



# Journal of Financial Economics

## 2022 (06)

汇报人：徐佳

2022-06-08



- [1] It's what you say and what you buy: A holistic evaluation of the **corporate credit** facilities
- [2] Validity, tightness, and forecasting power of **risk premium bounds**
- [3] Does **short-selling** potential influence **merger and acquisition** payment choice?
- [4] Corporate flexibility in a time of crisis
- [5] Financing breakthroughs under failure risk
- [6] Signaling, instrumentation, and CFO decision-making
- [7] **Stock** return ignorance
- [8] Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms
- [9] Bank liquidity provision across the firm size distribution
- [10] Why does structural change accelerate in recessions? The credit reallocation channel
- [11] The “7% solution” and IPO (under)pricing
- [12] Token-based platform finance
- [13] How monetary policy shaped the housing boom
- [14] Asset pricing on earnings announcement days



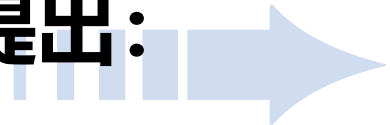
01

**It's what you say and what you buy:**

A holistic evaluation of the corporate credit facilities



## 问题提出:



- 美联储于3月中旬推出了包括PMCCF在内的多项紧急措施，以缓解受疫情影响而冻结的市场流动性。PMCCF允许美联储购买申请认证的大型雇主直接发行的债券。而SMCCF购买在二级市场交易的企业债和企业债ETF。
- 一级市场公司信贷工具（PMCCF），用来发放新债券和贷款；二级市场公司信贷工具（SMCCF），用来为流通的公司债券提供流动性。
- SMCCF就是在二级市场购买投资级美国企业发行的公司债，以及符合条件的美国上市ETF。而美国财政部将通过外汇稳定基金为SPV提供100亿美元的初始股权投资。SPV将在二级市场上购买合格发行人发行的公司债券。
- 除了购买个别公司债券外，SPV还能在二级市场以ETF的形式购买符合条件公司债券的投资组合。

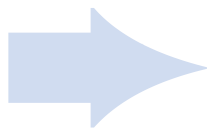


# 研究内容:

- 我们评估了美联储企业信贷工具(PMCCF和SMCCF)对公司债券市场的影响。
- 措施发布后,一级市场的状况就会改善,特别是对于需要在2022年之前再融资的发行人。
- 二级市场指出了这些工具的因果作用,对合格债券的影响不同,对直接购买债券的影响显著,但对通过etf购买债券的影响较小。
- 证据表明,交易商将一级和二级市场复苏与影响愿意承销二级市场发行和中间发行的措施联系起来。
- 数据:
  - 一级市场发行。承销商的一级市场净利润。二级市场公司债券数据。
  - 我们使用来自MergentFISD的数据来衡量新债券发行的成交量和发行条款、承销商信息和信用评级。
  - 从穆迪公司的KMV那里获得了一年的预期违约概率(EDFs),EDFs衡量的是一家公司的债券在接下来的一年中发生信用事件(未能按时支付本金或利息)的概率,EDFs提供了一个及时的衡量公司整体和公司个人债券的信用价值。



## 详细研究:



- 分别研究了措施分别对一级市场发行、二级市场和经销商中介服务之间的影响。
- 结果表明:
- 尽管一级市场的改善确实随着二级市场信贷息差的下降而出现，但一级市场信贷息差的正常化要慢得多，这强调了以整体方式评估政策干预的影响的重要性。
- 一般来说，其他官方部门的干预措施，如较低的无风险利率和财政支出，将不成比例地惠及风险更高（不合格）发行人，这表明我们对合格发行人影响不成比例的结果可能低估了措施的直接影响。我们还强调了在二级市场上做市和承销债务证券的交易商的关键作用。在疫情暴发后，承销商似乎要求获得更高的利润，承销商新发行债券的利润大幅增长，只有在承销商开始购买债券时才会下降。二级市场对经销商中介的影响是复杂的，我们发现措施的实际运营起着关键作用。



02

**Validity, tightness, and forecasting  
power of risk premium bounds**



## 研究内容:

- 从Martin (2017) 的开创性论文开始, 最近的一系列创新论文, 使用期权价格和经济理论为市场投资组合和个股的风险溢价设定了预先下限。这些界限可能是预测收益的重要进展。
- 利用扩展样本, 我们分析了市场风险溢价的界限——Martin (2017) 和(Chabi-Yo和Loodis, 2020)开发。
- 以及个股风险溢价的界限——Martin和Wagener (2019) 和Kadan等人 (2020) 开发的。
- 使用条件检验, 我们不能拒绝有效性, 但我们确实拒绝严格性。
- 我们发现一些证据表明, 边界与随后的收益相关。我们也执行样本外的预测测试。在预测方面, 边界预测有时优于历史市场均值, 但在我们相当短的数据系列中, 其表现在统计上是不显著的。





- **The bounds are defined in Section 1;**
- **validity and tightness are described in Section 2;**
- **The data is described in Section 3;**
- The time-series of the bounds run from January 1990 through December 2020;
- We compute market excess returns from S&P 500;
- returns from January 1990 through March 2021, using the risk-free rate from Ken French' s website.
- Our stock panel runs from January 1996 to December 2020 and consists of S&P 500 constituent stocks satisfying the filters discussed in Appendix C.
- **the tests of validity and tightness are presented in Section 4,**
- Martin Bound-Original Sample (Jan 1996–Jan 2012),Extended Sample (Jan 1990–Dec 2020)
- Chabi-Yo/Loudis Bound-Original Sample (Jan 1996–Aug 2015),Extended Sample (Jan 1990–Dec 2020)
- **full-sample regressions of excess returns on bounds are presented in Section 5,**
- **and out-of-sample forecasting results are presented in Section 6.**



## • 研究结论:

- 本文在基于期权的边界预测收益方面取得重要进展。
- 结果表明, 我们不能拒绝有效性, 但我们确实拒绝严格性。
- 在全样本分析中, 控制Goyal-Welch变量时, 市场边界与后续实现收益正相关, 而当我们包含股票固定效应时, 股票边界与后续实现收益正相关。
- 数据显示, 在市场层面上最好的样本性能来自CYL边界;
- 在股票水平最好的样本性能来自马丁-瓦格纳边界;
- 大部分的股票性能来自时间序列而不是横截面。



03 |

## Does short-selling potential influence merger and acquisition payment choice?

**Marie Dutordoir<sup>a,\*</sup>, Norman C. Strong<sup>a</sup>, Ping Sun<sup>b</sup>**

<sup>a</sup> Alliance Manchester Business School, University of Manchester, Booth Street West, Manchester M156PB, United Kingdom

<sup>b</sup> University of Liverpool Management School, University of Liverpool, Chatham Street, Liverpool L697ZH, United Kingdom



## 问题提出：

- 并购(M&As)是公司金融中最重要的事件之一。并购公告中涉及收购要约导致现金融资的投标人股票收益不显著或正，但股票融资的投标人收益显著为负。
- 常见解释是，与现金融资的并购交易不同，股票融资的交易会对投标人的股票价值发出负面信号。然而，表明近一半的股票融资并购交易的出价者股价的负面反应，与合并套利者的卖空价格压力有关。
- 并购套利者的目标是通过在并购公告后立即收购目标公司的股票，从投标人的报价和目标公司股价差额中获利。
- 在股票融资的并购中，并购套利者通过做空并购方股票，消除他们对并购方股价变动的风险，引发对股票非弹性需求导致的并购方股价负面反应。相比之下，在现金融资的并购交易中，并购套利者不接触并购方的股票，因此也不需要卖空。



# 研究内容:



- 一个投标人被并购套利卖空者作为目标的预期可能性对其并购支付选择的影响。
- 使用卖空潜力的替代代理重新估计了我们的基线支付选择模型具有较高卖空潜力的投标人更有可能在其支付中包含更高比例的现金。
- 以往关于并购支付选择的实证研究包括理论提出的决定因素，即资本结构、信息不对称、高估、承包成本以及税收和会计处理我们通过开发和检验一个关于合并套利的预期交易策略在决定并购支付中的作用的假设来补充这些研究。
- 主要假设是，具有较高并购套利卖空潜力的竞标者更有可能在其并购支付中提供更大比例的现金，以避免与并购套利活动相关的负价格压力。
- 数据：汤姆森证券数据公司(SDC)白金公司的并购数据库中获取样本。
- Markit的股票贷款数据可以从2002年5月开始获得。
- 我们关注的是2002年6月至2017年12月之间宣布的交易。



# 研究方法:

- 并购交易分为三类：仅限现金（现金），现金和股票的混合。
- 关注竞购者的事前卖空潜力，它被定义为“卖空者可能对公司行为或股票价格产生的最大潜在影响” (Massa et al., 2015)。与最近的实证研究一致，我们对卖空潜力的主要代理，记为SSP，基于可供卖空的投标人股票的总供应(Saffi and Sigurdsson, 2011; Massa et al., 2015; Prado et al., 2016; Chang et al., 2019; Dutordoir et al., 2019; Tsai et al., 2021)
- 双边界Tobit回归作为我们的模型。因变量是现金在并购支付中的百分比（现金百分比）
- 结果表明：
- 套利驱动卖空的可能性对并购支付选择有最重要的影响。我们研究了一个投标人被并购套利卖空者作为目标的预期可能性对其并购支付选择的影响。更高的贷款供应表明套利相关卖空的事前可能性更高，在我们的并购支付选择模型中，控制了一系列常见的支付选择决定因素，包括投标人信息不对称、资本结构和估值的代理根据我们的主要假设，我们发现SSP对并购支付中现金的百分比具有统计上和经济上显著的积极影响

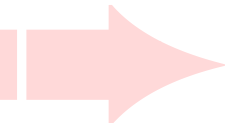


04 |

**Corporate flexibility in a time of crisis**



## 问题提出:



2020年初，美国经历了10年来最大的经济混乱。这场危机是由一种全球规模的前所未有的紧急情况引发的：新型冠状病毒的迅速传播。在新冠肺炎疫情暴发时，我们会实时提供企业决策信息，以及危机爆发时企业的近期和长期规划。我们通过一系列首席财务官的调查，直接跟踪公司计划如何调整其业务。

- 研究内容：
- 企业如何利用企业灵活性的三个维度来适应危机：
- 工作场所的灵活性——我们通过美国时间使用调查(ATUS)计算每个行业的员工的比例，可用于每个四位数的NAICS代码
- 投资灵活性——允许企业根据其在危机中的业务前景增加或减少资本支出。
- 财务灵活性——有助于加强就业和投资，特别是在固定成本较高的情况下。
- 数据：
- 我们的基线数据来源是杜克大学在2020年第一季度对美国首席财务官进行的全球商业前景调查。该调查问卷可在网站上获得。
- 通过电子邮件获得了520名首席财务官的调查答复。（2020.3.6.9.12）
- 9月份的调查询问了企业何时预计各种劳动力和支出结果将恢复到新冠肺炎爆发前的水平，12月份的调查也探讨了自动化问题。



**Table 1**

Descriptive Statistics.

This table presents summary statistics of the main variables for the March 2020 Survey. The number of observations, means, standard deviations, and quartiles are displayed. Detailed variable definitions are given in Internet Appendix C.

	N	Mean	Std dev	25%	Median	75%
<b>CFO Forecast Variables</b>						
Revenue Forecast	501	0.046	0.223	-0.050	0.030	0.100
Employment Forecast	461	0.027	0.175	0	0	0.050
Capital Spending Forecast	453	0.007	0.340	-0.050	0	0.050
<b>Flexibility Variables</b>						
Financial Flexibility	520	0.806				
Workplace Flexibility (ATUS)	451	0.252	0.220	0.064	0.243	0.349
Workplace Flexibility (DN)	454	0.445	0.259	0.225	0.311	0.762
Investment Flexibility	451	0.258	0.297	0	0.200	0.500
<b>Control Variables</b>						
Customer Interactions	451	0.445	0.104	0.369	0.465	0.498
Log # Employees (2019)	520	5.451	2.601	3.807	5.212	6.921

## Determinants of Employment and Investment Plans.

This table examines the determinants of CFOs' projected growth of employment and capital spending in 2020, using data from the March 2020 CFO survey.

## Comparison of 2008 Financial Crisis to 2020 COVID Crisis



## 研究结论：

- 鉴于2019冠危机，金融灵活性仍然是公司计划的决定因素，特别是在固定成本高的公司中。工作场所的灵活性是一个额外的关键边际，它既对就业有直接影响，也对投资有互动影响（通过投资灵活性）。投资灵活性也支持企业的应急反应；面临挑战性条件的公司在危机期间利用投资灵活性来削减资本支出，而那些面临有利条件的公司则利用投资灵活性来增加支出。
- 重要的是，我们的分析表明，工作场所的灵活性将影响未来几年企业的就业和投资决策。
- 由于covid-19和工作场所灵活性的突出表现，公司的招聘和投资方式可能会经历长期变化。这些转变需要新的视角来理解大流行后的时代。
- 特别是，虽然我们预计财务灵活性将继续发挥重要，但我们的研究表明，工作场所和投资灵活性可能是分析公司未来决策的核心。最后，企业可能会为自动化预算更多的资本支出，这可能会影响劳动力的规模和概况。长期调整的类型——无论是支持远程工作还是通过自动化取代工人——可能因公司而异，一个特定公司的工作场所灵活性是中心决定因素。虽然我们的工作为这些重要问题提供了新的、早期的见解，但还需要更多的研究。



05

**Financing breakthroughs under  
failure risk**



## 研究内容：

- 在动态委托-代理模型中，为项目融资的委托人无法观察到项目的失败，而开发项目的委托人可以隐藏失败。由于失败信息披露的激励与项目开发之间存在紧张关系，在初始无条件融资阶段，最优合同不奖励失败，而是激励披露失败信息。在随后的信息披露阶段，时间递减的失败奖励为信息披露提供了激励。融资的延续在各阶段表现出更强的绩效敏感性，代理人的激励是反向的。该模型解释了风险投资融资和创新融资的几种经验模式。

## 研究方法：

- 模型

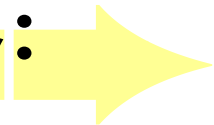


06

**Signaling, instrumentation, and  
CFO decision-making**



## 研究内容:



- 我们探讨了iv型估计相对于传统的OLS和事件研究方法的优点和局限性。
- 本文质疑工具变量一般比企业财务中的传统证据形式（如事件研究、条件事件研究，甚至是内生性困扰的OLS）更可信的概念。
- 我们通过建立嵌入计量经济学家、投资者和私人知情的决策首席财务官的寓言经济，来证明替代估计量（工具变量、模糊回归不连续、自然实验、OLS、事件研究）的实际效用。工具变量估计可能会产生误导，因为通过可观察工具的随机化消除了自由裁量产生的信号内容。如果目标是自由的决定，而不是在被迫/错误的行动后预测结果，工具变量是有问题的，而OLS或事件研究就足够了。
- 我们建议在进行IV估计之前先进行寓言式的经济评估。



07

**Stock return ignorance**



# 研究内容：

- 最佳的股票投资决策依赖于对预期收益分布的评估。
- 使用一个有代表性的样本，我们发现超过一半的美国人口无法回答关于预期股票收益的简单问题。无法做出任何收益预测，无法回答关于预期回报分配的问题，或不能揭示出期望收益分布的受访者对股票市场的参与较少，股票投资较小。然而，过于乐观的投资者更有可能参与股市，并进行更大的股票投资。在控制了金融知识、智力、教育和人口统计数据后，这些结果仍然存在。那些对股票收益分配一无所知的人，如果他们有更高的信任度，就更有可能投资于股票。因此，信任可以替代认知，作为一个与个人的投资倾向呈正相关的因素。
- 数据：
- 三类受访者为股票收益无知：
- 无法回答有关股市预期回报的问题——为预期收益无知；
- 无法回答股票市场收益的合理分布问题——为风险无知；
- 预测长期股票回报率高于30%——这一类人被认为过于乐观了





# 研究结果



- 预期回报和风险无知的人不太可能参与股市，如果他们这样做了，他们的股票投资就更小。过度乐观的人更有可能成为股票市场的参与者，如果他们参与其中，他们就会有更大的股票投资。
- 1.解释了股票收益无知的因素：
  - 男性明显比女性更有可能回答我们关于股票回报的问题。
  - 男性、年轻人、家庭收入较高的受访者，以及更聪明的人都不太可能是风险无知者。
  - 年轻人、家庭收入较低和智力较低的受访者更有可能过于乐观。
- 2.智力、自家庭收入、自教育程度、金融素养的差异对三种不同类型的股票收益无知和股票市场参与影响分析
- 3.我们仍然发现，相当大比例的受访者在股票市场没有明确的市场风险和回报。
- 信任显著增加了投资的可能性和投资于股票的金额。社交互动的变化，包括社交媒体的兴起，可能会随着时间的推移而导致信任的变化。这些变化反过来又可能导致股市参与程度的变化。

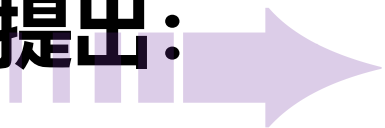


08

**Is there a zero lower bound?  
The effects of negative policy rates  
on banks and firms**



## 问题提出：



- 严重的经济衰退通常需要通过大幅降低政策利率来适应充足的货币政策。在过去的40年里，美联储、欧洲央行和日本央行等工业化国家的央行通常会降息约4个百分点，以应对经济衰退。在2008年全球金融危机后，在低通胀和接近零利率的环境下，限制政策利率处于正区间将大大限制政策空间。因此，从2012年开始，随着政策利率达到所谓的**零下限**(ZLB)，瑞士、瑞典、丹麦、日本和欧元区的央行已将其关键政策利率降至零以下。然而，在经济学界对**负利率政策**(NIRPs)的有效性并没有达成共识。
- 一方面，凯恩斯1936年，克鲁格曼1998年等认为，当短期利率接近于零时，央行将无法通过降低短期利率来刺激贷款和需求。
- 另一方面，罗格夫（2016、2017）认为，ZLB约束不应被视为自然规律：负利率政策可以像“央行业务如常”。



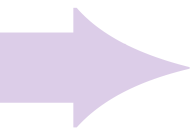
## 研究内容：



- 我们提出了两个主要的实证证据。
- 首先，我们调查了当中央银行进入负值区域时，货币政策对企业存款利率的传递如何变化。总的来说，健全的银行即使收取负利率，也不会出现存款流出。平均而言，由于对流动性和安全资产的高需求，NIRP期间的存款有所增加。
- 其次，我们表明，即使企业存款占总资产的比例可能不足以对银行的资本成本产生实质性影响，但通过对存款施加负利率，银行也会影响企业的投资。与对存款实行负利率的银行有关系的公司，如果持有大量流动性资产，就更容易受到负利率的影响。这些公司增加的流动性低于那些不收取负利率的同类公司，而投资更多。



## 研究结论:



- 本文探讨了ZLB以下货币政策的传导机制，鉴于发达经济体（自然）利率较低的长期趋势，这是一个高度相关的话题。
- 总的来说，我们的研究结果表明，货币政策的传导机制在ZLB以下并没有受到损害，尽管它的工作方式不同。在正常时期，货币政策干预主要由疲弱的银行传播，当政策利率下降时，这些银行的金融限制会在更大程度上得到放松。然而，在ZLB以下，健康的银行比其他银行更能地将负利率转移给储户，企业的资产构成可能比获得银行信贷更重要。因此，如果银行健康，能够对存款收取负利率，那么NIRP对经济的积极影响就会更强。因此，旨在在负利率时期保持银行盈利能力和中介能力的机制可能特别可取。为了实现这个目标，一些司法管辖区的央行(如，欧洲央行)引入了各种形式的分级制度，免除了银行持有的部分（超额）准备金的负利率。如果这些缓解措施改善了银行的健康状况，它们还将增加能够将负利率转移到公司存款中的银行数量，从而间接刺激了投资。



09

**Bank liquidity provision across the  
firm size distribution**



## 研究内容:



我们使用监管贷款水平的数据来证明，小公司(SMEs)获得了比大公司更短的到期信用额度，提供更多的抵押品，有更高的利用率，并支付更高的利差。我们将这些事实合理化为贷款人承诺和自由裁量权之间权衡的平衡结果。利用新冠肺炎衰退，我们检验了中小企业受到更大的贷款人自由裁量权的预测。与这一假设相一致的是，中小企业并没有减少，而大企业却减少了，即使是在应对类似的需求冲击时。PPP接受者减少了非PPP贷款余额，表明该计划增强了他们的流动性，减轻了缺口。



# 10

## **Why does structural change accelerate in recessions?**

The credit reallocation channel





## 研究内容:

- 自1960年以来，美国制造业所占份额的下降在经济衰退期间不成比例地发生。利用两个自然实验的证据——2008年雷曼兄弟(Lehman Brothers)的倒闭和1980年代美国州际银行业的放松管制——我发现信贷再分配在解释这一现象中扮演了一个角色。我发现，失去信贷的机会不成比例地损害了制造业企业，而新信贷的创造不成比例地使非制造业企业受益。这些结果来自一个由技术驱动的结构变化和建立新的金融关系的固定成本的模型。该模型表明，长期行业轨迹在正确计算信贷市场政策干预的成本和收益方面发挥着重要作用。

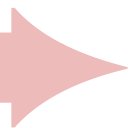


# 11

**The “7% solution” and IPO  
(under)pricing**



# 研究简介:



- 我们调查了“7%解决方案”影响，即美国的承销商对大多数规模在2,000万美元至1亿美元之间的ipo收取7%的价差，以确定随后的发行价。我们识别了价差的变化是由于利差和提供规模在这两个阈值之间的关系存在明显的不同。我们发现，价差对抑价有正向影响，但也对发行区间的中间点的报价调整有正向影响。我们的证据表明，息差会影响售后市场价格，这表明承销商不仅能发现投资者的估值，还能塑造投资者的估值。
- 数据:
- 我们的样本包括在1996年至2018年的23年间，在美国3,885家已完成的ipo公司。这些产品的数据来自汤森路透SDC(TSDC)的New Issues Database，并通过SEC网站上的电子数据收集、分析和检索系统提供的实际数据验证。
- 市场收益和股价都是从CRSP网站上收集的。股票行情、客户股票和公司名称被用来将股票与TSDC中的发行相匹配。有关风险投资支持的信息从VentureXpert获得，然后在SEC的财报手动核实。根据文献，我们排除了单位发行、外国发行以及房地产投资信托基金、封闭式基金和信托基金的发行，也不包括发行价低于5美元和发行规模低于500万美元的ipo。



## • 研究方法:

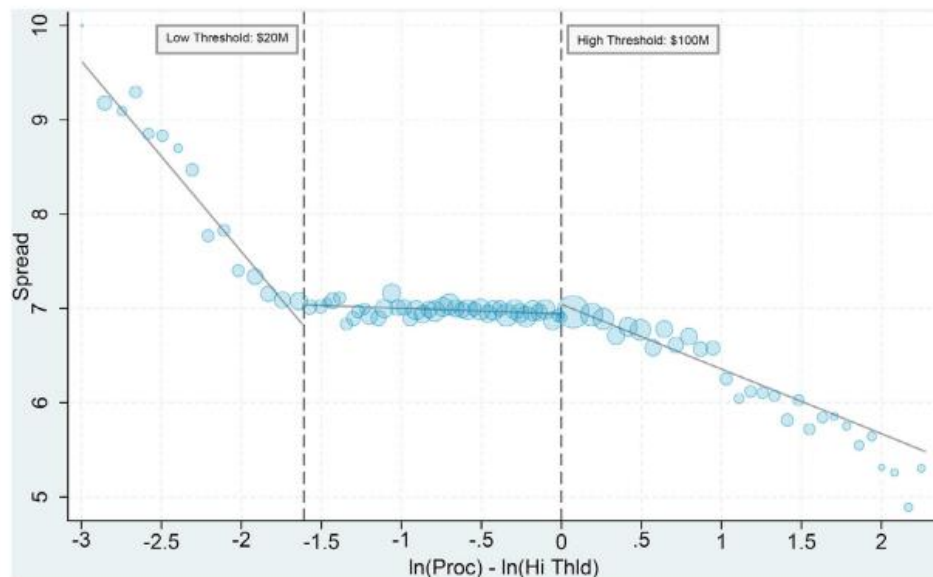
- 两阶段拐点回归

- 价差和发行规模之间的关系: 
$$\begin{aligned} Spread_i = & \beta_0 + \beta_1 Bel\ Low\ Thld_i + \beta_2 Above\ Hi\ Thld_i \\ & + \beta_3 [Ln(Proc_i) - Ln(Hi\ Thld)] + \beta_4 \{Bel\ Low\ Thld_i \\ & \times [Ln(Proc_i) - Ln(Low\ Thld)]\} + \beta_5 \{Above\ Hi\ Thld_i \\ & \times [Ln(Proc_i) - Ln(Hi\ Thld)]\} + Controls + \varepsilon_i. \end{aligned} \quad (1)$$

- 测试价差的变化是否是由于第一阶段阈值处功能形式的变化反过来影响价格低估, 我们估计了以下第二阶段回归:

$$\begin{aligned} & First\ Day\ Return_i \\ = & \gamma_0 + \gamma_1 \widehat{Spread}_i + \gamma_2 Bel\ Low\ Thld_i + \gamma_3 Above\ Hi\ Thld_i \\ & + \gamma_4 [Ln(Proc_i) - Ln(Hi\ Thld)] + Controls + v_i, \end{aligned} \quad (2)$$

- 第一阶段：报价规模和价差之间的关系在两个报价规模的阈值上是有拐点的。



**Fig. 1.** IPO spreads around the lower (\$20 M) and upper (\$100 M) offer-size thresholds. The x-axis represents the percentage distance from the high offer-size threshold, or  $\ln(Proc) - \ln(Hi Thld)$ , where  $Proc$  is gross IPO proceeds (\$ million) excluding the overallotment option. The two dashed vertical lines intersecting the x-axis at around  $-1.61$  and at  $0$  delineate IPOs below \$20 million (on the left), above \$100 million (on the right), and in between. Each region is divided into bins of equal width. The graph depicts average spread per bin, with the area of each circle reflecting the number of observations in the respective bin. A line of best fit is depicted for each of the three groups of offerings.

- 第二阶段：价差工具与随后出现的ipo定价低估有很强的正相关。并报告了7%的解决方案对报价-价格调整和总估值修正的影响。



## 结论:



- 第二阶段回归揭示了工具价差和低估之间的显著正相关关系，也显示了价差与每一次报价价格调整和总估值修订之间的显著正相关关系。价差驱动这些变量的事实表明，投资者对IPO的估值，最终反映在售后市场价格上，可能不是完全是外部的，而是可能受到价差所代表的承销商营销努力的影响。平均而言，发行人受益于更高的报价，与更高的价差相关的更大的估值修正。

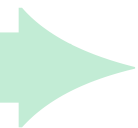


12 |

**Token-based platform finance**



## 研究内容:



- 我们开发了一个平台经济的动态模型，其中代币作为平台用户之间的一种支付手段，并被授予对平台生产力的融资投资。当代币供应（按生产力标准化）较低时，代币向平台所有者获得最佳奖励，当标准化供应较高时，则被烧毁以提高特许经营价值。尽管代币价格是在流动性强的市场中确定的，但该平台的财务约束产生了内源性的代币发行成本，通过内部人士（所有者）和外部人士（用户）之间的利益冲突导致投资不足。
- 区块链技术能通过解决业主的时间不一致问题来减少投资不足。





# 13

## **How monetary policy shaped the housing boom**



## 研究内容:



- 在2003年至2006年期间，美联储将利率提高了4.25%。然而，正是在这一时期，在抵押贷款的快速增长的推动下，房地产繁荣加速。关于货币政策如何或甚至是否影响繁荣，存在深刻的分歧。利用货币政策中存款渠道的不同敞口，我们发现美联储的紧缩导致银行存款资金大幅减少，这导致银行收缩投资组合抵押贷款32%。然而，这种收缩在很大程度上被由非银行发起者主导的私人证券化(PLS) 抵押贷款的替代所抵消。因此，美联储的紧缩政策导致抵押贷款从稳定的、有保险的存款融资转向容易运行、脆弱的资本市场融资，而对整体贷款的影响很小。我们在2014-2017年最近的紧缩周期中也发现了类似的结果，当时PLS贷款重新出现。



**14** |

**Asset pricing on earnings  
announcement days**



## 问题提出:

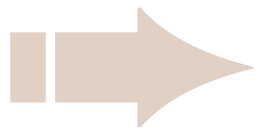
- 在资本资产定价模型(CAPM)中, 以beta值衡量的资产的市场风险敞口与回报预期呈线性和正相关。最近的研究提供了一些新的经验证据来支持这一点。

## 本文研究:

- 我们的研究扩展了这一迅速发展的文献, 提供了证据, 表明当有影响力的标准普尔500指数大型公司在收益季节早期披露公司收益新闻时, 市场贝塔-回报关系是线性的, 且强正相关。这些领先的收益公告日(LEADs)恰好也是机构投资者高度关注的时候。他们的时间是相当可预测的。在LEADs以外的日子里市场贝塔回报关系是持平的。



## 结论:



- 在LEADs上，市场beta风险敞口与平均超额回报具有很强的、正的线性横截面关系，并且这种关系具有统计学意义和经济意义。这一关键发现延伸到各种测试投资组合、美国国债和个股。它在隔夜（白天）保持，此时市场交易 休市（开放）；使用12个月滚动回归估计的日回报率，或使用高频（日内）收益估计beta，结果几乎没有变化。此外，我们的结果不是由LEAD战略性的提前或延迟的新闻发布驱动的，它对不同的测试程序是稳健的。在除lead以外的日子里，市场贝塔—回报关系基本持平。
- 证券市场线性上升意味着LEADs的市场风险溢价高于其他日子。我们证实了这一命题，并且我们还表明，累积超额市场回报的三分之一仅来自LEADs，尽管在我们的样本中，LEADs仅占有所有交易日的5%。我们还提出了一种混合交易策略，在LEADs上bets on beta，并在其他日子bets against beta。



- [1] It's what you say and what you buy: A holistic evaluation of the corporate credit facilities
- [2] Validity, tightness, and forecasting power of risk premium bounds
- [3] Does short-selling potential influence merger and acquisition payment choice?
- [4] Corporate flexibility in a time of crisis
- [5] Financing breakthroughs under failure risk
- [6] Signaling, instrumentation, and CFO decision-making
- [7] Stock return ignorance
- [8] Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms
- [9] Bank liquidity provision across the firm size distribution
- [10] Why does structural change accelerate in recessions? The credit reallocation channel
- [11] The "7% solution" and IPO (under)pricing
- [12] Token-based platform finance
- [13] How monetary policy shaped the housing boom
- [14] Asset pricing on earnings announcement days

2022

# 谢谢倾听

- 
- 汇报人：徐佳
  - 2022-06-08

