



香港城市大學  
City University  
of Hong Kong

中國會計學  
China Journal of  
Accounting Research



中山大學  
SUN YAT-SEN UNIVERSITY

## *Summer Research Workshop 2009*

*24-25 July 2009*

Title: 应收账款坏账准备、未来会计盈余与股票投资回报

Presented by: Mr Jigao Zhu  
Peking University

Discussant: Dr Donghui Wu  
Hong Kong Polytechnic University

FOR THIS WORKSHOP ONLY  
DO NOT QUOTE  
DO NOT CIRCULATE

## 应收账款坏账准备、未来会计盈余与股票投资回报\*

祝继高 姜国华

(北京大学光华管理学院 100871)

通讯作者： 祝继高，北京大学光华管理学院会计系博士生

地址：北京市海淀区北京大学燕园 30-226

电话：13699186092, 010-62761925

电子邮件：zhujigao@gmail.com

---

\* 作者感谢北京大学张然教授、中国人民大学叶康涛博士、上海财经大学牛建军博士在论文写作中给予的帮助，感谢北京大学会计论坛参加者的建议。本文由国家自然科学基金重点资助项目“产权保护导向的会计研究”（项目批准号：70532002）和国家自然科学基金青年科学基金项目“会计准则变更、企业行为选择与证券市场反应”（项目批准号：70802003）资助。

## 应收账款坏账准备、未来会计盈余与股票投资回报

**摘要：**已有的研究表明，投资者不能完全识别会计盈余项目所传递的企业价值信息。本文以应收账款坏账准备为研究对象，分析投资者能否识别应收账款坏账准备中关于未来盈余的信息。论文发现，两年以上应收账款坏账准备计提比例高的公司未来的会计盈余显著提高，而计提比例低的公司未来的会计盈余显著降低。在此基础上，论文构建了一个买入前者股票，卖空后者股票的对冲策略，该对冲策略在未来两年内可获得平均每年 5.35% 的超额回报。因此，论文认为投资者不能完全识别应收账款坏账准备所包含的企业价值信息。

**关键词：**应收账款坏账准备、会计盈余、股票投资回报

## The Provisions for Bad Debts, Future Earnings and Stock Returns

**Abstract:** Prior studies found that investors often fail to fully incorporate value-relevant information of earnings and earnings components in pricing stocks. In this study, we investigate whether provisions for bad debts are properly priced by investors. Companies with higher provisions for account receivables over one-year-old enjoy higher future earnings growth, while those with lower provisions suffer lower earnings growth. Investors seem not fully understand this causality. A trading strategy long in stocks with higher provisions and short in stocks with lower provisions generate an annual abnormal return of 5.35% in two future years, consistent with investors unable to fully price earnings components induced by provisions for bad debts.

**Key words:** The Provisions for Bad Debts; Accounting Performance; Stock Returns

## 一、引言

应收账款坏账准备是应收账款的备抵账户，是对未来可能发生的应收账款回收损失的一种预计。计提坏账准备反映了会计的配比原则和谨慎性原则。应收账款坏账准备计提比例的高低能在一定程度上衡量应收账款质量的好坏以及会计盈余质量的高低。同时，计提坏账准备，不仅受到企业真实经济因素的影响，还受到管理层主观因素的影响，即坏账准备不仅体现了企业应收账款的质量，还受到企业管理层经营管理决策的影响。因此，计提动机的不同又进一步增加了投资者正确理解坏账准备价值含义的难度。

从 2000 年到 2004 年，我国上市公司应收账款占销售收入的平均比例为 13.4%，坏账计提占应收账款余额的平均水平为 12.7%，平均每家上市公司计提的应收账款坏账准备为 2400 万元。因此，坏账费用对企业盈余有着较大的影响。基于此，本文的目的是研究应收账款坏账准备提取上的差异是否影响企业未来的盈余，以及投资者是否能够充分理解这种影响，并正确评估股票的价值。

已有的研究表明，股票价格并不能充分反映所有公开的会计信息，尤其是盈余中包含的企业价值信息(Ou and Penman, 1989; Bernard and Thomas, 1990)。“功能锁定”假说认为，投资者往往简单地依赖盈余总量来判断企业的价值，而忽视盈余的时间序列特征(如均值回转)和盈余构成对企业价值的影响(Sloan, 1996)。

当投资者不能充分、正确地理解会计信息对企业价值的影响时，证券市场上往往出现对企业股票的错误定价。表现在股票回报上，价值被高估的股票未来回报会比较低，而价值被低估的股票未来回报会比较高。所以，利用错误定价的投资策略研究往往通过买入价值被低估的股票、卖空价值被高估的股票(对冲策略)来检验市场是否能够正确理解会计信息的价值含义(Sloan, 1996)。如果对冲策

略可以取得超额投资回报，则表明市场在会计信息披露时没有完全理解这些信息的价值含义。

以前的一些研究表明在我国证券市场上，股票价格不能充分反映会计信息的价值含量的情况同样存在。例如，许健、魏训平(2004)指出每股市价与每股销售收入的比值在中国股票市场上也具有显著的投资回报区分功能。姜国华、岳衡(2005)发现，投资者对大股东占用上市公司资金的问题反应不足，没有充分认识到占款对上市公司价值的负面影响。李远鹏、牛建军(2007)在控制了亏损公司以后，采用 Sloan(1996)的投资策略取得了 9% 的超额回报。

但是，迄今为止，以我国上市公司会计信息披露为对象，研究投资者是否正确理解会计信息价值含义的文献还相对较少。投资者是否正确理解会计信息的价值含义是关系到我国证券市场有效性程度的重要问题。证券市场要健康发展，必须保持较高的有效性，而企业价值最终是通过会计信息表现出来的，帮助投资者正确理解会计信息是提高市场有效性的重要手段，也是会计学研究的一个重要领域（姜国华，2005）。本文是在这个领域的一个新的尝试。

## 二、制度背景与文献回顾

### （一）应收账款坏账准备计提政策

1992 年 5 月 23 日颁布的《股份制试点企业会计制度》规定：“企业应按照规定以应收账款余额的规定比例(3%-5%)提取坏账准备，提取的坏账准备，计入当期损益。”此时，企业对于计提坏账准备无任何自主权。1998 年颁布实施的《股份有限公司会计制度》规定：“境外上市公司、香港上市公司以及在境内发行外资股的公司，坏账准备的计提方法、计提比例等由公司自行确定，提取方法一经确定，不能随意变更。其他上市公司也可按此规定执行。”该制度并未对上市公

司计提坏账准备做出明确规定。

财政部 1999 年 10 月颁布的《股份有限公司会计制度有关会计处理问题补充规定》要求：“公司（无论是境外上市公司、香港上市公司、境内发行外资股的公司，还是其他上市公司和非上市的股份有限公司），均应按照《股份有限公司会计制度》中对境外上市公司、香港上市公司、境内发行外资股的公司规定的提取坏账准备、短期投资跌价准备、存货跌价准备，以及长期投资减值准备的要求，计提相关资产的损失准备。”该补充规定使得境内上市公司计提坏账准备的随意性大大降低，但管理层在确定计提比例上拥有很大的自主权。2000 年 12 月 29 日颁布的《企业会计制度》没有对坏账准备的计提比例进行明确的限制，而是规定：“由企业根据以往的经验、债务单位的实际财务状况和现金流量等相关信息予以合理估计确定计提比例”。2007 年实施的《企业会计准则》对于应收款项减值损失的计量方法规定：“企业应当根据以前年度与之相同或相类似的、具有类似信用风险特征的应收款项组合的实际损失率为基础，结合现时情况确定本期各项组合计提坏账准备的比例”，企业管理者对于应收款项计提减值损失仍然有很大的决策自主权。<sup>1</sup>从会计政策演变中可以看出，我国坏账准备计提政策的变化是一个会计准则由规则导向转为原则导向典型的例子（沈振宇、王金圣、薛爽，2004）。

## （二）应收账款坏账准备影响因素

---

<sup>1</sup> 在 2007 年实施的《企业会计准则》中，应收款项减值由《金融工具确认和计量》规范。《金融工具确认和计量（解释）》规定：“一般企业对应收款项进行减值测试，应根据本单位的实际情况分为单项金额重大和非重大的应收款项。对于单项金额重大的应收款项，应当单独进行减值测试，有客观证据表明其发生了减值的，应当根据其未来现金流量现值低于其账面价值的差额，确认减值损失，计提坏账准备。对于单项金额非重大的应收款项以及单独测试后未发生减值的单项金额重大的应收款项，应当采用组合方式进行减值测试，分析判断是否发生减值。通常情况下，可以将这些应收款项按类似信用风险特征划分为若干组合，再按这些应收款项组合在资产负债表日余额的一定比例，计算确定减值损失，计提坏账准备。”由于股票回报数据的限制，本文并未研究 2006 和 2007 年度的应收账款坏账准备。

资产减值的原因可以分为两种 (Wilson, 1996; 蔡祥、张海燕, 2004)。一种是经济原因, 即资产减值代表了企业资产价值的净损失, 并预示着企业未来业绩比较差。例如, Elliott and Shaw(1988)的研究发现, 计提减值准备较多的企业, 后续的经营业绩要低于行业平均水平。另一种是盈余管理原因, 即管理人员将资产减值作为一种盈余操纵的手段。例如, Francis et al.(1996)研究了 1989-1992 年美国上市公司的资产减值问题, 论文发现, 商誉的冲销和重组费用较多地体现了管理人员的主观因素。作为一种流动资产减值准备, 企业计提应收账款坏账准备同样存在上述两个方面的原因。例如, McNichols and Wilson(1989)发现, 会计盈余异常高或异常低的企业通常会利用坏账准备进行盈余操纵。但是现有的国外文献很少单独研究应收账款的坏账准备问题, 通常将坏账准备纳入资产减值准备中进行整体研究。

但是, 坏账准备是我国上市公司进行盈余管理的一种常用手段。于海燕、李增泉(2001)发现处于配股临界线的企业在提取坏账准备的过程中存在盈余管理行为。沈振宇、王金圣和薛爽(2004)以 1997 和 1998 年的 A 股上市公司为研究对象, 发现 1998 年申请配股或下一、二年申请配股的公司通过少计提坏账准备以达到配股标准; 亏损上市公司则通过计提坏账准备而大亏一把。但是, 他们的样本期间为 1997 和 1998 年, 尤其是 1998 年, 相关的政策法规对于企业计提坏账准备给予了很大的空间 (制度并未对计提坏账准备的方法、计提比例等问题进行明确规定)。因此, 企业很容易利用坏账准备进行“洗大澡”。

### (三) 计提应收账款坏账准备的市场反应

一方面, 不同公司的应收账款坏账准备计提比例差异很大, 另一方面, 公司之间计提坏账准备的动机又不同, 投资者能真正理解其包含的价值相关信息吗?

Strong and Meyer(1987)认为投资者不能完全理解企业的资产减值行为。Francis et al.(1996)发现, 总体而言, 投资者对资产减值给予负面评价, 即投资者更多将资产减值作为企业经济因素的一个反应, 而不是传递未来经营信息的积极信号。他们还发现, 对于不同资产的减值, 市场的反应是不同, 但是他们没有提供市场对计提坏账准备反应的证据。国内相关的研究更少, 蔡祥、张海燕(2004)认为, 由于更为明显的盈余管理动机的存在, 无论是在较短的事件窗口, 还是在年度回报窗口, 市场对应收款减值占主导地位的公司都做出了更为消极的评价。但他们的研究仅仅分析了应收账款减值占总资产减值的比重, 并不能发掘应收账款账龄及相应的坏账准备比例所传递的信息。

### 三、研究假设与研究设计

#### (一) 研究假设

本文以采用账龄分析法计提坏账准备的上市公司为研究对象<sup>2</sup>, 分析两年以上应收账款坏账准备的计提比例(减行业均值<sup>3</sup>)包含的关于未来盈余的信息。采用该变量能更多地体现出管理者的主观性因素或盈余管理动机。原因有以下几点:

第一, 按照国际上通行的做法, 一年以上的应收账款就应视为坏账, 并且应按现值计量。当然, 我国市场经济还不是十分完善, 企业拖欠货款的情况时有发生

---

<sup>2</sup> 曾梓(2002)对 2001 年度 1123 家中国 A 股上市公司的坏账计提方法进行了统计。他发现: 在 1123 家样本公司中, 采取账龄分析法的有 822 家, 占总样本数的 73%; 采取余额百分比法的 224 家, 占总样本数的 20%; 采取具体评估法的 22 家, 占总样本数的 2%; 采取其他特殊方法的 55 家, 占总样本数的 5%。尽管两年以上应收账款计提的坏账比例这个指标通常适用于采用账龄分析法的公司, 但是由于采用账龄分析法的公司众多, 占总样本的比例较高, 因此研究结论仍然具有一定的代表性。

<sup>3</sup> 减行业均值是为了剔除经济因素对计提坏账准备的影响, 使得该比例能较好地体现管理层的主观判断。

生，账龄为 1-2 年的应收账款成为坏账的可能性相对较小，企业对该账龄段的应收账款计提的坏账比例也较小。在本文的样本中，账龄为 1-2 年的应收账款计提的坏账准备比例平均为 11.6%(标准差为 14.9%)，这说明企业对账龄为 1-2 年的应收账款采取了低比例的坏账计提政策。但是，两年以上的应收账款成为坏账的可能性就会增大许多（在本文的样本中，账龄为 2-3 年和三年以上的应收账款计提的坏账准备的平均比例分别为 23.2%和 52.4%），而且中国的《企业会计制度》并没有对企业计提坏账的比例进行明确的限制，因此，两年以上应收账款坏账准备的计提比例可以在一定程度上反应管理层的主观判断和盈余管理动机。<sup>4</sup>

第二，已有的研究表明，业绩较好的企业愿意计提更多的应收账款坏账准备（以作为未来盈余储备）。Strong and Meyer(1987)发现行业中实力最强的企业在确认资产减值时更为激进。McNichols and Wilson(1989)发现，会计盈余异常高的企业通常会利用坏账准备进行盈余操纵（利润平滑）。根据中国的《企业会计制度》规定：“企业应当按照会计准则和会计制度规定的原则和方法进行核算，各期采用的会计原则和方法应当保持一致，不得任意变更。若确实需要变更会计政策，则应当将变更的情况、变更的原因及其对企业财务状况和经营成果的影响，在财务报表中说明。”因为坏账计提方法和计提比例一经确认就不能随意变更，考虑到应收账款坏账准备难以转回（除非应收账款收回等情况）<sup>5</sup>，所以通常只有那些经营业绩较好或者预期未来经营业绩较好的公司才会计提较多的坏账准备；对于业绩较差的企业，通常会计提较少的坏账准备(Strong and Meyer,1987;

---

<sup>4</sup> 若采用三年以上应收账款坏账准备的计提比例，论文结论基本相似。但是，研究样本将进一步减少。

<sup>5</sup> 当然，存在上市公司通过这种手段进行盈余管理，例如，科龙电器(000922)在 2002 年转回了 5500 万元的坏账准备。尽管如此，上市公司如果要通过转回坏账准备的方式进行盈余管理，难度较转回存货跌价准备、长期资产减值准备要困难很多。因为，坏账准备的转回通常需要确认坏账能够收回（这意味着企业存在当前或未来的现金流入，能真正改善公司经营业绩）等比较苛刻的条件。

McNichols and Wilson, 1989)。

但是，少计提坏账准备并未真正改善企业经营业绩，而是改变了会计盈余在不同会计期间的分布。在中国证券市场，配股是企业少计提坏账准备的重要动机之一。于海燕、李增泉(2001)，沈振宇、王金圣和薛爽(2004)等人发现具有配股动机的上市公司会少计提坏账准备。对于此类上市公司，少计提坏账准备并没有改善公司经营业绩。张祥建、徐晋(2005)，陆正飞、魏涛(2006)提供了配股上市公司在配股后会计业绩和真实经营业绩下滑的证据。

基于以上分析，论文提出假设 1：应收账款坏账准备计提比例相对较高的公司未来的会计盈余要好于应收账款坏账准备计提比例相对较低的公司。

投资者过分关注会计盈余，不能识别会计应计项目的具体含义已经得到大量研究的证实(Sloan,1996; Xie, 2001; Burgstahler et al., 2005; 李远鹏、牛建军, 2007)。赵宇龙证明了中国证券市场存在“功能锁定现象”<sup>6</sup>，即投资者只是机械地对名义 EPS 做出价格上的反应，不能辨别 EPS 中永久盈余成份的经济含义。因此，我们预测投资者并不能完全理解应收账款坏账准备中关于未来盈余的信息，也就是说，他们并不能区分应收账款坏账准备计提比例不同的公司未来盈利能力是否存在差异。

结合假设 1，论文提出假设 2：应收账款坏账准备计提比例相对较高的公司未来的股票投资回报要好于应收账款坏账准备计提比例相对较低的公司。

## (二) 数据来源

本文以 2000 年至 2004 年采用账龄分析法计提坏账准备的 A 股上市公司为研究样本(见表 1)。选择 2000 年至 2004 年的数据主要基于以下几个原因：(1)1999

---

<sup>6</sup> 功能锁定假说的具体含义为：“投资者在决策过程中往往锁定于某种特定的表面信息，不能充分理解和利用有关信息来评估证券价值从而做出正确的投资决策”（赵宇龙,1999）。

年前后，应收账款坏账准备计提政策存在较大差异。为了避免政策差异的影响，本文的数据从 2000 年开始；(2)本文需要使用应收账款坏账准备数据预测未来股票年度回报(至少预测未来一年的股票回报)，由于股票年度回报只能计算到 2007 年（股票年度回报的计算期间为 T+1 年 5 月至 T+2 年 4 月，2007 年股票年度回报计算区间为 2007 年 5 月至 2008 年 4 月），因此，样本的数据至多利用到 2006 年；(3)2006 年是中国证券市场股权分置改革关键时期，股改停牌效应和股改效应对股票回报产生了显著的影响。而且，从 2006 年 5 月开始，中国证券市场进入一轮“牛市”行情，市场投机气氛活跃。上述两个因素使得 2006 年股票回报的影响因素不同于其他年度。<sup>7</sup>为了保证数据的可比性和连续性，本文删除了 2006 年和 2007 年的股票回报数据。因此，样本的数据只能利用到 2004 年。

样本的筛选遵循以下原则：(1)剔除研究期间内，相关数据缺失的公司；(2)采用 winsorization 的方法对异常值进行处理，对所有小于 1%分位数（大于 99%分位数）的变量（股票回报数据除外），令其值分别等于 1%分位数（99%分位数）。数据来源于 CSMAR 数据库和 Wind 数据库（应收账款账龄分布及坏账计提的数据）。

表 1 样本选择过程

年度	非金融 业上市 公司	减：当年 IPO 样本	减：生存偏差 样本	减：变量数据缺 失样本	本文使用 样本
2000	1054	136	0	236	682
2001	1130	79	3	210	838
2002	1192	70	7	219	896
2003	1251	65	7	180	999
2004	1343	100	7	167	1069
合计	5970	450	24	1012	4484

<sup>7</sup> 作者在计算 2006 年的超额回报时发现，研究样本中的许多公司 2006 年度的股票超额回报达到 200%以上。若将 2006 年的股票回报数据加入研究数据中，会严重影响研究结论的有效性。

注：1. 当年 IPO 样本是指当年首次上市发行股票的上市公司。  
 2. 生存偏差是指当年没有包括在数据库中的公司，但以前年度包括在数据库中的公司。  
 3. 数据缺失是指 CSMAR 和 Wind 数据库中未提供计算本年度变量所需数据。部分上市公司未采用账龄分析法计提坏账准备是数据缺失的主要原因。

表 2 主要变量定义

变量类型	变量符号	变量的含义
应收账款主要变量	ARA	应收账款占总资产的比重
	ART	应收账款周转率
	ARR0	账龄为 1 年以内应收账款占应收账款的比例
	ARR1	账龄为 1-2 年应收账款占应收账款的比例
	ARR2	账龄为 2-3 年应收账款占应收账款的比例
	ARR3	账龄为 3 年以上应收账款占应收账款的比例
	ARP	应收账款计提坏账准备的比例
	ARP1	账龄为 1 年以上应收账款坏账准备的计提比例
	ARP2	账龄为 2 年以上应收账款坏账准备的计提比例
	ARP3	账龄为 3 年以上应收账款坏账准备的计提比例
会计业绩变量	ROA	资产净利率=净利润/((期初总资产+期末总资产)/2)
	AROA	未来三年平均的 ROA
	SARET	考虑现金红利再投资的规模调整超额回报率。具体计算方法：首先，将所有上市公司按照 T 年末的市场总价值大小排序，分成十组；然后，计算每个组合 T+1 年（T+1 年 5 月至 T+2 年 4 月）的组合回报率（按照市场价值加权）；最后，用单个公司的原始回报减去其所在组的组合回报率，即可求得规模调整的超额回报率
股票超额回报变量	MARET1	考虑现金红利再投资的本地市场调整超额回报率
	MARET2	考虑现金红利再投资的综合市场调整超额回报率
	REV	主营业务收入（单位：百万元）
其他财务变量	REC	应收账款期末余额（单位：百万元）
	SIZE	平均总资产的自然对数
	MB	期末股票总市值/期末股东权益账面价值
	LEV	资产负债率=(期初负债+期末负债)/(期初总资产+期末总资产)
	CF	经营活动现金流量净额/((期初总资产+期末总资产)/2)
	ACC	会计应计/总资产=(净利润-经营活动现金流量净额)/((期初总资产+期末总资产)/2)

<sup>8</sup> 行业的分类标准依据中国证监会 2001 年 4 月 4 日公布的《上市公司行业分类指引》。

#### 四、主要数据结果

##### (一) 描述性统计

由表 3 可知，样本公司的平均应收账款期末余额占年度平均销售收入的 13.4%，样本公司的应收账款周转率平均为 17.78，应收账款周转天数平均为 20.2 天。一年以内应收账款占应收账款的比例平均为 69.7%，一年以上应收账款占应收账款的比例平均为 30.2%，两年以上应收账款占应收账款的比例平均为 19%，三年以上应收账款占应收账款的比例平均为 12.9%。与之对应的坏账计提比例平均值分别为 30.6%、41.8%、52.4%。<sup>9</sup>两年以上应收账款坏账准备的计提比例的标准差较大，为 0.279，最小值为 0.005，最大值为 1。这说明，由于受到经济因素、管理层主观判断以及盈余管理动机的影响，不同公司在计提应收账款坏账准备时存在很大的差异。

表 3 主要变量描述性统计

	观测 个数	均值	标准差	最小 值	第一 分位 数	中位 数	第三 分位数	最大值
Panel A: 财务变量特征								
REV	4484	1395.27	2437.88	13.59	293.79	639.13	1387.93	23786.09
REC	4484	187.01	256.87	0.63	42.87	104.48	224.34	1963.47
ROA	4484	0.019	0.066	-0.338	0.008	0.027	0.049	0.180
Panel B: 应收账款及坏账准备比例描述								
ARA	4484	0.111	0.091	0.001	0.041	0.091	0.157	0.458
ART	4484	17.782	51.192	0.375	2.648	5.223	11.786	518.471
ARR0	4484	0.697	0.236	0.000	0.562	0.757	0.885	1.000
ARR1	4484	0.112	0.113	0.000	0.030	0.079	0.159	0.914
ARR2	4484	0.061	0.085	0.000	0.011	0.035	0.080	0.991
ARR3	4484	0.129	0.180	0.000	0.018	0.057	0.162	1.000
ARP	4484	0.127	0.144	0.003	0.050	0.076	0.139	0.879
ARP1	4484	0.306	0.247	0.005	0.117	0.227	0.430	1.000
ARP2	4484	0.418	0.279	0.005	0.188	0.367	0.614	1.000
ARP3	4484	0.524	0.306	0.005	0.291	0.500	0.795	1.000

<sup>9</sup> 若按照表 3 简单测算，每家上市公司平均计提的两年以上应收账款坏账准备约为 1485 万元(187.01×0.19×0.418)。

IARP1	4484	0.000	0.238	-0.385	-0.175	-0.067	0.119	0.735
IARP2	4484	0.000	0.270	-0.475	-0.214	-0.047	0.187	0.668
IARP3	4484	0.000	0.298	-0.563	-0.244	-0.018	0.253	0.587

表 4 按照 IARP2 将样本分成十组,发现计提比例最低的组本年度 ROA 最高,计提比例最高的组本年度 ROA 最低。由于坏账准备计入管理费用,直接影响利润,所以计提比例高的公司会计盈余较低,但这并没有如实反映企业的真实经营业绩。如果以经营活动现金流量作为考核指标,我们可以发现,计提比例最高的组现金流状况是最好的(经营活动现金流量净额占总资产的比例为 6.8%),而计提比例最低的组的现金流量状况是最差的(仅为 4.2%)。

表 4 样本公司主要公司特征变量均值描述(按照 IARP2 分成十组)

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
SIZE	21.156	21.001	21.031	21.029	21.012	21.011	21.122	21.087	21.151	21.226
MB	3.647	4.019	3.966	4.171	4.168	4.361	4.363	4.605	4.990	4.649
LEV	0.461	0.471	0.469	0.473	0.467	0.464	0.467	0.484	0.494	0.494
ROA	0.023	0.021	0.021	0.021	0.023	0.021	0.024	0.012	0.012	0.012
CF	0.042	0.040	0.042	0.041	0.043	0.045	0.053	0.047	0.054	0.068
REV	1153.16	932.06	1069.30	1042.29	1175.52	1244.29	1479.78	1527.77	1926.07	2403.70
REC	177.93	197.54	201.77	184.78	169.64	183.70	180.85	187.01	203.84	183.02

注:第 0 组为 IARP2 取值最小的组,第 9 组为 IARP2 取值最大的组(下同)

## (二) 坏账准备与未来会计盈余

表 5 显示,第 T 年,第 0 组的 ROA 显著高于第 9 组。从 T+1 年开始,第 0 组的 ROA 显著下降,而第 9 组的 ROA 明显上升。从 T+1 年开始,第 9 组的会计盈余显著高于第 0 组;T+2 和 T+3 年,第 0 组的 ROA 为负,而第 9 组的 ROA 分别为 0.016 和 0.020,两者在统计上十分显著(T 检验在 1%水平上显著)。

以上结果证明了假设 1,即两年以上应收账款坏账准备计提比例高的公司未来会计盈余要显著好于计提比例低的公司。现金流量的分析也可以验证这一点(见表 5),从 T 年到 T+3 年,第 9 组的经营现金流量状况都显著好于第 0 组。因此,第 9 组会计盈余的提高并非仅仅是会计盈余的均值反转,而是有良好的经

营现金流状况作为支撑。

表 5 未来三年财务业绩（按照 IARP2 分成十组）

	ROA				CF			
	T	T+1	T+2	T+3	T	T+1	T+2	T+3
0	0.023	0.004	-0.002	-0.001	0.042	0.044	0.052	0.052
1	0.021	0.004	0.001	-0.002	0.040	0.043	0.042	0.046
2	0.021	0.008	0.001	0.000	0.042	0.042	0.039	0.051
3	0.021	0.006	0.002	0.000	0.041	0.042	0.046	0.042
4	0.023	0.005	0.002	0.004	0.043	0.045	0.052	0.044
5	0.021	0.014	0.012	0.007	0.045	0.047	0.047	0.046
6	0.024	0.013	0.014	0.005	0.053	0.047	0.052	0.048
7	0.012	0.007	0.011	0.016	0.047	0.057	0.055	0.051
8	0.012	0.016	0.020	0.015	0.054	0.056	0.059	0.057
9	0.012	0.018	0.016	0.020	0.068	0.069	0.068	0.069
9-0	-0.011	0.014	0.018	0.021	0.027	0.025	0.016	0.017
T 值	-2.29**	2.69***	3.13***	3.34***	4.67***	4.52***	2.90***	2.72***

注：1. T 检验是对第 9 组和第 0 组均值的比较（9 组减 0 组）

2. \*\*\*在 1%水平上显著、\*\*在 5%水平上显著、\*在 10%水平上显著

### （三）坏账准备与未来股票投资回报

在第 T+1 年的 5 月，我们将样本按照第 T 年的两年以上应收账款坏账准备的计提比例（减行业均值）分成十组，然后计算每个组合未来三年（T+1、T+2、T+3 年）的股票投资回报。超额回报的计算采用规模调整和市场调整两种方法。表 6 汇报了未来三年的平均股票投资回报。其结果显示，计提比例最高的组在 T+1 年取得 3.3% 的超额回报，最低组在第 T+1 年取得 -1.7% 的超额回报。一个买入高组、卖空低组的对冲策略将产生 5% 的超额回报（在 5% 水平上显著）；在 T+2 年，买入高组、卖空低组的对冲策略将产生 5.7% 的超额回报（在 5% 水平上显著）。同样的投资策略在 T+3 年并未产生显著的超额回报。若采用市场调整的方法计算超额回报，买入高组、卖空低组的对冲策略在第 T+1 年和第 T+2 年分别产生 6% 的超额回报。因此，研究结论不受研究方法的影响。图 1 和图 2 分年度汇报了对冲策略的结果，分年度结果表明研究结论在年度间基本保持稳定。

以上分析结果证明了假设 2：应收账款坏账准备计提比例相对较高的公司未来的股票投资回报要好于应收账款坏账准备计提比例相对较低的公司。

一个买入高组、卖空低组的对冲策略在未来两年内产生 5.35% 的年度平均超额回报（若采用市场调整计算超额回报则为 6%）<sup>10</sup>，这说明投资者并不能完全理解应收账款坏账准备中关于未来盈余的信息，而且市场直到 T+3 期才完全纠正由此产生的定价错误。结合表 5 的结果，我们可以验证投资者存在“功能锁定”，即投资者过分关注会计盈余数字本身，而忽略了其他会计信息所传递的价值信息。

表 6 未来三年的股票投资超额回报（按照 IARP2 分成十组）

	SARET			MARET1			MARET2		
	T+1	T+2	T+3	T+1	T+2	T+3	T+1	T+2	T+3
0	-0.017	-0.031	-0.017	-0.009	-0.021	-0.006	-0.009	-0.021	-0.007
1	-0.003	-0.023	0.001	-0.005	-0.020	-0.003	-0.005	-0.020	-0.003
2	-0.027	-0.001	-0.041	-0.028	0.000	-0.032	-0.028	0.000	-0.032
3	-0.004	-0.021	0.006	-0.007	-0.016	0.016	-0.006	-0.017	0.014
4	-0.030	0.003	-0.007	-0.027	0.007	-0.001	-0.027	0.007	-0.001
5	0.011	-0.017	-0.002	0.017	-0.008	0.005	0.017	-0.008	0.004
6	-0.013	0.032	-0.029	-0.004	0.039	-0.024	-0.004	0.039	-0.025
7	0.000	-0.017	-0.018	0.005	-0.008	-0.008	0.004	-0.008	-0.009
8	0.027	0.002	-0.005	0.038	0.014	0.015	0.037	0.014	0.014
9	0.033	0.025	0.004	0.051	0.039	0.021	0.050	0.039	0.020
9-0	0.050	0.057	0.021	0.060	0.060	0.027	0.060	0.060	0.027
T 值	2.47 <sup>**</sup>	2.25 <sup>**</sup>	0.65	2.88 <sup>***</sup>	2.36 <sup>**</sup>	0.80	2.88 <sup>***</sup>	2.35 <sup>**</sup>	0.80

注：1. T 检验是对第 9 组和第 0 组均值的比较（9 组减 0 组）  
 2. \*\*\*在 1% 水平上显著、\*\*在 5% 水平上显著、\*在 10% 水平上显著

<sup>10</sup> 与李远鹏、牛建军(2007)的结论一致，采用规模调整方法计算的超额回报要小于采用市场调整计算的超额回报。在李远鹏、牛建军(2007)的论文中，两者之差为 1.5%-2%。

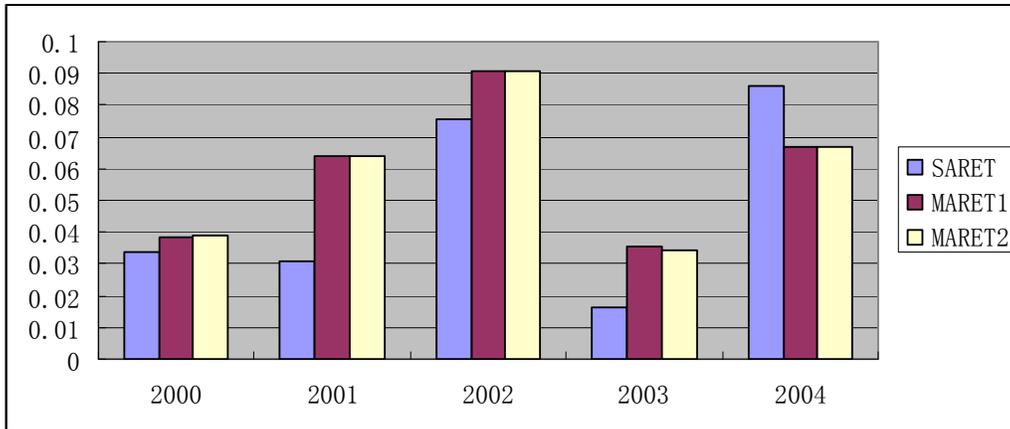


图 1 T+1 年的套利超额回报

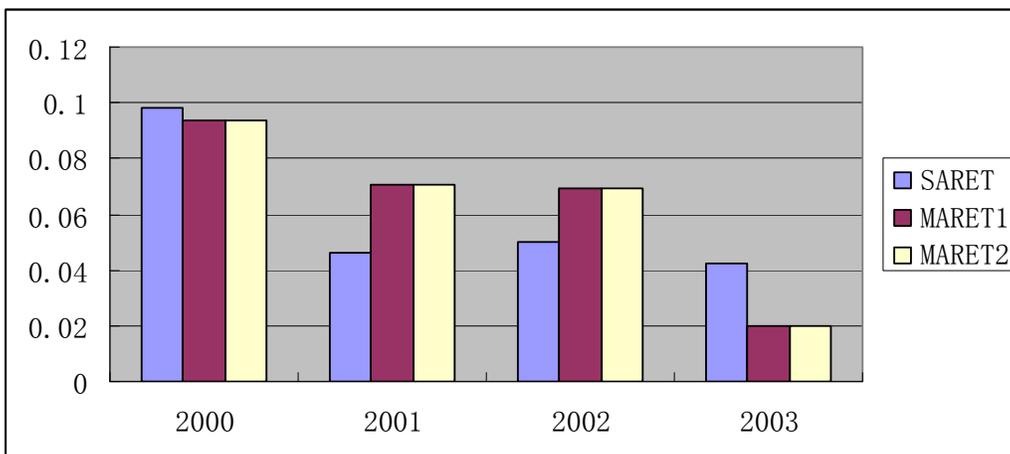


图 2 T+2 年的套利超额回报

#### (四) 多元回归分析

表 5 的结果只是基于两年以上应收账款坏账准备计提比例的单变量分析, 没有考虑其他因素对公司未来经营业绩的影响。因此, 我们借鉴姜国华、岳衡(2005)的方法, 控制了公司规模、资产负债率、BM(Book to Market)、本年度 ROA 等因素, 分析两年以上应收账款坏账准备计提比例对公司未来会计盈余(公司未来三年平均的 ROA(AROA))的影响。论文对所有的变量都采用排序变量, 并进行了标准化, 回归结果见表 7。回归结果表明, 即使在控制了影响未来经营业绩的因素之后, IARP2 仍然与公司未来经营业绩显著正相关。

表 7 未来会计盈余对两年以上坏账计提比例及控制变量的回归

	AROA	
C	-0.002	(-0.47)
RANKIARP2	0.021	(5.37) ***
ROA	0.342	(14.97) ***
RANKBM	-0.011	(-2.11) **
RANKSIZE	0.031	(5.58) ***
RANKLEV	-0.029	(-6.22) ***
YEAR	Control	
R-sq.	0.1946	
No. of obs.	3266	

注：1. 括号中为 T 值，标准误差经聚类（Petersen, 2009）和异方差调整  
 2. \*\*\*在 1%水平上显著、\*\*在 5%水平上显著、\*在 10%水平上显著

表 6 中的套利方法并未控制其他风险因素对回报的影响。因此，论文将在下面的回归中控制 BM(Book to Market)、Size 和 Lev 等风险因素对回报的影响。Sloan(1996)发现，买入会计应计较低的组，卖空会计应计较高的组能产生超过 10%的超额回报。坏账准备是会计应计的组成部分，若计提的坏账准备越多，则会计应计越小。因此，坏账准备中可能包含了会计应计的部分信息。所以，论文也控制了会计应计对未来股票投资回报的影响。回归结果显示（见表 8），在控制了各种变量以后，T+1 年和 T+2 年的 IARP2 仍然显著为正。这说明在控制了风险因素以后，表 6 的对冲策略仍然可以产生显著的超额回报。

表 8 未来股票投资回报(RET)对两年以上坏账计提比例及控制变量的回归

	T+1	T+2	T+3
C	0.239 (9.58)***	-0.129 (-5.07) ***	-0.144 (-4.58) ***
RANKIARP2	0.062 (3.72) ***	0.048 (2.52) **	0.014 (0.56)
RANKACC	-0.005 (-0.31)	-0.034 (-1.74) *	-0.014 (-0.57)
RANKBM	0.026 (1.24)	0.020 (0.79)	0.024 (0.75)
RANKSIZE	0.113 (5.81) ***	0.136 (5.68) ***	0.148 (4.97) ***
RANKLEV	-0.065 (-3.54) ***	-0.073 (-3.25) ***	-0.060 (-2.11) **
YEAR	Control		
R-sq.	0.3739	0.3722	0.3926
No. of obs.	4277	3264	2303

注：1.括号中为 T 值，标准误差经聚类(cluster，按公司聚类）（Petersen, 2009）和异方差调整  
 2. \*\*\*在 1%水平上显著、\*\*在 5%水平上显著、\*在 10%水平上显著

## 五、研究结论与启示

论文研究了应收账款坏账准备中关于未来盈余的信息。论文发现，两年以上应收账款坏账准备计提比例较高的公司未来的会计盈余出现了明显的提高；两年以上应收账款坏账准备计提比例较低的公司未来的会计盈余显著降低。在此基础上，论文构建了一个买入两年以上应收账款坏账准备计提比例较高的公司的股票，卖空计提比例较低的公司股票的对冲策略，该对冲策略在未来两年内可获得平均每年 5.35% 的超额回报（若采用市场调整计算超额回报则为 6%）。

本文的贡献在于：第一，以往的研究主要讨论坏账准备计提的影响因素和市场反应，未能充分挖掘坏账准备所传递的价值信息。本文发现坏账准备计提比例能够传递未来会计盈余的信息。本文的研究结论支持坏账准备不仅仅是管理层盈余管理的手段，更是管理层向市场传递信号的一种手段；第二，以往的基于会计信息的投资策略研究主要关注会计应计信息（李远鹏、牛建军，2007）和会计科目信息（姜国华、岳衡，2005）等问题，本文则利用企业的会计政策和方法所传递的价值信息进行投资策略研究，发现基于坏账准备计提比例的投资策略能够获得显著的超额回报。论文还发现市场在长时期内（两年内）不能识别坏账准备所传递的价值信息，即因投资者不理解应收账款坏账准备中的价值信息所产生的错误定价会长期存在。本文的结论将有助于投资者对应收账款坏账准备计提政策的理解，从而减少股票市场中存在的错误定价。

## 主要参考文献:

- 蔡祥、张海燕. 2004. 资产减值准备的计提、追溯与市场效应. 中国会计与财务研究, 9: 31~56
- 姜国华、岳衡. 2005. 大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究. 管理世界, 9: 119~126
- 姜国华. 2005. 基于会计信息的证券投资策略研究: 分析及展望. 会计研究, 11: 66~71
- 李远鹏、牛建军. 2007. 退市监管与应计异象. 管理世界, 5: 125~132
- 柳木华. 2003. 盈余质量的市场反应. 中国会计评论, 7: 193~213
- 陆正飞、魏涛. 2006. 配股后业绩下降: 盈余管理后果与真实业绩滑坡. 会计研究, 8: 52~59
- 沈振宇、王金圣、薛爽. 2004. 坏账准则与上市公司利润操纵——来自中国上市公司的证据. 中国会计与财务研究, 6: 93~111
- 王晋斌. 2004. 价值溢价: 中国股票市场 1994-2002. 金融研究, 3: 79~89
- 许健、魏训平. 2004. 价值取向投资模型及其实证研究——对中国沪深股市 A 股的实证分析. 金融研究, 5: 89~98
- 于海燕、李增泉. 2001. 会计选择与盈余管理——来自上海股市四项准备的实证研究. 上市公司, 1: 37~42
- 曾梓. 2002. 上市公司坏账准备会计政策实证研究和评述. [www.finance-view.com](http://www.finance-view.com)
- 张祥建、徐晋. 2005. 盈余管理、配股融资与上市公司业绩滑坡. 经济科学, 1: 56~66
- 周建波. 2004. 基本财务信息、盈利质量与未来盈利——来自中国 A 股上市公司的经验证据. 中国会计与财务研究, 3: 41~65
- 赵宇龙. 1999. 我国证券市场“功能锁定”现象的实证研究. 经济研究, 9: 56~63
- Bernard V. L., J. K. Thomas. 1995. Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 13(4): 305~340
- Burgstahler D., J. Jiambalvo, T. Shevlin. 2002. Do Stocks Fully Reflect the Implications of Special Items for Future Earnings? *Journal of Accounting Research*, 40(3): 585~613
- Elliott J., W. Shaw. 1988. Write-offs as Accounting Procedures to Manage Perceptions. *Journal of Accounting Research*, 26(Supplement): 91~119
- Francis J., J. D. Hanna, L. Vincent. 1996. Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Offs. *Journal of Accounting Research*, 34(1): 117~134
- McNichols M. G. P. Wilson. 1988. Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts. *Journal of Accounting Research*, 26(Supplement): 1~31
- Ou J. A., S. H. Penman. 1989. Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*, 11(4): 295~329
- Petersen M. A. 2009. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *Review of Financial Studies*, 22: 435~481.
- Sloan R. G. 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review*, 71(3): 289~315
- Strong J. S., J. R Meyer. 1987. Asset Write-downs: Managerial Incentives and Security Returns. *The Journal of Finance*, 42(3): 643~661
- Wilson G. P. 1996. Discussion Write-Offs: Manipulation or Impairment? *Journal of Accounting Research*, 34(Supplement): 171~177
- Xie H. 2001. The Mispricing of Abnormal Accruals. *The Accounting Review*, 76(3): 357~373