

【論 説】

なぜ、日本の大企業は、 売上成長を追い求めるのか ——経営目標と役員報酬の関係について——

多部田 直 樹

目 次

1. はじめに
 2. 既存研究の検討
 3. 複占市場などの不完全競争市場において、企業が「売上最大化」か
「利潤最大化」のいずれの戦略に重きを置けば、競争優位に立てるのか
 4. 経営陣の報酬と経営目標について
 - 4.1 データ
 - 4.2 回帰分析結果と検討
 5. 要約及び結論
 6. 今後の課題
- 〈付録〉
- 付録1 経営者が、従業員の福利厚生に関心を持った場合の
経営目標について
- 付録2 「労働者管理型企業」の特徴について
- 付録3 本研究で取り上げた業界と企業（リスト）
- 付録4 役員報酬の決定要因（利潤率として売上高経常利益率を使用）

1. はじめに¹⁾

本論文では、日本における大企業の経営者が、なぜ、「利潤最大化」だけの経営目標ではなく、「売上最大化」ないしは「売上成長」にも重きを置いた経営目標（戦略）を採択するのかという疑問に答えるために、複占市場（不完全競争市場）のケースを取り上げて、「クールノーの数量競争」モデル

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

に経営戦略上の意思決定の関数を付随させた経済モデルを構築して検討した。続いて、経営者の報酬（役員報酬）が、「経営目標（売上最大化）と経営者の報酬スキームとの間に整合性があるのか」、さらには、コーポレート・ガバナンスの観点から、「日本企業が、「労働者管理型」企業となっているのか」という疑問に答えるために、役員報酬決定の回帰分析モデルを用いて検討した。

2. 既存研究の検討

伝統的なミクロ経済学理論では、企業の唯一の目標は、「利潤の最大化」を前提にしている。この利潤最大化のドグマは、Baumol (1959)、Cyert と March (1963)、Marris (1964)、Galbraith (1967) など多くの経済学者により批判されてきた。実際、純粋な利潤最大化の前提は、所有権（即ち、株主）と会社の支配権（即ち、最高経営責任者）が分離されている現代の企業にとっては、あまりにも単純化された仮定であると思われる。実際、Berle と Means (1932) や Lerner (1966) らは、伝統的なミクロ経済学の教科書に記載されているような「支配的な所有者がいない」と指摘している。そこでは、むしろ、大企業が必要とする莫大な資本は、多くの投資家の間で所有権が広範囲に分散することになっている。日本においても、広瀬 (1963)、Uekusa と Caves (1976)、宮崎 (1976)、小宮 (1987, 1994) らは、所有権と支配権の分離により、経営が利潤最大化の原則から逸脱する点を指摘している。Dore (2000、日本語訳 2001) においても日本企業が利潤よりも売上を重視した経営をしばしばとっていることを指摘している。

Fershtman (1985)、Fershtman と Judd (1987) らは、寡占市場における所有者と経営者関係に注目し、所有者との内部契約と経営者の外部戦略との相互作用を検討し、市場が競争状況にある経営者は、戦略的な理由で（所有者の求める）教科書的な利潤最大化の目標から逸脱する目標を設定されることが多いことを示した。具体的には、所有権と経営権の分離により、競争下

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

にある寡占市場では、企業経営者は「利潤の最大化」と「売上（収入）の最大化」の中間にある目標を設定することが示された。Blinder（1992, 1993）は、Fershtman（1985）、Fershtman と Judd（1987）らの主張を一步進めた形で、「売上最大化優位仮説（revenue-maximizer dominance hypothesis）」を提唱した²⁾。さらに、Blinder（1993）は、日本企業が福利厚生や従業員の効用を最大化するのが目的であるならば、企業（経営者）の目的は、「利潤の最大化」ではなく、むしろ、「売上高の最大化」の戦略を採択する可能性を示した。（付録 1 の命題を参照のこと）³⁾。

このように「利潤最大化」行動から逸脱し、相対的に「売上最大化」に重きを持つ日本企業について、小宮（1987, 1988a, 1988b）は、「従業員代表」による「労働者管理型企业（labor managed firm）」と類似した性質を持つものと指摘した（労働者管理型企业に関しては、付録 2 を参照のこと）。また、伊丹（1987）は、人本主義経営（Human Capitalism/Peopolism）と呼び、Miyazaki（1993）も従業員主権の経営（Employeeism）と呼んだ。胥鵬（1992）は、日本の企業に関する「株主所有仮説」と「従業員主権仮説」の妥当性を検討しが、「従業員主導型企业仮説」を支持するだけの検証結果が得られなかった。

日本企業が市場シェアの最大化（売上の最大化）を追求するのには、いくつかの理由がある。まず、我が国においては、企業規模の拡大は終身雇用制の維持と内部昇進のために必要な条件である。従業員により多くの雇用と昇進機会を提供するためには、企業規模を持続的に拡大しなければならない。多くの大企業では、経営者は、自社株の所有の割合は低く、しかも、内部で昇進した経営者によって管理・管理されている。結果的に、経営者たちの最優先課題は会社内の調和を維持することになる。これは、より多くの雇用と昇進の機会を提供することによってのみ達成できる。そのためには、企業規模の継続的な拡大が必要条件となる。第二に、職員の賃金と地位が勤務年数に左右される年功序列制では、結局、職員の平均年齢を若く維持することで人件費の面で優位を占めるようになり、大卒者や高卒者の新卒採用がコスト

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

削減のためには重要となる。明らかに、この過程は会社のより早い成長を伴わなければならない。第三に、日本企業は、短期的な利潤に対する外部からの圧力も欧米型の企業と比べれば少ないため、成長志向の戦略を追求することが可能である。日本企業は株主により高い配当金を支払う代わりに、留保利益を再投資して工場の生産能力を拡大することができる。

複占市場などの不完全競争市場において、次節では、企業（経営者）が「売上最大化」か「利潤最大化」のいずれの戦略に重きを置けば、競争優位に立てるのかについて考察する。

3. 複占市場などの不完全競争市場において、企業が「売上最大化」か「利潤最大化」のいずれの戦略に重きを置けば、競争優位に立てるのか

不完全競争市場のケースとして、複占市場を取り上げてみよう。具体的には、経営戦略上の意思決定のウエイトを表す媒介変を持つ「クールノーの数量競争」モデル⁴⁾を用いて、相対的に「売上最大化」戦略と「利潤最大化」戦略をそれぞれ採択した企業が競争した場合、いずれの戦略を採択したら、競争優位に立てるのかについて考えてみよう。

一般性を保ちつつ議論を簡単にするために、各企業は、同一の総費用関数 cq_i (c は正の定数) を持ち、「規模に関して収穫が一定」であると仮定する。なお、この仮定により、 c は、限界費用 (MC) であり、平均総費用 (ATC) を意味する。また、市場における需要曲線は、 $P=a-bQ$ であり、 a 、 b は正の定数とする。市場全体の生産量 (Q) は、企業 1 と企業 2 の生産量の合計で表され、 $Q=q_1+q_2$ 、(q_1 、 q_2 は、それぞれ企業 1、企業 2 の生産量) で与えられる。企業 i (ここで、 $i=1, 2$) の利潤関数は $\pi_i=(P-c)q_i$ 、収入 (売上) 関数は、 $R_i=Pq_i$ とする。

Fershtman と Judd (1987) は、戦略上の理由で、競争下にある企業の経営者は、所有者の目標とする「利潤の最大化」からしばしば逸脱することを

示しました。

本稿では、経営者が、所有者の目標となる「利潤の最大化」と経営者の目標となる「売上の最大化」との間にウエイト付けをした戦略が採択できるような意思決定パラメーターを持つクールノーモデルを構築した。具体的には、経営者による意思決定関数、 M_i を導入し、企業*i*の経営者は、売上（収入）、 R_i と利潤、 π_i との間にウエイト付け（ λ_i ）をした戦略が採択できるものとする。このとき、企業*i*の経営者の意思決定関数（経営目標）は、 $M_i = (1 - \lambda_i) \pi_i + \lambda_i R_i : (1)$ となる（ただし、 $0 \leq \lambda_i \leq 1$ とする）。もし、 $\lambda_i = 1$ であれば、企業*i*の経営者は、「純粋に」売上最大化の戦略を採択しているのに対して、 $\lambda_i = 0$ であれば、企業*i*の経営者は、「純粋に」利潤最大化の戦略を採択していることになる。意思決定関数において、意思決定パラメーター（ウエイト、 λ_i ）が大きくなるほど、経営者は、「売上最大化」に、「より重き」をおいた戦略を採択していることになる⁵⁾。

なお、「売上最大化」戦略といえども、企業は、一定の利潤を確保したうえで売上最大化戦略の行動を取るものとする。これは、Baumol (1959) が唱えた「売上高最大化仮説」であり、経営と所有が分離した現代企業においては、所有者（株主）を満足させる一定の利潤（留保利潤）を確保すれば、経営者は、売上（企業規模）を増大させるという仮説である。留保利潤により、それぞれの企業が、ウエイトの程度の差こそあれ、「売上高最大化」の戦略を取ったとしても、企業経営が赤字にならない範囲で売上高最大化の行動をとる。この「留保利潤」を満たす条件は、取引価格（ P ）>平均総費用（ ATC ）である。また、「規模に関して収穫が一定」の仮定を設けたので、平均総費用（ ATC ）=限界費用（ MC ）となる。以上から、一定の利潤を保ちながら、「売上高最大化」にウエイトを相対的においた戦略を取るための条件として、 $P > MC = MC$ となる⁶⁾。この条件を「取引成立」条件とする。

企業1、企業2の経営者の目的関数は、(1) 式に $\pi_i = Pq_i - cq_i$ 、 $R_i = Pq_i$ を代入し整理すれば、 $M_i = Pq_i - (1 - \lambda_i)cq_i : (2)$ となる。（ただし、 $i=1, 2$ 、 P ：価格、 q_i ：企業*i*の生産量、 cq_i ：企業*i*の総費用）

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

$P = a - bQ = Q = a - b(q_1 + q_2)$ を (2) に代入して、

企業 1 の経営者の目的関数は、

$$M_1 = Pq_1 - (1 - \lambda_1)cq_1 = [a - b(q_1 + q_2)]q_1 - (1 - \lambda_1)cq_1 \quad : (3)$$

同様に、企業 2 の経営者の目的関数は、

$$M_2 = Pq_2 - (1 - \lambda_2)cq_2 = [a - b(q_1 + q_2)]q_2 - (1 - \lambda_2)cq_2 \quad : (4)$$

(3) 式、(4) 式から、企業 1、企業 2 の経営者は、おのこの目的関数の最大化するために q_1 、 q_2 を選択することになる。

ここで、相手企業の生産量が所与として、 $\frac{\partial M_1}{\partial q_1} = 0$ 、 $\frac{\partial M_2}{\partial q_2} = 0$ とすれば、

それぞれの企業の反応関数は、

$$q_1 = \frac{a - (1 - \lambda_1)c}{2b} - \frac{1}{2}q_2 \quad : (5)$$

$$q_2 = \frac{a - (1 - \lambda_2)c}{2b} - \frac{1}{2}q_1 \quad : (6)$$

(5) 式、(6) 式から、最適な生産量 (q_1^* 、 q_2^*) を求めたあと、需要関数、利潤関数に最適な生産量を代入すれば、最適な価格 (P^*)、市場全体の取引量 (Q^*)、ならびに、2 社の利潤、 π_1^* 、 π_2^* が求められる。

$$q_1^* = \frac{a - (1 - 2\lambda_1 + \lambda_2)c}{3b} \quad : (7)$$

$$q_2^* = \frac{a - (1 - \lambda_1 + 2\lambda_2)c}{3b} \quad : (8)$$

$$P^* = \frac{a - (2 - \lambda_1 + \lambda_2)c}{3b} \quad : (9)$$

$$Q^* = \frac{2a - (2 - \lambda_1 + \lambda_2)c}{3b} \quad : (10)$$

$$\pi_1^* = \left\{ \frac{a - (1 + \lambda_1 + \lambda_2)c}{3b} \right\} \left\{ \frac{a - (1 - 2\lambda_1 + \lambda_2)c}{3b} \right\} \quad : (11)$$

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

$$\pi_2^* = \left\{ \frac{a - (1 + \lambda_1 + \lambda_2)c}{3b} \right\} - \left\{ \frac{a - (1 + \lambda_1 - 2\lambda_2)c}{3b} \right\} \quad : (12)$$

(11) 式、(12) 式から、企業 1 と企業 2 が、「取引成立」条件（両社がともに「正の利潤」を得るための条件）は、 $a > (1 + \lambda_1 + \lambda_2)c = (1 + s)c$ となる。（ここで、 $\lambda_1 + \lambda_2 = s$ とおいて、 $0 \leq s \leq 2$ となる。）

(11)、(12) から、企業 1 と企業 2 の利潤の差、 $\pi_1^* - \pi_2^*$ は、 $\pi_1^* - \pi_2^* = \frac{ck \{a - (1 + s)c\}}{9b} \quad : (13)$ となる。（ここで、 $\lambda_1 - \lambda_2 = k$ とおいて、 $-1 < k < 1$ となる。）

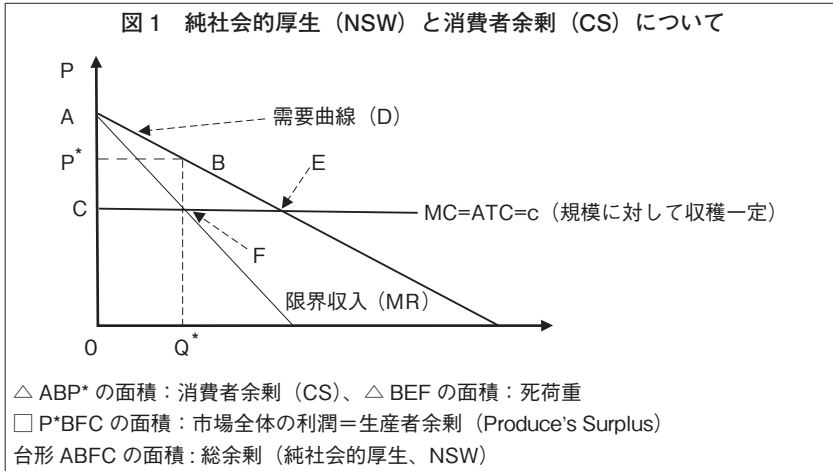
同様に、(7)、(8) から、企業 1 と企業 2 の生産量の差（マーケット・シェアの差）、 $q_1^* - q_2^*$ は、 $q_1^* - q_2^* = \frac{ck}{b} \quad : (14)$ となる。（ただし、 $k = \lambda_1 - \lambda_2$ 、 $-1 < k < 1$ ）

いま、仮に、企業 1 が、競争相手の企業 2 より、相対的に「売上最大化」戦略にウエイトをおいた戦略（ $\lambda_1 > \lambda_2$ ）を採択したものとすれば、 $k = \lambda_1 - \lambda_2 > 0$ であるから、(14) 式で、 $q_1^* - q_2^* = \frac{ck}{b} > 0$ となり、企業 1 の方が、企業 2 より大きなマーケット・シェアを得ることがわかる。また、(9) 式から、 $\frac{\partial P^*}{\partial \lambda_1} = \frac{-c}{3b} < 0$ となるから、市場価格は下落することがわかる。

両社の利潤の差（ $\pi_1^* - \pi_2^*$ ）に注目してみよう。(13) 式から、 $k = \lambda_1 - \lambda_2 > 0$ となり、取引成立条件、 $a > (1 + s)c$ が成立すれば、両社の利潤の差、 $\pi_1^* - \pi_2^* = \frac{ck \{a - (1 + s)c\}}{9b} > 0$ となるので、企業 1 が、企業 2 よりも大きい利潤を得ることがわかる。

最後に、企業 1 が企業 2 よりも相対的に「売上最大化」の戦略にウエイトおいた場合、純社会的公正、Net Social Welfare、NSW と略す）〔総余剰とも呼ぶ〕ならびに消費者余剰（Consumer's Surplus、CS と略す）が、どのよう

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか



に変化するかについて考えてみよう。なお、図1に純社会的厚生 (NSW) と消費者余剰 (CS) を示す。市場の均衡状態 (P^* , Q^*) における純社会的厚生 (NSW) は、図1からもわかるように、以下のように表せる。

$$\begin{aligned} \text{NSW} &= (\triangle \text{ABP}^* \text{の面積}) + (\square \text{P}^*\text{BFCの面積}) = \frac{(a - P^*)Q^*}{2} + (P^* - c)Q^* \\ &= \{4a - (4 + \lambda_1 + \lambda_2)c\} \{2a - (2 - \lambda_1 - \lambda_2)c\} / 18b \quad : (15) \text{となる。} \end{aligned}$$

企業1が、競争相手の企業2より、相対的に「売上最大化」戦略にウエイトをおいた戦略 ($\lambda_1 > \lambda_2$) を採択したものとする。

$$(15) \text{ 式から、NSW を } \lambda_1 \text{ で微分すれば、} \frac{\partial (\text{NSW})}{\partial \lambda_1} = \frac{c \{a - (1+s)c\}}{9b} \text{ となる}$$

る。ここで、取引成立条件、 $a > (1+s)c$ が成立すれば、 $\frac{\partial (\text{NSW})}{\partial \lambda_1} =$

$$\frac{c \{a - (1+s)c\}}{9b} > 0 \text{ となる。このことから、企業1が相対的に売上最大化}$$

にウエイトにおいて ($k = \lambda_1 - \lambda_2 > 0$) 場合、「取引成立」条件 ($a > (1+s)c$) が成立すれば、純社会的厚生 (NSW) は増加する⁷⁾。

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

本稿で構築した経営戦略上の意思決定のウエイトを表す媒介変を持つクルノーの数量競争モデルの分析結果をまとめると、以下の命題が得られる。

命題

- (1) 企業1が相対的に「売上最大化」の戦略にウエイトをおいた ($k = \lambda_1 - \lambda_2 > 0$) 場合、企業1の方が、企業2より大きなマーケット・シェアを獲得できる。なお、市場価格は下落する⁸⁾。
- (2) 企業1が相対的に売上最大化にウエイトをおいた ($k = \lambda_1 - \lambda_2 > 0$) 場合、「取引成立」条件 [$a > (1+s)c$] が成立すれば、企業1の方が、企業2より大きな利潤（儲け）を獲得できる。
- (3) 企業1が相対的に売上最大化にウエイトをおいた ($k = \lambda_1 - \lambda_2 > 0$) 場合、「取引成立」条件 ($a > (1+s)c$) が成立すれば、総余剰（純社会的厚生）は増加する。

以上から、「経営と所有（株主）が分離」される現代企業（大手の日本企業）では、不完全競争市場において、経営者は、「売上最大化」戦略に重きを置いた経営目標を定めることで、「競争優位」に立てる可能性が定性的に示された。

4. 経営陣の報酬と経営目標について

第3節で解説したように、企業が、相対的に「売上最大化」ウエイトを置いた戦略（ないしは、経営目標）を取るならば、役員報酬の決定要因は「利潤」の成果だけを反映したものとはならず、「売上高」あるいはマーケット・シェアの拡大（売上成長率）の成果も反映したものとなることが予想される。

いま、経営者の意思決定（経営目標）を反映した役員報酬であると仮定すれば、第3節で導入した企業*i*の経営者の意思決定関数（経営目標）、 $M_i = (1 - \lambda_i)\pi_i + \lambda_i R_i$ と役員報酬（Compensation）との関係は、 $(\text{Compensation})_i = a_i + \beta_i M_i$ （ここで、 a_i 、 β_i は、正の定数）で表される。従って、役員報酬

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

を決定するモデルは、

$$\begin{aligned}(\text{Compensation})_i &= a_i + \beta_i M_i = a_i + \beta_i \{ (1 - \lambda_i) \pi_i + \lambda_i R_i \} \\ &= a_i + \beta_i (1 - \lambda_i) \pi_i + \beta_i \lambda_i R_i = a + b \pi_i + c R_i \quad : (16) \\ & \quad (\text{ただし、} a_i = a, \beta_i (1 - \lambda_i) = b, \beta_i \lambda_i = c \text{ と置く})\end{aligned}$$

経営者は、役員報酬を最大化するための最適なウエイト、 λ_i を選択するものとすれば、

(16) 式の M_i を λ_i で微分して、 $d(\text{Compensation})_i / d\lambda_i = \beta_i (R_i - \pi_i)$ となる。ここで、 $d(\text{Compensation})_i / d\lambda_i = \beta_i (R_i - \pi_i) > 0^{(9)}$ であるので、経営者は、「売上最大化」にウエイト置く経営に強いインセンティブを持つことになる。

仮説 1：経営者が「売上最大化」に重きを置く経営目標（戦略）をとるのであれば、役員報酬も「マーケット・シェア拡大」の成果である「売上高成長率」を反映したものとなる。

また、第2節でも述べたように、Blinder (1993) の指摘のように、日本企業が福利厚生や従業員の効用を最大化するのが目的とし、Miyazaki (1993) の言う「従業員主権の経営 (Employeeism)」(労働者管理型企業) であれば、企業経営者は、従業員の福祉（ここでは、給与所得）に配慮することが予想される。もしそうならば、「役員報酬」と「従業員給与」の格差は、小さくなることが予想される。

仮説 2：経営者が、従業員の福利厚生や従業員の効用を最大化することを目標とする「労働者管理型」企業であれば、役員報酬と従業員給与の格差は小さいものとなる。

これまでの実証分析に用いられた計量モデルは「売上高」と「利潤」の関数とする (16) 式のモデルと同じ形となっている。しかし、利潤と売上高の相関性が高い場合が多いため、多重共線性 (Multicollinearity) の問題を避けることが難しく、理論と実証分析結果とのあいだに整合性のある分析結果を得られた研究が少ない。

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

まず、Roberts (1956) と McGuire (1962) らが行った初期の研究では、次の回帰分析を用いた。

$$(\text{Compensation}) = a + b(\text{Sales}) + c(\text{Profit}) \quad : (17)$$

Robert と McGuire の回帰分析モデルでは、残差分散 (residual variance) も役員報酬 (Compensation) とともに増加する可能性が高く、企業規模 (Firm Size) が大きくなるにつれて、役員報酬 (Compensation)、売上 (Sales)、利潤 (Profit) の値が全てすべて大きくなる可能性がある。この不均一分散性 (Heteroscedasticity) の問題を考慮した Lewellen と Huntsman (1970) の論文では、企業規模 [彼らの論文では、総資産 (Total Asset) を企業規模] で、それぞれの変数を調整し、次のような回帰分析式を用いた。

$$\left(\frac{\text{Compensation}}{\text{Total Asset}} \right) = a + b \left(\frac{\text{Sales}}{\text{Total Asset}} \right) + c \left(\frac{\text{Profit}}{\text{Total Asset}} \right) \quad : (18)$$

胥 鵬 (1992) や Joskow と Rose (1994) らは、企業成長の要因も考慮して、 $\ln(\text{Compensation}) = a + b \ln(\text{Sales Growth}) + c(\text{Profit Rate})$: (19)

ここで、 $\ln(\cdot)$ は自然対数、時間 t における企業の成長率 (Revenue/Sales Growth) として売上高成長率、利潤率 (Profit Rate) は総資本経常利益率を用いた。

まず、**仮説 1** を検証するために、上で解説した (19) 式を用いた。もし、経営者が「売上最大化」に重きを置く経営目標 (戦略) をとるのであれば、役員報酬に対して、「売上」変数の係数 (b)、ないしは「マーケット・シェア拡大」の成果である「売上高成長率」の係数 (c) が「正の値」を取り統計的にも有意になることが予想される。

続いて、**仮説 2** を検証するために上記の (19) 式に、(役員報酬と従業員給与との)「格差倍率」を示す変数項を加えた以下の回帰分析モデルを用いた。

$$\begin{aligned} \ln(\text{Compensation}) = & a + b \ln(\text{Sales Growth}) + c(\text{Profit Rate}) \\ & + d(\text{格差倍率}) \quad : (20) \end{aligned}$$

もし、日本企業が「労働者管理型」企業であれば、この「格差倍率」の係

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

数 (d) は、役員報酬に対して「負の値」を取り、統計的にも有意になることが予想される。

4.1 データ

今回の実証分析にあたり、製造業（自動車、自動車部品、二輪車・バイク、鉄道車両、家電、OA 機器、医療機器、時計、カメラ、精密機器、重電、半導体、電子部品、機械、工作機械、産業用ロボット、農業機械、空調）と IT 業界を選んだ。それぞれの業界からの企業の選出は、「業界ランキング（2020 年版）」(<https://gyokai-search.com>) から、各業界の売上ランキング上位 10 位までの企業を選んだ¹⁰⁾。最終的に、上場されていない企業を除く 114 社を選出した（本研究で取り上げた業界と企業のリストは、**付録 3**を参照のこと）。

これらの選出した企業に対して、企業価値検索サービス、Ullet（ユーレット、www.ullet.com）を用いて、財務データを取得した。なお、Ullet の財務データは、政府の提供するサイト、EDINET (<https://disclosure.edinet-fsa.go.jp>) につながり、各企業の『有価証券報告書』（各年）を閲覧できる仕組みになっている。

また、対象となる期間は、『有価証券報告書』の 2018 年（2018 年 3 月決算）から 2021 年（2021 年 3 月決算）を用いた。決算期が 2020 年 12 月の企業が 14 社あり、2021 年の分析からは除かれるため、2021 年の分析では、サンプル数が、100 社となった。

取り上げた変数のうち、定義ならびに計算（加工）が必要なものについては、**表 1** に示す。また、今回取り上げた主要変数の記述統計を**表 2** に示す。

このサンプリング・データで特筆すべき点は、2020 年のデータ（2020 年 3 月決算）では、新型コロナのパンデミックの影響が出はじめたため、経常利益成長率が前年度と比べて大きく減少し、2020 年のデータにおいても 2020 年に比べてマイナス成長をしている（2 年連続のマイナス成長）。売上高成長についても、2020 年は、2019 年と比べてマイナス成長となっている。

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

表 1. 主要変数について

変数	定義
役員報酬 ¹¹⁾	「報酬総額」を役員の人数で割った値を用いる。 ここで、報酬総額＝(固定報酬)＋(ストックオプションならびに短期業績連動報酬) ただし、「社外役員」の「役員報酬金額」は除いて計算した。
従業員給与	有価証券報告書に記載された従業員の平均給与
利潤率 ¹²⁾	$\text{総資本経常利益率} = \frac{\text{経営利益}}{\text{総資本}}$ $\text{売上高経常利益率} = \frac{\text{経営利益}}{\text{売上}}$
企業成長率	$\text{売上の対前年値からの伸び率} = \frac{\text{当年度売上高}}{\text{前年度売上高}}$
利潤成長率	$\text{経常利益の対前年値からの伸び率} = \frac{\text{当年度売上高}}{\text{前年度売上高}}$
格差倍率	役員報酬総額を平均従業員給与で割った倍率

表 2. 主要データの記述統計

変数	2021 年	2020 年	2019 年
役員報酬 (万円)	6242.9	6074.9	6602.0
〔一人あたりの役員報酬総額〕	(6531.5)	(5986.5)	(7252.0)
平均役員数	7.33 (3.35)	7.59 (3.33)	8.21 (3.60)
固定報酬 (万円)	3588.7	3757.5	3756.7
〔一人あたりの役員固定報酬〕	(2937.1)	(3841.8)	(11520.0)
従業員給与 (万円)	754.8 (165.16)	908.4 (1107.2)	940.1 (1241.2)
従業員数 [企業規模]	8426.0 (11853.7)	7971.0 (11426.7)	7945.3 (11512.0)
従業員平均年齢	42.1 (2.68)	42.2 (2.52)	42.0 (2.50)
従業員平均勤続年数	17.1 (2.96)	17.1 (2.87)	17.2 (2.85)
総資本 (百万円)	1240000 (2362988.0)	1070000 (1905369.1)	1060000 (1899052.0)
売上高 (百万円)	852000 (1709612.8)	785000 (1456620.6)	797000 (1427704.4)
経常利益 (百万円) [利潤]	55600 (195888.7)	49900 (174780.4)	69200 (222409.5)
総資本経常利益率 [利潤率]	0.0477 (0.0586)	0.0483 (0.0499)	0.0649 (0.0542)
売上高経常利益率 [利潤率]	0.0932 (0.1400)	0.0806 (0.0995)	0.1011 (0.1030)
売上高成長率 [企業成長率]	0.0203 (0.7329)	— 0.041 (0.1437)	0.0207 (0.1561)
経常利益成長率 [利潤成長率]	— 0.2422 (2.7612)	— 0.6874 (6.412)	0.1114 (0.0649)
格差倍率	7.98 (6.93)	7.64 (6.92)	8.02 (7.37)
サンプル数 (N)	100	114	114

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

従業員の平均給与については、2020 年の 940.1 万円から 2021 年の 754.8 万円に至るまで減少傾向が続いている。役員数については、2019 年の 8.21 人から、2021 年の 7.33 に至るまで、若干ではあるが、減少傾向にある。また、格差倍率（役員報酬を従業員給与で割った値）が、7.6 倍から 8 倍程度である¹³⁾。

4.2 回帰分析結果と検討

まず、Roberts (1956) と McGuire (1962) らの用いた回帰分析モデル (17) 式で分析を行ったが、各年度の「売上高」と「利潤（経常利益率）」との間に強い正の相関関係¹⁴⁾ がみられ、多重共線性 (Multicollinearity) の問題を生じたため、良い結果が得られなかった。

次に、不均一分散性 (Heteroscedasticity) の問題を考慮した Lewellen と Huntsman (1970) と同様に、企業規模〔総資産 (Total Asset)、総従業員数を企業規模とみなして、それぞれの変数を調整した回帰モデル (18) 式を用いて分析を試みたが、良い結果が得られなかった¹⁵⁾。

参考までに、役員報酬の変数を中心として、他の関連する主要変数との相関係数をみてみよう。

表 3 に示す相関係数から、「役員報酬」と「売上高」、「役員報酬」と「経常利益」の間には、それぞれ、統計的に有意な「正の相関」関係がみられた。このことから、第 2 節の先行研究でも述べたように、「所有」と「経営」の分離が進む現代企業（特に、日本の大企業）では、企業役員報酬が、「売上高」と「経常利益」（利潤）の経営目標（経営戦略）を反映するかたちで支給される可能性を示唆する結果を得た。

仮説 1 を検証するために、胥 鵬 (1992) や Joskow と Rose (1994) らの行った「企業成長」の要因も考慮した回帰分析モデル (19) 式を用いた。

この (19) 式を用いた分析結果を表 4 に示す。「売上成長率」の係数値、b の値は、2019 年、2020 年、2021 年のすべてにおいて、有意水準 1% で統計的に有意となり「正の値」を示した。また、「利潤率」の係数値、c も

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

表 3. 役員報酬と他の主要変数との相関係数（年度別）

変数	2021 年	2020 年	2019 年
売上高	0.356** (0.000)	0.454** (0.000)	0.368** (0.000)
経常利益 [利潤]	0.536** (0.000)	0.523** (0.000)	0.386** (0.000)
総資本経常利益率 [利潤率]	0.313** (0.000)	0.153 (0.104)	0.355 (0.440)
売上高経常利益率 [利潤率]	0.122 (0.226)	－ 0.023 (0.599)	0.355* (0.027)
売上高成長率 [企業成長率]	0.019 (0.847)	－ 0.023 (0.809)	0.010 (0.912)
経常利益成長率 [利潤成長率]	0.108 (0.283)	－ 0.050 (0.599)	0.089 (0.347)
授業員給与	0.326** (0.001)	0.074 (0.433)	0.073 (0.440)
従業員数 [企業規模]	0.309** (0.002)	0.390** (0.000)	0.266** (0.004)
格差倍率	0.973** (0.000)	0.966** (0.000)	0.948** (0.000)
サンプル数 (N)	100	114	114

【注】* は、5%水準で有意（両側）であることを示す。

** は、1%水準で有意（両側）であることを示す。

2019 年と 2021 年において、有意水準 1% で統計的に有意となり「正の値」を示している。2020 年は、有意水準 5% で統計的に有意となる「正の値」を示している。これらのことから、役員報酬の決定要因は、「売上成長率」と「利潤率（総資本経常利益率）」を反映する形で支給されていることがわかった。今回のサンプル・データにおいては、仮説 1 を支持する結果となった。なお、利潤率として「売上高経常利益率」を用いた場合も付表 2 に示すが、表 4 で示した結果と整合性のある結果が得られた（付録 4 に掲載した付表 2 を参照のこと）。

表 4 からさらにわかることは、「売上高に対する役員報酬の弾力性」は、0.205～0.265 となる。（付表 2 から、売上高に対する役員報酬の弾力生は、0.21～0.28 と表 4 の結果とほぼ同程度の弾力生の値を得た）。

表 4 の結果から、2019 年を例にとれば、売上成長率が 1% 上がれば、役員報酬は、約 1% 増加することになる。一方、利潤率が 1% = 0.01 だけ上がれば、 $\ln(\text{役員報酬})$ は、約 0.035 上がる。 $\ln(\text{役員報酬}) = 0.035$ となるから、役員報酬は、 $e^{0.035} = 1.04\%$ となる。このことから、役員報酬は、売上成長率

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

表 4. 役員報酬の決定要因（利潤率として総資本経常利益率を使用）

回帰分析モデル： $\ln(\text{Compensation}) = a + b \ln(1 + \text{Sales Growth}) + c(\text{Profit Rate})$			
	2021 年	2020 年	2019 年
Constant	5.679** (9.706)	5.268** (9.725)	4.880** (8.923)
$\ln(\text{売上成長率})$	0.205** (4.497)	0.241** (5.671)	0.265** (6.291)
利潤率 (総資本経常利益率)	3.552** (3.223)	2.447* (2.057)	3.480** (3.249)
Adjusted R ²	0.219	0.240	0.304
F 値	14.875	18.891	26.695
サンプルサイズ (N)	100	114	114

【注】* は 5%水準で有意であることを示す。 ** は 1%水準で有意であることを示す。
自然対数 (\ln) の真数を正の値にするため $\ln(\text{Sales Growth})$ の代わりに $\ln(1 + \text{Sales Growth})$ を用いた。

表 5. 役員報酬の観点から見て、日本企業は「労働者管理型」企業か

回帰分析モデル： $\ln(\text{Compensation}) = a + b \ln(1 + \text{Sales Growth}) + c(\text{Profit Rate}) + d(\text{格差倍率})$			
	2021 年	2020 年	2019 年
Constant	6.980** (20.198)	6.277** (17.047)	6.382** (18.952)
$\ln(\text{売上成長率})$	0.059* (2.103)	0.121** (4.037)	0.111** (4.071)
利潤率 (総資本経常利益率)	1.170 (1.801)	1.714* (2.171)	1.391* (2.159)
格差倍率	0.084** (14.247)	0.072** (11.979)	0.075** (14.592)
Adjusted R ²	0.747	0.667	0.761
F 値	98.220	76.589	120.815
サンプルサイズ (N)	100	114	114

【注】* は 5%水準で有意であることを示す。 ** は 1%水準で有意であることを示す。
自然対数 (\ln) の真数を正の値にするため $\ln(\text{Sales Growth})$ の代わりに $\ln(1 + \text{Sales Growth})$ を用いた。

と利潤率が、それぞれ、1%増加した場合、役員報酬は売上成長率と利潤率に対して同程度のウエイトで支給される。

以上の分析結果をまとめると、役員報酬は、利潤率（利潤最大化目標）と売上成長率（売上最大化目標）の成果を反映する形で決定されることがわかり、**仮説 1** を支持する結果を得た。また、経営者は、利潤率と売上高成長率の経営目標に対して同程度のウエイトを置いた形で役員報酬は支給され、

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか
利潤率の確保と売上高（マーケット・シェア）の拡大・成長をはかる経営目標（戦略）を採択していることがわかった。

仮説 2を検証するために、回帰分析モデル（20）式を用いた。この分析結果を表 5 に示す。格差倍率（役員報酬と従業員給与の比）の係数値、d は、2019 年、2020 年、2021 年において、すべて 1%水準で有意で「正の値」をとった。

以上の分析結果をまとめると、今回のサンプル・データを用いた分析では、格差倍率（役員報酬と従業員給与の比）が大きくなると役員報酬が高くなることを示したので、「経営者（役員）」と「従業員」がともに利益を分かちあうような「労働者管理型」企業とは言えず、**仮説 2**は支持されなかった¹⁶⁾。

5. 要約及び結論

第 3 節のモデル分析から、「経営と所有（株主）が分離」される現代企業（日本企業）では、不完全競争市場において、経営者は、「売上最大化」目標に加えて、相対的に「売上最大化」、ないしは「売上成長」にも重きを置いた経営目標を定めることで、「競争優位」に立てる可能性が示され、**仮説 1**を支持する結果を得た。一般に、日本企業が「利潤」だけでなく、「売上」ないしは「売上成長（マーケット・シェア拡大）」にも重視した経営目標採択する理由の 1 つとなることが示された。

第 4 節の実証分析から、役員報酬スキームは、利潤率（利潤最大化目標）と売上成長率（売上最大化目標）の成果の両方を反映する形で決定されることが示された。経営者は、留保利潤確保のために、利潤率にも注意を払いつつ、売上成長率（マーケット・シェアの拡大）に経営目標を取ることが示され、本文にある**仮説 1**は支持された。これは、ある意味において、Baumol (1959) が唱えた「留保利潤の制約下での売上高最大化仮説」と整合性のある結論となった。

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

日本企業が「労働者管理型」企業であるのかという問いに対しては、今回のサンプリング・データを用いた場合、役員報酬は、格差倍率（役員報酬と労働者給与の比）が高まるにつれて増加することから、**仮説2**は棄却される結果となった。

6. 今後の課題

今回、取り上げた単一の複占市場での結果が、複数の市場を持ち同一の競争相手と競争する場合、企業間での攻撃の自粛や暗黙の共謀（協力）を生む可能性がある¹⁷⁾ ことを Edward (1955)、Tirole (1988)、Bernheim と Winston (1990)、Evans と Kessides (1994)、Li と Greenwood (2004) らが指摘している。複数の市場を持ち同一の競争相手と競争する場合、果たして、「売上最大化（マーケット・シェア拡大）」の競争で競争優位に立つための有効な経営目標になるかを考えることが、今後の課題となる。

また、人口減少で市場が縮小する中で、大企業が「売上成長」を追い求めて数量競争を行うことが今後も持続可能な経営目標となり得るのか。「売上成長」を追い求めることで、生き残りをかけた「数量競争」で生き残った企業による「寡占化」ないしは「独占」に市場は向かうのかについて、動学的な観点からの市場分析も必要となる。

マクロ的観点からは、多くの大企業が、「留保利潤」を確保しつつも、「売上最大化」にも重きを置いた数量競争を続ければ、個々の製品の価格の下落がマクロ的にはデフレの原因となる可能性を秘めている。さらに、人口減少が進む中で、国内の総需要の減少は、デフレに拍車をかけることにもつながる。デフレ却去に向けた経済政策と整合性のとれた企業の経営目標が、どのようになるかを考えることも、今後の課題となる。

〈付録〉

付録1 経営者が、従業員の福利厚生に関心を持った場合の経営目標について

命題 もし、企業（経営者）の関心が、従業員の福利厚生を持つ場合、企業は相対的に「売上最大化」に重きを置いた経営を行う。（その結果、企業は利潤最大化の水準より多くの労働者を雇用し、多くの生産物を生産する。）

証明 経営者（企業）の関心が、利潤だけでなく、従業員や労働者福祉の効用も考慮するものとし、従業員全員の福利厚生を考慮することで経営者が得られる効用、 $U(wL)$ に依存するものと仮定する。ここで、 w ：従業員の賃金、 L は従業員数とし、 $U(wL)$ は、 w に対して2回微分可能な関数とする¹⁸⁾。経営者（企業）が、利潤と従業員に対する福利厚生とのバランス（ β ）を考えたあと、経営者は、従業員の賃金と雇用者数を決定するものとする。経営者は、次の最適化の問題を解けばよい。

$$\max_{L, w} (1 - \beta) \pi + \beta U(wL) = \max_{L, w} (1 - \beta) [R(L) - wL] + \beta U(wL)$$

ここで、 $R(L)$ は売上関数、 β は経営者の判断で決められた従業員に対する福利厚生への配慮の割合とし、所与とする（ただし、 $0 < \beta < 1$ とする）¹⁹⁾。

目的関数を L 、 w でそれぞれ微分すれば、一階の条件は次のようになる。

$$(1 - \beta) [R'(L) - w] + \beta w U'(wL) = 0 \quad : (A1)$$

$$-(1 - \beta) + \beta U'(wL) = 0 \quad : (A2)$$

(A2) を (A1) に代入して整理すると、 $(1 - \beta) R'(L) = 0$ となる。 $0 < \beta < 1$ であるから、労働の限界収入生産力、 $R'(L) = MR \cdot MP_L = 0$ となる。従って、 $MR = 0$ となり、経営者は、売上最大化の目標を選択することになる。

(補足)

従業員に対する福利厚生から得られる経営者の効用関数が、従業員の賃金の向上に依存するものとして、分離型の効用関数として、 $U(w)$ と仮定すれば、経営者は、次の最適化の問題を解けばよい。

$$\max_{L, w} (1 - \beta) \pi + \beta L \cdot U(w) = \max_{L, w} (1 - \beta) [R(L) - wL] + \beta L \cdot U(w)$$

目的関数を L 、 w でそれぞれ微分すれば、一階の条件は次のようになる。

$$(1 - \beta) [R'(L) - w] + \beta U'(w) = 0 \quad : (A1)$$

$$-(1 - \beta) + \beta U'(w) = 0 \quad : (A2)$$

(A2) を (A1) に代入し、 β を消去すると、 $R'(L) = w - \frac{U(w)}{U'(w)} \neq w$ となる。

これは、労働の限界収入生産力、 $R'(L)$ が労働の限界費用 (MC_L) と等しくないことを示している。言い換えれば、経営者（企業）は、利潤最大化の目標を採択し

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

ていないことを示している。更に、経営者の効用関数、 $U(w)$ が等弾力的効用関数

(弾力性が一定の効用関数、isoelastic utility function) と仮定すれば、 $\frac{U(w)}{U'(w)} > w$

となり、 $R'(L) = w - \frac{U(w)}{U'(w)} < 0$ となる。このケースでは、経営者は、利潤最大

化から逸脱し、企業が赤字経営になっても従業員の福利厚生を配慮することを意味する。

付録2 「労働者管理型」企業の特徴について²⁰⁾

労働者管理企業は、旧ユーゴスラビアで形成された労働者により組織され、運営管理される企業である。Berle と Means (1932) のいう「経営と所有」の分離は行われず、労働者管理企業では、同一の主体が企業を所有し、支配する。労働者が集まって、企業を設立し、必要な経費を払った後の余剰に利潤を平等に労働者間で分配することになる。そのため、労働者管理企業は伝統的な「利潤最大化」企業とは異なり、労働者一人あたりの平均所得を最大化することになる。日本の大企業において、従業員から昇進を重ねて会社役員になり経営陣として経営管理が行われる企業の場合、オーナー型の企業とは異なり、従業員全体の福利厚生ないしは平均所得の向上に向けた経営を行うので、小宮 (1987, 1988a, 1988b) は、従業員代表による「労働者管理型」企業 (labor managed firm) と類似した性質を持つものと指摘した。ここでの労働者管理モデルは、従業員 (労働者) 一人あたり

の利潤すなわち、平均所得 ($\frac{\pi}{L}$) を最大化することを経営目標とする。従って、

最適化の問題は、次のようになる。

$$\max_{L, K} s = \max_{L, w} \left(\frac{\pi}{L} \right) = \max_{L, w} \left(\frac{PQ - wL - rK}{L} \right) = \max_{L, w} \left(\frac{P Q(L, K) - wL - rK}{L} \right)$$

ここで、生産関数 $Q = Q(L, K)$ は、規模に関して一定で、一次同次関数であるもの

とする。なお、従業員一人あたりの利潤 (取り分) を $s = \frac{\pi}{L}$ と置いた。P: 財市場

の取引価格、w: 一人あたりの賃金、r: 資本のレンタル価格、L: 労働、K: 資本を表す。また、賃金、w は、外部の労働市場で決定されるものとする (言い換え

れば、w は外生変数)。一階の条件は、 $\left(\frac{\pi}{L} \right)$ を L、K で微分して、 $\frac{PMP_L - (w + s)}{L}$

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

$$=0 \quad (1) \quad \left[\text{ここで、} s = \frac{\pi}{L}, \quad \frac{\partial Q(L, K)}{\partial L} = MP_L \text{ (労働の限界生産性) とする。} \right]$$

$$P \frac{\partial Q(L, K)}{\partial K} = P \cdot MP_K = 0 \quad (2) \quad \left[\text{ここで、} \frac{\partial Q(L, K)}{\partial L} = MP_L \text{ (資本の限界生産性) とする。} \right]$$

(1) 式を整理して、 $P \cdot MP_L = w + s$ (3) を得る。この式からわかるように、労働者管理型企業においては、外部の労働市場で決まる賃金 (w) よりも一人あたりの利潤の分配金分、 $s = \frac{\pi}{L}$ だけ高い賃金が得られることになる。

(労働者管理型企業の一人あたりの賃金 (y) は、 $y = w + s = w + \frac{\pi}{L}$ となる。

生産関数 $Q = Q(L, K)$ において、労働の平均生産性を $q = \frac{Q}{L}$ 、 $k = \frac{K}{L}$ (資本・労働比率と呼ぶ) とすれば、 $Q(L, K)$ が一次同次関数であるので、 $Q = L \cdot Q\left(1, \frac{K}{L}\right)$ が成立する。ここで、 $Q\left(1, \frac{K}{L}\right)$ を $q(k)$ と置く²¹⁾ と、労働者一人あたりの賃金 (y)

は、 $y = Pq(k) - rk$ と表されるので、これを最大化するための一階の条件は、 $\frac{dy}{dk}$

$= Pq'(k) - r = 0$ より、 $Pq'(k) = r$: (4) となる。仮に、財市場において需要が増加して、価格、 P が上昇したならば、 r が一定の場合、 $q'(k)$ は減少する。そのためには、資本・労働比率、 k は増加しなければならない。短期的に資本、 K が一定であるとすれば、 $k = \frac{K}{L}$ が増加するためには、労働力、 L が減少しなければならない。

い。生産関数、 $Q = Q(L, K)$ において、短期的資本を一定として、労働力、 L を減少されると、生産量 (Q) は減少する。以上から、価格 (P) の上昇に対して、生産量が減少するので、財市場における短期的供給曲線が、負の傾きを持つことになる。労働者管理型企業を想定した場合、供給曲線が負の傾きを持つことを最初に指摘したのが、Ward (1958) であり、Ward 効果と呼ばれている。しかし、財市場において、供給関数と需要関数がともに「負の傾き」を持つ場合、供給曲線が需要曲線より相対的に緩やかな傾きを持つ場合、価格調整 (ワルラス的調整) が不安定になり、市場の存続が見込めない。

一方、長期的な観点からみれば、価格が上昇した場合、資本・労働比率 (k) の

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

増加は、資本（K）を増加させることで、生産量 Q を増加させることが可能となり、供給曲線は、通常の「正の傾き」を持つ供給曲線となる。このため、「労働者管理型の企業」の場合、長期的な観点から、資本（K）を増加させて、安定的に生産量（Q）を増加させる必要性がある。その意味で、日本企業が、「利潤最大化」の経営目標から逸脱した場合、長期的な観点から、資本の増加とそれに見合う売上最大化の目標を目指す必要性が生じるのではないだろうか。

以上をまとめると、「労働者管理型企業」の場合、労働者一人あたりの賃金（所得）が、外部の労働市場で決まる賃金（w）より一人あたりの利潤の分配金（ π/L ）だけ高い賃金が払われること。財市場における供給曲線が、短期的（資本が一定の条件が満たされる場合）には「負の傾き」を持ち「マーシャル的価格調整」、ないしは「ワルラス的数量調整」が機能しない不安定な市場となる点が指摘される。

一方、長期的な観点から、資本（K）が増加（変動）できれば、長期的供給曲線は、通常の「正の傾き」を持つことが可能である。そのため、日本の大企業が、「労働者管理型企業」に類似する経営形態を取り、「利潤最大化」の経営目標から逸脱した場合、長期的な観点からは、「資本の増加」とそれに見合う「売上成長（マーケット・シェアの拡大）」を目指す必要性が生じることになる。

付録 3 本研究で取り上げた業界と企業のリスト

付表 1 本研究で取り上げた業界と企業のリスト

業界	企業名
自動車	SUBARU、いすゞ自動車、スズキ、本田技研工業、トヨタ自動車、日産自動車、マツダ、三菱自動車、日野自動車
自動車部品	ジェイテクト、日本精工、アイシン精機、デンソー、トヨタ紡織、豊田自動織機、豊田合成、住友電気工業、パナソニック、日立製作所
二輪車・バイク	本田技研工業、ヤマハ発動機、川崎重工、スズキ
家電	三菱電機、日立製作所、パナソニック、富士通ゼネラル、オムロン、船井電機、山善、シャープ
カメラ	ニコン、キャノン、ソニーG、コニカミノルタ
時計	シチズン時計、セイコーHD、カシオ、リズム時計
OA 機器	コニカミノルタ、富士フィルム HD、キャノン、キャノン電子、ブラザー工業、リコー、沖電気工業、東芝テック、セイコーエプソン
医療機器	HOYA、オリンパス、テルモ、オムロン、コニカミノルタ、シスメックス、ニプロ、フクダ電子、日本光電工業、富士フィルム HD
半導体	SCREENHD、東芝、ニコン、アドバンテスト、ルネサスエレクトロニクス、ローム、京都セラ、東京エレクトロン、富士通
電子部品	アルプスアルパイン、キーエンス、ミネベアミツミ、日東電工、日本電産、TDK、村田製作所

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

リチウム電池	TDK、村田製作所、ジーエスユアサコーポレーション、戸田工業、田中化学工業、日本化学工業、パナソニック
重電	三菱電機、日立製作所、富士電機、日新電機、明電舎、東芝
機械	クボタ、マキタ、小松製作所、IHI、三菱重工業、日立製作所、日立建機、住友重工業、ダイキン工業、ジェイテクト、日本精工
精密機器	ニコン、HOYA、オリンパス、テルモ、シチズン時計、セイコーHD、
工作機械	ファナック、安川電機、不二越、DMG 森精機、THK、アマダ、オークマ、日本製鋼所、マキタ、小松製作所
産業用ロボット	ファナック、安川電機、不二越、セイコーエプソン、FUJI、ダイヘン、ユーシン精機
空調	ダイキン工業、富士通ゼネラル、高砂熱学工業、大気社、朝日工業
農業機械	クボタ、やまびこ、井関農機、丸山製作所
鉄道車両	日本車輛製造、京三製作所、近畿車輛、胎動信号、日本信号、ナブテスコ、日立製作所
IT	富士通、NEC、NTT データ、SCSK、TIS、伊藤忠テクノソリューション、大塚商会、日本ユニシス、野村総合研究所、日立製作所

【注】太字の企業名は、複数の業界でシェアトップ10に入る企業（計114社）

付録4 役員報酬の決定要因（利潤率として売上高経常利益率を使用）

付表2 役員報酬の決定要因：利潤率として売上高経常利益率を使用

回帰分析モデル：			
$\ln(\text{役員報酬}) = a + b \ln(\text{売上成長率}) + c(\text{利潤率})$			
	2021	2020	2019
Constant	5.681** (9.322)	5.127** (9.333)	4.657** (8.249)
$\ln(1 + \text{売上成長率})$	0.211** (4.467)	0.254** (5.954)	0.288** (6.633)
利潤率 (売上高経常利益率)	0.958** (3.223)	1.235* (2.067)	1.647** (2.874)
Adjusted R ²	0.170	0.241	0.291
F 値	11.110	18.918	24.162
サンプルサイズ (N)	100	114	114

【注】* は、5%水準で有意であることを示す。** は、1%水準で有意であることを示す。

この(19)式を用いた分析結果を付表2が示すように、表4に示す。「売上成長率」の係数(a)は、2019年、2020年、2021年のすべてにおいて、統計的に1%水準で有意となり正の値を示した。また、「利潤率」の係数(b)も2019年と2021年において、統計的に1%水準で有意となり正の値を示している。2020年も統計的に5%水準で有意となる正の値を示している。このことから、役員報酬は、売上成長率と利潤率を反映する形で決定されていることがわかる。

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

参考文献

- Baumol, W. J., 1959. *Business Behavior, Value and Growth*, New York: Macmillan.
- Berle, A. A. and G. C. Means, 1932. *Modern Corporation and Private Property* (New York: Macmillan).
- Bernheim, B. D. and Whinston, M. D. Multimarket Contact and Collusive Behavior, *The Rand Journal of Economics*, 21 (1): 1-26.
- Blinder, A. S., 1992. International Perspective: Trading with Japan-Why the U.S. loses even on a level playing field, *Business Economics*, 27: 25-29.
- Blinder, A. S., 1993. A simple note on the Japanese firm, *Journal of Japanese and International Economies*, 7: 238-55.
- Cyert, R. M., and J. G. March, 1963. *A Behavioral Theory of the Firm* (New Jersey: Prentice Hall).
- Dore, R. 2000. Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism: Japan and Germany Versus The Anglo-Saxons, Oxford University Press (藤井真人訳、『日本型資本主義と至上主義の衝突：日・独対アングロサクソン』、渡洋経済新報社、2001 年)
- Dow G. W. 2018. *The Labor-Managed Firm: Theoretical Foundations*, Cambridge University Press.
- Edwards, D. C. 1955. Conglomerate Bigness as a Source of Market Power, in G. J. Stigler, *Business Concentration and Price Policy*, 331-359, Princeton University Press.
- Evans, W. N. and Kessides L. N. 1994. Living by “Golden Rule”: Multimarket Contact and Price Policy, Prentice in the U.S. Airline Industry, *The Quarterly Journal of Economics*, 109 (2): 341-366.
- Fershtman, C. and K. L. Judd, 1987. Equilibrium incentive in oligopoly, *American Economic Review*, 77: 927-40.
- 春名 章二、『市場経済と労働者管理企業』、多賀出版、2001 年
- 広瀬 雄一、『株式会社支配の構造』、日本評論社、1963 年
- 伊丹 敬之、『人本主義企業～変わる経営変わらぬ原理』、日経ビジネス人文庫、1987 年
- Joscow, P. L. and Rose, N. L., 1994. CEO pay and Firm Performance: Dynamics, Asymmetries, and Alternative Performance Measures. *NBER Working Paper Series*, No. 4976.
- Klemperer, P. D. and M. A. Meyer, 1986. Price competition vs. quality competition: the role of uncertainty, *Rand Journal of Economics*, 17: 404-415.
- Komiya, R., 1987. Japanese firms, Chinese firms: Problems for economic reform in China (Part I), *Journal of Japanese and international Economies*, 1: 31-61.

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

- 小宮 隆太郎、「日本企業の構造的特徴 (1)」、『経済学論叢』、東京大学、54 巻、2-16、1989 年 a.
- 小宮 隆太郎、「日本企業の構造的特徴 (2)」、『経済学論叢』、東京大学、54 巻、2-16、1989 年 b.
- Laidler D. and S. Estrin, Alternative Objectives for the firm in *Introduction to Microeconomics*, 3rd ed, Simon & Schuster.
- Larner, R. J., 1966. Ownership and control in the 200 largest non-financial corporations, 1929 and 1963, *American Economic Review*, 56: 777-87.
- Lewellen, W. and Huntsman, B. 1970. Managerial Pay and Corporate Performance, *American Economic Review*, 60: 710-20.
- Li, S. and R. Greenwood, 2004. The Effect of within-industry Diversification on Firm Performance: Strategy Creation, *Strategic Management Journal*, 25 (12), 1131-1153.
- McGuire, J. W., J. W. Chiu, J. S.Y and Elbing, A. O. 1962. Executive Incomes, Sales, and Profits, *American Economic Review*, 52: 753-61.
- McDonald, D. and Solow, R. M. 1981. Wage Bargaining and Employment, *American Economic Review*, 7: 896-908.
- 宮崎 義一、『戦後日本の企業集団』、日本経済新聞社、1976 年
- Miyazaki, H. 1993. Employeeism, Corporate Governance, and the J-firm, *Journal of Comparative Economics*, 17: 443-469.
- 岡田 羊祐、「企業理論の解説」、第 I 部補論、『日本の企業』、小宮隆太郎編、東京大学出版会、1989 年
- Roberts, D. R. 1956. A General Theory of Executive Compensation Based on Stability Tested Proposition, *Quarterly Journal of Economics*, 70: 270-294.
- 胥 鵬 1992. 「日本企業は授業員主権型か〜日本企業における経営者インセンティブからの検証」、『日本経済研究』、No. 23: 29-46、1992.
- Tabeta, N. and Wang R. 1996. Relative Revenue-maximizing Strategy under Duopolistic Competition: The Case of US-Japan Bilateral Auto-trade, Proceedings of the 7th ENDEC World Conference on Entrepreneurship [Separate Issue].
- Tabeta, N. and Wang R. 1997. The Long-run Profit Rates and Competitiveness: A Comparative Study of American and Japanese Automobile Companies, Proceedings of the 8th ENDEC World Conference on Entrepreneurship [Separate Issue].
- Tirole, J. 1988. *The Theory of Industrial Organization*, The MIT Press.
- Uekusa, M. and Caves, R. E. 1976. *Industrial Organization in Japan*, Washington D. C.: The Brookings Institution.

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

注

- 1) 2021年5月27日で国士舘大学政経学部は、創立60周年を迎えました。それを記念する記念号の編集にご尽力をされた編集委員の方々をはじめ、政経学会の会員の皆様に御礼を申し上げます。ここに、政経学部の益々のご発展をお祈りいたします。
- 2) Blinderは、1980年代から1990年代初頭の日米の二国間貿易を取り上げて、「売上（収入）最大化」戦略をとる日本企業が、「利潤最大化」戦略をとる欧米型の企業よりも多くの生産することで、「平均費用の低減」[あるいは、累積生産量の増加による生産費用の低減（学習効果）]をもたらし、二国間貿易において優位になることを示した。TabetaとWang（1996, 1997）らも、自動車産業のケースを取り上げて、「売上最大化」戦略をとる企業が日米の二国間貿易において優位になることを示した。
- 3) なお、日本企業が「売上を最大化」する役割を果たしても、これは決して株主の利益を否定するものではない。日本の最高経営陣が長期的な観点で市場占有率を高めるという目標を追求する際、会社の時価が極端に低い場合、破産の危険性やメインバンクの監視など、様々な制約を受けることになる。
- 4) KlempererとMeyer（1986）は、企業の決定変数として価格と数量の間の選択を内生変数とする反応曲線モデルを適用した。彼らは、企業が「規模に対して一定」の条件の下では、価格設定と数量設定のどちらを選択するかについては無関心（indifference）だと結論づけた。言い換えれば、KlempererとMeyer（1986）は、企業の決定変数として価格と数量の間の選択を内生変数とする反応曲線モデルを適用した。彼らは、企業が「規模に対して一定」の条件の下では、価格設定と数量設定のどちらを選択するかについては無関心（indifference）だと結論づけた。言い換えれば、Cournotの数量競争モデルとBertrandの価格競争モデルの間に大きな差がないことを意味する。本稿では、クールノーの数量競争モデルを用いた。
- 5) Blinder（1992, 1993）では、純粋に「売上最大化」をとる企業と純粋に「利潤最大化」を採択した場合で検討しており、本論文で取り扱ったモデルの特殊ケースとなっている。
- 6) この「取引成立」条件は、複占などの不完全競争における「利潤最大化」の条件、価格（ P ）> 限界費用（ MC ）とも整合性のとれた条件となる。
- 7) 複占などの不完全競争市場においては、社会的公正の損失[すなわち、死荷重（Dead Weight Loss, DWL と略す）（図1の△BEFの面積部分）が生じるが、企業1が「売上最大化」のウェイトにより重きをおいた戦略を実施することで、市場価格は下落し、結果として、純社会的公正（総余剰）は増加する。これは、社会にとって望ましいものといえる。また、ここでは紙面の関係で詳しい説明は省くが、市場価格の下落は、消費者余剰（図1の△ABP*の面積）も増加するので、消費者にとっても望ましい結果となる。一方、価格の下落は、市場全体の利潤（言い換えれば2社の生産者余剰の合計）を減少させる。「薄利多売」により、両社とも利潤を減らす結果になることがわかる。

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

- 8) 本稿で取り扱った「クールノーの数量競争モデル」のかわりに、「ベルトランの価格競争モデル」を適用し、経営戦略上の意思決定のウエイトを表す媒介変を持つ意思決定関数を構築しても、「売上最大化」の戦略にウエイトおいた企業の価格は、限界費用価格（競争水準価格）に最終的には近づいて行くことがわかる。そのため、ここで得られた命題と同様の結果が導かれるものと思われる。
- 9) $R_i - \pi_i = C_i$ （ただし、 C_i ：総費用）となるから、総費用がゼロでない限り、 $R_i - \pi_i = C_i > 0$ の条件は満たされる。また、 $\beta_i > 0$ であるので、 $d(\text{Compensation})_i / d\lambda_i = \beta_i (R_i - \pi_i) > 0$ となる。役員報酬は、 λ を高めると増加することになる。
- 10) 複数の業界で、売上ランキングの上位 10 位に入る企業もある点にも留意されたい。
- 11) 役員報酬として、社長の報酬を用いる研究もあるが、本稿では、『有価証券報告書』から簡単にとれることと、社長（CEO）一人で経営の決定をするよりは、役員会議のメンバーで経営目標を立てる傾向が強いものと思われるため、「報酬総額」を役員の人数で割った平均役員報酬を用いた。
- 12) 利潤率の取り扱いについては、総資本経常利益と売上高利潤率の両方を用いて回帰分析を行った。
- 13) 欧米企業と比べて、格差倍率は、小さいものと思われる。このことが、「労働者管理型」企業に近いと言われる所以ではないだろうか。週刊東洋経済「社員と役員の年収格差が大きいトップ 500 社 (<https://toyokeizai.net/articles/-/198548?page=2>)」（東洋経済）によれば、2016-17 年において、日本にある企業で、最も格差倍率の大きな企業は、LINE の 165.1 倍であった。
- 14) 2021 年、2020 年、2019 年における「売上高」と「経常利益」との間の相関係数は、それぞれ、0.636、0.775、0.843 であった。これらの値は、すべて 1% 水準で有意（両側）であった。
- 15) 厳密に言えば、「不均一分散性」をチェックしたが、今回用いたデータ・セットでは「不均一分散性」は棄却された。しかし、企業規模（総資本）で調整した Lewellen と Huntsman (1970) の回帰分析モデルを用いて分析を行ったが、良い結果が得られなかった。
- 16) なお、「売上成長率」の係数値、 b の値は、2019 年、2020 年、2021 年のすべてにおいて、有意水準 1% で統計的に有意となり「正の値」を示した。また、「利潤率」の係数値、 c も 2019 年と 2021 年において、有意水準 1% で統計的に有意となり「正の値」を示している。2020 年は、有意水準 5% で統計的に有意となる「正の値」を示している。これらのことから、表 4 で得られた結果と整合性のあるものとなり、**仮説 1** を支持する結果は得られた。
- 17) 一例を挙げれば、日本においては、HY 戦争（1979 年から 1983 年にかけて 1 位のホンダと 2 位のヤマハが、オートバイ市場で激しくしのぎを削った覇権争い）がある。結果として、覇権をねらったヤマハが敗北し、両社の間で無用な競争を避け、問題があれば話し合いで解決していくことで合意された。
- 18) ここでの効用関数は、McDonald と Solow (1981) が用いた関数と類似した関数である。

なぜ、日本の大企業は、売上成長を追い求めるのか

- 19) β の値が 1 に近づく（大きくなる）につれて、経営者は、従業員の福利厚生に重きを置いた経営目標となっていることを表す。
- 20) 「労働者管理型企业」を解説した文献として、Laidler と Estrin (1989) の Chapter 18、今井健一、小宮隆太郎編 (1989)、第 I 部補論 (pp. 98-102) 岡田、春名章二 (2001)、G. W. Dow (2018) があるので参照されたい。
- 21) 関数 $q(k)$ は、古典派の条件、 $q(0)=0$ 、 $q'(k) > 0$ 、 $q''(k) < 0$ を満たす。