

発展途上国企業の経営戦略： 中国における証券企業の業績分析モデル

Corporate Strategies in Emerging Economies :
An Analytical Model of Performance of Chinese Securities Firms

大 津 誠*, 池 善 花**

Makoto OHTSU and CHI Shan hua

1. はじめに

本論文の目的は、アメリカ生まれの経営学の諸理論に基づき、中国証券会社の企業業績を分析するための理論モデルを開発することである。中国企業はアメリカ生まれの経営学理論が最も適用しにくいケースであると考えられる。その最大の理由は、アメリカの理論が「市場経済」を前提にしているのに対して中国企業は国家による統制と市場競争が混在する「社会主義市場経済」という経済制度の中で行動するからである。また国家による統制は産業により異なるが、そのうちでも金融業は統制が最も強い産業であるといわれる。したがってアメリカ生まれの諸理論を適用する対象としては最もチャレンジングな産業である。

企業業績はどのようにして決まるのか、は経営学の永遠の研究課題である。この問題の解明のために多くの理論が主としてアメリカで生み出され、やがて忘れ去られていく。1980年代以降、経営戦略論 (strategic management) が企業業績研究の中心的役割を担ってきたといっても過言ではない。それに加えて、資源ベース理論 (resource based theory) やエージェンシー理論 (agency theory) も企業業績研究に重要な貢献をしてきた。

経営戦略論を中心とするこれらの理論は、他のアメリカ生まれの理論と同様に普遍性への志向が極めて強い。当初はアメリカ・イギリスの企業を研究対象としていたが、やがて西欧・日本等先進資本主義国における企業研究に適用されるようになった。1989年の冷戦の終結による旧ソ連や東欧の資本主義化、韓国、台湾、香港、シンガ

* 経営学科－経営戦略

Department of Management – Strategic Management

** 中部大学大学院経営情報学研究科博士後期課程－Doctoral Course, Graduate School of Business Administration and Information Science, Chubu University

ポールの“four little dragons”を筆頭とする東南アジア諸国の高い経済成長、および2001年のWTO加盟以降の中国の台頭により、これら新興市場（emerging markets）における企業研究も盛んに行われるようになった。

その中においてここ数年の中国経済の発展は目覚ましいものがある。そのGDPは毎年10%前後の成長を続け、停滞する日本経済を追い越すのは時間の問題といわれている。これを反映して近年では中国企業の研究が盛んである。しかし多くは製造業、特に輸出企業についてそれも定性的研究が多い一方、高い経済成長を可能にした金融業の定量的研究は少ない。確かに金融の大半の担い手は4大商業銀行を中心とする銀行であるが、証券業の役割も決して無視できない。中国証券業協会ホームページによると2009年7月現在で中国には107社の証券会社があり、その総資産は約2兆元（約28兆円）であるが、そのわずか5年前の2004年末には4千億元であった（中国証券業協会HP）。その間に実に5倍となったことは中国の証券業の重要性が急速に増してきたことを示している。

以下では、まず経営戦略論、資源ベース理論、およびエージェンシー理論についての主要な理論的・実証的研究についての文献調査をする。次に、中国証券業についての制度的背景について概観する。最後に、中国証券企業の業績の決定要因についての実証分析モデルを提示する。

2. マイルズとスノーの一般戦略モデル

経営戦略は通常企業（corporate）、事業（business）、及び機能（functional）の3つのレベルで論じられる。1970年代のアメリカにおいては、コングロマリット（conglomerate）の台頭を反映して、PPMなど企業レベルの議論が盛んであった。これに対して戦略的事業単位（SBU）と呼ばれる事業レベルではじめて一般的戦略タイプを開発したのはマイルズとスノーである。

マイルズとスノーは組織にとって一番難しいことは環境の変化と不確実性に適応することであると、様々な環境の変化に対応するプロセスとして、適応サイクル（adaptive cycle）の概念を開発した（Miles & Snow, 1978, 548）。

適応サイクルはチャンドラー（1962）、チャイルド（1972）、ドラッカー（1954, 1974）などの理論と類似し、それらの理論を発展させて開発した環境適応プロセスの一般モデルである。環境条件は組織の構造とプロセスに部分的に影響を及ぼすが、決定的な要因はトップマネジャーの選択であると主張した。これらの選択は複雑で多いが、主に事業問題、技術問題、管理問題の3つに分られる（Miles & Snow, 1978, 548-550）。

先行文献の研究を通して彼等は上の3つの問題を解決する4つの戦略タイプ：防衛

戦略、分析戦略、予見戦略および反応戦略を提唱した。防衛戦略は単一で、狭いドメインで、既存の製品を既存の顧客に効率よく提供することである。防衛戦略の事業問題は、安定した領域をつくるために全体市場の一部を確保する方法である。したがって、この戦略をとった会社は潜在市場のうち狭いセグメントに向けられる製品の限られたセットだけを生産することによって領域を確保する。商品とサービスをできるだけ効率よく生産し、提供することが防衛戦略の技術問題である。コスト効率が高い一つの中核技術を開発することでこの問題を解決する。防衛戦略の管理問題は効率を確保するために組織の厳格な統制を達成することであり、一般的に「機械的」と呼ばれる構造およびプロセスメカニズムの組合せで解決される。防衛戦略の核心は「安定性と効率」である。防衛戦略の主な弱点は非有効性、すなわち市場環境の激変に対応できないことである (Miles & Snow, 1978, 550-551)。

予見戦略は防衛戦略とは逆に、新製品と市場を求め開拓する。防衛戦略と異なって、予見戦略のドメインは広く、常に発展する。したがって、製品とマーケット機会を探して発展させることが事業問題である。変化だけが競争他社より競争優位を上げる唯一の道具である。長期にわたって単一タイプの技術に執着しないために、予見戦略では技術と管理システムの柔軟性が必要である。組織活動を促進させることが管理問題である。この戦略の特徴は「柔軟性」である。予見戦略は「明日の需要に応えられるとき有用である」。予見戦略の弱点は低い収益性と資源の過度な拡大である (Miles & Snow, 1978, 551-553)。

分析戦略はリスクを最小化すると同時に利益を最大化する。分析戦略は防衛戦略と予見戦略の利点を合わせて1つのシステムにする。分析戦略は実行が難しい。その特徴は「バランス」である。伝統的なコア商品と顧客を維持すると同時に、新しい商品と市場の機会をつかむことが事業問題である。安定的な商品と顧客が大部分の利益を創出すると同時に、商品或いはマーケット革新が行われる。技術の柔軟性と安定性のバランスを取ることが技術の主な課題である。安定的とダイナミックな両面でのオペレーションを許容するために組織構造とプロセスを差別化することが管理の問題である。これはマトリックス組織構造で解決する。リスクは、組織構造の必要なバランスを維持できないとき、非効率的で、非効果的になることである (Miles & Snow, 1978, 553-557)。

反応戦略は戦略の「失敗者」であり、戦略、技術、組織とプロセスの間に不一致が存在する。反応戦略は環境に対応するのに一慣性がなく、安定性がない。変化する環境に直面する時機能する反応の仕組みが欠けている。組織が反応型となる理由は3つある。①トップ管理層が組織の戦略をはっきり言わない。②選択した戦略に合う組織の構造とプロセスをよく作らない。③環境に変化が起こるにもかかわらず、現在の戦略—構造関係を維持する (Miles & Snow, 1978, 557-558)。

マイルズとスノーのこれらの戦略類型は、簡潔であり、産業や国家の枠を超えて現実の事業戦略と一致するため、今日に至るまで戦略研究のフレームワークとして生き続けている（Desarbo, et al., 2005）。

3. ポーターの競争戦略論

上記のように、事業レベルで初めて画期的な戦略タイプを提唱したのはマイルズとスノーであるが、その後の戦略研究にはるかに大きな影響を与えたのはポーター（1980）の競争戦略論である。ポーターによれば、企業の競争戦略に最も重要な影響力を持つのは産業構造、すなわち産業の競争の程度である（Porter, 1980, 3）。

産業の競争状態を決めるのは基本的に新規参入の脅威、買い手の交渉力、売り手の交渉力、代替品及び既存競争企業間の競争の強さの5つの要因である。これら5つの要因が結集して、産業の究極的な収益性を決めるのである。産業の競争を左右する要因及びその底にある原因が突き止められると、企業は産業の平均と比較して自社の長所と短所を見つけることができる（Porter, 1980, 3-5）。

ポーターは、効果的な競争戦略とは5つの競争要因ごとに防衛可能な地位を作り出すために、攻撃あるいは防御のアクションをとることである、と主張する。そして、長期的に防衛可能な地位を作り、競争相手に打ち勝つためには3つの基本戦略がある。それは、コストリーダーシップ、差別化および焦点戦略である。2つ以上を組み合わせることもできるが、まれである。したがって、長期的な収益を確保するために、企業は無戦略より基本戦略のうち1つを選択すべきだと主張する（Porter, 1980, 35）。

コストリーダーシップはコスト面で最優位に立つという基本目的に沿った一連の機能別施策を実行することで、コストのリーダーシップを取ろうという戦略である。このためには、効率のよい規模の生産設備の積極的な建設、経験によるコスト削減の精力的追求、コストおよび間接諸経費の厳しい管理、零細顧客との取引の回避、そして研究開発、サービス、セールスマン、広告等の分野でのコストの最小化が必要である。この目的を達成するためには、経営者がコスト統制に万全の注意を払う必要がある。低コストの地位を占めると、業界内に強力な競争要因が存在しても、平均以上の収益を生むことができる。また、同業者からの攻撃をかわす防御体制もできる。全般的に低いコストの地位を占めるためには、相対的に高い市場シェアや原材料が有利に入手できるといった利点がなければならない。したがって、低コストを狙う戦略を実行するには、最優秀な生産設備への事前の巨額の投資、攻撃的な価格政策、市場シェアを確保するための初期投資の赤字の覚悟が必要である（Porter, 1980, 35-37）。

差別化はポーターのもう1つのキー戦略である。差別化戦略は自社の製品やサービスを差別化して、デザインやブランドのイメージ、技術、特徴、顧客サービス、ディー

ラー網など産業全体を通じてユニークだとみられる何かを創造しようとする戦略である。差別化のための方法は沢山あり、複数の面で差別化するのが理想的である。差別化はコストを無視するわけではなく、コストが第1の戦略目標ではないという点を強調しておかねばならない。差別化に成功すれば、5つの競争要因に対処できる安全な地位を作れるから、産業の平均以上の収益が得られる。しかし、差別化に成功すると、時には市場シェアの確保を不可能にすることがある (Porter, 1980, 37-38)。

焦点戦略は特定の買い手グループ、製品の種類、地域市場などに集中する戦略である。焦点戦略は特定のターゲットだけを丁寧に扱う目的で策定されるのであって、個々の機能別施策も考慮して作られる。ターゲットを広くした同業者よりも、狭いターゲットに絞るほうがより効果的で、より効率のよい戦いができる。特定のターゲットのニーズを十分に満たすことで差別化または低コストが達成できたり、両方とも達成できたりする。集中がうまくいくと、その絞られた戦略ターゲットについて低コスト地位が得られるか、差別化に成功するか、両者を同時に達成できるからである (Porter, 1980, 38)。

最後に、中間戦略である。各々の一般戦略に携わるが、どれも成し遂げることができない会社がつけている戦略を中間戦略と呼ぶ。中間戦略は競争優位を持ってない。この戦略は一般的に平均より業績が低い。中間戦略をとる会社は不利な状況で競争している。それは、コストリーダー、差別化、或いは焦点化戦略をとる会社はどんなセグメントでもより有利な位置で競争するからである。もし、中間戦略をとる会社が利益性のある商品又は買い手を探しだしても、持続的競争優位を持つ競争相手はすぐその差を無くす。多くの産業でかなりの数の会社が中間戦略をとる。中間戦略をとっている会社は産業全体が高い利益性を持つか、或いは競争相手も中間戦略をとるときだけ高い収益を上げる。しかし、通常はこれらの会社の収益はいずれかの一般戦略をとる会社の収益より少ない。

産業の成熟度が一般戦略をとる会社と中間戦略をとる会社間の業績の差を大きくする傾向がある。中間戦略は競争する方法について選択をしないことの徴候である。これらの会社は各々の方法で競争優位をとろうとしたが失敗した。それは異なる競争戦略タイプは首尾一貫しない行動を要求するからである。中間戦略になることは成功した会社をも悩ます。そして、成長または名声を得るのために会社の一般戦略間で妥協して一般戦略をぼやけさせて中間戦略をとりたいという誘惑は、ターゲット部分を支配した焦点戦略企業にとって特に大きい。焦点戦略は、故意に潜在的な販売量を制限する場合もある (Porter, 1985, 6-17)。

4. ポーター・モデルによる実証研究

1) デスとデービス

ポーターの一般（競争）戦略について初めて本格的な実証研究を行ったのは、デスとデービス（1984）である。彼らはポーターの2つの命題、すなわち①企業はコストリーダーシップ、差別化、焦点の3つの一般戦略を実際に使用しているか、②これらのいずれかの戦略を使用する企業は無戦略（ポーターの中間戦略）の企業より高い業績を上げているか、について統計的分析を行った（Dess & Davis, 467）。

まず、3つの戦略を測定するための用具を開発した。そのためにポーター（1980）に基づいて特定の一般戦略を特徴づける種々の競争方法からなるアンケートを帰納的に作成した。次に、ブルジョア（1980）、チャイルド（1976）、カンドワラ（1976）のアンケートの項目を参照してアンケートの内容妥当性を高めた。またフィールド研究のために、製造業の4社のCEOに依頼してプレテストを行い、質問項目の包括性と表現についての改善を行った。さらに、調査対象となるペンキおよび関連製品産業に属する企業にとっての競争方法の適切性を確認するために、調査対象企業のCEOに対して半構造的なインタビューを行い、アンケートを修正した。以上の手続きを経て21項目からなり、個々の項目の重要性を5点尺度で尋ねるアンケートが完成した（Dess & Davis, 470-474）。

このアンケートは28社に送付され、21社から回答が得られた。得られた回答は因子分析され、差別化、コストリーダーシップ、焦点の3つの因子を抽出することができた。3つの因子とそれぞれに対応する項目は以下の通りである。

差別化戦略	コストリーダーシップ戦略	焦点戦略
ブランド化戦略	業務効率化	新製品開発
マーケティング方法の革新	顧客サービス	特定市場への特化
流通チャンネルのコントロール	製品の品質管理	特別な製品を作る能力
購買管理	経験豊富で熟練した人材	高価格市場への製品
宣伝広告	製品の改良	
市場の成長の予測	最小限の外部資金利用	
適切な在庫レベルの保持	業界内の評判	
	製造プロセスの革新	

この時点で、彼らは7人の専門研究者に対して3つの一般戦略の各々にとって21の競争方法はどの程度重要かを尋ねた。得られた結果は因子分析の結果と比較され、両者は概ね一致していることが確認されたため、因子分析の結果に基づき有効回答の得ら

れた19社につき研究を続行した。まず、使用されている戦略によって19社を3つのグループに分類するために、クラスター分析を行った。3クラスター分析は成功しなかったため、無戦略を加えて、4クラスター分析を行い、これは成功した。19社はそれぞれコストリーダーシップ戦略（4社）、無戦略（4社）、焦点戦略（3社）、差別化戦略（8社）の4つのクラスターに分類された（Dess & Davis, 474-477）。

最後に、各戦略間の業績が比較された。業績は総資産利益率と売上高成長率で測定された。総資産利益率をとった場合、高い順にコストリーダーシップ、差別化、焦点および無戦略となり、売上高成長率では、焦点、コストリーダーシップ、差別化および無戦略となった。いずれの場合も無戦略は他のいずれの戦略より業績が低いことが判明した。

この様にして、彼らはポーターの一般戦略についての2つの命題が正しいことを統計的に実証した。また、彼らの開発した一般戦略測定のためのアンケートは、その後の研究にとって標準的な用具となり、広く使用されるようになった（Dess & Davis, 477-482）。

2) リムとキム

デスとデービスによって本格的に始められたポーター理論の定量的分析は、その後多くの研究者によって引継がれたが、本研究にとって特に注目すべきは、韓国のデータを使用したリムとキムの研究（1988）である。この研究で彼等は①アメリカで開発されたポーターの戦略タイプは当時発展途上にあった韓国にも該当するのか、②コンティンジェンシー要因としての産業内環境の相違は戦略と企業業績との関係にどのように影響するのか、を検証した（Kim & Lim, 1988, 803）。

データは韓国電子産業の54社から収集された。データ収集に先立って、文献調査により開発された用具をテストし、改善するために5社に対してパイロットテストを行った。54社からの環境と戦略両面についてのデータ収集は、各社のトップマネジャーに対するインタビューによって得られた。環境変数は、ポーターの産業構成分析のためのスキームとディールの環境構成要素に基づいて13の変数を使った。戦略変数は、製品開発、製造およびマーケティングに関連する15の変数を使った。業績は、ROA、ROEおよび売上高成長率の1980年から1982年の平均で計算した（Kim & Lim, 807-808）。

13の環境変数は因子分析の結果、競争の程度、交渉力、技術安定性、参入の脅威と資源の不安など5つの因子にまとめられた。さらにクラスター分析の結果、環境は弱い交渉力（26社）、競争的市場（6社）、強い交渉力（13社）、及びダイナミックな技術（6社）の4つのグループに分かれた。15の戦略変数は因子分析で製品差別化、マーケティング差別化、焦点化およびコストリーダーシップの4つの因子にまとめら

れた。さらに、クラスター分析を通して、分析対象となった50の会社はマーケティング差別化グループ（8社）、コストリーダーグループ（7社）、製品差別化グループ（29社）、無戦略グループ（6社）の4つのグループに分かれた。この様にして韓国の電子産業には多様な戦略グループがあり、それらの特徴は主に米国で開発されたポーターの一般的な戦略の概念と一致していることが判明した（Kim & Lim, 812-817）。

戦略と企業業績との関係についてはコストリーダーシップ戦略をとる企業はROAとROEの両方においてより優れていた。マーケティング差別化戦略をとる企業は売上高成長率で他社より優れていた。製品差別化戦略をとる企業のROAとROEは、コストリーダーシップ戦略をとる企業より良くないが、業界平均よりは高かった。しかも、売上成長率はコストリーダーシップをとる会社よりかなり高い。無戦略をとる企業はROAとROEはマイナスで、成長率も業界平均の3分の1しかなかった（Kim & Lim, 819-820）。

最後に環境の影響については厳密な統計的分析は行われなかったが、各グループの業績指標の平均値の比較から、以下の事実が判明した。製品差別戦略は弱い交渉力環境と競争的市場環境で良い業績につながる。コストリーダーシップ戦略は強い交渉力環境で良い業績につながる。ダイナミックな技術環境ではどの戦略も有効でない（Kim & Lim, 821）。

先進国で実証された一般戦略の存在はこの研究でも実証された。ポーターが述べたような純粋なタイプではなかったが、戦略要素の因子分析で差別化、コストリーダーシップおよび焦点戦略が存在することを実証して、ポーターの戦略タイプ分類の外部妥当性を確認した。また、コンティンジェンシー要因を導入することにより、デスとデービスのモデルを一層発展させたことも大きな貢献である。

5. 資源ベース理論（RBV）

1990年代に経営戦略論の発展に大きな影響を与えたアプローチとしてバーニーの資源ベース理論（resource based view = RBV）がある。バーニーのRBVはSWOT分析から出発する。すなわち、企業は外部環境においては機会（opportunities）と脅威（threats）に直面しており、内部環境においては強み（strengths）と弱み（weaknesses）を有している。したがって、自社の弱みを補いながら強みを生かしてビジネスチャンスを開発したり脅威を減らしたりすることにより、競争優位性を獲得することができるという考えである。

バーニーによればこれまでは外部環境の機会と脅威を分析する手段は大いに発展したが、内部の強みと弱みを分析する手段は十分に発展していないという。したがって、彼は企業にとって内部要因の分析の方が競争優位を取得するのにより有効であると主

張する。不利な環境要因にもかかわらず競争優位を獲得した企業の例として、彼は Wal-Mart, Southwest Airlines, Nucor Steel等を挙げ、成功の原因として「資源 (resource)」や「能力 (capabilities)」と彼が呼ぶ内部的特性を上げる (Barney, 1997, 14)。

彼は企業の資源と能力を「顧客に対して自社の製品やサービスを開発し、製造し、供給するために、企業によって使用されるすべての財的・物的・人的・組織的資産」であると定義する。財的資源は借入金、資本金、社内留保などを含む。物的資源は機械、生産設備、および建物を含む。人的資源は企業に関与する人々の経験、知識、判断力、リスク負担傾向および賢明さを含む。組織的資源は企業の公式な命令系統、明確な経営統制システムおよび報酬方針とともに企業に関与する人々のグループの特徴である歴史、関係、信頼および組織文化を含む (Barney, 1997, 14)。

これらの資源と能力を評価するに当たって、経営者は以下の4点を考慮しなければならない。①価値 (value)、②稀少性 (rarity)、③模倣可能性 (imitability) および④組織 (organization) である。(Barney, 1997, 14)。価値とは、機会を開発したり脅威をなくしたりする上で、価値をもたらしたかという意味である。例えばソニーは電子製品小型化技術を使用して設計・製造・販売するための多大な経験を有している。ソニーはそれらの資源を使用して、ポータブル・テープレコーダー、ポータブル・ディスクプレーヤー、ポータブル・テレビ、折りたたみ可能な8ミリビデオカメラなど無数の市場機会を開発してきた。反対にUSXは伝統的な鉄鋼生産スキルと伝統的な鉄鋼市場における長年の経験のため、鉄鋼産業の構造上の根本的变化を理解し対応することができなかった (Barney, 1997, 15)。

これまでは価値のあった資源や能力であっても、消費者の嗜好、産業構造、技術の変化により将来は価値が減少するかも知れない。したがって戦略的経営者の重要な責任は、競争的環境の変化にもかかわらず企業の資源や能力が継続して価値をもたらすか、を常に評価することである (Barney, 1997, 16)。

稀少性とはどれだけ多くの競争企業が上記の価値ある資源及び能力を有しているかという問題である。何故なら、例えば価値ある資源や能力であっても多くの競争企業がそれらを有していれば競争優位性の源泉とはならないからである。稀少性の一例としてはWal-Martの在庫管理のためのPOS (point of sales) データ収集技術の開発と使用があげられる。Wal-Martはこの技術によって、最近までそれを所有していなかったK-Martに対して競争優位性を有して来た (Barney, 1997, 17)。

模倣可能性とは「持続的」競争優位を生み出す資源と能力であり、競争企業がそれらを得るために必要とするコストに関連する。模倣は少なくとも2つの方法で行われる。それらは複製 (duplication) と代替 (substitution) である。複製とは同種の資源を作り上げることであり、代替とはある資源を同様の戦略的效果を持つ他の資源

で代用することである。複製であれ代替であれ、どのような場合に模倣する企業はコスト上の不利をこうむるのであろうか。それには3つのカテゴリーがある。それらは、①企業資源を創造する際の「歴史」の重要性、②資源を開発・完成・利用する際の多数の「小さな意思決定」の重要性、③社会的に複雑な資源の重要性、の3つである (Barney, 1997, 18)。

歴史の重要性とは、企業が開発するに伴い自社の個有の歴史的道程を反映する独自のスキル、能力および資源を取得することを意味する。それらの資源と能力は当該企業にのみ存在する人物、経験、関係を反映するものであるため、他社が模倣することはコストの上で非常に不利となる。その様な資源は持続的優位性の源泉となる (Barney, 1997, 18)。

多数の小さな意思決定の重要性とは、企業の競争優位性がそれによって企業の資源と能力が開発され使用される多数の小さな意思決定に依存していることを意味する。小さな意思決定とは、ネジをもう少し強く締めるとか、改善のための一寸したアイデアを提案するとか、ある品質の問題点を提起するとかいった日常従業員によってなされる意思決定である。小さな意思決定の利点はそれらが大きな意思決定に比べて模倣する企業にとって見えにくく、したがって、模倣しにくいことである (Barney, 1997, 19)。

社会的に複雑な資源の重要性とは、評判、信用、友好、チームワーク、文化といった組織現象は社会的に複雑な資源であり、特許にはできないが、模倣するのは大変むずかしい、ということである。これに反して、物的資源（コンピューター、ロボット、その他の機械）は同様に複雑であり、かつ特許で保護されているが、2・3例外を除いて模倣は困難ではない。それらを購入して、分解すれば複製することができるからである (Barney, 1997, 20-21)。

最後に組織の問題とは、企業は自社の資源と能力の潜在的競争力を十分に生かす様に組織化されているか、という問題である。公式の命令系統 (reporting structure)、明確な経営統制システム (management control system)、報酬方針 (compensation policy) などの組織の多数の構成要素が問題となる。それは競争優位性を生み出すのに個別には限界があるが、他の資源や能力と組み合わせられると企業の潜在的競争優位性を十分に実現することを可能とするため、補完資源 (complementary resources) と呼ばれる (Barney, 1997, 22)。

以上の議論を要約すると、持続的競争優位性は単に環境上の機会と脅威を評価し、機会が大きく脅威が少ない環境で事業を行うだけで実現することはできない。むしろ企業が競争する際に使用する独自の資源と能力に依存するといえる。それらの資源と能力を発見するために経営者は自社の内部に価値があり、稀少で、模倣するのに高いコストがかかる資源を求め、それらの資源を組織的に使用しなければならない

(Barney, 1997, 26-27)。

6. エージェンシー理論

1980年代後半以降の経営学の発展に大きな影響を与えたもう一つのアプローチとしてエージェンシー理論 (Agency Theory) がある。この理論自体はすでに1970年代に情報経済学を専門とする経済学者によって提唱された。理論の研究対象は経済主体 (principal), とその代理人 (agent) の間に生じる様々な問題である。例えば使用者と従業員, 弁護士と依頼人, バイヤーと供給者等の問題である。対象となる問題はマクロレベルの公共政策からミクロレベルの個人間の「非難」等様々な心理的対立である。経営学の分野で最も注目を集めたのは株主と経営者間の問題であり, これは後に企業統治 (corporate governance) と呼ばれ, とくに財務論の分野で実証研究が積み重ねられた。この様に様々なエージェンシー・アプローチを経営学の立場からはじめて整理し, 理論化したのはアイゼンハート (Eisenhardt, 1989) とされている。したがって, 以下では彼女の理論化の概要を述べる。

1) アイゼンハートによる体系化

アイゼンハートによれば, エージェンシー理論は経営学における個人間またはグループ間のリスクの分担についての研究に端を発するという。それらの研究ではリスク分担問題を, 協力する当事者がリスクに対して異なる態度をとることから生じると考える。エージェンシー理論はこのリスク分担の研究を拡大して, 協力する当事者が異なる目標を持ち, 分業する際に発生するいわゆる「代理問題 (agency problem)」を含んだものである。特に, エージェンシー理論は一方の当事者 (主体) が他の当事者 (代理人) に仕事を委任するという遍在的な代理問題関係に注目し, この関係を「契約 (contract)」という比喩を使用して記述しようと試みる (Eisenhardt, 1989, 58)。

エージェンシー理論は上記の代理関係で生じる2つの問題を解決しようとしている。第1は主体と代理人との欲求または目標が対立する時, および主体にとって代理人が実際に何をしているか検証するのが困難, または費用が高くつく時に生じる代理 (agency) 問題である。第2は主体と代理人がリスクに対して異なる態度をとる時に生じるリスク分担 (risk sharing) の問題である。

分析の単位は主体と代理人の関係を決定する契約であるため, 理論の焦点は人間, 組織, 情報についての一定の仮定に基づいて最も効率的な契約を決定することにある。具体的には行動に基づいた契約 (給与, 階層による統治) と結果に基づいた契約 (手数料, ストック・オプション, 財産権の移転, 市場による統治) のいずれがより効率的かという問題である。

経営学の分野ではエージェンシー理論は大企業の株主と経営者間の問題として扱われてきた。すなわち株主の立場からすると、いかにして経営者の「便宜主義 (opportunism)」を抑圧するかがエージェンシー問題の核心である (Eisenhardt, 1989, 60)。そして、実証レベルでは以下の様な問題が研究された。経営者の報酬、買収と多角化戦略、取締役会の役割、所有のタイプと財務構造、垂直的統合、イノベーション等である (Eisenhardt, 1989, 59)。

しかし、実証研究の「従属変数」として最も注目を集めたのは、当然のことながら、企業業績である。すなわち、株主—経営者間の関係は、どの様に企業業績に反映されるか、という問題である。この点については既に1930年代にバーリーとミーンズが「所有と統制の分離 (separation of ownership and control)」を指摘して以来、株主の支配する企業対経営者の支配する企業という図式で多くの研究がなされてきた。この対立関係に重要な影響を及ぼす要因が株主構成である。株主構成と企業業績との関係についてエージェンシー理論の観点から分析した初期の研究に、シャガンティとダマンポアーの研究がある。以下では彼等の研究を概観する。

2) エージェンシー理論と企業業績

シャガンティとダマンポアーは1980年代に機関株主 (institutional ownership) の所有する株式の比率が大幅に上昇したことに注目し、機関株主が企業の資本構成と業績に及ぼす影響について研究した (Chaganti & Damanpour, 1991)。彼等によれば機関株主の一例である年金基金 (pension funds) の所有する株式の比率は1960年には4%、1980年には9%であったものが、1988年には23%に上昇し、Standard & Poorの500社については過半数を超えているという。この状況は、かつてバーリーとミーンズが指摘した株主の分散による経営者への権力の集中とは異なる新たな制度上の変化が生じたことを意味する (Chaganti & Damanpour, 1991, 479)。

シャガンティとダマンポアーによれば、機関株主の特徴は、経営者と対比すると以下の様であるという。先ず目標については、機関株主は経営者と比較してより短期的な財務上の結果を求める。その理由は機関株主のポートフォリオ・マネジャーの業績は度々評価されるため、長期的な視点を持つ余裕がないからである。次に、リスク負担については、経営者は雇用保障を求めるためリスクを回避したり、あるいは彼等の給与は企業の規模に比例するため長期的な成長のために投資したりする。これに対して株主は高い投資利益率を求めるためリスク負担を回避せず、成長自体には興味を持たない。むしろ企業の現在の純利益を最大にするためには、費用を最小限にするように努める。上記の考察から彼等は「外部機関による株式の所有の程度は、企業の財務上の業績と正の関係がある」との仮説を設定した (Chaganti & Damanpour, 1991,

481-483)。

彼等は機関株主に加えて企業内部の①経営者株主、②家族株主、③内部機関株主（従業員持ち株制度等）の影響についても分析した。経営者については、既に述べた理由から企業業績に対して負の関係を持つとの仮説が設定された。家族株主および内部機関株主については、機関株主と同様の理由から正の関係を持つとの仮説が設定された（Chaganti & Damanpour, 1991, 483）。

データは以下の指標について収集された。上記4つのタイプの株主の持ち株比率、及び企業業績の指標としての①投下資本利益率（ROA）、②自己資本利益率（ROE）、③株価収益率（PER）、④総株式利益率（配当＋資本利得）の4つである（Chaganti & Damanpour, 1991, 484）。

Value Line社（アメリカの投資顧問会社）で調査される製造業の40業種のそれぞれについて、機関株主比率の最も高い企業1社と最も低い企業1社計80社を選んだ。高いグループ40社と低いグループ40社の業績の平均値をとり比較した結果、4つの業績の指標のすべてについて高いグループの方が高かったが、T検定の結果はROEにおいてのみ統計的有意性が認められた（Chaganti & Damanpour, 1991, 485）。

次に、合計80社について業績を従属変数とし、機関株主比率、3つの社内株主比率のうちの1つ及びこれら2つの交互作用変数の3つを独立変数とする重回帰分析が行われた。その結果ROA、ROE、PERのいずれについても機関株主比率と経営者持株比率が統計的有意を示し、交互作用は有意ではなかった。また家族経営者比率、内部機関株主比率については業績に対して独立した影響も交互作用も見られなかった（Chaganti & Damanpour, 1991, 486）。

これらの結果から機関株主は企業業績に正の影響を与えるという仮説は支持された。しかし、経営者による株式所有は企業業績に正の影響を与えないという仮説は支持されなかった。以上から株式を所有する経営者は機関株主と同様に企業の短期的業績に強い関心を持っていることが判明した。この傾向はその後ますます強くなり、アメリカ企業経営者の「短期志向」は極めて顕著であるといえよう。

その後、企業のエージェンシー問題は経営学、特に財務論の分野では「企業統治（corporate governance）」の問題として扱われるようになった。実証レベルでは、「企業統治の様々な仕組が開発・実施されている企業の方がそうでない企業よりも株主にとって高い業績を上げているか」という問題の解明が中心的課題となった。その際、中心的な理論的根拠として使用されるようになったのが、アイゼンハートの「株主にとって経営者の行動をモニターするコストが低い程、より多くの情報を収集して経営者を統制し、株主の利益となる様に行動させることができる」という命題である。実証研究の中心は企業統治の様々な仕組みを数値化し、企業統治の程度を測定する手段の開発へと移った（Bhagat & Bolton, 2008）。

企業統治の仕組みは、一国の法制度に大きく依存している。したがって、アメリカ、イギリスを中心とする企業統治の研究は、英・米の法律およびそのもととなる文化を前提としている。研究が英・米を超えて世界の他の先進国（ヨーロッパ、日本）に及ぶと、当然のことながら、英・米とは異なる制度的要因が重要となってくる。

1980年代の“four little dragons”をはじめとする東南アジア諸国の発展、1990年以降の東ヨーロッパ諸国の資本主義化、及びWTO加盟以降の中国の目覚ましい経済発展は経営学研究の国際化をもたらした。それに伴って、企業研究における制度的要因の重要性は一層高くなった（Maher & Anderson, 1999）。

3) 発展途上国におけるエージェンシー問題

近年、エージェンシー理論に基づく研究は先進国企業にとどまらず、発展途上国企業をも対象とする様になった。それらの研究には旧ソ連、東欧、中国等社会主義諸国の国有企業の民営化（privatization）に伴う問題を対象とするものと、東南アジア諸国及びインド等資本主義諸国の前近代的企業（threshold firms）の近代化の問題を対象とするものに大別される。しかし、両者に共通な問題は、先進国のエージェンシー問題には見られない「主体—主体（principal-principal）」問題である。これはいずれのケースでも企業統治のシステムが未整備なため、少数株主の権利が大株主によって侵害される可能性があることを意味する（Dhardwadkar, George & Brandes, 2000）。

大株主が企業の資産を彼等自身の利益のために流用した場合、少数株主からの「収奪（expropriation）」が発生する。収奪の例としては、大株主が所有する他の会社に不当に安い価格で販売する、あるいは他の会社から不当に高い価格で購入するなどである。その結果、当該企業の収益は減少し、少数株主は損害をこうむることとなる。大株主が企業を支配するために2つの手段を使うとされる。第1は「ピラミッド所有構造」による支配である。すなわち、1人の個人または家族がある企業の株式の過半数を所有することによりその企業を支配する。その企業が株主となって別の企業の株式の過半数を支配することにより、その企業も支配することができる。このようにして、比較的少ない資産量で多くの企業を支配することができる。第2は大株主として自分の意のままになる個人（多くの場合、子供等の身内）を企業に送りこむことにより、企業の経営を支配することができる。（Dhardwadkar, George & Brandes, 2000, 659）。

上記の「収奪」を含むエージェンシー問題と企業業績との関係についての研究の代表的なものとして、以下ではダルワドカー、ジョージ、ブランディスの研究を概観する（Dhardwadkar, George & Brandes, 2000）。ダルワドカー等によれば、一般に国有企業が民営化された場合の株主は、①外国株主、②国内機関株主、③国内個人株

主、④経営者株主、⑤従業員株主および⑥国家機関株主となり、これらのうち前3者は企業の外部に、後3者は内部に存在する。これらの株主はまた大株主と少数株主の2つに分かれる。これらの組み合わせにより、企業業績に正の影響を与える場合と、負の影響を与える場合が想定される。以上の考察から彼等は下記の命題を提唱する。(Dhardwadkar, George & Brandes, 2000, 658-663)。

命題1：外部株主の力が内部株主の力より強い場合には企業業績は高い。(外部株主は経営合理化を推し進めようとするのに対して、経営者株主はそれに反対するため)

命題2：外部株主が集中している場合の方が分散している場合よりも企業業績は高い。(前者の場合、株主間の連絡・調整コスト、経営者の行動についての情報収集コストが低いため)

命題3：外部株主が外国大株主である場合の方が、国内個人又は機関大株主である場合よりも企業業績は高い。(国内株主の方が外国株主よりも前述した収奪行為を行うため)

命題4：民営化以前の企業幹部および政府の代表が継続して経営する企業の方が、新しい幹部の経営する企業よりも企業業績は低い(主として旧幹部の市場経済での企業経営経験の不足による)

命題5：事業部制を採用する企業の方がそうでない企業よりも業績が高い(事業部制の方が経営者の成績をモニターし、統制しやすいため)

命題6：経営者の成績の評価が「成果重視」よりも「行動重視」の方の業績が高い(企業業績は不安定で経営者以外の多くの要因に影響されるため、経営者のネットの貢献度を測定するのが困難なため)

命題7：負債比率の高い企業は低い企業よりも業績が低い。(先進国とは異なり債権者による経営者のモニター・統制が困難なため)

彼等の研究は上記の理論的フレームワークの提示にとどまり、実証研究は行われなかった。しかし、彼等の提唱した4タイプの株主の分類方法はその後の実証研究で広く使用されることとなった。

7. 発展途上国における企業業績決定要因の研究

1) ドーマ, ジョージ, カビアの総合モデル

これまで述べてきた資源ベース理論, エージェンシー理論, 及び制度的要因を整理して分析モデルを設定し, 発展途上国(インド)企業の業績を実証的に分析した代表的な研究として, ドーマ, ジョージ, カビアの研究をあげることができる(Douma,

George & Kabir, 2006)。彼等は先ず企業業績の根本的な決定要因は所有構造 (ownership structure) であるとする。前述したダルワドカー等の分類に従い、株主を分散/集中、外部/内部の2つの軸からなる4つのタイプに分類する (Douma, George & Kabir, 2006, 639)。

しかし、所有構造と業績との関係はエージェンシー理論だけでなく、資源ベース理論および制度要因の観点からも考察されなければならないとする。先ず、上記4つのタイプの各々と業績との関係についてエージェンシー理論の観点から以下の様に述べる。分散/外部株主の場合には、株主間の調整コストが高く、情報が非対称であるために経営者のモニターが十分に行われず、中程度の業績となる。分散/内部株主の場合には、経営者のインセンティブ構造が歪められ、効果的なモニター作業が不可能なため、低い業績となる。集中/内部株主の場合には企業を効率的に経営しようというインセンティブは働くが、少数株主の収奪問題が生じる可能性があるため、中程度の業績となる。集中/外部株主の場合は、リスク負担、インセンティブ・システム、およびモニタリングによる効果を最大にすると同時に、少数株主の収奪を軽減するため、高い業績となる。(Douma, George & Kabir, 2006, 639-640)。

次に彼等は資源ベース理論の立場から株主の持つ有形・無形の資源に注目する。そして、株主を外国/国内、金融的 (間接投資) /戦略的 (直接投資) に分け、4つのタイプを想定する。先ず外国の金融的株主 (銀行等) は高いモニター能力を有するが、彼等の関心は短期的利益であるため、投資先企業の業績が低ければ、経営者に経営改善を迫るよりは投資を引き揚げる。したがって、企業業績に及ぼす影響は中程度と考えられる。国内の金融株主の場合は、短期的関心に加えて、国内の他の機関・個人投資家との関係を有している。これらは当該企業からすると無形の「負の資源」と考えられるので、企業業績に及ぼす影響はマイナスと考えられる (Douma, George & Kabir, 2006, 640)。

一方、国内・外国の機関株主の中には、当該企業に戦略的関心を持ち、企業を支配して持続的な競争優位性を開発しようとする株主もいる。それらの内、戦略的外国株主は自身の持つ優れた技術的・経営的・財務的資源を提供することができる。したがって、企業業績への影響は高いと考えられる。戦略的国内株主も同様の行動を取ると考えられる。しかし、彼等の持つ資源や能力は外国株主のものと比較すると一般的に価値が低いので、企業業績への影響は小さいと思われる (Douma, George & Kabir, 2006, 640)。

制度要因とは、組織構造と企業行動に影響を及ぼす社会的・法的要因のことである。それらの社会的・法的制度が公式・非公式の規則として、生産・交換・流通の経済活動を規制している。更に途上国経済は、資本・生産物・経営者市場が不完全である。これを補うものとしてビジネス・グループがあるが、これはまた少数株主の収奪とい

う負の状況を作り出すことにもつながる (Douma, George & Kabir, 2006, 640-641)。彼等の研究はインドのデータを使用している。したがってビジネス・グループは途上国にある程度共通しているが、インドにおいて特に顕著な制度的要因といえる。以上の考察から彼等は下記の仮説を設定する。

仮説1：外国企業株主は企業業績に正の影響を及ぼす。

仮説2：外国金融機関株主は株式市場における企業業績指標にのみ正の関係を持つ

仮説3：国内企業株主は企業業績に正の影響を及ぼす。

仮説4：国内金融機関株主は企業業績に負の影響を及ぼす。

仮説5：経営者株主は企業業績に対してある点までは正の影響を及ぼすが、それを越えると負の影響を及ぼす。

仮説6：企業グループに属する企業の国内企業株主は、属さない企業の国内企業株主と比較して低い企業業績をもたらす。

仮説7：企業グループに属する企業の経営者株主は、属さない企業の経営者株主より低い企業業績をもたらす。

上記の仮説で企業業績はROA及びQ比率で測定された。株主のタイプはそれぞれのタイプの株主の持株比率で測定された。企業グループへの所属はダミー変数（0, 1）で測定された。上記の他に主要な統制変数として企業の売上高と存続年数が使用された。

上記の仮説はボンベイ証券取引所または全国証券取引所のいずれかに上場している企業（主として製造業）1005社の1999－2000年のデータにより検証された。その結果、仮説5を除くすべての仮説が支持された。仮説5について得られた結果は、経営者株主は企業業績に対して正の影響を及ぼすというものであった (Douma, George & Kabir, 2006, 650)。これは先進国の研究でも見られたように経営者株主は保守的な経営者としてよりも積極的な株主として行動することの反映と解釈された。結論として、外国企業株主は企業業績に正の影響を与えること、企業グループの存在は企業業績に負の影響を与えることが確認された。最後に、国内企業株主は企業業績に正の影響を及ぼすとの結果は、エージェンシー理論の中心的な命題を支持している。

2) 中国企業の業績研究

21世紀に入り中国経済の目覚ましい発展に伴い、中国企業の業績についてもこれまでに述べてきた分析枠組による実証研究がおこなわれる様になった。以下では代表的と思われる2つの研究について概観する。

第1はソン、トン、トンによる研究である (Sun, Tong & Tong, 2002)。彼等は

「政府による企業の所有は当該企業の業績にどのように影響するか」という根本的な問題について実証研究を行った。一般的に国有企業は民間企業より非能率的とされる。その理由としてあげられるのは、国有企業の目標が利潤極大よりも社会福祉政策にあること、経営者の任命が経営能力に基づかない「政治任用」であること、国有企業間の取引コストが高いこと等が指摘されてきた。ソン等は広範な文献調査の結果、政府所有は私的所有より非能率的であるとの実証結果を見出すと同時に、必ずしもそうではないとの実証結果をも見出した (Sun, Tong & Tong, 2002, 1-2)。

しかし、ソン等は中国においては旧ソ連や東欧諸国とは異なり、民営化は漸進的なプロセスであり、多くの企業では未だに国家が株式を所有している。このような部分的な国有企業の利点として以下の3つを上げている。第1に政府自身も株主として企業業績に関心を持ち、高業績を揚げることににより、高値でその後の株の売却を行うことができる。第2に市場が未発達な中国において、大株主としての政府は経営者をより有効にモニターすることができる。第3に政府は国有企業に対して有利な立法措置を取ることができる。しかし、これらには上述した様な負の側面もあり、彼等は仮説を設定するに至らず、企業業績に対する国有株と法人株の影響の有無をその方向性も含めて検証することとした。(Sun, Tong & Tong, 2002, 4-7)。

1994年から1997年に深センおよび上海市場で上場されたすべての企業について分析を行った結果、国有株の割合も法人株の割合も株式市場の指標で計測された企業業績に正の影響を与えていることが判明した (Sun, Tong & Tong, 2002, 16-17)。ソン等はこの結果から、国有株の割合は企業業績に対して非線型（逆U字型）の影響を及ぼすと結論づけた。すなわち、国家による株式の所有は一定の比率に達するまでは企業業績に正の影響を及ぼすが、それを越えると負の効果をもたらすというものである (Sun, Tong & Tong, 2002, 23)。

次に、法人株の企業業績に対する影響を分析したデリオスおよびウーの研究を概観する (Delios & Wu, 2005)。彼等によれば法人株主 (legal person ownership) は企業の民営化を促進するために中国政府によって考案された株式所有のタイプである。一見資本主義国の機関株主 (institutional shareholders) に似てはいるが、それだけではない。国有企業および投資ファンドや証券会社等のノンバンク金融機関も含まれる。これらに共通する重要な特徴は、経済志向・利益追求志向であり、利益分配や企業戦略の策定・実行に当り国家株主よりもより大きな自由を持っている点である (Delios & Wu, 2005, 152)。

法人株主は利潤極大の目標を持ち、取締役に出選されて経営者をより効果的にモニターすることにより企業業績に正の影響をもたらす。一方で法人株主は力を持ちすぎると少数株主を収奪することにより企業業績に負の影響をもたらす。収奪の1つの形態は法人株主が利害関係を持つ分野へ多角化 (diversification) することである。多

角化により当該企業の収益率は低下すると考えられる。デリオス等は法人株主と業績の関係に影響を及ぼすのは法人株主の「集中度（concentration）」であるという。すなわち集中度が低い段階では集中度の上昇は業績に正の影響を及ぼすが、一定の水準を越えると負の影響を及ぼすと考ええる。前述したソン等の研究と同様に、ここでも逆U字型の関係が仮説として設定された（Delios & Wu, 2005, 154-157）。

この仮説を実証するために法人株主比率及び多角化の程度を主要な独立変数とし、業績を従属変数とする重回帰分析モデルが設定された。このモデルは1991年から2001年までのすべての上場企業のデータにより検証された（Delios & Wu, 2005, 157-159）。

結果は、仮説とは反対に法人株主比率と企業業績の間にはU字型の関係が見られた。この結果から、デリオス等は法人株主比率は一定の高さになるまでは影響力を発揮しないこと、それを越えると比率の上昇は業績に正の影響を及ぼすこと、更に法人株主はその比率が高まり、強い力を持って少数株主の収奪うは行わないことが推測されるとしている。

以上で、経営戦略論、資源ベース理論、エージェンシー理論についての理論的・実証的研究の文献調査を終わる。以下では企業業績決定の制度的要因を探るために中国証券業の歴史的発展および現況について述べる。

8. 中国の証券業

1) 歴史的発展

1987年9月に中国初の証券会社である深セン特区証券会社が設立されたが、これは中国の資本市場と証券業の誕生の序幕であった。それ以降、中国証券業は22年の歴史を経て、現在107社の証券会社と3000を超える支店からなる産業に大きく発展した（中国証券協会HP）。しかし、100年以上の歴史を持つ欧米の証券会社と比べると、まだ規模が小さい、商品が類似している、リスク回避能力が低い、など問題を抱えている。これまでの22年は大きく3つの段階に分けられる。

まずは1987年から1999年までが第一段階である。この時期は中国の証券業が無から有に転換した摸索段階で、法律、規制が曖昧・不完全である。証券業界全体は銀行等他の金融業との混業経営が行われており、所有権の主体すなわち株主が空席で、有効な内部監督と外部監督体制が存在していなかった（歩国旬, 2008/5/27 A14）。この時期の証券会社の特徴は、その数が多く、沿海地方に集中しており、規模が小さく、資本力が弱く、業務が単一で、経営コストが高く、無秩序な競争が行われていたことである（何孝星/朱奇峰, 1999）。

中国の金融業改革は幹部人事の任命権を核心とする政府主導方式で行われた。初の証券会社の設立も、市場経済の需要に応じて市場経済に移行したばかりの経験がない政府主導の計画的な行動であった。中国の資本市場制度設計は市場原則から離反し、「人間関係」を重視する慣行によって導かれた。そして、根強い「官本位」文化が市場経済に浸透して、官僚任命制を紐帯とする「企業—金融機関」関係が市場競争を代替した（孔慶龍，2006/10/12中国証券業游戲怪圈，新財經）。

このようにして、政府主導で証券会社設立ブームが起こり、1988年1年に20の省、自治区、特別市が証券会社を設立した。1992年に4大商業銀行のうち工商銀行、建設銀行および農業銀行が、それぞれ登録資本金10億元で華夏、国泰および南方の三大全国証券会社を設立した。大多数の証券会社は政府あるいは国有企業が設立したため、モニター機能は発揮されず、企業幹部による恣意的経営が行われた。この時期には証券会社は利益最大化を最高目標としなかった。こうして、証券業界は1999年末には90社余りの独立証券会社、約300社の兼営機関と約2300の一般企業の証券営業部までを含む業界へと発展した。

1990年に一定の条件を満たす大都市で証券取引所の設立が可能になり、同年の12月に上海証券取引所と深セン証券取引所が設けられた。そして、1992年10月に國務院証券管理委員会と中国証券監督管理委員会が設立された。その結果、金融業は人民銀行による単独管理から、本格的な分業管理の下に入った。

1999年から2007年までは第二段階である。この時期は大規模な再編時代で、さらに2つの時期に分けられる。1999年から2004年までは金融業の分業（独立）経営を目的とする再編時代であり、2004年から2007年までは政府の監督下で法律に基づいて証券業界の「整理整頓」を目的とする再編時代である。

1998年12月に証券発行と取引行為を規定する初めての法律である「証券法」が制定され、1999年7月から施行された。「証券法」第6条の「証券業と銀行業、信託業、保険業は分業経営、分業管理をする。証券会社と銀行、信託、保険業機関は個別に設立する」との規定によって、中国金融業は本格的に分業（独立）経営を開始した。したがって、上述した90社の独立証券会社以外の約300社の兼営機関と約2300の証券営業部は再編を行われなければならなくなった。1999年には株式市場が急騰し始め、資本市場の好調さに鼓舞され、証券会社は前代未聞の大規模な自営業と委託資産管理業務を行った。その結果、証券業界の業績も全体的に好調になったが、証券会社は一般的に資本金が足りないために、投機資金に依存したり、顧客保証金を使うなど不法行為を行ったりする会社もあった。

しかし、2001年6月から国有株を放出する政策が始まった。これをきっかけにそれまで急騰していた株式市場が暴落し始めた。3か月余りで株価が半分になり、証券会社の手数料収入は30%も減り、証券業界は大混乱になった。政府は仕方なく、国有

株の放出方針を翌年6月に中止した。2002年12月に「合格境外機関投資家境内証券投資管理暫行方法」を公布して外国人投資制度を実施した。2002年には、湘財証券とフランスのCSLAとの合併でWTO加盟以来中国初の中外合併証券会社、華欧国際証券会社が設立された。2003年には証券会社の社債の発行が解禁され、中信証券会社が初めてIPOで上場した。

2004年初国務院は「資本市場改革開放と安定した発展を促進することについての若干の意見」を公布して、政府主導で証券業界について「整理整頓」を行った。今回の再編は前回と異なっていて、政府主導で、国有会社匯金株式会社などを使って再編を行った。

そして、2004年から証監会のリードで本格的再編が行われた。「証券公司分類管理工作指引（試行）」によって、証証券会社にA, B, C, D, Eのランキングをつけ、A, B, Cはさらに3つに分け、全部で11級に分けた。A類会社はリスク管理能力が高く、市場変化に対応する能力も強く、新しい業務や新しい商品においてより強いリスクコントロール能力を持つ。B類証券会社は現在の業務についてはより良いリスク管理能力があり、市場変化に対応する能力も高い。C類証券会社は、そのリスク管理能力は現在の業務に合うし、市場変化に対応する一定の能力もある。D類証券会社はリスク管理能力が低く、潜在的なリスクは会社が耐えられる範囲を超える可能性がある。E類証券会社はリスクがすでにあらわれているし、すでに閉鎖措置がとられている（趙彤剛，券商進入分類監管時代，2007，中国証券報）。

この様にして監管機関は証券会社の分類結果によって、異なるランキングの証券会社について、異なる監管を実施し、異なる待遇を実施し、新しい業務、新しい試みへの進出の順位を決めた。その結果、証券会社数は2004年の133社から2009年の107社まで減ることになった。

これに引き続いて2005年10月に「証券法」を改正し、証券会社監督の基本制度について規定した。それまでは3大証券会社であった工商银行、建設銀行および農業銀行が設立した華夏、国泰、南方証券会社のうち2つは倒産し1つは合併した。南方と華夏証券会社は顧客保証金を流用し、また粉飾決算など違法経営を行い、結局それぞれ2004年と2006年に倒産した。そして、国泰は君安と合併した。中国証券会社は会社制に変わったが、多数の会社の所有権は全額国有または国が筆頭株主である国有企業が持つ。それ以外の証券会社は株主多元化を実現したが、その株主は主に国が株を持つ会社である。

再編が基本的に終わった2008年には国際金融危機の影響を受けて証券業全体が低迷したが、2009年に入ってから証券業界は新しい局面に入った。再びIPOが許可され証券会社が上場を始め、また外資の参入も再開した。そして、中信証券会社、申銀万国証券会社、光大証券会社など「良質」な証券会社が市場占有率、規模などを確実

に拡大している。

最後に外資との合併会社の発展についてみると、1995年4月に中国初の外資との合併証券会社である中国国際金融会社が設立された。そして、外資（モルガン・スタンレー）が34.3%の株式を取得した。しかし、その後中国は法律的に証券業への外資の参入を禁止した。本格的に中外合併証券会社が始まったのはWTO加盟後の2002年である。それから一斉に合併会社が設立され、2005年まで既に7社（中国国際金融会社、中銀国際証券、華欧国際証券、高盛高華証券、長江パリ百富勤証券、海際大和証券、北京証券）になったが、2005年に中国証券業の整理整頓に伴って外資の参入は再び禁止された。そして、世界金融不況の中の様々な問題で、合併を解消した会社もいくつか出てきた。2008年に再び合併証券会社の設立の許可が始まり、新しくできた証券会社も加えて現在7社の合併会社がある。

2) 中国証券業の現状

前述した通り2009年7月末現在で、証券会社数は107社、総資産は2.02兆元、純資本は3322億元である。中国の証券会社は中国証券監督会により創新類証券会社と規範類証券会社に大別されている。「創新類」とは監督会から高い評価を得た企業であり、「規範類」とはそれに次ぐ評価を得た企業である。107社のうち、創新類証券会社が28社、規範類証券会社が34社、残りの45社は現在評価中である（中国証券協会HP）。また、2009年現在で上場した証券会社は107社のうちわずか10社に過ぎない。外国との合併証券会社は7社あり、外国証券会社の代表事務所は100を超えている（中国証券監督管理委員会HP）。

表1は20の証券会社を総資産の大きい順に並べたものである。ここ5年間の証券会社の総資産の順位、とくにトップ5の順位は多少変動があるが大きいものではない。表1の順位に入っている会社は、現在中国証券業界を構成する3つのグループに分けられる。1つは銀河証券、申銀万国、中信建投、国泰君安等の匯金会社、建銀投資系である。1つは、中信証券会社、海通証券会社、広発証券会社等の創新類系会社である。もう1つは、中金証券会社、中銀国際証券などの外資系である。

匯金会社、建銀投資系は多額の資金注入を受けて2004年、2005年は総資産が高いが、そのあと徐々に創新類系会社に凌駕されている。創新類会社である中信、海通、広発はすでに上場しており、融資を受けるにも他社より有利であり、不振の証券会社を「委託経営」することでその規模も全国的に大きくなっている。中金証券会社以外、総資産がトップ20に入っている外資系証券会社はない。

表1：中国証券会社の総資産によるランキング（トップ20社）

	2004	2005	2006	2007	2008
1	申銀万国	国泰君安	中国銀河	国泰君安	中信証券
2	国泰君安	中国銀河	国泰君安	中信証券	海通証券
3	海通証券	申銀万国	申銀万国	海通証券	国泰君安
4	中信証券	海通証券	中信証券	中国銀河	銀河証券
5	広発証券	中信証券	広発証券	広発証券	広発証券
6	華泰証券	広発証券	海通証券	招商証券	申銀万国
7	国信証券	中信建投	中信建投	申銀万国	国信証券
8	光大証券	東方証券	華泰証券	国信証券	招商証券
9	中銀国際	招商証券	招商証券	中信建投	中信建投
10	招商証券	華泰証券	東方証券	光大証券	華泰証券
11	東方証券	光大証券	安信証券	華泰証券	光大証券
12	国元証券	国信証券	国信証券	中国建銀	齐鲁証券
13	渤海証券	中国建銀投資証券	光大証券	東方証券	安信証券
14	宏源証券	北京証券	中国建銀投資	齐鲁証券	中投証券
15	東北証券	長江証券	長江証券	安信証券	中金公司
16	中関村証券	渤海証券	中金証券	長江証券	東方証券
17	上海証券	国元証券	平安証券	中金証券	長江証券
18	西南証券	中金証券	連合証券	平安証券	方正証券
19	長江証券	平安証券	国元証券	連合証券	国都証券
20	泰陽証券	東北証券	上海証券	宏源証券	宏源証券

出典：中国証券業協会HPより作成

表2をみると、総資産の変化と異なって、純利益の順位は年により大きく変動している。そして、総資産が多い証券会社が必ずしも高い利益を上げてはいない。

創新型である中信、海通等は比較的安定しており、かつ優勢を示しているが、匯金会社、建銀投資系は総資産がトップにある2004年、2005年もそれに相当する純利益を上げていない。中金証券は2002年から2005年にはトップ3以内であったが、2008年には20位まで落ちた。これは後述するように外資とP-P問題にその原因があるとされている。

エージェンシー問題に関連して重要なのは企業の株主構成である。中国における株式のタイプは株主のタイプにより以下の様に分けられている。すなわち、国有株、法人株、従業員株、および個人株の4タイプである。さらに株の上場場所と投資家のタイプによりA株、B株、H株に分けられる。

国有株とは、中央政府、地方政府、および全額出資の政府企業が所有する株式である。法人株は民間企業、政府が一部所有する企業、ノンバンク金融機関（投資ファンド、証券会社等）によって所有される。従業員株式は上場会社の従業員および経営者

表2：中国証券会社の純利益によるランキング（トップ20社）

	2002	2004	2005	2006	2007	2008
1	中金証券	中信証券	中金証券	中信証券	中信証券	中信証券
2	中国銀河	華西証券	中信証券	銀河証券	国泰君安	国泰君安
3	中信証券	中金証券	広発証券	国信証券	国信証券	海通証券
4	天一証券	広発証券	渤海証券	広発証券	広発証券	広発証券
5	海通証券	紅塔証券	紅塔証券	国泰君安	申銀万国	申銀万国
6	湘財証券	東呉証券	国信証券	申銀万国	海通証券	銀河証券
7	国信証券	東方証券	国連証券	東方証券	中国銀河	国信証券
8	広発証券	西部証券	招商証券	招商証券	招商証券	方正証券
9	金通証券	国泰君安	光大証券	光大証券	華泰証券	中信建投
10	宏源証券	国連証券	長城証券	華泰証券	光大証券	招商証券
11	国元証券	德邦証券	德邦証券	中金証券	東方証券	華泰証券
12	中関村証券	国元証券	中信万通	西部証券	中信建投	光大証券
13	東呉証券	招商証券	西部証券	紅塔証券	中国建銀投資	中投証券
14	南京証券	首創証券	山西証券	平安証券	長江証券	中銀国際
15	閩発証券	華欧国際	華欧国際	海通証券	安信証券	安信証券
16	華夏証券	中信万通	南京証券	国元証券	国元証券	齐鲁証券
17	国泰君安	広発華福	華西証券	中銀国際	齐鲁証券	国金証券
18	長江証券	財富証券	国泰君安	長江証券	宏源証券	中信金通
19	国連証券	長江証券	国金証券	中信建投	興業証券	長江証券
20	亞洲証券	成都証券	宏源証券	華西証券	東海証券	中金公司

出典：中国証券業協会HPより作成

によって所有される。インセンティブとして時価よりもかなり安く提供されるが、売却は一定期間制限される。

A株は「人民元普通株」の略称で、中国国内にある企業が発行して、国内の機関、組織、あるいは個人が人民元で売買する。この株式のみが、2つの証券取引所で自由に売買される。B株は「人民元特殊株」の略称で、人民元で額面を表示して、米ドル（上海）またはHKドル（深セン）で売買される株式である。当初は外国人と許可された国内証券会社のみが所有を許されたが、2001年以降は中国人にも売買が認められるようになった（Delios & Wu, 2005, 153-154）。H株は中国国内で登録して、香港で上場している株の名称である。

表3は国内主要4会社、広発、申銀万国、中信、海通の10大株主を出資比率の大きい順に示している。当然のことながら、トップ10の株主には個人株、そして従業員株の所有者はいない。すべて国有株、法人株の所有者である。法人株主は前述したように種々のグループよりなる。エージェンシー理論からすると、国有法人と民間法人に分けた方がより適切と考えられる。したがって、これらの株主は、国家、国有法人、

表3：主要4社のトップ10株主構成（2009年12月）

広 発 証 券			申 銀 万 国			中 信 証 券			海 通 証 券		
株 主	比率%	性質	株主	比率%	性質	株主	比率%	性質	株主	比率%	性質
遼寧成大股份有限公司	25.941	国家	中央匯金投資 有限責任公司	37.22	国家	中国中信集团 公司	23.45	国家	上海上実(集 团)有限公司	6.75	国有法人
吉林敖東薬業 集团股份有限 公司	25.78	一般法人	中国光大(集 团)総公司	12.51	国有法人	中国人寿保險 股份有限公司	8.14	国有法人	光明食品(集 团)有限公司	5.87	国有法人
中山公用事業 集团股份有限 公司	14.25	国有法人	上海久事公司	9.65	国家	中国人寿保險 (集团)公司－ 伝統－普通保 險商品	4.87	国有法人	東方集团実業 股份有限公司	5.06	一般法人
香江集团有限 公司	5.865	一般法人	上海国際集团 有限公司	8.46	一般法人	雅戈爾集团股 份有限公司	2.58	一般法人	上海煙草(集 团)公司	5.06	国有法人
広東粵財信托 有限公司	4.999	国家	上海国有資産 經營有限公司	5.67	国家	中国爾載火箭 技術研究院	1.12	国家	上海電氣(集 团)総公司	4.77	国家
広州高金技術 産業集团有限 公司	4.704	一般法人	申能(集团)有 限公司	2.98	国有法人	中国農業銀行 －中郵核心成 長株券型証券 投資基金	1.05	一般法人	中国民生銀行 股份有限公司	4.63	一般法人
酒泉鋼鉄(集 团)有限責任 公司	2.969	国有法人	上海国際信托 有限公司	2.74	一般法人	中信国安集团 公司	1.03	国家	鼎和創業投資 有限公司	4.22	一般法人
普寧市信安実 業投資有限公 司	2.945	国家	上海市上投投 資管理有限公司	1.28	国家	柳州両面針股 份有限公司	1.00	国有法人	申能(集团)有 限公司	4.11	国有法人
亨通集团有限 公司	2.375	一般法人	華能資本服务 有限公司	1.15	一般法人	南京新港高科 技股份有限公司	0.92	国有法人	遼寧能源投資 (集团)有限責 任公司	3.04	国家
安徽華茂紡織 股份有限公司	2.375	国家	上海東方明珠 (集团)股份有 限公司	0.93	国有法人	中国粮油食品 (集团)有限公 司	0.76	国家	上海久事公司	2.95	国有法人
合 計	92.203			82.59			44.92			46.46	

出典：中信証券会社<http://www.cs.ecitic.com/main.jsp?menuId=176&level=3>広発証券会社<http://www.gf.com.cn/about/xxpl.jsp?menuid=8,2>海通証券会社http://www.htsec.com/htsec/cmstemplate/htsec_CN/jgxx/infoList.jsp申銀万国証券http://www.sywg.com/sywg/portal/portal_zjsw_tzzgx_gdxx.html

一般法人の3種にまとめることができる。まとめた結果を表4に示す。

表4：主要4社のタイプ別株主構成比率（％）（2009年12月）

	広発証券	申銀万国	中信証券	海通証券
国 家	36.26	53.83	26.36	7.81
国有法人	17.22	16.42	14.93	24.74
一般法人	38.72	12.35	3.63	13.91

出典：表3より作成

外資企業については、近年発展途上国の株式会社で現れるPP問題が中国でも生じた。中金証券会社は中国がWTOに加盟してから初の中外合弁証券会社で、その主導権は中国側が持った。そして、利益追求を目的とする外国株主とそうではない国有株主間には大きい差があり、株主間の矛盾は業績にも反映されたとみられる。結局両者は今年合弁を解消した。この前例があるため、合弁会社を作る際の意思決定主導権の争いは外国株主の関心の焦点となっている。

外資との合弁企業は、前述したように、2009年7月現在で7社ある。各社の株主構成は表5のとおりである。

「今年に入ってから、私たちは中国が上海を国際金融センターにしようと努力していることに以前より益々大きな関心を持っている。そして、現在準備中の株価の国際板（international board）は上海の国際金融センターの重要な要素である。ニューヨーク証券取引所は上海で上場したいだけでなく、多くの外国会社が上海で上場する際のコンサルタントになることを希望している。」これはニューヨーク証券取引所の最高責任者であるダンカン・ニーダーアウアー氏が2009年11月に上海を訪問した際の発言である。これは中国証券市場が世界から注目を浴びていることの一例である。したがって、外資系証券会社はまだ頭角を現れていないが、中国金融業界、とくに証券業界の改革開放に伴って強くなる余地が大きい。外資が中国証券業界へ進出するにはまだ合弁の方法しかないため、その中心にはPP問題があるだろう。

表5：合併会社の株主構成（2009年12月）

中国国際金融		瑞銀国際証券		華欧国際証券		高盛高華証券	
株 主	比率%	株 主	比率%	株 主	比率%	株 主	比率%
中国建設銀行投資有限公司	43.35	北京国翔資産管理有限公司	33	財富証券	66.67	北京高華	67
モルガン・スタンレー	34.3	瑞士銀行（UBS）	20	クレディ・リヨネ（CLSA）	33.33	高盛（ゴールドマンサックス）	33
中国投資担保有限公司	7.65	中国建設銀行	14.01				
シンガポール投資会社	7.35	国家開発投資会社	14				
名力持株集团有限公司	7.35	中糧集团有限公司	14				
		国際金融会社（IFC）	4.99				
	100		100		100		100
中徳証券		海際大和証券		瑞信方正証券会社			
株 主	比率%	株 主	比率%	株 主	比率%		
山西証券	66.7	上海証券	67	方正証券	66.7		
ドイツ銀行	33.3	大和証券（SMBC）	33	瑞士信貸（CSFB）	33.3		
	100		100		100		

出典：中金国際金融<http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/about/page2.htm>

瑞銀証券会社<http://www.ubs.com/4/ubssecurities/company.html>

華欧国際証券<http://www.cesl.com.cn/www/introduce.jsp>

海際大和証券<http://www.dssc2004.com/>

瑞信方正証券（喬曉会，瑞信方正証券中外股東（株主）談愿景，2008，財經網）

中徳証券会社（ドイツ銀行と山西証券の合併会社獲批，2009，搜狐財經）

高盛高華証券<http://www.gsgh.cn/financials/index.html>

9. 中国証券業の業績分析モデル

これまで企業業績の決定要因に関して、経営戦略論、資源ベース理論、及びエージェンシー理論についての主要な文献について調査し、中国の証券業の制度的背景について概観してきた。これらの予備的考察に基づき、以下では中国の証券企業の業績を分析するための理論モデルを提示する。

まず、上記3つの理論の関係についてであるが、経営戦略論では企業業績を決定するのは第一義的には企業の経営者が策定・実施する経営戦略であるとする。そして資源ベース理論及びエージェンシー理論で上げられる要因はSWOT分析の枠内でとらえられる。すなわち、資源ベース理論でいわれる企業独自の資源や能力は内部環境要因のうちの「強み (strengths)」であると位置付けられる。またエージェンシー理論で最も重視される株主のタイプは外部環境要因の利害関係者 (stakeholders) の一つであると位置付ける。経営者はこれらの要因を制約条件 (constraints) としてとらえ、他の制約条件をも考慮してその中で最善の戦略を採用するものと想定される。ここで分析の対象は競争優位性であり、企業業績はその一つの指標にすぎない。

これに対して、資源ベース理論では企業業績を決定する最も重要な要因は企業独自の資源や能力であるとし、それらはどのような条件を満たせばよいのか、どのようにしてそれらを開発するのかを論じる。このように考えると、資源ベース理論は経営戦略論に対立するというよりは、その要素の一つについて詳述したものに過ぎないともいえる。

一方、エージェンシー理論、特にコーポレート・ガバナンスのアプローチでは、企業は株主が経営者を使って利潤極大を実現する手段であるとみなす。すなわち企業業績を決定するのは株主の意図と経営者に対する影響力であり、経営者が実施する経営戦略は重要視されない。経営者は株主によって統制されなければ一様に自己の「保身」に走り、企業業績に対しては負の影響をもたらす存在とみなされている。これは経営者が実施する経営戦略の優劣が競争優位性を決定する要因であるとする経営戦略論の立場とは大いに異なる。

このように3つのアプローチの立場は程度の差こそあれ異なっている。本研究で分析モデルを設定するにあたっての基本的立場は、これらを相互排他的なものとはせず、すべてを含んだハイブリッド（混合）モデルの作成を目標にしようというものである。理由は、一般論として従属（被説明）変数がどれだけよく説明されるかは、独立（説明）変数の数に依存し、独立変数の数が多いほど良いとされるからである。ただし、ハイブリッド・モデルを設定するに当たっては、変数間に矛盾がないように、また全体として理論的に整合性が取れているように設定する必要があるのは論を待たない。以下では、企業業績を従属変数とし、一連の独立変数からなる分析モデルを想定し、

これらの独立変数を特定化することとする。

まず第1の独立変数は一般的競争戦略である。戦略タイプの分類方法については、マイルズとスノーの分類と、ポーターの分類があるが、後者を使用する。理由は、戦略タイプの測定方法が確立しており、多くの同種の研究で使用されているからである。この分類をめぐる唯一の議論は、コストリーダーシップ、差別化、焦点、の3つの一般戦略は相互に排他的か、それとも補完的か、についてであり、今日まで決着がついていない。本研究では後者の立場をとる。中国の大手証券会社の経営手法を観察して得られる断片的情報からは、コストリーダーシップと差別化の両方の戦略がとられているように見受けられる。また、中小の証券会社については限定的なマーケットを対象とする焦点戦略をとると同時に、コストまたは差別化の戦略をもっているように見受けられる。したがって、戦略要因はコストリーダーシップ、差別化、焦点、の3つのそれぞれの戦略の強さで測られる。

エージェンシー理論については、まずP-A関係であるが、中国証券企業においても株主のタイプによってモニターの意図に強弱があるように見受けられる。モニターの意図の強さが利益極大化（利潤動機）の強さに比例すると思われるが、強い方から民間法人株主、国家法人株主、国家株主となっているものと思われる。同様の認識からデリオスとウーは彼らの実証研究において全株式に占める法人株主比率をモニターの変数として使用した。本研究ではそれをさらに一步進めて、法人株主のうち民間法人株主比率を使用する。理由は国家法人（全額国有企業）株主の行動はどちらかといえば民間法人株主よりは国家株主に近いと考えられるからである。

次にP-P問題、特に大株主による小株主の収奪（expropriation）の問題であるが、デリオスとウーの実証研究でも報告されているように、これは中国証券業では働いていないように思われる。大手証券会社の株主構造からも明らかなように、全株式に占める国家及び国有企業株主の比率は民間法人株主に比べて圧倒的に高い。前述したように、彼等の利潤動機に基づくモニター意欲は概して低いため、彼らが所有する他企業の利益のために当該企業の利益を損なうような行動をとることは考えにくい。民間法人株主は自己の利益を守るためにモニタリングに力を入れることは考えられるが、それを超えて収奪を行うほど強い支配力を持っているとは思われない。したがって、この研究では「収奪」は変数としては採用しない。

外資（外国法人株主）は、前述したドーマ等の研究をはじめ多くの研究で資源ベース理論の立場から扱われている。すなわち、外国法人株主の持つ優れた経営ノウハウは競争優位の源泉になるという視点である。現在は外資との合併会社は7社に過ぎず、出資比率も33%に制限されている。しかし国際金融における中国の地位が上昇するにしたがって、WTOの目的とする「金融自由化」への国際圧力が強くなり、外資に対する様々な規制は緩和されるものと思われる。今後の研究の分析モデルには外資の

持ち株比率は有用な変数として取り入れたい。

資源ベース理論の立場から考えられるもう一つの変数は、上場・非上場の区別である。中国証券業で上場した会社が資金調達面で有利な立場にあることについてはすでに述べたが、これは一種の無形の「資産」と考えることができる。バーニーのいう「信頼」(trust)に相当する。上場企業であれば、取引先や顧客の信用は高く、資金調達だけでなく、マーケティングや営業面でも有利に働くのは想像に難くない。しかし上場会社の数は10社しかないためダミー変数として使用するのにはやや無理があるが、その数は今後急速に増加するものと思われるため、変数として採用したい。ただし、この変数は中国の証券業が発展途上にある間のみ有効な変数である。やがて大多数の企業が上場を終えた段階では「変数」としては作用しなくなる。

最後に中国固有の制度的要因として、社会主義市場経済体制の下での「政府の政策」を独立変数として取り入れたい。本来政府の政策は市場全体を対象として実施され、個別企業に対する影響は「中立的」である。しかし途上国においては、政府は往々にして個別企業の経営に関与しがちである。中国においては社会主義体制が維持されているので、この傾向は特に強い。証券業においては中国証券監督会の存在が重要である。この機関は証券会社の「格付け」などにとどまらず、個別企業の経営に関与しているようである。たとえば、前述したように証券会社は「創新類」と「規範類」に二分され経営不振に陥った後者に対しては多額の資金援助をしたことなどがあげられる。その他どのような関与があるのか、それが企業業績にプラスに働くのか、マイナスに働くのか、明らかではない。いずれにせよ、「創新類」と「規範類」とでは関与の内容が異なるものと思われる。したがって、これはダミー変数(0, 1)として扱うのが適切である。なお、現時点では評価中の企業もあるが、近い将来にはいずれかに分類されるため、二分法の尺度でよいと思われる。

独立変数は以上であるが、統制変数として、会社の規模及び事業年数を加える。以上の考察をまとめると、次ページ表6のとおりとなる。

以上のモデルを実証するために、107のすべての証券会社についてデータ収集を行う。3つの戦略変数については、アンケートを作成し一次的データを収集する。その他の変数については中国証券協会HP、中国証券監督管理委員会HP、証券各社のHP等から二次的データを収集する。分析に必要とされる統計的手法は、因子分析、重回帰分析、共分散構造分析等である。

表6：中国証券業の業績分析モデル

変 数	理論的根拠	予想される関係
(従属変数) 投下資本利益率 (ROA) 自己資本利益率 (ROE)		
(独立変数)		
コストリーダーシップ戦略	競争戦略論	+
差別化戦略	競争戦略論	+
焦点戦略	競争戦略論	+
民間法人株主比率	エージェンシー理論	+
外国法人部主比率	資源ベース理論	+
上場/非上場	資源ベース理論	+
政策要因：創新/規範	エージェンシー理論	?
(統制変数) 従業員数 設立年		

引用文献

(英語文献)

Barney, Jay B. 1997 Looking inside for competitive advantage. In Andrew Campbell and Kathleen Sommers Luchs (eds.), *Core competency-based strategy*. Boston: International Thomson Publishing Inc.

Bhagat, Sanjai & Bolton, Brian 2008 Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14 (3), 257-273.

Chaganti, Rajeswararao & Damanpour, Faribarz 1991 Institutional ownership, capital structure, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 12, 479-491.

Delios, A. & Wu, Z. 2005 Legal person ownership, diversification strategy, and firm profitability in China. *Journal of Management and Governance*, 9, 151-169.

Desarbo, W., Di Benedetto, C. A., Song, M. & Sinha, I. 2005 Revisiting the Miles and Snow strategic framework: Uncovering interrelationships between strategic types, capabilities, environmental uncertainty, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 26, 47-74.

Dess, Gregory G. & Davis, Peter S. 1984 Porter's (1980) generic strategies as determinants of strategic group membership and organizational performance. *Academy of Management Journal*, 27 (3), 467-488.

Douma, S., George, R. & Kabir, R. 2006 Foreign and domestic ownership, business groups

and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic Management Journal*, 27, 637-657.

Dharwadkar, R., George, G. & Brandes, P. 2000 Privatization in emerging economies: An agency theory perspective. *Academy of Management Review*, 25 (3), 650-669.

Eisenhardt, Kathleen M. 1989 Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14 (1), 57-74.

Kim, Linsu & Lim, Yooncheol 1988 Environment, generic strategies, and performance in a rapidly developing country: A taxonomic approach. *Academy of Management Journal*. 31 (4), 802-827.

Maher, Maria & Anderson, Thomas 1999 *Corporate governance: Effects on firm performance and economic growth*. OECD.

Miles, Raymond E., Snow, Charles C., Meyer, Alan D. & Coleman, Henry J. JR. 1978 Organizational strategy, structure, and process. *Academy of Management Review*, 3 (3), 546-562.

Porter, Michael E. 1980 *Competitive strategy*. New York: Free Press.

Porter, Michael E. 1985 *Competitive advantage*. New York: Free Press.

Sun, Q., Tong, W. H.S. & Tong, J. 2002 How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience. *Journal of Business & Accounting*. 29 (1) & (2), 1-27.

(中国語文献)

歩国旬 2008/5/27 A14頁 中国証券業発展新里程碑 中国証券報

何孝星・朱奇峰1999中国証券業重組模式及発展 <http://www.lw23.com/paper>

孔慶龍 2006/10/12中国証券業游戲怪圈 新財經

<http://news.cnfol.com/061013/101,1608,2324983,00.shtml>

中国証券協会主頁 <http://www.sac.net.cn/newcn/home/>

中国証券監督管理委員会主頁

<http://www.csrc.gov.cn/n575458/n776436/n804950/n827758/3287825.html>

中信証券会社 <http://www.cs.ecitic.com/main.jsp?menuId=176&level=3>

広発証券会社 <http://www.gf.com.cn/about/xxpl.jsp?menuId=8,2>

海通証券会社 http://www.htsec.com/htsec/cmstemplate/htsec_CN/jgxx/infoList.jsp

申銀万国証券 http://www.sywg.com/sywg/portal/portal_zjsjw_tzzgx_gdxx.html

中金国際金融 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/about/page2.htm>

瑞銀証券会社 <http://www.ubs.com/4/ubssecurities/company.html>

華欧国際証券 <http://www.cesl.com.cn/www/introduce.jsp>

海際大和証券 <http://www.dssc2004.com/>

瑞信方正証券 喬曉会, 瑞信方正証券中外股東(株主)談愿景, 2008/6/24, 財經網

<http://www.caijing.com.cn/2008-06-24>

中徳証券会社 徳意志銀行和山西証券獲批成立合弁証券会社, 2009/1/6, 搜狐財經
<http://news.sohu.com/20090106>
高盛高華証券 <http://www.gsgh.cn/financials/index.html>