

多様なステークホルダーへの分配という観点から見た日本企業 —自動車セクターを中心に—

神山 哲也

調査協力：小林 正憲（野村証券名古屋コーポレート・ファイナンス部）

■ 要 約 ■

1. 日本企業は過去10年ほど、株主重視の姿勢を強めてきた。しかし近年では「ステークホルダー資本主義」など、多様なステークホルダーに対する長期的な価値創造を追求すべきという考え方も台頭してきた。
2. 日本の産業の中でも特に幅広いステークホルダーを有する自動車セクターをみると、各ステークホルダーにバランスよく分配・貢献してきた。トヨタのように、1935年の「豊田綱領」に遡るステークホルダー重視の姿勢、分配の原資を生み出す付加価値を積み上げてきたことが背景として挙げられる。
3. 今後の課題としては、従業員の株主化等を通じて従業員と株主利益とのバランスを如何にとるか、投資家による企業評価の考え方とエンゲージメントに対する姿勢が変容していることへの対応などが挙げられよう。今後、日本企業にとって、自動車セクターの取り組みは、倣うべき一つのモデルになると考えられる。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・加藤晃（東京理科大学教授）・野村資本市場研究所「サステナブルファイナンス 3.0 研究会」編著『新キャピタリズム時代の企業と金融資本市場「変革」—「サステナビリティ」と「インパクト」への途—』一般社団法人金融財政事情研究会、2022年12月15日。
- ・西山賢吾「株式保有構造の変化が促す『企業と株主・投資家との新しい関係』構築」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年秋号。

I ステークホルダー資本主義の時代へ

日本企業は長年、終身雇用・年功序列に基づいて従業員を重視する一方、ややもすれば株主を軽視する傾向があると指摘されてきたが、過去 10 年ほどでは、株主重視の姿勢が強まり、株主への分配で一定の成果を出してきた。その背景として、一つには、外国人投資家の増加が挙げられる。実際、東京証券取引所・名古屋証券取引所の株式保有比率では、2008 年のグローバル金融危機以降は一貫して外国人投資家が最大となっており、直近 10 年間は 30% 近傍で推移している。もう一つには、コーポレート・ガバナンスの強化が挙げられる。特に日本の場合、2014 年のスチュワードシップ・コードの導入、2015 年のコーポレートガバナンス・コードの導入により、企業のガバナンスを規律づけると同時に、機関投資家によるエンゲージメントを促すことで、より実効性あるコーポレート・ガバナンスの強化が図られた。

しかし、近年では、企業活動・投資活動において持続可能な開発目標（SDGs）・環境・社会・ガバナンス（ESG）を重視する潮流の中で、株主の利益を過度に重視する株主至上主義への批判も高まってきた。そうした考え方の一つの表れが「ステークホルダー資本主義」である。ステークホルダー資本主義とは、企業が、株主だけでなく、地域社会など、あらゆるステークホルダーに対する長期的な価値創造を追求すべきとする考え方であり、直接的には、世界経済フォーラムのダボス・マニフェスト 2020 で提唱された¹。その前年には、米国財界団体のビジネス・ラウンドテーブルが、企業によるすべてのステークホルダーへのコミットメントを行うことの重要性を訴える声明を発表しており、その流れを受けたものである²。日本においても、賃上げが直近 3 政権の重要アジェンダになるなど、日本企業の付加価値の分配を巡る議論は、更なる転換点を迎つつあると言える。

そこで本稿では、日本の産業の中でも、従業員、取引先企業、進出先の国・地域など、特に幅広いステークホルダーを有する自動車セクターに焦点をあてて、近年の各ステークホルダーへの分配の経緯を概観する。具体的には、法人企業統計調査³の結果をもとに、日本の製造業における主要 7 産業（自動車産業（自動車・同附属品）、化学工業、鉄鋼業、電気機械器具、情報通信業機械器具、生産用機械器具、食料品製造業）が、リーマンショック後の 2009 年から 2021 年までの間に、ステークホルダーに対してどの程度貢献してきたかを示す。対象とするステークホルダーは、従業員、取引先、国、株主とする。なお、各産業の集計対象の企業について、資本金 10 億円以上の企業のみ限定して分析を行った。

¹ World Economic Forum, “What is stakeholder capitalism?,” January 22, 2021.

² Business Roundtable, “Business Round Table Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’,” August 19, 2019.

³ 財務省「法人企業統計調査」。

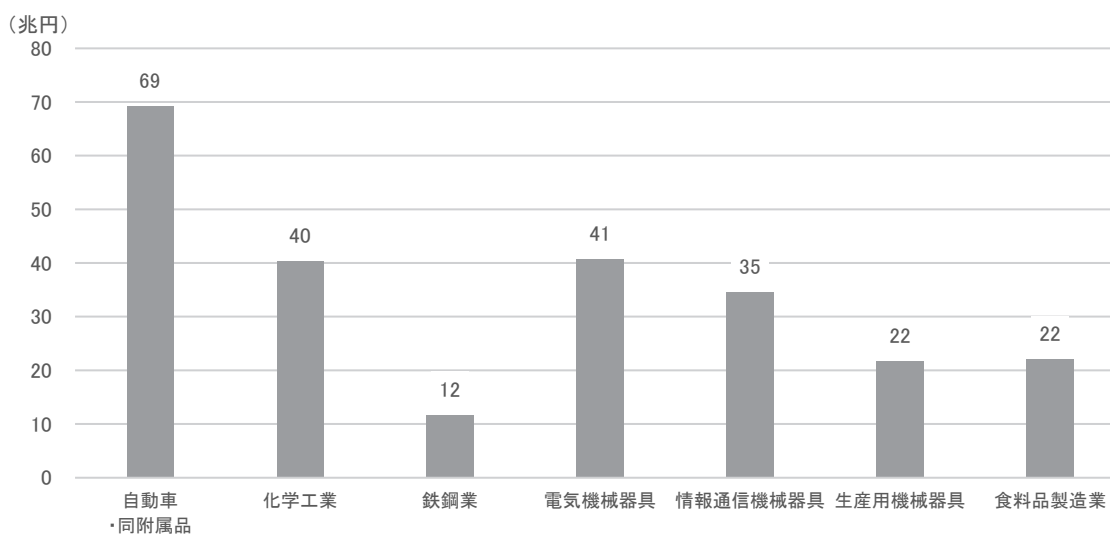
II 自動車セクターにおける各ステークホルダーへの分配

1. 従業員に対する分配

「従業員に対する分配」を給与、賞与、福利厚生費の合計と定義し、産業ごとに集計した。2009年から2021年までの自動車セクターによる分配累計額は国内の7産業の中でトップとなっている（図表1）。また、2009年から2021年にかけて従業員に対する分配額（年間）は、4.5兆円から5.8兆円へ、プラス29%もの成長を遂げた（7セクター平均の成長率はプラス5%）。この結果は、自動車セクターが従業員のフリンジベネフィットを含めた経済処遇の向上に貢献してきたことを示している。加えて、電動化やソフトウェアなど従来とは異なる領域へ事業がシフトする中での雇用の拡大や、賃上げによってさらに分配が増加していることが示唆される。

自動車セクターにおける各社の単体の従業員への分配額を見ると、トヨタ自動車（以下トヨタ）が年7.5兆円と最大であった（図表2）。国内において、業界トップの給与水準かつ多くの従業員を抱えているトヨタは、自動車セクターによる従業員への分配を牽引する役割を果たしていると言える。また、自動車メーカーは春闘労使交渉でベアを受け入れるなどして分配の向上を実現してきた。実際に、2009年度から2021年度でトヨタは20.6%、本田技研工業（以下ホンダ）は11.6%年間給与が増加している。近年ではトヨタ、ホンダが春闘にて満額回答をするなど、インフレ等に応じた対応にも積極的である。また、連結従業員数増加率を見ると、同期間でトヨタは16.3%、ホンダは15.4%増加しており、雇用拡大によってグローバルでの分配の増加も示唆される。

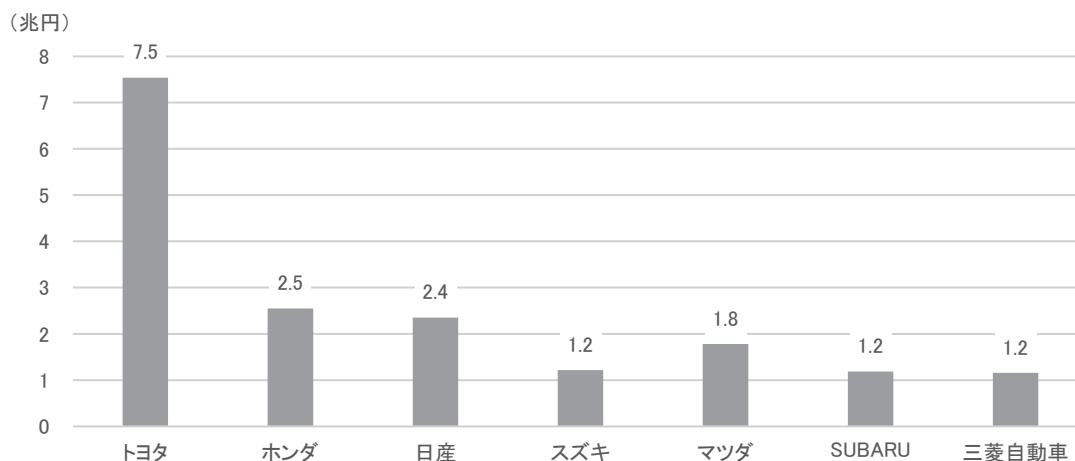
図表1 産業ごとの従業員に対する分配累計額（2009年－2021年）



(注) 従業員に対する分配を、従業員給与、従業員賞与、福利厚生費の和とした。

(出所) 財務省「法人企業統計調査」より野村作成

図表 2 自動車業界における従業員に対する分配累計額の比較（2009年－2021年）



(注) 単体の従業員数に平均年間給与を掛け合わせて従業員への分配を算出。

(出所) 各社開示情報より野村作成

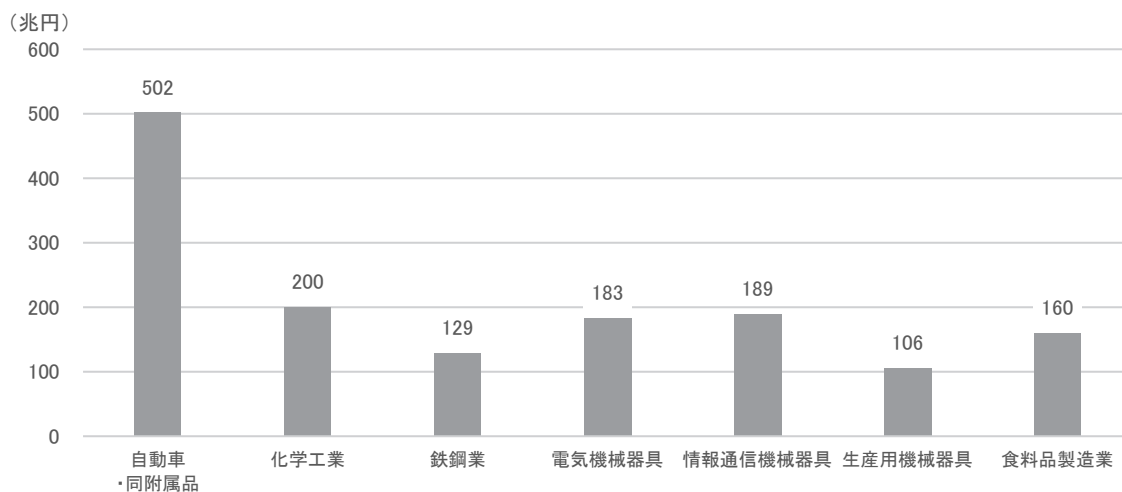
2. 取引先企業等への分配

ここでは「取引先企業等への分配」を、売上原価から従業員に対する分配を差し引いた金額と定義し、2009年から2021年までの累計を産業ごとに集計した。その結果、幅広い規模の企業が巨大なサプライチェーンを構築する自動車セクターが圧倒的なトップであった（図表3）。また、自動車セクターによる取引先企業等への分配（年間）は、2009年の31.4兆円から2021年の40.5兆円へ、プラス29%の成長を遂げた（7セクター平均の成長率はプラス8%）。これまで、自動車メーカーとサプライヤーが同じ地域に製造拠点を出し、生産計画の内示を行うなど、密接な連携を続けてきたが、足元においても、資材価格の高騰によるサプライヤーの負担を自動車メーカーが一部負担するなど、事業活動存続のための取り組みに注力している。サプライヤーとの共栄に向けた取り組みがあつてこそ、自動車セクターが他の産業よりも高い分配を実現できたと考えられよう。

自動車メーカー各社（単体）別に、取引先企業等への分配（累計）を比較すると、トヨタが110兆円とトップになった（図表4）。トヨタがグループ各社をはじめとする強固なサプライチェーンを持ち、グループ内の連携強化に注力していることが、取引先企業等への高い分配に繋がったものと考えられる。

また、海外に目を向けると、トヨタの国外での生産台数は2009年度の285万台から2021年度の441万台へと大きく増加し、連結売上原価は2009年度の16兆円から2021年度の25兆円まで増加した。グローバルな生産規模拡大の観点から、国内だけでなく海外における取引先に対しても分配が強化されている様子が窺われる。今後については、足元の地政学リスクがグローバルなサプライチェーンにどのような影響を及ぼすかが、一つのポイントとなる。

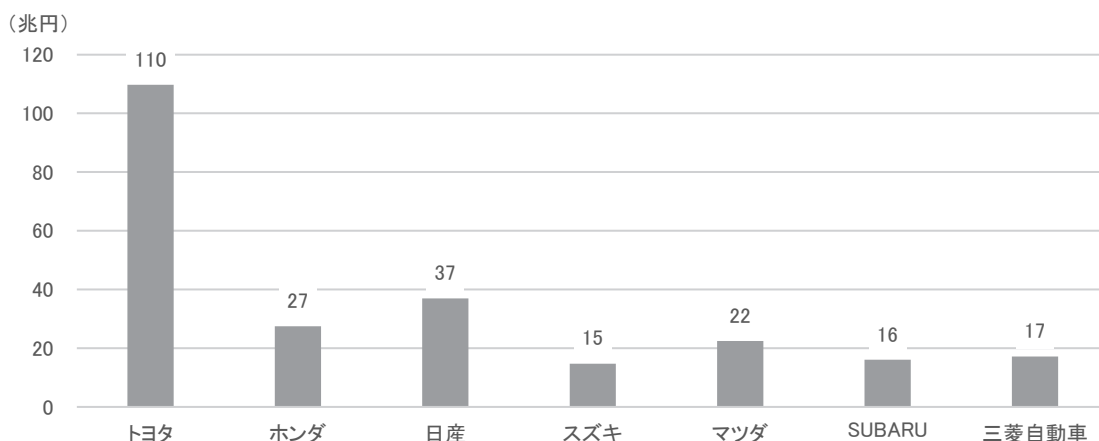
図表3 産業ごとの取引先企業等への分配累計額（2009年－2021年）



(注) 各産業の売上原価から従業員への分配を差し引き、取引先企業等への分配を算出。

(出所) 財務省「法人企業統計調査」より野村作成

図表4 自動車業界における取引先企業等に対する分配累計額の比較（2009年－2021年）



(注) 単体の売上原価から従業員への分配を差し引き、取引先企業等への分配を算出。

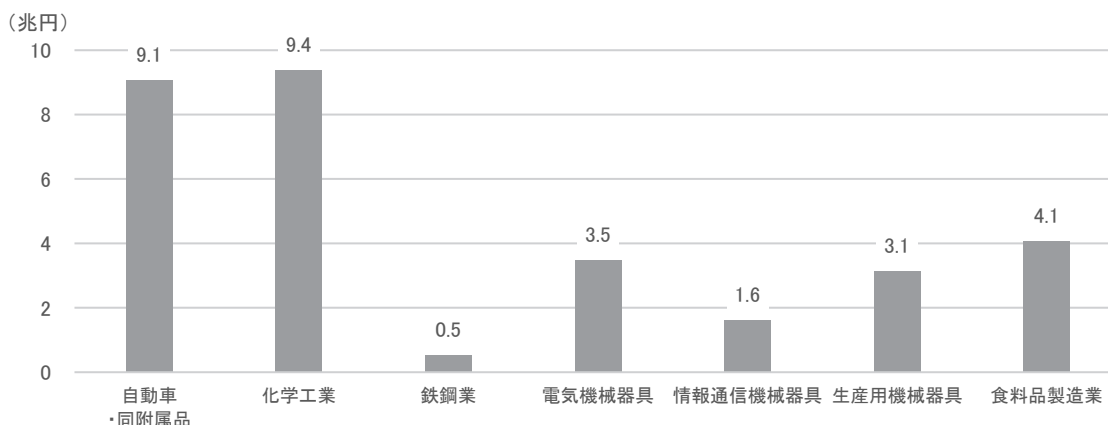
(出所) 各社開示情報より野村作成

3. 国への貢献（法人税でみた政府セクターへの分配）

国への貢献として、法人税、住民税、事業税の支払い金額を産業ごとに集計した。その結果、化学工業が 9.4 兆円でトップとなり、自動車セクターが僅差が続いた（図表 5）。他方、化学工業・自動車セクターの 2009 年から 2021 年にかけての法人税等の納税額（年間）の成長率をみると、化学工業が 31%（0.7 兆円から 0.9 兆円）であったのに対して自動車セクターは 429%（0.2 兆円から 0.9 兆円）と、国の財政により貢献する産業へと成長したと言える（なお、7セクター平均の成長率はプラス 265%）。

自動車セクターにおける各社（単体）の納税額の比較を見ると、トヨタは 3.8 兆円と最も納税している企業となった（図表 6）。これは、同社の事業規模はさることながら、継

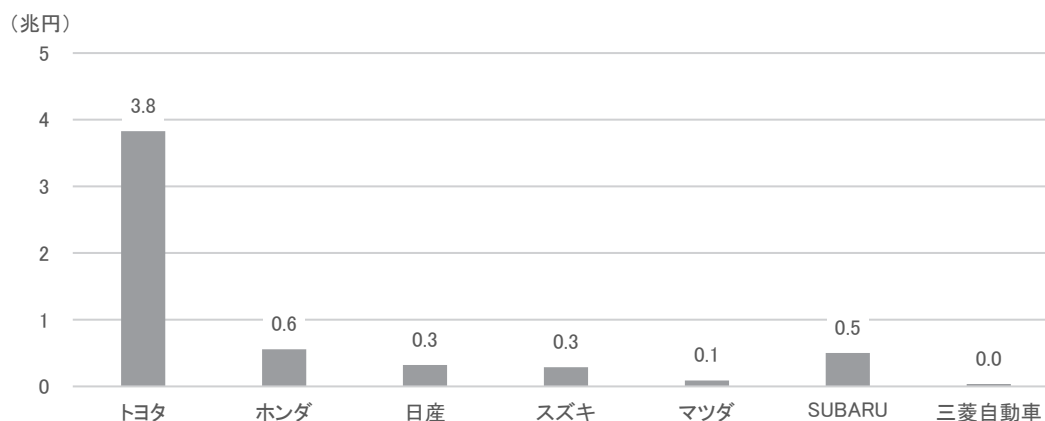
図表 5 産業ごとの納税累計額（2009年－2021年）



(注) 各産業の法人税、住民税及び事業税。

(出所) 財務省「法人企業統計調査」より野村作成

図表 6 自動車メーカー各社単体の納税累計額の比較（2009年－2021年）



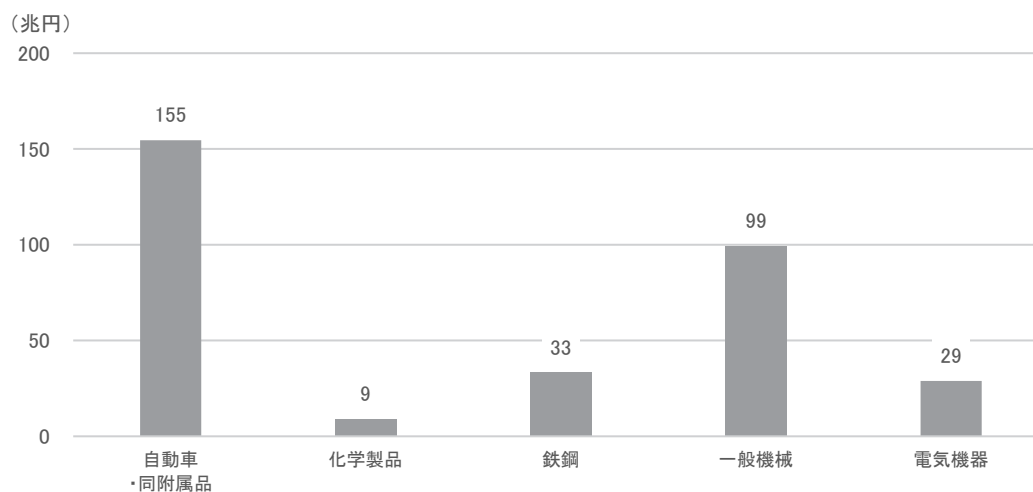
(注) 各社の単体の法人税等の累計額。

(出所) 各社開示情報より野村作成

継続的なカイゼンによる損益分岐台数引き下げなどにより、安定的に利益を創出してきた結果である。また、これまでに日本においては電動車向け補助金の導入などの販売面の施策のほか、車載半導体や電池の安定供給に向けた国による一定の支援がなされてきた。国への高い貢献に鑑みると、今後も、自動車セクターのグローバルな競争力の維持・強化に向けた政策的支援は、国にとってもプラスになると考えられる。

また、輸出による外貨獲得を通じた国への貢献をみるべく、貿易収支を通じた貿易統計に基づいて、日本の製造業を代表する品目ごとに、2009年から2021年までの貿易収支累計額を集計した。その結果、自動車・同附属品は155兆円の黒字と、他を引き離してトップであった（図表7）。これは、日本における国内自動車メーカーの人気の根強さと、徹底したコスト管理に基づいたグローバルな競争力による、自動車セクターの外貨獲得力の強さが示されたものと考えられる。但し、この点についても、前述の地政学リスクの影響は注意を要するものと考えられる。

図表 7 製造業における主要品目別に見た貿易収支累計額（2009年－2021年）



(注) 各品目の輸出額と輸入額の差から貿易収支を算出。

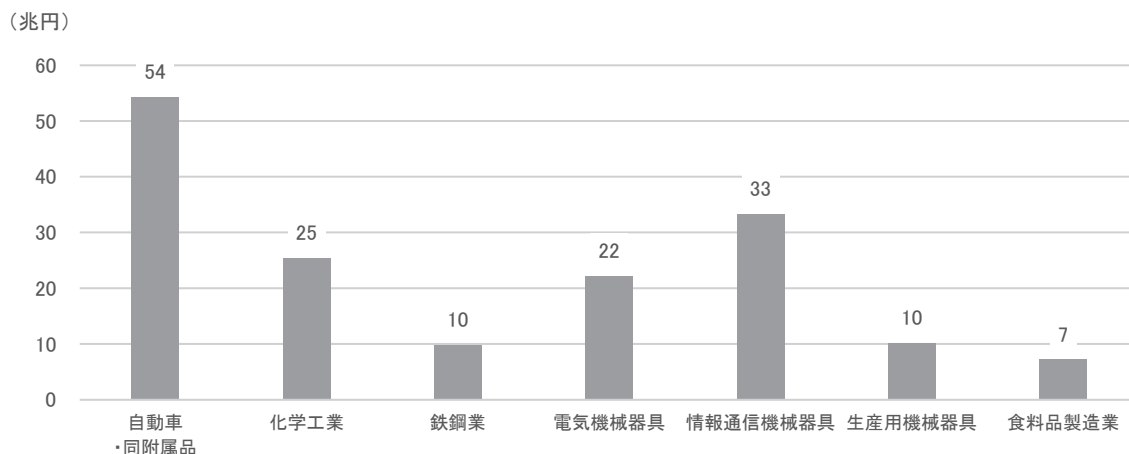
(出所) 財務省貿易統計より野村作成

4. 将来への投資

設備投資や研究開発費等の企業による将来への投資は、それが長期的にステークホルダーへ分配される利益の原資となる点で重要である。7産業の設備投資と研究開発費の合計金額について集計したところ、自動車セクターが54兆円となり、トップとなった（図表8）。次に情報通信機械器具33兆円、化学工業25兆円が続く。自動車セクターの将来への投資額（年間）は、2009年の3.2兆円から2021年の5.6兆円とプラス74%と高水準の成長を遂げており（7セクター平均の成長率はプラス23%）、同産業におけるエコカー・電動化へのシフトが必要とされてきた流れの中で、投資を着実に強めてきたことがわかる。

自動車セクターにおける各社別に見ると、1位のトヨタは27兆円、2位のホンダは13兆円であった（図表9）。モビリティカンパニーへの変革を掲げるトヨタは、2030年までに電動化投資8兆円に加えて、ソフトウェアや安全性能向上への投資などを、ホンダは22年より10年間で電動化及びソフトウェアに5兆円の投資などを、それぞれ掲げており、引き続き積極的な投資が続いていく見込みである。トヨタは、未来のモビリティのための実証実験の街であるWoven Cityの開発など、様々な投資を行っており、今後は、そうした取り組みについて、消費者、更には投資家に対して、如何に訴求していくかがカギとなるだろう。

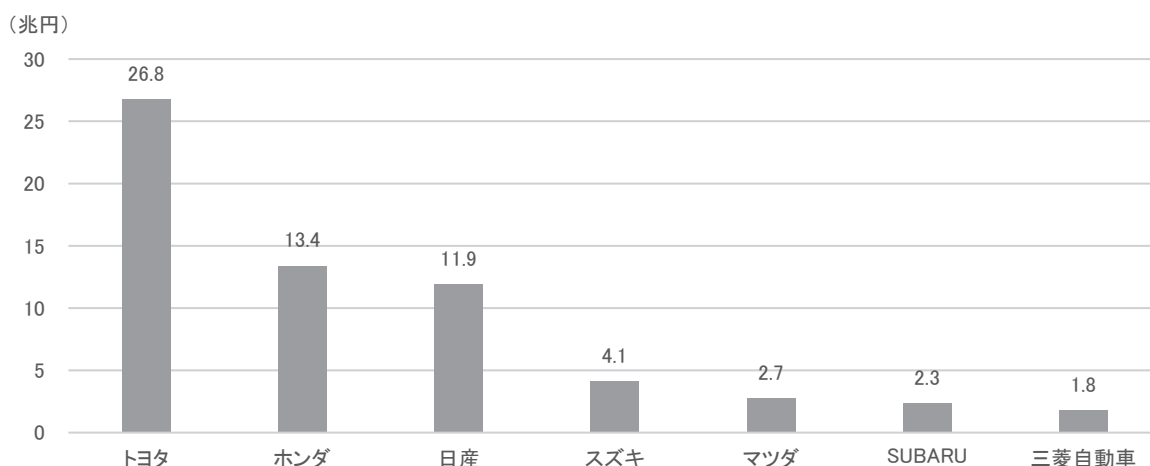
図表 8 産業ごとの将来投資累計額（2009年－2021年）



- (注) 1. 有形固定資産（土地を除く）増減額、ソフトウェア増減額、減価償却費、特別減価償却費の総額を設備投資の金額。研究開発費は「科学技術研究調査」の内部使用研究費総額に基づく。
2. 設備投資及び研究開発費を合計して『将来投資』の金額を算出。

(出所) 財務省「法人企業統計調査」より野村作成

図表 9 自動車業界における将来投資累計額の比較（2009年－2021年）



- (注) 1. 連結設備投資及び連結研究開発費を合計して『将来投資』の金額を算出。
2. リース資産への設備投資は除く。

(出所) 各社開示情報より野村作成

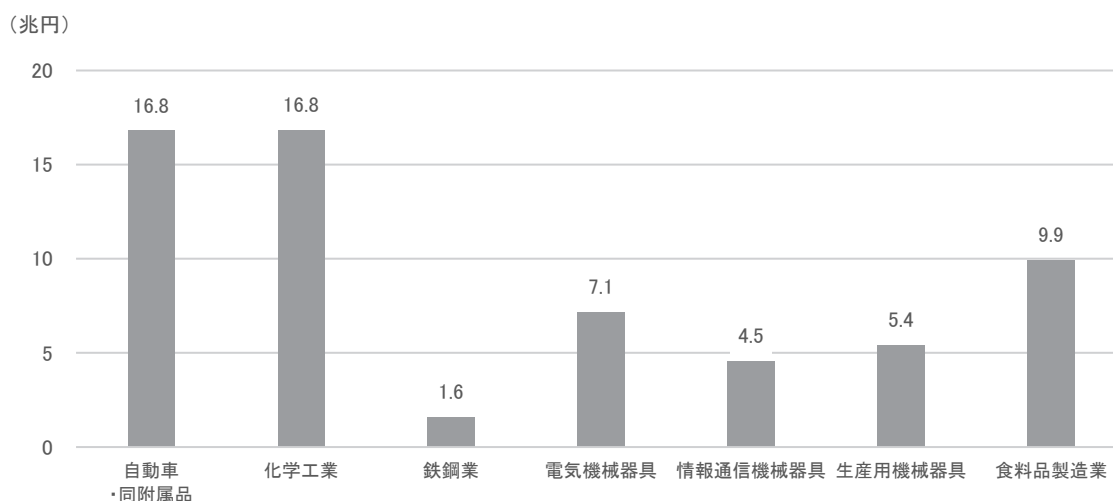
5. 株主への分配

株主への分配として、2009年から2021年までの配当金を集計した。7産業の比較においては化学工業が16.82兆円と最も高く、自動車セクターが16.80兆円と僅差で続く結果となった（図表10）。他方、化学工業・自動車セクターの2009年から2021年にかけての配当金（年間）の成長率をみると、化学工業がプラス120%（0.8兆円から1.8兆円）であったのに対して自動車セクターはプラス561%（0.3兆円から2.0兆円）となっている（なお、7セクター平均の成長率はプラス342%）。

同期間の自動車セクターにおける各社の配当累計額を比較すると、トヨタが 6.4 兆円とトップになった（図表 11）。トヨタは配当政策において、連結配当性向 30%を維持・向上させつつ、安定的・継続的な配当を行うこととしており、収益拡大に伴い株主への配当を拡大させてきた様子が窺われる。

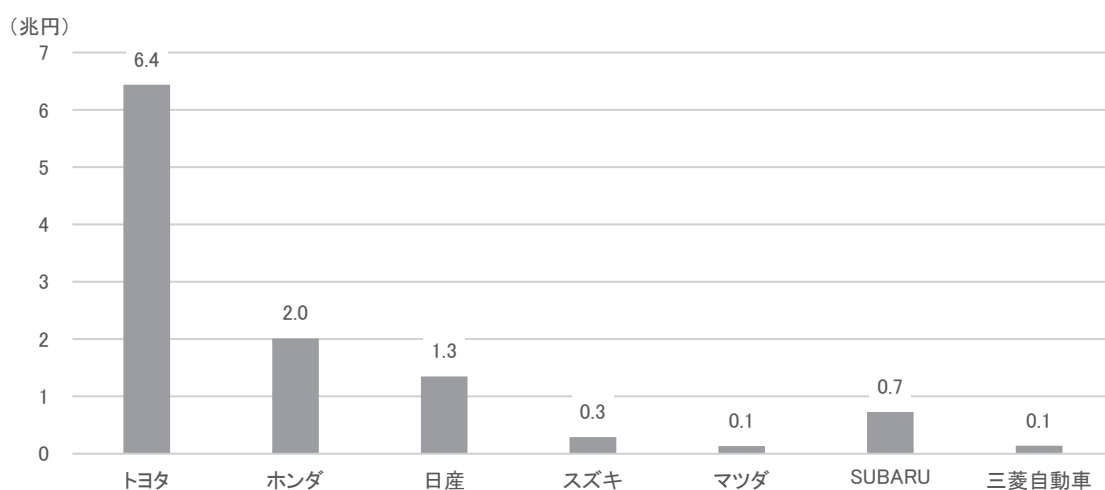
自己株式取得についても、トヨタが自己株式取得を重視している姿勢が示された（図表 12）。トヨタは 2014 年に 6 年ぶりに自己株式取得を公表し、継続的に数千億円規模の自己株式取得を行ってきた。ホンダについても、2017 年に 7 年ぶりの自己株式取得を公表し、その後も継続的に実施している。自己株式取得の再開について、好業績によって手元資金が積み上がる中で、設備投資だけでなく株主還元も検討可能となり、株主還元の積極性が強まった背景がある。

図表 10 産業ごとの配当金累計額（2009 年－2021 年）



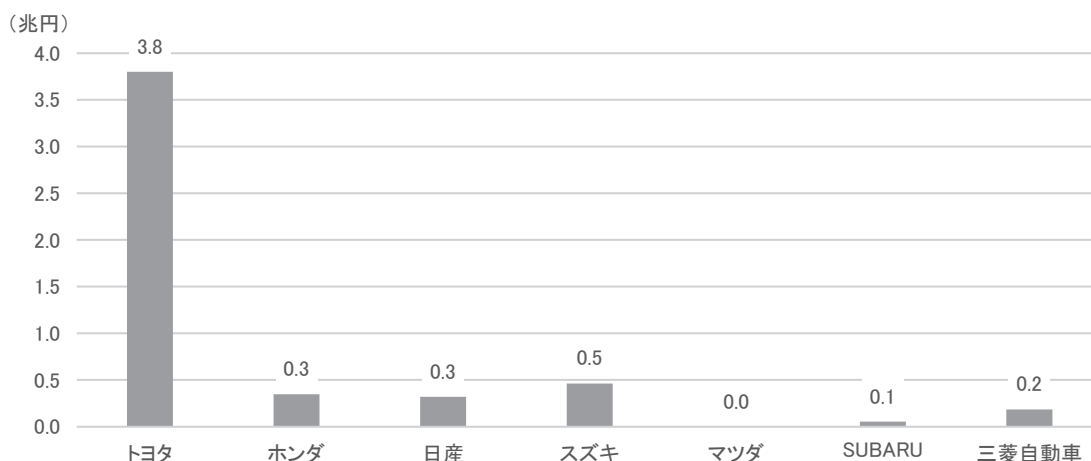
（出所）財務省「法人企業統計調査」より野村作成

図表 11 自動車メーカー各社の配当金累計額の比較（2009 年－2021 年）



（出所）各社開示情報より野村作成

図表 12 自動車メーカー各社による自己株式取得累計額の比較（2009年－2021年）



(出所) 各社開示情報より野村作成

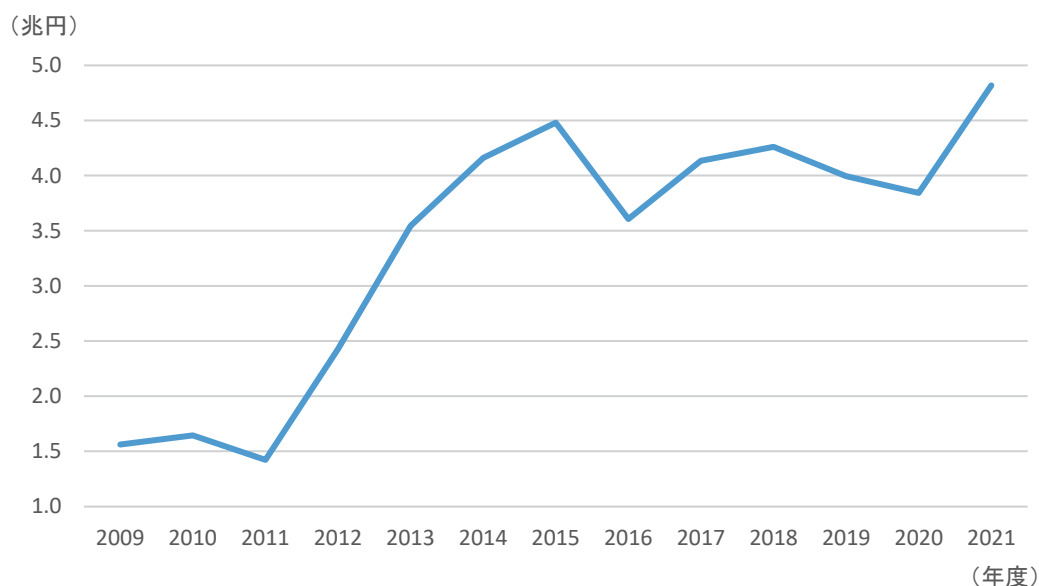
Ⅲ ステークホルダー資本主義実現の牽引役が期待される日本の自動車セクター

自動車セクターによる各ステークホルダーへの分配状況をみると、他のセクターとの比較感において、特定のステークホルダーに偏らずに、バランスよく分配していることがわかる。これは、自動車セクターにおいて、あらゆる面で高いプレゼンスを有するトヨタに引っ張られているところがある。このように、トヨタが多様なステークホルダーにバランスよく分配してきた背景としては 1935 年に発表した「豊田綱領」において「産業報国」、「研究と創造」、「温情友愛」などの理念を掲げるなど、90 年以上も前からステークホルダー資本主義を志向してきたことが一因として挙げられよう。

また、そうしたステークホルダーへの分配を可能にした要因としては、トヨタが長年にわたり、分配の原資となる付加価値を積み上げてきたことが挙げられる。実際、同社は近年も、EBITDA（利払い前・税引き前・減価償却前利益）を成長させており、2021 年度には 4.8 兆円に達した（図表 13）。異常が発生したら機械が直ちに停止して不良品を造らない「自動化」、各工程が必要なものだけを遅滞なく生産する「ジャスト・イン・タイム」という二つの考え方を柱とした、トヨタ生産方式における工夫などに支えられたものと言えよう。

他方、トヨタをはじめとする自動車セクターにも、直面する課題はある。第一に、分配の原資を生み出す収益環境の変化への対応である。具体的には、巷間指摘される若者の車離れや、政府のエネルギー政策によって欧州のように電気自動車が優遇されるリスクなどである。いわゆる MaaS（Mobility as a Service）をはじめとするディストリビューションの多様化を如何に進められるか、日本固有の事情や構造問題に配慮したエネルギー政策やインフラ政策に、自動車セクターがどのように貢献できるかが、今後より一層問われることとなる。

図表 13 トヨタ自動車の EBITDA 推移



(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

第二に、従業員と株主に対する分配のバランスを如何にとるかである。自動車メーカー各社は近年、海外事業を伸ばしているが、海外における利益拡大は株主利益にはつながるものの、国内従業員の賃上げには直結しない可能性がある。そこで、株主と従業員との利害を一致させるべく、持株会や株式報酬プランなどを活用した従業員の株主化が一つの方向性として考えられよう。従業員の株主化は、人的資本投資の考え方とも親和性がある。折しも、2023年1月の内閣府令に基づき、有価証券報告書において、人的資本について人材育成方針や環境整備方針を記載することが義務付けられたところである⁴。従業員の株主化を通じて、自社株を通じた従業員への分配増、ひいては企業に対する長期のロイヤリティ向上が実現できれば、人的資本投資の在り方のひとつとして日本企業全体への波及効果も期待できるのではないかと。

第三に、投資家による企業評価の考え方とエンゲージメントに対する姿勢が変容していることへの対応である。機関投資家や外国人投資家は引き続き、株主への分配軽視についてはネガティブに評価するものと考えられる。しかし、研究開発や人的資本、脱炭素といった SDGs・ESG 要素への投資について、中長期的な企業価値の向上に結びつくのであれば、むしろ機関株主から積極的な支持を得られる可能性も出てきている。実際、企業による ESG への取り組みにより、資本コストを低下させつつ、人的資本や研究開発への投

⁴ 日本における人的資本開示の法定化と企業による積極化については、西山賢吾「人的資本情報開示の近況－法定開示化の進展と任意開示の深化－」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年夏号参照。

資により利益成長率を高めることができるとの実証研究もある⁵。こうした点について、如何に投資家コミュニティに訴求していけるかがポイントとなる。

今後、日本企業が「新しい資本主義」の一環で「ステークホルダー資本主義」を実現していく上で、自動車セクターの取り組みは、倣うべき一つのモデルになるものと考えられる。

⁵ 例えば、加藤晃（東京理科大学教授）・野村資本市場研究所「サステナブルファイナンス 3.0 研究会」編著『新キャピタリズム時代の企業と金融資本市場「変革」－「サステナビリティ」と「インパクト」への途－』一般社団法人金融財政事情研究会（2022年12月15日発行）の第6章「ESGの『見えざる価値』を企業価値につなげる－『柳モデル』によるESGと企業価値の実証－」など参照。