

中国自動車メーカーにおける企業価値(CV)の決定因に関する分析  
—コーポレートブランド価値の CV 増強効果と  
CV 安定性効果に着眼して—

**An analysis on the determinants of Corporate Value (CV) in  
Chinese automobile manufacturers:  
In search of both strengthening effect and stabilizing effect of  
Corporate Brand Value on CV**

李 玲

(関西学院大学大学院商学研究科)

要旨

多くの分野からブランドの無形資産性およびその計測に関する関心は高まってきている。その無形資産価値の重要性は製品ブランドにととまらず、コーポレートブランドにまで及んでいる。新興国の中国は贅沢ブランド消費大国とも言われている。消費者のブランド認知がますます高まってきているなか、ブランドが果たす役割も重要となってきた。本稿では、素早い発展を遂げている中国乗用車上場企業5社を取り上げ、各社の企業価値(時価総額)、コーポレートブランド価値、業績指標との三者間の因果関係を明らかにした上、コーポレートブランド価値の企業価値増強効果および企業価値安定性効果に関して考察する。

**Abstract**

Brand as intangible asset is of much noted by many research fields. Especially many show great interest in the measurement of brand value. The intangible asset value is not only about the product brand, but expands to the corporate brand. This paper aims to clarify the causes and effects among corporate value, corporate brand value and financial index in the listed five Chinese automobile manufacturers employing path analysis. We examine both strengthening effect and stabilizing effect of corporate brand value on corporate value.

キーワード

企業価値、コーポレートブランド価値、財務指標、営業キャッシュフロー当期純利益率、増強効果、安定性効果

**Keywords**

corporate value, corporate brand value, financial index, operation cash flow net income rate, strengthening effect, stabilizing effect

## I 序

いまや無形資産に対する関心は、世界的な広がりを見せている(伊藤・日経新聞社、2002)。図表 1 は無形資産の強みを分類したものである。無形資産の強みは様々であり、特許権のように権利化されたものやブランド(主に製品ブランド)はその一部にしかすぎない。無形資産の強みが会社全体に広がるのも一般に理解された。

図表 1 無形の強みの分類

無形の強み(自社の競争力や成長力の源泉となっているもの) ex.) 経営理念・方針、組織力、人材育成体制(研修制度)、顧客との良好な関係、 取引実績、従業員の知恵、スキル、シェア、比較順位
権利に準ずるもの(取引可能な無形の強み、法律で保護されているもの) ex.) ブランド、営業秘密、ノウハウ等
権利(取引可能な権利化された無形の強み) ex.) 特許権、実用新案権、著作権

出所)中森(2009)、p. 18

近年、マーケティング分野においてブランドの資産性、特にコーポレートブランド(CB)の優位性がとりわけ重要な話題として取り上げられている。その理由として主に以下の 2 点が挙げられる。①消費者の購買活動において、製品そのものより、“the company behind the product”(製品を支える企業)(Morley,2009)、“the company behind the entire product offering”(製品提供をなす企業)(Ormeno,2007)の行動(例えば:企業の社会的責任)に基づき、購買意思決定をするようになってきた。したがって、CBの構築は重要となる。②小売資本市場( retail capital markets)の発達である(Ormeno,2007,p.9)。個人投資家の激増に伴い、企業の知名度やイメージなどは投資判断の重要な要素となってくる。それゆえ、魅力的な投資家を獲得するため、コーポレートブランド価値向上は欠かせない。

中国においても、近年 CB に対する関心は高まる一方である<sup>1</sup>。コーポレートブランド価値の重要性と効果を検証するため、本稿では、著しく発展を遂げている中国自動車上場企業 5 社を取り上げ、各社のコーポレートブランド価値(CBV)と企業価値(CV)と財務業績の関係を明らかにしたうえで、CBV が媒介した場合の CV への間接効果対直接効果の比較により増強効果の検証、および各社毎に F-test を用いて各変数間の連動性の有無による安定性効果の検定を行う。ここで、CV を発行済株式時価総額とする。その理由には次の 3 点が挙げられる(日本経済団体連合会、2006)。①企業の法律上の所有者である株主は、株式会社を売買する時の価格情報として、株式時価総額をその価値の的確な判断基準としている。②経営者にとって、企業価値の最大化を図る際、把握可能な指標である株式時価総額を参考としつつ、企業価値の向上に努力を払っている。③時価総額は市場の雰囲気などで大き

<sup>1</sup> 中国において様々な CB 計測方法が検討されている中、世界ブランド実験室(World Brand Lab)による測定結果は大きな話題となっている。2004年6月28日に第1回の「中国 500 最具価値ブランド」(中国最も価値のあるブランドベスト 500 ランキング)を公表直後、その話題に関わるニュースは、Google において 262,000 個、Baidu において 28,500 個が検索された。国家機関幹部をはじめ、各業界の人々の間で大きな注目を集めている。

く変動しても、ある程度長い期間の平均的な時価総額をみることでその変動を制御できる結果信頼性は増す。

## II CB およびその価値

### 1 多分野からのアプローチ

ブランドは、当初マーケティングの範疇で考えられていた問題であったが、今や競争上の優位性を確立する上で欠かせない重要な資産として、多くの企業経営者から注目を浴び、会計・ファイナンスや経営学など異分野からのアプローチも増えている(有吉、2008、pp.1-9)。

当初、ブランドはマーケティング分野の製品計画 (product planning) あるいは製品戦略 (product strategy) の一項目として考察されてきた。Levitt(1981)は、「いかなる有形の財であっても、ブランドに代表されるような無形性の側面を持っており、その無形性の本質と重要性を理解することが、マーケティングや販売戦略の差別化につながる」と述べ、ブランドがマーケティングの中で重要な位置を占めていることを示している。

経営学・経営戦略の分野においては、ブランドの持つ性質に注目した戦略的利用価値を説いているものが多い。企業は激しい競争に打ち勝つために、ビジネス・システムのより深いレベルでの差別化を図らなければ、競争上の優位性は保てない。そのビジネス・システムの構築において、最も重要な役割を果たすのは、企業の内外に蓄積された知識、ノウハウ、顧客情報、組織文化、従業員のモラルの高さなどに関わる無形資産(intangible asset)という情動的経営資源である。経営資源の分類において、CBは企業特異性が強くかつ固定的な資源であり(伊丹・加藤、1993、pp.44-46)、①育成するのに時間を要する、②「同時多重利用性」という特徴を持っている(伊丹、2001)。

会計・ファイナンスの視点でブランドに注目するようになった理由は資産価値の計測と深く関わっている。①M&Aの活発化により、適正な価格が重要となる。②企業価値・株主価値重視の潮流から、強いブランド力は多額のキャッシュフローを生み出す源泉となる。③連結会計の視点では、グループ連結経営が重視される中、グループでCBを共用する場合、ブランド価値の計測が要請されている。④時価会計の視点でも、会計をめぐる国際的な議論の最先端を牽引しているのが、「あらゆるものを時価評価に」というスローガンである。

### 2 先行研究におけるCBの定義

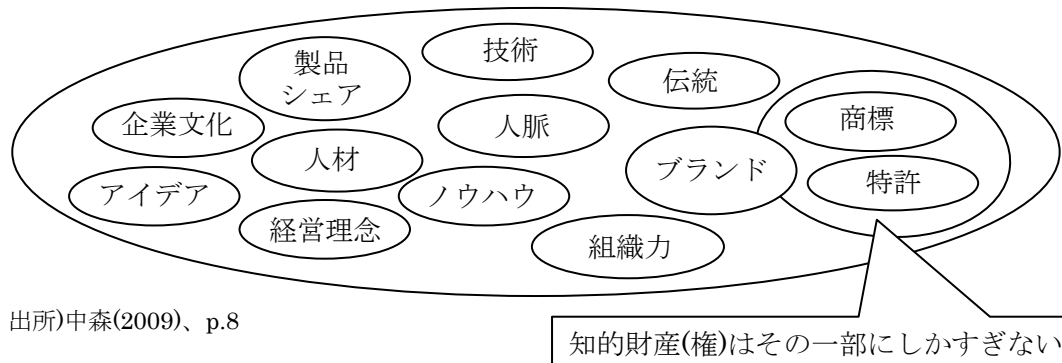
先行研究におけるCBの定義は様々である。マーケティング領域では、ブランドは「単なるネーミングを超えて、企業が顧客に向けて発しているメッセージを含んだもの」とされ、CBは「企業全体を明確に貫くコンセプトを表象したもの」と捉えられてきた(有吉、2008、pp.17-18)。また、CBは顧客が購入・使用する製品ブランドが象徴する製品やサービスを提供し、それらの背後に控える企業を規定する(Aaker,2004,p.264)。

経営学の領域では、CBは企業イメージの範疇を大きく超えた概念で、「顧客の心の中に醸成されるイメージが、『企業が顧客に向けて発しているメッセージ』と整合し、経営者や

従業員がそれを裏付ける一貫性のあるものである時はじめて強力なブランドとして機能する」と考えられる(Hatch&Schultz,2001)。

会計学・ファイナンスの分野では、CBは現行会計基準における「資産」ではないが、明らかに企業の将来キャッシュフローを増加させるという意味では、実質的な資産性を持つ無形知的財産である。強力なブランドによるキャッシュフロー増大効果は、企業組織の求心力向上や、安定的な雇用状況の維持などの副次的な経路からも発揮される(新美、2008)。

図表 2 知的資産と知的財産(権)の関係



図表 2 では知的資産と知的財産(権)の関係を示している。つまり、ブランド、特許や商標は無形資産の一部にしかすぎない。今後、会社の全体におよぶ無形資産の強みを掴んだ上での戦略展開が重要となる。本稿ではその強みをCBの強みと呼び、企業に競争優位をもたらすすべての要素、特に無形要素を含んだ企業の一連の強みの総合評価で表されるものとみなす。CBの価値創造は競争力に直結しているといえる。

### 3 CBVの計測

#### (1) 伝統的な計測方法

ブランドの伝統的な計測方法として、主にコスト・アプローチ、インカム・アプローチとマーケット・アプローチがある(伊藤、2000、pp.126~127)。

①コスト・アプローチとは、ブランドを作ってから現在に至るまでブランドの維持にかかった費用を積算していく、あるいは評価日現在の再調達コストで測定する方法である。コストが同様で成果が違う場合でも、価値評価の結果は同じであるため、不合理である。

②インカム・アプローチとは、当該ブランドが将来どの程度のキャッシュフローを生み出すかに着目した計測方法である。しかしながら、ブランドの収益力の把握や割引率の設定の仕方に工夫を要する。③マーケット・アプローチとは、市場での取引価格に基づいて評価する方法である。ブランドは唯一無二な存在であり、比較可能な類似資産に関する活発な取引市場、または過去の取引実績が存在し得ないため、実行可能性に問題がある。

以上3つのアプローチは、主として企業の経営スタッフの視点でのアプローチであった。いずれも限界ないし欠点があり、その実行可能性や信頼性に乏しい。

## (2) ブランド価値計測をめぐる近年の状況

近年、いくつかの新しい計測アプローチが発表されている。

ここ数年、日本企業の財務諸表が信頼性に足るものではないとの評判を受け、時価会計の波が押し寄せているが、ブランド価値計測の分野においても、それに呼応するように、実態を反映した財務諸表の実現を目指した様々な試みが始まっている(伊藤、2002)。その一つの試みは伊藤(2002)が発表したCBバリュエーターである。その評価方法とは(伊藤、2002、pp.16-22)、主要なステークホルダーである顧客、従業員、株主のプレミアム、認知、忠誠指標<sup>2</sup>を算出し、それぞれの3指標を掛け算した値の合計をCBスコアとする。さらにCB活用力によるCBスコアを修正したうえで、CB活用機会により金額化した価額をCBVという<sup>3</sup>。従来の顧客中心のブランド価値モデルと異なり、株主の視点を盛り込んでいることが特徴的である。

Interbrand Modelはイギリスのブランド・コンサルティング会社によって開発された。この評価方法<sup>4</sup>は、基本的にはブランドが生み出す収益から営業費用、税金、資本コストなどを控除してブランドの経済的利益を特定し、マーケティング・サイドのアプローチでブランドの強度を示す利益倍数をスコアリングして割引率を算定し、ブランドが生み出すDCF(割引キャッシュフロー)を求めるといったものである。この方法は、マーケティング・サイドと財務サイドの双方からのアプローチを行うという点で革新的である。

世界ブランド実験室(World Brand Lab)は、1999年にノーベル経済学賞を受賞した「ユーロの父」と呼ばれるRobert A.Mundell氏が責任者を務めている。評価基準<sup>5</sup>には経済適用法(Economic Use Method)を採用している。基本的には企業の営業収入、利益などの財務データから総合的に企業の利益水準を把握し、特にEVA法(Economic Value Added:経済付加価値)を用いて利益水準を計測する点に関しては特徴的である。同時に、独自のブランド付加価値ツール(BVA Tools)をもって、ブランドの収益性、さらに数理的分析方法を用いて今後の利益水準のトレンド、ブランド収益が将来に生み出す利益に占める割合を予測する。そして市場および業界競争環境のリスク分析を加えてブランド価値を計測する。

Interbrand Modelは世界トップCBを中心に評価しているのに対して、CBバリュエーターは日本のCB、世界ブランド実験室は中国のCBを中心に評価を行っている。どちらの方法もCBVの評価を中心として、伝統の評価方法に独自の特徴を加えたといえる。

---

<sup>2</sup> プレミアムとはCBに惹き付けることができるステークホルダーの質のこと。認知とはCBに惹き付けることができる量の量のこと。忠誠とはCBに惹き付けることができる期間と成果の安定性のこと。CBスコアとは優良な顧客・従業員、株主をどれほど多く長期間惹き付け、繋ぎとめられるかのこと。

<sup>3</sup> CB活用力とはCBをキャッシュフローに転換する能力のこと。CB活用機会とはCBをキャッシュフローに転換する事業機会のことであり、業界ごとに異なる。

<sup>4</sup> 評価方法はInterbrand社のホームページより参照。

<sup>5</sup> 評価方法は世界ブランド実験室のホームページより参照。

### Ⅲ 中国自動車産業の先行研究および CBV 計測現状

#### 1 中国自動車産業の先行研究

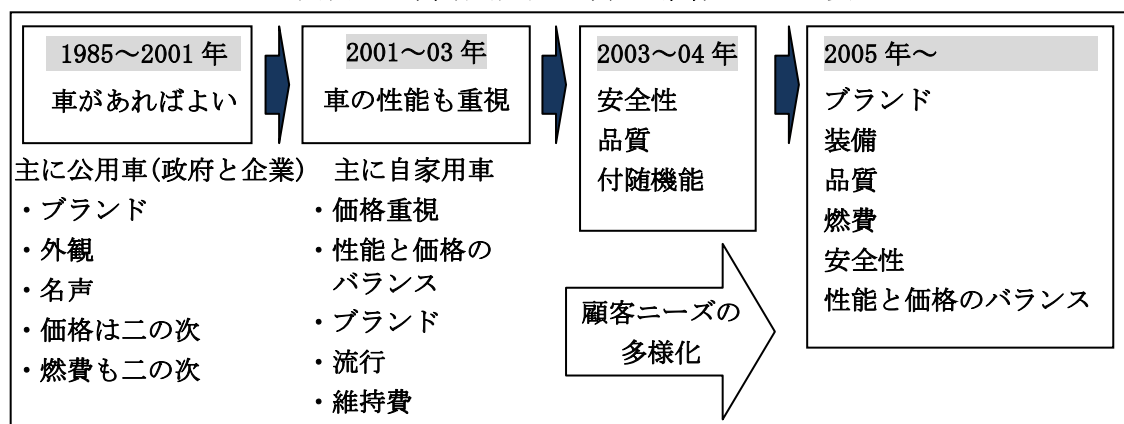
陳(2000)は中国の自動車産業の歴史的な発展段階を、1956-76年の復興・自動車産業形成期、1977-90年の改革開放・自動車産業再編期と、1991-2001年からの高度成長・自動車生産100万台体制確立期、2002年からのグローバル競争突入期、に分けた。

中国の自動車産業全般の歴史的展開に関する研究(岩原、1995；渡辺、1996)では、中国の自動車産業の形成過程や産業組織などが系統的に分析されている。外資導入と技術移転に着目した研究(李、1997；丸山、2001)では、合弁企業側に重点を置いた分析が主流となっている。中国自動車工業の産業技術(山岡、1996)を巡っては、中国の自動車産業における生産技術面での立ち遅れ、産業組織面の問題、技術導入の形態、自前の技術開発の必要性などに関する研究が見られる。自動車の流通システムを扱った研究(孫、2003、2007)では、特に3S・4S店<sup>6</sup>と交易市場の比較研究が目される。地場企業の研究(李、2005)では、民族系乗用車メーカーの製品設計と製品アーキテクチャーが扱われ、特に吉利汽車の製品アーキテクチャーが詳しく分析された。乗用車を中心とした個別企業レベルの比較研究としては、特に中国の市場環境変化に伴う企業成長戦略の構築能力の重要性を強調した研究(陳、2000)と、乗用車の上場企業の財務分析に関する研究(肖、2006)が目立つ位で、乗用車合弁企業の国内企業側および地場企業を取り上げた研究はまだ少ない。

したがって、中国の自動車産業について今日までのところ、産業レベルでは産業政策と産業組織および流通システムに関する研究、企業レベルでは生産管理や技術移転を中心とした研究が圧倒的に多い。逆に、乗用車個別企業レベルで戦略的市場行動と戦略的経営行動の両面から分析を試みた研究はまだ少ない。

#### 2 ブランド研究の必要性

図表3 中国自動車に対する顧客ニーズの変遷



出所)梅・寺村(2008)

<sup>6</sup> 3S店舗とは、(1)新車販売、(2)部品販売、(3)整備工場の3つの機能が一つの店舗に備わっていることを意味している。それに情報のフィードバックという機能を加えた店舗のことを4S店舗という。

2001 年末の WTO 加盟を契機に、中国市場は世界工場から世界市場へと転換しつつある。図表 3 から分かるように、中国自動車ニーズは発展段階とともに変遷している。1980 年代半ばから 2000 年までは、車があれば良い時代であり、作れば売れる市場であった。2000 年以降、特に 2005 年以降、グローバル競争市場として、競争激化の結果、価格戦略が重要視されてきた。しかし、市場の成長とともに、低価格戦略が競争に勝つ手段ではなくなりつつある。またこの時点までブランドに対する意識がそれほど強くはなかったが、今後、中国自動車市場における競争優位を獲得するには、ブランドの造りこみが不可欠となるだろう。特に最重要な競争優位の源泉となりうるとともに、CV の向上に大きな貢献をもたらすという意味で、CBV の研究がますます重要性を増すと考えられる。

### 3 中国におけるブランド計測の現状

図表 4 コーポレートブランド価値(CBV)推移 (単位：万元)

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
上海汽車	183.90	196.20	211.90	218.30	287.60	302.00
長安汽車	61.00	80.87	84.10	85.62	114.40	118.90
東風汽車	89.45	122.20	149.40	168.30	172.60	181.40
一汽轎車	21.93	26.85	66.97	44.37	28.63	93.83
一汽シャレード	17.42	2.50	51.60	42.10	12.79	8.63

出所)世界ブランド実験室のホームページの「中国 500 最具価値ブランド」各年のデータにより作成<sup>7</sup>。

近年、中国では様々な民間機関からブランド価値ないし CBV に関する計測研究が行われている。特に 2004 年から開始された世界ブランド実験室(World Brand Lab)による「中国 500 最具価値ブランド」(中国最も価値のあるブランドベスト 500 ランキング)は各業界人の中で大きな注目を集めている。図表 4 は 2009 年度までの 6 年間の CBV 推移を示す。

その評価価値は中国でのブランドの影響力で格付けされ、その結果は中国国内のブランド競争の現状、国産ブランドの価値および業界内の地位を表すとともに、中国国産ブランド価値と世界級ブランド価値との差も追求できるよう深く分析が加えられている。そのため、本稿では本結果を用いて実証分析を行う。

<sup>7</sup> ただ、一汽轎車と一汽シャレードの個別の CBV がないため、両社が第一汽車集団に占める純利益の割合により価値を算出した。純利益を用いた理由は、純利益は企業の次期投資の源泉となるからである。また、一汽シャレードの前身は天津汽車工業有限公司であり、2002 年 6 月に第一汽車集団公司の傘下に参加した企業であるため、性格上では違う会社でもあり、一汽轎車と分割して分析を行うことにした。

#### IV CV、CBV および財務指標間の関係および増強効果分析

図表 5 各社の CV(時価総額=株価×発行済株式総数)の推移

株式総数(単位：千株) 企業価値(単位：千元)

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
<b>上海汽車</b>						
株価	11.589	10.016	4.344	5.112	19.698	10.545
株式総数	2,519,999	3,275,999	3,275,999	6,551,029	6,551,029	6,551,029
企業価値	29,204,271	32,812,406	14,230,940	33,488,860	129,042,171	69,080,601
<b>長安汽車</b>						
株価	14.490	10.458	4.987	5.648	16.744	7.258
株式総数	1,226,666	1,620,849	1,620,849	1,620,849	1,945,019	2,334,022
企業価値	17,774,390	16,950,840	8,083,174	9,154,556	32,567,398	16,940,337
<b>東風汽車</b>						
株価	12.550	7.313	2.856	3.403	7.518	4.605
株式総数	100,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
企業価値	1,255,000	1,462,600	571,200	680,600	1,503,600	921,000
<b>一汽轎車</b>						
株価	8.999	6.946	2.980	3.403	13.770	11.158
株式総数	162,750	162,750	162,750	162,750	162,750	162,750
企業価値	1,464,587	1,130,461	484,995	553,838	2,241,067	1,815,964
<b>一汽シャレード</b>						
株価	8.741	5.964	3.046	4.888	11.751	6.087
株式総数	1,595,174	1,595,174	1,595,174	1,595,174	1,595,174	1,595,174
企業価値	13,943,150	9,513,883	4,858,634	7,797,742	18,744,624	9,709,292

出所)各社の株価情報は搜狐証券に基づき筆者作成

本節では、まず、CV と CBV に影響する財務指標<sup>8</sup>を取り上げ、これらの指標と CBV、CV の因果関係、および CBV と CV の因果関係をパス解析により明らかにする。パス解析では変数間の因果関係を自由に仮定してモデルをつくるのが可能となるからである。次に、パス関係における直接効果、間接効果および総合効果を比較することにより、CBV の CV 増強効果を検証する。実証研究に用いる CV データは図表 5 に示される。CV は各社の株価の月次最終取引日の終値の合計を 12 ヶ月で割った値に発行済み株式総数を掛けた値で表すことにする。財務指標に関しては実数値と対業績比率データに分ける。このようにして比較分析を行うのは成長性、収益性、安全性を測る上で、実数値ベースだけではなく、

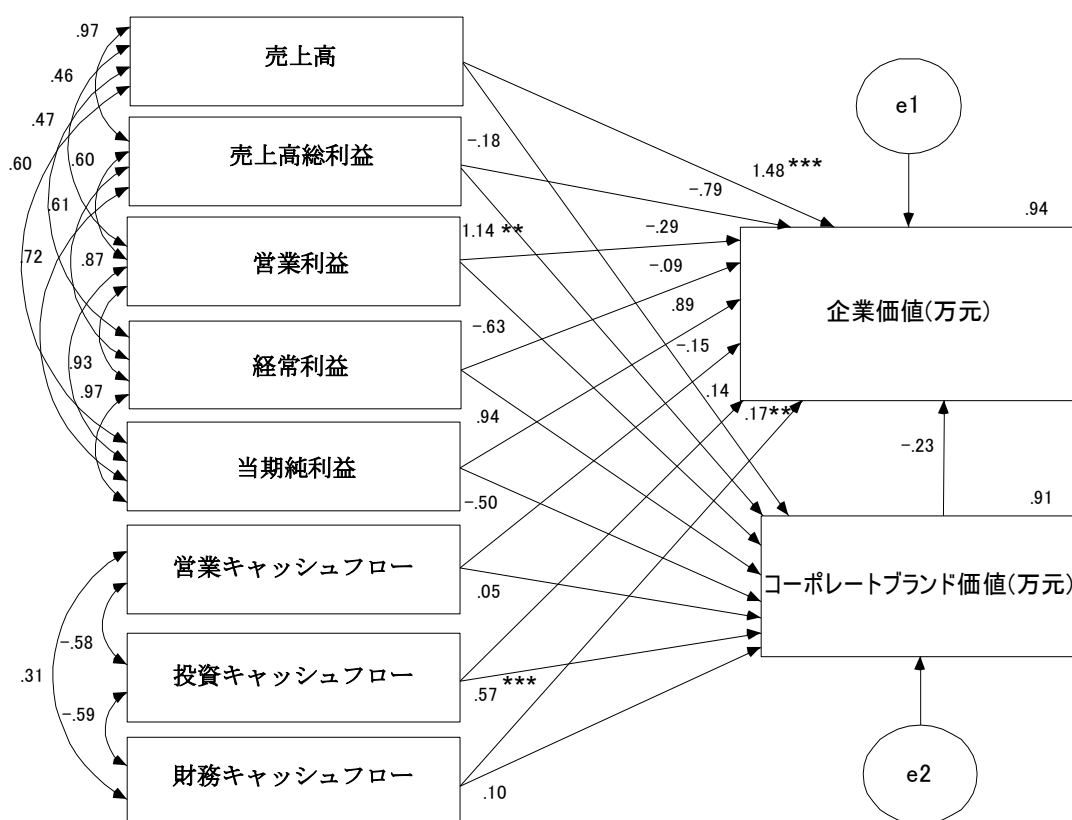
<sup>8</sup> 中国自動車企業は現段階においてまだ外資企業に頼らざるを得ない状況にあるため、ここで取り上げている各財務値は外資との合併事業の業績も含んだものとする。また、各社とも外資事業を営んでいるため、比較可能性を持つと考えられる。



業績比率ベースからも判断基準を得るのが望ましいと考えられるからである。

## 1 業績実数値を変数とした分析

図表 6 業績実数値を変数にしたパス図



図表 7 重相関係数の平方(決定係数)

	推定値
CBV(万元)	.909
CV(万元)	.944

注) \*有意水準 5%未満で有意

\*\*有意水準 1%未満で有意

\*\*\*有意水準 0.1%未満で有意

出所)パス解析の結果に基づき筆者作成

実数値を変数に用いてパス分析を行う。企業を評価する基本的な基準である売上高、売上高総利益、営業利益、経常利益、当期純利益を挙げている。さらに、投資家や債権者への利益の分配や利息の支払の源泉となり、財務指標としても益々重要視されているキャッシュフロー(CF)のデータも取り入れることにした。図表 6 では変数に実数値を用いて分析された結果をパス図により表している。財務指標値は各社のホームページに掲載されてある年度財務報告書を基にする。

分析結果は次のとおりである。第 1 に財務指標の中で、投資 CF と売上総利益が CBV に正の影響を及ぼし、営業利益は負の影響を及ぼす。第 2 に売上高、財務 CF は CV に正の影

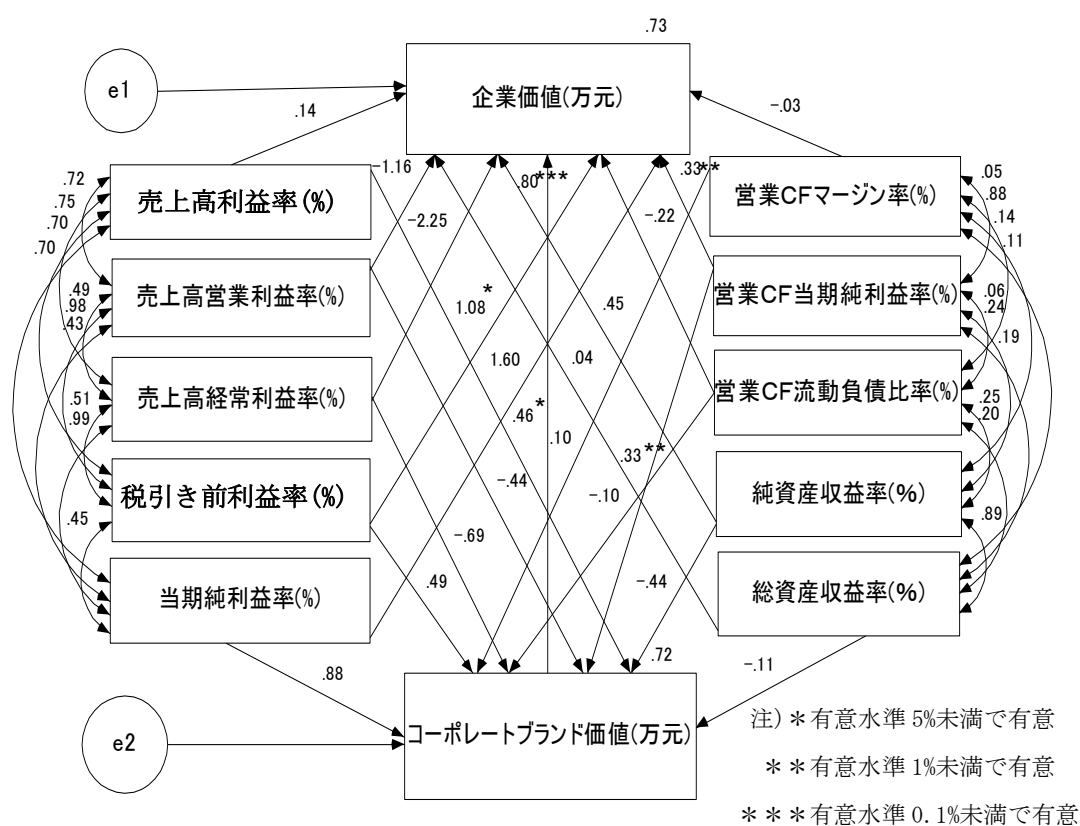
響を及ぼし、売上総利益と営業活動 CF はともに CV と負の関係にある。第 3 に CBV を媒介変数とした CV への関係は総じて有意ではない。

## 2 業績比率による分析

以上、実数値を変数に分析を行ったが、次に業績比率を変数にしたパス解析を試みる。

業績比率データによる分析の結果は図表 8 に示される。売上高利益率と営業 CF 当期純利益率は CBV との関係は有意であり、税引き前利益率と営業 CF 当期純利益率は CV に有意な関係を持つ。したがって、営業 CF 当期純利益率は CBV と CV の双方に重要な影響を及ぼす。

図表 8 業績比率を変数にしたパス図



図表 9 重相関係数の平方(決定係数)

	推定値
CBV(万元)	.719
CV(万元)	.729

出所)パス解析の結果に基づき筆者作成

続いて、各財務指標から CV への直接効果、CBV の媒介による間接効果、およびその総合効果について比較してみよう。図表 10 にその効果の値が示されている。有意となる売上高利益率、営業 CF 当期純利益率および税引き前利益率の間接効果はそれぞれ直接効果の

2.57 倍、0.79 倍、0.37 倍の効果を上げている。したがって、全般的に財務指標による CV への直接効果よりも CBV を媒介した間接効果を加えた総合効果の方がかなり大きいといった結果が示せる。つまり、パス解析により CBV の CV 増強効果があったと証明された。

図表 10 標準化効果

	売上高経常利益率	営業CF流動負債比率	税引き前利益率	純資産収益率	営業CF当期純利益率
CBV(万元)の直接効果	-0.70	-0.10	0.49	-0.45	0.33
CV(万元)の直接効果	-2.25	-0.21	1.08	0.45	0.33
CV(万元)の間接効果	-0.56	-0.08	0.40	-0.36	0.26
CV(万元)の総合効果	-2.81	-0.29	1.48	0.09	0.59
	当期純利益率	総資産収益率	営業CFマージン率	売上高営業利益率	売上高利益率
CBV(万元)の直接効果	0.88	-0.11	0.10	-0.44	0.46
CV(万元)の直接効果	1.60	0.04	-0.03	-1.16	0.14
CV(万元)の間接効果	0.70	-0.09	0.08	-0.35	0.36
CV(万元)の総合効果	2.30	-0.05	0.05	-1.51	0.50

出所)パス解析結果に基づき筆者作成

本節では、CBV を媒介変数として、CBV の CV への間接効果が検証されたが、CV と CBV、財務指標と CV および財務指標と CBV の関連性を各社毎に分析することは残されている。次節において、CBV の CV 安定性効果の定義を提示し、各指標間の関連性を明らかにしたうえで、CBV の CV への影響を検証する。

## V CBV の CV 安定性効果に関する分析

本節では、CBV による CV への安定性効果を推定してみる。前節で有意と検出された各社の代表的な財務指標である営業 CF 当期純利益率の対前年度の変化率だけでなく、株価が業績先行指標となりやすい点を考慮して、営業 CF 当期純利益率の対翌年度の変化率も取り上げ、CV 変化率および CBV の変化率と比較したうえで、CBV がもたらす CV への安定性効果について考察したい。なお、ここでいう「安定性効果」とは、CV が業績の上下変動に左右されにくく、特に業績が悪化しても CV がそれに引きずられて低下するのを防ぐような役割を CBV が果たすという意味で用いる。したがって、CV の推移と CBV の推移に乖離が少なく、業績下降局面でも CV の下値抵抗ラインを高く維持できるよう CBV も割合に高止まりしていることが、安定性効果たるゆえんとなろう。その意味では、CBV 自体が安定的に推移しなければならない。それゆえ、CV の変化に対する CBV の連動性が高く、かつ CBV の変化率に分散が小さいことが、安定性効果の識別条件となる。

## 1 安定性効果の作用条件と期待格差

安定性効果の作用条件に関して、例えば、A社とB社という2つの会社があって、両社の業績の変化率が同じだと仮定しておく。両社ともCVとCBVが上昇している局面にある時に、①A社におけるCBVの前年度比上昇率はCVの対前年度の上昇率よりも小さいこと、②A社のCV上昇率/A社のCBV上昇率>B社のCV上昇率/B社のCBV上昇率、すなわち、CBVが10%上昇すると、A社のCVがB社のそれより高く上昇できること。つまり、A社のCBVが少しだけ上昇しても、CVの上昇に大きな影響を与えられたら、A社のCBは強いと考えられる。

逆に、両社ともにCVとCBVが下落局面にある時、①A社におけるCBVの前年度比下落率がCVの下落率より小さいこと、②A社のCV下落率/A社のCBV下落率<B社のCV下落率/B社のCBV下落率、すなわち、両社ともにCBVが10%下落したとしても、A社のCVの下落率がB社のそれよりも小さいことになる。つまり、CVが前年度比で同じだけ下落としても、A社のCBVの下落率がB社よりも小さければ、あるいは、両社ともCBVの前年度比下落率が同じであったとしても、CVの下落率でA社がB社を下回れば、CBVによるCVの価値減少歯止め効果がみられるといえる。つまり、A社は優れたCBのおかげで、CVをある程度安定化させることができる。

ここで、業績指標を加えて、三者間の期待格差の分析を試みる。まず、両社ともCV、CBVが上昇局面にある時、CBVが優れている企業の場合、業績の向上を契機としてCBVに、そしてCBVを媒介してCVに大きなプラス効果をもたらし、それらパスが業績とCVとの相関度より強ければ、CBVのCV安定性効果がかなり大きくみられることとなる。こうした効果は、CBが優れた企業にとってより大きく享受できる。CVとCBVが双方とも下落する場合、業績との相関関係がかなり大きいとはいえ、優れたCBVの介在により、業績悪化によるCVへのマイナス影響を抑制できる。

したがって、業績上昇局面よりも、業績下落局面において特に、CBVのCV安定性効果が発揮できれば、CVが業績の下落に左右されにくくなると期待される。次節では、中国自動車企業5社のデータを用いて、その効果の検証を試みる。

## 2 F-testによる検証

各変数間の連動性があるかどうかにより安定性効果を分析するに当たって、営業CF当期純利益率の対前年度の変化率のみならず、対翌年度の変化率のデータも取り入れるため、検証に用いるデータは5年間の比較データにとどまる。サンプル数が少ない上に各サンプル数値の差が大きいため、F分布を想定し、F-testを用いて分析することにした。

図表 11 F-test 結果

	CBV 変化率と CV 変化率 F 値(P 値)	営業 CF 当期純利益率変化率と CV 変化率 F 値(P 値)		営業 CF 当期純利益率変化率と CBV 変化率 F 値(P 値)	
		対前年度	対翌年度	対前年度	対翌年度
上海汽車	149.737(0.000)	0.003(0.000)	0.003(0.000)	0.000(0.000)	0.000(0.000)
一汽轎車	1.582(0.334)	0.027(0.002)	0.026(0.002)	0.017(0.001)	0.016(0.001)
長安汽車	60.833(0.001)	0.503(0.261)	0.167(0.055)	0.008(0.008)	0.003(0.000)
一汽シャレード	0.009(0.000)	0.318(0.147)	0.202(0.075)	37.010(0.002)	23.549(0.005)
東風汽車	25.596(0.004)	0.271(0.117)	0.215(0.083)	0.011(0.000)	0.008(0.000)

出所)F-test 結果に基づき筆者作成

注：P 値は片側検定値である

図表 11 および図表 12 より、CBV と CV に連動性が指摘できるとすれば、CV の平均上昇率第 2 位となった一汽轎車のみである。対前年度比で見た営業 CF 当期純利益率の変化率に CV が連動性を保つのは、CV 平均成長率で第 3 位の長安汽車のみとはいえ、CV 平均成長率で劣る東風汽車と一汽シャレードにおいては弱いながらも連動性がないとは言い切れない。営業 CF 当期純利益率の変化率に関して、対前年度比の方が対翌年度比よりも CV との連動性が見出されるのは、中国人投資家が短期的な視点で投資をした結果を反映しているかもしれない。

図表 12 各変数間の連動性に関する結果

	CV の平均上 昇率	CBV の CV との 連動性	営業 CF 当期純利益と CV との連動性	営業 CF 当期純利益と CBV との連動性
上海汽車	65.98%	なし	なし	なし
一汽轎車	43.99%	あり	なし	なし
長安汽車	32.81%	なし	対前年度比であり	なし
一汽シャレード	14.40%	なし	対前年度比で僅かあり	なし
東風汽車	11.38%	なし	対前年度比で僅かあり	なし

出所)F-test 結果に基づき筆者作成(CV の平均上昇率は図表 5 のデータに基づき筆者算出)

## VI 結論と今後の研究課題

本稿では、CBV による CV への影響度を検証するため、中国上場乗用車企業 5 社を取り上げ、CV、CBV、業績指標値の三者間の因果関係をパス解析により明らかにしたうえで、CBV の CV 増強効果と安定性効果について検証した。その結果、CB にも CBV にも実数値

よりも比率をベースとした業績値の方が強く影響を及ぼすのが見出された。CBV を媒介変数とした CV への関係も比率でみた業績値において強く示された。CBV の CV 増強効果はある程度確かめられたが、その安定性効果はデータ数の制約もあって一部にしか見出されなかった。

本研究にはいくつかの課題が残されている。第 1 に、理論的視点ならびに検証方法の両面から見て、CBV による CV への安定性効果という概念の定義ならびに操作化および検証結果の妥当性に関する判断が完全ではない。データ数の制約も克服しなくてはならない。したがって、理論的視点からより精密な概念の構築とその操作化に改善の余地がある。また調査対象企業数を増やし、より正確な企業の財務データを収集し、CBV の CV 安定性効果を精緻に分析したい。

第 2 に、CV と CBV の両者間に関する理論的な研究が十分ではない。そして中国企業のみならず、欧米企業の CV と CBV の関係に関する研究を取り上げ、中国企業の研究結果と比較したうえで、理論の一般化を試みたい。

## 参考文献

- 有吉秀樹(2008)『コーポレート・ブランド価値計測モデルの提唱』白桃書房。
- 伊丹敬之・加藤野忠男(1993)『ゼミナール 経営学入門』日本新聞社。
- 伊藤邦雄(2000)『コーポレートブランド経営』日本経済新聞社。
- 伊藤邦雄・日本経済新聞社広告局(2002)『企業事例に学ぶ実践・コーポレートブランド経営』日本経済新聞社。
- 岩原拓(1995)『中国自動車産業入門—成長を開拓した”巨人”の全貌』東洋経済新報社。
- 大石芳裕(2004)『グローバル・ブランド管理』白桃書房。
- 小塩真司(2008)『はじめての共分散構造分析：Amos によるパス解析』東京図書。
- 小松章(2009)『経営分析・企業評価』中央経済社。
- 塩地洋・孫飛舟・西川純平(2007)『転換期の中国自動車流通』蒼蒼社。
- 塩見治人(2001)『移行期の中国自動車産業』日本経済評論社。
- 肖威(2006)「中国上場企業の経営分析—長安汽車と上海汽車の比較—」伊達浩憲・佐武弘章・松岡憲司『自動車産業と生産システム』pp.145-173、晃洋書房。
- 孫飛舟(2003)『自動車ディーラー・システムの国際比較：アメリカ、日本と中国を中心に』晃洋書房。
- 陳晋(2000)『中国乗用車企業の成長戦略』信山社出版株式会社。
- 中森孝文(2009)『「無形の強み」の活かし方：中小企業と地域産業の知的資産マネジメント』経済産業調査会。
- 丸川知雄・高山勇一(2005)『グローバル競争時代の中国自動車産業』蒼蒼社。

- 丸山恵也(2001)『中国自動車産業の発展と技術移転』 柘植書房新社。
- 山岡茂樹(1996)『開放中国のクルマたち：その技術と技術体制』 日本経済評論社。
- 横山則夫(2004)『激変！中国の自動車産業』 日刊自動車新聞社。
- 築瀬允紀(2007)『コーポレートブランドと製品ブランド—経営学としてのブランディング—』 創成社。
- 李春利(1997)『現代中国の自動車産業：企業システムの進化と経営戦略』 信山社。
- 李春利(2005)「民営企業の事例研究」丸川知雄・高山勇一『新版グローバル競争時代の中国自動車産業』 pp.225-288、蒼蒼社。
- 渡辺真純(1996)『2000年の中国自動車産業』 蒼蒼社。
- Aaker,D.A.(2004)*Brand Portfolio Strategy:creating relevance,differentiation,energy,leverage,and clarity*.Simon&Schuster,Inc.(阿久津聡訳『ブランド・ポートフォリオ戦略—事業の相乗効果を生み出すブランド体系』ダイヤモンド社、2005年)。
- 国務院発展研究中心産業経済研究部・中国汽車工程学会(2008)『中国汽車産業発展報告』 社会科学文献出版社。
- 羅元青(2007)『産業組織結構と産業競争力研究』 中央経済出版社。
- Morlry,M.(2009)*The Global Corporate Brand Book*.Palgrave Macmillan.
- Ormeno,M.(2007)*Managing Corporate Brands:A new approach to corporate communication*. Universitat Tubingen.
- 百度和訊財經ホームページ <http://finance.baidu.com/>. (2010/12/20 アクセス)
- Hatch,M.J.&M.Schultz(2001)“Are the Strategic Stars Aligned for Your Corporate Brand?” *Harvard Business Review* 79(2):128-134 (平野和子訳 「コーポレート・ブランドの戦略の価値」『Diamond Harvard Business Review』26巻7号,2001,pp.86-96). 各社ホームページ、年度報告書および財務諸表(2003年～2009年)
- Levitt,T.(1981)“Marketing IntangibleProduct and Product Intangibles” *Harvard Business Review* 59(3):94-102(DIAMOND ハーバードビジネス編集部訳 「無形性のマーケティング」『Diamond Harvard Business Review』26巻11号,2000年,pp.86-97).
- 新美一正(2008)「コーポレート・ブランド価値と資本市場」 *Business&Economic Review*. 日本経済団体連合会(2006)「企業価値の最大化に向けた経営戦略」日本経済団体連合会ホームページ：<http://www.keidanren.or.jp/indexj.html> (2010/12/20 アクセス)
- 世界ブランド実験実(World brand lab) <http://worldbrandlab.com/>. (2010/12/20 アクセス)
- 新浪財經ホームページ <http://finance.sina.com.cn/>. (2010/12/20 アクセス)
- 搜狐証券ホームページ <http://q.stock.sohu.com/index.shtml>. (2010/12/20 アクセス)
- 梅松林・寺村英雄(2008)「和諧社会時代の中国戦略 新たな段階に向かう中国自動車産業の課題」『知的資産創造』7月号