

# 摘要汇报

## MS202201

张曦尹

7月13日



1. **The Novelty of Innovation: Competition, Disruption, and Antitrust Policy** 创新的新颖性：竞争、颠覆和反垄断政策（模型）
2. **Costly Interpretation of Asset Prices** 资产价格的昂贵的解释（模型）
3. **Valuation of New Trademarks** 新商标估值（实证）
4. **How Does Firm Scope Depend on Customer Switching Costs? Evidence from Mobile Telecommunications Markets** 客户转换成本如何决定企业范围？来自移动通讯市场的证据（模型+实证）
5. **Portfolio Entrepreneurs' Behavior and Performance: A Resource Redeployment Perspective** 组合企业家行为与绩效：资源重新部署的视角（模型+实证）
6. **Managerial Learning from Analyst Feedback to Voluntary Capex Guidance, Investment Efficiency, and Firm Performance** 管理者从基于资本支出指引的分析师反馈中学习、投资效率和公司绩效（实证）
7. **Valuation Uncertainty and Short-Sales Constraints: Evidence from the IPO Aftermarket** 估值不确定性和卖空限制：来自IPO后市场的证据（实证）
8. **Plumbing of Securities Markets: The Impact of Post-trade Fees on Trading and Welfare** 证券市场管道：交易后费用对交易和福利的影响（模型）
9. **A Theory of Assurance: Balancing Costly Formal Control with Tone at the Top** 保证理论：平衡代价高昂的正式控制与高管榜样（模型）
10. **Portfolio Choices with Many Big Models** 许多大模型的投资组合选择（模型）
11. **The Effect of Unsuccessful Past Repurchases on Future Repurchasing Decisions** 过去回购失败对未来回购决策的影响（实证）
12. **Vanishing Contagion Spreads** 消失的传染溢价（模型）
13. **Investor Sentiment and Stock Option Vesting Terms** 投资者情绪和股票期权行权条款（实证）



# 1. The Novelty of Innovation: Competition, Disruption, and Antitrust Policy 创

## 新的新颖性：竞争、颠覆和反垄断政策

### • 研究背景：

创新不仅仅是把事情做得更好，其思想和技术与之前的截然不同。企业家必须决定如何大胆创新，而不仅仅是是否创新。他们在努力改变时应该追求什么技术？一项创新越彻底，就越有可能取得突破性进展，但也越有可能遭遇彻底失败。选择何种技术进行创新也关系到市场竞争的性质。技术越偏离主流，越偏离行业的主导设计，其服务的消费者群体就越不同，因此，与现有企业的竞争就越激烈。新企业的市场进入战略必须平衡技术和市场竞争的双重考虑。

### • 研究内容和结论：

本文设计了一个新的技术不确定性一个模型来分析创新的新颖性，并探索它对市场竞争性质和创新质量的意义。在这个模型中，创新是连续的（渐进到大胆创新，取得突破性成果到失败，以及介于两者之间的一切）。在这种模式下，新进入市场的企业可以选择自己想要的创新程度。研究表明，（1）存在阿罗替代效应（Arrow,1962），新进入者（创业企业家）比在位者（成熟企业）追求更多的创新技术，获得突破性成果的概率更高；（2）新进入者颠覆在位企业的可能性小于在位企业自我颠覆的可能性，并且在市场中失败的可能性也更小（颠覆不仅取决于进入者的技术，还取决于进入者在技术领域的距离，因为如果新技术(即使质量更高)不能满足消费者的需求，消费者可能仍然会喜欢现有产品。在位企业自我颠覆的创新可能只是一个边缘的改进，但考虑技术领域的邻近性，足以让现有产品过时。相比之下，企业家可能拥有一个明显更好的产品，但仍然不会把现任者赶出市场）；（3）通过分析在位公司接管或并购新企业（反竞争的，具有垄断性质）对企业家创新的事前激励以及企业家选择的创新新颖性有什么影响，发现被在位者收购的前景会抑制企业家创新新颖性，选择一种比在位者本身更渐进的创新，这逆转了阿罗效应。这表明，反垄断政策会对激励创业型企业大胆创新具有积极作用。



## 2. Costly Interpretation of Asset Prices

### 资产价格的昂贵解释（有限理性投资者对价格的解释是有成本的）

#### • 问题的提出：

只有经过分析的数据才能被视为信息。解释数据往往是昂贵的，鉴于现代金融市场的复杂性，市场数据尤其如此。在现有的框架中，如嘈杂的理性预期均衡 (REE) 模型 (Grossman and Stiglitz 1980, Hellwig 1980, Vives 2008) 和最近的 REE 分歧混合模型 (Banerjee 2011)，投资者可以不计成本地解读资产价格，以获得价值相关的信息。显然，这需要市场参与者的高度熟练。然而，如果解释价格信息的成本很高，而投资者在推断过程中犯了错误，该怎么办？如何确定投资者解读资产价格的熟练程度？投资者的熟练/成熟程度是如何影响市场价格和交易量的？

#### • 研究内容

本文提出了一个投资者有限理性两阶段行为模型（0，1阶段），在0期，投资者可以选择自己的熟练/成熟程度（**sophistication levels**），1期（交易阶段）投资者在金融市场上利用自己的私人信息交易，投资者是有限理性的，其处理价格信息是有成本的，成熟的投资者会从价格中提取出最好的信号，而不成熟的投资者会在解释价格时引入噪声（投资者处理价格信息时出现的常见的认知错误）。

高的熟练/成熟度使投资者在交易阶段更加理性，但获取成熟度是需要付出很多成本的。最优熟练度水平是通过权衡减少有限理性带来的收益与获取熟练度的成本来确定的。



## 2. Costly Interpretation of Asset Prices 资产价格的昂贵解释

- (1) 求1期时的市场均衡（相当于REE模型的有限理性扩展）
- (2) 返回0期分析sophistication levels如何影响总体均衡中资产价格和交易量（投资者熟练度的选择（**sophistication choice**）包括：对共同情绪（common sentiment）的了解和抑制价格中的特质错误部分）。
- (3) 扩展本文模型，允许外生噪音交易。（the risky asset has a noisy supply）

### • 研究结论：

- (1) 有限理性的投资者对价格的解释给价格注入了噪声。与标准REE相比，昂贵的价格解释导致价格动量（未来收益正向依赖于当前价格）、过度收益波动和过度交易量。
- (2) sophistication choice熟练度选择可以表现出战略互补性，从而导致多重均衡的可能性。



### 3. Valuation of New Trademarks 新商标估值

- 研究背景:

无形资产很难估值。特别是，美国公司的资产负债表不包括内部产生的无形资产(IP)的价值，如专利、商标、版权和商业秘密，相反，创造这些知识产权的相关成本(如研发成本)在发生时就在损益表上支出。当前知识经济中，知识产权(IP)无形资产是重要的资产( Chan et al. 2001, Lev 2001, Corrado and Hulten 2010, Peters and Taylor 2017)，然而将知识产权的内部支出和其他营业支出以同样的方式对待，使得投资者难以对公司知识产权进行估值。

现有的知识产权估值研究主要考察专利，但很少研究商标，商标不同于专利，往往被视为一种更重要的知识产权保护形式。与专利通常出现在创新过程的早期阶段不同，商标是在新产品/服务准备好商业化时注册的，代表创新过程最后的产出，等待最终的市场检验。因此，当公司注册商标时，产品/服务是否可行的相关技术不确定性就会得到解决。然而，由于与受商标保护的新产品/服务相关的需求不确定性(消费者是否喜欢新产品/服务)和竞争不确定性(竞争对手是否拥有更好、更便宜的产品/服务)，新商标的估值仍然具有挑战性。例如，根据现有产品/服务的过去记录来预测新产品/服务的需求，对于破坏性创新产生的新产品/服务来说可能特别不可靠。



## • 研究内容和发现:

(1) 在本文中，我们研究了股票市场如何评估新注册商标。与评估新商标相关的复杂性和不确定性给认知处理能力增加了额外的负担，这导致粗心的投资者低估了公司推出的新商标的成功所带来的未来利益，从而低估了这些公司的价值。由于投资者对新商标所赋予的未来利益反应不足，这共同预测了新商标与未来股票回报之间的正相关关系。

(2) 本文采用1976-2014年美国上市公司的305422个USPTO（美国专利和商标局）商标注册数据。以每年注册的商标数量与总资产的比例来衡量每年企业的新商标强度(TRAT)，研究了公司的新商标强度是否能预测其股票回报。每年六月底，基于过去一年的TRAT，形成三个投资组合(低、中、高)，构建一个对冲投资组合，即做多高TRAT投资组合，做空低TRAT投资组合，然后计算这个投资组合在未来一年的价值加权超额收益、行业调整收益以及不同因子模型的 $\alpha$ 值。

(3) 根据Fama-French五因子模型(Fama和French 2015)、q因子模型(Hou et al. 2015)和错误定价因子模型(Stambaugh和Yuan 2017)，该对冲投资组合的年化超额收益率为5.2%，年化alpha值为7.8%、7.0%和6.3%。所有这些在1%水平上都是显著的。该对冲投资组合经行业调整后的年化回报率为3.7%，在5%的水平上非常显著。此外，这些利差大多来自高TRAT投资组合。这些结果不是由TRAT中的分母驱动的，因为根据总资产对样本公司进行分类产生了更弱的回报可预测性。

(4) 检验TRAT的预测能力是否比其他知名的预测因素（规模、账市比、盈利能力等）更加稳健？Fama-MacBeth回归（知名的收益预测因素和总资产作为控制变量），发现TRAT显著预测下一年的股票收益。



- 研究内容和发现:

(5) 检验TRAT的收益可预见性是否是由一些现有的知名因子模型没有捕捉到的系统性风险驱动的。拥有更多新商标的公司可能在两方面面临更高的系统风险:新商标反映了新的市场机会,这些增长机会反映更高的隐性杠杆系统风险;新商标的推出要求企业调整他们的生产线和营销活动,而资源和运营的重新配置产生的调整成本在困难时期可能是有风险的。本文用TRAT对冲投资组合的收益作为一个因素来捕捉与新商标相关的风险溢价,进行 a two-pass characteristics versus covariances regression (Daniel and Titman 1997) 来检验异常收益可预测性是否由风险驱动。发现,TRAT因子的载荷并没有在股票收益的横截面中定价,这表明TRAT的收益可预测性不太可能由缺失的系统风险因子驱动。

(6) 此外,考察了TRAT在较长时间内的预测能力。发现,这种可预测性在组合形成后的第一年最强。较长时期内的可预测性下降。

(7) 为了研究可能导致投资者对新商标反应不足的经济渠道,首先通过测试新商标是否与更好的未来盈利能力(如资产回报率(ROA)和股本回报率(ROE))相关联,来检验新商标的价值相关性。发现,TRAT显著正向预测ROA和ROE,即商标与未来销售额的增长有关。





- 研究内容和发现:

(8) 本文检验股票分析师是如何评估新商标中的信息的，他们是经验丰富的信息中介。正如Teoh和Wong(2002)所言，如果分析师低估新商标的未来现金流可能更加说明那些依赖分析师的粗心投资者也会低估新商标的价值。此外，分析师的反应可能代表了成熟的股票投资者的反应，如果成熟的投资者反应不足，很可能普通投资者也会反应不足。因此，本文研究新商标是否能预测分析师盈利预测错误(AFEs)，发现随着TRAT的增加AFE明显增加。这些结果表明新商标强度包含有价值的相关信息，即使是专家，如金融分析师也未能充分纳入。因此，依赖财务分析师建议的投资者可能也不能充分认识到新商标的价值。

(9) 基于以上对TRAT收益预见性的行为解释，本文预测在具有难以估值业务的复杂公司中，TRAT具有更大的可预见性。额外的认知负担会增加行为偏差，如注意力不集中，因此会增加低估(Zhang 2006, Kumar 2009)。例如，正如Hirshleifer和Teoh(2003)所指出的，复杂性增加了注意力失败、信号忽视和分析失败的来源。复杂的公司和经营不确定性高的公司往往有更多的价值相关信号，因此粗心的投资者更容易忽略一些。此外，一个更复杂的公司的结构(例如，产品市场结构和生产功能)也更复杂，所以粗心的投资者更有可能对复杂公司的结构分析失败。



- 研究内容和发现:

为了检验这些预测，我们对投资组合进行了分类，分样本进行Fama-MacBeth回归，这些子样本由与复杂性和价值不确定性相关的公司特征分类，如规模、财务报表的不透明度、分析师盈利预测差值、R&D支出和广告支出。结果表明，在大公司、不透明公司和分析师预测离散度高、研发支出高和广告支出低的公司之间，TRAT-return关系更强。

此外，我们预测，当新商标反映企业探索新的不熟悉领域时，TRAT效应会更强，因为这往往具有高度的不确定性。这一点在数据中得到了证实，本文发现在拥有探索性新商标的公司中存在更强的TRAT效应。探索性新商标被定义为在公司近年来从未注册过商标的类别中注册的商标。

(10) 虽然TRAT是基于新注册商标的数量，这并没有反映新商标的异质性价值，如果上述TRAT的可预测性是由对新商标价值的低估驱动的，那么对更有价值的商标的可预测性应该更强。本文用行业层面的商标注册反对率作为商标价值的代表。在USPTO正式注册这些商标之前，其他公司可以对新商标申请提出反对。据推测，如果一个商标在注册前受到其他人的质疑，它会更有价值。检验发现，在反对率较高的行业中，TRAT-return关系更强。



- 研究内容和发现:

(11) 为了加强对记录在案的新商标效应的因果解释,进行了两个检验。**首先**,本文研究了**商标保护**受到外源性冲击后,即1996年1月《联邦商标法》(FTDA)的颁布,TRAT效应是如何变化的。**我们发现**TRAT对**未来股票收益、盈利能力和分析师盈利预测误差的影响**在FTDA颁布后的7年(1996 - 2002)显著增强。由于本法是专门为保护商标而设计的,因此会外源性地增加商标价值。

**其次**,通过事件研究,我们发现新注册商标的累计异常收益(CARs)显著为正。异常事件收益是当地平均处置效应的代理,**反映了新商标注册中包含的关于未来基本面的积极信息**,因为其他公司特征在事件日期前后不太可能巧合的改变。

(12) TRAT效应不同于先前文献中证明的股票收益的专利效应。从概念上讲,商标的设计目的是将公司的产品/服务与其他公司区分开来,并保护**品牌资产**,而专利的设计目的是**保护技术创新**。由于许多创新不能被专利保护,商标比专利更加普遍:商标的行业覆盖范围比专利要大得多。为了从实证上区分这两种效应,本文考察了**商标效应在实施专利和非实施专利公司之间的差异**。发现,无论是否新授予专利,企业的商标收益之间关系都存在,而非专利企业的商标回报关系略强。



## 4. How Does Firm Scope Depend on Customer Switching Costs? Evidence from Mobile Telecommunications Markets

### 客户转换成本如何决定企业范围/领域？来自移动通讯市场的证据

- **项目管理学中的scope如何理解？** 是一个项目的边界，产品的边界，做哪些产品，做到什么程度，哪些是可做的，哪些不可做的，都要清晰规划，避免项目实施过程中的范围蔓延。

- **研究背景：**

由于产品复杂且相互依赖，用户从一家公司转移到另一家公司的成本很高，而公司采用的策略以及市场的制度背景可以放大这种效应。经济学文献表明，通过定价和差异化，**客户转换成本**通常会增加市场力量，降低福利(Klemperer 1987a, b, 1995; Shi et al. 2006)。关于企业战略的研究探索了转换成本对企业绩效的实证影响(Gomez和Maicas 2011, Mas-Ruiz等人2014)，但很少有人将这种类型的摩擦与产品广度的好处(Chatain和Zemsky 2007, Brush等2012)或行业结构转移(Rhodes和Zhou 2019)联系起来。本文通过构建理论框架和实证证据来填补这一空白，以了解**客户转换成本如何影响企业范围的选择，如何影响单产品和多产品企业的经济绩效和行业动态。**

- **研究内容与结论：**

本文研究了单产品和多产品企业在客户转换成本变化时的相对优势。

**理论框架：**两个产品 ( $i, j$ )，三个公司（两个单一产品，一个多产品），两期 ( $t_1$  和  $t_2$ ，消费者偏好随着时间变化)。单一产品公司可以根据客户需求量身定制产品（产品具有专业化优势，能带来额外效用，但需要转换成本  $S$ ）



## 4. How Does Firm Scope Depend on Customer Switching Costs? Evidence from Mobile Telecommunications Markets

### 客户转换成本如何决定企业范围/领域？来自移动通讯市场的证据

- 研究内容和结论：

而多产品公司可以以灵活性的形式为客户创造价值，允许客户随着偏好的变化在产品品种之间变化，而不需要更换供应商（无需转换成本）。

**结论：**当转换成本降低时，多产品企业的（相对）客户基础和经济效益低于单一产品企业，选择多产品的新进入者的比例将下降（在转换成本较低时进入市场的新公司比那些在转换成本较高时进入市场的公司更不可能采取多产品策略）。

**实证分析：**利用2000第一季度-2017第一季度全球197个国家的883家移动运营商数据（GSMA智能数据库），DID检验实施MNP前后单一产品和多产品移动通信企业的相对业绩和新企业进入的差异。

两种产品：移动运营商通常为不同的客户提供预付和/或后付费服务套餐：预付服务相对便宜和负担得起，适合成本较低的年轻用户，而后付费服务更适合重度和专业用户。

MNP：移动号码携带业务，允许移动用户可以在一个国家的多个移动网络间保持其号码不变，自由地选择运营商。运营商在国家监管机构实施MNP后，客户转换成本大幅下降。

**结论：**MNP实施伴随客户转换成本的降低对多产品公司的客户群和收入产生了负面影响，单一产品公司增加。MNP后选择多产品策略的新进入者的数量减少（MNP之前，82%的新进入者采用了多产品策略，MNP之后，比例降至70%）。



## 5. Portfolio Entrepreneurs' Behavior and Performance: A Resource Redeployment Perspective **组合企业家行为与绩效:资源重新部署的视角**

- **Entrepreneur企业家**:指公司的创始人和主要股东,通过至少拥有51%的股权或担任CEO来控制公司。
- **Portfolio Entrepreneurs组合企业家**:同时创建和管理多个公司的企业家
- **问题的提出**:目前越来越多关于企业家业绩的文献开始研究**组合企业家**(Westhead et al.,2005;Lechner和Leyronas,2009;Baert et al.,2016)。有的研究认为组合企业家创建或管理的企业的业绩好,有的认为业绩不好。虽然组合企业家的公司比管理单一公司企业家的企业产生更多的收入和增长更快(Westhead et al. 2005),但组合企业家的公司却不太可能生存(Gottschalk et al. 2014)。如果是因为组合企业家是更有技能的企业家,可以选择更好的机会,为什么他们的公司不太可能生存?同样,为什么单一和组合企业家的企业之间的收入差异只在后期显现?
- **研究内容和结论**:本文将基于**资源重新部署**(资产和员工)对以上相互矛盾的发现给出新解释。本文认为,组合企业家的主要优势不是事先选择最佳商业机会的优越能力,而是事后跨多个企业重新部署人力和资本资源的能力。这种重新部署能力有助于组合企业家对负面市场信号做出更快的反应,并退出未能通过市场测试的新公司。同时这种能力减少了失败公司的**投资清算难度**(Investment sunkness,表示公司资源在市场上转售的困难程度)。所以,组合企业家的公司在刚进入市场时没有表现出更高的绩效水平;由于选择效应和资源重新部署,其与单一公司的业绩差异显现。



## 5. Portfolio Entrepreneurs' Behavior and Performance: A Resource Redeployment Perspective

### 组合企业家行为与绩效:资源重新部署的视角

#### • 研究内容和结论:

本文构建理论模型研究了单一企业家和组合企业家的行为，模型中他们创建了具有相似经济潜力的新公司，遇到积极或消极的市场信号，然后必须决定是否和何时退出。

此外，实证检验了5,740家意大利公司和从意大利商会企业登记处收集的数据，提取2006年成立的个人所有的公司，样本期2007-2011

研究表明，（1）组合企业家有更高的退出概率，而且更早地退出表现不佳的公司；（2）由于这种选择效应，随着时间的推移，单一企业和组合企业家创办的新创企业之间的业绩差异会显现出来，幸存的组合公司的相对质量提高，即使初始业绩相似（投资组合公司在进入时并没有表现出系统更高的业绩）；（3）组合企业家相对于单一企业企业家的资源再部署能力对上述效应均有正向调节作用（4）通过考察失败公司退出后幸存组合公司资产价值和员工数量的变化，我们发现了在同一组合中，从失败公司到更成功公司的资源跨期再配置的证据。

这些综合结果表明，投资组合企业家并不是由于技能更高而事先选择更好机会，他们只是事后做出不同的退出决定。



## 6. Managerial Learning from Analyst Feedback to Voluntary Capex Guidance, Investment Efficiency, and Firm Performance 管理者从基于资本支出指引的分析师反馈中学习、投资效率和公司绩效

### • 研究背景:

为什么管理者自愿披露信息？这会将他们暴露于监测、分析和潜在的负面短期股价反应。Langberg和Sivaramakrishnan(2010)建立了一个双向信息流动模型进行了解释，发现管理者的自愿披露吸引了分析师的反馈，这对提高公司价值的有效投资提供了信息。

而且先前的研究表明，管理层的自愿披露可以向资本市场传递与价值相关的信息，而股价对这些披露的反应也可以向管理者提供信息。然而，由于股价反应将反映出披露的信息与市场预期的偏差，管理者需要从股价反应中学习和了解这些预期以及市场感知的价值优化水平。因此，自愿披露信息的管理者确实有动机寻求市场反馈，市场反馈可以替代和帮助解释股价对其披露信息的相关反应。

现有研究对于是否从分析师那里学习管理知识意见不统一。一方面，分析师在评估行业水平和宏观经济因素方面的经验和专业知识可能会使他们比管理者拥有信息优势；另一方面，在高经营杠杆、库存增长和盈利损失的条件下，分析师相对于公司的管理者处于信息劣势，分析师只是将管理者想传递的信息传递给市场。尚未解决的问题是，关于管理者自愿披露/发布的资本支出指引(voluntary capital expenditure guidance)，管理者是否会从分析师的反馈中了解信息。





## 6. Managerial Learning from Analyst Feedback to Voluntary Capex Guidance, Investment Efficiency, and Firm Performance

- 研究内容和结论:

美国上市公司自愿发布资本支出指引（资本支出预测），其发布频率和连续性与盈利指引（Earnings Guidance）相当。为了解释发行资本支出指引的动机和效果，本文使用机构经纪人估计系统(IBES)指引数据、Compustat和证券价格研究中心(CRSP)数据，对2009 - 2014年6430家美国上市公司样本进行了实证检验，验证了Langberg和Sivaramakrishnan(2010)建立的三个预测模型，包括从分析师反馈中获得的管理学习、资本投资效率和公司业绩。

首先，检验指引发布后分析师资本支出预测和初始管理层资本支出指引之间的差异（分析师反馈）是否与管理层资本支出指引预测误差(假设1a)和管理层对资本支出指引的修正(假设1b)正相关，以此分析管理层从分析师反馈中学习的情况。其次，检验资本投资效率的变化与指引后分析师对初始资本支出指引的反馈偏差呈正相关(假设2)。最后，检验公司财务业绩是否与管理者资本支出预测误差的预测值(假设3a)和指引修正呈正相关(假设3b)。

管理者通过从分析师对自愿资本支出指引的反馈中学习，可以提高资本投资效率和公司绩效。



## 7. Valuation Uncertainty and Short-Sales Constraints: Evidence from the IPO Aftermarket 估值不确定性和卖空限制:来自IPO后市场的证据

- **Aftermarket:** 在首次公开募股后进行的交易被称为后市场。

- **研究背景:**

股票市场应该有效地反映信息。然而学术研究发现了许多与会计信息有关的异常定价。Richardson等(2010)发现当不确定性较高时,价格和基本价值之间的偏差似乎最大(Zhang 2006),而且卖空限制具有约束力(Beneish等2015)。本文提供了新证据,证明估值不确定性和卖空约束如何共同影响产生价格和基本价值之间的显著偏差。

IPO存在两个资产定价难题:首次公开募股往往会在上市首日获得正回报,因为第一个交易日的平均收盘价远高于发行价(Logue 1973, Ibbotson 1975);在IPO之后的几年里,尤其是在IPO股票锁定期到期前后(Field and Hanka 2001, Brav and Gompers 2003),IPO的股票回报率往往较低。

Miller(1977)提出一个理论来解释这些现象:持相对乐观观点的投资者会在后市场立即买入股票,而持相对悲观观点的投资者则会因为卖空限制而无法表达其负面观点。这导致市场价格超过股票的共识估值。此外,由于投资者意见的分歧应该会增加估值的不确定性,在估值不确定性和卖空限制的综合影响下,这种过高定价的程度应该会增加。该理论还预测,IPO公司随后的表现将逊于经验丰富的公司,因为卖空限制的放松和估值不确定性的解决将导致股价回归到共识估值。在IPO锁定期协议到期时,这一过程应该会加速,因为这些协议的到期通常会导致流动股票(floating stock, 某一特定股票可供交易的股票数量,指在公司流通的总股份中减去非公开持有的股份和限制持有的股份)的增加,从而放松卖空限制。

Miller(1977)的理论为这种IPO价格行为提供了直观的解释,但之前的研究得出的结论是,卖空限制似乎不能解释IPO收益表现。Geczy等人(2002)发现,虽然首次公开发行股票的平均借款成本最初会升高,但它们似乎不足以解释新发行人的长期表现不佳。Edwards和Hanley(2010)的研究发现,在IPO的第一个交易周存在活跃的卖空行为,他们认为这与卖空限制在后市场具有约束力的概念不一致。

我们的论文为Miller(1977)提供了直接经验证据,证明估值不确定性和卖空限制能够解释IPO首日回报率的变化和随后的表现不佳,尤其是在锁定期到期前后。



## 7. Valuation Uncertainty and Short-Sales Constraints: Evidence from the IPO Aftermarket 估值不确定性和卖空限制:来自IPO后市场的证据

### • 研究内容和结论:

(1) 利用招股说明书中的会计信息（美国证券交易委员会电子文档手工收集）预先确定哪些IPO更有可能在上市后被定价过高。VU评分高、发行规模小的IPO同时满足Miller（1997）定价过高理论的两个条件。VU评分：根据IPO前的销售增长、营业利润和研发强度等指标编制了一个综合评分，表示事前估值不确定性。分数越高，估值不确定性越高。发行规模（IPO中发行的股票数量相对于公司已发行股票总数的比例）较小的IPO事先受到卖空限制。这是因为未在IPO中发行的公司在外流通股通常受到禁售协议的约束，该协议禁止在IPO后180天内出售或借出股票。发行规模小，再加上公司剩余流通股的禁售协议，限制了可借出股票的供应，并使卖空限制在禁售期满前更具约束力。

研究发现，VU评分高和发行规模小的IPO（上市后立即被定价过高的IPO）的首日收益更高（47%），锁定期到期收益更低（9%），表明估值不确定性和卖空限制的结合产生了重大的股票市场错误定价。

(2) 卖空限制对IPO后市场的作用。采用证券借贷市场数据（具体包括股票贷款费用、供求动态和交付失败等信息），详细分析在IPO后市场中卖空的需求、可借出股票的供应以及卖空的成本和IPO锁定期到期前后卖空限制的动态。分析集中在锁定期到期前的10个交易日（这应该是套利者通过卖空定价过高的IPO获利的最佳时机）。

研究发现，VU评分高、发行规模小的IPO卖空难度更大，成本更高；动态分析表明，高VU分/小发行规模子样本的卖空约束在锁定期到期时逐渐上升到一个峰值，然后急剧下降。上市后被定价过高的IPO遭遇了严重的卖空限制，在锁定期到期前后达到顶峰。

本文既解释了IPO的异常定价，又强调了估值不确定性和卖空限制在解释股票错误定价中的重要性。



## 8. Plumbing of Securities Markets: The Impact of Post-trade

### Fees on Trading and Welfare 证券市场的管道:交易后费用对交易和福利的影响

- **研究背景:** 交易后费用(Post-trade fees)是指交易后基础设施(the post-trade infrastructure, 覆盖交易后业务流程及系统, 如结算交收系统)在买卖双方同意交易后对证券进行转让所收取的费用。这些费用包括: 与清算、结算和保管(证券市场“管道”)有关的费用。它们规模庞大, 影响着交易员的行动。近年来, 证券市场的“管道”问题已成为立法者和市场经营者相当感兴趣的话题, 许多市场经营者目前正处于调整其收费结构的过程中。

- **研究内容和结论:** 本文探究了证券市场管道相关的交易对手信息和成本的市场设计选择如何影响市场质量和福利。我们通过将交易阶段建模为限价订单市场来分析交易后费用的影响, 并考虑与交易对手信息相关的不同市场设计。按照惯例, 交易后基础设施采用两种收费结构之一。第一种方案收取统一的费用, 内部化(即买卖双方雇用同一经纪人)和非内部化交易之间没有差别。第二种方案对内部化交易收取的交易后费用低于非内部化交易。将后者称为“特定交易费用”, 并假设每笔交易都按其边际成本收费。为了反映费用结构的影响, 模型假设每个交易者有一个相关联的经纪人, 并考虑与交易对手信息相关的三种市场设计选择(匿名交易、经纪人关系透明和可选择性披露的经纪人代理关系)。有了特定交易费用和交易对手的信息, 交易者内生地选择目标交易对手, 导致以下**权衡**: 针对所有潜在的交易对手有很高的执行概率, 但必须采用激进的报价, 以抵消使用其他经纪人的交易者产生的高交易后费用。此外, 交易者可能还会产生很高的交易后费用。当只针对自己的经纪人交易对手方时(即只进行内部化交易), 费用较低, 报价也不那么激进。

总的来说, 市场设计和收费结构都能影响报价和交易量。在基于边际成本的费用和交易对手信息可知的情况下, 交易者通过报价高低来决定目标交易对手, 权衡执行概率和费用。社会计划者(social planners)可以通过规定以边际成本为基础的费用和向交易者提供是否披露交易对手信息的选择来实现福利最大化。研究表明, 选择性披露与特定交易费用相结合可以改善社会福利。



## 9. A Theory of Assurance: Balancing Costly Formal Control with Tone at the Top **保证理论:平衡代价高昂的正式控制与高管榜样**

**Assurance:** 提供组织资产安全的保证，资产的保护是正式控制设计的一个基本目标。

- **研究背景:** 会计师长期以来一直对建立和评估内部控制感兴趣。正式(硬)控制可以通过多种方式实现，包括禁止活动清单、限制身体活动、行为准则、职责分离、激励计划以及成本和收入标准。但正式控制是一把双刃剑，它可能是诚信和信任的补充，但也可能对员工的诚信产生有害影响，从而对信任产生负面影响。

正式控制和非正式控制在如今公司治理体系中共存，但理解这两种控制方法之间相互作用的性质是研究者们争论的主题。因此，很难断定一种控制的使用是否可以取代或补充另一种控制的使用。组织文化被认为是重要的非正式控制，但它的定义很模糊。其中，高管榜样(tone at the top, TATT)被广泛认为是组织非正式控制的基本要素，但由于组织文化的性质(soft nature 界定范围不清晰、不容易刻画)，许多相关学术研究并不强调数学建模。

- **研究内容:** 为了厘清非正式控制和正式控制之间的关系，本文重点关注TATT，TATT定义为高管树立的榜样(the example set)，本文主要指的是首席执行官(CEO)的可信赖度或诚信，反映了CEO不会为个人利益转移/挪用组织资源的期望。本文假设，在其他条件相同的情况下，如果TATT更高，CEO更加不会表现出机会主义行为(为了自己的消费将资源转移)。

本文采用了Ali和Zhang(2015)对高管劳动力市场的描述：CEO是在有才能的（高能力）和没有才能（低能力）的候选人组成的劳动力市场中随机抽取的（抽取概率 $p$ ），他们认为，低能力的(CEO缺乏对事业的关注，并从事短视的机会主义行为。高能力CEO比低能力的CEO有更高的职业担忧，他们更有可能避免机会主义行为，因为担心被解雇和损坏他们的声誉。



## 9. A Theory of Assurance: Balancing Costly Formal Control with Tone at the Top 保证理论:平衡昂贵的正式控制与高管榜样

### • 研究内容:

本文模型考虑正式控制的两个作用: (1) 在物理上限制了CEO可以转移的少量资源(物理效应); (2)降低了转移对高能力CEO的吸引力(激励效应)。因为低能力的CEO不重视自己的声誉,他们总是会转移资源,这意味着正式控制只有物理效应,而没有激励效应。但是,随着声誉现值的增加,高能力的CEO将开始权衡转移的规模与失去的声誉,并可能选择不转移。随着CEO未来职业前景的价值上升,会放大激励效应,从而增加正式控制的边际效益,并进一步减少转移资源对CEO的诱惑。这种减少会一直持续下去,直到高能力CEO永远不会转移。一旦达到这一临界点,高能力CEO的未来职业前景的进一步增加,需要减少正式的控制,以确保高能力CEO不会转移。需要注意的是,在这一临界点上,组织仍然面临会选到低能力CEO的可能性,所以还必须考虑究竟是否放松正式控制,因为这会增加低能力CEO部分转移金额。

总的来说,研究表明TATT和正式控制在TATT水平较低时相互补充,在TATT水平较高时可以相互替代。

TATT ( $p\tau$ ), 三个外生因素的综合影响(指数 $\tau$ )对高能力CEO的机会主义行为的约束:(1)高能力CEO声誉的现值; (ii)被诱惑而损失的声誉; (iii)转移资产的诱惑带来的效用。



## 10. Portfolio Choices with Many Big Models 许多大模型的投资组合选择

### • 研究背景:

DeMiguel等人(2009)和其他近期对投资组合选择的样本外检验表明, 1/N策略(在每项风险资产中投资等额)通常比其他领先策略表现更好。众所周知, 大多数金融经济学家和许多从业者在做出自己的投资组合选择时避免使用复杂的策略。

均值方差投资组合选择样本外表现不佳的主要原因是资产收益率的协方差和均值难以估计。资产收益的分布可能会随着时间的推移而变化, 在制度频繁变化的情况下, 用历史数据预测未来收益是一项挑战。现有文献的改进, 如Kan和Zhou(2007)的三基金规则, 通过减轻估计误差的后果, 大大改进了标准均值-方差分配, 但这些方法有时仍然难以可靠地实现良好的样本外性能。

最近关于投资组合选择理论的创新通常强调的是参数数量有限的方法。其中一个原因是, 尽管更复杂的方法可能在样本内表现得更好, 但人们担心它们会在样本数据中过度拟合, 导致投资组合选择的表现比简单的样本外方法更差。

### • 研究贡献:

本文提出了一种贝叶斯平均异质向量自回归(Bayesian-averaging heterogeneous vector autoregressive, BA-HVAR)投资组合选择策略, 具有大量模型和参数的方法却可以实现优秀的样本外表现。同时, 大量的参数使BA-HVAR具有充分的能力来适应制度变化和经济变量之间的时变关系。



## 10. Portfolio Choices with Many Big Models 许多大模型的投资组合选择

- 研究内容和结论:

BA-HVAR投资组合选择策略假设超额收益近似由时变向量自回归决定，其中有大量解释变量，即过去收益的样本均值。向量自回归的系数和协方差在制度变化时发生变化，并且在一个制度内是恒定的。投资者通过跟踪许多贝叶斯异质向量自回归模型来考虑每一时期都有制度变化的可能性，其中每个模型在最后制度变化发生的时间及其超参数上有所不同。每一阶段，都会诞生许多假设下一阶段会发生变化的新模型，并且为了计算的易处理性，性能较差的旧模型会被移除(经过一段磨合期后)。

投资者不知道哪个模型是正确的，他们担心没有一个模型是正确的。在假设其中一个模型是正确的情况下，投资者使用贝叶斯方法来计算每个模型正确的概率，并计算出考虑到所有模型都是错误的可能性下的最优均值-方差投资组合选择。

本文考虑了具有1000个模型的例子，其中每个模型有超过12,000个估计参数，结果表明BA-HVAR投资组合选择比许多其他策略有更高的确定性等价和夏普比率，在大量的每日、每周和每月数据集上均优于现有的样本外方法。





## 11. The Effect of Unsuccessful Past Repurchases on Future Repurchasing Decisions过去回购失败对未来回购决策的影响

- **研究背景：** 股份回购是指公司按一定的程序购回发行或流通在外的本公司股份的行为。是通过大规模买回本公司发行在外的股份来改变资本结构的防御方法。回购是涉及大量资金的重大公司决策。不合时宜的回购可能造成财务成本高昂，并影响公司和首席执行官的声誉。Bonaimé等(2016)估计，与被动购买股权的投资组合相比，不合时宜的回购每年的表现可能落后9.8%。强调了回购决策的重要性。
- **研究假设：** 职业担忧假说(Holmstrom,1999)。风险厌恶型经理对自己在劳动力市场上声誉的担忧可能会导致风险规避，因为他担心不成功的结果会对职业生涯产生不利影响。在该假说下，回购失败会降低未来回购的可能性，因为CEO不愿意承担额外的风险，这可能会进一步恶化他在劳动力市场的声誉。蛇咬伤假说。Thaler和 Johnson (1990)研究了先前的得失如何影响冒险行为，发现在一定条件下，先前的损失会导致未来决策中对损失的厌恶增加，这种现象有时被称为蛇咬伤效应。本文预计，在回购失败后，经理不太可能进行未来的回购，因为经理对损失的厌恶情绪增加，使他不愿在未来承担额外的风险。
- **研究内容：** 检验这些假设需要衡量CEO过去的回购经验，本文根据历史成本定义过去回购的收益和损失(Shefrin和Statman 1985, Odean 1998, Genesove和Mayer 2001)。由于我们无法观察到CEO或董事会对过去业绩的评估将追溯到多久以前，我们使用过去3年、5年和10年的滚动窗口来计算。具体来说，考虑到每笔交易的历史成本和当前股价，将过去回购的收益定义为回购股票的净美元收益/损失(按公司规模计算)。



## 11. The Effect of Unsuccessful Past Repurchases on Future Repurchasing Decisions过去回购失败对未来回购决策的影响

- **研究结论：**管理者对过去回购的收益和损失的反应是不对称的。当管理者在过去的股票回购中亏损时，他们不太可能回购股票，但没有发现强有力的证据表明，过去的回购收益会影响未来的回购活动。这种不对称的敏感性在年轻ceo和任期最短的ceo身上表现得最为强烈。另外，对于之前在股市经历不利的ceo，未来回购对过去的回购损失更为敏感。未来回购对过去损失的敏感性平均每年使公司损失约3.7%。当这一机会成本被分解为系统冲击和特质冲击部分时，发现近一半(1.8%)来自特质冲击。过去的回购损失对CEO未来的奖金有显著的负面影响，并增加了未来CEO非自愿离职的可能性。本文还发现，过去回购的负面结果鼓励了随后的股息使用。研究结果表明，过去回购的结果通过非行为(职业生涯考虑)和行为(蛇咬伤效应)因素产生了显著的经济后果。



## 12. Vanishing Contagion Spreads 消失的传染溢价

- **研究背景:** 2007-2009年全球金融危机重新燃起学者对研究**违约传染**(即一家特定公司的违约对其他公司的证券估值的影响)的兴趣。由违约传染引起的股票和公司债券估值的变化也会影响这些证券的价差spread(即**风险溢价**)。该价差/风险溢价不仅包括对公司自身现金流的特殊冲击所引起的信用事件的奖励(即**现金流溢价**cash flow premium), 还包括对其他公司风险暴露的补偿, 即**传染溢价**(contagion premium)。

最近的基于生产的资产定价模型(如Bai等,2015), 认为**信用价差**(是用于向投资者补偿基础资产违约风险高于无风险利率的利差)主要由**一家公司的现金流风险**(很小一部分)与其他公司的**现金流风险**相互作用产生的**传染溢价**组成。在基于生产的模型中常见的一个关键假设是, 风险的数量(即波动和证券的跳跃)是外生的。由于信用价差是风险的数量和价格(即状态价格密度的波动和跳跃)的乘积, 如果数量不受影响, 任何具有正价格的风险成分都会自动增加信用价差。然而, **交换经济**中, 在考虑偏好和红利的情況下, 风险的数量和价格都是内源性决定的, 不能保证产生相同的结果。

- **研究内容和结论:** 本文研究了连续时间交换经济中信息不完全的多企业均衡条件下的违约问题(信用价差)。研究表明, 随着经济中企业数量的增加, 由其他企业冲击产生的内生波动性和债务与股权的跳跃规模消失。因此, 信用价差逐渐只取决于企业自身的现金流风险。本文关于**传染溢价消失**的研究结果对最近基于生产的资本资产定价模型的研究结果提出了质疑, 在基于生产的经济体中, 风险的数量(波动和证券的跳跃规模)是外源性的, 这将信用价差主要归因于**传染**。



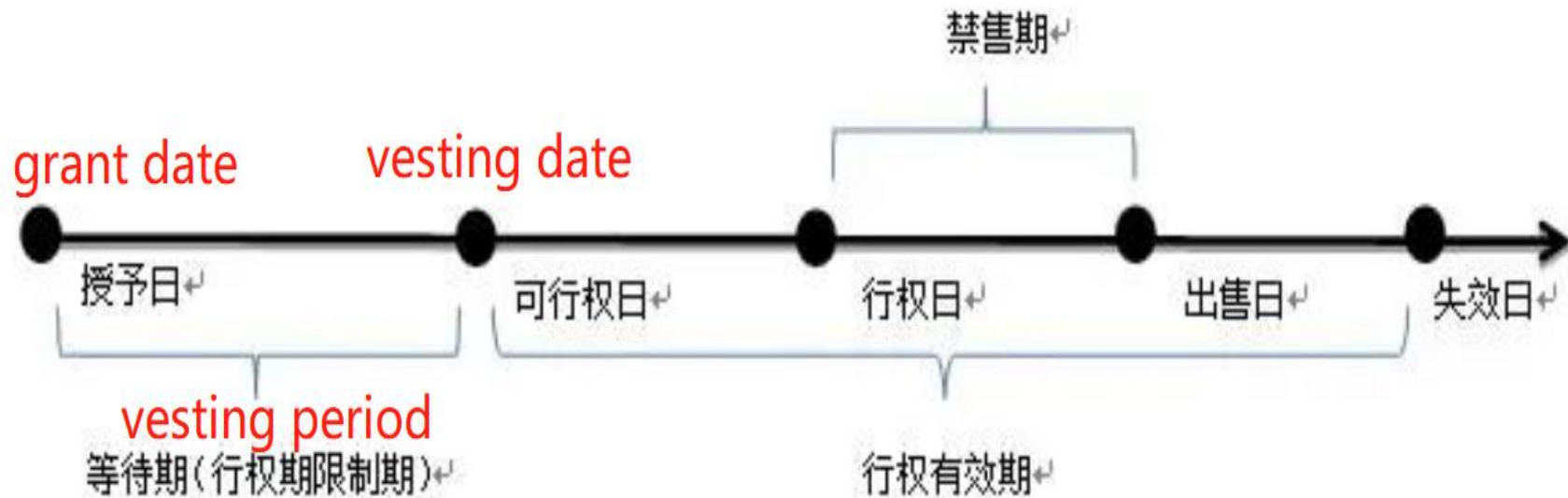
# 13. Investor Sentiment and Stock Option Vesting Terms

## 投资者情绪和股票期权行权条款

### 研究背景:

高管薪酬，尤其是股权薪酬，在过去30年里大幅增长。CEO薪酬总额中约有60%以股权的形式交付，股票期权代表其主要组成部分。经理人通常从被授予新的股票期权到可行权日必须等待一段时间。

尽管对行权计划（vesting schedule）的最佳期限（vesting period）没有达成共识。但合同理论表明，高管薪酬是短期和长期激励的混合，董事会需要在制定薪酬条款时平衡成本和收益，以激励经理人促进股东利益。本文研究了在投资者情绪高涨的时期，公司是否授予short vesting terms的股票期权。



## 13. Investor Sentiment and Stock Option Vesting Terms

### 投资者情绪和股票期权行权条款

- 数据来源和样本期:

股票期权数据来源于汤姆森路透 (Thomson Reuters) 其余来自美国证券价格研究中心(CRSP) 18038个观测值 ( 2,139家公司和4,788名高管)

样本期: 1996-2016

- 研究结论:

(1) 投资者情绪与高管股票期权的vesting term之间呈负相关关系, 即在高投资者情绪期相对于低投资者情绪时期授予的股票期权往往具有较短的vesting period和vesting duration (根据给定时期内授予的期权数量对vesting period进行加权平均), 并且更有可能在授予日期的一年内 (%Early) 完全归属或有很大一部分归属。

(2) 董事会了解投资者情绪, 会根据不断变化的市场状况, 积极监督和调整vesting term。

(3) 当公司主要由投资期限较短的投资者 (例如, 临时机构) 持有时, vesting terms与投资者情绪的负效应更为明显; 高情绪时期更短的vesting term与企业未来的并购活动和资本支出呈正相关。

- 创新:

从宏观经济条件 (投资者情绪) 的角度探究影响高管薪酬的激励机制。

