

分析师报告能够预测与解读财务报告吗

——来自中国股市的经验证据*

庞晓波 呼建光

内容提要:本文以 2005—2009 年中国 A 股上市公司为样本,研究了分析师报告信息含量和财务报告信息含量之间的关系。研究发现:财务报告公布前,分析师报告未能对财务报告的内容做出有效预测;财务报告公布后,分析师报告在一定程度上有效地解读了财务报告向资本市场传递的信息,但未发现证券分析师能够更加有效地解读复杂程度较高的财务报告。

关键词:股票市场 分析师报告 财务报告 信息含量

作者简介:庞晓波,吉林大学商学院教授、博士生导师,130012;

呼建光,吉林大学商学院数量经济专业博士研究生,130012。

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1002—8102(2011)03—0042—07

一、引言

证券分析师又称财务分析师,在资本市场上扮演着重要的角色。他们提供的信息以及他们之间展开的竞争能够提高股票市场信息流动的效率,减少信息不对称,促进资本市场更有效地发挥资源配置的作用。已有的研究表明分析师报告具有信息含量(Givoly 和 Lakonishok, 1979; Lys 和 Sohn, 1990; Francis 和 Soffer, 1997; 郑方镛, 2009),这是因为证券分析师通过整合各种渠道的信息,利用自身的专业背景,预测公司未来的会计盈余、现金流量,并对公司已发生的重大事项进行专业性的分析,从而预测公司的经营前景(Beaver, 1998),^①这些信息是投资者判断公司价值和进行投资所需要的。分析师报告的有用性主要体现在两方面,一方面是对内部信息的发现(discovery),另一方面是对公开信息的解读(interpretation)(Ivkovic 和 Jegadeesh, 2004; Asquith 等, 2005)。如果证券分析师能够发现重要的内部信息,那么分析师报告就能够预测(pre-empt)随后公布的公司财务报告的内容;如果证券分析师能够有效解读公司已经公布的公开信息,如季度盈余、并购重组等,那么信息含量较多(少)的财务报告就会产生信息更多(少)的分析师报告。

证券分析师行业在美国等成熟的证券市场已经有几十年的发展历史,对投资者的投资决策有着重要的影响。中国股市的建立有其特殊的制度背景,且发展时间较短,在 2000 年后才逐渐形成了以公司经营状况和财务状况作为公司价值判断的证券分析师群体,但是他们在研究报告中所提出的意见对机构投资者和中小投资者的影响正在不断加强。已有的研究表明,在中国股票市场,财

* 本文是教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“金融稳定的内生机制和外部条件与金融危机防范体系研究”(项目批准号:10JJD790033)的阶段性研究成果。

① Justice William O. Douglas 早在 1933 年就认识到财务分析师的行为可能会促进有效市场的形成,他认为“即使投资者既没有时间也没有金钱和足够的才能来消化金融市场上的信息,当市场有这种需求的时候就会有人来为他们来做。这些人(证券分析师)所做出的判断将反映在市场价格之中。”

务分析师所公布的盈余预测等信息已经能够影响股票价格的变化(郑方镛,2009)。那么,在中国股票市场上分析师报告传递的信息和财务报告传递的信息二者关系是怎样的,分析师报告是否能够有效预测与解读财务报告的内容,这是我们所关注的问题。

二、理论分析与假设的提出

Holthausen 和 Verrecchia(1998)首先利用数理模型研究了资本市场上先后公布的关于风险资产收益率的公共信息之间的关系,以及信息公布后预期到的价格的变化。模型预测如果先公布的信息质量较高,随后公布的信息引起的股票价格的波动将减小。对于分析师报告和财务报告来说,如果先公布的分析师报告信息质量较高,那么财务报告公布所引起的股票价格的反应将被削弱(Francis 等,2002)。Demski 和 Feltham(1994)的模型也证明了这种关系。一些学者通过间接的方法验证了上述关系的存在。如 Atiase(1985)、Freeman(1987)、Lobo 和 Mahmoud(1989)发现了公司规模与财务报告信息含量之间是负相关关系;Dempsey(1989)和 Shores(1990)则发现了年度财务报告与跟踪公司的分析师人数之间存在负相关关系。Francis, Schipper 和 Vincent(2002)第一次直接检验了分析师报告信息含量与财务报告信息含量之间的关系,得到的结论是分析师报告不能作为财务报告的替代。他们分别使用总量和平均值计算财务报告和分析师报告的信息含量,得到的结论并不一致。虽然他们认为通过把异常回报率取绝对值后加总的方法计算财务报告和分析师报告信息含量得到的结论更为科学,但是这种方法却存在着样本选择上的偏差。Chen 等(2010)克服了他们研究中所存在的问题,使用 Heckman 两阶段回归的方法,发现在分析师报告公布后,财务报告的信息含量是减少的,这说明证券分析师能够通过收集公开和私人信息并通过专业的分析提前发现财务报告的信息。在中国股票市场上,财务分析师出现的时间虽然比较短,然而,已有的研究表明他们的预测是有信息含量的。郑方镛(2009)区分了证券分析师对于股票的正面推荐与负面推荐,发现市场对于不同推荐的股票具有不同的反应,获得正面推荐的股票具有显著为正的累积异常回报率,获得负面推荐的股票具有显著为负的异常回报率。大量研究也表明,中国上市公司的财务报告是具有信息含量的,如吴世农、黄志功(1997)、赵宇龙(1998)。如果分析师报告可以准确地分析与预测财务报告的内容,则公布的财务报告的信息含量将大幅度减少,本文提出:

假设 1:当分析师报告公布后,财务报告信息含量与分析师报告信息含量之间是负相关关系。

Kim 和 Verrecchia(1994)认为证券分析师能够比普通投资者更准确地解读公司公布的各种信息,尤其是公司财务报告所传递的信息。这是因为:一般来说,分析师供职于专业的金融机构,在入职前经过严格的训练。同时,与普通投资者相比他们能够获取更为丰富的投资信息,既包括宏观经济信息,如国家货币政策、财政政策、就业政策等;也包括产业信息以及通过各种渠道获得的个别公司的信息。即使在获得同样信息的情况下,财务分析师也有比普通投资者更强的解读能力。在公司公布盈余信息后,分析师经常讨论会计政策变化带来的影响。当公司发生并购事项时,分析师懂得如何调整报表,使并购前后的报表具有可比性,以及能够解读公司战略变化对公司未来绩效的影响(Chen 等,2010)。Francis 等(2002)和 Frankel 等(2006)针对美国股票市场的研究发现,对于盈余公告后公布的分析师报告,其信息含量与盈余信息含量正相关。由于 Francis 等使用不同的方法计算财务报告和分析师报告信息含量,在考察二者关系时得到了不同的结论,他们认为二者之间的关系究竟如何并未得到圆满的解决。Chen 等(2010)在控制了分析师的选择性偏差后,发现分析师报告在短期内能够有效解读财务报告。在中国股票市场上,公司财务报告公布后,财务分析师也会进行相应的分析,如盈余总体变动的状况及原因,各种支出尤其是研发支出变化及其带来的影响,公司当期财务状况在同行业中的地位等。如果这些分析有效地解读了公司已公布的财务报告,就会向投资者提供更多的信息,从而使股票回报率与财务报告公布后的回报率发生同方向变化。

假设 2: 当公司公布财务报告后, 分析师报告信息含量与财务报告信息含量正相关。

证券分析师对财务报告的解读程度还取决于财务报告的难易程度。财务报告向投资者传递的信息越不易理解, 分析师的作用就越为重要, 因为他们能够利用自己的专业背景和所掌握的各种信息——宏观经济信息、产业信息等——有效地解读财务报告的内容。比如对于高科技行业, 证券分析师可能掌握了更多关于公司未来发展前景的信息从而进行有效的分析, 而普通投资者由于搜集相关信息的成本较大, 或者根本无法获得相关信息, 从而无法对公司所公布的财务报告进行有效解读; 对于一些规模较大的公司, 母公司与子公司之间往往存在着各种复杂的关联交易, 投资者也无法对此进行有效的分析。综上, 拥有良好专业知识和更多信息来源的证券分析师能够更有效地解读具有复杂内容的财务报告。据此, 我们提出:

假设 3: 在财务报告公布后, 财务报告的信息越复杂, 分析师报告信息含量与财务报告信息含量的正相关关系越强。

三、模型的建立和样本的选取

我们以财务报告公布前后一个星期作为研究的事件期。之所以只选择财务报告公布前后的一个星期, 是因为只有在这段时间公布的预测报告才更有时效性, 更有利于捕捉其与财务报告之间的关系。我们在财务报告公布日计算财务报告的信息含量, 在财务报告公布日前一天到财务报告公布前的一个星期(-1 天, -6 天)这一时间段计算分析师报告的信息含量。^① 财务报告信息含量的计算方法为: 首先以市场调整模型(Market Adjusted Model)^②计算财务报告日的异常回报率(Abnormal Returns), 然后取绝对值, 作为季度财务报告的信息含量。与计算财务报告的信息含量类似, 我们分别计算财务报告公布前一个星期每一天分析师公布盈余预测时的异常回报率, 然后把各日的异常回报率取绝对值加总作为每一季度财务报告公布前分析师报告的信息含量。最后, 我们把这一年各季度财务报告和分析师报告的信息含量分别加总取平均值, 作为年度财务报告和财务报告公布前分析师报告的信息含量。按照同样的方法, 计算财务报告公布后分析师报告的信息含量。具体公式见下面方程的设定部分。

(一) 模型的建立

虽然在 Chen 等(2010)的研究方法中, 在估计分析师报告的信息含量与财务报告的信息含量时, 使用 Heckman 两阶段回归方法控制了选择性偏差带来的影响。但是由于需要分年分季度进行回归, 中国股票市场中符合要求的样本较少, 无法使用此方法进行有效的估计, 因此, 我们参考 Francis 等(2002)按年度求平均值来分析财务报告和分析师报告的信息含量, 方程设定如下:

$$IC_EA_t = \alpha + \gamma_1 IC_AR_{t-1} + \gamma_2 Std_AAR + \gamma_3 Mean_AAR + \gamma_4 FirmSize + \gamma_5 AnalystCoverage + \epsilon \quad (1)$$

其中: $IC_AR_{t-1} = \overline{AAR}_{j,t}^{AR} = \frac{\sum_{n=1}^N AAR_{j,n,t}^{AR}}{N}$, 是分析师报告的信息含量, N 是某一年财务报告

公布后一个星期内公布的分析师报告的数目; $IC_EA_t = \overline{AAR}_{j,t}^{EA} = \frac{\sum_{m=1}^M AAR_{j,m,t}^{EA}}{M}$, 是财务报告的信息含量, M 是一年内公司公布财务报告的次数。同时, 根据已有研究, 加入 Std_AAR , $Mean_AAR$, $FirmSize$, $AnalystCoverage$ 等作为控制变量。其中: Std_AAR 是全年各交易日异

① 我们以分析师公布盈余预测日作为分析师报告公布日, 这是因为财务分析师报告在预测公司未来的绩效, 或者评论已发布的财务报告时往往会做出对公司未来盈余的预测。

② 在使用市场调整模型计算异常回报率时, 市场回报率为 A 股市场日回报率。

常回报率绝对值的标准差, $Mean_AAR$ 是全年各交易日异常回报率绝对值的平均值。 $FirmSize$ 是公司规模, 取公司年末总市值的自然对数。 $AnalystCoverage$ 是一年中跟随这家公司的分析师人数, 并取自然对数。

我们建立下面的模型用来检验财务报告公布后, 分析师报告是否能够解读财务报告的内容:

$$IC_AR_{t+1} = b + \beta_1 IC_EA_t + \beta_2 Std_AAR + \beta_3 Mean_AAR + \beta_4 FirmSize + \beta_5 AnalystCoverage + \delta \quad (2)$$

IC_AR_{t+1} 是财务报告公布后分析师报告的信息含量, IC_EA_t 是财务报告的信息含量, 其他各变量定义与(1)式相同。

我们建立下面的模型检验假设 3, 即引入财务报告复杂程度, 检验在财务报告公布后, 分析师报告信息含量与财务报告信息含量之间的关系。

$$IC_AR_{t+1} = a + \alpha_1 Complexity + \alpha_2 IC_EA_t * Complexity + \beta_1 IC_EA_t + \beta_2 Std_AAR + \beta_3 Mean_AAR + \beta_4 FirmSize + \beta_5 AnalystCoverage + \zeta \quad (3)$$

其中: $Complexity$ 代表财务报告的复杂程度, 是通过构建财务报告复杂程度指数得到的。一般来说, 公司规模越大、发展的越快, 财务报表越复杂。我们根据公司规模的分位数把公司分成三组, 然后对处于不同分位数范围内的公司分别赋予 0 分、0.5 分、1 分; 对于公司的成长状况(销售增长率)我们做出了同样的处理。最后, 把得到的规模得分和成长机会得分相加得到公司财务报告复杂程度的综合指数。

(二) 样本的选取

我们以沪、深股市 2005—2009 年的 A 股上市公司作为样本。要求样本公司披露了各季度财务报告公布日, 并在财务报告公布日的前后一星期内至少有一家机构公布了分析师报告。其中, 收益率数据来源于国泰安公司的 CSMAR 数据库, 分析师报告相关数据来源于 Wind 数据库。与 Francis 等(2002)的研究遇到的情况相类似, 按照上述标准使符合我们要求的样本大量减少。^① 经过筛选我们得到财务报告公布前后的两组样本, 并发现上市公司总数与具有财务报告公司的数目相差不大。但是, 上市公司总数与财务报告公布前后具有分析师报告数据的公司的数目差距显著, 这使得到的样本大幅度减少。^② 最终, 我们得到的样本占上市公司总数的 29%~45%。

四、实证分析

(一) 描述性统计分析

表 1 是主要变量的描述性统计分析。可以看到, 在财务报告公布前后, 我们分别得到 2531 和 3024 个观测值。对于财务报告的信息含量和财务报告公布前后分析师报告的信息含量, 无论从均值上看还是从中位数上来看, 财务报告的信息含量要高于其他二者的信息含量, 这说明在中国的股票市场上, 对于财务报告与分析师报告这两种主要的传递投资信息的载体, 机构投资者和个人投资者在投资时都更为重视财务报告传递的关于企业基本面的信息。按照我们选择样本的方法, 在财务报告公布后获得的样本要高于财务报告前的样本。这说明证券分析师在财务报告公布后一个星期这一期间内更倾向于及时地解读财务报告所传递的信息, 从而预测公司未来的经营状况和盈利状况。我们还比较了样本公司的总资产、流通市值、市净率与市盈率这几个财务变量与其所在市场上市公司总体相应变量之间的关系, 来考察证券分析师在财务报告公布前后更倾向于跟踪哪一类

① Francis 等(2002)以季度财务报告公布前的所有上市公司为基础进行筛选, 最终的样本只占所有上市公司的 20%左右。

② 经详细比较, 各年度财务报告公布前后一星期内具有分析师报告的公司数占上市公司 A 股总数的 29.66%~45.99%, 由于篇幅所限未在这里详细列示。

型的公司。经比较,发现财务分析师更偏好于跟踪总资产规模较大、流通市值较大、市净率较高、市盈率较低的公司(由于篇幅所限,比较结果未列出)。

表 1 变量的描述性统计分析

样本 1						
	N	Mean	Median	Std. Dev	Min	Max
IC_EA _t	2531	0.0264	0.0239	0.0146	0.0002	0.1303
IC_AR _{t-1}	2531	0.0223	0.0184	0.0168	0.0000	0.1732
Std_AAR	2531	37.2837	27.6428	49.0702	4.0949	711.5887
Std_Mean	2531	0.0200	0.0197	0.0059	0.0076	0.0927
FirmSize	2531	15.5906	15.4364	1.2994	12.7851	21.5287
AnalystCoverage	2531	2.3885	2.5649	0.8443	0.0000	3.9318
样本 2						
	N	Mean	Median	Std. Dev	Min	Max
IC_EA _t	3024	0.0269	0.0240	0.0184	0.0002	0.6156
IC_AR _{t+1}	3024	0.0232	0.0186	0.0570	0.0000	3.0225
Std_AAR	3024	37.3683	27.4654	55.9917	4.0949	711.5887
Std_Mean	3024	0.0203	0.0198	0.0076	0.0077	0.2837
FirmSize	3024	15.5132	15.3532	1.2668	12.9507	21.5287
AnalystCoverage	3024	2.2570	2.3979	0.9050	0.0000	3.9318
Complexity	3024	1.0000	1.0000	0.5910	0.0000	2.0000

注:样本 1 是财务报告公布前的样本;样本 2 是财务报告公布后的样本。

表 2 分析师报告的预测与解读效果:回归分析结果

变量	预期符号	方程 1	方程 2	方程 3
截距	?	0.0262*** (4.9145)	-0.0118** (-2.2289)	-0.0115** (-2.0659)
IC_AR _{t-1}	-	0.0672*** (3.8340)		
IC_EA _t	+		0.0399** (2.0849)	0.0538 (1.5036)
Std_AAR	+	-0.0000 (-0.2631)	-0.0000** (-2.3913)	-0.0000** (-2.3608)
Std_Mean	+	0.7860*** (12.8762)	0.9256*** (15.1599)	0.9270*** (15.1644)
FirmSize	?	-0.0011*** (-3.1523)	-0.0011*** (3.3404)	0.0011*** (2.9873)
FirmCoverage	?	0.0003 (0.8433)	-0.0013*** (-3.7108)	-0.0013*** (-3.7316)
Complexity	?			0.0006 (0.6219)
IC_EA _t * Complexity	+			-0.0148 (-0.4593)
F 值		60.5100***	70.4000***	50.3100***
Adj-R ²		0.1052	0.1030	0.1025

注:括号内数值为 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上统计显著。

为投资决策的参考。那么,证券分析师对于不同复杂程度的信息解读的效果是否一致呢?这正是方

(二)多元回归结果与分析

在上市公司财务报告公布前后一个星期这一时间段内,针对分析师报告和财务报告的信息含量的关系,我们进行了多元回归分析。为了控制极端值的影响,我们对 0~1% 和 99%~100% 之间的极端值进行了 Winsorize 处理,回归分析采用 OLS 方法。具体结果如表 2 所示。

在方程 1 中,IC_EA_t 与 IC_AR_{t-1} 之间正相关,并且在 1% 的水平上显著,与我们的预期相反。这说明在中国股票市场上,财务分析师并不能通过专业的分析预测到在未来一周内财务报告将要传递的信息,这与较为成熟的股票市场上发现的经验证据是不一致的。这可能与中国证券分析师行业发展时间相对较短有关,尚不能像西方股票市场上证券分析师那样对公司未来状况做出准确的预测。这一结果也与盈余预测质量相关文献发现的证据相一致(郭杰、洪洁瑛,2009)。方程 2 用来检验财务报告公布后,证券分析师是否能够对相关的信息做出正确解读。可以看到,在财务报告公布后,分析师报告的信息含量与财务报告的信息含量正相关,并且在 5% 的水平上显著。这说明证券分析师在财务报告公布后的一个星期内有效地解读了财务报告的信息,向投资者提供了更多的关于公司未来状况的信息作

程 3 所要回答的问题。

方程 3 中代表财务报告复杂程度和财务报告信息含量的交叉项 $IC_EA_i * Complexity$ 的符号为负,与我们的预期不符。这说明总体来说,证券分析师虽然在财务报告公布后能够有效地解读财务报告的内容,但是当面对复杂程度较高的财务报告时,证券分析师并不能像分析简单的财务报告那样有效地分析,即在面对不同复杂程度的财务报告时,证券分析师并未表现出不同的解读能力。

五、研究结论

分析师报告是证券市场上重要的信息来源,在上市公司和投资者之间起着桥梁的作用。这种桥梁的作用主要体现在财务报告公布前分析师是否能够有效预测财务报告的内容以及在财务报告公布后是否能够进行有效的解读这两方面。本文研究了分析师报告在财务报告公告日前后较短的一段时间内是否可以发挥这种作用,研究发现:在财务报告公布前的一个星期,分析师报告并不能对财务报告的内容做出有效预测;在财务报告公布后的一个星期内,证券分析师能有效地解读财务报告的内容从而为投资者提供了更多关于公司未来发展前景的投资信息,但是对于复杂程度较高的财务报告,分析师不能做出更好的解读。

本文对于分析师报告是否能够预测与解读财务报告内容的研究支持了已有的对于中国证券市场分析师盈余预测的研究(姜国华 2004;郭杰、洪洁瑛,2009),分析师对于财务报告解读效果的研究则是本文对中国证券市场分析师相关研究进一步的贡献。

主要参考文献:

1. 郭杰、洪洁瑛:《中国证券分析师的盈余预测行为有效性研究》,《经济研究》2010 年第 11 期。
2. 姜国华:《关于证券分析师对中国上市公司会计收益预测的实证研究》,《经济科学》2004 年第 6 期。
3. 吴世农、黄志功:《上市公司盈利信息报告、股价变动与股市效率的实证研究》,《会计研究》1997 年第 4 期。
4. 赵宇龙:《会计盈余披露的信息含量——来自上海股市的经验证据》,《经济研究》1998 年第 7 期。
5. 郑方镛:《中国证券分析师行业研究:效率、行为与治理》,厦门大学博士学位论文,2009 年。
6. Asquith, P., Mikhail, M. and Andrea, S. Au, Information content of equity analyst reports. *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, No. 2, February 2005, pp. 245—282.
7. Atiase, R. K., Predisclosure information, firm capitalization and security price behavior around earnings announcement. *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, No. 1, Spring 1985, pp. 21—36.
8. Beaver, W., *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, third ed. Prentice—Hall, 1998, Upper Saddle River, NJ.
9. Dempsey, S., Predisclosure information search incentives, analyst following, and earnings announcement price response. *The Accounting Review*, Vol. 64, No. 4, October 1989, pp. 748—757.
10. Demski, J. S., Feltham, G. A., Market response to financial reports. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 1—2, January, 1994, pp. 3—40.
11. Douglas, W., Protecting the investor. *Yale Review*, Vol. 21, 1933, pp. 523—524.
12. Francis, J., Schipper, K., Vincent, L., Earnings announcements and competing information. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, No. 3, August 2002, pp. 313—342.
13. Francis, J., Soffer, L., The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions. *Journal of Accounting Research*, Vol. 35, No. 2, Autumn 1997, pp. 193—211.
14. Frankel, R., Kothari, S. P., Weber, J. P., Determinants of the informativeness of analyst research. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 41, No. 1—2, April 2006, pp. 29—54.
15. Freeman, R., The association between accounting earnings and security returns for large and small firms. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, No. 2, July 1987, pp. 195—228.
16. Givoly, D., Lakonishok, J., The information content of financial analysts' forecasts of earnings: Some evidence on semi—strong inefficiency. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 1, No. 3, December 1979, pp. 165—185.
17. Holthausen, R. W., Verrecchia, R. E., The effect of sequential information release on the variation of price changes in an intertemporal multi-asset market. *Journal of Accounting Research*, Vol. 26, No. 1, Spring 1988, pp. 82—106.
18. Ivkovic, Z., Jegadeesh, N., The timing and value of forecast and recommendation revisions. *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, No. 3, September 2004, pp. 433—463.

(下转第 66 页)

的对韩国、日本、中国台湾和中国香港的制造业影响也很大。东亚的国际生产网络已经使得东亚各国(地区)之间的制造业形成相互联接、相互依存的关系,这个国际生产网络的形成极大地促进了东亚各国(地区)制造业的发展。这说明所谓中国内地成为“世界工厂”的同时“抢走”了周边其他国家(地区)制造业的“中国威胁论”是不成立的,恰恰相反,生产分割导致的国际生产分工有效地促进了各国(地区)制造的发展。更为准确地说,中国内地制造业的发展推动了邻近国家(地区)制造业的发展,而中国内地制造业的发展也受益于邻近国家(地区)制造业的发展。

主要参考文献:

1. Anselin L., *Spatial Econometrics; Methods and Models*. Dordrecht, the Netherlands; Kluwer Academic Publishers, 1988, pp. 57—76.
2. Anselin L., Le Gallo J., Jayet H., *Spatial Panel Econometrics*, In Matyas L, Sevestre P. (eds.), *The Econometrics of Panel Data, Fundamentals and Recent Developments in Theory and Practice*. Dordrecht, the Netherlands; Kluwer Academic Publishers, 2006, pp. 901—969.
3. Athukorala P. C., Menon J., *Global Production Sharing, Trade Patterns, and Determinants of Trade Flows in East Asia*. ADB Working Papers on Regional Economic Integration, No. 41, 2010.
4. Bridgman B., *The Rise of Vertical Specialization Trade*. BEA Working Paper, No. 2010—01, 2010.
5. Grossman G. M., Rossi—Hansberg E., *Trading Tasks; a Simple Theory of Offshoring*. *The American Economic Review*, Vol. 98, No. 5, 2008, pp. 1978—1997.
6. Hayakawa K., *Measuring Barriers to International Division of Labor in East Asia*. *Asian Economic Journal*, Vol. 21, No. 2, 2007, pp. 139—153.
7. Hayakawa K., Ji Z., Obashi A., *Agglomeration versus Fragmentation; A Comparison of East Asia and Europe*. IDE Discussion Papers, No. 212, 2009.
8. James P. LeSage R. Kelley Pace, *Spatial Econometric Models*, In Fischer M. M., Getis A. (eds.), *Handbook of Applied Spatial Analysis; Software Tools, Methods and Applications*. Berlin Heidelberg; Springer Verlag, 2010, pp. 355—374.
9. Jones, R. W., Kierzkowski, H., *A Framework for Fragmentation*, In Arndt, S. and Kierzkowski, H. (eds.), *Fragmentation: New Production Patterns in the World Economy*. Oxford, UK; Oxford University Press, 2001, pp. 17—34.
10. Jones, R. W., Kierzkowski, H., *The Role of Services in Production and International Trade: A Theoretical Framework*, In R. W. Jones and A. Krueger (eds.), *The Political Economy of International Trade; Festschrift in Honor of Robert Baldwin*. Oxford; Basil Blackwell, 1990, pp. 31—48.
11. Kimura F., Takahashi Y., Hayakawa K., *Fragmentation and Parts and Components Trade; Comparison between East Asia and Europe*. *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 18, No. 1, 2007, pp. 23—40.
12. Koopman R., Wang Z., Wei S. J., *How Much of Chinese Exports Is Really Made in China? Assessing Domestic Value-added When Processing Trade Is Pervasive*. NBER Working Paper, No. 14109, 2008.
13. Yi K. M., *Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?* *Journal of Political Economy*, Vol. 111, No. 1, 2003, pp. 52—102.

责任编辑:原 宏

(上接第 47 页)

19. Kim, O., Verrecchia, R. E., *Market liquidity and volume around earnings announcements*. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 1, 1994, pp. 41—67.
20. Lobo, G., Mahmoud, A., *Relationship between differential amounts of prior information and security return variability*. *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, No. 1, Spring 1989, pp. 116—134.
21. Lys, T., Sohn, S., *The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security-price changes*. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13, No. 4, December 1990, pp. 341—363.
22. Shores, D., *The association between interim information and security returns around earnings announcements*. *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, No. 1, Spring 1990, pp. 164—181.
23. Xia Chen, Qiang Cheng, Kin Lo., *On the relationship between analyst reports and corporate disclosures: Exploring the roles of information discovery and interpretation*. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 49, No. 3, April 2010, 206—22.

责任编辑:康 邑