

摘要汇报

JFE202203

刘若玉

6月22日



1. Bank capital structure and regulation: Overcoming and embracing adverse selection
2. Real-time price discovery via verbal communication: Method and application to FedSpeak
3. Does paycheck frequency matter? Evidence from micro data
4. Patent quality, firm value, and investor underreaction: Evidence from patent examiner busyness
5. Blood in the water: The value of antitakeover provisions during market shocks
6. Revealing corruption: Firm and worker level evidence from Brazil
7. Closing auctions: Nasdaq versus NYSE
8. A factor model for option returns
9. Price revelation from insider trading: Evidence from hacked earnings news
10. High policy uncertainty and low implied market volatility: An academic puzzle?
11. The cost of steering in financial markets: Evidence from the mortgage market
12. Under-diversification and idiosyncratic risk externalities
13. In sickness and in debt: The COVID-19 impact on sovereign credit risk
14. Liquidity, pledgeability, and the nature of lending
15. Expected return, volume, and mispricing
16. Outlier blindness: A neurobiological foundation for neglect of financial risk



1. Bank capital structure and regulation: Overcoming and embracing adverse selection

- **研究背景：**自Basel II，银行监管机构不仅强调资本充足率要求，还强调提高银行层面透明度和促进市场纪律的微观审慎监管。巴塞尔协议III监管机构大幅收紧了银行资本要求。在现有的银行资本结构理论中，私人和社会最优资本结构是一致的，福利在不受管制的均衡中最大化。只有在存在错误定价的存款保险和政府担保等扭曲的情况下，银行监管才是必要的。
- **研究内容：**构建一个具有异质技能投资者和不对称信息（银行家的类型是私人信息）的模型。
- **研究结论：**披露要求本身可能成本高昂，因为它们可能会将经济从分离均衡推向效率较低的均衡，将好银行和坏银行聚集在一起，但当与资本监管相结合时，总是能改善福利。
- 在信息不对称的情况下，当银行适度透明时，好银行家和监管机构的激励措施就会产生分歧：均衡结果可能是混同均衡，而监管机构更喜欢分离。监管机构可以使用优化设计的资本要求来克服逆向选择问题。当银行非常透明时，优秀的银行家和监管机构都更喜欢具有最大杠杆率的混同均衡。然而，由于储户的不平衡信念，不能排除一些低效的均衡。在这种情况下，监管机构通过设定最低杠杆要求来接受逆向选择。这种干预排除了分离和低效的混同均衡，并允许银行以最大的杠杆实现混同。
- **创新：**明确地推导出了监管改善福利的条件；提出披露的内生性代价高昂



2. Real-time price discovery via verbal communication: Method and application to Fedspeak

• 问题提出:

当政策分析忽视了投资者期望的作用以及投资者期望如何随着时间的推移而演变时，政策结论可能会产生误导。人们对投资者如何形成预期以回应央行的沟通知之甚少。在本文中，通过识别对投资者信息集的新闻或冲击来回答这个问题。

• 数据: 样本期-2011.4-2020.1

高频资产价格数据-期货、标普500和汇率

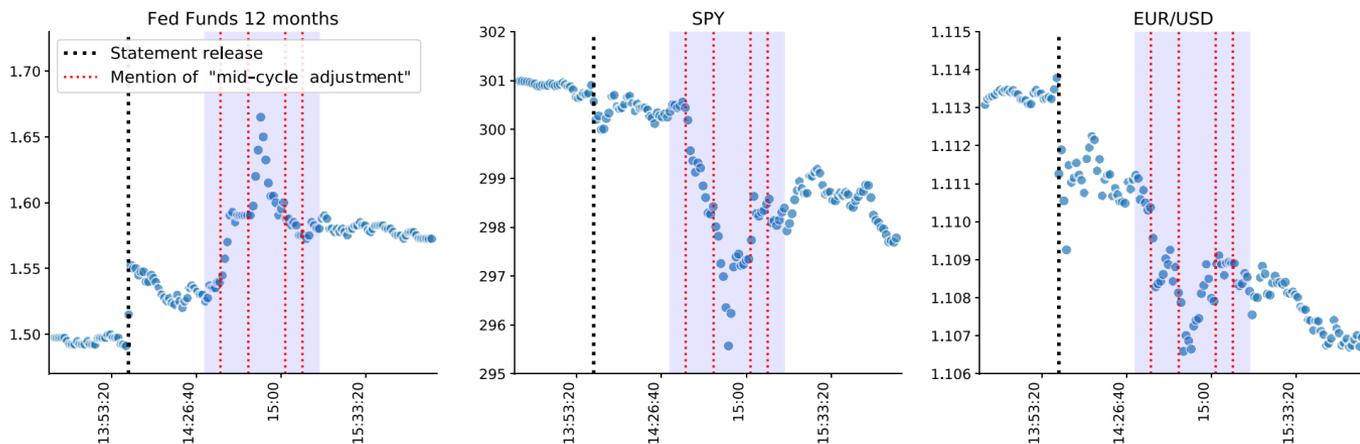
高频通信数据-41次FOMC会议新闻发布会视频加时间戳的文本

• 研究:

在
剧上升，
在声明
这些会

• 创新

第一
的论文。



飙升急
一走势
关系。

形成

Fig. 1. The figure shows the intraday evolution of the implied rate from the 12-month federal funds futures, the SPY price level, and the EUR/USD exchange rate on July 31, 2019. The black dashed vertical line represents the release time (14:00) of the FOMC statement. The shaded area represents the FOMC press conference. The conference started at 14:30 and lasted for about 45 min. The red dotted lines highlight the times at which the Chairman mentioned a "mid-cycle adjustment to policy." (For interpretation of the references to colour in this figure legend, the reader is referred to the web version of this article.)

3.Does paycheck frequency matter? Evidence from micro data

问题提出：最近的技术进步促进了工资频率的增加，使家庭能够每天获得报酬。如果发薪时机很重要，那么它对家庭、雇主和政策制定者都有深远的影响。

数据：来自在线账户聚合器153,101个有固定收入的家庭（2011-2015）

研究内容：拓展Parsons和Van Wesepe（2013）的模型，通过引入两个附加功能来构建他们的模型：**无成本的工资周期内借贷**（例如全额支付的信用卡）和**非流动性储蓄工具**（例如退休储蓄）。

使用来自在线账户聚合器的超过150,000个家庭的微观数据来实证检验。

研究结论：

薪酬较少的家庭借贷更多，但不太可能经历财务困境。按周付薪的家庭信用卡借款平均比按月付薪的家庭少30-40%。与按月支付的家庭相比，按周付费的家庭发生透支或支票跳票的可能性至少增加了一倍。与我们的模型一致，我们发现，与支付频率较低的家庭相比，支付频率高的家庭消费得更少。这些结果在教育水平较低的环境中更为强。

创新：第一篇实证测试工资频率对家庭债务和困境的影响的论文。



4. Patent quality, firm value, and investor underreaction: Evidence from patent examiner busyness

研究背景: 关于专利质量如何影响企业价值，我们只有有限且不确定的经验证据。用专利引用衡量专利质量可能存在遗漏变量或反向因果的问题，用创新原创性和利用衡量专利质量也不能排除遗漏变量的问题。

数据: 从美国专利商标局 (USPTO) 获得专利申请和专利审查员的数据:

样本1包括11, 215名独特审查员允许的3, 741, 767项专利 (1981-2010)。

样本2包括4, 176家公司 (18, 957个观测值)，9, 967名审查员允许的699, 475项专利 (1981-2010)。

研究结论: (1) 在控制了公司和年份之后，**审查员的忙碌程度对基于引用和诉讼的专利质量指标产生了负面影响**。(2) 由繁忙审查员授予专利的公司会计业绩不佳。在考虑动量因子的Fama-French五因素模型中，忙碌度最高的五分之一组的股票每月比最低五分之一组的股票表现低0.90%。(3) 对于**创新强度较大的公司**，面临**更强产品市场威胁**的公司以及**专利发行受到投资者关注有限**的公司，这种负面现实要强得多。(4) 考官的**经验**有助于减轻考官忙碌对企业价值的负面影响，但考官**年龄**加剧了忙碌效应。在复杂技术类别中拥有更多专利的公司，需要更多的审查员的关注和努力，而审查员的忙碌则更严重。



5. Blood in the water: The value of antitakeover provisions during market shocks

问题提出： 保护经理人免受收购的反收购条款（ATP）是创造还是破坏了公司价值。虽然研究大多数都集中在ATP对所有公司和时间的平均影响上，但最近的COVID-19大流行以及大流行引起的股价大幅下跌引发了这场辩论的另一个重要方面：当全市场冲击导致股价大幅下跌时，ATP是否会加剧或减轻这些“市场冲击”对公司价值的影响？

数据： CRSP-Compustat, 1983Q1-2020Q1, 412, 049个公司季度观察结果；
14个市场冲击，ATP指数采用州ATP法律法规数量

ATP：企业合并，控制权股份收购，董事职责，公允价格和毒丸法。

研究内容： 在ATP较多的州注册成立的公司，在市场冲击期间估值下降幅度较小。

机制：证明-议价能力，特定关系投资

没证明-减少代理问题，阻止激进股东干预

研究结论： 在导致股价大幅下跌的全市场冲击期间，拥有更多州认可的反收购条款（ATP）的公司的价值跌幅较小。有两个机制。首先，通过赋予董事会更多的议价能力来对抗机会主义投标，拥有更多ATP的公司可以在市场冲击期间获得更高的收购溢价。其次，拥有更多的ATP可以保护与利益相关者的关系特定投资免受破坏性收购，从而减轻市场冲击对企业价值的影响。当公司价值异常低时，ATP在市场冲击中有利于股东，这代表了在拥有更多ATP的州进行合并的一个优势。



6.Revealing corruption: Firm and worker level evidence from Brazil

问 政府倡议要求随机审计市政预算，目的是发现任何滥用联邦资金的行为。分配
中 审计披露了与政府进行非正常业务的特定公司的身份。媒体
的 绝大多数这类公司都位于被审计的市镇边界之外。仍然存
在 审计的随机性使公司层面的风险敞口时机很可能是外生的。

研究内容： 依靠来自巴西的微观数据和独特的制度环境来研究大型反腐败计划对暴露公司（即该计划揭示的涉及与政府非法互动的公司）的实际影响。该倡议使我们能够直接研究其对暴露公司的实际影响。

数据： CGU审计报告-39轮审计，1881个不同的城市（2003-2014）

RAIS-匹配相应的公司和工人级别的信息 MP, SP, CEIS-公共采购合同信息

BNDES-融资、销售、投资

研究结论： 被审计曝光的公司失去了获得采购合同的机会，但在曝光后的几年里，它们的增长速度也更快。通过削减暴露公司获得政府合同的机会，反腐败运动可能会迫使这些公司调整其投资和商业惯例。没有观察到暴露后公司内部组织的重大变化。公司层面的影响不太可能由先前的审计产生的本地总体后果驱动。

创新： 构建了一个关于腐败和企业的新数据集；确定对直接参与腐败案件的企业的影响



7. Closing auctions: Nasdaq versus NYSE

问题提出：收市竞价的交易量大幅增长。收盘价是共同基金和许多交易所交易产品。纽约证券交易所场内经纪商和指定的做市商享有特权。例如，这些场内交易者可以在下午 4:00 之前 10 秒之前输入或修改他们的平仓订单，但其他交易者的截止时间是提前 10 分钟。此外，纽约证券交易所遵循“平价/优先”规则，当收盘拍卖价格有过剩的需求或供应时，优先考虑对场内交易者的分配。

问：问的相比如何？

研究内容：提出了一个模型，从概念上检查纳斯达克和纽约证券交易所收盘拍卖过程的相对优点，实证检验收市竞价交易中的细节。

研究结论：收盘拍卖吸引了不知情的交易者，但知情的交易者更有可能在交易时间内进行交易，而不是在收盘拍卖中进行交易。

纳斯达克的订单失衡在收盘信息发布开始后立即下跌约 80%，此后逐渐下降。纽约证券交易所直到下午 3:55，订单失衡几乎保持不变，然后在关闭信息开始（包括通过场内经纪人下达的订单）开始时急剧下降。纳斯达克约 85% 的价格影响是暂时的，而纽约证券交易所约为 62%，并且在未来 3-5 天内，两家交易所的价格影响将完全消散。

纽约证券交易所收市竞价失衡对价格的影响小于纳斯达克。纳斯达克收盘拍卖的深度在停摆期间优于纽约证券交易所。

考虑相应的交易策略，在纳斯达克和纽约证券交易所分别有约为 21% 和 10% 年化利润。



8.A factor model for option returns

问题提出：在实践中，无套利模型未能解释经验观察到的期权回报变化的很大一部分。由于期权的**寿命短且属性随时间改变**，经典因子模型很难用于期权数据。本文使用IPCA方法进行估计。

IPCA方法的一个优点是，它不对基础模型的确切细节采取立场，而是从大量已实现的期权回报中推断出相关的风险来源。提供了一种内部一致的方法来同时估计条件载荷和因素。

数据：标普500指数期权数据OptionMetrics（1996.1-2017.12）；VIX指数来自CBOE

研究内容：以IPCA模型估计期权回报，与现有因子模型解释力进行比较，并考虑样本外的预测能力和有效的交易策略。

研究结论：

- 在具有时变因子加载的模型中，基于因子的一致期权回报描述是可能的。
- 低维潜在因子模型成功地捕获了期权回报的变化，并描述了各种期权的风险差异。它在**捕获已实现期权回报变化的能力**方面大大优于可观察因子模型。
- 旨在有效捕获风险回报权衡的交易策略（根据IPCA的估计）的年化夏普比率高达1.8，并且与先前提出的使用指数期权的投资策略相比，具有正的阿尔法值。
- IPCA的风险因素可以解释为捕获**波动面水平**，**到期斜率**和**短期货币偏斜率**的波动。

创新：应用IPCA方法估计期权回报



9. Price revelation from insider trading: Evidence from hacked earnings news

研究背景：从2010年到2015年，一群俄罗斯和乌克兰黑客非法入侵了几家大型新闻通讯社（美国商业资讯，Marketwired和美通社）的IT系统。黑客在预定的公告发布前几个小时查看了收益公告的新闻稿，并将其卖给了一群特定的交易员。这些交易员在消息公开发布前的几个小时内进行了激进的交易，以利用这些私人的“内部”信息，这些信息仅在几个小时内具有价值。

研究内容：以黑客事件为准自然实验，研究以下问题：股票的基本面特征或私信信号的特征如何影响知情投资者的交易策略选择？少量知情交易可以揭示多少私人信息？流动性提供者是否对知情交易的急剧增加做出反应？

数据：最终样本包括43,687份收益公告，其中8980份受到黑客攻击。

研究结论：

- 黑客最有可能通过有更极端相关信号收益公告进行交易。
- 当黑客能够提前访问新闻稿时，隔夜回报率（在收益发布公开后）对硬信息和软信息的反应都降低了15%。我们发现，对于新闻稿中包含的硬信息或软信息最极端的收益公告，这种降低的敏感性最强，这表明黑客在最精确的信号上交易最积极。
- 在知情交易员能够获得即将发布的收益消息的股票中，股票成交量、股票成交量和期权成交量都显著增加。流动性提供者通过收取更高的价差来应对知情订单流量的增加。



10.High policy uncertainty and low implied market volatility: An academic puzzle?

问题提出：股票市场波动与经济政策不确定性之间的显著正相关关系。以高度经济政策不确定性为特征的时期往往会经历明显更高的风险溢价和更不稳定的股票回报。

自2016年美国总统大选以来，VIX一直徘徊在极低水平，而广泛使用的Baker-Bloom-Davis (BBD) 新闻指数和标普500指数都达到了高位。在2015年大选和随后的欧盟 (EU) 成员资格公投之后，英国也观察到了类似的令人费解的现象。观察到的差异表明，存在影响市场波动与经济政策不确定性之间关系的因素。

研究内容：研究了三个潜在的解释因素，即美国2000年1月至2020年3月期间以及英国市场2001年1月至2020年5月期间的政治信号质量，投资者意见分歧和股票市场表现。

变量：经济政策不确定性 (Baker等, 2016) ; 隐含波动率(VIX,VFTSE)

政治信号质量 (参考Baker等构建指数, EPUV, 华盛顿邮报事件核查器数据)

投资者意见分歧 (看跌期权交易量比率计算的衡量标准, 美国个人投资者协会的情绪调查, 股票市场信心指数) ; 股票市场表现 (CPM, PM)

研究结论：

- 低质量的政治信号不断削弱市场波动与政策不确定性之间的正相关关系。
- 在投资者意见分歧很大、股市表现异常的环境中，市场波动与政策不确定性之间的联系会越来越弱。
- 这些因素与政策不确定性对市场波动的综合影响取决于经济政策不确定性的总体水平。



11. The cost of steering in financial markets: Evidence from the mortgage market

问题提出。 最佳金融产品通常由专业人士推荐。许多家庭缺乏知识来决定哪一个是适合他们的。

案例背景：意大利最常见的抵押贷款类型是ARM（浮动利率）和FRM（固定利率）。与利率支付相比，抵押贷款的非利息组成部分（例如发起费，折扣，定期费用和提前还款罚款）很小，并且对于两种类型的抵押贷款是相同的。

意大利家庭通常依赖银行提供的信息和抵押贷款建议，这确保了银行有足够的机会引导不太成熟的客户。

意大利银行对利率风险保持着巨大的敞口，其中一个重要组成部分来自住宅抵押贷款，仅部分使用衍生品对冲。固定利率和浮动利率的银行债券之间的利差在银行之间差异很大。

研究结论：

- 中介机构有足够的空间来操纵客户的选择。
- 迫使中介机构只引导客户进行最佳选择或教育借款人，所获得的收益是相当可观的。
- 金融教育运动和政策，消除了对非重大的政治经济实施问题的扭曲。
- **限制操纵可能是不可取的。操纵具有信息价值，即使没有考虑到客户的最大利益，也会对客户有益。因此，限制操纵和让不成熟的家庭独自选择可能会损害他们的福利。**



12. Under-diversification and idiosyncratic risk externalities

问题提出： 特质风险多样化明显不足。多元化中的摩擦使得特质风险影响资产价格，扭曲企业投资和融资决策，甚至造成整个经济的波动。尽管如此，对于政策制定者是否以及如何缓解特质风险造成的低效率或应对其周期性属性，人们知之甚少。

研究内容：

研究投资组合多元化摩擦对资产价格、投资和福利的影响。考虑了均衡分配的低效率及其政策影响。

研究方法： 构建包含企业、投资者和工人的两期生产资本定价模型，包含多元化不足和内生的反周期特质风险。

研究结论：

- 投资者持有多元化程度较低的投资组合，回报的特质风险是内生的和反周期的。
- 如果没有干预，这种经济就会受到限制，效率低下，表现为投资不足和总体风险承担过大。
- 金融监管可以使用两种工具来实现：债务税收优惠和金融中介机构的风险加权资本要求。直观地说，税收优惠刺激了投资水平的提高，而适当的风险权重控制了风险承担。



13. In sickness and in debt: The COVID-19 impact on sovereign credit risk

问题提出：随着新冠病毒蔓延，全球经济活动遭受极端破坏，对经济增长造成了重大冲击。在全球范围内，即使在危机前时期，公共债务水平也处于历史高水平，预计公共债务水平将大幅增加。这将实时反映在主权信用息差的演变中。COVID-19大流行为评估一国财政能力在解释经济增长冲击与主权违约风险之间的关系方面的重要性提供了一个独特的环境。

数据：样本由30个国家组成，可以获取这些国家的主权信用风险、财政约束和COVID-19感染率的可靠数据。这30个国家/地区覆盖了广泛的地理区域，包括美洲、欧洲和亚太地区。（2020.1.1-2020.5.18，稳健性检验中扩展到2020.10.15）

研究结论：财政受限的国家的主权信用利差因新冠感染率而增加。财政状况良好的国家似乎对与大流行相关的外部增长冲击更有弹性。

通过欧元区和美国州一级数据检验发现，**财政能力，而不是货币政策，是放大主权信用风险的主要渠道**。通过考虑人口中的医生和医院病床数量、人口密度以及被认为是老年人或肥胖的人口比例发现，**结果不是由主权国家事先暴露于冠状病毒所驱动的**。通过关闭学校和工作场所，以及对公共集会和人民活动的限制政策发现，**结果并不能用公共卫生政策应对危机的时间和强度的跨国差异来解释**。

创新：提供了关于大流行对发达经济体主权违约风险影响的独特证据。鉴于许多国家实施了大规模的刺激计划，这一证据至关重要，这些刺激计划势必会加剧其违约风险。



14.Liquidity, pledgeability, and the nature of lending

问题提出：一个经济体中贷款的性质在金融周期中会发生变化。借款人可以承担的债务数量，银行在多大程度上发挥了重要作用，债务的形式都有不同。贷款性质的变化也影响了银行等中介机构的资本结构。大量的实证文献研究了贷款的各个方面，但相对较少的理论可以解释人们何时可能看到某些方面特别明显。

研究内容：提出了一个简约模型，考虑专家、投资者、银行之间的相互作用，试图解释为什么以及贷款的性质如何随着贷款发生的环境而变化。给出无总体不确定性的均衡和具有总体不确定性的均衡。

研究结论：

流动性往往会减少许多种道德风险对还款的后果。预期流动性鼓励借款人和中介水平的杠杆，即使需要更少的治理。由于中介执行的有用功能较少，**高的预期流动性鼓励去中介。**

由高杠杆中介机构向高杠杆借款人发放的风险贷款，可能只是高预期流动性挤出中介机构的结果。这种挤出市场可能会产生**不利的后果**。随着预期流动性的消退和对中介服务的需求再次扩大，对中介资本的需求也在增加。如果中介资本在预计流动性会充足的时期耗尽，则当流动性状况好转和资本需求增加时，可能无法获得足够的数量。预期的流动性导致债务执法依赖于持续的流动性，因为它排除了其他执行模式，特别是公司治理。这将使债务回报更加扭曲。



15. Expected return, volume, and mispricing

问题提出：交易量在股票市场的价格发现，风险分担和流动性供应方面发挥着重要作用。本文基于近年来异象文献的进展，展示了一种新颖的交易量放大效应，并探讨了其交易量影响股票回报的经济机制。

研究内容：

- 以MISP (Stambaugh等 (2015) 的错误定价得分)，CAPM alpha和复合 alpha代理错误定价，研究错误定价、预期回报和交易量之间的关系
- 基于Atmaz和Basak (2018) 理论模型，如果交易量捕捉到投资者的分歧，而MISP捕捉到投资者的期望偏差，那么交易量放大了错误定价。本文发现分析师预测偏误集中在高交易量股票中，在考虑了分析师回报（或收益）预测离散度的放大效应后，成交量放大效应显著减弱。
- 以监管公平披露 (Reg FD) 和9/11恐怖袭击为准自然实验，探索对交易量和分歧的外生冲击如何影响交易量放大效应。
- 分析了交易量放大效应的投资影响，以FF5和SY4评估异常回报。

研究结论：在被低估的股票中，交易量回报关系为正。在定价过高的股票中，这种关系是负面的。因此，错误定价集中在高容量股票中。

关于经济驱动力，我们认为，如果交易量捕捉到投资者的分歧，而错误定价捕捉到投资者的期望偏差，我们的结果可以用Atmaz和Basak (2018) 的理论模型来解释。

数据：大约 998, 000 个公司月观察结果，CRSP (1963.7-2019.12)



16.Outlier blindness: A neurobiological foundation for neglect of financial risk

问题提出：“奥卡姆剃刀”可能表明，我们应该坚持默认的假设，即感知是无偏见的。但最近一种名为“**高效编码**”的神经科学范式则表明情况并非如此，它提供了**大脑被设计成以节省其有限资源的方式传达信息的证据**。这可能导致区分结果的能力下降，而这些结果与最有可能的结果相去甚远（“异常失明”）。本文应用**高效编码原理**阐述金融的相关问题。

研究内容：

- 提出了一种更简单的资源约束数学模型
- 设计实验测量异常失明，检验模型（新南威尔士大学的63名本科生参加了实验）
- 模型拓展-对财务决策的影响

研究结论：

- 提出了一种新的高效编码模型，在与金融经济学高度相关的维度上既简单又更通用。
- 投资者可以在预期范围内的值之间做出细微的区分，但只能在异常值之间进行粗略的区分。
- 在厚尾回报的情况下，投资者对极端值的误解可能特别明显。



Thank you!

