

# 賃上げのためのお金はどこへ行ったのか？

## ——労働分配率の低下とコーポレートガバナンス・技術変化の関係

萩島 駿

(三井住友トラスト基礎研究所)

権 赫 旭

(日本大学教授)

菅沼 健司

(SOMPO インスティテュート・プラス (現・日本銀行))

本論文では、上場企業を対象とする1999年から2018年までのパネルデータを用いて、労働分配率の低下要因を実証的に検証した。その結果、労働分配率の低下は企業の資金不足によるものではなく、企業行動を規定するコーポレートガバナンスの変化、技術進歩、そして資本集約的な生産方式への移行に起因することが示された。今後、AIやロボットをはじめとする資本拡張的な技術革新が一層加速すれば、労働者の取り分がさらに縮小する可能性が高い。労働分配率の持続的な低下を食い止めるためには、株主至上主義から、日本経済のかつての特徴であったステークホルダー主義へと再び回帰する必要があると考えられる。

### 目次

- I はじめに
- II 先行研究
- III 日本における労働分配率の推移
- IV 企業利益はどこへ使われたのか
- V 上場企業データを用いた労働分配率低下の実証分析
- VI おわりに

### I はじめに

最近しばしばいわれる議論の1つに、企業収益が過去最高水準になる中でも、その果実は労働者に回っておらず、いわゆる「トリクルダウン」が生じていない、といったことが挙げられる。こうしたもとでは、労働分配率、すなわち企業が稼いだもののうち、労働者に分配される割合が低下し

ていることが示唆される。

それでは、わが国の労働分配率は実際に低下しているのだろうか？ 本論文では、こうした点について、マクロデータと企業データ（マイクロデータ）の両面から、労働分配率のトレンドを検証した。その結果、マクロデータの労働分配率は、長期的な低下トレンドを続けたのち、足もとは横ばいか小幅上昇に転じている一方で、企業データから算出される労働分配率は、足もとでも低下トレンドにある、といった対照的な結果が窺われた。

それでは、労働分配率を規定している要素は何であろうか？ この点については、先行研究に倣って、労働分配率に影響を与えると考えているさまざまな変数を用いて、労働分配率との関係性を計量分析した。その結果、労働分配率の低下は

企業の資金不足によるものではなく、企業行動を規定するコーポレートガバナンスの変化、技術進歩、そして資本集約的な生産方式への移行に起因することが示された。我々の分析から導き出された、これらの結果を踏まえると、今後、AIやロボットをはじめとする資本拡張的な技術革新が一層加速すれば、労働者の取り分がさらに縮小する可能性が考えられる。

本論文の構成は以下のとおりである。IIでは労働分配率の分析を行った先行研究を整理する。IIIでは労働分配率の推移、IVではその裏にある企業収益の動向を概観する。Vは企業データを用いたミクロな観点からの労働分配率のデータを用いた上で、その動きを規定するような要素は何であるかについて、計量分析を行う。VIはまとめである。

## II 先行研究

Keynes (1939) は「労働に帰属する国民所得の生産が安定しているという事実は、イギリスとアメリカ合衆国の両国における経済統計全般の中で、最も驚くべき、かつ最も確立された事実の1つであった。」と指摘した。この事実は後に Kaldor (1957) によって近代経済成長の定型化された事実 (stylized facts) の1つとして位置づけられ、経済成長研究の基礎をなすものとなった。実際、労働分配率は長期にわたり安定的に推移してきたが、2000年に入ってから、多くの国において低下傾向が確認されている。たとえば、Elsby, Hobijn and Şahin (2013) は、労働分配率の低下は1980年代後半から始まり、2000年代初頭以降は6%ポイントと低下が一段と顕著となったことを明らかにしている。また、Karabarbounis and Neiman (2014) は59カ国のデータを用いて、過去35年間におけるグローバル企業の付加価値ベースの労働分配率が平均5%ポイント低下したことを指摘した。さらに Fukao and Perugini (2021) は、日本の労働分配率が1970年代と比較してその後の30年間で約10%低下したことを示している。このようなトレンドを背景に、労働分配率の低下要因を解明する研究が活発に展開されてきた。労働分配率の主な低下要因としては、①グローバル化、②技術

革新による資本と労働の代替性、③スーパースター企業の台頭、④労働組合の交渉力の低下が挙げられる。

第一に、グローバル化の影響がある。とりわけオフショアリングは、自国と比較して人件費が安価な途上国へ生産活動を移転させるため、特に労働集約的な産業において労働分配率の低下をもたらすとされる (Elsby, Hobijn and Şahin 2013)。Adachi and Saito (2020) は、海外の要素費用が国内資本とは補完関係にある一方、国内労働とは代替関係にあることを発見した。Reshef and Santoni (2023) は、労働分配率の加速的低下はグローバル・バリュー・チェーン (GVCs) を通じた中間財輸出の強度上昇と関連していることを実証的に示している。

第二に、技術革新による資本と労働の代替性がある。ICT技術やAI、ロボットなどの技術革新が資本財を相対的に安価にし、資本と労働の代替弾力性が1を超える場合、労働分配率は低下する。Karabarbounis and Neiman (2014) は、資本と労働の代替弾力性を約1.25と推計し、資本拡張的な技術革新が労働分配率低下の主要因であると結論づけた。Piketty and Zucman (2014) も同様に、資本/産出比率の上昇に伴い労働分配率が低下していることから、資本と労働の代替弾力性が1を超えると結論づけている。これに対して Oberfield and Raval (2014) と須合・西崎 (2002) は、資本と労働の代替弾力性は1未満であると推計し、資本拡張的な技術革新だけでは労働分配率低下を説明できないと指摘する。

第三に、スーパースター企業の台頭が挙げられる。Autor et al. (2020) は、労働分配率の低下を労働分配率の低いスーパースター企業の台頭によるものであり、市場集中度の上昇が米国の一部産業において労働分配率低下を促進したと強調した。De Loecker and Eeckhout (2018) は、市場支配力が長期的上昇にあり、とりわけ先進国において顕著な傾向となっていることを強調した。さらに De Loecker, Eeckhout and Unger (2020) は、米国における労働分配率の低下は、市場支配力の上昇に起因すると結論づけている。ただし、日本においてはスーパースター企業の存在は限定的で

あり、この要因が必ずしも妥当しないとの見解もある（小野 2020）<sup>1)</sup>。

第四に、労働組合の交渉力の低下がある。Agnese and Sala (2011) は、日本における労働分配率の低下の一因は労働組合の弱体化にあることを示している。

上記の要因以外に、日本を対象とした分析においては、独自の要因も指摘されている。野田・阿部 (2010) では配当を重視する外国人投資家の存在が、川本・篠崎 (2009) では株主からのガバナンスの強化が人件費の抑制につながり、好業績下でも労働分配率を押し下げたと報告している。加えて、非正規雇用の増加も注目されている。田中・菊池・上野 (2018) は、2002 年から 2016 年の産業データを用い、非正規比率と労働分配率の関係を分析したが、統計的に有意な関係は確認されなかった。他方、Fukao and Perugini (2021) は、正規雇用の割合上昇が相対的に高い賃金水準を伴うため、労働分配率を上昇させることを示しており、非正規雇用の拡大は労働分配率低下に寄与する可能性を示唆している。さらに、企業の内部留保の増加も議論されている。阿部・Diamond (2017) は、内部留保が労働分配率の低下に及ぼす影響を分析した。実際、企業の内部留保は増加を続けており、福田 (2017) はこの傾向が日本企業に特有ではなく、多くの国に共通する現象であることを示した。さらに Faulkender, Hankins and Petersen (2019) が、米国の非金融法人企業における企業貯蓄が 4 兆ドルに達していることを明らかにしている。日本においても、『法人企業統計調査』によれば、利益余剰金（税引き前当期純利益から税金・配当金・役員賞与など社外流出分を除いた残額）を内部留保として見てみると、1994 年度に 130 兆円から 2024 年度に 638 兆円へと大幅に増加している。

本論文では、日本の労働分配率低下を説明する要因として、上記のような世界共通の 4 つの要因に加え、日本特有の要因を検討する。特に、内部留保とコーポレートガバナンスの変化、すなわち配当性向、外国人投資家の株保有比率、金融機関の株保有比率に焦点を当てて分析を行う。

### Ⅲ 日本における労働分配率の推移

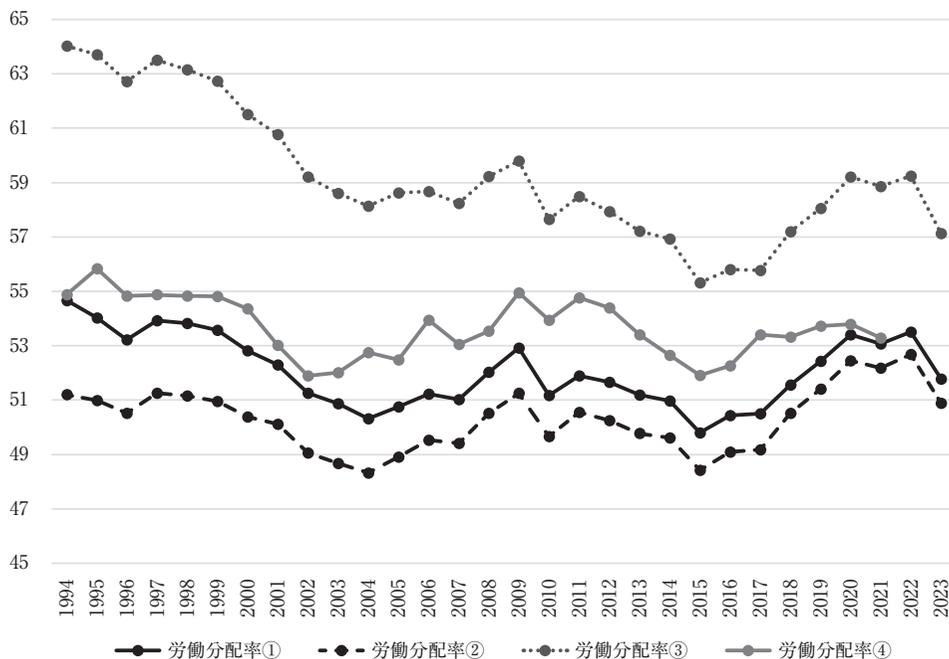
本節では、日本における労働分配率の推移を、マクロおよび企業レベルの集計データを用いて示す。まず、図 1 はマクロレベルにおける労働分配率の変化を示したものである。労働分配率は「付加価値のうち労働者に帰属する割合」を表すが、その算出方法によって水準が異なるという課題がある。図では、4 つの異なる定義に基づく労働分配率を比較している。

労働分配率①～③は国民経済計算のデータを用いて算出したものであり、それぞれの定義は以下のとおりである。

- 労働分配率①：雇用者報酬 / (国内総生産 - 混合所得)
- 労働分配率②：雇用者報酬 / 国内総生産
- 労働分配率③：雇用者報酬 × (就業者数 / 雇用者数) / 国内総生産

労働分配率①は、自営業者の労働所得が雇用者と同等であると仮定して算出している。これに対し、労働分配率②は自営業者の労働所得をゼロとみなし、混合所得をすべて資本所得とみなすため、分配率が過小に推計される。一方、労働分配率③は自営業者の賃金が雇用者と同等であると仮定するため、分配率が過大に推計される傾向がある。さらに、労働分配率④は、JIP データベース 2023 を用い、自営業者の所得を独自に推計して雇用者報酬に含め、名目労働コストを付加価値で割った値である。このように、自営業者所得の扱いにより各指標の水準には差があるものの、全体的な傾向は概ね一致している。すなわち、時系列でみると、2008～2011 年に労働分配率が一時的に上昇しているが、これは世界金融危機や東日本大震災によって国内総生産が大幅に落ち込んだことによる例外的な現象である。1994 年から 2015 年までは他の先進国と同様、日本でも労働分配率は低下傾向を示した。しかし 2016 年以降は上昇に転じており、その主因として安倍政権が年率 3% 程度の引き上げを目標に最低賃金を引き上げたことが挙げられる。以上から、日本においてみ

図1 マクロレベルにおける労働分配率の推移



られた労働分配率の長期的な低下傾向は、足もとでは一定程度抑制されていると評価できる。

次に、『法人企業統計調査』および政策投資銀行の「企業財務データバンク」を用いて、企業レベルの労働分配率を算出し、その推移を検討する。まず、『法人企業統計調査』に基づく労働分配率は、以下の式で定義される。

$$\text{人件費} / \text{付加価値} (\text{人件費} + \text{支払利息等} + \text{動産} \cdot \text{不動産賃貸料} + \text{租税公課} + \text{営業純益})$$

この指標については、全企業に加え、企業規模別の推移もみた。企業規模は、資本金に基づき、大企業（10億円以上）、中堅企業（1億円以上10億円未満）、中小企業（1千万以上1億円未満）に区分している。

一方、政策投資銀行「企業財務データバンク」に基づく労働分配率は、以下の式で算出した。

$$\text{賃金総額} / \text{付加価値} (\text{売上高} - \{(\text{売上原価} + \text{販売費および一般管理費}) - (\text{賃金総額} + \text{減価償却費})\})$$

これらの結果を図2に示す。図1では、マクロデータから算出した労働分配率は足もと上昇して

いることが観察されたが、企業レベルのデータからは依然として労働分配率の低下傾向が確認された。特に、大企業および上場企業における労働分配率の下落が顕著である。この背景の1つには、大企業において非正規労働者の雇用拡大が主要な要因として作用していることが考えられる。

#### IV 企業利益はどこへ使われたのか

企業レベルにおける労働分配率が低下している一方で、世界金融危機以降、企業収益は企業規模を問わず、堅調に上昇している。図3と4は『法人企業統計調査』データに基づき算出した企業規模別の営業利益率と経常利益率の推移である。

営業利益率と経常利益率の推移を見ると、大企業がその上昇を主導していることが確認され、人件費の抑制が考えられる。また、菅沼（2025）は、円安効果（輸出採算の改善、海外事業収益の円換算額拡大）、コロナ後の需要回復（数量要因）に加え、仕入価格の上昇を販売価格に転嫁して販売価格を引き上げる（価格要因）ことにより、企業の利益率が上昇したと報告している。もっとも、企業の業績が堅調に向上しているにもかかわらず

図2 企業レベルにおける労働分配率の推移

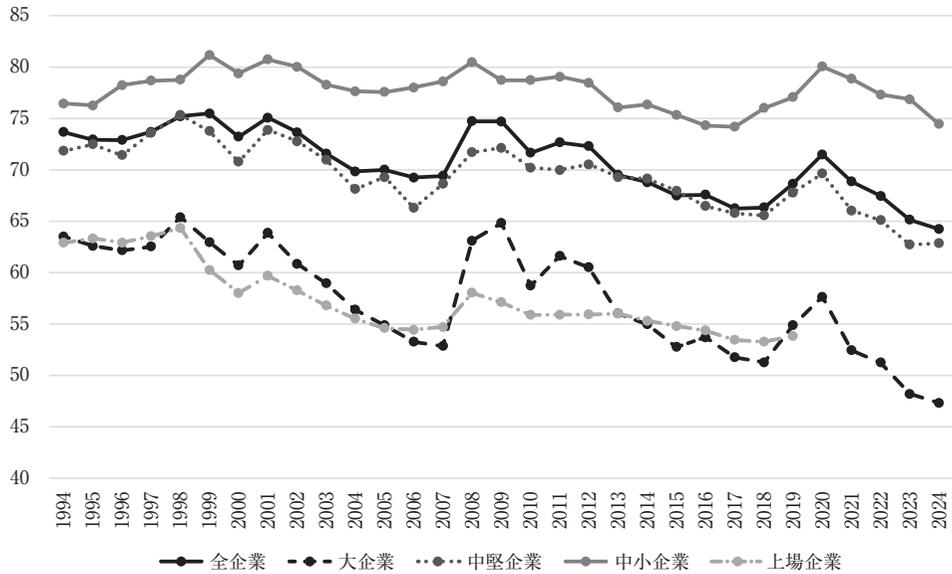
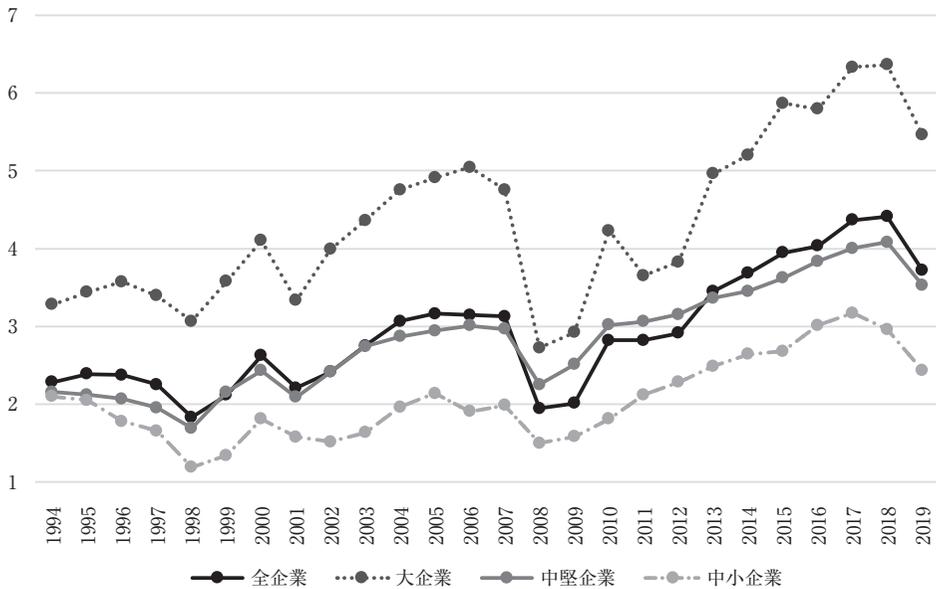


図3 企業規模別の営業利益率の推移



ず、労働者への配分割合は必ずしも増えていない。この乖離は、増加した収益が労働分配以外の用途に振り向けられていることを示唆する。その主要な用途として考えられるのが、社内留保及び配当である。図5と6は、配当比率と社内留保比率の推移を示している。ここで配当比率は(中間配当額+配当金)÷付加価値額により算出し、社

内留保比率は(当期純利益-(中間配当額+配当金))÷付加価値額により求めた。

これらの図からは、労働分配率が低下した期間において、配当比率と社内留保比率は企業規模と関係なく、共に急速に上昇していることが観察される。したがって、企業業績の改善にもかかわらず労働者の取り分が減った背景には、配当と社内

図4 企業規模別の経常利益率

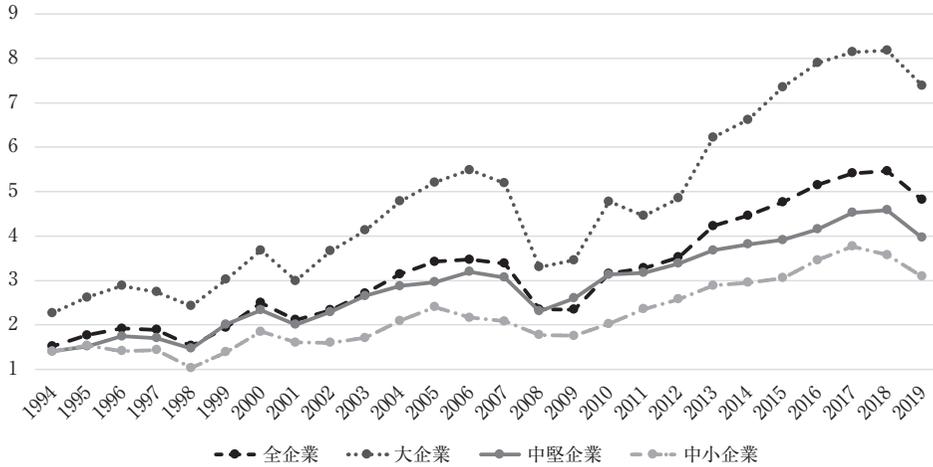
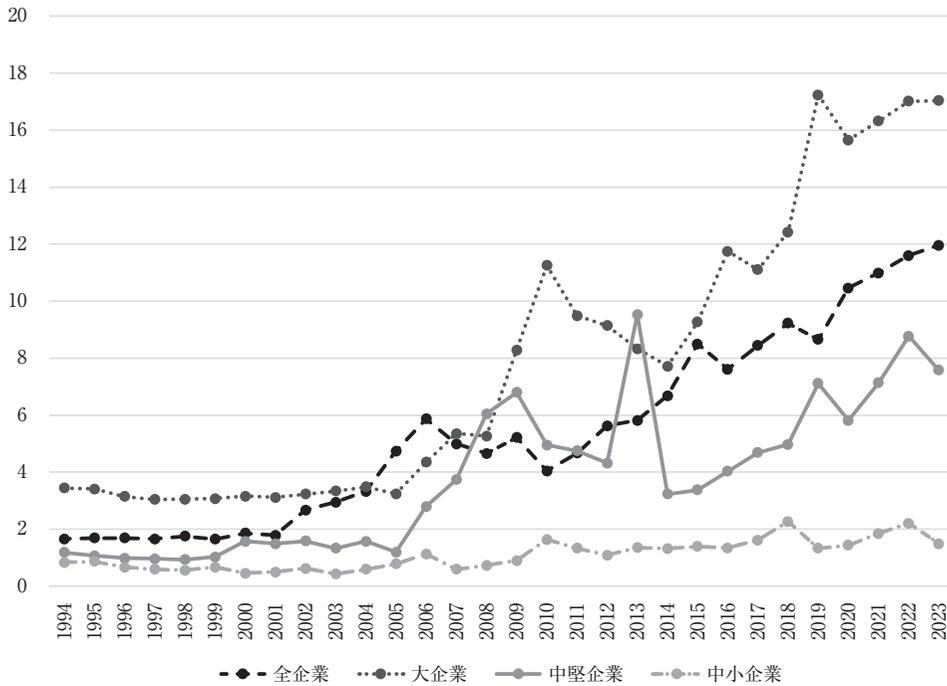


図5 企業規模別の配当比率の推移



留保の増加が大きく関与している可能性が強く示唆される。

## V 上場企業データを用いた労働分配率低下の実証分析

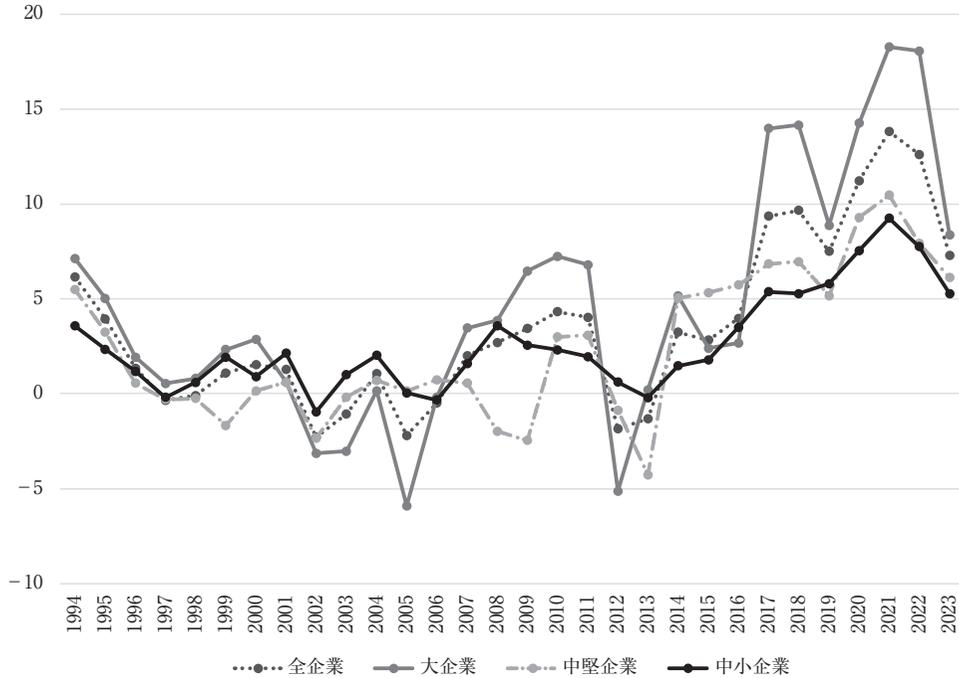
本節では、日本企業の収益が改善しているにもかかわらず、労働分配率が低下する要因を明らか

にするために、1999年から2018年までの上場企業データを用いて実証分析を行う。

### 1 モデルと変数

労働分配率に対数を取って分解すると、以下のような関係式が得られる。

図6 企業規模別の社内留保比率の推移



$$\begin{aligned}
 \ln \ln \left( \frac{WL}{PY} \right) &= \ln \ln \left( \frac{W}{P} \right) - \ln \ln \left( \frac{L}{Y} \right) \\
 &= \ln \ln \left( \frac{W}{P} \right) - \ln \left( \frac{AK^{1-\alpha} L^\alpha}{L} \right) \\
 &= \ln \ln \left( \frac{W}{P} \right) - \ln \ln(A) - (1-\alpha) \ln \left( \frac{K}{L} \right) \quad (1)
 \end{aligned}$$

ここで、 $W$ は名目雇用者報酬、 $P$ は付加価値デフレーター、 $L$ は労働投入、 $Y$ は実質付加価値、 $K$ は資本ストック、 $A$ は全要素生産性(TFP)を表す。(1)式は、規模に関して収穫一定であり、かつ資本と労働の代替弾力性が1であるコブ・ダグラス生産関数を仮定しており、これは生産物市場および労働市場が完全競争的である場合成立する。

しかし、実際の経済はこの理想的な前提から乖離していると考えられる。したがって、労働分配率を規定する要因として、実質雇用者報酬、TFP、資本労働比率のみでは十分な説明力を持たない可能性がある。このため、先行研究の知見を踏まえ、説明力を有すると考えられる変数を加える。実証分析において用いる推計式は以下のとおりである。

$$\begin{aligned}
 \ln LS_{f,t} &= \alpha + \beta_1 \ln RW_{f,t} + \beta_2 \ln TFP_{f,t} + \beta_3 \ln KL_{f,t} \\
 &\quad + \delta X_{f,t} + \varepsilon_{f,t} \quad (2)
 \end{aligned}$$

ここで、 $f, t$ はそれぞれ企業、対象年を示す。被説明変数である $\ln LS$ は、労働分配率の対数値である。また、説明変数として用いる $\ln RW$ 、 $\ln TFP$ 、 $\ln KL$ は、それぞれ実質雇用者報酬、TFP、資本労働比率の対数値を表す<sup>2)</sup>。さらに、 $X$ には海外現地法人の売上の有無を示すオフショアリングダミー、労働組合員比率、内部留保比率、配当性向、外国人株保有比率、金融機関株保有比率、企業規模を表す従業員数の対数値、企業年齢の対数値を含めた。これらの変数のうち、内部留保比率は、当期利益から中間配当額及び配当金を控除した値を当期純利益で除して算出した。また、配当性向は、1株当たりの配当金を1株当たりの純利益に除することにより算出した。加えて、年ダミーを入れて企業固定効果モデルによって推計を行った。表1と2では、それぞれ記述統計量と相関係数を示している。

表 1 記述統計量

変数	標本数	平均	標準偏差	最小値	最大値
労働分配率の対数値	39,723	-0.61	0.47	-2.85	0.87
実質賃金総額の対数値	39,723	14.97	1.35	9.38	20.32
TFP の対数値	39,723	-0.05	0.15	-1.19	2.63
資本労働比率の対数値	39,723	9.32	1.36	1.69	14.22
オフショアリングダミー	39,723	0.58	0.49	0.00	1.00
労働組合員比率	39,723	0.22	0.36	0.00	1.69
内部留保比率	39,723	0.63	0.45	-2.35	2.00
配当性向	39,723	0.42	0.51	-1.87	6.68
外国人株保有比率	39,723	9.42	11.07	0.00	91.23
金融機関株保有比率	39,723	20.09	13.37	0.00	74.88
従業員数の対数値	39,723	6.30	1.29	0.69	11.71
企業年齢対数値	39,723	3.85	0.57	0.00	4.92

表 2 相関係数

	労働分配率の対数値	実質賃金総額の対数値	TFP の対数値	資本労働比率の対数値	オフショアリングダミー	労働組合員比率	内部留保比率	配当性向	外国人株保有比率	金融機関株保有比率	従業員数の対数値	企業年齢対数値
労働分配率の対数値	1											
実質賃金総額の対数値	0.1351*	1										
TFP の対数値	-0.3910*	-0.0456*	1									
資本労働比率の対数値	-0.4819*	0.1835*	-0.1099*	1								
オフショアリングダミー	-0.0190*	-0.0502*	0.0648*	-0.0009	1							
労働組合員比率	0.0738*	0.1879*	-0.0557*	0.1402*	-0.0832*	1						
内部留保比率	-0.0227*	0.0026*	0.0133*	-0.0221*	-0.0542*	0.0227*	1					
配当性向	0.0147*	0.0218*	-0.0172*	0.0278*	-0.0008	-0.0113*	-0.8973*	1				
外国人株保有比率	-0.2483*	0.4709*	0.2063*	0.1919**	0.1149*	0.0067	-0.0372*	0.0391*	1			
金融機関株保有比率	-0.1015*	0.5490*	0.0240*	0.3550*	-0.1634*	0.1813*	-0.0254*	0.0619*	0.3543*	1		
従業員数の対数値	0.1723*	0.9855*	-0.1086*	0.1404*	-0.0514*	0.1807*	0.0104*	0.0136*	0.4403*	0.5201*	1	
企業年齢対数値	0.1149*	0.3453*	-0.1108*	0.3667*	0.0596*	0.2417*	-0.0360*	0.0301*	0.0920*	0.4006*	0.3235*	1

注：\*は5%水準で有意であることを意味する。

## 2 推計結果

表3は、1999年から2018年の期間における全企業を対象とした推計結果を示す。

本論文では、労働分配率の低下要因を検証するために3つのモデルで推計を行った。第1のモデルは、上記の(1)式で導出された変数に加え、先行研究で指摘されてきた世界共通の要因としてオフショアリングと労働組合員比率を考慮したものである。第2のモデルは、日本特有の要因とされる内部留保およびコーポレートガバナンスに関する変数のみを考慮したものである。第3のモデル

は、これらすべて変数を入れた包括的なモデルである。

モデル(1)の推計結果によれば、実質雇用者報酬の係数は正(かつ統計的に有意)であり、一方でTFP及び資本労働比率の係数は負(かつ統計的に有意)であった。これらの結果は先行研究と整合的であり、理論的予測とも一致している。このように、実質雇用者報酬の上昇は労働分配率を上昇させるが、1998年以降労働分配率が低下しているということは、実質値で見た賃金が上昇していないことが示唆される。また、技術革新の代理変数であるTFPは労働分配率を低下させる結

表3 労働分配率低下の要因分析

	被説明変数：労働分配率の対数値		
	(1)	(2)	(3)
実質賃金総額の対数値	0.565*** (0.027)		0.563*** (0.026)
TFPの対数値	-1.824*** (0.053)		-1.766*** (0.053)
資本労働比率の対数値	-0.215*** (0.008)		-0.208*** (0.008)
オフショアリングダミー	0.009 (0.007)		0.007 (0.007)
労働組合員比率	0.016 (0.013)		0.017 (0.013)
内部留保比率		-0.049*** (0.008)	-0.037*** (0.006)
配当性向		-0.009 (0.007)	-0.016*** (0.005)
外国人株保有比率		-0.008*** (0.001)	-0.004*** (0.000)
金融機関株保有比率		-0.009*** (0.001)	-0.005*** (0.000)
従業員数の対数値	-0.432*** (0.031)	0.301*** (0.014)	-0.418*** (0.031)
企業年齢対数値	-0.092*** (0.027)	-0.115*** (0.036)	-0.072*** (0.026)
定数項	-4.175*** (0.260)	-1.808*** (0.131)	-4.196*** (0.254)
標本数		39723	
企業数		3191	
企業ダミー	○	○	○
年ダミー	○	○	○

注：1) 括弧内の標準誤差はロバストである。  
2) \*\*\*は1%水準で有意であることを意味する。

果を有している点は、田中・菊池・上野 (2018) の結果と一致し、Grossman et al. (2017) が「労働分配率の低下が生産性の低下に起因している」と発見したこととも整合的である。また、資本労働比率についても、負かつ統計的に有意な影響が確認され、資本と労働の代替弾力性が1を上回る可能性を示唆している。一方、オフショアリングダミーと労働組合比率の変数は統計的に有意ではなかった。さらに、企業規模が大きいほど、また設立年数の古い企業ほど、労働分配率が低い傾向が確認された。

次に、モデル (2) の推計結果を見ると、まず内部留保率の上昇は労働分配率の低下につながる事が確認された。この結果は阿部・Diamond (2017) の発見と一致している。すなわち、日本の上場企業は、得られた利益を雇用者に還元するよりも、将来の不確実性への備えや新規事業への投資のために、内部留保する傾向が強いことを示

唆している。配当性向の係数値は負であるが、統計的に有意ではない。一方、外資比率と機関投資家比率の係数は、いずれも負で統計的に有意である。こうした結果は、野田・阿部 (2010) や川本・篠崎 (2009) が発見したように、株主によるガバナンスの強化、とりわけ外国人投資家と金融機関の存在が、利潤最大化の観点から人件費抑制に作用している可能性を示している。さらに、モデル (1) とは異なり、企業規模を表す従業員数の対数値の係数が正となった。この結果は、内部留保が多く、かつ外資比率および機関投資家比率が高い企業ほど、大企業である傾向を反映していると考えられる。

モデル (3) の結果は、おおむねモデル (1) と (2) の結果と一致している。唯一の違いは、配当性向の係数が統計的に有意になった点である。

推計結果を総合すると、TFPが高く資本集約的で、内部留保や配当性向が大きく、さらに外資と機関投資家の比重が高く、企業規模が大きく、かつ企業年齢が長いほど、労働分配率が低下する傾向が示唆される。したがって、労働分配率の長期的な低下は、わが国の企業が資金不足に直面していたためではなく、むしろ企業行動を規定するコーポレートガバナンスの変化、技術進歩、および資本集約的な生産方式への移行に起因するものと解釈できる。

表4と5は、それぞれサンプルを製造業と非製造業に分けて推計した結果を示している。結果は、全サンプルを対象とした推計結果と概ね一致するが、製造業においては一部に特徴的な違いが認められる。具体的には、労働組合員の比率と労働分配率の関係が正であり、かつ統計的に有意である。この結果は、製造業における労働分配率の低下要因の1つとして、労働組合の弱体化が影響している可能性を示唆している。

## VI おわりに

マクロレベルでみると、労働分配率は長期間の低下トレンドから、足もとではほぼ止まったように見えるが、一方で『法人企業統計調査』の企業レベルの集計結果からは、低下傾向は依然として

表4 労働分配率低下の要因分析——製造業

	被説明変数：労働分配率の対数値		
	製造業		
	(1)	(2)	(3)
実質賃金総額の対数値	0.603*** (0.042)		0.607*** (0.040)
TFPの対数値	-2.019*** (0.094)		-1.965*** (0.092)
資本労働比率の対数値	-0.244*** (0.011)		-0.235*** (0.011)
オフショアリングダミー	-0.008 (0.012)		-0.011 (0.012)
労働組合員比率	0.035** (0.017)		0.036** (0.016)
内部留保比率		-0.052*** (0.011)	-0.040*** (0.008)
配当性向		-0.014 (0.009)	-0.018*** (0.007)
外国人株保有比率		-0.007*** (0.001)	-0.004*** (0.001)
金融機関株保有比率		-0.009*** (0.001)	-0.007*** (0.001)
従業員数の対数値	-0.468*** (0.047)	0.297*** (0.022)	-0.459*** (0.046)
企業年齢対数値	-0.021*** (0.054)	-0.008 (0.066)	0.012 (0.052)
定数項	-4.491*** (0.440)	-2.157*** (0.270)	-4.584*** (0.428)
標本数		20470	
企業数		1441	
企業ダミー	○	○	○
年ダミー	○	○	○

注：1) 括弧内の標準誤差はロバストである。

2) \*\*, \*\*\* は各々5%, 1%水準で有意であることを意味する。

続いていることが確認された。さらに企業規模別に分けてみたところ、労働分配率の低下は、大企業において顕著であることが明らかとなった。それで本論文では、上場企業を対象とする1999年から2018年までのパネルデータを用いて、労働分配率の低下要因を実証的に検討した。その結果、労働分配率の低下は単に企業が資金不足に直面しているためではなく、むしろ企業行動を規定するコーポレートガバナンスの変化、技術進歩、そして資本集約的な生産方式への移行に起因することが明らかになった。特に、大企業において労働分配率が著しく低下していることは、グローバル化の進展や株主構成の変化と密接に関連していると考えられる。外国人投資家や金融機関株主の影響力が強まる中で、企業は株主価値最大化を志向する傾向を強め、人件費抑制を通じて収益性を高めるインセンティブが働いたと推察される。

表5 労働分配率低下の要因分析——非製造業

	被説明変数：労働分配率の対数値		
	非製造業		
	(1)	(2)	(3)
実質賃金総額の対数値	0.567*** (0.034)		0.565*** (0.034)
TFPの対数値	-1.760*** (0.071)		-1.704*** (0.072)
資本労働比率の対数値	-0.198*** (0.010)		-0.192*** (0.010)
オフショアリングダミー	0.000 (0.009)		-0.002 (0.009)
労働組合員比率	0.002 (0.021)		0.003 (0.021)
内部留保比率		-0.045*** (0.011)	-0.030*** (0.009)
配当性向		-0.002 (0.010)	-0.009 (0.007)
外国人株保有比率		-0.009*** (0.001)	-0.003*** (0.001)
金融機関株保有比率		-0.008*** (0.001)	-0.003*** (0.001)
従業員数の対数値	-0.436*** (0.041)	0.302*** (0.017)	-0.422*** (0.041)
企業年齢対数値	-0.001 (0.031)	-0.078* (0.043)	0.006 (0.031)
定数項	-4.682*** (0.310)	-1.986*** (0.148)	-4.690*** (0.307)
標本数		19253	
企業数		1750	
企業ダミー	○	○	○
年ダミー	○	○	○

注：1) 括弧内の標準誤差はロバストである。

2) \*, \*\* は各々10%, 5%水準で有意であることを意味する。

また、技術革新が労働分配率に与える影響も無視できない。TFPや資本労働比率の上昇が労働分配率を押し下げる効果を持つことが確認された点は、国内外の先行研究と整合的である。今後、AIやロボットをはじめとする資本拡張的な技術革新が一層加速すれば、労働者の取り分がさらに縮小する可能性が極めて高い。その場合、経済全体としての成長が維持されたとしても、分配の不均衡が拡大し、所得格差や消費需要の停滞といった社会的課題を深刻化させる恐れがある。

したがって、労働分配率の持続的な低下を食い止めるためには、コーポレートガバナンスの在り方を再考することが不可欠である。株主至上主義の下では短期的な収益確保が優先される傾向が強いが、日本経済のかつて有していたステークホルダー主義的な要素を再評価し、労働者、取引先、地域社会といった多様な利害関係者を重視する企

業統治の仕組みを整備することが重要である。また、企業内部に蓄積された内部留保をどのように活用するかが今後大きな政策課題だろう。労働分配率の低下を是正し、持続的な経済成長と社会的安定を両立させるためには、制度的・政策的な対応を含めた総合的な検討が求められる。

付記 本論文の内容と意見は筆者ら個人に属するものであり、三井住友トラスト基礎研究所、SOMPO インスティテュート・プラス並びに日本銀行の公式見解を示すものではない。

- 1) 本論文では、スーパースター企業が労働分配率に与える影響は日本においては観察されないと考えられるため、回帰分析においては考慮しない。
- 2) TFPと資本ストックの推計については、深尾・金・権(2021)を参照されたい。

#### 参考文献

- 阿部正浩・Jess Diamond (2017)「労働分配率の低下と企業財務」内閣府経済社会総合研究所『経済分析』第195号, pp. 9-33.
- 小野浩 (2020)「低下続く労働分配率(下)企業, 労働者の努力に報いよ」『日本経済新聞: 経済教室』2020年2月21日付(朝刊).
- 川本卓司・篠崎昭昭 (2009)「賃金はなぜ上がらなかったのか? —2002~07年の景気拡大期における大企業人件費の抑制要因に関する一考察」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No. 09-J-5.
- 菅沼健司 (2025)「インフレ下で継続する企業収益の改善」Insight Plus (2025年4月24日), SOMPO インスティテュート・プラス.
- 須合智広・西崎健司 (2002)「我が国における労働分配率についての一考察」日本銀行金融研究所『金融研究』第21巻別冊第1号, 125-169.
- 田中吾朗・菊池康之・上野有子 (2018)「近年の労働分配率低下の要因分析」経済財政分析ディスカッション・ペーパーDP/18-3.
- 野田知彦・阿部正浩 (2010)「労働分配率, 賃金低下」内閣府経済社会研究所企画・監修, 樋口美雄編『労働市場と所得分配』(バブル/デフレ期の日本経済と経済政策) 慶應義塾大学出版会.
- 深尾京司・金榮慤・権赫旭 (2021)「長期上場企業データから見た日本経済の成長と停滞の源泉」RIETI Discussion Paper Series 21-J-027.
- 福田真一 (2017)「企業の資金余剰と現預金の保有行動」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第132号, pp. 3-26.
- Adachi, D. and Y. Saito U. (2020) "Multinational Production and Labor Share," RIETI Discussion Paper Series 20-E-012.
- Agnese, P. and H. Sala (2011) "The Driving Forces Behind the Falling Labour Share and Persistent Unemployment in Japan," *Pacific Economic Review*, Vol. 16, No. 5, pp. 577-603.
- Autor, D., D. Dorn, L. F. Katz, C. Patterson and J. Van Reenen (2020) "The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 135, No. 2, pp. 645-709.
- De Loecker, J. and J. Eeckhout (2018) "Global Market Power," NBER Working Papers 24768.
- De Loecker, J., J. Eeckhout and G. Unger (2020) "The Rise of Market Power and Macroeconomic Implications," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 135, No. 2, pp. 561-644.
- Elsby, M. W. L., B. Hobijn and A. Sahin (2013) "The Decline of the U.S. Labor Share," *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 1-52.
- Faulkender, M., K. Hankins and M. Petersen (2019) "Understanding the Rise in Corporate Cash: Precautionary Savings or Foreign Taxes," *Review of Financial Studies*, Vol. 32, No. 9, pp. 3299-3334.
- Fukao, K. and C. Perugini (2021) "The Long-Run Dynamics of the Labour Share in Japan," *Review of Income and Wealth*, Vol. 67, pp. 445-480.
- Grossman, G. M., E. Helpman, E. Oberfeld and T. Sampson (2017) "The Productivity Slowdown and the Declining Labor Share: A Neoclassical Exploration," NBER Working Paper 23853.
- Kaldor, N. (1957) "A Model of Economic Growth," *Economic Journal*, Vol. 67, No. 268, pp. 591-624.
- Karabarbounis, L. and B. Neiman (2014) "The Global Decline of the Labor Share," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 129, No. 1, pp. 61-103.
- Keynes, J. M. (1939) "Relative Movements of Real Wages and Output," *Economic Journal*, Vol. 49, No. 193, pp. 34-51.
- Oberfeld, E. and D. Raval (2014) "Micro Data and Macro Technology," NBER Working Papers 20452.
- Piketty, T. and G. Zucman (2014) "Capital is Back: Wealth-Income Ratios in Rich Countries 1700-2010," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 129, No. 3, pp. 1255-1310.
- Reshef, A. and G. Santoni (2023) "Are Your Labor Shares Set in Beijing? The View Through the Lens of Global Value Chains," *European Economic Review*, Vol. 155, 104459.

おぎしま・しゅん 三井住友トラスト基礎研究所。最近の主な論文に「コロナ禍でどのような企業が新技術導入を行ったか」樋口美雄・労働政策研究・研修機構編『検証・コロナ期日本の働き方——意識・行動変化と雇用政策の課題』(権赫旭・児玉直美との共著, 慶應義塾大学出版会, 2023年)。マクロ経済, 労働経済専攻。

くおん・ひょくうつく 日本大学経済学部教授。最近の主な論文に "Productivity Dynamics in Japan and the Negative Exit Effect," *Contemporary Economic Policy*, Vol. 40, No. 1, pp. 204-217 (Kenta Ikeuchi, Young Gak Kim, Kyoji Fukao との共著, 2022年)。生産性分析, 企業動学専攻。

すがぬま・けんじ SOMPO インスティテュート・プラス (現・日本銀行)。最近の主な論文に "Inflation Expectations Curve in Japan," *Japanese Journal of Monetary and Financial Economics*, Vol. 8, pp. 1-28 (Toshitaka Maruyama との共著, 2020年)。国際経済 (GVC), 都市経済, 金融政策専攻。