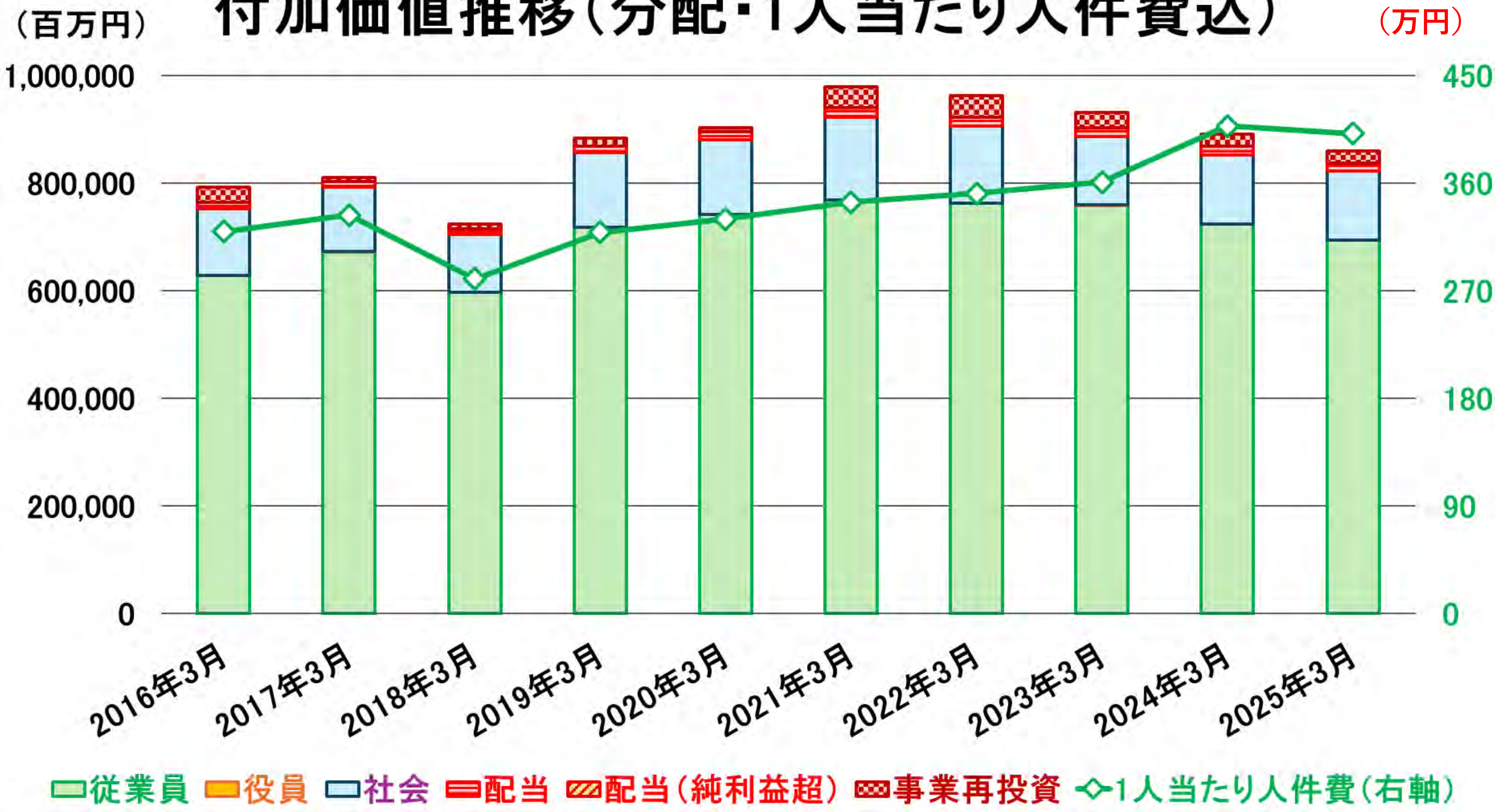
営業利益率
Operating Margin

営業利益率１％



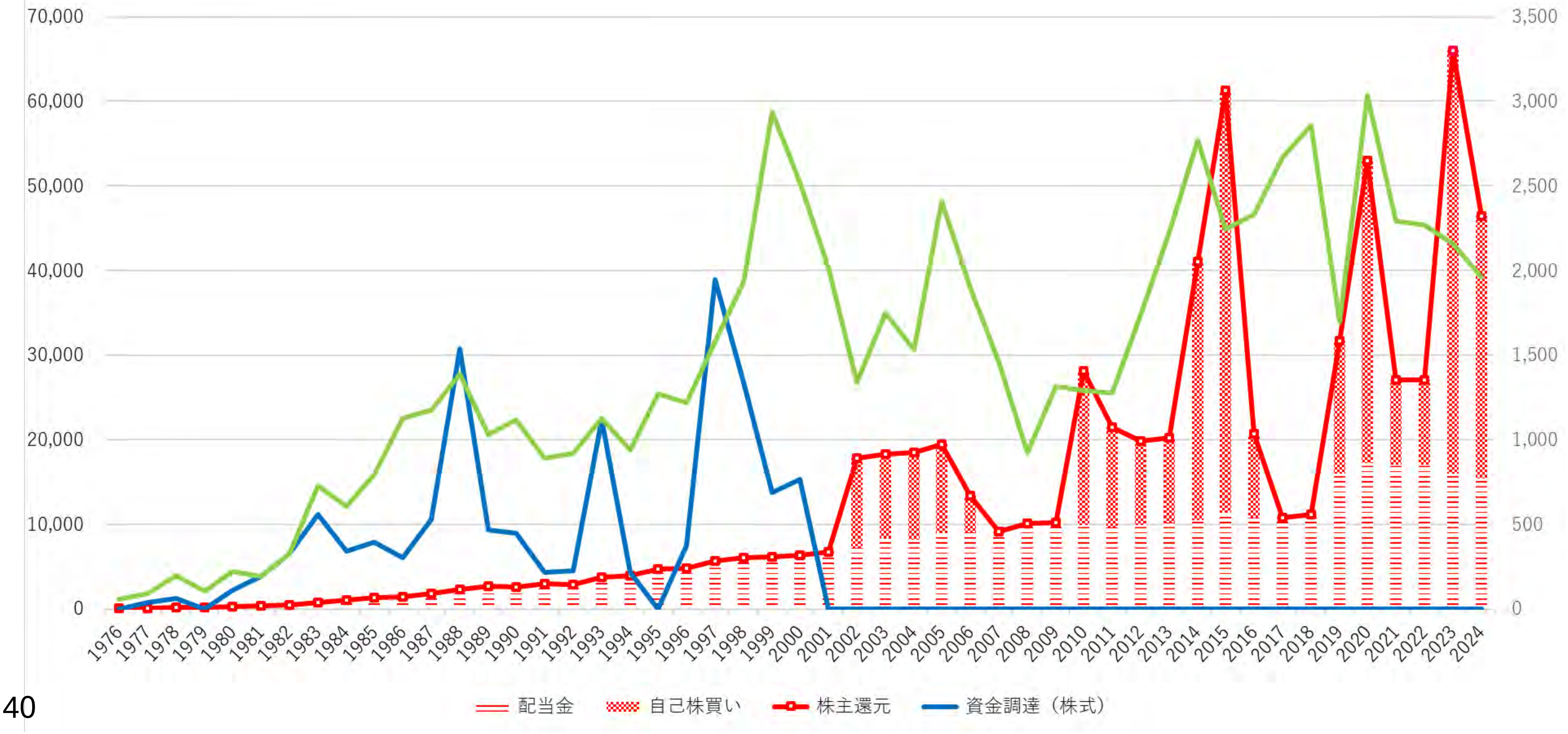
（百万円 / JPY MM）	2015/3	2016/3	2017/3	2022/3	2023/3	2024/3	2025/3
営業収益 Operating Revenues	1,396,708	1,416,413	1,466,852	1,793,618	1,800,668	1,758,626	1,762,696
営業利益 Operating Profit	68,947	68,540	34,885	77,199	60,085	40,059	14,206
経常利益 Ordinary Profit	70,889	69,426	34,884	84,330	58,066	40,458	19,587
親会社株主に帰属する当期純利益 Profit Attributable to Owners of Parent	37,533	39,424	18,053	55,956	45,898	37,626	37,937
営業利益率（%） Operating Margin (%)	4.9	4.8	2.4	4.3	3.3	2.3	0.8

付加価値推移（分配・1人当たり人件費込）

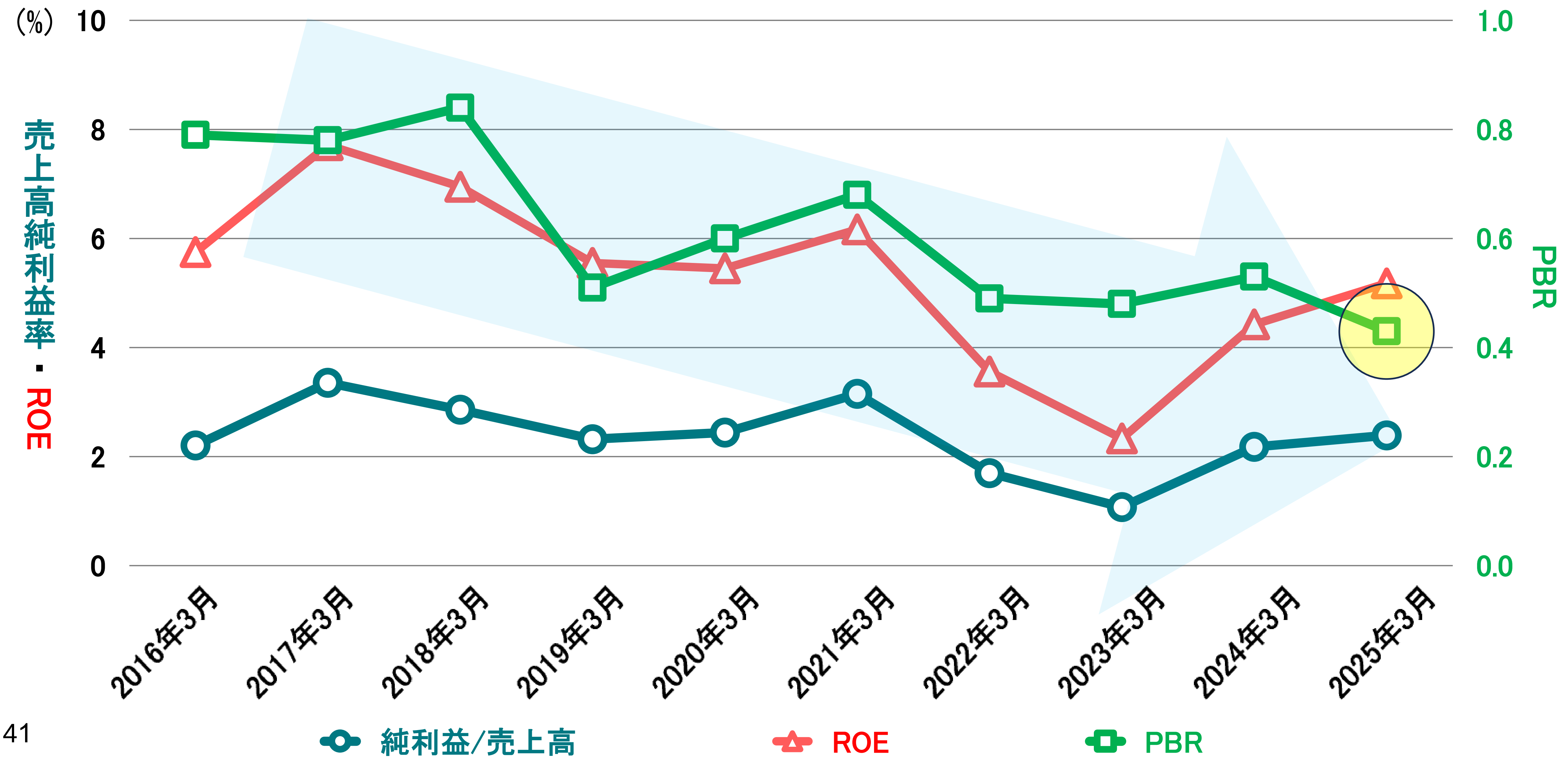


企業名：ヤマトホールディングス

市場：プライム

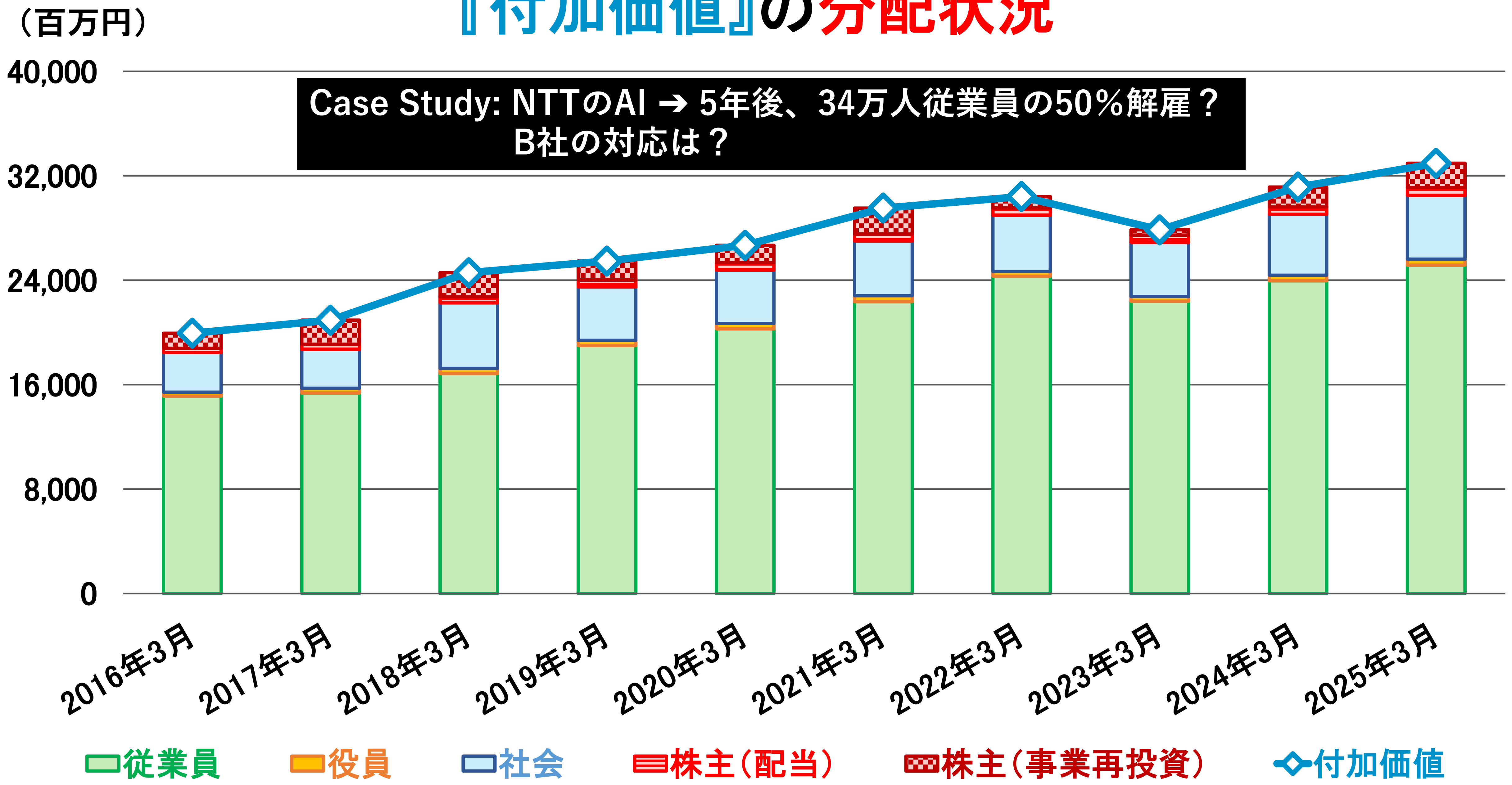


三谷産業 利益・株価に注目すると…



『付加価値』の分配状況

Case Study: NTTのAI ➔ 5年後、34万人従業員の50％解雇？
B社の対応は？



★ **統合報告書 2025 のポイント** ★

◆Point 1　人的資本経営の深化“付加価値適正分配経営”の開示

新経営体制2年目を迎え、経営の軸を「人」へと本格転換。“付加価値の適正分配経営”を新たな指標として導入し、企業パーパスの策定にも着手いたしました。「人に投資する経営」と「中長期的な価値創造」の両輪を本格始動いたしました。

付加価値の適正分配・投資という新たな経営方針

当社グループは「付加価値」を基軸とした経営へと転換しております。付加価値とは、当社グループが新たに生み出した価値であり、製品やサービスの提供を通して収益として実現し、事業関係者に分配・再投資していく価値です。従来の「利益」は、企業が創出する付加価値のうち、株主に帰属する部分に限定されていました。当社グループの持続的成長のためには、株主に加え従業員や役員、地域社会、また事業法人そのものにも戦略的に分配・投資することが必要不可欠であると考えております。

具体的な計算としては、収益から外部への支払い（原材料費、外注費、支払利息など）を差し引いた金額が付加価値となります。これを従業員（給与・賞与・福利厚生費・退職給付費用）、経営者（役員報酬）、株主（配当等）、社会（税金＋法定福利費、寄付金）、そして事業そのもの（内部留保）へ適正に分配・投資していくことが求められます。そのなかでも特に人的資本への投資を強化することにより、次世代の経営者や、革新的な研究開発をリードする研究者、お客様との良好な取引関係を構築できる人材を確保し教育してまいります。

このように企業活動の成果がどのように分配・投資されているのかを見える化することで、短期的な利益の最大化ではなく、持続的な企業価値の増加に向けた分配戦略を実行してまいります。

▶ 付加価値の考え方

付加価値分配計算書の活用と開示

このような考え方に基づき、当社グループでは、スズキトモ教授（早稲田大学商学部）とその研究室とともに「付加価値分配計算書」の作成と開示を開始しました。付加価値分配計算書は、創出した付加価値を各ステークホルダーにどのように分配しているかを可視化するための経営管理指標です。

本計算書を用いることで、従業員・役員への分配や、株主による事業再投資といった「未来への投資」がどの程度実行されているかを定量的に示すことが可能となります。また、株主やお取引先様、社会といった他のステークホルダーへの分配バランスも把握できるため、総合的で持続可能性の高い経営判断の指針として有用です。

導入初年度である2025年においては、すべての分配や投資が理想的な水準に達しているわけではありません。本計算書の開示は、これまでの分配実績を分析し、現状の課題を可視化するとともに、将来的な改善策の検討や、関係者との協働・共創を促進することを目的としております。

当社グループでは、付加価値分配計算書を単なる説明資料にとどまらず、経営評価および改善策の検討に資する基盤として位置づけ、今後は経営層や各部門が適正分配・投資の視点で施策を立案・実行する体制を構築してまいります。

▶ 付加価値分配計算書

		FY2022（百万円）	FY2023（百万円）	増減率	FY2024（百万円）	増減率	FY2027目標（百万円）	増減率（年平均）
生産	収益	50,946	53,216		58,530		70,000	
	外部支払い費用	38,558	40,297		47,966		52,500	
	（うち減損損失）	(36)	(418)		(4,101)		–	
	付加価値額（生産）	**12,389**	**12,919**	**4%**	**10,564**	**-18%**	**17,500**	**8%**
分配	従業員	9,315	9,644	3.5%	10,279	6.6%	11,899	5%
	1人当たり人件費（千円）	5,903	6,065	2.8%	6,400	5.5%	7,212	4%
	役員	263	252	-4.4%	258	2.3%	298	5%
	1人当たり現金報酬（千円）	23,376	21,433	-8.3%	21,999	2.6%	25,467	5%
	1人当たり株式報酬（千円）	5,485	10,292	87.6%	5,640	-45.2%	6,529	5%
	株主（配当）	727	723	-0.6%	737	1.9%	853	5%
	剰余金の留保または取崩し	-153	431	–	-3,275	–	1,638	–
	社会（税・法定福利費・寄付金）	2,236	1,870	-16.4%	2,566	37.2%	2,812	3%
	付加価値額（分配）	**12,389**	**12,919**	**4%**	**10,564**	**-18%**	**17,500**	**8%**
	※自社株買いによる株主への還元	300	0	–	0	–	（実施予定）	–

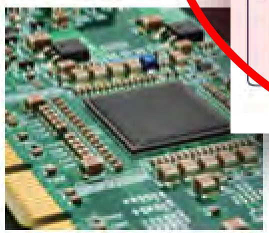
※自社株買いは付加価値からの分配ではなく資本の払戻しによる株主への還元であるため、別建てで記載

・外部支払い費用は、費用総額から従業員・役員・社会への分配額を控除して計算
・従業員への分配は、給与・賞与・福利厚生費・退職給付費用により構成
・役員への分配はグループ全体の役員報酬総額であり、1人当たりの金額はアステナホールディングスの取締役、業務執行役員、常勤監査役に対する[illegible]をもとに算定
・剰余金の留保または取崩しは、当期純利益から配当額を控除することにより計算
・[illegible]への分配は、法人税等・租税公課・法定福利費・寄付金により構成
・自社[illegible]による株主への還元は、「取得額-処分額」により計算（株式報酬に関する取得・処分は除く）
・FY2027[illegible]における増減率は、FY2024からの1年当たりの増減率を示す（ただし、付加価値額に関しては、減損損失の[illegible]小さいFY2023からの1年あたりの増減率）
・FY2024における減[illegible]影響を除く付加価値額は、前年比13%の増加
・自社株買いを実施する予定は[illegible]、金額が未定であるためFY2027目標には記載なし

機能性食品原料

化粧品

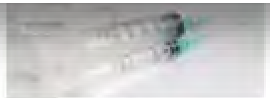
化粧品原料



表面処理薬品

表面処理設備

錠剤


注射剤

付加価値分配計算書

・外部支払い費用は、費用総額から従業員・役員・社会への分配額を控除して計算
・従業員への分配は、給与・賞与・福利厚生費・退職給付費用により構成
・役員への分配はグループ全体の役員報酬総額であり、1人当たりの金額はアステナホールディングス株式会社の取締役、業務執行役員、常勤監査役に対する報酬をもとに算定
・剰余金の留保または取崩しは、当期純利益から配当額を控除することにより計算
・社会への分配は、法人税等・租税公課・法定福利費・寄付金により構成
・自社株買いによる株主への還元は、「取得額-処分額」により計算(株式報酬に関する取得・処分は除く)
・FY2027目標における増減率は、FY2024からの1年あたりの増減率を示す(ただし、付加価値額に関しては、減損損失の影響が小さいFY2023からの1年あたりの増減率)
・FY2024における減損損失の影響を除く付加価値額は、前年比13%の増加
・自社株買いを実施する予定はあるものの、金額が未定であるためFY2027目標には記載なし。

		FY2022（百万円）	FY2023（百万円）	増減率	FY2024（百万円）	増減率	FY2027目標（百万円）	増減率（年平均）
生産	収益	50,946	53,216		58,530		70,000	
	外部支払い費用	38,558	40,297		47,966		52,500	
	（うち減損損失）	(36)	(418)		(4,101)		-	
	付加価値額(生産)	12,389	12,919	4%	10,564	-18%	17,500	8%
分配	従業員	9,315	9,644	3.5%	10,279	6.6%	11,899	5%
	1人当たり人件費(千円)	5,903	6,065	2.8%	6,400	5.5%	7,212	4%
	役員	263	252	-4.4%	258	2.3%	298	5%
	1人当たり現金報酬(千円)	23,376	21,433	-8.3%	21,999	2.6%	25,467	5%
	1人当たり株式報酬(千円)	5,486	10,292	87.6%	5,640	-45.2%	6,529	5%
	株主(配当)	727	723	-0.6%	737	1.9%	853	5%
	剰余金の留保または取崩し	-153	431	-	-3,275	-	1,638	-
	社会(税・法定福利費・寄付金)	2,236	1,870	-16.4%	2,566	37.2%	2,812	3%
	付加価値額(分配)	12,389	12,919	4%	10,564	-18%	17,500	8%
	※自社株買いによる株主への還元	300	0	-	0	-	(実施予定)	-

※自社株買いは付加価値額からの分配ではなく資本の払戻しによる株主への還元であるため、別建てで記載

収益
付加価値

◆ 人的資本経営の現状分析と改善策の方向性

本来、人件費や研究開発費などは、企業価値を生み出す最も重要な源泉です。損益計算書上は「コスト」として扱われますが、付加価値分配計算書においては、これらは創出された価値の分配であり投資であると積極的に評価することができます。私たちは無理なコストカットによる短期的な利益の最大化ではなく、中長期的な価値創造とその適正な分配に軸足を置いた経営へとシフトしています。

2024年11月期は、付加価値額が前年比13%増となりました*1。これを持続的な成長として転換するため、人的資本投資を強化することにより、FY2027までの3年間において、年率8%の付加価値増加とその適正な分配を目指します。

従業員への分配額は一人あたりの水準も含めて増加傾向にあるものの、競合他社と比較すると依然として改善の余地がのこります。新卒・中途でも優れた人材を確保するために給与・賞与や福利厚生をより充実させ、人的資本の強化を図ります。

株主の皆様には、安定配当を基本としつつ、剰余金の事業再投資による事業の持続的な発展により、長期的なリターンが確実となるよう資本政策を実施してまいります。具体的には、配当額を年率5%ほど増加させるとともに、留保された剰余金を積極的に設備投資やM&Aといった中長期的な投資に活用してまいります。

取引先とのパートナーシップも、付加価値創出の重要な要素です。無理に外部支払い費用を最小化することは安定的なサプライチェーンの構築を棄損します。適正な価格転嫁や取引条件を改善することで、取引先を含めた全体の健全性と継続性を確実にし、共創による付加価値の増加を図ります。

当社では以下表の様々な人的資本経営策を強化し、中長期的に自律的な成長を図ります。

*1 特別損失である減損損失の影響を除く

人的資本経営政策

給与・賞与の充実	競合他社も意識した報酬水準により、優秀な人財を確保
株式報酬制度の導入	経営参加意識とモチベーションの向上
無形報酬の強化	やりがい、成長実感など非金銭的報酬にも注力
エンゲージメントの改善	サーベイ導入と現場主導の改善施策
役員報酬の再設計	成果連動型・横断的な整合性のある仕組みへ移行
株主への還元	安定配当・自社株買いによる還元と株価の上昇を組み合わせた中長期的価値の実現
内部留保による再投資	一度留保された剰余金を積極的に投資へ回すことにより、更なる付加価値の増加を目指す
取引先との共存共栄	適正な取引条件・価格の維持によるサプライチェーンの健全性確保

◆ 「企業はヒトなり」の再確認

当社グループは、多くのM&Aや事業再編により成長してきたことから、全社に体系的かつ計画的な育成の仕組みが十分に整備されていませんでした。その結果、既存の製品サービスを超える新たな価値を創出できる人財の育成が後手に回っており、経営環境の変化に柔軟に対応しきれていない部分の改善が課題です。

さらに、グループ内の小規模事業会社においては、研修にかかるコストやリソースの制約が大きく、育成施策の導入・継続が難しいという構造的な課題も存在しています。これにより各事業間のばらつきが生じ、指標も統一されていないのが現状です。

ホールディングス化を経て、今後の人材育成においてはグループ全体で一貫した教育環境を整備し、持続的に人財を育てる文化の拡大と定着を図っていく方針です。社員一人ひとりが学び続ける風土の醸成と、教育環境のさらなる拡充が不可欠であるとの理解で、このために人事制度の再設計と社員への周知・コミュニケーションの強化を図ります。育成施策の効果を可視化するために、全社的な研修KPIの設定とモニタリング体制の構築も検討しています。先に示した付加価値分配計算書をツールとして利用しつつ、全体的に戦略的なキャッシュアロケーションを伴う人事戦略を開発してまいります。

具体的には、例えば、トップマネジメント層の育成においては、自ら経営を志す社員を選抜し、段階的に育成するプログラムを整備しています。このプログラムは、役員登用の条件として修了を求めるなど、経営層育成に対する本気度が制度設計に反映されており、「覚悟をもった人材」が成長するための土壌が形成され始めています。

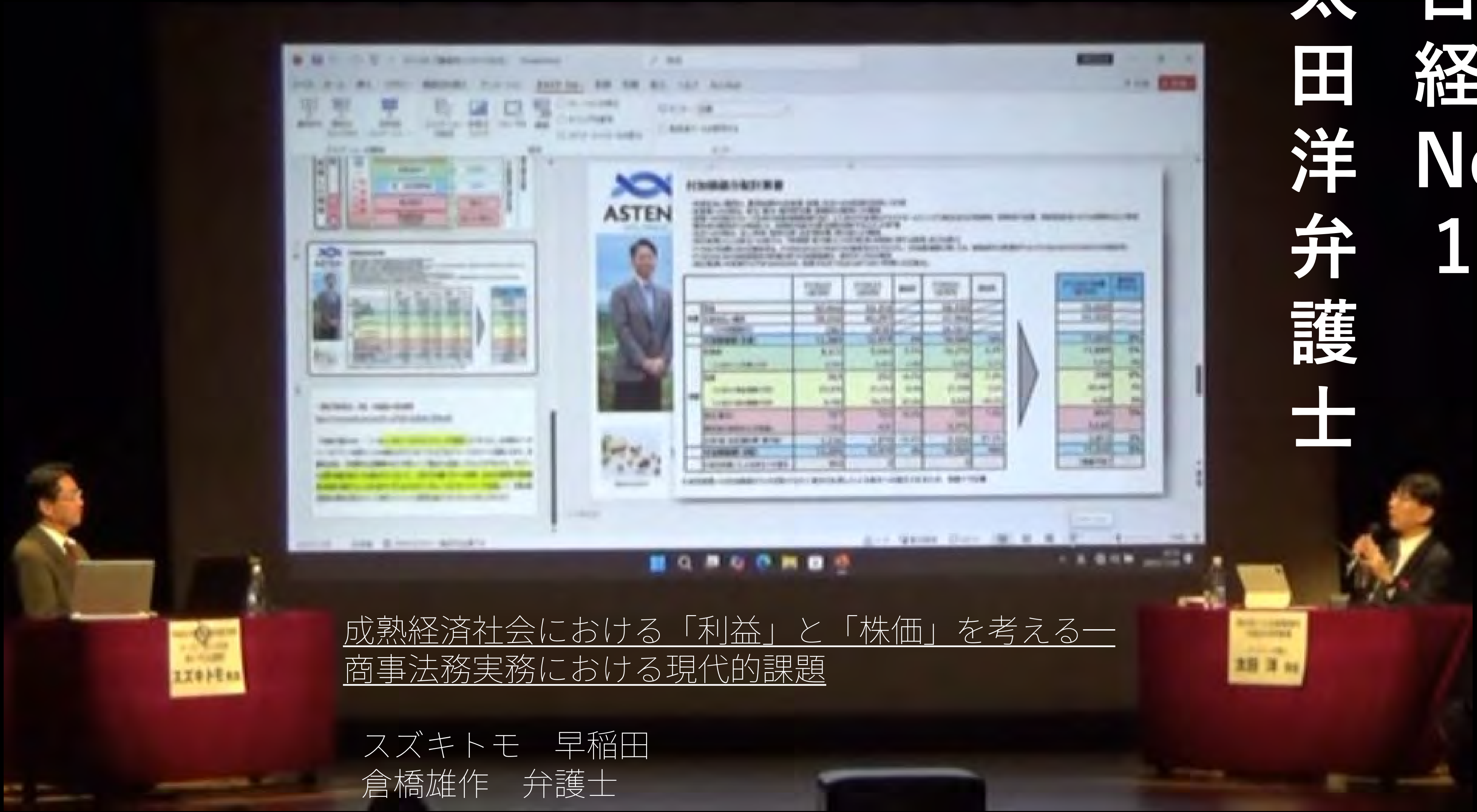
また職位や役割に応じた階層別の人材育成体系についても、グループ共通の枠組みとして整備が進められており、組織全体での育成の標準化と可視化に向けた基盤づくりが進行中です。全社で整合的な人事制度を醸成しつつ、個社ごとのメリットとデメリットを洗い出し、各所の特性に応じて、適材適所の人的資本を強化してまいります。

さらに、人材のダイバーシティによる経営のバランスと持続可能性を推進するために、女性活躍推進策や障碍者雇用施策に関する再設計も進めています。

これらの施策のそれぞれを断片的なものとして捉えるのではなく、全社総合的な人的資本戦略として昇華してゆくことを目指しています。これまでに整備してきた育成基盤をさらに発展させるとともに、グループ全体で自ら価値を創造できる人財育成の仕組みを構築することで、持続的な企業価値の創出につなげてまいります。

日経No.1

太田洋弁護士



成熟経済社会における「利益」と「株価」を考える一商事法務実務における現代的課題

スズキトモ　早稲田

倉橋雄作　弁護士

Unilever ケース

ROEの⇩は
株価の⇩か？

- Poleman の CEO 就任を直前に控えた2008年12月の記者会見やアナリストとの対話は有名。
- 株主資本主義に基づく短期利益主義との決別の宣言であった。直後にユニリーバの株価は急激に8%下落、主要株主たるヘッジファンドの割合は15%から5%へと減少した。
- しかしその後、従業員士気⇧、売上⇧よって市場も高評価⇧

無駄な「自社株買い」
➔ 従業員持ち株制度目的の自社株買い

2019年、Polemanはオックスフォードビジネススクールのチェアマンに就任

New Model
として一般化

6. まとめ➔ディスカッション

利益とは**株主に帰属する付加価値**に過ぎない。ROEの最大化は役員、従業員、事業法人に帰属する付加価値を抑制。**分厚い中間層の回復・三方良し・社会的インパクト**を増加するために**利益の最化ではなく付加価値の拡大とその適正分配・投資を目標とする経営の推進が必要。**

- ❑ **適正分配経営を企画し、以下を成長ストーリーとして戦略策定すること**
- ❑ **ターゲット利益＝配当予定利益　➔　他の関係者への分配原資の確保による持続的発展**
  特に「役職員株式交付制度の充実」により、従業員且つ株主の分配強化
- ❑ **必要なら付加加価値分配計算書の利用（『統合報告書』への組み込み）**
- ❑ **「役員や従業員」の「所得と遣り甲斐（SDGゴールNo. 8）」の向上・動機づけ**
  株式報酬制度 ➔ Well-being、働く者への還元、総会対策、資金確保、コンサル利用
- ❑ **「事業」のための安定投資資金・モニタリング機能の確保・内からのガバナンス**
- ❑ **「投資家」のメリット（モニタリングコスト低減、配当・株価安定）**
- ❑ **「政府」への分配の増加（しかも、政策コストはミニマム）＋ 社会貢献**
- ❑ **「学生・就活生」は「DS経営企業でなければ就職しません」キャンペーン**

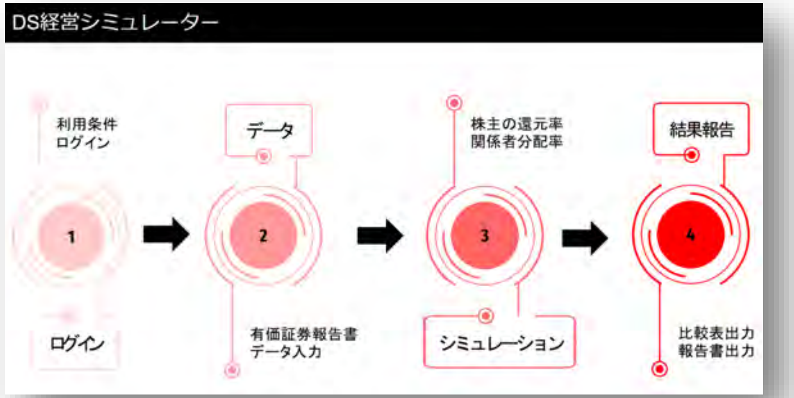
追加資料

『新しい資本主義のアカウンティング：
利益に囚われた成熟経済社会のアポリア』

公共政策実現のため、
印税や原稿料を頂いて
おりません。

丁寧に書かれております。

理解の深化のためにご購入いただき、
セミナー等の開催をお勧めします。



講義ビデオ
はこちら ⇩

無料シミュレー
ターはこちら ⇩

付加価値分配計算書（DS：Distribution Statement）の説明 1（問題編）2（解決編）

- アステナホールディングス　統合報告書

- 「役職員株式交付制度」のための**夢の仕訳**

- 成熟経済社会の「利益」と「付加価値」

成熟経済社会における「利益」と「株価」を考える─商事法務実務における現代的課題

t.suzuki@waseda.jp までお問い合わせください。