

# Journal of Financial Economics

2022 (02)

崔易

2022.07.06



山西大学  
shanxi university

1. Attention triggers and investors' risk-taking Fund tradeoffs 注意力诱因与投资者风险承担
2. Busy bankruptcy courts and the cost of credit 繁忙的破产法庭和信贷成本
3. **Decomposing firm value** 企业价值分解
4. **Have exchange-listed firms become less important for the economy?** 上市公司对经济的重要性是否已经降低?
5. **Is there a home field advantage in global markets?** 全球市场上存在主场优势吗?
6. Local banks, credit supply, and house prices 地方银行、信贷供给与房价
7. **On the fast track: Information acquisition costs and information production** 走在快车道上：信息获取成本与信息生产
8. **Real effects of climate policy: Financial constraints and spillovers** 气候政策的实际影响：金融约束和溢出效应
9. **Searching for the equity premium** 搜寻股权溢价
10. **Taming the bias zoo** 驯服偏差动物园
11. The consequences of student loan credit expansions: Evidence from three decades of default cycles 学生贷款信贷扩张的后果：来自三十年违约周期的证据
12. **The micro and macro of managerial beliefs** 管理信念的微观与宏观视角研究
13. The missing risk premium in exchange rates 汇率中的缺失风险溢价
14. **Why are commercial loan rates so sticky? The effect of private information on loan spreads**  
为什么商业贷款利率如此具有粘性？私人信息对贷款利差的影响



# 1. Attention triggers and investors' risk-taking

## 研究问题

个人注意力的刺激对风险承担的影响

## 研究动机

当代数字环境中，来自多方面的注意力刺激让投资者应接不暇，如电子邮件、社交媒体信息和推送通知。这些刺激旨在吸引投资者的注意力。个人风险承担是研究不确定性下的选择、更好地理解金融市场和金融稳定的基础，目前缺少注意力触发因素对个人投资者的行为的影响的研究。

## 研究设计

利用了一个包含了一个大型经纪人的交易记录的数据集，经纪人向个人投资者的手机发送标准化的推送信息。这些信息使我们能够观察到个人投资者对信息中提到的股票的注意力的外生触发因素。研究方法：DID

## 研究发现

注意力的触发会诱使投资者承担更高的风险（投资者在收到提及某只股票的推送信息后24小时内执行的交易，其杠杆率比非注意力交易要高19个百分点。）

## 研究贡献

在微观层面上对投资者风险承担的决定因素的研究得出结论，个人注意力的刺激是投资者风险承担决策的一个重要方面；确定了注意力刺激是投机性交易的一个关键因素。



## 2. Busy bankruptcy courts and the cost of credit

### 研究问题

破产法庭案件数量对信贷获取的影响

### 研究动机

2005年美国《防止破产滥用和消费者保护法》（BAPCPA）出台后，美国法院积压案件的数量出现了有记录以来的最大降幅。BAPCPA改革从根本上改变了个人债务人的破产法，使他们违约的难度和成本大大增加。尽管BAPCPA对个人债务人有影响，但公司破产基本上没有受到影响。

### 研究设计

使用1990年-2018年美国数据，用DID研究法院积压案件对上市企业信贷获取的影响。

### 研究发现

法院积压案件的减少导致破产案件的长度减少5.5%，债权人的回收价值增加6%-12%；案件积压少的法庭增加了企业杠杆率，但违约风险保持不变(利用DealScan提供的银团贷款的合同级数据，估计破产法院运作的这种改善会导致利率利差下降10%，贷款到期日增加9%)；

粗略估计，破产法庭积压的案件每年至少会花费公司借款人7.4亿美元来支付利息。

### 研究贡献

提供了关于法院积压案件如何影响事前合同结果的第一个因果估计；

提供了法院积压案件给借款人带来的总成本的逆向估计



### 3. Decomposing firm value

#### 研究问题

一个公司的市场价值的经济决定因素是什么？

#### 研究动机

了解企业市场价值的经济决定因素是一个重要的问题，吸引了金融和经济学的大量研究。各种资本投入和劳动力对于理解企业的市场价值具有重要意义，在不同行业 and 不同时期都是如此。企业的总市场价值是所有投入的市场价值的总和。

#### 研究设计

通过结构性估计，并利用美国经济中大量公开交易的公司的数据，借助具有劳动力和三种异质资本投入的广义新古典投资模型来量化了各种资本投入和劳动力对理解公司市场价值的相对重要性，包括跨行业 and 随时间的变化。

#### 研究发现

资本和劳动投入对企业市场价值的相对贡献在不同行业中有所不同；根据行业区分，平均而言，现有劳动力占公司市场价值的 14-21%，实物资本占30-40%，知识资本占比20-43%，品牌资本占比6-25%。

品牌资本对企业价值的贡献随着行业的平均劳动技能水平而下降；资本和劳动力对企业市场价值的相对贡献也随时间而变化。

#### 研究贡献

能够定量地评估每项投入对企业价值的相对贡献，为理解劳动力和无形资本投入对公司价值的重要性提供了直接的经验证据。



## 4. Have exchange-listed firms become less important for the economy?

### 研究问题

研究上市企业对就业和GDP的直接贡献  
公司的市值与其对经济的直接贡献之间的关系

### 研究动机

2020年夏天，美国经济承受着COVID大流行的影响，失业率达到1948年以来最高值，纳斯达克和标准普尔500指数同样达到有史以来的最高值。失业率和股市之间轨迹的巨大差异提出了这样一个问题：股市在多大程度上反映了美国经济的健康状况？

### 研究数据

从1950年到2019年美国上市公司数据

### 研究发现

与20世纪70年代相比，现在上市企业对非农就业和GDP总量的贡献减少了；  
主要原因是制造业的衰落、制造业向海外转移、以及服务经济的增长(提供服务的公司在交易所上市的可能性很小)等；  
市价总值对企业给GDP带来贡献的有效信息并没有系统性地减少；  
与20世纪70年代相比，上市股票市场超级明星企业的就业率有所下降。

### 研究贡献

研究股票市场是否能预测未来经济增长；  
研究了上市企业在不同时期对经济的贡献，以及它们的市值与它们对经济贡献的关系。



## 5. Is there a home field advantage in global markets?

### 研究问题

探究国际共同基金增长背后的原因

### 研究动机

国际股票共同基金越来越多地从与其地域职权相关的国家聘请经理。为什么越来越多的国际共同基金在不同国家和时间选择与本国有关的经理人？

### 研究设计

近三十年来与本土经理人有联系的积极管理的美国国际股票基金的持有量、资金流动、资金流动-业绩敏感性和业绩(数据来源: Morningstar's mutual fund reports)

### 研究发现

具有“本地关联经理”的基金表现出的强烈偏好,即热衷于投资经理所在国家的股票,并从该地吸引更多资金流;

如果某只基金拥有本地优势,其所在国的股票投资组合的表现就会优于那些没有本地关联的经理所管理的基金;

虽然无法确定与本地关联经理的业绩相关的信息优势的具体来源,但对资金流动的分析显示,投资者对本地投资基金的信任主要是通过之前的出色表现获得的。

### 研究贡献

对基金如何进行国际投资的研究做出了贡献

对国际基金如何利用信息优势来进行投资提供指导



## 6. Local banks, credit supply, and house prices

### 研究问题

抵押贷款供应的外生变化能否改变住房价格？

### 研究动机

银行的商业模式是决定资本分配的一个重要因素。虽然银行所在地的重要性已被充分证明，但银行的专业化在银行投资决策中可能发挥的作用仍未得到充分证实。

### 研究设计

2008年，许多零售客户将存款从遭受海外损失的全球银行转移到同质化的、受限服务于本地的抵押贷款银行。将两种银行之间的距离作为存款增长的工具变量，利用自然实验来证明当地抵押贷款供应的外生变化与住房价格变化之间的因果关系。

### 研究发现

每个受冲击的银行通过降低新贷款的价格，将新到的资金引向房地产贷款。在接下来的两年里，存款增加1%会导致当地抵押贷款增加1.2%。

地方的抵押贷款银行增加抵押贷款的行为与随后的市场房价上升相关，Raiffeisen银行在法律上无法在狭窄的地理区域之外放贷，再加上小型地方市场上抵押贷款供应的外生扩张，导致了住房价格的异常上涨。

### 研究贡献

有助于讨论资产价格是否因信贷供应的增加而上升的问题；

强调商业模式是决定资金分配方式的一个重要因素；

企业或银行在动荡时期持有现金的倾向可能取决于商业模式。



## 7. On the fast track: Information acquisition costs and information production

### 研究问题

信息获取成本是否会影响代理人的信息收集；  
较低的信息生产成本是否不仅导致更多的信息收集，而且导致更高的信息质量；  
信息获取成本的降低以及信息不对称是否影响价格的有效性；

### 研究动机

由于关于实际信息收集的数据有限，没有直接证据表明较低的获取成本会导致更多的信息收集。

### 研究设计

利用高铁（HSR）的引入作为对信息获取成本的外生冲击，用分析师对其投资组合公司的实地考察次数衡量代理人获得的信息量；用盈利预测准确性衡量这些分析师的信息质量。

### 研究发现

HSR的引入（信息获取成本的降低）导致了更多的信息生产：分析师们更频繁地访问他们的投资组合公司。产出质量也得到了改善：分析师的盈利预测更加准确，预测的修订和建议向市场传达了更多的信息，从而使价格更加合理化。

### 研究贡献

研究支持信息不对称理论所提出的一个基本猜想：较低的信息成本会导致更多的信息产生；

从微观层面补充了交通基础设施的建设会促进经济增长的证据。



## 8. Real effects of climate policy: Financial constraints and spillovers

### 研究问题

研究旨在减轻气候风险的地方性政策可能会由于公司的监管套利行为而产生什么后果

### 研究动机

气候政策在其设计和实施的管辖范围内是高度分散的。这种地方性的且不协调的政策是否能够将可能阻碍解决气候变化这一全球现象的潜在外部因素内部化，或者仅仅是扭曲经济中的分配是未知的。

### 研究设计

将美国环境保护署（EPA）强制报告的温室气体排放量与2010年至2015年期间511家上市公司的2,806家工业工厂的数据相匹配，使用双重差分模型，研究了加利福尼亚总量管制和交易计划的影响。

### 研究发现

资金紧张的公司会将排放与产出从加利福尼亚转移到其他州，这些被转移州有类似的未充分利用的工厂。相比之下，不受资金约束的公司不会做出这样的调整；不受限制的企业不会减少其总排放量，而受财政约束的企业会在总量管制和交易计划的规则下增加其总排放量，从而削弱了政策的有效性。

### 研究贡献

研究结果支持财务约束的再分配效应，财务约束诱使企业在监管成本提高的情况下在内部转移其污染资源，这反过来会扭曲了区域环境政策的结果。



## 9. Searching for the equity premium

### 研究问题

制定一个统一的资产价格和商业周期的均衡理论（要在一般均衡中解释股权溢价之谜，同时又要保留合理的商业周期动态）

### 研究动机

Arrow-Debreu经济中的股权溢价（股票收益率大于无风险资产收益率的现象）相对于其历史平均水平来说是可以忽略不计的。已有研究已经成功地指定了偏好和现金流动态来解释股权溢价。解释一般均衡生产经济体的股票溢价更具挑战性。在金融的模型中，外源性指定的、通常是复杂的现金流动态背后的微观基础是什么？生产方面的哪些基本要素可以内在解释股权溢价的现金流动态的关键要素？时变风险溢价在多大程度上对宏观经济动态有定量影响？在一般的均衡生产经济中，商业周期的福利成本有多大可以解释股权溢价？

### 研究设计

将标准的Diamond-Mortensen-Pissarides均衡模型嵌入到一个具有递归效用和资本积累的动态随机的一般均衡框架中

### 研究发现

该模型再现了每年4.27%的股权溢价、12.42%的股市波动率和1.97%的平均利率，同时还保留了合理的商业周期动态；

股票溢价和股市波动具有很强的逆周期性，而利率和消费的增长在很大程度上是不可预测的。由于工资的惯性，尽管该模型已经通过投资平滑了消费，但是股息依然保留了顺周期性；

此外，商业周期的福利成本巨大，高达33.6%。



## 10. Taming the bias zoo

### 研究问题

用一小部分偏差来解释广泛的异象。

### 研究动机

行为经济学的成功带来了一个新的挑战：许多偏差为特定的金融异常现象提供了可观的相似预测。

### 研究设计

将主观调查答卷与观察数据结合起来，提出了一种新方法，该方法能够稳健地应对通过调查引入的特定问题偏差。通过对中国散户投资者进行全国性调查以了解他们的交易动机；之后，基于调查得到的交易动机对受访者实际交易额进行横截面回归。

### 研究发现

来自感知的信息优势和赌博偏好在过度交易动机中占据最主要地位，尽管它们并不是基于调查答卷的最普遍的偏差；

其他的解释，如对交易成本的忽视和低金融素养，并没有促成过度交易。

### 研究贡献

新方法使研究人员能够同时考察多种机制，并解决了在纯粹的调查方法中出现的一些计量经济学问题。



# 11. The consequences of student loan credit expansions: Evidence from three decades of default cycles

## 研究问题

了解是什么原因导致学生贷款违约率随时间变化

## 研究动机

学生贷款成为美国最大的非抵押贷款的家庭债务来源,学生贷款表现出与其他形式的家庭债务非常不同的时间序列模式,关于学生贷款违约随时间变化的基本驱动因素以及联邦政策是否驱动这些模式的研究很少。

## 研究设计

建立在国家学生贷款数据系统 (NSLDS), 构建了一个新的学校层面的数据集, 该数据集包括1970年至2014年间所有有资格获得联邦学生贷款的学校。关注联邦政策变化扩大、收缩和重新扩大学生贷款的三个不同时期: 1980年代中期、1990年代早期和2000年代。

## 研究发现

学生贷款违约的几乎所有时间序列的变化都是联邦信贷供应的扩张和收缩的结果; 学生贷款违约的大部分时间序列变化是由信贷供应的变化驱动的。

## 研究贡献

提供了关于哪些特定政策导致违约变化的因果证据;  
是第一篇研究学生贷款市场中信贷扩张的论文。



## 12. The micro and macro of managerial beliefs

### 研究问题

研究了企业管理者如何形成他们对未来自己公司结果的信念，并量化了基于这些信念的决策如何影响企业绩效、资源再分配和宏观经济。

### 研究动机

什么特征允许一个定量模型来捕捉管理者如何形成他们的信念，以及这些信念如何影响他们的决策？近几十年来，主要的假设一直是经理以及消费者、工人等有理性的期望。很少有研究实证地检验管理者的信念。

### 研究设计

设计了一个动态一般平衡模型量化偏见的影响，在该模型中，异质公司的管理者使用一个主观信念过程来做出前瞻性的招聘决策，以应对公司特定的风险和调整成本。

### 研究发现

高管们并不过于乐观，销售增长预期平均不超过实现值。

管理者是过于精确，他们低估了销售增长的波动性

管理者过度推断，当公司在增长时，他们往往会高估公司未来的业绩，而低估公司在萎缩时的业绩。

过度精确和过度推断导致管理者对公司层面的冲击反应过度，在调整成本上花费过多，破坏了往常公司价值的2.1%至6.8%。普遍的过度反应导致了过度波动与再分配，使消费者福利相对于理性预期均衡状态降低了0.5%至2.3%。

### 研究贡献

为管理层过度反应会放大资产价格和商业周期的波动提供依据



## 13. The missing risk premium in exchange rates

### 摘要

- 我们使用实际汇率的现值模型来对货币风险溢价进行结构性讨论。
- 在本文的模型假定中，货币风险溢价可以取决于利率差异和一个潜在的因素，即缺失的风险溢价。
- 我们的现值模型显示，实际汇率应该可以预测货币的收益，而这也与现实数据保持了一致性。
- 本文发现，缺失的风险溢价解释了大部分的实际汇率变化，而非利率差异作为主因。此外，我们的模型还阐明了利差、实际汇率和货币风险溢价之间的复杂关系。



## 14. Why are commercial loan rates so sticky? The effect of private information on loan spreads

### 研究问题

基于银行筛选的时间变化的重要性解释商业贷款的“粘性”

### 研究动机

过去的研究发现，商业贷款利差具有“粘性”，因为它们只对公开市场利率或可观察到的公司信用风险特征的变化进行部分调整。有人认为，贷款利率的粘性反映了错误的定价，是信贷分配不当的表现。

### 研究设计

提出了一个模型来说明银行私人信息的质量在预测贷款利差的演变方面的变化（它反映了借款公司的可服务信用风险特征的演变）如何导致粘性贷款利率的出现；使用1987年至2016年间发放的定期贷款和循环信贷额度的大样本，及LPC Dealscan数据库，利用实证方法来寻找贷款利差中的证据。

### 研究发现

“粘性”的出现，部分是因为银行筛选的强度与可观察到的企业信用风险特征和信贷市场条件的变化成反比；

贷款利差的粘性并不一定表明贷款的错误定价或信贷的错误分配，可能反映了遗漏的变量偏差

### 研究贡献

提供了银行筛选的强度随观察到的公司信用风险的变化而变化的证据



THANK YOU



序号	题目	主题	方法
1	Attention triggers and investors' risk-taking	投资者风险承担	实证
2	Busy bankruptcy courts and the cost of credit	信贷成本	实证
3	<b>Decomposing firm value</b>	公司价值	模型+实证
4	<b>Have exchange-listed firms become less important for the economy?</b>	市值	模型+实证
5	<b>Is there a home field advantage in global markets?</b>	基金经理人	实证
6	Local banks, credit supply, and house prices	银行信贷与房价	实证
7	<b>On the fast track: Information acquisition costs and information production</b>	高铁、信息	实证
8	Real effects of climate policy: Financial constraints and spillovers	气候政策	实证
9	<b>Searching for the equity premium</b>	股权溢价	模型+实证
10	<b>Taming the bias zoo</b>	偏差	实证
11	The consequences of student loan credit expansions: Evidence from three decades of default cycles	学生贷款	实证
12	<b>The micro and macro of managerial beliefs</b>	管理者信念	模型+实证
13	The missing risk premium in exchange rates	汇率中的缺失风险溢价	模型
14	<b>Why are commercial loan rates so sticky? The effect of private information on loan spreads</b>	私人信息与贷款利差	模型+实证

