

第10章 “When Matured” — 成熟経済社会において 成長投資を促進する付加価値の適正分配・投資経営

スズキ トモ¹

【要旨】

人口減少下の成熟経済においてはROEやPBR等の評価基準に順応する利益最大化経営や経済運営は「資本市場の逆機能」を引き起こして経済成長を抑制している可能性を指摘し、代わりに付加価値あるいは収益の拡大とその適正な分配・投資を重視する枠組みを提案する。

予測長期経済成長率が1%程度の成熟下の日本においては、ミクロ的に投資家や経営者は投資よりも回収を支配的にすることが合理的である。この環境で経営者の裁量で短期に改善を可能にするROEやPBR等の効率性指標を用いる政策は、中長期の成長を支えるエクイティファイナンスの拡大よりも、短期的な配当や自社株買いの拡大を通じて過剰なまでの株主還元を助長してきた可能性がある。

これを修正するために、本稿は会計やディスクロージャーという簡素で、「キャンセラブル」で、政治的に容易に導入可能なナッジを通して、経営者や投資家の行動に可逆的な変化を生起させ、経済の好循環を回復する政策を提言する。

今後は短期的には、効率性ではなく「成長投資額」を増加させるような財務指標を、中長期的には「付加価値額」の増加とその適正な分配・投資を推進するような指標を採用し、経営者と投資家との間の真に建設的な対話を後押しする。これを通じて中長期の人的資本投資や試験研究開発投資を拡大し持続可能な経済社会の構築に貢献する。

1. はじめに

本稿は、経済が世界規模で成熟化する近未来において、従来の成長前提の企業経営および経済政策の枠組みがどのような限界に直面するのか、先行して成熟化を深める日本のケースを検討することで新たな経済運営の方向性を提示する。日本に限らず、30年から50年の時間軸では世界全体が人口減少局面に入る可能性が高く、そうした局面においては従来の成長依存型の経済政策は大きな逆機能を生じる可能性がある（本稿ではAI等による代替的な生産・消費拡大要素の可能性を検討スコープに含まない）。このような問題意識のもと、本稿は成熟経済における新たな枠組みを検討するものであり、将来的には国際的な展開が期待されるものである。

¹ 早稲田大学商学学術院商学部教授（オックスフォード大学博士）

2. 財務会計・ディスクロージャー：「キャンセルブル」なナッジとして

(1) より持続的な経済社会を構築するインドの “One Additional Line”

多くの経済・経営学者にとって財務会計数値や指標はデータとして現実を反映するもの（現実→データ）である。他方、財務会計数値や指標などのデータが現実を構築する側面（データ→現実）を強調して政策研究を推進する立場がある。特に欧州では1980年代の後半より「社会構築学派」として一定の地位を築き、トップジャーナル *Accounting, Organizations and Society* 誌を中心に会計や財務指標が現実をどのように構築し得るか議論が展開された。

本節では、成熟した日本の制度設計を述べる前に、成長経済インドにおいて、企業開示制度をナッジとして利用した新しい制度が投資家と経営者の行動を効果効率的に改善した具体例として「One Additional Line 革命」の要諦を紹介する(スズキ, 2019)。

図表1 インドの One Additional Line 革命



(出所) 筆者作成 (スズキ, 2021)

図表1は、インドにおいて損益計算書に追加的に「CSR費用（企業の社会的責任費用）」勘定を一行で開示させる政策が導入された例を示すものである。実際の支出額やその内容は基本的に企業の裁量に委ねた。すなわち、規制は極めて簡易で、「損益計算書上でCSR費用を一行で表示しなさい」と命ずるに過ぎず、規制にかかるコストは極めて軽微である。とすれば、租税と異なり、政治的導入のハードルも極めて低いことも容易に想像されよう(Suzuki, 2014)。

財務会計データを現実の反映（現実→データ）と捉える立場からすれば、この簡易なディスクロージャー規制が新たな市場を形成する役割など想像しがたい。しかし、実際には One Additional Line 導入の結果、経営者には短期利益最大化よりは、CSRの観点からの評価やレピュテーションを考慮する心理が働き、利益水準を下げてでも自発的にCSRを負担する経営を選好した。制度導入前の実験経済学的手法では、企業－経営者群と投資家群の間のインターアクションは最終利益に対し5%程度のCSR費用を負担する状態で均衡した。実際の制

度では政府がガイドラインとして2%のレファレンスを示したために、おおよそ、その水準で落ち着いたが、それでも日本の感覚でいえば、平価購買力を勘案して、年間数兆円規模のCSR支出が自主的に支出されるに至った。

また、そうした金額以上に重要なのは、CSRに反するような収賄や公害や児童労働に手を染めまいとする経営者意識が醸成されたことであり、これがインドの新しい市場形成に貢献したと考えられている。この制度のメリットを享受したのは市民だけではない。年率5%から10%の成長を期待しながらも収賄や公害や児童労働等のスキャンダルによる企業価値損失を恐れて手をこまねいた投資家は、One Additional Line の CSRデータを利用して「責任投資原則」に基づく投資を実行することが可能になった。また、そうした資金提供機能を享受した企業も持続可能な成長資金を確保するに至った。

(2) EBPMに代わる新しい政策導入基準としての「キャンセラビリティ」

本稿において上記制度の詳述は叶わないものの、One Additional Line の政策上のポイントをまとめる。まず財務諸表には現実の反映より以前に、新たな現実を作るツールやナッジとしての役割があることを認識されたい。しかも、同制度の導入は極めて簡易である。上記の例では単に表示項目を一つ追加し、経営者マインドを変化させ、後は市場の連鎖反応に任せるだけで、大規模な企業行動の変化が観察され、より持続可能なマーケットの形成に貢献したと考えられている。

さらに、従来の経済政策論で論じられてこなかった「キャンセラビリティ」(Cancelability; 容易に取り消しが可能であるという属性で筆者による造語)にも注目されたい。近年は政策実施に当たっては事前の証拠に基づく政策立案、EBPM (Evidence-Based Policy Making) が求められる。しかし、事前に証拠のロバストネスが主張されれば導入可能な政策の幅が狭めかねられない。特に、変化の激しい現代において、帰納法に基礎を置いた将来に関する強い証拠を提示することは困難である。ここで、One Additional Line スキームの導入過程を振り返ると、インドでは強い事前証拠は求められなかった。なぜならば、One Additional Line は相対的にキャンセラブルだったからである。例えば数兆円の政策効果を企図して原子力発電所を建設する政策に比べ、同レベルの効果をもたらす財務諸表上の一行は比較的容易にキャンセルすることができる。制度導入によるポジティブな政策効果が見込まれて、かつ比較的容易に原状回復が可能であるならば、とりあえず政策を導入してみようとの政策的判断が可能である。この意味で、One Additional Line のような会計やディスクロージャーに基づく政策は、事前に厳密な証拠を要求する従来のEBPMとは異なり、事前に「試行と修正」を許容する柔軟な政策ツールであり、政策オプションの幅が広がる。

(3) 「利益」と「付加価値」の異同の認識不足

しかし、同時に、こうした会計やディスクロージャーの表面上の中立性や平凡性 (“unproblematic”)は、政策研究者の監視をすりぬけ、結果として望ましい経営・経済の在り方をゆがめている可能性を指摘する。今度は成熟経済下の日本から例を挙げる。2000年以降2013年まで、日本政府は、会計は現実を測る物差しであるとの前提で、それを国際的にも統一すべきであるとして国際財務報告基準 (IAS/IFRS) を「強制適用」し効率的な情報開示制度の強化を図った。最終的には、それを主導した金融庁に対し、経済産業省や実務界が強い懸念を表明し、頓挫して「任意適用」に落ち着いたが、仮に強制適用が実現していたら日本企業の株主構成をはじめ資本政策等に多大な影響があったことは疑いない(スズキ, 2012)。こうした事例にもかかわらず、標準的な会計やディスクロージャーの無批判な拡大が現実を改悪しうる可能性については今日まで一般に広く認識されていない。

次に目下の懸念として、ROE(資本利益率=利益/資本)やPBR (株価純資産倍率=株価/純資産)といった近時常用される政策指標・データの影響を考察する。2000年以降、また特に2015年のコーポレートガバナンス・コード導入以降、ROEやPBR等の効率性指標を重用して「企業価値(多くの場合株価で測定)や資本コストを意識した経営」が推進されてきた。これも会計やディスクロージャー(特に利益や株価)が企業経営や経済の現実を写像する機能(現実→データ)を暗に前提として推進してきたが、そうした指標が現実を与えるネガティブな側面(データ→現実)に関する検討が不十分であった。

実は、理解の浸透が進んでいないが、岸田政権以降の「新しい資本主義」政策とはそうした無理解を反省した新しい政策であった。「利益」とは、実は株主にのみ帰属する付加価値であり、この最大化が日本全体の成長を妨げているとの見方で、企業の「付加価値」の第一段階での分配・投資を適正化しようとした。一般に「利益」と「付加価値」の異同に関する認識は浅い。「利益」を専門とする公認会計士やCFOなどの財務担当者も、「付加価値」やその国内合計であるGDPを専門とする経済学者も、お互いにその異同についての理解に乏しい。そうした中で、2024年に公認会計士修了考査で次を問うたのは、「新しい資本主義」政策の中で、両者の関係が問題とされたことを反映しており意義深い。

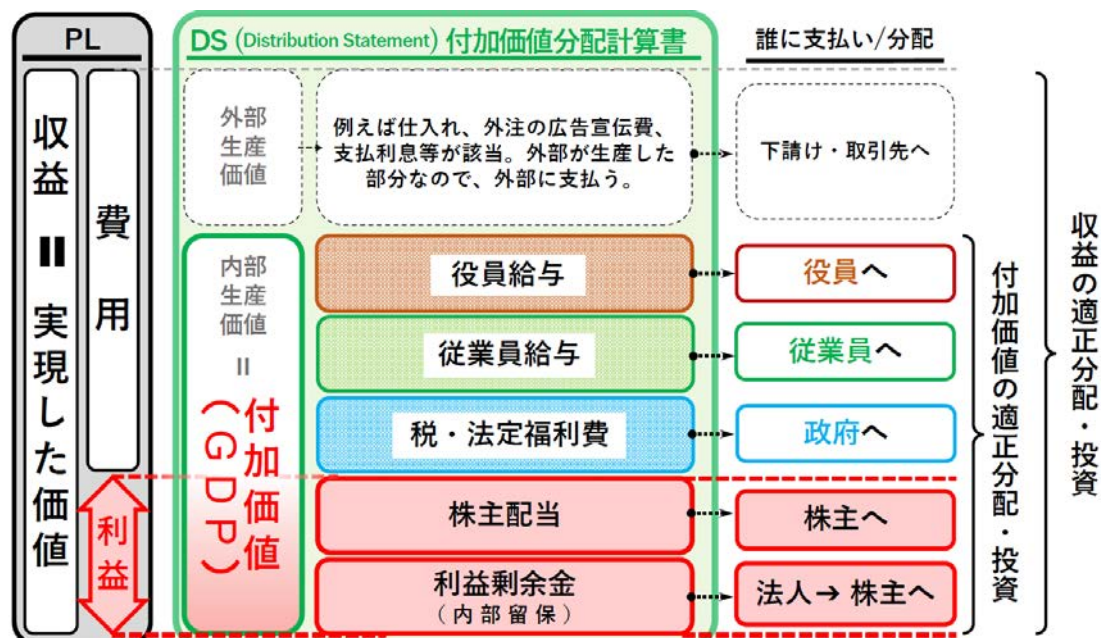
「企業の目的は利益の獲得であり、利益を生まない企業には存在意義が認められない」とする考えがあるが、この考えに基づくと当期純損益が赤字であるA社には存在意義が認められなさそうである。しかし、このような考え方には問題があるとも言われるが、その理由を付加価値の観点から答えなさい。

(出所) 日本公認会計士協会 修了考査(令和6年度)試験問題 第7問より抜粋

従来「利益」を指標として業績評価を行うことが支配的であった会計の世界で、「付加価値」の観点から企業の存在意義や価値を問う試験問題は異例であった。思えば、マクロ経済では付加価値(その国内合計がGDP)が重視される一方で、ミクロ経営では利益が中心とな

っている不整合について我々は十分な注意を払ってこなかった。図表2は、企業経営における「利益」と「付加価値」の異同を説明する。

図表2 「利益」と「付加価値」の異同



(出所) 筆者作成

まず左側のPL（Profit & Loss）は損益計算書で、売上などを通じて実現した価値としての収益から、それに要した費用を差引くことで「利益」を計算する構造である。会社法上、「利益」は配当として株主に分配されるか、残りは利益剰余金として一時的に企業内部に留保されるが、いずれにせよ最終的には株主に帰属する付加価値である。すなわち、現行法上のPLとは一年間の事業の運営の業績の結果として、株主に帰属させる価値を計算する法定書類であり、一般に「利益」が大きければ大きいほど株式市場（即ち投資家・株主の市場）での好評価が得られる。

これに対し、筆者が利用を推進しているのがDS（Distribution Statement; 付加価値分配計算書）であり、企業の生み出した付加価値がどのステークホルダーにどれだけ分配されたかを示す任意の財務諸表である。計算式としては、PLと同じ収益からその収益を獲得するのに必要とされた社外で生産された価値（外部生産価値）を差し引くことにより、企業の内部生産価値、すなわち付加価値を推定する。こうして生産された価値は、事業運営に関わる役員や従業員や政府に分配されるとともに、株主には配当という形で、また企業法人そのものには内部留保という形で分配・投資される。

ここで注意を促したいのは、ミクロの経営や個々の企業への投資のコンテキストで成長が問題とされるとき、我々は往々にして「利益」の成長を暗に想定してしまうが、マクロ経

経済政策的に問題とされるのは「付加価値」の成長である。詳細は別の機会に譲るが、多くの経済人や官僚や政治家は、利益の成長は付加価値の成長を伴い「国民経済の健全な発展」（金商法第1条）に資するものと想定しているが、それは誤りである。仮に「失われた30年」において、日本企業の収益が外生的要因により頭打ちになったことを前提とすれば、経営者は利益を増大するために費用を削減して利益の増大を図らざるを得ない。役員・従業員還元や研究開発費用を削減する「コストカット型経営」に陥り、株主に帰属する価値だけが増大するが多くのステークホルダーに分配される付加価値が増大することにはつながらない。すなわち、経済成長をもたらさずに経済格差だけを助長する可能性が高い。

以下では、新自由主義政策が強化された2000年以降、また、特にコーポレートガバナンス・コードの導入された2015年以降、そうした傾向が拡大され続けてきたことを統計的なデータを参照しながら説明する。以下、第3節でマクロ環境を、第4節でミクロ環境の実態を概観した上で、最終的には「付加価値分配計算書」を用いた新しい経営・経済政策の可能性を問う。

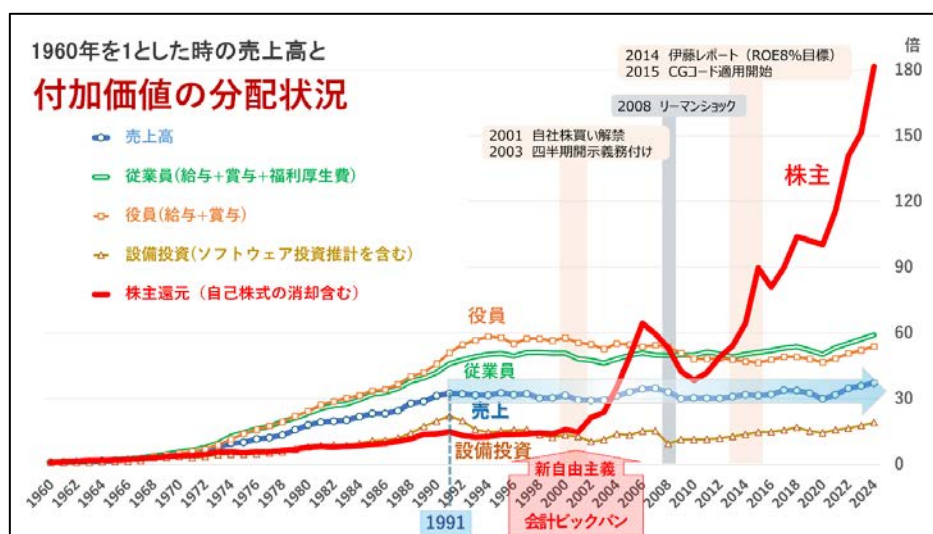
3. マクロ環境概観

以下では、日本の株式市場では、企業への資金供給は極めて限定的であるのに対し、企業から株主への資金還元が大幅に増加していることを説明する。因果関係はともかく、本来、資本市場に期待されている資金供給機能が十分に機能していないというよりは、正反対の回収が支配的となり、筆者は注意を喚起するために「投資家は今や回収家である」とし、制度の根本的な再設計の必要性を訴えている（スズキ・橋本, 2024）。

(1) 「投資家は今や回収家である」

図表3は、法人企業統計をもとに、1960年の値を基準（=1）として、各指標がその後どの程度倍率的に増加したかを示したものである。

図表3 付加価値の分配状況



(出所)「法人企業統計」を利用してスズキトモ研究室(早稲田)が作成

まず、売上高については1991年までに約30倍へと大きく拡大したものの、その後はいわゆる「失われた30年」を反映してほぼ横ばいで推移している。これに対し、役員については一時60倍程度まで増加したが、その後は50倍程度へと減少し、日本の役員の平均給与は国際的に見て極めて低い値で推移している。この傾向は経営・経済政策上ほとんど話題にされないが、経営リーダーシップ論や動機づけ論との関係で重要な示唆を含むものであり対応が必要である。従業員に関しては50倍へと増加したのちに停滞が続いたが、他国との比較において問題とされ、2021年以降は「新しい資本主義」政策の下で改善傾向にある。同じく問題として認識すべきは設備投資の動向である。まず、売上が30倍まで伸びたのに対し、設備投資はそれに届かず、かつ売上高の成長が1991年を境に停滞すると、それに連動する形で急激に減少した。この点は、企業の成長期待の低下及び投資行動の変化を示す重要なポイントである。

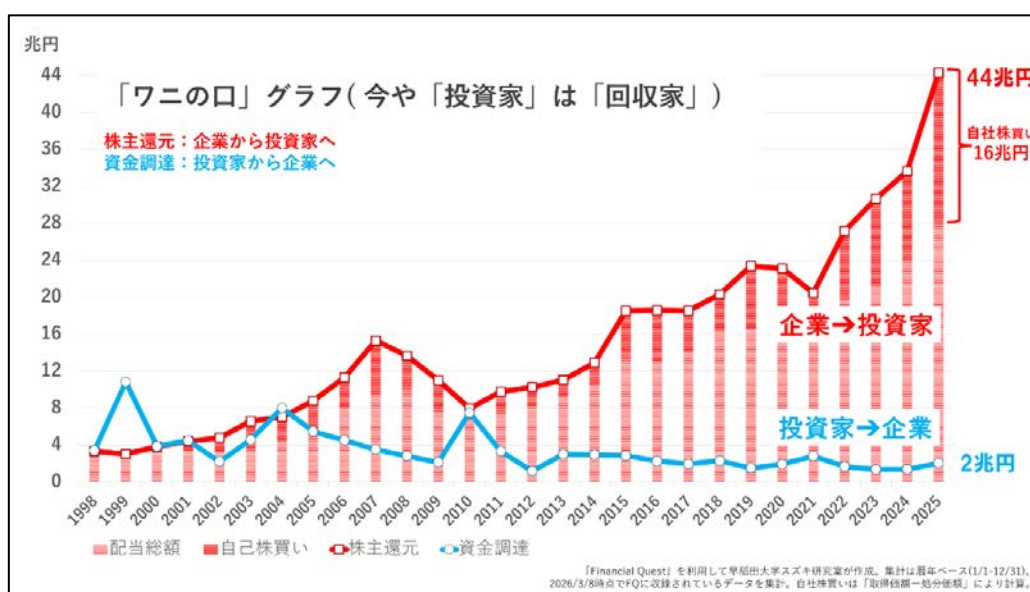
これに対し、小泉政権下のいわゆる新自由主義的政策が強化された2001年以降は、株主還元は急激に増加している。新自由主義政策が正当とされた背景には、当時民間部門において約1,400兆円の資金が存在し、そのうち約700兆円が銀行預金として滞留しているとの認識があり、この所有者である国民が投資家・株主となり企業への直接投資すれば、生産設備の拡大、モニタリングの強化、競争力の回復へ貢献するとの論理があった。そのための制度的整備として、四半期開示の導入、連結財務諸表の強化、セグメント情報の開示拡充、さらには国際会計基準の導入など、いわゆる「会計ビッグバン」が推進されてきた。第2節で触れた国際財務報告基準 (IAS/IFRS) の強制適用案もこうした流れの中で追求された。より多くの情報をより早く投資家・株主に提供することで、投資家保護の環境が整い、投資家による自由で活発な投資や企業統治が経済成長を達成するとの説明であった(竹中, 2001)。

しかし、図表3から解釈するに、こうした投資家を中心に据えた制度改革が企業行動に影響を与え売上高や設備投資といった実体経済を改善した様子はない。他方で、例外的に大きく改善したのが株主還元である。すなわち制度改革以降、期待された投資家による成長資金の提供機能は確認されず、配当および自社株買い等の株主還元が著しく増加しており、全体として世界でも珍しいレベルでの「資本市場の逆機能」が観察されている。図表3は「1960年の値を1とした指数であるから、当時低い値で推移していた株主に対する還元が異常に大きく表現されている」との批判はあり得るが、弊研究室で1980年や1990年、2000年の値を基準としたグラフを作成しても印象は変わらない。また、以下の図表4による絶対額による検討からも「資本市場の逆機能」は疑い難い。

(2) 資本市場の逆機能

図表4は、東京証券取引所における資金の流出入の構造を示したものである。

図表4 東京証券取引所における資金の流出入



(注) 集計は年度ベース(4/1-3/31)。2026/3/8時点でFQに収録されているデータを集計。

(出所)「Financial Quest」より早稲田大学スズキ研究室にて作成

図表中の青色部分は資金調達額、すなわち投資家が企業に対して供給した資金を表しており、その規模は1.6兆円程度に過ぎない。他方、赤色部分は企業から投資家、すなわち株主に対する資金還元額を示しており、その総額は約44兆円に達している。さらに、このうち濃色で示される部分は、利益や利益剰余金からの還元ではなく、過去の株主から提供を受けた資本を返還することで実現する現在の株主への還元、すなわち自社株買いに相当し、その規模は約16兆円に上り、同年度末までには約20兆円を超過したものとみられる。

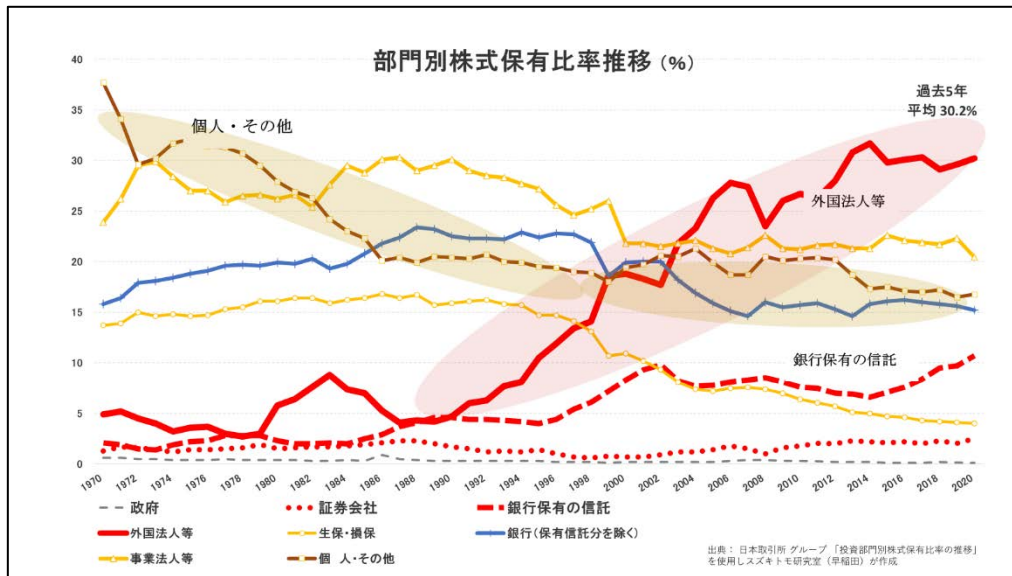
このような資金の流れは、現在の株式市場において、企業が投資家から調達する資金を大

幅に上回る規模で株主還元を拡大していることを示している。すなわち、情報開示の充実等を通じて投資家に投資を促すはずの制度設計が、結果として企業から投資家への資金流出を加速させる方向に作用し「資本市場の逆機能」を推進している可能性が高い。長期経済成長期待率が0~1%程度で推移する日本においては、資金を潤沢に持つ企業に対して、それを投資に回すのではなく還元に戻せという合理性が機能している。特に懸念されるのは、今年度約20兆円に至る自社株買いは、かつて原則的に返還禁止とされていた資本を株主に還元する行為であり、政府の成長戦略に真っ向から逆行するが、株式市場や経済メディアでは「投資家目線の経営」が進み「資本効率的な経営」が達成されつつあるとして好評されていることである。

従来、成長経済においては、企業が利益を追求しようとするれば、投資が促進され経済全体の成長につながると考えられてきた。しかしながら、上記の資金循環の実態は、この前提が成立しなくなっている可能性を示唆している。人口減少の加速する成熟経済社会では、利益を最大化しようとするれば、投資を控え、コストをカットして利益を最大化し、更に資本金さえ返還させる形で株主還元を優先することが合理的である。ここに合理的であるというのは、投資家・株主にとってである。利益・配当水準の上昇に伴い株価は上昇し、ROEやPBRといった効率性指標は投資家にとっては好況が拡大していることを示す。しかし、これが金商法第1条に謳う基本目的「国民経済の健全な発展」にとって合理的であるか否かは別論点であるし、おそらくは不合理であろうことを次に示す。

図表5は株主還元の受益主体ごとに株式保有比率の推移を示している。新自由主義政策の強化を図った2001年当時は、個人の投資家・株主を増加させることを意図していたが、期待に反した。他方、外国人投資家は株主の約3割に達するまで増加した。より精緻な統計に基づけば、カストディアン銀行名に隠れて外国人投資家が存在することが指摘されており、その比率は優に4割以上に達する可能性があると考えられる。この場合、企業活動によって創出された付加価値の相当部分が国外へ流出していることになる。ここで、いわゆるアベノミクスにおいては、高所得層や資本保有者の所得増加を通じて経済全体への波及（トリクルダウン効果）が期待されていたことを想起されたい。日本においてはその効果は限定的であったが、その要因の一つとして株主還元の相当部分が国外投資家に帰属し、国内経済への再分配が十分に行われなかった可能性を指摘する。

図表5 部門別株式保有比率推移



(出所) 日本取引所グループ「投資部門別株式保有比率の推移」より筆者作成

以上の点から、現行の株式市場における資金循環の構造は、従来の成長モデルとは異なるダイナミクスを有しており、その経済的帰結については、より慎重な分析が求められる。

4. ミクロ環境概観

第3節で述べたようなマクロ的な資金配分が生じているミクロ的な背景として、企業経営者の意思決定メカニズムを検討する必要がある。すなわち、一定の収益を確保しているにもかかわらず、更新投資や新規の成長投資が十分に行われず、株主還元へと資金が優先的に配分されるのはなぜか、という点である。

一つの仮説として、企業経営者はROEやPBRといった指標や株主総会における信任率等を重用した「投資家目線の経営」や「資本コストを意識した経営」が求められる経営環境では経営者には成長投資を実行するインセンティブもパワーも限定的であることを指摘する。一般的に利益率が低下した成熟経済社会下で、外国人投資家らに主導されてグローバルレベルの高い利益率が求められれば、短期的にはROEを低下させるような大きな投資は選択し難い。結果として、短期に高利益率でリターンが可能な投資が優先的に採用されて、中長期的かつ大規模な投資、冒険的な基礎研究は抑制される。これが今日の日本の国際競争力の低下につながっているとの見方である。

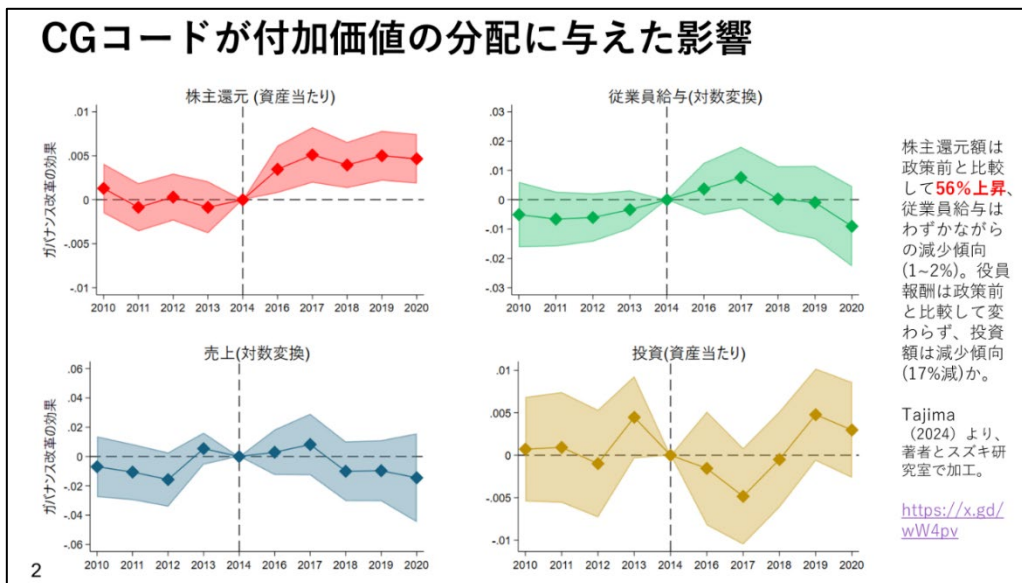
2025年以降、筆者は非公式ながら「KK研究会」を主催し、経団連と関経連の主要会員企業や国内外の機関投資家に対するヒアリングを続けている。そこで蓄積しつつある事例の中でも象徴的な例を紹介する。2020年代初め、某総合メーカー（年商約2兆円規模）の経営者の株主総会における信任率は90%台から80%へと低下している状況にあり、筆者は70%から60%程度まで低下する可能性に関してヒアリングした。同経営者は意に介さず一笑に付し、

本来必要とされる新規投資を追求するとしていた。しかし、数カ月後の株主総会において信任率が65%にまで低下したことを受けて、中長期の新規成長投資は抑制的にして大規模な自社株買い(直近5年間で1,000億円)を実施するに至った。こうした事例は枚挙にいとまない。某エネルギー会社(年商約9兆円)は、カーボンニュートラルを達成するために必要とされる1,000億円規模の投資を計画していたが、機関投資家の反対を受けとん挫した。長期投資により収益性も利益率も拡大し教科書的にイノベーションを成功させた某繊維メーカー(年商約2.5兆円)も、大規模な都市開発や街づくりに貢献してきた某総合不動産会社(年商約3兆円)も、2025年から大規模な自社株買いを開始している。

これに対し、市場には多数の「長期投資家」が存在するとの見方もあろう。弊研究室では国内主要機関投資家に対する聞き取り調査も重ねている。そうした投資家によれば、実は「長期」といっても3年から5年であり、その間に利益が拡大する投資案件でなければ株式を買わないか、売却するか、株主総会での役員選任に際しては反対票を投じるという。現在の市場環境では利益性計算の信頼性を得ない「10年の投資プロジェクトは、株式市場マターではなく政府プロジェクトで進めるべき」であり、あるいは「そうした市場の期待に応えられないなら、そもそも上場しているべきではない」等の証言が支配的である。長期投資家との対面の聞き取り調査でさえこのような状況であるから、顔の見えない実際の投資実務や株主権行使の現場では、より短期的な利益圧力の下での経営が求められている可能性が高い。

こうした傾向を統計的に示すに、図表6は主として東京証券取引所に上場する企業に対し新自由主義的な企業統治を強化する目的で導入されたコーポレートガバナンス・コード(CGコード; 2015年)改革の影響に関する有価証券報告書データを、DID(差の差分分析)を用いて分析している。コーポレートガバナンス・コード改革以降、売上、賃金、投資は伸びていない一方で、株主還元のみが大幅に増加していることが確認されている。

図表6 CGコードが付加価値の分配に与えた影響



(出所) Tajima (2024) をベースに著者(田島淳也)とスズキトモ研究室にて作成

この問題は投資家・株主側からすれば、もちろん違法ではないし、経済合理的であるから即時の解決が難しい。かつて、我々は投資家の保護・優遇政策を通じて成長に必要な資金を確保し成功してきた。情報開示制度を強化し株式市場の国際化を推進し、今やグローバルに安価に株式の売買が可能な市場を形成した。しかし、だからこそ、時代が下って成熟経済局面においては、「株式市場の逆機能」が起動し、投資よりも回収が支配的となる。仮に全世界を対象とした資本主義を論じるのであれば、低成長国から引き揚げられた資金が高成長国に投資されることをもって「希少資源の効率的な利用という経済合理性が機能している」との主張は成立しても、低成長国日本の問題は深化する一方である。30年—40年後に開発途上国での人口減少が始まり全地球規模での低成長化がコンセンサスとなるまで、先進国の多くで回収支配的な市場が猛威を振るい持続可能な経済の可能性に疑義を生じる。

これまでのセクションを小括する。成長が前提とされ実質も伴っていたマクロ環境では、利益を最大化するためには収益の拡大が図られた。収益拡大のためには生産・販売規模拡大が必要とされ、そのために新たな資金調達や利益剰余金を原資とした積極的な成長投資が実行された。この環境であれば、株主以外のステークホルダー(当該企業自体も含む)にも十分な資金が分配され、「国民経済の健全な発展」(金商法第1条:目的)が実感された。しかしながら、増収が望めない成熟経済において、損益計算書をベースに「利益」を最大化しようとするれば、費用を抑制せざるを得ない。近年、こうした構造は政府においてもコストカット型経営として問題視されるに至った(内閣府, 2025)。

であるとすれば、2015年以降の政策で積極的に用いられるようになったROE(資本利益率=利益/資本)やPBR(株価純資産倍率=株価/一株当たり純資産)は中長期の人的投資や研

究開発投資を抑制してきた可能性が高い（スズキ, 2021、2022、2023）。しかも、問題は、こうした指標自体は改善され、あたかも企業業績の改善を反映しているかのように捉えられてきたから問題の長期化につながった点である。成長経済から成熟経済へ移行する際、経営や経済運営の基本的なインセンティブ構造の見直しが必要となる。インセンティブに直接的な影響を与える企業業績評価指標は注意深く選択される必要がある。特にROEやROICなど分母に資本や投資を置く比率は資本や投資の減少を誘引しかねない。これは個々の企業においてもだが、特に金融庁や経済産業省や東京証券取引所などが主導する政策においても重要である。

5. 政策提言：付加価値あるいは収益の適正分配・投資経営

こうした観点から、筆者は、短期的に資本や資産を削減することによって表面上の改善がとりつくろえる ROEやROICやPBRなどの利益・株価にベースを置く効率性指標に代わり、①企業が毎年新たに生産する価値、すなわち「付加価値」の中長期的な拡大と適正な分配・投資の状況をもって経営及び経済運営の中心的な指標とし、投資家も経営者もこの指標の示すところに応じて合理的な経済行動を起こすような制度設計のデザインを試みてきた。もともと②大きな成長投資のために、短期的には当年の付加価値や収益を超えて累積した利益剰余金（内部留保）やエクイティファイナンスや借入による資金を利用して成長投資額を拡大する必要があり、これは高市政権でも推進されているところである。しかし、中長期的には、特に成熟経済局面においては、企業は毎年生産する付加価値を中心にそれが誰にどれだけ分配・投資されたか確認しながら持続的な発展を企画する必要がある。

そうした経営が促進される環境を整備する具体案として、③従業員を株主化する政策、④株主総会における信任率の解釈についての再検討を求める。③については、国際的に容易に株式を売買して短期間に効率的にリターンを確保できる株式市場において、中長期に企業の成長を支えるインセンティブ・コンパティビリティを持つのはGPIF等の年金基金や従業員である。筆者は特に後者、個々の企業において機動性の高い従業員を株主化する政策を検討してきた。また、④については、特に2026年に入ってから先のKK研究会での聞き取り調査等をきっかけとして、必要以上に高い信任率を求めるセンチメントが問題であるとの知見を得たので以下で説明する。

(1) 付加価値分配計算書の導入による新たな経営モデル

まず、これまでの資本主義経済で支配的な法人組織形態である株式会社において、貸借対照表と損益計算書による利益計算体系が極めて重要な役割を果たしてきたことは疑いない。特に損益計算書は、成長経済下においては、企業の経営成績を「利益」という形で忠実に反映するデータとの建付けで、投資家・株主の効率的な資金アロケーションを支援し、国民経済の健全な発展に貢献してきた。しかし成熟経済下においては、逡減する「利益」と貸借対

照表上の潤沢な内部留保に関する情報は、投資家・株主をして経営者に短期株主還元要求を迫るためのツール化し、付加価値の成長を伴わない「失われた30年」の継続に寄与してしまった可能性が高い。

しかし、損益計算書と貸借対照表のような財務諸表が単に現実の反映であると理解するのは誤りであることは第2節で述べた。インドの **One Additional Line** 革命で見たように、損益計算書に「CSR費用」という追加的な一行を加えるだけでも短期利益最大化行動を大きく変える経済社会構築性があった。実験では、**One Additional Line** がデフォルトで損益計算書に組み込まれている状況からはじめて、政策としてそれを取り除くと利益最大化行動が起こることが知られている。これは現行の損益計算書のフォームが利益最大化行動を誘引している側面を示している (Suzuki, 2014)。であるとすれば、①以下では、「利益」に代わり「付加価値」を計算し、かつそれがどのようなステークホルダーにどれだけ分配されているかを示す「付加価値分配計算書」を導入し、利益と配当の最大化を統制し付加価値を適正に分配・投資した場合の経済的帰結を検討する。

図表7は筆者等との協働により2025年に発表されたアステナホールディングスの付加価値分配計算書である。収益からそれを獲得するのに必要とされた社外の生産価値を差し引いて付加価値を推定し、それが社内のどのステークホルダーにどれだけ分配・投資されたかを示している。過去3年のトレンドだけでなく、中期経営計画として3年後に目標とする姿を示して、ステークホルダー主義の経営を推進している。計画化された持続的発展のために、株主利益や配当が他者の犠牲において短期に最大化されないように設計されている。また、下請け企業への分配・投資も含めて持続的な発展を企図する場合には、「付加価値」に代わり「収益」を分配・投資の原資とし、これを適正に利用する「収益の適正分配・投資経営」としてのバリエーションも考えられる。某自動車メーカーがサプライヤーの犠牲の上に一人勝ち状態であると批判を受け、この収益の適正分配・投資経営が検討された経緯があるが、本稿では付言にとどめる。また、付加価値分配計算書は現行制度上の損益計算書の科目を多少分類し直し組み替える程度で作成可能であり企業に多大な負担を強いることがないことも申し添える。ただし、マクロ経済上の付加価値計算式を無批判に転用・誤用したり、中小企業の資金繰り管理用に安易に減価償却費を足し戻したりするような教科書もどきの誤った計算が横行しているので注意を要する。

図表7 アステナホールディングス：付加価値分配計算書

▶ 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拡張しによる株主への還元であるため、別建てで記載

(出所) アステナホールディングス『統合報告書』(2025)より転用

次に、こうした付加価値分配計算書の利用が進んだと仮定し、利益・配当の最大化よりは付加価値の適正分配・投資経営が実施された時のマクロ的な影響をシミュレーションする。「利益」とは会社法上株主に帰属させる付加価値であるが、仮定として、これを原資とする配当の対自己資本比率 (DOE) を1ポイント減じて、その余剰を主たるステークホルダーに適正に分配する場合に起こり得る影響を、単純な仮定を用いてシミュレーションする (図表8 ; 2019年の有価証券報告書データを基に試算)。具体的には、まず、役員報酬を従前の150% (A)、従業員の現金報酬は110% (B1) へと増加させる。まだ残余がある場合にはこれを従業員に自社株を無償交付するような分配を考える (B2)。ここでの「自社株による無償交付」は、従来は従業員株式報酬と呼ばれてきた制度の応用で、定年退職まで売却不能な譲渡制限付き株式を交付し、会社の資本充実を図り、従業員の金融資産形成に資すると同時に事業再投資にも貢献させる (C)。株式による従業員還元であるから、資金は社内に留保され、これが事業再投資の用に供される。そうした取引の結果として政府に対する税や社会保険料は自動的に決定される (D)。

図表8 付加価値分配の見直しに係る業種別シミュレーション

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%

(出所) 2019年の有価証券報告書データを利用してスズキトモ研究室が作成

例えば情報通信・サービス業においては従来1,000万円であった従業員報酬は、現金部分で1,100万円に増加し、さらに株式報酬として1,000万円相当が付与されるため、総報酬は実質的に210%の水準に拡大する。単純なシミュレーションではあるが、DOEを1ポイント下げただけで所得倍増を可能にするだけの資金は確保される。次に、株式報酬分は従業員の金融資産を形成しつつ、企業内部に資金を留保する。その結果、企業の再投資原資は128%へと増加し、将来的な成長投資の余力も拡大する。このような付加価値の適正分配・分配の結果は、税額や社会保険料等を反映して政府への分配も149%に増加する。総じて配当のわずかな調整と分配手法の変更により、企業・従業員・政府のいずれにとっても有益な資源配分が実現し得ることが示唆される。

上記の付加価値の適正分配・投資経営のメリットは金額による適正性の向上だけ限られない。先に③として触れたように、従業員を一定のレベルで株主化してゆくことで企業経営に関する実質的な動機づけとモニタリング、企業統治機能の向上が期待される。現在問題とされる株主による短期志向の経営方針を反転させるために、新しい株主クラスターとして従業員株主は自ら働く会社とその株式価値の持続的発展を望むことから安定した成長投資環境に貢献する。また権利の乱用的なアクティビスト等にも有効に対抗しうる。

そうした役員に対する株式の無償交付を大規模に実施した例として東証プライム市場上場の丸一鋼管株式会社がある。2024年、同社は従業員平均給与694万円のところ、自己株式870万円を定年退職までの譲渡制限付き株式として無償交付し、人的資本の充実を図り持続的発展の基礎とした(スズキ・橋本, 2024)。同ケースでは当初一人当たり2,000万円ほど

の株式の無償交付を予定していたが、損益計算書上その人件費化が要求される可能性を忌避して870万円に抑制した。会計理論上も政策上も自己株式の無償交付分を人件費化する必要は無いとの判断で、現在、非費用化処理が一般に公正妥当な会計基準に従った処理と認められることを求め「夢の仕訳」プロジェクトとして議論を進めている（スズキ, 2025）。

こうして持続的成長を目指す積極投資環境が改善されたと仮定して、次に必要な経営実務は②成長投資額の拡大である。ROEやROICという効率性指標をもって企業統治を進めた過去10年は、短期に効率的なリターンを求め、成長投資額の抑制が観察された（図表6参照）。これを反転させるためには、「率」ではなく「額」の開示政策を打ち出し、額の多さによる競争を起動することが有効である。ここで成長投資額の定義としては次を推奨する。

成長投資額＝保守・サステナビリティ投資＋新規事業投資

一般に成長投資額といった時には新規事業投資をイメージしがちであるが、必要な保守・サステナビリティ投資を抑制して新規事業投資額を増やすような経営は持続的発展を棄損するから、保守・サステナビリティ投資を成長投資額の一部に含める。短期的には、冒険や夢やリスクも内包する成長投資額の増加を許容し、次世代を担うようなイノベーションが生まれる環境の整備が必要である。もっとも、中長期的には、そうした成長投資額が付加価値の増加に結びついているか観察する必要はあるから、これを①の付加価値分配計算書データの推移でモニタリングする。短期的には成長投資額の増加、中長期的には付加価値の増加とその更なる適正分配・投資をもって成熟経済社会の持続的な発展を実現する必要がある。

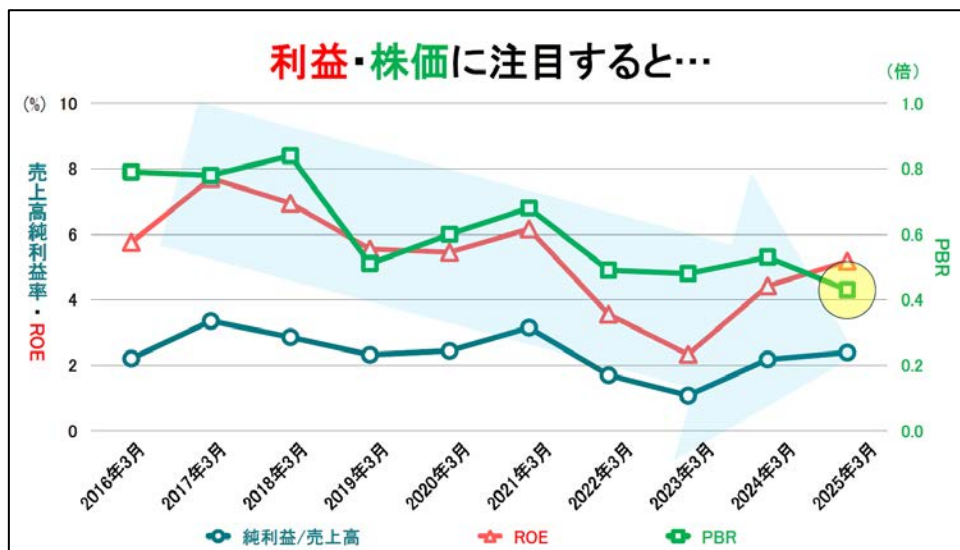
ここで再論するが、ROEやROICなどの利益率の開示は、手段やプロセスを示さずに株主にどれだけのリターンがあるか、結果を約束させる開示である。高ければ高いほどよく、投資家と経営者の間の建設的な対話生まれにくい。それよりは成長投資額の開示を行い、経営上どうしてそれが必要で望ましいのか、投資家と経営者の間の互いに建設的で牽制の効く対話を促進する必要がある。

もう一点、成長投資額の増大を推進するための政策が、株主総会における信任率の見直しである（④）。これまで信任率の基準として95%や90%が暗に想定されてきたが、このような高い信任率を確保しようと思えば、短期的な還元を約束しない限り難しい。中長期に、一定の夢や冒険やリスクを伴う研究開発投資で付加価値の増加を企図するのであれば、それに対する反対株主の存在を認めて、極端に言えば過半数を上回る水準であれば経営の正当性は担保されるものと解釈する。あるいは、100%と50%の間をとって75%あれば良好とのセンチメントを醸成し、経営者に積極的な成長投資を促し、潤沢な内部留保を自社株買いではなく未来を創る経営に役立てるよう制度設計する必要がある。ROEやROICやPBRなどの利益や株価指標を重視しては、短期の株主還元偏重の経営行動が一層強化される可能性がある。

(2) 付加価値評価の有効性：A社の事例

では、最後に、利益率や株価を指標とすることなく、付加価値の増加とその適正な分配・投資を経営方針として着実な成長を遂げている企業の例を紹介する。図表9はA社（東京証券取引所上場企業）の過去10年の業績の推移を、売上利益率やROEやPBRで可視化したグラフである。

図表9 利益及び株価によるA社の業績評価の推移

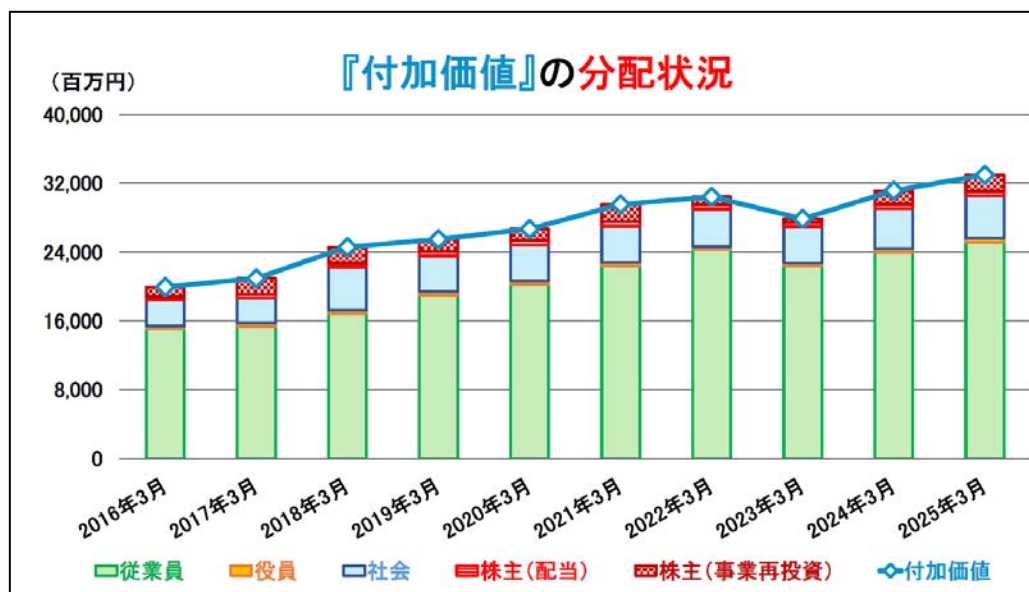


(出所) 有価証券報告書をもとに早稲田大学スズキトモ研究室で作成

全体として、利益率も株価も右肩下がり、特にPBRに関しては0.4倍と解散価値を大きく下回る値で、株式市場は同社に極めて厳しい評価を与えている。

しかし、図表10の様に、利益や株価に代わり付加価値とその分配の態様の推移を示せば、A社は過去10年に極めて高い成長（約1.7倍）を遂げ、更にはその価値を適正に従業員還元に戻していることが分かる。筆者によるCEO・CFO等経営層に対する聞き取り調査によれば、直近ではAIの進展に対する対応として、従業員を解雇するのではなくAIを使いこなす人材を育て、それを資源として増収を図り、更にそれを十分な賃金で報いる好循環を意図して経営を進めているという。今後は、株主還元も増加させるが、特にコストカットによる利益の拡大を回避し、収益拡大に伴う企業価値の増大を企図しているという。現在はこうした経営方針と実績に関する開示を付加価値の適正分配・投資に関する観点から強化する過程にあり、株価はすでに高揚している。株式市場も付加価値の適正分配・投資経営による企業価値の増加を十分に評価する可能性はあるのだが、これまではそうしたデータの開示フレームワークが欠如していたものと考えられる。

図表10 付加価値とその分配の推移



(出所) 有価証券報告書と企業内部データを使用してスズキトモ研究室(早稲田)で作成

すなわち、本事例が示すのは、利益や株価といった従来の評価指標では低評価とされる企業であっても、付加価値の観点からは持続的に経済的価値を創出し、それを各ステークホルダーに適切に分配することにより持続的発展が実現している可能性である。このような事例は、企業を利益だけで評価することの限界を示すものであり、付加価値を基準とした評価の可能性を裏付ける。

6. おわりに

本稿では、成熟経済においては従来の「利益」概念を中心とした企業経営や経済成長の枠組みが限界に直面している可能性を指摘した。新たな会計が新たな経済実態を醸成する力に期待し、付加価値分配計算書を導入し、付加価値の拡大と適正分配・投資を基軸とする新たな経済運営の必要性を示した。新たな開示制度や実務の設計の工夫により、最小限のコストで大規模に企業行動を変容させることは可能であり、特にキャンセルビリティ特性を備えた会計制度は、今後の政策形成において重要な意義を有する。そもそも、経済政策において大切なのは「利益」よりも「付加価値」であり、そうした概念を中心に据えた経営改革政策は持続可能な経済社会の構築に重要な示唆を与える。

参考文献

- スズキ トモ (2012) 「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)」,金融庁 オックスフォード・レポート, 217 頁。
- 鈴木 智英 (スズキ トモ) (2018) 『『一行』で短期利益最大化行動を修正する』, 学術の動向, 23 巻 6 号, 652~655 頁。
- スズキ トモ (2021) 「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・市場に関する考察 - <四半期毎の開示制度の批判的検討を契機とする>」, 関西経済連合, 関経連レポート, 315 頁。
- スズキ トモ (2022) 『「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』, 中央経済社, 317 頁。
- スズキ トモ (2023a) 「過度な「株主還元」が招く日本経済の衰退 一東証「PBR1 倍割れ」改善要請を考える」, 『企業会計』 75(9) 中央経済社, 81~88 頁。
- スズキ トモ (2023b) 「「新しい資本主義」とは何か? 付加価値の適正分配経営 (DS 経営) に向けて」, 『企業会計』 75(10) 中央経済社, 64~73 頁。
- スズキ トモ (2025) 「人的資本の充実に向けた役職員株式交付制度の提言 ~ 「夢の仕訳」 ~」, 『月刊・資本市場』 2025・8 (480) 資本市場研究会, 28~39 頁。
- スズキトモ・橋本基美 (2024) 「成熟経済下の「資本市場の統治」~株式報酬制度: 付加価値の適正分配のナッジとして~」, 『月刊・資本市場』 2024・8 (468) , 4~17 頁。
- 内閣府 (2025) 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025 年改訂版」 (令和 7 年 6 月 13 日) , 1~89 頁。
- 日本公認会計士協会 修了考査試験問題及び答案用紙 <https://jicpa.or.jp/syuryokousa/shikenmondai.html> (最終閲覧日: 2026 年 5 月 21 日)
- Suzuki, Tomo (2014) , “Institutional Mechanism Design: Accounting for Sustainability for Emerging Economies, Consultation Report to UN and Relevant Institutions (Confidential), pp.1-85. Dr. Tomo Suzuki (Group Leader) Accounting for Sustainability Group, University of Oxford