

中国における報告利益管理の分析

姚 剛

1 はじめに

中国では、1990年に上海証券取引所、91年に深セン証券取引所が開設されて以来、上場企業数は急増し、代表的な株価指数である上海総合株式指数は2200まで大きく上昇した（2001年4月）。しかし、2001年以後、当該株価指数は中国経済の高成長にもかかわらず大きく下落している¹⁾。その理由のひとつとして会計情報への不信が挙げられており、その是正が中国の証券市場にとって緊急な課題となっている。市場の透明性が欠如し、多くの企業では報告利益の管理や操作が行われているようである。また、政府は、依然として社会主義市場経済の運営、特に株式市場の管理に重要な役割を果たしており、株式市場における諸政策の影響力は強い。そのなかでも、特に注目されているのは増資に関する規制であり、2001年以後においても、上場企業は増資資格を得るために平均6%以上の自己資本利益率を達成する必要がある。

そこで本稿では、中国市場における増資に関する規制に着目し、企業の利益管理行動を分析する。特に、日本企業の利益管理行動と比較を行い、中国企業の実態を解明する。本稿は中国企業における利益管理行動を取り上げ、その実態を証券市場の規制から説明した実証的研究である。

本稿の構成は以下の通りである。まず第2節では、中国の株式市場の特徴を概説する。第3節では先行研究を議論し、第4節では仮説を提起する。第5節ではサンプルと実証モデルを説明し、第6節では分析結果を提示する。最後に第7節では本稿の結論を述べる。

2 中国の株式市場の特徴

(1) 上場企業のファイナンス環境

中国の上場企業は歴史が浅く、規模も比較的小さく成長段階にある。これらの企業は成長

1) 2006年の後半から、中国の株式が高騰している。2007年2月末時点では、上海総合株式指数は3000前後で推移している。

のために資本を拡張する強烈的な意欲を持っており²⁾、経営者は設備投資資金を確保するために、積極的に資金調達を行う必要がある。

中国では、社債の発行については会社法に相当する「公司法」と「企業債権管理条例」に規定されている。しかし、株式に比べて社債の発行は手続きが複雑で、企業は、中国人民銀行、財務省そして国家計画委員会の3つの監督機関に対して手続きを行わなければならない。また、デフォルト（債務不履行）が頻発したことなどから投資家の信頼を失い、現在の債券市場は国債と政策金融機関が発行する金融債など、信用が高いものを中心となっている。さらに、数少ない社債発行の許可については、上場企業よりも非上場企業が優先されている。Haw et al. (2005)によると、1993年から1997年までの間で社債の発行を許可された上場企業は1社しかなかった。したがって、上場会社にとっては、社債発行による資金調達は極めて難しいことになっている。

社債発行以外の資金調達手段は、銀行からの借入と株式市場における新株発行である。現在でも、企業の資金調達における銀行借入の比重は大きく、2000年の中国国内資金フローの統計によれば、企業の資金調達額に占める借入金の割合は約6割となっている。この借入の大部分は四大国有商業銀行を介したものであるが、現在、国有商業銀行は多額の不良債権を抱えている。2001年、中国人民銀行は、国有商業銀行の不良債権総額が1.8兆円で、貸し出し全体の約25%を占めていると公表した（井上、2002、P42）。国有銀行は、貸し出しの信用評価体制の整備や新規の不良債権発生に対する責任の明確化などの対策を講じ、不良債権の新規発生を減少させようとしている。こうした不良債権対策が銀行の貸し出し行動に大きな影響をもたらしている。銀行は相対的にリスクのある新規融資に対して慎重で、国有企業や中小企業に対しては貸し渋りに近い状況が生じている（井上、2002、P42）。

間接金融が不良債権によって足かせがはめられているのに対して、1990年代に導入された株式市場の発展は目覚ましいものがある。上場企業の経営者にとって、株式市場における増資は非常に重要な資金調達手段となっている。また、刘その他（2004）によると、中国企業は調達手段を選択する際に、外部からの調達、特に市場からの資金調達を優先している。その理由としては、コーポレート・ガバナンスの不備や資金調達コストの差異などを挙げている³⁾。

(2) 株式市場の発展と増資資格

1990年12月に上海、91年4月に深センで、証券取引所が開設された。証券市場が開設されて間もない91年末時点では、上場企業数は両市場合計でわずか14社、時価総額は29億元であり、国内総生産（GDP）の0.13%に過ぎなかった。しかし、97年には銘柄数が745銘柄に達

2) 川井（2001）参照。

3) 陆・叶（2004）は中国企業の資本調達コストを比較している。これらの研究によると、中国では証券市場からの資金調達は銀行の借入れに比べて資本コストが低い。

し、時価総額も1兆7,529億元（97年GDP比20%）に急増した。その後も、市場規模の拡大が続き、2001年3月末時点での株式時価総額は上海市場では2兆9,400億元、深セン市場では2兆1,654億元となっている。両市場を合わせると、香港市場を上回り、日本に次ぐアジア第二の市場規模となっている。中国証券市場は開設わずか10年で急成長を果し、中国における金融市場において重要な役割を担っている。

中国政府は過去20年間企業の経営から距離を置くように努めてきたが、依然として社会主義市場経済の運営に重要な役割を果している。中国政府の株式市場における影響力は強く、当該株式市場は多くの「中国的特質」を持っている⁴⁾。第一に、政府は毎年上場企業数について計画を立て、その計画に従って企業の選別を行っている。国家計画委員会と証券監督管理委員会は調達資金の総額を決定し、その割当額を関連省庁および省・地方政府に配分する。上場するにあたって、選別された企業は証券監督管理委員会からの認可を得る必要がある。第二に、新規上場株式の発行価格も政府の支配下に置かれている。新規株式発行の成功および国有企業の資本調達を保証するため、政府と証券監督管理委員会は、新規上場株式の発行価格は直近3年間の税引後利益の15倍を超えてはならないルールを設定している。第三に、中国証券監督管理委員会（CSRC）は効率的な資源配分という観点から、業績の良い企業にしか増資の資格を与えない政策をとっている。そこでは、業績判断の基準としてROE（自己資本利益率）⁵⁾が使われている。この増資基準は1993年12月に導入され、直近2年間において連続黒字であることが要求されている。しかし、当時のほとんどの企業はこの条件を満たしていたので、CSRCは94年と96年を二回に渡って基準を変更し、増資条件を厳しく設定した。その後、増資に関する粉飾決算が多発していることを受け、CSRCはこの増資条件を修正した。現在は2001年に設定された直近3年間のROEが平均で6%以上という増資条件になっている。

3 先行研究

近年、中国企業の利益管理行動は注目され、それに関する研究も進んでいる⁶⁾。

李（2000）は、増資条件が変更する場合における上場企業のROEの変化について研究を行っている。表1で示しているように、1999年において増資条件は緩和されている。それまでは、

4) 川井（2000）、胡（2003）参照。本稿で紹介していないが、中国企業のもう一つの特徴として株式所有構造によって、株式市場が分断されていることが挙げられる。株式が国家株、法人株、従業員株、個人株に区分され、このうち取引所に上場されて売買が行われるのは個人株のみで、その比率は全体の4割にも満たない（川井、2000）。さらに、自由に売買できる個人株は、国内居住者用（A株）と外国人用（B株）に分かれ、そして香港で上場する株式（H株）というように市場が分割されている。

5) 増資条件として期中平均ROEを用いている。本文中のROEはすべて期中平均ROEとなっている。

6) 非常に少ないが、日本においても中国会計に関する実証研究が行われている。例えば胡（2003）等がある。

表1 中国上場企業の増資条件

	増資条件
1993年	直近2年間で連続黒字
1994年	直近3年間のROE（自己資本利益率）が平均で10%以上
1996年	直近3年間のROEが10%以上
1999年	直近3年間のROEが平均で10%以上、ただし、各年のROEは6%以上
2001年	直近3年間のROEが平均で6%以上

（出所：鹿小楠、溥浩（2002）「中国上市公司財務造假問題研究」www.sse.com.cn）

ROEが3年間毎年10%以上であったが、平均10%以上に変更された。この条件変更が中国企業のROEに与えた影響は、97年以後のROE分布状況に現れている。1997年と1998年においては、企業はROEが10%以上11%未満の範囲に特に集中している。しかし、99年では、企業は6%以上から10%未満の範囲に分散し、6～7%と10～11%の範囲に比較的集中している。李の結果は、増資条件をクリアするために、経営者がROEを操作した可能性が強いことを示している。

またChen and Yuan（2004）は、1996年から1998年までのデータを用いて、企業の利益管理と中国証券監督管理委員会（CSRC）の増資許可との関係を分析している。彼らは営業外利益⁷⁾がよく利益管理手段に利用されることに注目し、営業外利益を利益管理の尺度として分析を行っている。96、97年においてはCSRCは利益管理行動に注目していなかったが、98年以後、増資資格をめぐる粉飾決算が多発していることを受け、CSRCは企業の利益管理行動を警戒し始め、異常な営業外利益を計上した企業に対して審査が厳しくなったとしている。

また、陈その他（2000）は、企業の利益管理額と報告利益との関係を分析している。彼らは上場企業をROEの水準によって三つのグループに分類し、発生項目（TA）との関連性を分析している。その結果、報告利益が増資条件の10%をわずかに上回った企業グループだけがTAと正の関連性を持っていることを判明し、中国企業は増資条件をクリアするために利益管理行動を行っている可能性があることを明らかにしている。

先行研究として以上の3つの論文があげられる。しかし、李（2000）はROEの変化だけを分析し、企業の利益管理の測定は行っていない。Chen and Yuan（2004）は利益管理行動とCSRCの許可の関係を分析するために、営業外利益を利益管理の尺度として用いているが、最近の会計研究で分析されている裁量的発生項目の測定を行っていない。また、陈その他（2000）はTAとの関係を分析しており、同様に裁量的な会計行動を直接検定してはいない。さらに、1996年前後の変更について企業の変化を見ているが、条件の変更がどのように影響したか明らか

7) 中国会計基準では、「特別損益」は「営業外収支」項目に含まれている（財政部会計司（2001）参照）。

かにしていない。本稿では、以上の問題点を解決して、中国上場企業の利益管理について分析する。

4 仮 説

前述の通り中国の上場企業は強い成長意欲を持っており、設備投資資金を確保する必要がある。しかし、そのためには、厳しい増資条件を満たさなければならない。現行基準では、企業の直近3年間のROEが平均6%を下回る場合、当該企業は増資を行うことができない⁸⁾。増資資格を確保するために、企業の業績を一定の水準までに維持することが経営者にとって重要な課題になっている。上場企業は利益管理行動を行うインセンティブを持っており、報告利益を操作する可能性がある。増資条件(ROE6%)に到達していない企業は、利益を増加させようとするのに対して、すでに増資条件をクリアしている企業は、将来に備えて利益を減少させようとすると考えられる。こうした利益の管理は発生項目を通して行われると考えられる。増資条件との関係から、条件を境に、企業は対照的な利益管理行動を採ると考えられ、次の仮説を提起する。

仮説1：増資条件をクリアしていない企業は利益を増やす利益管理行動を行うのに対して、クリアした企業は利益を減らす利益管理行動を行う。

前節で述べたように2001年において増資条件は緩和された(平均10%から平均6%へ)。増資条件のROEに基づいて企業が利益管理を行っていると仮定した場合、条件の変更によって企業の行動が変化すると考えられる。その為、増資条件の緩和によって利益の増減に関する境界点が下がると考えられる。そこで次の仮説を提起する。

仮説2：2001年の増資条件の緩和によって、企業の利益管理に関する増減の境界点は低くなっている。

5 サンプルと検証モデル

(1) サンプル

2001年に増資条件が緩和され、ROE10%から6%に変更された。この条件変更の影響を捉えるために、本稿は変更前後の2000年と2002年を研究対象として分析している。サンプルは、上海と深センの両証券取引所で上場しているすべての企業(金融保険業を除く)を対象として

8) 川井(2001)は中国企業の配当政策を分析しており、中国企業は増資資格を確保するために、現金配当を増やし、株主資本の増加を抑えることによってROEを増加させる傾向があることを明らかにしている。

いる。2000年と2002年末時点の上場企業数はそれぞれ1,088社と1,243社あり、この中で次の条件に該当する企業を抽出している。

- ①特別指定銘柄企業（ST企業）⁹⁾ではない
- ②債務超過ではない
- ③分析に必要なデータが入手可能である

その結果、サンプル数は765社（2000年）と989社（2002年）になった。企業の財務データは、北京大学中国経済研究センターの開発したCCERデータベースから収集している。

(2) 利益管理の測定

本稿では、増資条件に関連する中国企業の利益管理行動を分析するため、裁量的発生項目（DA）を推定する。特別損益を利用した利益管理行動も配慮すべく、より包括的に中国企業の利益管理行動を捉えるために、当期純利益と営業キャッシュフローの差額を発生項目（TA）とする（1式）。この発生項目は企業の裁量によって操作可能な部分の裁量的発生項目（DA）とそれ以外の非裁量的発生項目（NA）に分解することができる（2式）。

$$\text{発生項目 (TA)} = \text{当期純利益} - \text{営業キャッシュフロー} \quad (1)$$

$$\text{発生項目 (TA)} = \text{裁量的発生項目 (DA)} + \text{非裁量的発生項目 (NA)} \quad (2)$$

Jones (1991) や Dechow (1994) で議論されたように、非裁量的発生項目は営業水準等から決定されると仮定し、売上の増加額から売上債権の増加額を差引いた金額と償却性固定資産を説明変数として用いている。また、TAは営業キャッシュフローの増加と負の関係があることを考慮し、本稿では Kasznik (1999)¹⁰⁾ に倣い、コントロール変数として営業キャッシュフローの増加額を追加して分析を行っている（3式）。この3式の推定は、年度一産業別に回帰分析によって行っている。産業はCSRCの定めた基準に従い、サンプルを17産業に分類した。この3式を推定した結果、得られた理論値をNAとし、TAとの差額を計算してDAを求めている。

9) 中国株式市場にはST (Special Treatment) 制度といった独特の仕組みがある。次の二つの条件のうちどちらかを満たした銘柄に適用される制度であり、ST銘柄に指定されると値幅制限が±5%になる。また、3年連続で赤字になると取引停止となり、さらに半年後の中間決算でも黒字化できない場合は上場廃止となる。

1. 上場企業が2年連続で赤字となった場合
2. 1株あたりの純資産が1元を下回った場合

10) 裁量的発生項目の研究はHealy (1985)をはじめとして行われ、特にJones (1991)の推定モデルを中心に行われている。また、Subramanyan (1996)はJonesモデルについて時系列とクロスセクションの比較を行っている。

$$\begin{aligned}
 \text{発生項目 (TA) / 総資産} &= \alpha + \beta 1(\Delta \text{売上高} - \Delta \text{売上債権}) / \text{総資産} \\
 &+ \beta 2 \text{償却性固定資産} / \text{総資産} \\
 &+ \beta 3 \Delta \text{営業キャッシュ・フロー} / \text{総資産} + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

6 分析結果と検定

(1) 分析結果

主たる分析に先だち、中国企業の特徴を解明するために、日中企業の財務指標の比較を行う¹¹⁾。表2は、中国企業と日本企業の財務指標について示している。総資産の平均値を見ると、中国では2,655百万元、日本では462,482百万円である。1元=14円で換算すると中国は37,170百万円であり、日本企業の方が規模は大きい。売上高についても同様に日本企業の方が大きくなっている。利益率を見ると、ROAとROEでは中国企業の方が高くなっているが、総資産営業キャッシュフロー率や営業利益率ではほとんど変わらない。負債比率では、中国企業の平均値は約50%であり、日本企業よりも低くなっている。そして、裁量的発生項目(DA)の絶対値では、中国企業は日本企業の約3倍であり、日本企業に比べて中国企業はより積極的に利益管理行動を行っている可能性が高い。

次に、本稿の仮説を検証するため、中国企業のDA(対自己資本)の分布を詳しく分析する。

表2 財務比率の日中比較(2002年)

	中国		日本	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差
総資産	2,665	12,167	462,482	1,357,584
売上高	1,676	10,562	371,238	1,148,767
ROA	0.0261	0.0458	0.0049	0.2564
ROE	0.0479	0.0934	-0.0009	0.1407
負債比率	0.5045	0.5287	0.5962	0.2449
総資産CFO率	0.0528	0.0834	0.0465	0.0623
総資産営業利益率	0.0216	0.0811	0.0337	0.0504
DA /総資産	0.1353	0.7717	0.0506	0.2541
DA /自己資本	0.3039	1.6327	0.1139	3.4659

注：総資産と売上高の単位は百万元(中国)、百万円(日本)である

11) 日本企業のサンプルは、金融保険業を除く東京証券取引所一部上場企業のうち、次の条件に該当する企業を抽出して構成している。

① 2002年3月の連結決算である、②債務超過ではない、③分析に必要なデータが入手可能である。

財務データは日経NEEDS財務データ(CD-ROM一般事業会社版)から収集している。抽出の結果、サンプル数は1193社となった。

ここでは、まず DA を計上する前の管理前利益について分析している。増資条件の ROE が 3 年平均 10% であった 2000 年を分析した表 3 を見ると、管理前 ROE が 8% 以上の企業では、DA は負の平均値となっている。そして、ROE が 8% 以下の企業の DA は正の平均値となっている。すなわち、増資条件をクリアしている企業は、利益平準化などの観点から利益減少的な利益管理を行っているのに対して、増資条件をクリアしていない企業は、増資資格を獲得するために利益増加的な利益管理を行っている。2001 年に増資条件は緩和され、ROE10% から 6% に変更された。表 3 には条件変更後の 2002 年の DA の平均値も示されている。DA の符号は ROE4% を境に全く反対になっている。ROE4% 以上の企業の DA はマイナスであるのに対して、ROE4% 以下の企業では DA がプラスになっている。2000 年の結果と比べると、DA の符号の変更点は増資条件の変更に沿うように 8% から 4% に下がっている。

表 4 は、2000 年と 2002 年の利益管理後 ROE ごとの DA の平均値を示している¹²⁾。利益管理前の結果（表 3）に比べて、DA の符号はばらついている。そして、利益率の高い企業では、DA は正の平均値になっているのに対して、赤字企業¹³⁾では DA は負の平均値になっている。この結果は中国企業における利益管理が非常に大きいことを示している¹⁴⁾。

表 3 管理前の利益水準と DA (中国)

管理前ROE	DA/自己資本 (2000年)				DA/自己資本 (2002年)			
	平均値	標準偏差	t 値	標本数	平均値	標準偏差	t 値	標本数
20%以上	-0.1974	0.1605	-8.238	133	-0.2203	0.1381	12.239	118
15%~20%	-0.0692	0.1303	-3.203	72	-0.0831	0.0478	-7.303	77
10%~15%	-0.0329	0.0526	-2.923	114	-0.0586	0.0634	-5.295	131
8%~10%	-0.0087	0.0403	—	51	-0.0325	0.1091	-1.722	67
6%~8%	0.0157	0.0514	2.716	54	-0.0039	0.0571	0.075	73
4%~6%	0.0368	0.0504	4.929	48	-0.0048	0.0808	—	75
2%~4%	0.0203	0.1017	1.914	59	0.0192	0.0687	1.923	71
0%~2%	0.0433	0.0917	3.733	56	0.0294	0.0556	2.894	63
-5%~0%	0.0793	0.0823	1.927	83	0.0435	0.0727	4.315	119
-10%~-5%	0.1491	0.0812	12.532	34	0.0756	0.1225	4.831	81
-20%~-10%	0.1557	0.2054	5.236	39	0.1394	0.1298	7.972	60
-20%以下	0.3375	0.2275	10.575	21	0.4623	0.3763	10.427	52

注：管理前ROE = (当期純利益 - DA) / 自己資本

t 値：(8%~10%) と各グループの平均値の差を検定している (2000年)。

(4%~6%) と各グループの平均値の差を検定している (2002年)。

12) 本稿で取り上げなかったが、中国企業のサンプルについて 1998 年から 2004 年までを分析している。2000 年と 2002 年の結果と同じく、各年 DA の平均値は増資条件の近辺で大きく変化している。

13) 陸 (1999) や周 (2004) 等は連続赤字となった中国企業を分析している。彼らの研究によると、ST 制度を配慮して中国企業は連続赤字を回避しようと利益管理を行っている。

表4 管理後の利益水準とDA (中国)

管理後ROE	DA/自己資本 (2000年)				DA/自己資本 (2002年)			
	平均値	標準偏差	t 値	標本数	平均値	標準偏差	t 値	標本数
20%以上	0.0537	0.2595	1.658	38	-0.0953	0.2841	-3.192	18
15%~20%	0.0126	0.1562	0.621	42	0.0081	0.2169	0.854	39
10%~15%	0.0164	0.1322	1.335	204	0.0355	0.2194	0.159	134
8%~10%	-0.0059	0.1703	——	126	0.0138	0.1709	0.907	94
6%~8%	0.0021	0.1163	0.474	163	-0.0097	0.1311	-2.774	216
4%~6%	0.0117	0.1226	0.568	37	0.0329	0.1252	——	105
2%~4%	-0.0024	0.1221	0.143	61	0.0161	0.1385	-0.999	154
0%~2%	-0.0436	0.1131	-1.533	60	0.0173	0.2085	-0.686	153
-5%~0%	0.0315	0.1543	0.484	5	-0.0119	0.2065	-1.055	11
-10%~-5%	-0.0657	0.0329	-0.494	2	-0.0144	0.1518	-1.296	14
-20%~-10%	-0.1442	0.2144	-2.527	11	-0.0526	0.1239	-2.884	21
-20%以下	-0.4025	0.3432	-7.452	15	-0.2031	0.4228	-4.997	28

注：管理後ROE = 当期純利益/自己資本

表5には、日本企業の管理前ROEと管理後ROEについてのDAの分布が表示されている¹⁵⁾。好業績の企業（管理前ROEが8%以上）では、DAは負の平均値となっている。この結果は、日本企業の利益平準化行動を示していると考えられる。また、管理前利益がマイナスの企業においては、DAは正の平均値となっている。これは、日本では赤字を回避するために利益管理を行っていることを示している。好業績と赤字企業の間にある企業のDAの符号はばらついており、DAの大きさも小さくなっている。この範囲にある企業は、利益管理を行うインセンティブは比較的に少ないと考えられる。表5には、日本企業の管理後ROEごとのDAも示されている。中国企業と同様に、利益率の高い企業では、DAは正の平均値になっているのに対して、赤字企業ではDAは負の平均値になっている。この結果は、日本企業においても報告利益を大きく変える利益操作が行われていることを示唆している。

14) 本稿で紹介していないが、JonesモデルとSubramanyamモデルを用いて分析した結果は、本稿で紹介したKasznikモデルの結果と一致している。また、各モデルで推定されたDA/総資産の標準偏差については大きな変化がなく、Kasznikモデルが中国市場の分析における使用は、妥当性があると考えられる。(Jonesモデル：0.0917, Subramanyamモデル：0.0597, Kasznikモデル：0.0725)

15) 日本ではキャッシュフロー計算書の開示は2000年から開始しているため、公表されたCFOを用いた計算は2001年から可能となる。

表5 管理前と管理後の利益水準とDA（日本，2002年）

管理前ROE	DA/自己資本			管理前ROE	DA/自己資本		
	平均値	標準偏差	標本数		平均値	標準偏差	標本数
20%以上	-0.5706	1.6747	141	20%以上	0.0226	0.8736	92
15%～20%	-0.0795	0.1199	62	15%～20%	0.0792	0.1397	69
10%～15%	-0.0413	0.3361	136	10%～15%	0.0479	0.2006	152
8%～10%	-0.0111	0.0808	77	8%～10%	0.0336	0.1748	88
6%～8%	0.0149	0.1347	79	6%～8%	0.0022	0.1429	113
4%～6%	-0.0142	0.0889	103	4%～6%	0.0006	0.1602	106
2%～4%	0.0236	0.1791	107	2%～4%	-0.0058	0.1843	123
0%～2%	-0.0313	0.1872	66	0%～2%	-0.0257	0.2002	77
-5%～0%	0.0156	0.1248	131	-5%～0%	0.0023	0.1991	90
-10%～-5%	0.0389	0.2472	79	-10%～-5%	-0.0602	0.1961	67
-20%～-10%	0.0157	0.2571	89	-20%～-10%	0.0262	0.8562	76
-20%以下	0.3432	0.9554	118	-20%以下	-0.2544	0.3786	125

(2) 回帰分析による追加的分析

前述の通り中国企業の利益管理行動は増資規制に強く影響され、DAの符号は増資条件を境に変化している。しかし、DAの平均値を分析し、t値による検定を行っているだけでは十分とは言えない。そこで、以下の推定モデルを用いて回帰分析を行う。

$$DA/自己資本 = C0 + C1UNDER3 + C2ROE38 + C3ROE1015 + C4OVER15 + C5 総資産 + C6 負債比率 + \varepsilon \quad (4)$$

$$DA/自己資本 = C0 + C1DEFICIT + C2ROE04 + C3ROE610 + C4OVER10 + C5 総資産 + C6 負債比率 + \varepsilon \quad (5)$$

表3で示したDAの符号の変化区域を基準に管理前ROEを5つのグループに分類し、4つのダミー変数を説明変数として用いる。2000年では、DAの符号は管理前ROEが8%～10%の区域を境に変化しているので、(4)式を用いて回帰分析を行う。UNDER3は、管理前ROEが3%以下の企業を1とし、それ以外の企業を0としている。ROE38は、管理前ROEが3%～8%の区域にある企業を1とし、それ以外の企業を0としている。ROE1015は、管理前ROEが10%～15%の区域にある企業を1とし、それ以外の企業を0としている。OVER15は、管理前ROEが15%を超えた企業を1とするダミー変数である。企業規模と財務能力の影響を考慮し¹⁶⁾、コントロール変数として総資産（期首データ）と負債比率を用いている。表6は、回帰分析の結果を示している。2000年においてはUNDER3とROE38の係数は正となり、

表6 追加的回帰分析

	2000年		2002年		
	係数	t 値	係数	t 値	
定数項	0.0047	0.255	定数項	-0.0284	-1.542
UNDER3	0.1218	6.307	DEFICIT	0.1340	6.744
ROE38	0.0314	1.516	ROE04	0.0292	1.318
ROE1015	-0.0233	-1.099	ROE610	-0.0173	-0.787
OVER15	-0.1349	-6.742	OVER10	-0.1259	-6.379
総資産	0.0000	1.532	総資産	0.0000	-0.113
負債比率	-0.0235	-4.017	負債比率	0.0266	4.756
Adjusted R-squared		0.4022			0.3320
F 値		86.5658			82.6758
確率 (F 値)		0.000			0.000
サンプル数		764			987

注：

UNDER3：管理前ROEが3%以下の企業を1とし、それ以外の企業を0とする。

ROE38：管理前ROEが3%～8%の区域にある企業を1とし、それ以外の企業を0とする。

ROE1015：管理前ROEが10%～15%の区域にある企業を1とし、それ以外の企業を0とする。

OVER15：管理前ROEが15%を超えた企業を1とし、それ以外の企業を0とする。

DEFICIT：管理前ROEが赤字の企業を1とし、それ以外の企業を0とする。

ROE04：管理前ROEが0%～4%の区域にある企業を1とし、それ以外の企業を0とする。

ROE610：管理前ROEが6%～10%の区域にある企業を1とし、それ以外の企業を0とする。

OVER10：管理前ROEが10%を超えた企業を1とし、それ以外の企業を0とする。

係数は有意となっている。この範囲にある増資条件を満たしていない企業はプラスの利益管理行動を行っている。そして、ROE1015とOVER15の係数は負となり、特にOVER15の係数は有意となっている¹⁷⁾。増資条件を超えた企業はマイナスの利益管理を行っている。表6の右段にある2002年の分析（5式の推定）においても、同様な結果が得られている¹⁸⁾。

7 結 語

本稿では、Kasznik (1999) の修正 Jones Δ CFO モデルを用いて裁量的発生項目 (DA) を推定し、中国企業における利益管理行動を株式市場の増資規制から分析した。増資資格を得るため

16) 企業の報告利益管理行動は規模や財務能力と関係すると考えられている (Jaggi and Leung (2003) 参照)。

17) 増資条件をわずかに上回ったグループの係数の有意性は確認できなかった。それは、過去3年間の平均値が増資条件に使われていることの影響と考えられる。

18) 追加検証には別に、2000年に割当増資を実施した企業を分析した結果、利益管理行動は増資条件に強く影響されることが判明した。また、2002年において株価の暴落により、増資を行った企業数は激減したが、将来の増資資格を確保するために利益管理行動は継続的に行われていると考えられる。

に、中国企業は一定以上の自己資本利益率を達成する必要がある。DAの分布を分析した結果、増資条件に到達していない企業は利益を増加させようとDAがプラスになっているのに対して、すでに増資条件をクリアしている企業は、将来に備えて利益を減少させようとDAがマイナスになっている。また、2000年と2002年のDAを比較したところ、DAの符号の変更点は8%~10%の区域から4%~6%の区域に下がり、企業は増資条件の変更に合わせて利益管理行動を変化させていると考えられる。これらの結果は、中国の上場企業が増資条件をクリアするために利益管理行動を行っていることを示している。

日中企業の比較を行った結果、DAの大きさを比較すると、中国は日本の約3倍であり、中国では利益管理行動がより積極的に行われていることが判明した。同じ時期(2002年)の日中企業のDAを比較すると、業績の良い企業と赤字企業では、両国企業のDAの符号は同じで、利益管理行動が類似している。すなわち、業績の良い企業は報告利益を減少し、業績の良くない企業は利益を増加する利益管理を行っている。しかし、それ以外の中間の企業では結果が異なっている。日本では、中間に属する企業はDAの符号がばらついており、これらの企業はあまり利益管理を行っていないと考えられる。一方、中国企業のDAは増資条件を境に明確に変わり、中国証券監督管理委員会(CSRC)による増資基準が中国企業の利益管理行動に大きな影響を与えていることを示している。

参考文献

英語文献

- Chen, K. C. W. and H. Yuan. (2004), Earnings Management and Capital Resource Allocation: Evidence from China's Accounting-Based Regulation of Rights Issues, *Accounting Review*, Vol. 79, No. 3, pp. 645-665.
- Dechow, P. M. (1994), Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, No. 1, pp. 3-42.
- Haw, I., D. Qi, D. Wu, and W. Wu. (2005), Market Consequences of Earnings Management in Response to Security Regulations in China, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 22, Issue 1, pp. 95-140.
- Healy, P. (1985), The Effect of Bonus Schemes on the Selection of Accounting Principles, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, No. 1-3,

pp. 85-107.

- Jaggi, B and S. Leung. (2003), Choice of Accounting Method for Valuation of Investment Securities: Evidence from Hong Kong Firms, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 14 Issue 2, pp. 115-145.
- Jones, J. (1991), Earning Management during Import Relief Investigation, *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, pp. 193-228.
- Kaszniak, R. (1999), On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management, *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 1, pp. 57-81.
- Subramanyam, K. R. (1996), The Pricing of Discretionary Accruals, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, No. 1-3, pp. 249-281.

中国語文献

- 财政部会计司 (2001) 『企业会计制度讲解』中国财政

- 经济出版社.
- 陈·小锐·过晓燕·肖星 (2000) 「配股权与上市公司利润操纵」『经济研究』2000年第1期, pp. 30-39.
- 李卫民 (2000) 「上市公司: 6% ROE 现象透视」『上市公司』第6期.
- 刘星·魏锋·詹宇·Benjamin Y. Tai (2004) 「我国上市公司融资顺序的实证研究」『会计研究』2004年第6期, pp. 66-77.
- 鹿小楠·溥浩 (2002) 「中国上市公司财务造假问题研究」www.sse.com.cn.
- 陆建桥 (1999) 「中国亏损上市公司盈余管理实证研究」『会计研究』1999年第9期, pp. 25-35.
- 陆正飞·叶康涛 (2004) 「中国上市公司股权融资偏好解析」『经济研究』2004年第4期, pp. 50-59.
- 徐浩萍 (2004) 「会计盈余管理与独立审计质量」『会计研究』2004年第1期, pp. 44-49.
- 周晓苏 (2004) 「基于关联规则分析的微利企业利润质量评价研究」『会计研究』2004年第2期, pp. 52-57.
- 日本語文献
- 井上武 (2002) 「新しい段階を迎える中国の企業金融」『知的資産創造』2002年6月号, pp. 40 - 49.
- 川井伸一 (2000) 「中国上場企業の所有構造」『愛知経営論集』第142号, pp. 1 - 30.
- 川井伸一 (2001) 「中国上場企業における配当と株主利益」『愛知経営論集』第144号, pp. 1-29.
- 川井伸一 (2002) 「中国の株式会社におけるインサイダー・コントロール」『愛知経営論集』第145号, pp. 37-72.
- 胡丹 (2003) 「国際会計基準に基づく財務情報の価値関連性—上海証券取引所で上場した企業からの実証的証拠」『会計プロGRESS』第4号, pp. 71-84.
- 謝少敏 (1997) 『中国の企業会計制度』創成社.
- 中央監査法人編 (2000) 『中国会計監査基準』中央経済社.
- 水野一郎 (2004) 「現代中国会計制度の動向と特徴」『会計』第166巻第5号, pp. 100-111.

(2007年8月7日受領)