



JOURNAL OF FINANCE

JF2022APR 摘要汇报

汇报人：王光耀





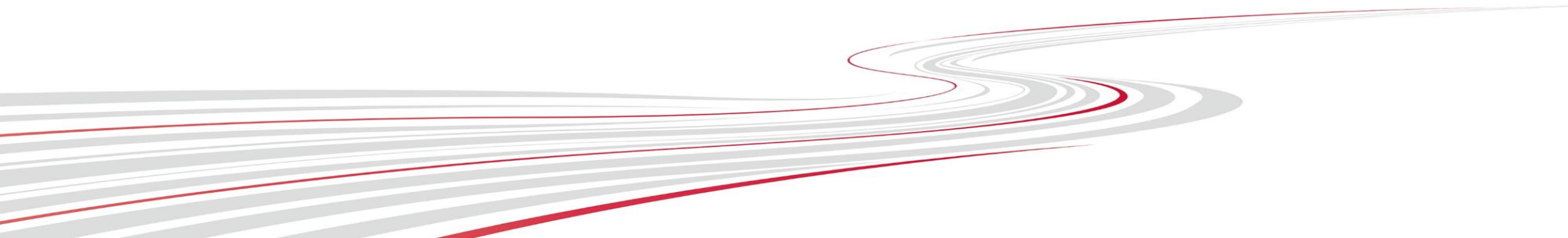
Contents

1. The Fragility of Market Risk Insurance
2. Predictable Financial Crises
3. Late to Recessions: Stocks and the Business Cycle
4. Monetary Policy and Asset Valuation
5. Payment System Externalities
6. Volatility Expectations and Returns
7. Dissecting Conglomerate Valuations
8. Common Risk Factors in Cryptocurrency
9. Do Market Prices Improve the Accuracy of Court Valuations in Chapter 11?
10. Regulation of Charlatans in High-Skill Professions
11. Going the Extra Mile: Distant Lending and Credit Cycles
12. Liquidity Fluctuations in Over-the-Counter Markets
13. Do Equity Markets Care about Income Inequality? Evidence from Pay Ratio Disclosure



1. The Fragility of Market Risk Insurance

Ralph S.J. Koijen is at the University of Chicago Booth School of Business, NBER, and CEPR.
Motohiro Yogo is at Princeton University, NBER.





可变年金

- 在美国，人寿保险公司销售名为可变年金的零售金融产品，这种产品将共同基金打包，并提供长期最低回报保证。
- 可变年金可以长期保证投资回报，本质上是私人解决方案，以解决私人 and 政府养老金计划长期衰落所留下的差距。
- 可变年金市场的庞大规模反映了其对家庭福利的重要性。从理论上讲，最低回报保证可以促进异质代理人之间的有效风险分担或世代交替（戴蒙德模型、OLG模型）
- 从保险公司的角度来看，通过长期提供市场风险保险，填补了长期期权的缺失市场。但是最低回报保证很难定价和对冲，因为交易期权的期限较短。不完美的对冲会导致风险错配，当现有负债的估值随着股市下跌、利率下降或波动性上升而增加时，风险错配会给基于风险的资本带来压力。



问题提出

- 可变年金已发展成为最大的人寿保险公司负债类别，大于固定年金和人寿保险，2015年占美国寿险负债的1.5万亿美元或35%。可变年金也代表了共同基金部门的重要份额，因为基础投资是共同基金。
- 在全球金融危机期间，销售额下降，费用增加，保险公司减少了担保，或者停止提供担保，以减少风险敞口。
- 这些影响在全球金融危机后的低利率环境中持续存在，可变年金保险商在新冠肺炎危机期间遭遇了大规模的股本缩水。
- COVID-19危机再次暴露了可变年金保险公司的脆弱性，这些保险公司在包括银行业在内的整个金融部门中遭受了最低的股票回报。鉴于其规模和潜在风险，可变年金对于更广泛地了解保险业至关重要。



理论逻辑

- 我们开发了一个保险市场模型，其中金融摩擦和市场力量是定价，合同特征和市场完整性程度的重要决定因素。
- 保险公司通过选择费用和汇总率在寡头垄断市场中竞争，后者是关键合同特征，相当于看跌期权的执行价格。
- 由于基于风险的资本或经济风险约束，汇总率所需的资本增加。
- 对现有负债估值的不利冲击增加了资本的影子成本，并推高了发行合同的边际成本。
- 保险公司不仅通过提高费用而且通过降低汇总率来降低风险敞口。当影子资本成本足够高时，保险公司停止提供最低回报保证，以避免日常风险敞口。



研究贡献

- 使用合同层面的数据来更深入地了解可变年金市场本身及其对保险公司的影响。
- 在Froot (2007) 为巨灾保险所做的工作的基础上，发展了市场风险保险理论。
- 该研究也与共同基金有关。研究了可变年金供需的决定因素，尽管可变年金是最大的寿险公司负债和共同基金行业的重要份额，但受到的关注相对较少。



研究方法

- 在合约层面构建了一个新的、全面的可变年金市场面板数据集。包含1999: 1到2015: 4的季度销售额、费用和合同特征。我们将这些数据与保险公司2005年至2015年的年度财务报表相结合，其中包含有关可变年金负债价值和再保险负债份额的信息。
- 可变年金供给模型，基于风险的资本和经济风险约束是可变年金供应的重要决定因素，解释了定价和契约特征的证据。
- 从合同层面对可变年金市场的差异化产品需求体系进行了估算。
- 估计了可变年金供给模型，量化了金融摩擦的重要性。



研究结论

- 传统的保险文献侧重于人寿年金，人寿保险和健康保险等产品，以确保特殊风险。Finkelstein和Poterba (2004) 表明，信息摩擦导致不同类型个体的价格和合同特征的变化。然而，现在寿险公司的主要业务是通过最低回报保证来确保市场风险的储蓄产品。这个市场的关键摩擦是金融摩擦和市场力量，这导致不同保险公司的价格和合同特征随着时间的推移而变化。
- 传统上，共同基金是纯粹的传递机构，没有风险错配。然而，通过人寿保险公司销售的共同基金行业中一个重要且不断增长的部门，通过最低回报保证存在风险错配。从这个意义上说，人寿保险公司越来越像养老基金，因为它们拥有风险资产和担保负债。养老基金的持续资金不足可能预示着未来人寿保险公司的类似问题。



2. Predictable Financial Crises

Robin Greenwood and Samuel Hanson are with Harvard Business School and NBER.

Andrei Shleifer is with Harvard University and NBER.

Jakob Ahm Sørensen is with Copenhagen Business School.

A decorative graphic consisting of several overlapping, wavy lines in shades of red and grey, flowing from the bottom left towards the right side of the slide.



问题提出

- 研究宏观经济稳定性的一个中心问题是金融危机的可预测性。
- 一种观点认为：危机在很大程度上是不可预测的；另一种观点认为：金融危机在很大程度上是可预见的，是伴随着资产价格飙升的快速信贷扩张的副产品。
- 我们的研究挑战了金融危机是不可预测的“晴天霹雳”的观点，并支持了Kindleberger-Minsky的观点，即危机是可预测的繁荣-萧条信贷周期的副产品。这种可预测性有利于那些不利于信贷市场初期繁荣的政策。



贡献与创新

- 首先，我们使用一种简单而透明的方法记录了信贷增长和资产价格增长之间的交互作用的强度。
- 其次，我们发现了比之前研究记录的更程度的危机可预测性。
- 最后，我们建立了一个不确定情况下宏观审慎政策制定的简单模型，强调了在错误警报下采取行动的成本与在行动有益时不采取行动的成本之间的权衡。



Red-Zone

- 我们将一个国家归类为商业R区，如果过去三年的非金融企业信贷增长在全样本分布的前五分之一，而同一窗口内的股市回报处于前三分位数。
- 如果一个国家处于商业R区，一年内发生危机的可能性为13%，比无条件的4%的可能性大幅增加。如果一个国家处于家庭R区--也就是说，如果家庭信贷增长和房价增长都很高，那么类似的可能性是14%。至关重要的一点是，可预测性程度随着水平的增加而显著增加：对于商业R区国家来说，未来三年内经历金融危机的可能性是45%，对于家庭R区国家来说是37%。



六个发现

- 可以使用简单的线性预测回归中的过去的信贷增长来预测危机。
- 当我们关注伴随着资产价格飙升的大规模信贷扩张时，可预测性程度会大幅上升。
- 企业和家庭信贷市场过热是两个独立的现象，它们独立地预测未来危机的到来。
- 信贷市场过热是一个全球性因素，而且各国之间存在相关性。
- R区事件预示着实际国内生产总值(GDP)未来的收缩。
- 在促使政策制定者采取先发制人的行动之前，应该允许金融危机的可能性攀升到多高？这个问题的答案取决于假阳性和假阴性分类错误之间的统计权衡。



研究方法与内容

$$Crisis_{i,t+1 \text{ to } t+h} = \alpha_i^{(h)} + \beta^{(h)} \cdot \Delta_3 X_{it} + \varepsilon_{i,t+1 \text{ to } t+h},$$

$$Crisis_{i,t+1 \text{ to } t+h} = \alpha_i^{(h)} + \beta^{(h)} \cdot High-Debt-Growth_{it} + \delta^{(h)} \cdot High-Price-Growth_{it} + \gamma^{(h)} \cdot R-zone_{it} + \varepsilon_{i,t+1 \text{ to } t+h},$$

- 预测金融危机。
- 评估了主要发现的稳健性，探索商业信贷与家庭信贷市场过热之间的关系，并研究信用市场过热的全球组成部分。
- R-Zone事件是否对经济增长进行负面预测。
- 预测错误并评估对政策制定者的影响。



研究结论

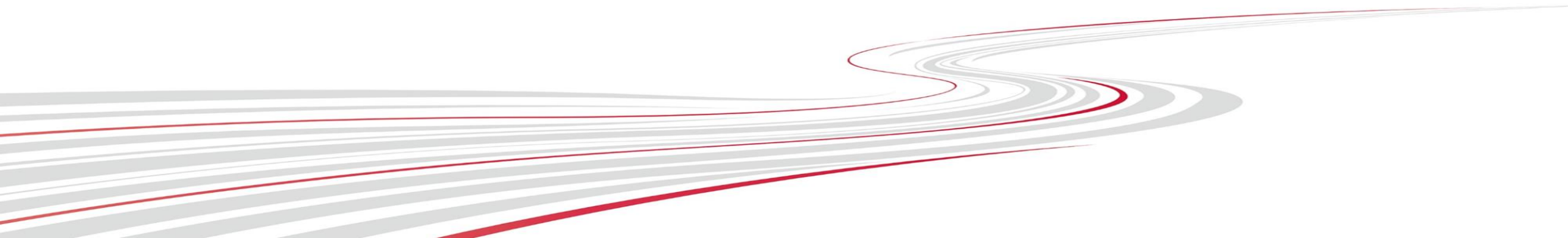
- 使用两个简单的变量，过去的信贷增长和过去的资产价格增长，我们构建了一个危险区域，即R区，在这个区域内，未来三年发生金融危机的可能性大约为40%。2006年，美国和其他许多发达经济体深陷这一危险区域，这是2008年爆发的全球金融中心的明确预兆。
- 我们的结论是，金融危机是可以充分预测的，有理由在信贷市场过热的情况下及早采取行动。
- 我们的证据支持这样一种观点，即经济体系容易受到信贷扩张和资产价格增长驱动的可预测繁荣周期的影响。



3. Late to Recessions: Stocks and the Business Cycle

ROBERTO GÓMEZ-CRAM

Gómez Cram is at the London Business School.

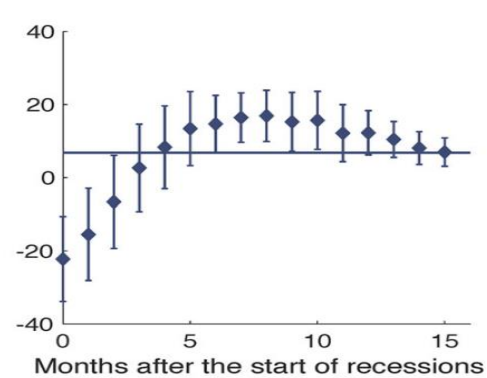




问题提出

- 股票回报与商业周期
- 传统的观点认为，股票的合理定价可以立即反映投资者对未来经济活动的预期，股票的预期超额回报是正的，随着时间的推移而变化，并表现出反周期行为。
- 作者认为，股票价格在纳入商业周期波动方面的效率低于文献先前承认的水平。股票价格反映的信息表明，经济衰退的开始具有显著的经济延迟，这对预期回报的行为具有重要影响。商业周期的状态对预期股票回报的信息比之前认识的要多得多。

研究内容



- 使用实时宏观经济数据估计状态空间模型来识别商业周期转折点。
- 在衰退开始后的几个月里，回报率为负值，然后上升到持续高于平均水平水平。在衰退中，回报率表现出相当大的动量，而在扩张中，它们表现出预期贴现率变化所带来的轻微逆转。
- 我提出了一个预期和已实现回报的模型，该模型最好地解释了这些商业周期模式。利用模型的预期收益估计，我构建了一个交易策略来分析隐含收益的可预测性，并评估我的研究结果的经济相关性。
- 从基于风险的角度来看，图1中的经验模式是一个谜，因为在任何理性均衡模型中都很难解释负平均超额收益。更令人困惑的是，这些负回报出现在宏观经济不景气的时期，而基于风险的理论通常认为，对风险的补偿应该是正和高。正如我下面所说的那样，这种模式似乎更符合投资者对预示着衰退开始的宏观经济消息反应迟缓的观点。



研究方法

- 计量经济学模型有两个主要组成部分。
- 第一是预期回报和已实现回报的区制转换模型，在该模型中，制度与商业周期阶段挂钩。我将条件预期收益率视为遵循一阶自回归过程的潜在变量。重要的是，我允许贴现率波动率在整个商业周期中变化，并允许实现回报和预期回报之间的冲击相互关联。
- 第二是通过计量经济模型确定经济体制，该模型使用宏观变量来提取扩散指数和实时衰退概率预测。



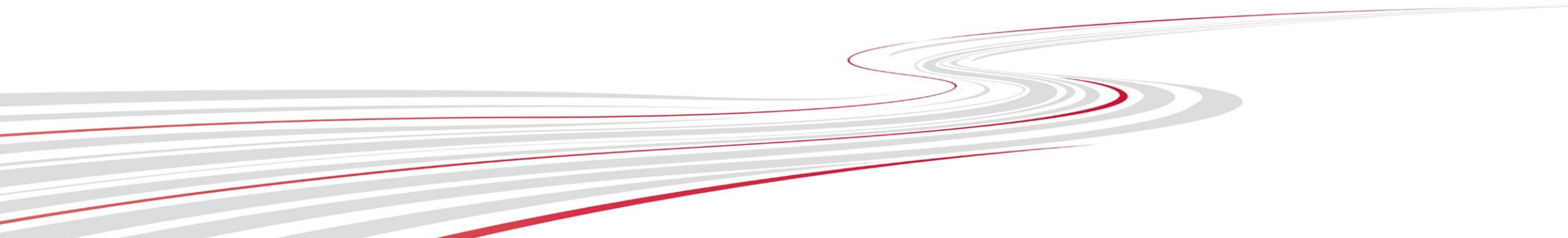
研究结论

- 我使用各种经济指标的数据来实时识别经济周期的转折点。
- 使用这些估计,我文档美国股市强劲的特点:时间序列逆转的时期广泛的经济增长,但在收缩时序的势头。
- 然后提出一种新的测量依赖政府利用自相关的预期回报率的回报。这个交易策略赚大阿尔法,夏普比率增加,并生成大效用收益均值-方差投资。
- 从理性预期和逆周期风险溢价的标标准模型来看,该策略的正阿尔法令人费解。该策略在经济不景气时期开始时风险较小,表明在经济不景气时期,回报率为可预见的负值,而不是很高。套现后,我的策略会在经济衰退的上升期回归市场。这一结果表明,投资者对预示衰退开始的宏观经济信息采取行动的时间较晚。最后,我通过查看分析师的预测,提供了支持这一解释的提示性证据。



4. Monetary Policy and Asset Valuation

Francesco Bianchi is with Department of Economics, Duke. Martin Lettau is with Haas School of Business, University of California at Berkeley
Sydney C. Ludvigson is with Department of Economics, New York University





问题提出

- 长期金融资产--包括股票市场--的实际价值会随着央行的行动和公告而大幅波动。
- 但这导致了一个谜题。资产定价(AP)理论只有在市场参与者相信与货币政策相关的东西将对实际变量产生长期影响的情况下，才能使如此大的反应合理化。然而，货币政策冲击可能对实际变量产生长期影响的概念与新凯恩斯主义的基本宏观理论和先前的经验证据都是背道而驰的。但是，如果货币政策冲击至多对实际变量产生短暂影响，货币政策如何影响长期实际资产？
- 一种可能性是，货币政策的某些组成部分对总体经济、实际利率和股市具有长期的、一阶的影响，即使货币政策冲击不会。在本文中，我们提出了与这一假设相一致的新的经验证据，并提出了与该证据相一致的新的理论解释。



研究内容

- 实际联邦基金利率(FFR)/ “自然” 利率 r^* /货币政策利差(MPS)
- MPS-衡量货币政策立场的指标 / “鸽派” / “鹰派”
- 短期实际利率的低频率变动与资产估值和股票回报溢价的低频率制度变化直接相关。
- 这些发现中有多少可以合理地归因于货币政策，即使是理论上的？



研究方法

- 为了解决这个问题，我们提出并估计了一个新的货币政策传导的宏观金融模型，该模型有两个“块BLOCK”。
- 第一块决定风险资产价格，由代表性代理人的最优行为驱动，该代理人从两种资产的投资中赚取收入：总股票市场 and 一期名义债券市场。
- AP代理（成熟投资者）/拥有大部分财富人口规模小/认为宏观经济动态是既定的
- 第二个块决定宏观经济动态，由一个有代表性的宏观代理驱动，该代理可以获得名义债券，但不持有股市财富。
- 一组方程组成，类似于新凯恩斯模型中常见的那些方程。但与标准的新凯恩斯主义模型相反，该模型可能与长期(但不是永久性)偏离货币中性一致。第一个这样的特征是对通胀的粘性宏观因素预期。第二个显著特征是，我们允许货币政策行为中的制度变化。



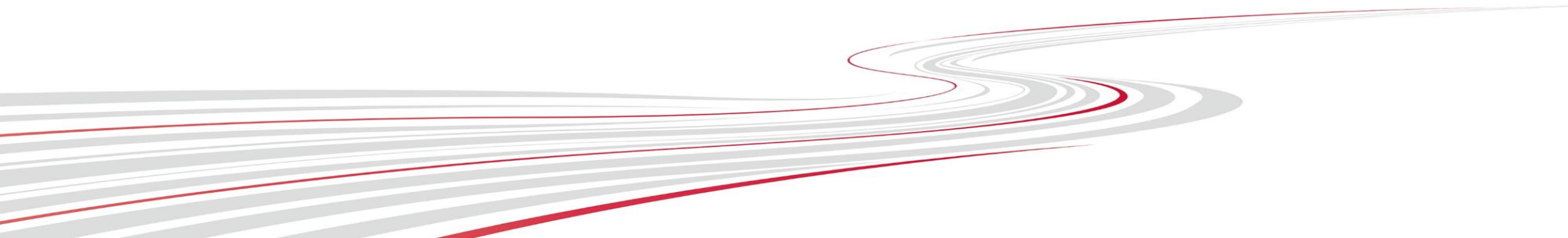
研究结论

- 我们的“自然利率”指标，美国经济的特征是，相对于宏观经济基本面，资产价值发生了较大的、较长的期。我们同时，短期实际利率水平也发生了同样重要的变化，超过了被广泛使用的MPS。
- 鸽派的子期与较低的股票回报溢价有关。我们求解并估计了一个新的货币传导的宏观金融模型。通过模型发现，鸽派的低MPS子期特征是与宽松的货币政策如何对实际利率规则，变量、股票市场和回报溢价产生长期影响提供了一致的理论基础。该模型为货币政策如何对实际利率规则，变量、股票市场和回报溢价产生长期影响提供了一致的理论基础。
- 该模型及其估计说明了40年来实际利率持续下降的根源。自上世纪80年代初以来观察到的短期实际利率下降轨迹中，有三分之二可以归因于货币政策，即政策行为的变化。
- 货币政策规则的参数在之前估计的MPS制度中存在着差异。鸽派的低MPS子期其特征是相对较低的通胀目标和相对于增长的更大的通胀反应，而鹰派的高MPS子期其特征是较高的通胀目标和相对于增长的更大的通胀反应。
- 模型估计结果，我们就确定了实际变量中的变动，这些变动导致了价格、高MPS和货币政策的短期实际利率，资产溢价，为政策规则中波动的权重。我们的主要结论，即政策规则持续至低MPS和我们的激励性经验证据一致。



5. Payment System Externalities

Christine A. Parlour and Johan Walden are at the Walter A. Haas School of Business, U.C. Berkeley.
Uday Rajan is at the Stephen M. Ross School of Business, University of Michigan.





摘要

- 我们研究银行的支付处理角色如何影响其贷款活动。在我们的模型中，银行在不同的区域运营，并向在自己区域之外购买一些投入的企业家发出索赔。跨地区结算银行债权会产生成本。在均衡状态下，当各地区的外包倾向差异很大时，就会出现流动性外部性--一家银行可能会限制自己的放贷，因为它需要为另一家银行发出的债权持有流动性。我们的工作突显出，银行间拆借的不同动机(投资于生产性项目和管理流动性)可能会对效率产生不同的影响。
- [银行系统流动性管理]



研究内容

- 银行在支付系统中的角色是什么？这种角色如何影响它们的贷款职能？
- 在正常时期，银行之间存在流动性外部性。银行间借款不仅仅是由生产率的差异驱动的，还可能源于支出模式的差异，从而导致银行间流动性需求的差异。
- 研究了非破产银行作为支付处理者和实体经济贷款人的双重角色的日常运营。
- 在我们的模型中，支付系统创造了一种流动性外部性，将贷款从规划结果扭曲到具有更高外包倾向的银行。



结论

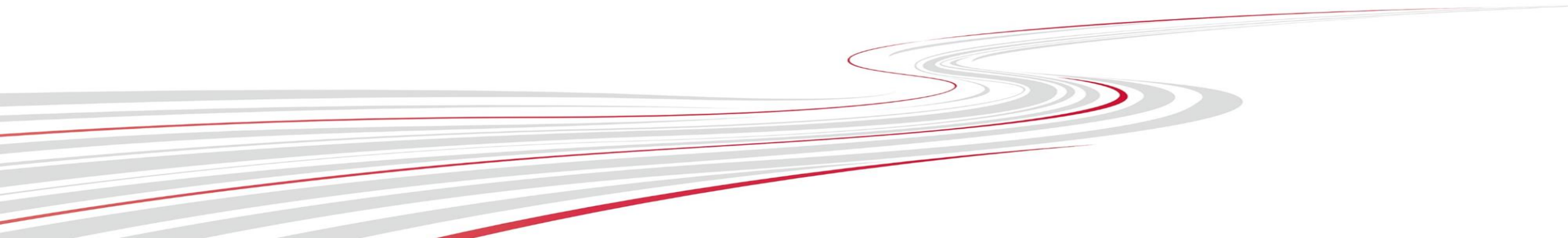
- 在本文中，我们证明了一家银行的流动性需求在一定程度上可以取决于支付系统中其他银行的行动。
- 尽管银行可以在银行间市场上自由交易准备金，但战略考虑会影响信贷的分配，从而影响经济的生产效率。
- 换句话说，银行的贷款额受到银行作为支付系统一部分的事实的严重影响。
- 一种标准的直觉是，在银行间市场重新配置资源的情况下，资本的边际产出以及投资在不同生产地区的边际产出将相等。
- 正如我们所证明的，如果银行还负责支付系统中的事后结算，这种情况就不会发生。
- 事实上，尽管我们说明了投资的横截面差异，但在凹面生产技术下，总产出也低于理想的基准水平。
- 在我们的模型中，支付系统创造了一种流动性外部性，使贷款偏离计划结果，流向外包倾向更高的银行。
- 结算成本 τ 抑制了这种外部性的程度，因为成本是由博弈结束时作为净支付者的银行产生的。
- 降低和解成本(或许通过批发CBDC)总体上是一种福利改善，但这样做确实会影响到分配，并可能加剧跨地区贷款的不平等。



6. Volatility Expectations and Returns

Lars A. Lochstoer is with UCLA Anderson School of Management.

Tyler Muir is with UCLA Anderson School of Management and NBER.





摘要

- 我们提供的证据表明，代理人对股市波动的信念进展缓慢，这导致最初对波动冲击的反应不足，然后是延迟的过度反应。
- 这些动态反映在波动率指数和方差风险溢价中，这反映了投资者对波动性的预期，也受到调查和公司级期权价格的支持。
- 我们将这些预期嵌入到一个资产定价模型中，发现该模型可以解释一些关于市场回报和回报波动的难以调和的风格化事实，包括弱的甚至负的风险-回报权衡。



研究内容

- 代理人对风险的感知在资产定价模型中起着至关重要的作用。然而，一篇长篇文献发现，经验上的风险-收益权衡充其量是弱的 (Glosten, Jagannathan和Runkle(1993))，尽管这种权衡在领先的资产定价模型中很强(Moreira和Muir(2017))。本文提出了一个模型，其中代表性代理人对波动性有偏见的、缓慢的预期。我们表明，这些预期有助于解释风险和收益之间的弱关系。



研究内容

- 我们通过三种方式约束模型中关于波动性的预期：我们微观地发现基于粘性和外推预期的信念，我们使用的价格回报，这有助于评估对波动性的预期，以及我们在信念错误。
- 对波动率的预期最初似乎对有关波动率的消息反应不足，随后出现了延迟的过度反应。
- 我们将这些信念嵌入到带有随机波动率的标准均衡模型中，并认为我们可以解释许多关于股市波动性、波动率指数、方差风险溢价和股票收益的经验事实。
- 我们通过粘性预期和外推在我们的模型中微观地发现了信念，这些力量加在一起，导致了最初反应不足和对波动消息的延迟反应过度。
- 在金融市场价格中识别的这种信念的最明显的地方是波动率、债券和期权市场。我们在最近波动率溢价的层面没有使用来自期权的调查数据，这导致我们模型中的波动率较低。我们使用来自期权的调查数据，这导致我们模型中的波动率增加。我们使用来自期权的调查数据，这导致我们模型中的波动率增加。我们使用来自期权的调查数据，这导致我们模型中的波动率增加。



研究内容

- 信念的微观基础和调查证据，我们提供了一个简单的投资者对股市方差的预期模型，既有粘性预期，又有过度推断的特点，这两个特征都存在于关于方差预期的调查数据中。
- 我们将我们在这里记录的信念偏差的形式嵌入到一般均衡模型中，并评估资产定价的影响。我们建立了一个类似于Bansal和Yaron(2004)中的资产的定价模型，不同之处在于我们允许代表性投资者对股票收益波动的动态有偏见的信念。这一简单的修改使该模型能够解释上面讨论的经验证据。股权风险溢价动态、方差风险溢价动态
- 模型与风格化事实的比较：将模型与文献中关于股票收益、波动率、波动率指数和方差风险溢价的典型事实进行了比较。
- 提供了补充证据，讨论了该模型的缺点，并考虑了其他解释



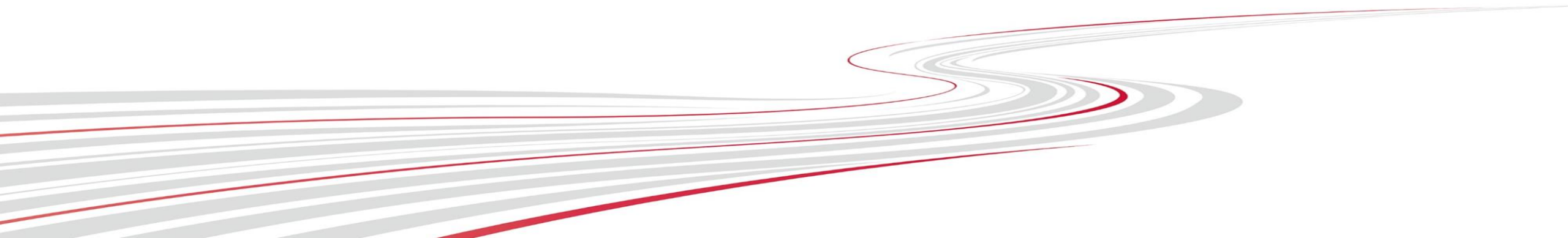
结论

- 我们发现，对波动率消息反应不足、反应迟缓的过度反应，可以与许多围绕波动率和风险溢价的经验事实相吻合，这些事实从领先的均衡资产定价模型的角度来看是令人困惑的。
- 这些结果是通过假设代理人对波动性的预期是缓慢移动的和外推的，并与调查数据中的预期一致而获得的。
- 特别是，我们的模型匹配了总体风险收益弱的权衡，以及股票溢价和方差风险溢价在方差冲击后的动态反应。我们能够解释这样一个事实，即波动率的冲击确实通过贴现率渠道与负的同时实现收益相关，尽管波动率与下一时期收益之间的关系很弱。



7. Dissecting Conglomerate Valuations

Oliver Boguth is with W. P. Carey School of Business, Arizona State University.
Ran Duchin is with Carroll School of Management, Boston College.
Mikhail Simutin is with Rotman School of Management, University of Toronto.





问题提出

- 大多数美国大公司都在多个部门运营。这类企业集团在美国公司的融资、投资和价值中占据了最大份额。因此，金融经济学中的大量文献研究企业集团，侧重于企业集团价值和内部资本配置。这些文献面临的一个重要的经验挑战是，无法直接估计部门估值和投资机会。在这篇文章中，我们通过开发一种新的方法来估计部门估值倍数，或托宾的Q，以应对这一挑战。



估值方法

$$v = W \cdot q^C.$$

- 传统方法是使用独立公司估计的行业水平Q来估算企业集团的价
值。它们用在同一行业运营的独立公司的中位数Q来代替每个部
门的Q。
- 新的方法将跨企业集团的这些组件分成具有可观察到的特征的类
别，特别是行业从属关系。然后，使用分位数回归来获得每一类
估值倍数(Q)的企业集团隐含估值中值。将这些Q与每个类别中独
立公司的Q进行比较，可以在单个类别的粒度水平上分析企业集
团和独立公司之间的系统差异。



数据与研究方法

- 从Compustat获得公司级会计变量和SIC行业分类，从Compustat细分文件获得部门级变量。样本期从1978年Compustat细分数据可用开始，到2018年结束。排除了那些在Compustat上无法获得业务部门层面的销售的公司。排除了销售额为零的部门。进一步要求Compustat年度文件中的总销售额大于2000万美元。
- 企业集团定义为至少在两个不同行业运营的公司。随后的实证分析依赖于10个FAMA-FRENCH行业，这些行业足够广泛，以确保每个行业在给定的一年中有相当数量的部门运营，从而确保企业集团的行业权重矩阵 W 得到很好的填充。
- 每年，我们都会在不间断的情况下，估计企业集团 Q 对法马-法国10个行业的销售敞口的横截面分位数回归。由此得到的系数是对每个行业年度综合企业部门的中位数 Q 的估计。这种方法可以直接估算出企业集团各部门的 Q 。由于它不依赖于独立公司的 Q ，因此我们的方法消除了由于企业集团和独立公司之间的系统差异而可能产生的测量误差。这使我们能够表征联合部门和独立公司的 Q 之间的差异。
- 在本文的剩余部分，我们描述了部门 Q 的新指标，并调查了企业集团和独立公司之间的经济差异。分析的重点是外部融资摩擦以及资本和资产在公司内部、通过内部资本市场和通过多元化收购和剥离在公司之间的配置。



研究内容

- 在第一组分析中，我们调查了部门Q的性质，并将它们与传统的来自独立公司的Q测量进行了比较。在各个行业，部门Q和独立Q的平均比率差异很大。这些发现对之前关于企业集团的研究具有广泛的影响，因此，它们揭示了企业集团的部门Q和独立公司的Q之间的系统性差异。因此，企业集团的内部政策，如内部资本配置研究，可能会错误地描述企业集团的内部政策。
- 在第二组分析中，我们调查了解释不同行业在不同时间部门Q和独立Q之间差异的经济机制。我们发现，与独立的Q相比，部门Q对市场范围和经济冲击的敏感度要低得多。这些发现适用于广泛的经济冲击，例如，通过股市回报、股息收益率和工业生产或总产出的变化。
- 独立公司和企业集团的Q差异反映了它们对信贷状况的敏感度的差异，以及通过企业集团内部资本市场进行资源再配置的重要性。部门Q对于理解企业集团内部以及专注和多元化公司之间的资产(重新)配置应该是重要的。在第三组分析中检验这一假设。



研究结论

- 我们发现，集团部门的Q与通常使用的行业级独立Q有很大不同。部门Q随时间和行业的不同而不同，部门估值相对于独立公司的估值从大幅折扣到大幅溢价不等。我们研究了解释这些差异的经济机制，发现与独立公司的Q相比，部门Q对经济冲击不那么敏感。
- 我们表明，这种降低的敏感性之所以出现，是因为企业集团内部资本后市场提供的共同保险缓解了外部融资摩擦和信贷冲击的影响。在最后一组分析中，我们发现Q的差异通过内部资本市场影响了公司内部的资源配置，并通过多元化收购影响了公司之间的资源配置。
- 首先，我们发现企业集团的投资和内部资本配置对部门Q高度敏感，并且这种敏感性随着企业部门的剥离而改变。
- 其次，我们发现，部门Q和独立Q之间的差异，反映了集团化的时变收益，预测了多元化收购的规模和公告回报。
- 总体而言，我们的方法提供了部门级估值倍数的分类估计，这为了解企业集团的属性和政策提供了新的线索。



研究展望

- 鉴于我们的方法是在企业集团部门的细粒度水平上估计估值倍数，它可以扩展到通过其他经济渠道扩大我们对公司多元化的理解，包括成本结构、供应商网络、讨价还价能力、竞争力、创新以及产品市场和供应链之间的协同溢出。
- 例如，未来的研究可以使用我们的方法，结合关于资产、生产率和员工的机构级数据，在机构级生成分类Q，以更细粒度的企业集团内部研究估值和内部资源配置。

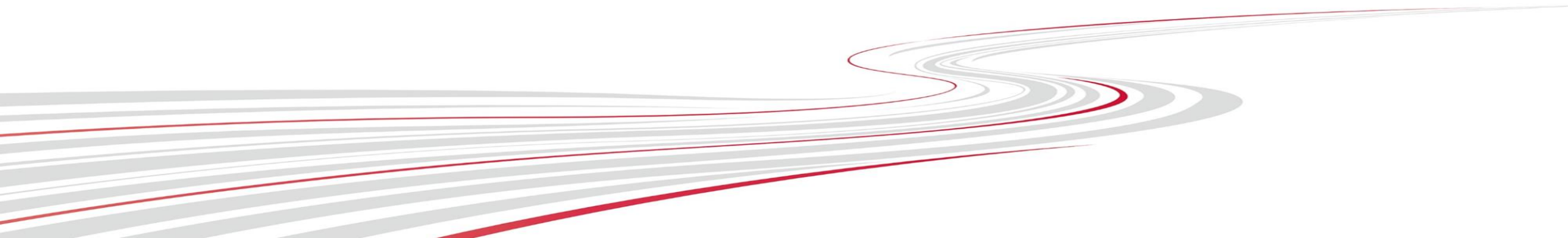


8. Common Risk Factors in Cryptocurrency

Yukun Liu is with the Simon Business School, University of Rochester.

Aleh Tsyvinski is with Yale University and NBER.

Xi Wu is with the Haas School of Business, University of California at Berkeley.





摘要

- 我们发现三个因素——加密货币市场、规模和动量——捕捉了横截面的预期加密货币回报。我们考虑股票市场中与价格和市场相关的回报预测因子的综合列表，并构建它们的加密货币对应物。十种加密货币特征形成了成功的多空策略，这些策略产生了可观且具有统计意义的超额回报，我们表明所有这些策略都由加密货币三因素模型解释。最后，我们研究了加密货币规模和动量效应的潜在潜在机制。



研究内容

- 关于加密货币市场有两种观点。首先是大多数甚至可能所有的硬
币都代表着泡沫和欺诈。第二，体现在硬币中的区块链技术可能
会成为一项重要的创新，至少一些硬币可能是代表这项技术未来
利益的资产。
- 如果后一种情况属实，那么从经验资产定价的角度分析加密货币
市场很重要，原因有两个：第一，建立一套经验规律，可以作为
程式化的事实来评估和发展理论模型，第二，理解 and 区分理论
对传统资产定价和新开发的加密货币文献中的资产定价因素的解
释。



研究对象

- 我们考虑从2014年初到2020年7月所有市值超过100万美元的代币及其回报。此类代币的数量从2014年的109个增加到2018年的1,559个，然后在2020年下降到665个。
- 在我们考虑的24种加密货币特征中，10种成功的多空策略产生了可观且具有统计意义的超额回报。特别是，三个因素——加密货币市场、规模和动量——占据了大部分横截面预期回报。
- 这些特征可以大致分为四组：规模、动量、交易量和波动性。



因子

- 我们接下来分析 24 个特征在加密货币市场中的表现。
- 每周，我们都会根据给定特征的价值将单个加密货币的回报分类为五分之一的投资组合。
- 我们在接下来的一周跟踪每个投资组合的回报，并计算每个投资组合在无风险利率上的平均超额回报。
- 然后，我们根据第五个五分位数和第一个五分位数之间的差异形成多空策略。
- 我们发现零投资策略的回报在 24 个特征中的 10 个具有统计显著性，即市值、价格和最高价格；过去一、二、三、四和一到四周的回报；价格量；和价格量的标准差。
- 我们现在转向对每组策略的结果进行详细描述。（略）



检验

- 接下来，我们调查是否有少数因素可以跨越这 10 个横截面加密货币回报预测因子。
- 我们的第二个主要结果是开发一个为加密货币收益的横截面开发一个因子模型。我们首先考虑仅包含硬币市场因素的单因素模型。这本质上是一种加密货币资本资产定价模型 (CAPM) 模型。结果与其他资产类别的结果相似——该模型在为代币收益的横截面定价方面表现不佳。
- 接下来，我们展示了一个包含加密货币市场因子 (CMKT)、加密货币规模因子 (CSMB) 和加密货币动量因子 (CMOM) 的三因子模型解释了所有 10 种成功的零投资策略的超额收益。针对加密货币三因素模型进行了调整，这 10 种策略的 alpha 值都没有统计显著性。CSMB 因子占以下策略：市值、价格、最高日价、价格量和价格量的标准差。CMOM 因子解释了一周、两周、三周、四周和一到四周的动量策略。



PCA

- 受罗斯套利定价理论的启发，我们还对 24 种多空策略进行了主成分分析。
- 我们表明，前两个主成分占 24 种多空策略变化的 45% 以上。特别是，第一主成分和第二主成分分别与加密货币规模和动量因子密切相关，而加密货币市场因子捕捉水平而不是多空策略溢价。基于 10 种成功的多空策略的结果显示出类似的模式。当我们检查 24 种策略的投资组合水平时，我们发现前三个主成分占投资组合变化的 73%。这三个主要组成部分与加密货币市场、规模和动量因素密切相关。



机制分析

- 关于加密货币规模效应，研究结果可能与两种机制一致。首先，部分规模溢价可能会捕捉到市场的非流动性溢价。我们发现三组证据与这种规模溢价的流动性观点一致：
 - (i) 相对于大型代币，小硬币的价格更低，Amihud 非流动性指标更高，
 - (ii) 在横截面中，加密货币的规模溢价更高在套利成本高的代币中很明显
 - (iii) 在时间序列中，加密货币规模溢价在加密货币市场高度波动时更大。
- 其次，与最近强调资本收益和便利收益之间权衡的理论一致。
- 对于加密货币动量溢价，证据可能与投资者过度反应机制一致。在最初的延续之后，价格往往会在长期内反转。此外，加密货币动量效应在大型和知名硬币中明显更强。与这些理论一致，我们进一步发现
 - (i) 加密货币动量效应在受到投资者高度关注的硬币中更为明显
 - (ii) 在投资者高度关注时动量因素更强。



研究结论与展望

- 本文表明，可以使用标准资产定价工具对加密货币的横截面进行有意义的分析。我们首先证明，与其他资产类别类似，规模和动量因子很好地捕捉了加密货币回报的横截面。此外，可以使用市场信息构建的简约三因素模型成功地为加密货币市场的策略定价。
- 我们进一步分析了对我们的因素的一些理论解释。对于加密货币规模溢价，我们的发现可能与两种机制一致。首先，加密货币规模因素与流动性效应有关。其次，我们发现一些证据表明规模溢价与最近的加密货币理论提出的机制一致：资本收益和便利收益之间的权衡。对于加密货币动量溢价，我们表明它符合投资者过度反应的渠道特别是，这些发现与最近关于注意力驱动的过度反应引发动量的理论一致。我们注意到，尽管我们提供了证据来支持加密货币规模和动量效应背后的一些似是而非的机制，但这些渠道只是可能的解释。
- 加密货币市场是一个新兴市场，正在发生许多变化。目前的市场状况相对不发达，我们的结果可能适用于存在大量投机甚至欺诈的不成熟市场。随着加密货币市场的成熟，市场的定价动态可能会发生变化。此外，加密货币市场仍处于早期阶段，样本期可能不寻常。我们在论文中记录的溢价比股票市场的溢价大一个数量级，期望溢价的幅度长期持续是不现实的。然而，更广泛地说，我们的结果可能适用于未来可能出现的其他新资产类别。



9. Do Market Prices Improve the Accuracy of Court Valuations in Chapter 11?

Cem Demiroglu is at Koç University. Julian Franks is at London Business School. Ryan Lewis is at the University of Colorado-Boulder.

A decorative graphic at the bottom of the slide consisting of several overlapping, wavy lines in shades of red and grey, creating a sense of motion and depth.



第11章是什么？

- 第 11 章是一种破产形式，涉及债务人的业务、债务和资产的重组，因此被称为“重组”破产。
- 第 11 章是最复杂的破产程序形式。第 11 章破产允许公司继续经营并重组其义务。
- 如果申请第 11 章的公司选择提出重组计划，则必须符合债权人的最佳利益。
- 如果债务人没有提出一个方案，债权人可以提出一个替代方案。
- 许多大公司，包括通用汽车和凯马特，都利用第 11 章破产作为重组债务的机会，同时继续开展业务。
- 由于第 11 章是最昂贵和最复杂的破产形式，大多数公司在申请之前会探索所有替代途径。



好处与缺点

- 提交第 11 章有什么好处吗？
- 最大的优势是实体，通常是企业，可以在重组过程中继续运营。这使他们能够产生有助于还款过程的现金流。法院还发布了一项令债权人远离的命令。大多数债权人都接受第 11 章，因为他们可以在还款计划的过程中收回更多（如果不是全部）他们的钱。
- 提交第 11 章的缺点是什么？
- 第 11 章破产是所有破产案件中最复杂的。它通常也是最昂贵的破产程序形式。对于一家苦苦挣扎到考虑申请破产的公司来说，仅法律成本就可能有点繁重。此外，重组计划必须得到破产法院的批准，并且必须足够易于管理，以便随着时间的推移合理偿还债务。由于这些原因，公司必须在仔细分析和探索所有其他可能的替代方案后才考虑第 11 章的重组。



摘要

- 在第11章重组中，新发行股票的法庭价值和出现后市值之间的平均差异超过50%。我们表明，违约债券交易的公开传播将这种差异减少了23%，并在很大程度上消除了索赔人之间的财富转移。只有当债券在法院估值日前后充分交易，并在出现后获得大量股本时，分散的影响才显著，这表明债券的价值对蛋糕的大小和分配很敏感。这些发现表明，证券价格具有实际影响：它们提高了破产参与者的估值。



结论

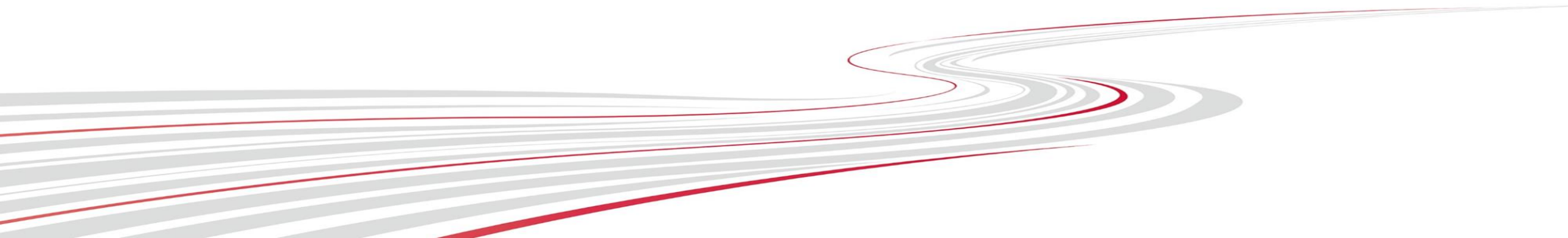
- 我们的论文调查了违约债券价格的公开传播是否有助于减少破产法第11章中的错误估值，以及这些错误估值可能导致的不同类别债权人之间的财富转移。在我们的分析中，我们利用了痕迹传播方案的引入，该方案对公司债券交易的透明度提供了准随机冲击。我们发现，债券价格分散的公司的错误估值在经济上有很大的减少，而且在统计上有显著的减少。传播的影响足够大，足以大幅减少索赔人之间的财富转移和与估值不确定性相关的APR违规行为。尽管在司法机构内部，对于使用市场价格来确定蛋糕的大小及其在法院计划中不同索赔人之间的分配的态度存在很大差异，但我们的发现表明，在破产法第11章中，可核实和透明的债券价格是一个有价值的信息来源。



10. Regulation of Charlatans in High-Skill Professions

Jonathan B. Berk is at Stanford University and the NBER.

Jules H. van Binsbergen is at the University of Pennsylvania and the NBER.





问题提出

- 政府在现代经济中的一个重要角色涉及商品和服务的标准监管和信息披露。事实上，监管符合消费者利益的假设往往是理所当然的。在本文中，我们认为这种假设需要更严格的论证。我们在我们的模型中证明，在高度监管的经济部门，对于供不应求、被大多数消费者高度重视的商品和服务，制定标准会减少消费者盈余。



研究内容

- 我们研究了监管在具有夏拉尔人的简约均衡模型中的作用，该模型的特征是，他们知道他们不具备提供特定服务的技能，但仍然可以进入该职业并提供服务。
- 在模型中，熟练的代理商处于无弹性的短供应中，消费者通过观察信号来收到有关专业技能的信息。
- 为什么法规减少消费者的盈余？在任何政府干预之前，消费者可能面临江湖骗子的可能性反映在较低的服务价格上。如果政府通过要求对提供商的信号进行下限来实施标准，那么服务的价格将上涨。
- 如果这是唯一的效果，那么消费者将无动于衷：他们的预期收益的增加被更高的价格所抵消。
- 但是，还有一个额外的效果：标准减少了提供者的数量，从而减少了竞争。竞争的下降会进一步提高价格，从而减少消费者的盈余。
- 为什么在没有政府标准的情况下，市场不会被夏拉特人淹没？原因是，即使没有政府法规，市场标准也存在的 - 消费者只雇用了预期满足市场清除质量阈值的生产商。因此，监管机构面临的问题不是是否应该有标准，而是要施加比市场已经施加的更高标准符合消费者的利益。在我们的假设下，这个问题的答案是否定的。



- 我们的结果扩展到信息披露要求。人们通常认为，更好地将他们购买的产品告知消费者可以使他们做出更好的决定，从而增加消费者的福利。
- 尽管这种逻辑确实暗示着整体福利随着披露而增加，但这并不意味着消费者福利会增加，因为它忽略了平衡，信息启示对价格的影响。
- 即使这些信息将Charlatans赶出了市场，消费者也会变得更糟，因为作为一个整体，他们从服务中获得的总好处并不大（即，尚未降低技能的供应），但竞争的减少迫使他们迫使他们为服务支付更多费用。
- 实际上，当消费者同质时，披露后的额外价格上涨消除了所有消费者的盈余。当消费者是异质的时，只要足够多的消费者重视服务，并且服务供应足够短，就会随着披露而减少消费者的盈余。



总结

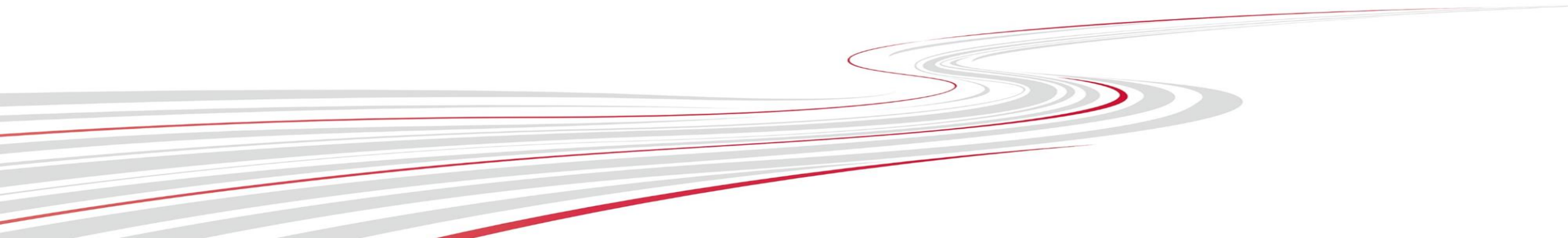
- 如果一个政府想要为了消费者的利益进行监管，那么政策制定者做出的隐含假设--信息披露和标准有助于消费者--需要更严格的理由。信息披露和标准可能确实有利于消费者，但在没有证据的情况下，政策制定者不能简单地假设这一说法是表面上的事实。
- 为了证明信息披露和标准是合理的，我们模型的含义是，政策制定者需要提出以下论点之一。
- 他们可以在利兰(1979)的基础上证明监管是合理的，理由是监管之后随后的价格上涨吸引了足够多的新人才，从而导致消费者盈余的净增加。这不仅意味着更好地理解一个部门的工资弹性(短期和长期可能有很大不同)，而且还表明质量提高的好处超过了本文确定的竞争的影响。
- 但监管可能是有意义的第二个原因是，人们认为消费者没有充分定价面对江湖骗子的成本。在这方面，应该再次拿出证据来证明当前的政府政策是合理的。作为例证，基于江湖骗子利用天真投资者的观点，越来越多的人呼吁加强对资金管理行业的监管，一些人建议，应该禁止个人将退休资金投入主动型共同基金。但事实上，Berk和van Binsbergen(2015)发现，投资者在这个行业中理性地配置了他们的资本。
- 许多人引用的另一个监管理由是，江湖骗子可能造成重大伤害。在这一点上，同样需要佐证的证据来证明监管是合理的。在这种情况下，许可了继续损害消费者，但这是对医药等有可能造成重大伤害的取存行业所采取的监管形式。更重要的是，为了证明监管是合理的，监管机构需要证明生产商的质量存在很大的不确定性，而且进入该行业的机会成本很低。
- 最后，我们的分析没有考虑其他形式的监管，如价格控制或消费者和生产者之间的转移。存在这样一种可能性，即通过将其战略扩大到是证和许可之外，监管机构可以帮助消费者。根据我们论文中的结果，可能需要分析其他形式的监管是否会对消费者有利。



11. Going the Extra Mile: Distant Lending and Credit Cycles

João Granja is at the University of Chicago Booth School of Business.

Christian Leuz and Raghuram G. Rajan are at the University of Chicago Booth School of Business and the National Bureau of Economic Research (NBER).





问题提出

- 在全球金融危机之前，美国银行与小企业借款人的平均距离增加了，特别是对竞争激烈的县的银行来说。小额远程贷款更难发放，因此贷款质量恶化。令人惊讶的是，随着美联储从2004年开始加息，这种贷款加剧了。为什么？我们发现，银行对更高利率的反应导致银行存款转移到竞争激烈的国家。短期内的银行管理层将这些流入的资金循环用于向遥远、缺乏竞争力的国家发放高风险贷款。因此，加息、竞争和管理层的短视主义解释了为什么资金流入在银行的口袋里“烧出了一个洞”，更广泛地说，增加了高风险的放贷。



研究内容

- 使用一个代理变量来研究这些问题，即贷方愿意通过向距分支机构更远的物理距离的小借款人贷款来扩大其贷款组合的程度。
- 信息和通信技术使放款人能够在向小企业贷款时摆脱本地互动。因此，随着这些技术的改进，银行可以安全地承担更多的风险。因此，平均贷款距离的扩张速度快于趋势表明技术的快速改进或银行风险的承担。
- 银行与其借款人之间平均距离变大的长期趋势在过去20年中持续存在。然而，重要的是，我们在随后的低迷时期再次缩短。在繁荣时期，距离显著扩大，然后在随后的低迷时期再次缩短。
- 在繁荣时期，相对于附近银行而言，遥远的银行增加了对县内借款人的贷款，并且比在低利率时期增加了更多。我们的研究结果证明，如表所示，在繁荣时期，利率对距离的敏感度在危机前的繁荣时期有所下降。
- 分支机构主要位于竞争性银行市场的银行在平均贷款距离上的周期性模式更为明显。如果竞争激烈的地区向竞争较弱的地区发放的远距离贷款也是顺周期的。



解释

- 银的性DSS域，款弱粘DSS域，款较有了行对竞争的、致银相竞争的、致银相（即被，激，因集中压增竞存冲集挤款向新资（从长争款，击。图贷流引融，热们缓存并积极过他减致款积开始为也导存个开因这应有一经济，升现是对户缓上留这经济，升现是对户缓上留这应给长利行——了嫁增策银金为转款政的资是息存。区贷常加的渠道地可（整地款量大时将这些存于有息会这的由拥加不。策。能始行租政区可开银出币地们联储的里货中它美领户说离会，当行储所远机
- 然而，跟踪的供。松充过它轻金通储以资会存可在能来师其可券析与理库分，经国和此行资股。期于东因银果金短。期将是贷款，其如资，过特别可贷以通特本地可难动的，持本他们困被准，没很于如用能低例费可多？定层更象增预理提供形激款管提持款贷行人保存过银款来对通，借款应手量向贷何对款区的行果行争远更银如银竞更
- 一事些后贷款需求，扩总而后导
- 一旦银行超出了技术所提供的限制，它们就没有能力对借款人进行事前尽职调查和一事些后贷款需求，扩总而后导
- 总而后导



数据与方法

- 我们的分析使用了过去20年来自美国的小企业贷款的数据。具体地说，我们使用社区再投资法案(CRA)数据集，该数据集按贷款接受者所在的县对总资产超过10亿美元的银行发起的年贷款额进行分层。我们将CRA数据集与存款摘要(SOD)数据集结合起来，后者提供了有关在美国运营的所有商业银行的分行网络的信息。这种组合使我们能够计算贷款接受者所在县与其银行贷款人最近的分行之间的物理距离
- 我们首先描述数据，为远程贷款的顺周期性质提供证据，展示这种贷款如何导致更大的贷款损失而事先收取的利率没有相应上升，并表明远程贷款通常来自银行业所在的县与银行业没有的县竞争。然后我们转向可能的解释，提供证据表明存款激增在短期银行的口袋里“烧了一个洞”。我们讨论了我们发现的那些概括性的方面，并且我们提供了暗示性证据，证明远程借贷更普遍地代表了系统性风险承担。我们通过文献中设置研究结果并讨论可能的进一步研究来结束。



贡献

- 这篇论文的一个关键贡献是，在我们考察的那段时间里，贷款距离高于趋势水平的增长确实是冒险行为的表现，也是风险承担的有效替代。
- 我们的贡献是更好地将危机前贷款距离的增加与银行的风险承担联系起来，并基于货币政策诱导的资金流、竞争和代理提供解释。
- 这篇论文最重要的贡献是展示了当银行获得大量流动性流入时，银行业竞争领域的短期主义是如何加剧的。



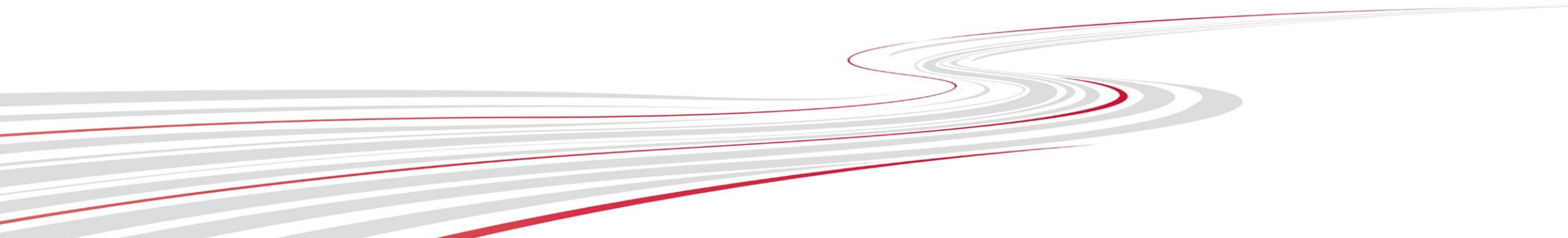
结论

- 这篇论文最重要的贡献是展示了当银行收到大量流动性流入时，银行业竞争领域的短期主导性风险。这篇文章如何加剧了市场流动性短缺。它对邻近风险增加，并且由于这些元素中哪些是必不可缺的？这些元素中哪些是必不可缺的？这些元素中哪些是必不可缺的？
- 这些元素中哪些是必不可缺的？这些元素中哪些是必不可缺的？这些元素中哪些是必不可缺的？
- 一系列论文表明地理距离在贷款决策中仍然发挥着重要作用，这种距离的重要周期性成分，并且还发现银行加倍努力确实承担了额外的风险。
- 关注银行间竞争及其激励机制对于补充对依赖过度乐观或其他形式的非理性的繁荣-萧条事件的解释至关重要。
- 对遥远的小企业的贷款急剧增加表明银行风险承担的普遍增加可能对银行监管者有用。一旦监管者开始跟踪贷款距离，银行的行为方式就会降低它的用处。
- 在某些情况下，货币政策正常化可能会增加银行体系的扭曲。



12. Liquidity Fluctuations in Over-the-Counter Markets

Vincent Maurin is at Stockholm School of Economics.





问题提出

- 资产价格似乎往往与基本面脱节。这种弱关系表现为过度的价格波动，特别是Bao and Pan (2013) and Glaeser et al. (2014)记录的公司债券和住房。在投机时期，当价格在崩溃之前迅速上涨时，价格与基本面的偏离有时是极端的(见Cutler, Poterba and Summers 1991)。在住房等一些资产类别中，这些事件的反复性质令人费解。为什么在基本面没有变化的情况下，价格和成交量会有这么大的波动？



研究内容

- 本文提出了一种内生流动性波动理论，可以使这些现象合理化。
- 受公司债券和住房市场的推动，考虑了一个二级市场，其中异质资产在不对称信息下交易。
- 资产所有者面临着从（再）交易中产生收益的特殊流动性冲击。尽管每种资产质量的供应是固定的，但待售资产的平均质量以及当前流动性与过去的流动性呈负相关。
- 这种内生的质量效应会在平衡中产生周期性波动。
- 在一个周期中，由于转售效应，价格动态是投机性的。如果未来流动性高，期望轻松转售低质量的资产的前瞻性买家今天抬高了其价格。这种投机行为导致内生的资产价格暴涨和崩盘。当不存在循环时，这些转售考虑反而会产生产多重平衡。



模型

- 该模型适合于拥有不同资产的不透明的场外(OTC)市场，如住房或公司债券。
- 该模型中，投资者交易固定供应的资产。每种资产的特点是其质量，称为高或低，每个投资者持有零或一单位。在每个时期，资产所有者都有可能经历一次特殊的流动性冲击，这反映了投资组合再平衡的需求。
- 在该模型中，流动性受到打击的投资者持有资产的私人价值较低。估值较低的投资者可以通过将其资产出售给估值较高的买家而获益。买家和卖家在分散的市场中双边会面，只有当前的所有者知道他的资产质量和他自己的私人估值。这种通过持有学习的假设是为了以一种容易处理的方式捕捉场外市场的不透明度。



买方与卖方

- 买方向卖方提出接受或不接受资产的报价。
- 买方面临逆向选择，因为她不知道资产的质量和卖方的私人估值。要么出价高，要么出价低，要么在两者之间随机选择。
- 高价瞄准的是那些拥有高质量资产并希望出售的投资者，因为他们的估值较低。
- 在信息不对称的情况下，低质量资产的所有者也可以以这个价格进行交易，并赚取信息租金。
- 为了避免支付这些租金，买家可以提供低价，目标是低质量资产的低估值卖家，但她会放弃与高质量资产卖家交易的收益。



市场流动性

- 市场流动性被定义为买家出价较高的(混合)概率。
- 如果买家出价低,与对称信息情况相比,交易高质量资产的一些收益不会实现。
- 市场流动性随着待售资产的平均质量而增加,随着出价较高时向低质量卖家提供的信息租金而减少。
- 在动态模型中,这两个变量都是内生的:卖家池的构成对过去的流动性做出反应,而对于具有前瞻性的投资者,信息租金取决于未来的流动性。



质量效应

- 在这个不透明的场外交易市场，发挥作用的第—股动力是质量效应。每种资产质量的总供应量是固定的，但低估值投资者持有的份额是内生的。
- 这一观察结果至关重要，因为优质资产可能只由估值较低的投资者提供，因为估值较高的所有者无法从交易中获益。
- 那么，假设大多数优质资产的所有者的估值都很低。
- 面对有利的卖家群体的买家，会出价很高。
- 下一阶段，优质资产由这些高估值买家持有，除非经历流动性冲击，否则不会出售。
- 面对一个不那么有利的群体，新买家出价很低：市场变得缺乏流动性。
- 在缺乏流动性的市场中，优质资产的潜在供应逐渐增加，因为所有者经历了流动性冲击，但由于买家出价较低而不出售。
- 最终，潜在供应量可能会高到足以让买家再次开出高价。
- 质量效应的存在仅取决于流动性冲击持续存在的假设。



回售效应

- 能够买卖资产的投资者的前瞻性行为决定了这个二级市场的价格动态。
- 存在回售效应，即未来市场流动性增加了低质量资产的价值。
- 这一价值将资产的持有价值和期权价值结合在一起，以便在未来转售。
- 未来较高的价格会提高低质量资产的转售价值，从而提高其对潜在买家的当前价值，从而降低目前的信息租金。
- 这种转售效应意味着，如果未来买家也提出高价报价，买家更有可能提出高价报价。
- 如果投资者更具前瞻性，那么这种影响就会更强，因为(转售)选项在总价值中所占的比例更大。



二级市场的流动性动态

- 质量效应和回售效应的交互作用决定了不透明二级市场的流动性动态。
- 该模型可以提供一组丰富的静态均衡。
- 在多重性的情况下，用一个简单的稳定性判据来细化平衡点集。
- 利息的关键参数是优质资产的(固定)比例，它代表了市场质量。
- 对于市场质量的极端值，均衡是直接的。
- 如果价格非常高，买家总是发现，尽管存在质量效应，但最好的报价是高：均衡是一种流动的稳态。
- 同样，如果市场质量很差，均衡就是买家总是低价出价的非流动性稳态。
- 当市场质量处于中等水平时，就会出现更有趣的动态。
- 均衡的类型和性质取决于质量效应相对于转售效应的强度。



模型结论

- 当投资者的贴现因素和发生流动性冲击的概率较低时，质量效应较强。
- 周期的长度随着市场质量的提高而缩短。投资者越是具有前瞻性，均衡周期就越短。
- 当投资者的贴现率较高时，回售效应很强，不存在均衡周期，甚至不存在短期周期。当转售考虑占主导地位时，在不透明的二级市场上，流动性是自我实现的。
- 当均衡是周期性的时，该模型提供了对价格动态的严酷预测。
- 该模型的第一个预测是，资产价格的波动超过了基本面。
- 该模型还为反复繁荣和萧条的投机行为提供了一个易于处理的理论。



总结

- 文章提出了一个模型来刻画二级市场的流动性动态，在这个市场中，资产质量是不同的，交易历史是不透明的。由于几乎没有可信的成分，该模型产生了丰富的动态。当市场质量处于中等水平时，在基本面没有变化的情况下，可能会出现内生流动性周期。周期的产生是因为质量效应，即过去的交易强度对当前市场流动性有负面影响。由于转售效应，价格和成交量动态被证明是投机性的。与具有恒定贸易水平的稳态均衡相比，这些波动可能是有效的。模型还表明，当投资者更有耐心时，周期消失，但不同流动性程度的稳态共存。这些发现有助于将包括公司债券在内的几个资产类别的经验模式合理化。



13. Do Equity Markets Care about Income Inequality? Evidence from Pay Ratio Disclosure

Yihui Pan is from the David Eccles School of Business, University of Utah.

Elena Pikulina is from the Sauder School of Business, University of British Columbia.

Stephan Siegel is from the Michael G. Foster School of Business, University of Washington.

Tracy Yue Wang is from the Carlson School of Management, University of Minnesota.

A decorative graphic at the bottom of the slide consisting of several overlapping, wavy lines in shades of red and grey, creating a sense of motion and depth.



摘要

- 我们研究了股票市场对于2018年美国上市公司首次披露CEO-员工薪酬比率的反应。我们发现披露较高薪酬比率的公司异常公告收益显著降低。股东更厌恶不平等的公司对高薪酬比率的市场反应更消极。此外，在2018年，更多厌恶不平等的投资者重新平衡他们的投资组合，远离相对于其他投资者而言薪酬比率高的股票。我们的研究结果表明，股票市场关注公司内部薪酬的高度分散，而投资者的不平等厌恶是高薪酬比率对公司价值产生负面影响的渠道。



问题提出

- 了解股票市场收入不平等的评估很重要，因为股票市场分配资本并向公司发送估值信号，告知并可能制定有助于或减轻收入不平等的公司政策。在本文中，我们通过利用一项新规则来解决这个问题，该规则要求美国上市公司在2018年首次报告CEO薪酬与工人薪酬中位数之间的比率。虽然某些人可能会接受巨大的收入差异（竞争激烈的劳动力市场），但实验和调查证据表明，许多人反对明显的收入不平等。如果金融市场认识到这些对收入不平等的担忧，市场可能会对高薪酬比率做出负面反应。
- 然而，金融市场可能并不承认收入不平等是一个重要问题。市场对薪酬比率披露的反应将取决于市场从新披露的薪酬比率中推断出什么。一方面，市场可能对公司内部的高薪酬差距做出积极反应，因为一些研究表明薪酬差距与公司绩效之间存在正相关，这表明高薪酬比率可能是积极的现金流消息。另一方面，如果市场参与者主要通过工人工资的中位数和公司的工资比率来了解公司员工的生产力，那么市场可能会对高工资比率做出负面反应。



研究内容

- 市场的负面反应似乎在最初的薪酬比率披露后至少几个月的持续，基本表上不受纳入公司特征以及投资者对薪酬比率披露后预期的影响，这表明确实存在薪酬比率的反应。重要的是，我们进一步的发现，在控制了同时披露的CEO或员工薪酬后，市场对高薪酬比的反应独立于薪酬水平。因此，市场的负面反应并不是对CEO薪酬高或员工生产率的反应。
- 为了理解我们所记录的负面市场反应是现金流效应、投资者需求效应，还是这两种效应的组合，我们考察了市场反应的横截面。如果现金流地渠道很重要的话，我们预计，对于拥有更多反对不平等的员工、客户或导致方的政府的公司，市场反应会更强烈。或者，如果股东不平等厌恶导致需求减少推动了观察到更强烈的关系，我们预计拥有更多厌恶不平等的公司的公告回报率将会下降。



主要结论

- 我们发现，拥有更多厌恶不平等的股东的公司，对高薪酬分散的市场反应明显更负面。使用基于利益相关者变化（即方面没有发挥重要作用）的度量，该结论成立。然而，公司因其在解释不平等的市场反应时，似乎更厌恶不平等的市场反应。
- 我们注意到，我们对投资者的对收入不平等的偏好的代理可能反映了投资者对与高薪酬比率相关的现金流风险的信念，而不是他们的偏好本身。
- 其次，我们预计监管和诉讼风险会对薪酬比率超过一定阈值的公司产生不成比例的影响。
- 总而言之，市场对与薪酬水平无关的高薪酬比率的负面反应以及投资者对不平等的厌恶程度正在增加，这表明投资者担心收入不平等并反对公司内部的高薪酬差距。这反映了投资者对薪酬不平等的负面评价。
- 此外，我们的研究结果表明，投资者的不平等厌恶是公司的内部薪酬差距影响公司股价的重要因素。我们的研究还表明，投资者对薪酬不平等的厌恶是公司为它们影响股票价格而采取的一些措施，如股票回购和股权激励计划。我们的研究还表明，投资者对薪酬不平等的厌恶是公司为它们影响股票价格而采取的一些措施，如股票回购和股权激励计划。



贡献

- 我们的研究提供的证据表明，投资者的偏好可能是公司在社会责任方面的实践影响其股票估值的渠道。
- 对收入不平等的担忧可能在金融市场中发挥重要作用。
- 最后，我们的研究有助于更广泛地研究不平等。



数据构建

- 我们使用公司经营所在州的政治倾向和再分配政策来捕捉公司与厌恶不平等的员工、客户或地方政府的风险。
- 我们利用公司股东所在州的政治倾向和再分配政策来捕捉公司投资者对不平等的厌恶。
- 对于机构投资者，我们还构建了一个衡量投资者揭示社会偏好的替代指标，作为其 2017 年投资组合股票持有量的价值加权平均 MSCI KLD 社会指数得分。我们假设一般而言更关注社会问题的投资者更有可能特别关注薪酬分散和收入不平等。



主要内容

- 描述了 CEO-员工薪酬比率数据。
- 考察了短期股票市场披露薪酬比率的反应。
- 探讨了股东和其他利益相关者的不平等厌恶在解释市场对薪酬比率反应的横截面变化中的作用。
- 考察了对收入不平等持不同态度的机构投资者披露薪酬比率后的投资组合再平衡。



总结

- 在这项研究中，我们通过评估市场对公司内部薪酬差距的反应，检验了股票市场如何看待收入不平等。
- 为此，我们利用了一项新的披露规则，从2018年起，该规则要求美国的上市公司报告一家公司首席执行官的年度总薪酬与该公司所有其他员工的薪酬中值的比率。
- 我们发现，股票市场对高薪酬比率的反应是负面的。
- 重要的是，当我们控制CEO和员工薪酬时，市场反应仍然是负面的和显著的，这表明金融市场对公司内部薪酬差距的反应独立于薪酬水平。
- 当我们探索市场负面反应背后的两个潜在机制--股东不平等厌恶和对其他不平等厌恶利益相关者(如客户、员工和地方政府)反应导致潜在负现金流后果的担忧时，我们发现，股东不平等厌恶是对高薪酬比率负面反应的重要决定因素。
- 特别是，那些股东不喜欢不平等的公司对高薪酬比率的负面市场反应要多得多。
- 此外，随着股东的不平等厌恶情绪缓和了市场对薪酬比率的初始反应，我们发现，更多厌恶不平等的机构投资者减少了对薪酬比率高于其他机构投资者的股票的配置。



题目	主题	类型
1.The Fragility of Market Risk Insurance	保险市场脆弱性	模型+实证
2.Predictable Financial Crises	金融危机可预测性	实证
3.Late to Recessions: Stocks and the Business Cycle	股票收益与商业周期	模型+实证
<i>4. Monetary Policy and Asset Valuation</i>	货币政策传导 影响资产价值	模型+实证
5.Payment System Externalities	银行系统流动性	模型+实证
6.Volatility Expectations and Returns	波动预期与收益	模型+实证
7.Dissecting Conglomerate Valuations	企业集团价值分解	实证
8.Common Risk Factors in Cryptocurrency	数字货币资产定价	实证
9.Do Market Prices Improve the Accuracy of Court Valuations in Chapter 11?	破产价值	实证
10.Regulation of Charlatans in High-Skill Professions	市场监管	模型
11.Going the Extra Mile: Distant Lending and Credit Cycles	银行风险	实证
12.Liquidity Fluctuations in Over-the-Counter Markets	OTC流动性	模型
13.Do Equity Markets Care about Income Inequality? Evidence from Pay Ratio Disclosure	收入不平等的影响	实证+事件



THANK YOU