

学校编码：10384
学号：32120091150604

分类号____密级____
UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

主承销商声誉对 IPO 盈余管理和长期回报影响
的实证研究

The Empirical Research on the Influence of Main Investment
Bank Reputation on IPO Earnings Management and Long-run
Return

汪 媛

指导教师姓名：沈 维 涛 教授

专业名称：财 务 学

论文提交日期：2012 年 月 日

论文答辩时间：2012 年 月 日

学位授予日期：2012 年 月 日

答辩委员会主席：_____

评阅人：_____

2012 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（国家自然科学基金“风险投资支持的企业IPO折价、折机与后管理问题研究”）课题（组）的研究成果，获得（国家自然科学基金“风险投资支持的企业IPO折价、折机与后管理问题研究”）课题（组）经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ）1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ）2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）： 年

月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

新股首次公开发行(IPO)中,发行企业与投资者之间普遍存在着信息不对称的问题。而作为第三方中介的承销商,能降低发行中的成本,具有“信息生产”和“认证中介”的作用,从而可以降低发行企业与投资者之间信息不对称的问题。但是承销商本身同样面临可信度的问题,承销商声誉则提供了承销商是否可靠的信号。Booth 和 Smith(1986)认为承销商存在着一个“不可赎回的声誉资本”,这是承销商发挥“认证中介”和“信息生产者”的前提。已有的研究主要从承销商声誉与 IPO 抑价、发行企业质量、长期回报、承销费用、监管效率等角度进行。国外多数学者的研究证实了承销商声誉机制的有效性,国内对于承销商声誉机制的研究较少,并且与之相关的结论非常具有争议。

本文选取了 2001 年至 2011 年间上市的非金融行业公司作为样本,对承销商声誉与 IPO 盈余管理、长期市场表现之间的关系进行研究。主要内容如下:第一部分提出研究的问题、研究意义、研究的创新之处。第二部分介绍了相关的理论基础、承销商声誉与 IPO 盈余管理的相关研究、承销商声誉与企业上市之后长期回报的相关研究。第三部分介绍主要变量含义、度量和提出研究模型。第四部分介绍实证的结果。第五部分对本篇进行总结。

研究发现,声誉高的承销商能显著影响IPO前一年的盈余管理行为。进一步分组发现:承销商声誉能显著影响非国有企业的盈余管理行为,而对国有企业没有显著作用;承销商声誉与社会监督在抑制发行人IPO盈余管理方面的具有替代作用。IPO前盈余管理与长期回报负向相关,而高声誉承销商的介入,能够降低IPO盈余管理与长期回报的这种负向关系。

关键词: 承销商声誉; IPO 盈余管理; 长期回报

Abstract

During the Initial public offering (IPO) period, there is a general problem of asymmetric information between issuers and investors. Underwriters as a third-party intermediary can reduce the issue cost, and play the "information production" and "certification intermediary" role, thereby can reduce the problem of asymmetric information. But the credibility of underwriters is also faced doubted; underwriter reputation provides a reliable signal. Booth and Smith (1986) considered that the underwriters have a "reputation capital" that cannot be redeemed, which is the premise of underwriters play a "certification intermediary" and "information producers". Existing papers researched the influence of underwriter reputation on IPO underpricing, the quality, long-run returns of initial enterprises, underwriting fees, and so on. The majority study of foreign scholars confirmed the effectiveness of the mechanisms of the underwriters reputation. Domestic research is relatively few, and their conclusion is controversial.

By the initial sample of non-financial companies listed in 2001-2011, this paper attempt to study the relationship between underwriter reputation and IPO earnings management, post-IPO return. The paper is organized as follows: The first part briefly introduces the topics, significance, and research innovation and. The second part reviews the underwriter reputation influence on the IPO earnings management, and post-IPO performance after. The third part develops research hypothesis, introduce sample, variables and research models. The fourth part analysis the empirical study results. Part five summarize the article, describe inadequacies, and put forward policy recommendations.

This study found out thar: firstly, high reputation underwriters can effectively inhibit the enterprises of earnings management the year before IPO. By grouping, found that underwriter reputation can significantly affect earnings management behavior of non-state-owned enterprises, but have no significant effect on the state-owned enterprises; Underwriter Reputation and social supervision have substitutin effect on IPO earnings management. Second, Pre-IPO earnings management and post-IPO long-run returns are negative, while involving high-reputation underwriters, this negative correlation will be weaken.

Keywords: Underwriter Reputation; IPO Earnings Management; Long-term Returns

目 录

第一章 绪论	5
1.1 问题的提出	5
1.2 研究意义	7
1.3 研究思路与框架	7
第二章 文献综述	9
2.1 理论回顾	9
2.2 主承销商和承销商声誉的界定	12
2.3 承销商声誉与 IPO 盈余管理	15
2.4 承销商声誉与发行企业质量和长期回报	21
第三章 研究设计	25
3.1 假设提出	25
3.2 变量解释和主要模型	27
第四章 数据和实证结果	33
4.1 数据来源和描述性统计	33
4.2 实证结果	40
4.3 稳健性检验	42
第五章 结论和不足	47
5.1 研究结论	47
5.2 研究不足	47
参考文献	54

Contents

Chapter 1 Preface	5
1.1 Research Subject	5
1.2 Research Significance	7
1.3 Research Framework	7
Chapter 2 Literature Review	8
2.1 Theoreticle Basis	9
2.2 Lead Underwriter and Reputation	12
2.3 Underwriter Reputation and IPO Earnings Management	15
2.4 Underwriter Reputation and Post-IPO Returns	21
Chapter 3 Research Design	25
3.1 Hypohthesis	25
3.2 Research Models	27
Chapter 4 Empirical Results	33
4.1 Sample and Descriptive Statistics	33
4.2 Regression Results	40
4.3 Robust Tests	42
Chapter 5 Conclusions	53
5.1 Conclusions	53
5.2 Research Limitations	53
Reference	54

第一章 绪论

1.1 问题的提出

作为新兴市场,中国资本市场具有历史短和发展迅速的特点。20世纪90年代初,上交所、深交所相继成立,拉开了中国证券市场的帷幕。20多年来,证监会对股票发行进行了一系列的改革,伴随着股票发行制度的改革进程,一方面股票发行机制逐渐走向市场化,另一方面,对承销商的责任要求也越来越高。那么承销商是否改进了首发上市公司的质量呢?本文从承销商声誉的角度,研究承销商与企业首次发行前后的IPO盈余管理行为的关系,以及IPO之后长期回报之间的关系。

学者们研究了盈余管理的不同动机,包括契约动机、资本市场动机、或者反政府监管等动机。在上市过程中,企业具有强烈的动机去进行盈余操纵。因为新股发行定价与IPO前的收益具有紧密的联系。新股还没有一个公开交易的市场,投资者能得到的关于企业上市前的信息非常之少。投资者只能依赖招股说明书的信息,招股说明书中仅包含了企业上市前三年的年度财务报表。这些报表信息具有很大的影响作用。而企业的管理者可以做出提升报告收益的会计决策,一般称之为盈余管理。报告更有利的盈利信息不仅可以提高IPO发行价,还可以增加IPO顺利完成的可能性和增加售出的股份数。因此,私有企业管理层往往可以通过IPO前后的盈余管理来实现显著的短期利益。多位学者对IPO中的盈余管理行为进行了研究,证实IPO过程中普遍存在盈余管理的行为(Aharony, Lin, Loeb, 1993^[1]; Teoh, Welch, Wong, 1998a^[2], b^[3]; 林舒、魏海明, 2000^[4]; 张宗益、黄新建, 2003^[5]等)。

IPO盈余管理会带来一些严重的问题。它影响了企业信息披露的质量,造成财务信息失实,可能会误导投资者的投资行为。另外一些研究表明, IPO前的盈余管理与IPO后的长期绩效负相关(Sloan, 1996^[6]; Aharony, Lee, Wong, 2000^[7]; 王志强和刘星, 2003^[8]; 陈共荣和李琳, 2006^[9])。Ducharme, Malatecta 和 Sefcik(2004)^[10]的研究则表明在IPO前进行盈余管理的企业上市后更容易受到起诉。

对于IPO盈余管理的动因和对资本市场影响的研究很多,然而对于金融中介的选择和IPO盈余管理的研究并不多见。本篇的主要目的就是探讨企业在IPO中对承销商的选择和盈余管理的关系,同时讨论了这种关系对上市之后长期回报的影响。企业关

于盈余管理的决定会影响对承销商的选择，反之亦然。进行激进盈余管理的企业将会选择低质量的承销商，以此避免密切的监督。因为高质量的承销商会进行更加严格的监督，以提供更好的认证，保持并积累承销商自身的声誉资本。

一般来说，承销商被认为是发行企业和投资者利益的代理人。低声誉的承销商为了获得承销收益的最大化，可能忽视他们的职责。而高声誉的承销商则会慎重考虑发行人盈余操纵的程度并提升发行人信息的透明度。另外，承销商出于盈余管理的考虑，将会聘请声誉高的事务所进行审计，从而防止发行人的舞弊行为(Balvers, McDonald, 1998^[11])。因此，预期发行人盈余管理与承销商声誉存在负向关系。同时，承销商对自身声誉的考虑和承销商的认证、监督作用，将会降低发行人与投资者间信息不对称的问题，解决代理冲突，因此会抑制发行人的盈余管理行为，并降低 IPO 长期弱势的程度。

在证券市场建立之初，由于证券市场不成熟，证券法规不健全，行业和地区发展不平衡，上市公司的层次参差不齐，需要政府加以干预调控，因此最初的股票发行采取审批制。在审批制度下，股票发行额度和分配由国务院证券委、国家计委制定，施行两级行政部门审批以及新股定价限定市盈率水平的方式。1999年7月《证券法》和2000年3月《中国证监会股票发行核准程序》的颁布实施，确立了股票发行由审批制向核准制的转型。核准制相比于审批制，明确了一系列关于 IPO 金融中介有关的规定。例如，证监会规定在上市之前，主承销商应当对发行人 IPO 一年进行业务辅导，这种辅导包括对发行人公司治理、财务系统、公司重组等提供咨询，为证券发行出具有关文件的中介机构和人员，必须保证出具文件的完整性、准确性和真实性。同时，证监会提出主承销商对发行人披露信息的负责。如果出现财务造假的情形，对于证券公司和项目主要负责人将给予处罚。由审批制向核准制的转变，明确了承销商等发行中的各类中介的权利和责任。从2004年2月，证监会颁布的《证券发行上市保荐制度暂行办法》开始实施，保荐人制度明确规定主承销商在上市前两年(辅导期)和后两年(持续督导期)对发行人公司治理、财务报告等进行监督的责任。将保荐人的职业生涯与发行人披露质量和 IPO 前后的财务绩效联系起来。从2008年12月起，证监会开始施行《证券发行上市保荐业务管理办法》，该办法明确规定了保荐机构和保荐代表人在 IPO 公司上市后持续督导期间信息披露承担的职责和法律责任。由此可见承销商在首发上市中扮演了越来越重要的角色。

企业有操纵盈余的动机，因此首发中的金融中介就凸显出重要性了。由于发行人

和投资者之间存在着信息不对称的问题，中介机构起到了“桥梁”作用。在我国资本市场中，承销商是否对发行企业 IPO 产生了影响呢？高声誉承销商是否抑制了发行人 IPO 中的盈余管理行为？是否对发行人 IPO 之后的长期绩效产生影响？本篇即基于这些问题展开。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

国外对承销商声誉机制的研究开始于 20 世纪 80 年代。研究主要集中于承销商声誉与发行企业质量、IPO 抑价、IPO 之后的长期绩效等问题上。这些研究大部分都表明高声誉的承销商往往与高质量的企业相联系，并且高声誉的承销商能降低 IPO 抑价，其所承销的发行人往往具有更好的长期绩效。这些研究基于发达国家的现实展开，而在我国这样的新兴市场中，对于承销商、承销商声誉的研究却并不多，其中对于承销商声誉与 IPO 盈余管理行为的研究更是少之又少。因此，本篇对承销商声誉与企业 IPO 的影响进行分析具有重要的理论意义，是对新兴市场中承销商声誉理论、IPO 盈余管理相关研究的丰富和补充。

1.2.2 实践意义

发达国家资本市场起步较早，投资银行的历史发展也更早，比如在英国，投资银行最早的起源于 18 世纪。即使是起步较晚的美国，也经历了半个多世纪的发展。而我国资本市场和投资起步较晚，到如今也仅二十一年的历史。相比之下，我国作为新兴市场，资本市场和投资银行的发展有不同于西方国家的特点。近两年来，我国上市公司的增长速度加快，而问题更是频发。承销商与发行企业合谋进行财务造假、对发行人进行美化包装以骗取上市资格、不正常竞争承揽业务、承销商的 PE 腐败行为等，以致公众对承销商“信息生产”和“认证中介”的职能产生严重怀疑。这会削弱证券市场的资源配置功能，影响整个资本市场的健康发展。目前，证券法律、法规对承销商的要求越来越高。在这种背景下，研究承销商声誉与 IPO 企业的关系，对监管部门制定承销商监管法规、承销商声誉的树立具有证据支撑的作用。为承销商在 IPO 企业中的行为规范提出政策性建议，促使我国资本市场的规范发展和繁荣。

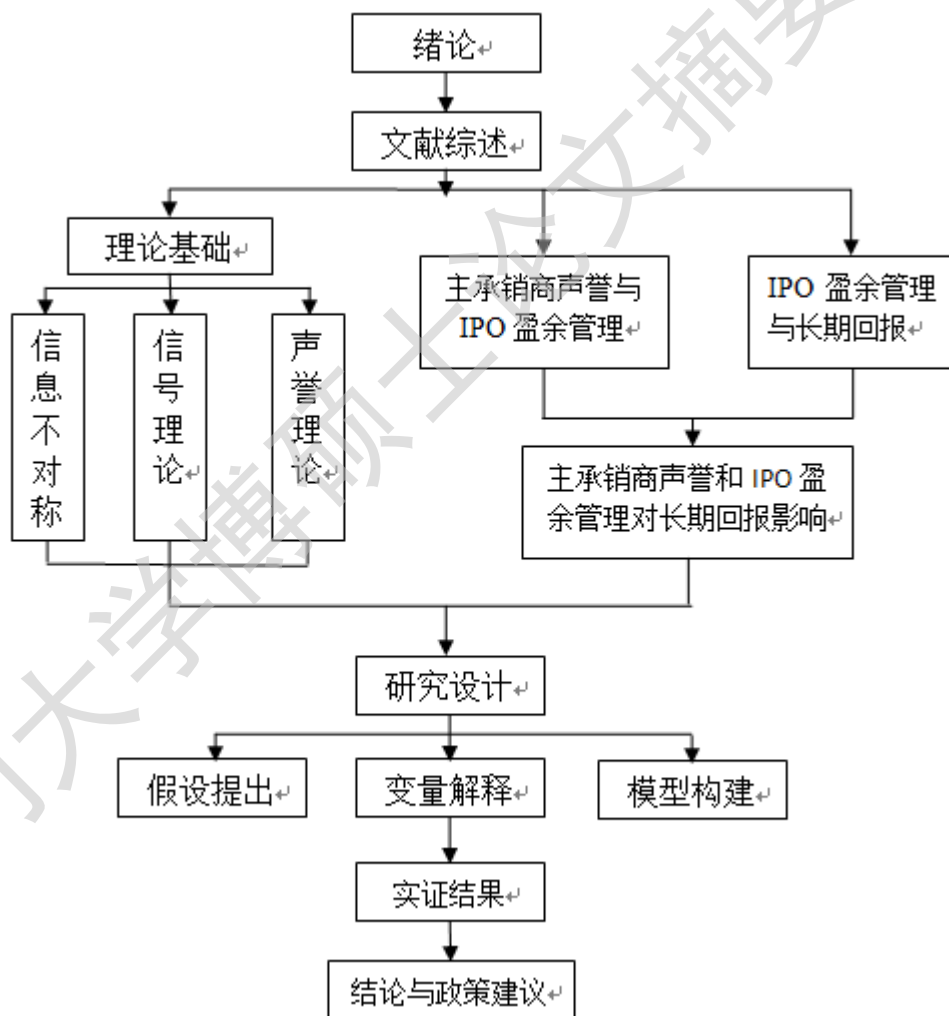
1.3 研究思路与框架

本文通过实证分析的方法，研究了 2005 年至 2011 年间承销商声誉与公司上市前

后两年盈余管理之间的关系，以及在考虑盈余管理的情况下，承销商声誉与企业上市后长期表现的关系。

本文分为五个部分。第一部分提出研究的问题、研究意义、研究的思路和框架。第二部分介绍了相关的理论基础、承销商声誉与 IPO 盈余管理相关研究、承销商声誉与企业上市之后长期回报的相关研究。第三部分介绍主要变量的含义和度量，以及研究模型。第四部分介绍实证的结果。第五部分对本文进行总结，提出政策建议。

图 1-3：研究框架图



第二章 文献综述

2.1 理论回顾

2.2.1 信息不对称理论

信息不对称是指在交易中的双方拥有的信息不同，由此造成信息的不对称。通常会产生契约不公平或市场效率低下等问题。Akerlof(1970)^[12]以旧车市场为例，说明在商品交易市场中，在买方依据市场信息对商品质量做出判断的情况下，由于高质量产品的回报有赖于整个市场的产品而不是单个卖方，那么卖方会有动机出售“柠檬”商品，于是拥有高质量二手车的卖方将逐渐从旧车市场退出，从而引起整个旧车市场平均质量的下降。

在经济社会中，广泛存在着信息不对称的问题。信息不对称通常会产生两个问题，一个是逆向选择，是指由于交易双方间信息的不对等，最终造成如 Akerlof 柠檬市场理论中“劣币驱逐良币”的现象；另一个是道德风险，指基于理性人假设的拥有优势信息的一方可能处于个人利益而做出行为。

在新股发行市场中，发行企业、投资者、投资银行三者之间存在不同程度的信息不对称问题。一种是发行人与投资者之间：在企业内部，所有者与管理层之间，由于所有权和控制权的分离，导致管理层拥有比所有者更多的关于企业内部的信息。为了解决这种不对称，企业内部会涉及对管理层的激励机制，而这种激励又常常是与企业绩效相挂钩，那么管理层可能为了个人的利益而进行盈余管理。在新股发行市场中，在企业管理层与外部投资者之间亦存在信息不对称的问题。管理层清楚公司的绩效、公司治理、核心技术优势、风险等，但外部投资者仅能从招股说明书得知公司上市前三年的财务信息，并据此进行投资决策。因此，企业为了提高发行价获得更多筹资额，将有动机进行盈余管理。也就是说，不管从内部因素还是外部因素看，企业都有进行盈余管理的动机。第二种是发行企业与承销商之间：承销商比发行人具有更多资本市场的信息、并且具有丰富的发行经验；第三种是承销商与投资者之间：投资银行在承销前期，对发行人做了详细的尽职调查，相比投资者，承销商掌握了关于企业内部的基本信息，还掌握着资本市场的信息。

与 Akerlof 模型相似，投资者只愿意按照发行企业平均价值来购买新发行证券，这可能导致与旧车市场中同样的问题，即企业平均价值的下降和证券市场不断地萎

缩。损害投资者热情，阻碍了企业融资，妨害了整个资本市场资源配置的功能。

那么如何能解决新股发行中信息不对称的问题呢？学者们进行了探究，并提出了一种解决的理论——信号理论。

2.2.2 信号理论

信号理论包括信号传递和信号甄别两个方面。信号传递是指信息优势方通过可以观察到的行为来传递商品价值或质量的真实信息；信号甄别是指信息劣势方先行动情况下，另一方通过不同的契约合同来甄别真实信息。

Spence(1973)^[13]基于劳动力市场的研究，提出了一个解决信息不对称问题的信号传递模型。他发现在招聘单位和应聘人员之间存在普遍的信息不对称问题。应聘人员为了谋一个好职位，会处心积虑地包装自己，而招聘单位在招聘时就像买彩票一样。针对这一现象，他提出了“信号法”，列举了一个以教育作为信号的模型。他认为虽然教育本身并不能提高工人的劳动生产力，甚至从社会角度看，似乎是浪费。但是却具有信号传递的作用，可以用来解决信息不对称的问题。另外，Rothschild, Stiglitz(1976)^[14]通过对保险市场的研究，提出了一个信号甄别模型。即拥有劣势信息一方可以先采取行动，来获取、分析拥有优势信息方的信息。

新股发行中的信号模型源于 Baron(1982)和 Rock(1986)。早期的学者们注意到在证券市场中存在着一个异象，即新股发行抑价现象。Baron(1982)^[15]构建了一个建立在信息不对称基础之上的新股发行信号模型，在该模型中，他认为信息不对称出现在投资银行与新股发行企业之间。投资银行比发行人更了解资本市场，所以发行人需要利用投资银行的咨询和推销的服务。

Rock(1986)^[16]则将重点放在投资者间信息不对称上，并提出了“赢者诅咒”的模型。他将市场中的投资者分为“知情交易者”和“不知情交易者”。当新股发行价低于内在价值时，“知情交易者”会蜂拥而至；而在发行价高于股票内在价值时，“知情交易者”会退出市场，但是此时“不知情交易者”的股票都是被高估的。为了留住“不知情交易者”，发行人必须对新股发行价提供一个折价。

在 Baron(1982)和 Rock(1986)的基础之上，Allen 和 Faulhaber(1989)^[17]，Grinblatt 和 Hwang(1989)^[18]，Welch(1989)^[19]分别提出了新股折价发行三大著名模型。他们认为在特定的时期，各方面条件优越的企业愿意选择通过降低发行价的方式，以此来向投资者传递这样的信号：他们的企业质量很好。而只有这些好的企业才能够弥补抑价

的损失，他们可以采用增发、配股等方式来补偿损失。

但是对于发行企业来说，抑价的成本是高昂的，虽然质量良好的企业可以通过增发、配股来补偿抑价的损失。是否能降低发行价格低偏离于企业价值程度呢？学者们提出了承销商在降低新股发行不对称中的作用，引入了声誉的概念。

2.2.3 声誉理论

声誉理论认为，由于信息不对称问题的存在，经济主体的声誉与交易中的收益和不确定性有重要关系，声誉向外界传递了有用的信息。Kreps 等(1982)^[20]提出了著名的 KMRW 声誉模型。他们通过有限重复次囚徒困境模型，说明在信息不对称的有限重复次博弈情况下，声誉可以产生合作的效应。虽然在囚徒困境的博弈中，只有唯一的纳什均衡，就是每个博弈者每一阶段都选择欺骗。然而在一个存在非对称信息的序贯博弈中，每个博弈方都会考虑对手是否会合作，博弈双方并不清楚对方是“合作型”还是“欺诈型”，而如果自己一开始就选择不合作，就暴露了欺骗的本性，从而失去长期合作的可能性，那么未来收益损失就大于短期被出卖可能的损失。但如果博弈双方在一开始就建立一个良好的合作形象，就能获得多期合作。

KMRW 声誉模型研究的是双方多次博弈的情形，而现实中，很多交易都是随机变换的，交易个体不断改变对手，因此博弈方很难采取“以牙还牙”的策略惩罚欺诈方，为了解决这一问题，Kandori(1992)^[21]拓展了上述模型。他认为“社会规范”能够维护交易双方的合作。在“社区”中：一方面即使每一个交易者只有自身的经验，也可以通过社区中传播的信息知道交易对手以前的行为信息，也就是说被欺诈方可以通过“自我实施”将信息对手以往的欺诈行为传递给其他人，让其他人来惩罚欺诈者。另一方面，在这个社区中，如果某一个交易者有一个声誉、资格或者证书作为标签，那么将能实现互利互惠。

KMRW 和 Kandori 都将声誉看成是信息不对称的一种解决方式。基于此，声誉成为研究不对称问题的重要因素，逐渐被引入金融学和经济学的相關领域。在资本市场中，很多学者都认为承销商声誉对解决发行人、承销商、投资者之间的信息不对称问题起到了重要作用。

如同商品市场中的品牌概念，承销商声誉传递了承销商信誉的有用信号。承销商声誉可以作为企业 IPO 过程中传递信号的一个有用工具，企业可以通过选择良好声誉的承销商来向投资者传递关于企业真实价值的信息，从而降低投资者与发行企业之间

信息不对称的程度。

2.2 主承销商和承销商声誉的界定

2.1.1 主承销商

证券承销商是指与证券发行人签订协议，以代销或者包销的方式帮助发行人发行证券的金融中介机构。主承销商指在股票发行中独家或牵头组织承销团经销的证券经营机构。我国的《证券法》规定，只有综合类券商才具有从事证券承销的资格。在国际上，美国则是由投资银行(Investment Bank)及大的证券公司来担任，而英国的承销商则是由实力雄厚的商人银行来担任。在下文中将提到的投资银行和承销商指同一概念。

主承销商常常同时担任发行公司的保荐人。根据我国证券法规，主承销商可以由保荐机构担任，也可以由保荐机构联合其他具有保荐资格的公司共同担任主承销商。主承销商承担的职责主要包括：发行前与企业协商发行方式、发行价格、承销费用等事宜；制作提交给证监会的申报材料；组织承销团；宣传和承销股票；持续督导期的督导工作等。由于主承销商在承销中有主导作用，因此本文主要研究主承销商的声誉的影响作用。

2.1.2 承销商存在的原因

承销商之所以会存在，可以从交易费用理论和信息不对称理论来解释。从交易费用理论观来看，证券发行市场中存在着各种交易费用，例如：学习和组织协调费用、寻找交易对象的费用、确定交易价格的费用、应对诉讼的费用等。而承销商具有信息、专业技术人员、丰富的经验等优势，能提供专业化的服务。并且其频繁地参与到证券发行市场中，与许多机构投资者具有良好的战略合作关系，这既降低了发行人寻找潜在投资者的机会，又便于组成承销团，承销大额发行。Gurley 和 Shaw(1960)最早基于交易费用观，提出承销商的存在价值就在于它能够节约发行过程中的交易费用。Benston 和 Smith(1976)^[22]认为金融中介的最基本功能在于形成一个可以供潜在买方和卖方交易的市场，减少买卖双方寻找交易对手的成本；其次是发挥做市商的作用，承担交易中的风险；最后是开发新的金融产品，能使得投资者能通过购买这些金融产品以低成本而间接投资于多样化的证券。

Leland 和 Pyle(1977)^[23]构建了一个基于非对称信息市场的模型，主要研究事前信

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库