

# 摘要汇报

## JFE202205

卫夏利

6月15日



1. ~~Bitcoin's limited adoption problem~~
2. **How much should we trust staggered difference-in-differences estimates?**
3. ~~Competition and manipulation in derivative contract markets~~
4. Social interactions and households' flood insurance decisions
5. **The Wall Street stampede: Exit as governance with interacting blockholders**
6. **Oil volatility risk**
7. Retail shareholder participation in the proxy process: Monitoring, engagement, and voting
8. **Do the right firms survive bankruptcy?**
9. **Geographic clustering of institutional investors**
10. ~~Dominant currency debt~~
11. Financially constrained mortgage servicers
12. Do real estate values boost corporate borrowing? Evidence from contract-level data
13. Anticompetitive effects of horizontal acquisitions: The impact of within-industry product similarity
14. **The maturity premium**



# 1. Bitcoin's limited adoption problem

## 比特币的有限采用问题

**摘要：**本文从理论上证明，比特币的有限采用是作为一种均衡结果出现的，而非一种短暂的属性。本文表明比特币的有限采用是由负向的网络效应所导致的，而这一负向的网络效应产生的原因是比特币对达成共识的需求以及网络延迟的存在。随着比特币网络的扩大，网络延迟增长，从而延长了比特币网络达成共识的时间。反过来，交易结算也会延长，用户会放弃这个系统，从而导致比特币的采用率有限。提高交易率不能解决这个问题，因为提高交易率会增加分叉的概率，从而延长了达成共识的过程，并产生比特币的有限采用问题。



## 2. How much should we trust staggered difference-in-differences estimates? 我们应该在多大程度上相信多时点双重差分估计?

- **问题提出:** 传统DID中政策实施时点均一, 多时点(渐进)DID适用于同一政策在影响群体中的渐进实施, 减轻了同时期趋势可能混淆感兴趣的实施效果的担忧。然而近一年来, 大量计量经济学者指出, 多时点DID极易产生无效的估计。
- **研究内容:** 解释了这些偏差何时以及如何出现, 以及它们如何导致不正确的推论。如何诊断与解决多时点DID中的偏误?
  - (1) 通过数据拟合Compustat的方法证明了该偏误: 当研究环境将治疗效果的多时点与治疗效果异质性相结合时, 多时点DiD估计值可能存在偏差。演示了为什么这些偏差会导致I型和II型错误。
  - (2) 总结了计量经济学或应用文献中开发的三种替代估计量, 研究人员可以在多时点治疗时间的环境中应用这些估计量。
  - (3) 在更正偏误的情况下, 重新复制了三篇极具影响力的多时点DID论文, 发现在更正多时点DID方法的偏误后, 上述三篇论文的研究发现几乎都难以再现。
  - (4) 提供了8条关于采用多时点DID的建议。
- **研究结论:** 常用的多时点DiD回归容易受到实施效果异质性引入的偏差的影响。多时点DID为何易导致研究推断偏误? 核心原因在于, 多时点DID的估计本质是多个不同处理效应的加权平均, 而不同时点的处理组与控制组是变化的、有着不同甚至相反的处理效应, 在加权平均后将显著改变DID估计。
- **创新:** 强调一个重要的方法论问题



### 3. Competition and manipulation in derivative contract markets

## 衍生品合约市场的竞争与操纵

- **问题提出：** 市场参与者使用衍生品合约对冲风险。合约通过实物交割或现金结算与标的现货市场挂钩。如果交易者同时持有合约和现货市场的头寸，会有扭曲现货市场的动机，以增加合约回报。如果许多交易者以这种方式出价，他们的**出价将增加结算价格的噪音**，为所有持有这些期货合约的代理商带来非基础风险。  
**合约市场的操纵：** 没有精确经济定义；操纵如何影响不同类别的市场参与者的福利？是什么让合约市场容易受到操纵？或如何从经验上衡量合约市场操纵风险？
- **研究内容：** 构建了一个合约市场操纵模型。  
在均衡状态下，操纵会使所有代理人的情况变得更糟。该模型说明了如何以不同于其他形式的战略交易行为的方式定义合约市场操纵，以及合约和现货市场的结构如何影响操纵引起的市场扭曲的规模。
- **研究结论：** 操纵可能是帕累托的改进，损害套期保值者和现货市场参与者，而合约头寸限制等政策干预可以改善帕累托。操纵引发的市场扭曲规模取决于现货市场的总存储容量、现货市场竞争水平以及现货交易者合约头寸的规模。
- **创新：** 第一篇分析合约市场操纵的福利效应的论文，即合约和现货市场的微观基础行为。



## 4. Social interactions and households' flood insurance decisions

### 社会互动和家庭洪水保险决策

**问题提出：**洪水是美国代价最高的自然灾害，但美国家庭接受洪水保险的比率很低；了解影响家庭保险决策的因素对于解决洪水保险利用不足的问题很重要。

**研究内容：**表明社会互动塑造了经济结果，研究保险市场中社会互动的影响。

(1) 使用来自国家洪水保险计划(NFIP)的数据和使用两种识别策略来克服社会互动难以隔离的挑战。社交网络由县成对的社会联系指数 (Bailey等人, 2018b) 捕获，该指数基于美国Facebook用户之间友谊联系的匿名信息。

(2) 第一个**准实验**利用非局部洪水事件作为对远方朋友的冲击；第二个准实验利用非本地的洪水保险变化作为地理上遥远的朋友的冲击。

(3) 与远方朋友社会互动对家庭购买洪水保险的决定的因果效应的**机制分析**

**研究结论：**社会学习是家庭更新对洪水风险和洪水保险信念的重要渠道。

- 与同龄人的互动可以促进直接和间接的社会学习。
- 直接渠道：充当信息来源；间接渠道：注意力触发

**创新：**最早研究家庭对罕见灾害风险的保险决策的论文之一

区别于当地影响，侧重于社会互动

区别于个人经历的长期但缓慢减弱的影响，侧重社会互动持续影响



## 5. The Wall Street stampede: Exit as governance with interacting blockholders 华尔街的踩踏事件：与其他大股东一起退出作为公司治理

**研究背景：**查普曼资本（激进对冲基金）在2008年退出FSI可以被视为“漫步华尔街”的一个例子：当一个大股东得出结论，经理人不会做出价值最大化的选择时，她可能会出售以避免（进一步）长期损失。这就是一种通过退出进行治理的机制。

- 查普曼退出时，两个大股东（都是共同基金）大幅减少了持股。
- 已有研究发现：机构退出决策中最重要的考虑因素（72%的受访者）是其他人退出的决定。
- 具有不同组织和激励结构的多个机构大股东的共存是普遍存在的。
- 几个异质的机构大股东之间的潜在互动与公司治理具有关键相关性。

### 问题提出：

- 制度激励如何影响不同大股东对彼此退出的反应方式，进而影响退出治理机制的力度？
- 在多个大股东环境中，机构投资者的哪些特征会加强或削弱退出的威胁？



## 5. The Wall Street stampede: Exit as governance with interacting blockholders 华尔街的踩踏事件：与其他大股东一起退出作为公司治理

### 研究内容：

- ✓ 一个模型，以Admati和Pfleiderer（2009）框架为起点，说明在具有不同激励机制的多个机构大股东面前，通过退出进行治理的运作方式。
  - “价值动机”不跟随，消息灵通时自己退出，不灵通时，永不退出；
  - “流动动机”跟随。
  - 流动激励的大股东与参与的大股东之间的相互作用通过退出加强了治理。
- ✓ 经验证据，(1)大股东如何对彼此的退出做出反应；(2)这种互动对治理的影响。
  - 数据：激进对冲基金数据；汤森路透13F数据库中目标公司的机构持有信息；晨星开放式共同基金投资组合持有数据集。
  - DID；DiDiD。

### 研究结论：激进基金退出后，共同基金比其他机构投资者卖得更积极。

- 当价值驱动的大股东占主导地位时，激进对冲基金面临退出和信息之间的权衡，而流动驱动的大股东没有这样。
- 在管理选择的不良后果迅速显现、公司股票二级市场相对流动性不足的情况下，流动驱动的大股东通过退出对治理是有益的。





## 6. Oil volatility risk

## 石油价格波动风险

**问题提出：**最近的研究强调经济不确定性波动对宏观经济和金融市场的重要作用。总体宏观经济，股票市场和政策不确定性的度量对未来几个季度的经济增长产生负面影响，并且是资产价格的核心驱动因素。

**研究内容：**考虑与油价波动相关的经济不确定性的一个组成部分：前瞻性油价方差

- a) 期权隐含石油方差的上升预示着当前和未来产出、消费、投资和就业的下降
- b) 石油波动风险传播的经济机制：石油波动对TFP和石油部门基本面(库存、消费、产量)的影响
- c) 石油波动在金融市场中的独特作用；股市对石油波动的总体敞口和横截面
- d) 一个以随机不确定性和预防性石油库存为特征的宏观金融模型：包括石油部门和一般宏观部门

**研究结论：**当期权隐含的石油价格波动性上升时，企业会增加石油库存，从而抑制了用于生产的石油消费，阻碍了经济活动。在模型和数据中，总股价在石油价格高波动时下跌，各经济部门的风险敞口存在差异。

**创新：**首次提出宏观金融模型，研究石油相关不确定性波动的影响，其在石油库存中的传播，以及超越其他不确定性对经济增长和资产价格的影响。



## 7. Retail shareholder participation in the proxy process: Monitoring, engagement, and voting

### 散户股东参与代理过程：监督、参与和投票

**问题提出：**公司治理研究往往集中在公司管理层、董事、机构投资者身上。已有研究已经对机构投资者的投票知之甚少，他们的投票率和

在与Broadridge Financial Solutions, Inc.签订的保密协议下提供给我们一个新的零售股东投票数据集。

**研究内容：**利用2015年至2017年三年期间几乎所有定期和特别会议的美国散户股东投票数据样本，对散户股东投票率和投票决定进行了首次详细的实证分析

- 在理性选择的框架内分析散户投票率决策，该框架将投票率与选民成为关键人物的概率，参与成本以及成功的好处联系起来。
- 研究如何将公共信息纳入散户股东投票决定；将散户股东投票与机构进行比较。

**研究结论：**总体而言，证据支持了散户股东利用其投票权来监督公司并与现任董事会和管理层沟通的观点。

- 散户股东参与度随着所有权和获胜的预期收益增加而增加，随着参与成本的提高而降低。即使是影响结果可能性很小的股东，投票率也不为零，这与投票带来的消费收益一致。
- 以参与为条件，发现散户股东惩罚表现不佳的公司的管理层，在投票反对现任管理层后更有可能退出公司。

**创新：**对散户股东投票率和投票决定进行了首次详细的实证分析



## 8. Do the right firms survive bankruptcy?

### 正确的公司能在破产后存活下来吗？

**问题提出：** <美破产法 § 11>公司三种可能的退出形式之一：清算，收购或重组；通过债权人投票同意的确认书来完成。

**破产法第363(b)条：** 允许管理人出售资产，实施清算或收购，而无需债权人批准。

**低效的清算和收购现象：** 清算往往会减少债权人的追偿，每年使债权人损失严重。

**研究内容：** ①估计了在这些退出形式之间进行选择的结构模型。对于每一项破产，该模型都确定了有效的退出形式，我将其定义为最大化债权人全部追偿的形式。

②重大损失是可以避免的。使用估计模型，债权人的追偿预期将如何变化？

③对退出形式的低效选择给出潜在的解释。

**研究结论：** 当重组有效时，经常选择零碎清算，严重损害债权人。

涉及“363sale”的清算，即经理人未经债权人批准出售资产，对债权人尤其有害。

本文估计，法院可以通过使用统计模型分配清算来大大改善债权人的追偿。

**数据：** 1987-2018年Moody's Ultimate Recovery Database(URD)破产样本

Bankruptcydata.com(BD)数据库取破产信息

从圣路易斯联邦储备银行的FRED数据库中获取宏观经济变量

从加州大学洛杉矶分校-LoPucki破产研究数据库(BRD)中获得了法官的任命日期



## 9. Geographic clustering of institutional investors

### 机构投资者的地理群聚

**问题提出：**美国的资金管理行业在地理上高度集中，上市公司在地理上也是集群的。然而，资金管理行业的地理集中度与上市公司之间存在不平衡。机构投资者和上市公司之间的这种地理错位对这些公司有意义吗？对美国金融市场摩擦的贡献？

**研究内容：**地理错位与公司估值之间的关系(market-to-book ratio (MB))

- ATM比率（地理错位）：一个州金融机构的国内股权总持有量与该州上市公司总市值的比率，衡量当地机构投资者基础相对于当地上市公司规模的规模。
- 首先研究各地区机构投资者存在与公司估值之间的关系，ATM比率与公司规模、KZ融资约束指数等之间的关系。
- 研究影响渠道：**调查本地机构的存在对两个公司决策(投融资)的影响
- 将2000-2002年期间的互联网崩溃作为对机构投资者的外生冲击，以评估机构存在变化与企业估值之间的联系

**研究结论：**位于机构投资者实力雄厚的州的公司估值很高。这些公司投资更多，他们的投资对内部现金流的依赖性较小。他们更有可能为融资而发行股票而不是债券，当地机构持有更多新发行的股票。

机构投资者和公司之间的地理错位加剧了金融市场摩擦，强大的机构投资者存在减轻了当地公司的融资摩擦，导致估值高。

**数据：**美国证券交易委员会（SEC）Edgar系统中机构投资者的13F文件、Thomson Reuters 13F database（1980-2017）、COMPUSTAT、CRSP 上市公司数据



## 10. Dominant currency debt

## 主导货币债务

**问题提出：**美元是全球债务合同最常用的货币。在所有主要的国际货币中，为什么美元是主导货币？如何解释美元的兴衰？为什么美元的主导地位在过去二十年中可能已经下降并恢复？

**研究内容：**提出一种“债务观点”来解释美元在国际上的主导地位，并为其提供广泛的实证支持：以美元发行债务并非是投资者驱动的，而是由借款人驱动的。

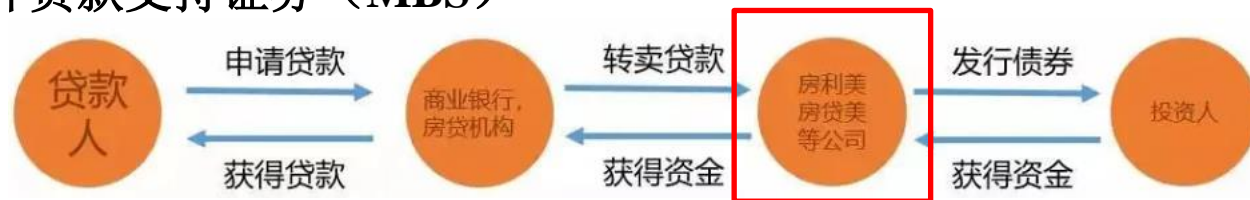
- a) 建立一个简单的资本结构模型，其中企业最优地选择其债务的货币组成。主要理论结果是，公司的货币选择可以归结为：股票回报和汇率回报之间的协方差。这种协方差支配着债务货币的选择，而不考虑贷款人的随机贴现因素。
- b) 检验美元的风险属性是否符合我们的主导货币理论的预测：使用股票市场回报和汇率之间的协方差的前瞻性测量。通过我们的模型来了解欧元和美元性债务的股票在危机前和危机后的趋势。

**研究结论：**无论投资者的偏好如何，公司总是以最“CAPM风险”的货币发行债务。从长远来看，企业更愿意发行债务的货币应该具有更高的风险溢价。美元是主要国际货币中“CAPM风险最高”的货币。



## 11. Financially constrained mortgage servicers 融资约束的抵押贷款服务商

问题提出：抵押贷款支持证券（MBS）



研究内容：首次研究了服务商和投资者之间激励错位的程度，在服务商存在财务约束的情况下，这种代理冲突如何加剧？在金融危机期间这种组合的实质性后果。

研究方法：两阶段最小二乘

研究结论：在金融危机期间，融资约束的抵押贷款服务商通过管理拖欠抵押贷款，损害了MBS投资者的大量价值。服务商向投资者提前支付借款人错过的每月付款。为了尽量减少向陷入困境的借款人提供融资的义务，受约束的服务商积极寻求取消抵押品赎回权和修改，而牺牲投资者，借款人和未来的抵押贷款表现。

当服务商和投资者之间的代理摩擦（监督成本）更大时，服务商的融资约束就更重要了。IV回归表明，平均而言，每笔违约贷款，服务商的财务约束是金融危机期间投资者总价值减少的20%的原因。

数据：6,940,990笔美国住宅抵押贷款证券化为非机构综合抵押贷款，这些贷款在2013年或之前首次出现至少一个月的拖欠（违约）。数据来自BlackBox，该公司覆盖了危机前约90%的私人证券化住宅抵押贷款。



## 12. Do real estate values boost corporate borrowing? Evidence from contract-level data 房地产价值是否促进了企业借贷？来自合同层面数据的证据

**问题提出：** 公司可以用来获得信贷的资产价值产生正向冲击后会进行更多投资。商业房地产非常适合作为抵押品，许多研究提供了关于公司房地产价值，融资和投资之间关联的证据。

**本文批判性：** ~~抵押品渠道~~：房地产价值的上涨允许更安全的借贷和投资。

### 研究内容：

- a) 一个模型将公司的债务决策与其资产的价值和风险联系起来
- b) 复制先前一些研究中抵押品 - 投资关系来检验公司对房地产价值上涨的反应
- c) 充实观察到的企业房地产所有权和融资选择的微观基础

**研究结论：** ① 房地产价值上升，投资和债务都会增加。担保债务的发行对房地产价值的增加不敏感，相反，企业增加了无担保债务。② 房地产价值与无担保债务之间的正相关关系是由企业持有的房地产的流动性和可再部署性驱动的。③ 虽然担保债务在合同上可能被视为比无担保债务更安全的债权，但我们认为，从经济角度来看，它可能风险更大。

**数据：** 商业房地产投资数据的领先提供商Real Capital Analytics (RCA) 编制的交易级数据库; 2000-2017



### 13. Anticompetitive effects of horizontal acquisitions: The impact of within-industry product similarity 横向收购的反竞争效应：行业内产品相似性的影响

**问题提出：**横向收购降低行业竞争强度并损害客户和供应商，实证证据好坏参半。大多数对横向收购反竞争影响的研究都是关注行业集中度与此类影响之间的关系，很少有人关注行业内产品相似性如何影响横向收购降低行业竞争强度的可能性。

**研究内容：**引入行业内产品相似性的度量，证明横向收购是否增强了收购方及其行业竞争对手的市场实力。

- a) 通过对公司10-K文件中的业务描述进行文本分析来度量行业产品相似性 (IPS)。
- b) 研究IPS对横向收购的影响：检验横向收购的竞争减少假说，当IPS和行业集中度都提高时，横向收购特别有可能减少行业竞争。
- c) IPS对收购决定的影响以及收购方、目标公司和竞争对手因合并而产生的财富效应
- d) 高IPS横向收购对收购方公司业绩的影响

**数据：**1996-2015CRSP; 并购数据来自美国证券数据公司(SDC)的并购数据库

**研究结论：**①横向收购可以有效提高现有企业在产品相似性高的集中行业的市场力量。在这些行业中，公司进行横向收购的倾向更大，并且收购为收购方和竞争对手公司带来了更积极的公告回报，并为目标公司支付了更大的溢价。

②这些交易损害了依赖客户和供应商公司，他们更有可能受到反垄断机构的挑战。

**创新：**大多数研究仅关注行业集中度，而不考虑行业是否具有相似或差异化的产品。





## 14. The maturity premium 债务期限溢价

**问题提出：**企业的动态资本结构策略明显影响其风险特征，从而影响其股权的均衡风险溢价。尽管存在这种明显的相互作用，资本结构的各种特征如何影响杠杆动态，从而影响资产价格？关注资本结构的一个具体特征：债务期限

**研究内容：**与债务期限较短的公司相比，长期债务期限的公司每月的溢价为0.21%

- 实证研究公司债务期限与股票回报横截面的关系，“期限溢价”，显著。
- 提出具有动态企业融资基础的理论条件CAPM，部分均衡动态权衡模型，研究期限对杠杆和股票回报周期性的影响。
- 利用2008年金融危机开始时企业债务期限的外生变化，检验期限与杠杆和贝塔系数动态之间的因果关系，对驱动期限溢价的机制进行检验。

**研究结论：**在资产定价框架中嵌入动态资本结构选择，其中风险的市场价格随着商业周期而变化，我们发现长期债务的公司表现出更多的反周期杠杆。

长期债公司的债务水平下降很慢，仅表现出有限的调整，有更高的杠杆率和系统性风险敞口。短期债公司会更快地调整其未偿债务，以达到过去的平均杠杆水平。

**数据：**184w个公司月数据，1976.1-2017.12 (CRSP) Compustat

**创新：**模型：最佳杠杆调整以及股票风险溢价取决于债务到期日；侧重于债务到期和杠杆动态调整的组合

