



Journal of Financial Economics

2021 (03)

汇报人：徐佳

2021-09-29





- [1] The real value of China's stock market 中国股市的真实价值
- [2] Firm selection and corporate cash holdings 企业选择与企业现金持有
- [3] Risk management, firm reputation, and the impact of successful cyberattacks on target firms 风险管理、公司声誉以及成功的网络攻击对目标公司的影响
- [4] Rare disaster probability and options pricing 罕见灾害概率与期权定价
- [5] Systematic risk, debt maturity, and the term structure of credit spreads 系统风险、债务期限与信用利差期限结构
- [6] Deleting misconduct: The expungement of BrokerCheck records 删除不当行为：删除BrokerCheck记录
- [7] Measuring institutional trading costs and the implications for finance research: The case of tick size reductions 衡量机构交易成本及其对金融研究的影响：以减少交易量为例
- [8] Business groups and the incorporation of firm-specific shocks into stock prices 企业集团与企业特定冲击纳入股价



- [9] Loan guarantees and credit supply 贷款担保和信贷供应
- [10] On the direct and indirect real effects of credit supply shocks 论信贷供给冲击的直接和间接实际效应
- [11] Slow-moving capital and execution costs: Evidence from a major trading glitch 缓慢流动的资本和执行成本：一个重大交易故障的证据
- [12] The cross-section of currency volatility premia 货币波动溢价的横截面
- [13] Air pollution, affect, and forecasting bias: Evidence from Chinese financial analysts 空气污染、影响与预测偏差：来自中国金融分析师的证据
- [14] Stock market liberalization and innovation 股票市场自由化与创新
- [15] Index option returns and generalized entropy bounds 指数期权收益与广义熵界



The real value of China's stock market

- Jennifer N. Carpenter, Fangzhou Lu, Robert F. Whitelaw
 - a New York University Stern School of Business, 44 W. 4th St., New York, NY 10012, USA
 - b HKU Business School, The University of Hong Kong, Pokfulam, Hong Kong
 - c NBER, 1050 Massachusetts Ave., Cambridge, MA 02138, USA



•问题提出

- 中国国内股市A股市场自1990年以来呈指数增长。
- 1作为资本配置渠道，中国的股票市场一直被嘲笑为一个赌场。2 研究人员强调中国股市与其GDP之间的低相关性。3 反复的市场干预、交易暂停和IPO暂停也反映出监管机构对市场的信心很低。4 尽管计划容纳外国投资A股， 外国投资者仍然只持有3%的市场。
- 但截至2019年12 月，目前有超过3700家公司上市，市值超过8万亿，中国股市正成为国际投资者和监管机构关注的焦点。

•研究内容

- 本文从价格的信息性、投资效率和股权资本成本等方面分析了中国股票市场作为资本配置渠道的潜力，从而对中国股票市场作为资本配置渠道的潜力提供了新的启示。



•数据来源

- 从CSMAR获得1995年至2016年关于收益、股票市场价值、投资和资产账面价值的数据。

•研究方法

- methodology of Bai et al. (2016).

•FPE
$$\frac{E_{i,t+k}}{A_{i,t}} = a_t + b_t \log \left(\frac{M_{i,t}}{A_{i,t}} \right) + c_t \left(\frac{E_{i,t}}{A_{i,t}} \right) + d_t^s 1_{i,t}^s + \varepsilon_{i,t+k}, \quad (1)$$

•RPE
$$\begin{aligned} \frac{I_{i,t+k}}{A_{i,t}} = & a_t + b_t \log \left(\frac{M_{i,t}}{A_{i,t}} \right) + c_t \left(\frac{E_{i,t}}{A_{i,t}} \right) + d_t \left(\frac{I_{i,t}}{A_{i,t}} \right) \\ & + e_t^s 1_{i,t}^s + \varepsilon_{i,t+k}. \end{aligned} \quad (2)$$



- **研究详述：**

- 1.使用Bai等人(2016)方法对中国的价格信息性进行了全面的研究。根据预测的未来公司利润对过去价格的横截面回归的变化，就像2004年以来在美国一样，股票价格已经成为关于中国未来利润的信息。最突出的是2005年的股权分置改革。
- 2.论文考察了股票价格与未来公司投资之间的联系，该模型假设管理者是价值最大化者。因此，我们发现私有企业的价格—利润联系和价格—投资联系之间存在着高度显著的时间序列相关性。国有企业的相关性显著但较弱。这些结果证明，股票价格不仅包含关于未来利润的信息，而且这些信息对经理的私人信息是增量的。我国股票价格不仅表现出预测价格效率，而且表现出启示性的价格效率。
- 3.论文利用未来企业利润对过去投资的横截面回归的预测变化来研究中国资本配置的效率。私有企业的价格信息性与投资效率之间存在显著的时间序列相关性，而国有企业则不然。
- 4.文章分析了中国企业面临的股权资本成本，并与美国企业进行了比较。努力增加国内投资者的多样化机会，增加外国投资流入股市，可以降低中国的股本成本，促进公司投资和经济增长。



- **结论:**
 - 和美国一样，中国股票的价格已成为有关企业的信息未来的利润。
 - 自 2000 年代初改革以来，中国股票价格信息量的增加与私营企业的公司投资效率的提高相吻合。然而，在危机后的经济刺激之后，国有企业的价格信息低于私营企业，并且未能促使投资效率同步提高。
- **建议:**
 - 中国股票市场具有配置资本和引导企业投资效率高的潜力，突出了改革上市登记程序的紧迫性，使中国的股票市场向更广泛的发行公司开放。
 - 允许中国公司通过在外汇上的双重上市来筹集股本可能会削弱市场有效聚合信息的能力，而允许外国投资者在中国市场投资似乎没有这种负面影响。
 - 我们根据1995年至2016年期间的平均实际收益，提出了中国企业面临的股本成本的初步证据。我们发现，中国实际CNY股权溢价高于美国的美元股权溢价，这与中国收益波动性较高和国际多元化机会较低相一致。



Abstract

- What capital allocation role can China's stock market play? Counter to perception, stock prices in China have become as informative about future profits as they are in the US. This rise in stock price informativeness has coincided with an increase in investment efficiency among privately owned firms, suggesting the market is aggregating information and providing useful signals to managers.
- However, price informativeness and investment efficiency for state-owned enterprises fell below that of privately owned firms after the postcrisis stimulus, perhaps reflecting unpredictable subsidies and state-directed investment policy.
- Finally, evidence from realized returns suggests Chinese firms face a higher cost of equity capital than US firms.
- Keywords : Capital allocation; Price informativeness; Market integration; Global investing



Firm selection and corporate cash holdings

- Juliane Begenau, Berardino Palazzo



Abstract

- Since the early 1980s, the composition of US public firms has progressively shifted toward less profitable firms with high growth potential (Fama and French, 2004).
- We estimate a dynamic corporate finance model to quantify the role of this selection mechanism for the secular trend in cash holdings among US public firms.
- We find that an increase in the precautionary savings motive—primarily driven by the decline in initial profitability among R&D-intensive new lists—explains about 50% of the upward trend in cash holdings.
- This selection mechanism also explains part of the upward trend in sales growth volatility.
- **Keywords :** Cash holdings;R&D firms;New lists;Firm selection



• 问题提出:

- 为什么美国上市公司会持有更多的现金 20世纪80年代初? 证据表明, 持有现金有许多不同的驱动力, 包括风险更高的现金流, (Opler et al., 1999; Bates et al., 2009), 持有现金较低的机会成本(Azar, Kagy and Schmalz, 2016), 税收 (Butters, 1949; Foley et al., 2007), 代理摩擦 (Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Nikolov and Whited, 2014), 生产技术变化 (Brown and Petersen, 2011; Falato, Kadyrzhanova and Sim, 2013; Falato and Sim, 2014; Gao, 2015; Zhao, 2020; He and Wintoki, 2016; Lyandres and Palazzo, 2016).

研究内容: 定量评估了不同类型公司的选择机制在美国股票市场的作用。

- 三个事实:
- 首先, 美国上市公司现金持有量的长期增长是由随着时间的推移现金余额逐渐增加所驱动的, 即selection effect。
- 第二, 一旦上市, 公司的现金资产率 (cash-to-asset ratio) 就会下降 (即within-firm effect) 。
- 第三, 将平均现金持有的变化分解为公司内效应和选择效应, 现金持有的大部分变化是由于选择效应。选择效应几乎完全是由研发密集型公司驱动的。



- 机制：

- 我们的模型具有生产中规模报酬递减、特殊的生产力过程以及生产方面的资本调整成本。 为了为投资融资，公司有两种选择。 他们可以在内部发行股权或积累现金（留存收益），两者都是有成本的。 每个时期都存在随机的现任者。 大量退出公司被相同数量的异质进入者所取代。 进入者收到不同的生产力信号，因此内生地选择不同水平的现金和资本。
- 当进入时的生产力信号较低时，进入者远远低于其长期生产力，因此远远非其长期最佳规模。 在这种情况下，进入者在进入时选择高现金水平，以避免在未来产生股权发行成本，为他们的增长提供资金（积极的选择效应）。 进入后，这些公司恢复到其长期规模（即grow larger），其预防性储蓄动机下降，从而导致现金与资产比率较小(公司内部负面影响)。
- 研究目的探究以上机制的量化启示。



模型： a simulated method of moments estimation (SMM)

- 模型中有两组，分别代表研发密集型公司和非研发密集型公司，
- 估计中控制了生产过程、融资成本和公司选择过程。
- 估计了现金资产率、销售增长率、投资资产率和股票发行资产率。

数据： 以上动量以1974-1978 期间上市的所有公司估计（基期组），并分别以研发密集型企业和非研发密集型企业估计，对1979 年至2003 年期间的所有后续五年组。



Panel A: Moments

Moments	N=532		
	Data	Model	<i>t - stat</i>
Average cash holdings at entry	0.118	0.110	1.486
Average change in cash holdings	-0.018	-0.061	7.264
Volatility cash holdings	0.057	0.053	2.093
Autocorrelation cash holdings	0.276	0.282	-0.368
Average issue size at year 10	0.022	0.022	-0.067
Mean sales growth at 2	0.152	0.167	-1.152
Volatility sales growth at entry	0.086	0.054	3.426
Average change in sales growth	-0.136	-0.141	0.292
Volatility sales growth	0.191	0.175	2.941
Autocorrelation sales growth	0.053	-0.002	3.530
Average investment rate at entry	0.108	0.082	4.003
Average change in investment rate	-0.050	-0.056	0.746
Volatility investment rate	0.088	0.104	-5.972



• 结论：

- 现金流波动性和新进入美国股市的平均TFPR是平均现金与资产比长期增长背后的一个重要力量。
- 除了研发密集型企业组成的转变，向规模更小、风险更高、最初生产力较低、但增长潜力较高的企业转变外，企业还是现金余额更高的关键驱动力。
- 这种变化可能是通过放松就业退休收入保障法案(ERISA)1979年国会通过的“谨慎的人”规则引起的，该规则允许养老基金投资于风险较高的企业（朗斯特雷斯，1987年），比如增长期权价值较高的规模较小、利润较低的公司。随后这类公司股权融资条件的改善可能具有特别有利的研发密集型企业，它们往往是风险企业。



Risk management, firm reputation, and the impact of successful cyberattacks on target firms

- Shinichi Kamiya, Jun-Koo Kang, Jungmin Kim, Andreas Milidonis, René M. Stulz



主要内容:

在损失分配(loss distribution)不变的情况下, 如果一家公司没有受到财务限制, 其因网络攻击而造成的损失不应该影响其声誉和未来的政策;如果公司对其风险暴露的评估发生了变化, 公司将根据其对损失分布的新理解来调整其政策。

随着损失分配变得不那么有利, 该公司增加其支出, 以减少发生攻击的可能性, 增加投资于风险管理, 并降低其承担其他风险的意愿。检查网络攻击的成本(即对股东价值的不利影响)、网络攻击造成的声誉损失的程度以及攻击后公司政策的变化来测试。

研究了各种公司和行业特征遭受攻击的可能性。分析了网络攻击对股东财富的影响。由声誉损失和与其他成本组成的额外损失是否以及如何导致网络攻击的财富影响。通过检查网络攻击后的销售、风险管理和风险承担激励措施如何变化, 来研究是否有网络攻击后的声誉影响的证据。显示了网络攻击对行业竞争对手的股东财富的影响。

样本:

首先从2005年至2017年期间中国数据库中涵盖的所有数据泄露事件(6328起事件)开始。限制在分别使用copstat和CRSP中可用的财务和股票回报数据攻击公司。样本公司在纽约证券交易所、美国证券交易所或纳斯达克上市。这些程序为224家独特的公司提供了307起网络攻击的最终样本, 其中163起是对母公司的攻击, 144起是对子公司的攻击, 共224个。在攻击期间, 51家公司(22.8%)在我们的样本期间经历了多次网络攻击。在我们的样本中, 73.9%的网络攻击涉及财务信息损失, 其余26.1%不涉及财务信息损失。



- 方法:
- Jarrell and Peltzman (1985) and Karpoff and Lott (1993) and treat the reputational loss as a residual.
- Other studies use a direct approach to explore reputational losses by assessing the impact on earnings or on stakeholder relations.



- **首先**，研究哪些公司更有可能受到网络攻击的影响。
- 当企业规模更大，被纳入财富500强企业名单、财务约束较少、价值更高、无形资产更大时，它们更有可能遭受网络攻击。网络攻击更有可能发生在竞争较差的行业运营的公司中。
- **其次**，将分析市场对网络攻击公告的反应。网络攻击对一家公司来说是昂贵的，因为它可能导致系统费用、补救和缓解成本、诉讼成本、可能导致罚款，并可能导致声誉损失，
- 个人信息丢失样本中，我们的显著平均累积异常回报(CAR)为-0.84%。
- 涉及个人财务信息损失的攻击的CAR更差，即-1.09%，
- 网络攻击的影响尤其负面，当攻击年限较长，没有证据表明董事会注意到风险管理，这些公司的异常回报率低4个百分点。



- 结论：

- 1.不涉及个人财务信息损失的攻击并不会造成重大的股东财富损失。
- 2.对于可以计算自付损失和股东遭受重大财富损失的攻击，总自付成本仅占股东249.9亿美元财富损失中的17亿美元。
- 但大部分股东财富损失可归因于其他因素，如关于目标网络攻击的可能性和成本的新信息，以及这些新信息对利益相关者承担的风险的影响。受攻击公司的销售增长和信用评级下降等声誉成本的证据。重要的是，股东的财富损失与这些声誉成本：销售增长下降更多的公司的股东财富损失超过了自付成本。
- 3.在缺乏来自网络攻击的新信息的情况下，该公司的风险管理政策和风险偏好应该保持不变。相比之下，受攻击的公司在风险管理方面投资更多，通过减少风险激励来降低风险偏好。
- 4.最后，我们发现这些竞争对手的股东也经历了股东的财富损失。这一结果与攻击所揭示的新信息也增加了竞争对手攻击的预期成本的观点是一致的。



Abstract

- We develop a model where a firm has an optimal exposure to cyber risk. With rational, fully informed agents and with no hysteresis, a successful cyberattack should have no impact on a financially unconstrained target's reputation and post-attack policies. In contrast, when a successful attack involves the loss of personal financial information, there is a significant shareholder wealth loss, which is much larger than the attack's out-of-pocket costs. This excess loss is higher when the attack decreases sales growth more and lower when the board pays more attention to risk management before the attack. Further, an attack decreases a firm's risk appetite, as it beefs up its risk management and information technology and decreases the risk-taking incentives of management. Finally, successful cyberattacks adversely affect the stock price of firms in the target's industry. These results imply that successful attacks with personal financial information loss provide adverse information about cyber risk to target firms, their stakeholders, and their competitors.
- Keywords : Cyber risk;Cyberattack;Risk management;Reputation;Firm value;Stakeholders



Rare disaster probability and options pricing

- Robert J. Barro, Gordon Y. Liao



- **问题提出：**

- 期权市场提供了关于资产收益前瞻性分布的丰富信息。将安全价格转化为经济增长的客观分布需要指定一个模型或一组复苏假设。而过去已经研究了通过股权期权对差额产出定价，现有的方法通常需要风险中立性、估计技术和高频数据。这些使得对灾难概率序列的稳健估计和使用变得困难。

- **研究内容：**

- 我们推导了一个期权定价模型，该模型适用于灾害风险在市场中是主导力量时，并提取了灾害概率序列。该模型假设了恒定的相对风险厌恶情绪和灾难规模的幂律形式。模型评估了整个股票市场上远超价外看跌看跌期权的定价，与美国的标准普尔(S&P) 500 指数和其他国家的类似指数一致。当期权远远超出价外期权（相对行使价格为0.9或更少）和到期不太长（最多为六个月）时，定价公式适用。



- **方法:**

- 在一个由递归偏好导出的公式中对时变灾害概率建模。优点是它便于使用低频选项数据来估计灾难概率。为该模型提供了丰富的国际股票指数选项数据集，我们还通过提供一些国家的灾害概率的时间序列估计。

- **数据:**

- 两类数据:
- 一家大型金融公司提供给客户的场外交易合同的指导价格，并得出了S&P500 (US), FTSE (UK), DAX (Germany), ESTX50 (Eurozone), Nikkei (Japan), OMX (Sweden), and SMI (Switzerland), 7国家市场指数。
- 由伯克利期权数据库和OptionMetrics提供的美国市场数据。



- 结论：
- 期权价格包含了关于市场对罕见灾害风险的看法的丰富信息。
- 新的期权定价公式，适用于灾害风险为主导力量，灾害规模分布遵循幂律。
- 公式对到期日和行使价格的主要影响与美国以及1983年至2018年其他在大盘股指上远远超出的看跌期权的数据一致。
- 模型从期权价格中提取客观的灾害概率。灾害概率的增加与条件增长均值的下降有关。增长的下行风险随灾难概率的增加而变化，当灾难风险增加时，增长的上行风险保持稳定。与政治不确定性相比，金融市场的灾害概率包含了关于经济中尾部风险的不同信息。



Abstract

- We derive an options-pricing formula from recursive preferences and estimate rare disaster probability. The new options-pricing formula applies to far out-of-the-money put options on the stock market when disaster risk dominates, the size distribution of disasters follows a power law, and the economy has a representative agent with a constant-relative-risk-aversion utility function. The formula conforms with options data on the Standard & Poor's (S&P) 500 Index from 1983 to 2018 and for analogous indices for other countries. The disaster probability, inferred from monthly fixed effects, is highly correlated across countries, peaks during the Global Financial Crisis, and forecasts rates of economic growth.



Systematic risk, debt maturity, and the term structure of credit spreads

- Hui Chen, Yu Xu, Jun Yang



- 本文记录了关于公司债务期限的几个事实:
- (1) 债务期限是顺周期的
- (2) 高贝塔系数的公司往往有更长的期限
- (3) 更短的期限放大了信贷息差对总体冲击的敏感性。
- 本文提出一个动态资本结构模型来解释这些事实。在模型中，杠杆和期限选择是相互依存的，它们反映了长期债务流动性贴现、短期债务偿还风险及短期债务作为及时杠杆调整的承诺手段之间的权衡。此外，该模型有助于量化期限动态对信用利差期限结构的影响。



Abstract

- We document several facts about corporate debt maturity: (1) debt maturity is pro-cyclical, (2) higher-beta firms tend to have longer maturity, and (3) shorter maturity amplifies the sensitivity of credit spreads to aggregate shocks. We present a dynamic capital structure model that explains these facts. In the model, leverage and maturity choices are interdependent, which reflect the tradeoffs of liquidity discounts of long-term debt, repayment risks of short-term debt, and the benefit of short-term debt as a commitment device for timely leverage adjustments. Additionally, the model helps quantify the effects of maturity dynamics on the term structure of credit spreads.
- Keywords : Credit risk;Term structure;Business cycle;Maturity dynamics;Liquidity



Deleting misconduct: The expungement of BrokerCheck records

- Colleen Honigsberg, Matthew Jacob



- 问题提出：
- BrokerCheck是由金融监管机构维护的一个面向公众的网站，以易于搜索的形式为所有美国注册的证券经纪人提供就业和纪律历史。
- 鉴于该数据库与各种用户的相关性，不仅要了解数据库中显示的内容，而且要了解已经删除了哪些信息。信息通过一种被称为“删除”的有争议的做法被删除，该做法允许经纪人通过仲裁程序删除选定的不当行为指控。
- 记者和公共投资者仲裁律师协会(PIABA)以前已经收集了经纪人检查删除奖的子集。超过90%的研究证明“删除”的成功。然而，之前的工作都没有收集“删除”的完整全集，也没有检验过经纪人“删除”对未来的不当行为获职业结果。



- **研究内容：**

- 理解删除影响的关键问题是：删除与经纪人再犯之间的关系，并研究了删除的职业后果。

- **研究方法：**

- 2SLS

- 为了回答删除是否影响累犯的因果问题，使用工具变量(IV)，基于给案件分配仲裁员的随机名单。两种工具：相对宽大处理的均值的和中位数，其中“相对”是通过与同一年和地区的其他仲裁员进行比较而确定的。每个仲裁员的宽大处理，计算同意删除的数量与相对于仲裁员主持的删除总数的比值（不包括当前案件）。

- **数据：**

- FINRA的仲裁裁决数据库中，确定2007年至2016年提出的6660份经纪人删除请求。



- 结论：

- 1.基于仲裁员随机分配的工具变量证据表明，有删除行为的经纪人发生新的不当行为的可能性是平均的3.3倍。这与州监管机构的担忧是一致的，他们认为，删除行为使其更难识别潜在不良行为者，从而损害了他们有效监测的能力。
- 2.提供了关于删除效果的因果证据。删除行为会增加累犯率，进一步，累犯的增加是由于成功删除了不当行为。即成功删除导致了未来删除行为的增加。
- 3.证据表明，成功离职改善长期职业前景。那些删除成功的经纪人更有可能留在他们的公司，或以离开公司为条件，被另一家经纪公司重新聘用。



- 贡献：

- 1.为个人品牌作为监管工作做出贡献。公开披露个人信息帮助清除不良行为者，监管机构应该更多地依赖于事前的验证，而不是事后的删除。
- 2.关于声誉的文献有更广泛的贡献。公司会惩罚不良行为，但目前尚不清楚公司惩罚不良行为是因为他们关心不当行为，还是因为他们不想公开与不良行为联系在一起。许多公司的申请并没有询问删除的不当行为，这意味着公司更关心公共不当行为。
- 3.从消费者数据库中删除信息的研究工作。当事人消除了对不当行为而不是财务事故的指控。这里的当事人申请删除，而信用标志在一定的几年后消失。
- 4.对美国证券交易委员会关于删除的政策建议。



Abstract

- We examine a controversial process, known as expungement, which allows brokers to remove evidence of financial misconduct from public records. From 2007 to 2016, we identify 6660 expungement requests, suggesting that brokers attempt to expunge 12% of the allegations of misconduct reported by customers and firms. When these requests are adjudicated on the merits, arbitrators approve expungement 84% of the time. We show that expungements significantly predict future misconduct; brokers with prior expungements are 3.3 times as likely to engage in new misconduct as the average broker. Further, using an instrumental variable based on the random assignment of arbitrators, we present evidence that brokers who receive expungement are more likely to reoffend than brokers who are denied expungement. We also show that successful expungements improve long-term career prospects.
- Keywords : FINRA Rule 2080;Expungement;Broker misconduct;Recidivism;BrokerCheck



Measuring institutional trading costs and the implications for finance research: The case of tick size reductions

- Gregory W. Eaton, Paul J. Irvine, Tingting Liu



- **问题提出：**
- 人们应该如何衡量机构交易成本？研究机构投资者及其交易成本对公司行为和资产价格的影响。
- **数据：**
- 利用纽交所和纳斯达克上市股票样本构建股票月水平的替代股票流动性指标。
- 利用AbelNoser提供的订单级数据构建机构价格影响，该公司是一家为机构客户提供交易成本分析服务的咨询公司。两种主要类型的机构投资者向AbelNoser提供交易数据： 投资经理和退休基金赞助商。
- **方法：**
- 构建了一个代表机构投资者交易成本的价格影响度量模型。



- 研究内容：
- 该研究对当前关于流动性对企业行为影响的研究的影响。
- 回顾了最小报价单位的背景信息和现有文献。
- 将描述这些样本和关键变量。
- 研究使用机构订单级数据构建的价格影响替代流动性的比较。
- 研究小数化如何影响机构交易成本。



- **结论：**

- 本文为机构交易成本以及它们与广泛使用的股票流动性指标关系提供了新的证据。
- 机构交易成本与许多常见的流动性度量的相关性较弱。
- 美国股市转向小数定价对价格的影响没有显著影响。
- 鉴于学术文献中普遍认为，即最小报价减少后股票流动性显著改善，大量研究使用十数化来确定股票流动性增加对企业活动的因果影响。
- 由于我们发现机构交易成本在小数化后没有显著变化。为了进一步探索这个问题，我们复制并扩展了之前的研究，一旦我们使用机构交易成本来衡量流动性，从几项研究中得出的结论就会发生巨大的改变。最后，我们鼓励未来的研究仔细考虑导致分析中考虑的坚定决策或结果的机制。如果主要的驱动因素是股票持有人或机构投资者的行动，那么许多常用的流动性衡量方法并不能准确地衡量机构流动性，而将十进制作为识别机制并不是机构交易成本的有效工具。



Abstract

- Using proprietary institutional trade data, we construct a price impact measure that represents the costs faced by institutional investors. We show that many widely used liquidity measures do not adequately capture institutional trading costs. We then find that institutional trading costs are not dramatically impacted by decimalization, casting doubt on the widely used identification strategy that employs decimalization as an exogenous shock to liquidity, particularly institutional liquidity. 1Indeed, we find that conclusions from prior research are significantly altered when we measure liquidity using institutional trading data.
- Keywords : Decimalization; Institutional trading costs; Market microstructure; Stock liquidity; Tick size reductions



Business groups and the incorporation of firm-specific shocks into stock prices

- Mara Faccio, Randall Morck, M. Deniz Yavuz



- **问题：**
- 公司特定的信息对企业集团附属公司的股价有抑制作用。这些公司的特殊股票回报对特殊商品价格冲击的反应要比在同一国家和对商品敏感的行业其他类似的非附属公司的特殊回报的反应要小。
- **方法：**
- 利用全球商品冲击，评估对相同规模、频率和可观察性的共同特质冲击的反应。双重差分模型
- **数据：**
- 1993年至2009 年的全球范围，2005年至2012年的汤森路透所有权，以及2002 年至2013年的数据流资产。在整个样本期间的完整数据，留下了43个经济体的样本。
- **内容：**
- 描述了独立大宗商品冲击和识别大宗商品敏感行业的数据和方法。基于基础观测数据，证明企业集团附属公司对于大宗商品冲击的敏感度降低。
- **结论：**
- 本文得出结论为企业集团公司的股票价格提供给资本提供者和管理者的公司具体信息较少。



Abstract

- Firm-specific information has a damped effect on business group-affiliated firms' stock prices. Such firms' idiosyncratic stock returns are less responsive to idiosyncratic commodity price shocks than are the idiosyncratic returns of otherwise similar unaffiliated firms in the same country and commodity-sensitive industry. Using global commodity shocks means we assess responses to common idiosyncratic shocks of the same magnitude, frequency, and observability. Further identification follows from difference-in-difference tests exploiting successful and matched exogenously failed control block transactions. We conclude that business group firms' stock prices provide less firm-specific information to capital providers and managers.
- Keywords : Business groups; Incorporation of firm-specific information; Economic growth



Loan guarantees and credit supply

- Natalie Bachas, Olivia S. Kim, Constantine Yannelis



Abstract

- Whether guarantees increase lending supply or simply act as a subsidy to lenders. We use notches in the guarantee rate schedule for Small Business Administration (SBA) loans to estimate the elasticity of bank lending volume to loan guarantees. We show significant bunching in the loan distribution on the side of the size threshold that carries a more generous loan guarantee. The excess mass implies that increasing guarantee generosity by one percentage point of loan principal would increase per-loan lending volume by \$19,000. Excess mass increases in periods with guarantee generosity, and placebo results indicate that the effect disappears when the guarantee notch is eliminated.
- Keywords : Bank lending;Loan guarantee;Government loans;Borrowing;Policy



- 提出：
- 间接政府贷款担保向私人贷款人偿还未收回的美元，是一种日益常见的信贷补贴类型。在受信息不对称和信贷配给影响的市场，如果政府贷款担保将贷款恢复到有效水平，就可以增加总体福利，取决于贷款人对担保的反应能力，联邦担保计划是否对增加信贷渠道有任何影响，或仅仅作为对贷款人的补贴，取决于对贷款担保对信贷提供的弹性。
- 内容：
- 重点关注担保如何影响对小企业的信贷供应。
- 方法：
- 本文利用小企业管理局贷款规则中的缺口，提供了信贷供应对担保反应的第一个实证估计。提出策略模型，并讨论了我们的识别策略如何与这个模型联系，建立了一个聚类估计，并进行实证。
- 数据：
- 来自小企业管理局(SBA)的数据。具体利用了7(a)项贷款计划下的贷款数据，来自商业贷款机构的部分贷款可以承保违约造成的损失。



- 结论：
- 贷款分布显著聚集在有担保一侧。贷款担保慷慨度每增加1%，每笔贷款的贷款额将增加19000美元。
- 联邦信贷担保的效率至关重要地取决于贷款供应对补贴的反应程度。具体来说，每美元的贷款成本的边际变化影响担保贷款供应的弹性。贷款对贷款担保高度敏感，当贷款效率较低时，这些项目有提高贷款水平的巨大潜力。
- 贷款担保的效率最终取决于边际贷款所产生的投资回报率的效率，以及这是否大于无风险利率。联邦信贷计划可以产生分配效应，可以将信贷从一个分配组转移到另一个组。未来的工作应该尝试研究联邦信贷计划的分配效果和这些计划下的贷款回报。



On the direct and indirect real effects of credit supply shocks

- Laura Alfaro, Manuel García-Santana, Enrique Moral-Benito



- 问题研究：
- 本文探讨了银行贷款冲击的真实影响以及它们如何通过买卖双方的联系渗透到经济中。
- 数据：
- 将所有西班牙公司的管理数据与2003年至2013年所有公司贷款的匹配的银行-公司-贷款数据集相结合，估计每年特定于公司的信贷供应冲击。
- 方法：
- 计算客户(上游)和供应商(下游)对银行贷款冲击敞口的公司特定度量。
- 结论：
- 信贷供给冲击对就业、投资和产出具有相当大的直接和下游传播效应，特别是2008-2009年危机期间，但在扩张期间对就业没有显著影响。供应商提供的贸易信贷和一般均衡中的价格调整都可解释信贷冲击的下游传播。



Abstract

- We explore the real effects of bank-lending shocks and how they permeate the economy through buyer-supplier linkages. We combine administrative data on all Spanish firms with a matched bank-firm-loan dataset of all corporate loans from 2003 to 2013 to estimate firm-specific credit supply shocks for each year. We compute firm-specific measures of exposure to bank lending shocks of customers (upstream propagation) and suppliers (downstream propagation). Our findings suggest that credit supply shocks have sizable direct and downstream propagation effects on employment, investment, and output, especially during the 2008–2009 crisis, but no significant impact on employment during the expansion. We provide evidence that both trade credit extended by suppliers and price adjustments in general equilibrium explain downstream propagation of credit shocks.



Slow-moving capital and execution costs: Evidence from a major trading glitch

- Vincent Bogousslavsky, Pierre Collin-Dufresne, Mehmet Sağlam



- **问题研究：**

- 本文调查了高频做市公司的外生交易故障对股票流动性标准衡量(价差、价格影响、成交量和深度)和机构交易成本(执行不足和成交量加权平均价格下滑)的影响。公司积累了大量多头(空头)头寸的股票在故障期间增加(减少)约4%，且变得更加缺乏流动性。价格和基于价差的流动性措施需要一天时间才能恢复。然而，机构交易成本在超过一周的时间里仍大幅上升。在故障期外，这两种流动性指标的相关性很弱，表明它们捕捉到了流动性的不同方面。

- **数据：**

- 我们使用来自提供算法交易服务的大型投资银行（“银行”）的历史订单数据库的专有的大订单执行数据。该银行 是美国总资产排名前五的银行之一，也是按市场份额计算的 五大执行服务提供商之一。



- **方法:**
 - 利用公共数据，我们确定了受交易故障影响的股票集，并测量了在故障当天以及之后受影响股票的交易成本。我们使用两种交易成本。首先，我们使用来自大型投资银行的专有执行数据集，其中包含IS和大量机构投资者实现成交量加权平均价格(VWAP)的滑移，这些订单被分解为几个子订单，并使用标准执行算法进行交易。其次，我们计算了有效价差（分解为已实现的价差和价格影响）、营业额和深度的标准市场微观结构度量。
- **发现:**
 - 在小故障期间，被大量买卖)的股票增加（减少）约4%，并变得大大缺乏流动性。价格需要一整天的时间才能恢复到开盘前的水平。
 - 所有受故障影响的股票的交易成本指标在故障发生当天都会大幅上涨。机构交易成本措施在故障发生当天大幅增加。在故障发生一周多后，这一增长在统计学和经济上仍然具有重要意义。
 - 总的来说，我们的经验证据与缓慢移动的资本理论基本一致。然而，我们发现，供应冲击对股票缺乏流动性的影响比对其价格水平更持久，这似乎很难与标准模型的预测相一致，因此值得进一步研究。

Abstract

- We investigate the impact of an exogenous trading glitch at a high-frequency market-making firm on standard measures of stock liquidity (spreads, price impact, turnover, and depth) and institutional trading costs (implementation shortfall and volume-weighted average price slippage). Stocks in which the firm accumulates large long (short) positions increase (decrease) by about 4% during the glitch and become substantially more illiquid. It takes one day for prices and spread-based liquidity measures to revert. Institutional trading costs, however, remain significantly higher for more than one week. Both liquidity measures are also weakly correlated outside the glitch period, suggesting they capture different aspects of liquidity.



Air pollution, affect, and forecasting bias: Evidence from Chinese financial analysts



- 本文记录了投资分析师访问企业现场期间的空气污染与随后的盈利预测之间的负相关关系。考虑分析师、天气及公司特征后，如果空气质量从“良好/优秀”恶化到“严重污染”，相对于已实现的利润，利润预测会下降1个百分点以上。为了更好地理解其内在机制，本文探索了污染与预测之间的异质性。污染只影响在访问后几周内宣布的预测，这表明情绪可能会起作用，而来自不同券商的分析师在同一日期访问时，污染的影响不那么明显，这表明多重视角的消偏效应。最后，还有对环境适应性的暗示证据——基于高污染城市的分析师的预测相对不受现场访问污染的影响。



Abstract

- We document a negative relation between air pollution during corporate site visits by investment analysts and subsequent earnings forecasts. After accounting for analyst, weather, and firm characteristics, an extreme worsening of air quality from “good/excellent” to “severely polluted” is associated with a more than 1 percentage point lower profit forecast, relative to realized profits. We explore heterogeneity in the pollution-forecast relation to understand better the underlying mechanism. Pollution only affects forecasts that are announced in the weeks immediately following a visit, indicating that mood likely plays a role, and the effect of pollution is less pronounced when analysts from different brokerages visit on the same date, suggesting a debiasing effect of multiple perspectives. Finally, there is suggestive evidence of adaptability to environmental circumstances – forecasts from analysts based in high pollution cities are relatively unaffected by site visit pollution.



Stock market liberalization and innovation

- Fariborz Moshirian, Xuan Tian, Bohui Zhang, Wenrui Zhang



- 本文研究了股票市场自由化对技术创新的影响。本文以20个经历过股票市场自由化的经济体为样本进行研究，结果显示，股市自由化促进创新产出，且在创新型行业中效应更强烈。放松金融约束、加强国内外投资者之间的风险分担以及改善公司治理是股市自由化促进创新的三个渠道。技术创新经股票市场自由化促进生产率增长，进而促进经济增长。



Abstract

- We investigate the effect of stock market liberalization on technological innovation. Using a sample of 20 economies that experience stock market liberalization, we find that these economies exhibit a higher level of innovation output after liberalization and that this effect is disproportionately stronger in more innovative industries. The relaxation of financial constraints, enhanced risk sharing between domestic and foreign investors, and improved corporate governance are three plausible channels that allow stock market liberalization to promote innovation. Finally, we show that technological innovation is a mechanism through which stock market liberalization affects productivity growth and therefore economic growth. Our paper provides new insights into the real effects of stock market liberalization on productivity growth and the economy.



Index option returns and generalized entropy bounds

- Yan Liu



- 本文在定价核上建立了一个新的矩谱界。它们源于一个优化问题的解决方案，这是对Hansen和Jagannathan(1991)方法的补充。在经济上，它们衡量的是在所有资产(根据价格核心定价)都是可交易的情况下，优化代理所能达到的效果与她在现实市场中实际能达到的效果之间的差异。通过这些界限的透镜，本文用指数期权回报来研究主要的宏观融资模型。本文以无模型的方式展示了几类模型在满足期权隐含界限方面的困难。本文强调了边界与现有方法相比所提供的独特信息。



Abstract

- I develop a new spectrum of moment bounds on the pricing kernel. They stem from the solution of an optimization problem that is complementary to Hansen and Jagannathan (1991) approach. Economically, they measure the discrepancy between what an optimizing agent could achieve if all assets (that are priced by the pricing kernel) were tradable and what she can actually achieve in the real-world market. Through the lens of these bounds, I examine leading macro-finance models using index option returns. I show, in a model-free fashion, the difficulty of several classes of models in meeting option-implied bounds. I highlight the unique information that my bounds provide compared with existing approaches.



Thanks!