

Journal of Financial Economics

2020 (05)

汇报人：任宇卓

2021.7.14



山西大学
shanxi university

1. Time-varying inflation risk and stock return
2. Liquidity regimes and optimal dynamic asset allocation
3. Do dividends convey information about future earnings?
4. Does the stock market make firms more productive?
5. Capital requirements, risk choice, and liquidity provision in a business-cycle model
6. Mutual fund investments in private firms
7. International R&D spillovers and asset prices
8. The creation and evolution of entrepreneurial public markets
9. Risky bank guarantees
10. I can see clearly now: The impact of disclosure requirements on 401(k) fees
11. Democracy and credit
12. Medicaid and household savings behavior: New evidence from tax refunds



1. Time-varying inflation risk and stock return

Martijn Boons , Fernando Duarte ,
Frans de Roon, Marta Szymanowska



问题提出

债券市场相关文献认为，**名义-实际协方差**是债券价格及股票和债券波动**时间变化的重要驱动因素**。Campbell等(2015)和Song(2017)通过货币政策的变化来解释债券风险的时变。我们认为，货币政策不太可能是主要驱动因素，高通胀和低通胀组合受货币政策冲击的影响程度并无差异。此外，在控制不同的货币政策体制时，**名义-实际协方差也可以预测收益**。

研究问题

本文为股票收益的横截面和总体股票市场提供了新的经验证据，并建立了一个均衡模型，认为是通货膨胀预测内容的时变驱动了观察到的通货膨胀风险的价格和数量的时间变化。

研究方法

建立了基于消费的均衡模型。采用给定的消费，通货膨胀和名义实际协方差的联合随机过程，而资产价格是通过一个有代表性的代理的欧拉方程内生决定的。

数据来源

NYSE, Amex, and Nasdaq from CRSP (July 1962 to December 2014)

结论

- 通货膨胀风险是以时变的方式在股票市场上定价的，这种时间变化的一个关键驱动因素：**名义-实际协方差**。
- 实证发现，名义-实际协方差的标准差增加时，通胀风险溢价会大幅增加5.3%，考虑到高-低通胀beta投资组合的无条件平均回报率为-4.2%，这一增长意味着通胀风险溢价可能会改变符号。
- 通货膨胀beta分解为特定于投资组合和特定于时间的成分，通货膨胀风险溢价的横截面分布随着时间变化，是由于**通货膨胀风险价格的变化**。

ABSTRACT

- We show that **inflation risk** is **priced in stock returns** and that inflation risk premia in the cross-section and the aggregate market vary over time, even changing sign as in the early 2000s.
- This time variation is due to both **price and quantities** of inflation risk changing over time.
- Using a **consumption-based asset pricing model**, we argue that inflation risk is priced because inflation predicts real consumption growth.
- The historical changes in this predictability and in stocks' inflation betas can account for the size, variability, predictability, and sign reversals in inflation risk premia.



2.Liquidity regimes and optimal dynamic asset allocation

Pierre Collin-Dufresne, Kent Daniel , Mehmet Saglam



问题提出

- 由Markowitz(1952)提出的均值-方差有效投资组合，至今被广泛应用。然而，当交易成本非零时，为了完美跟踪马科维茨投资组合而进行再平衡并不是最优的。
- Garleanu和Pedersen (2013) 表明，在二次交易成本存在的情况下，具有均值-方差偏好的投资者应该采用一种交易策略（即以固定的交易速度从当前头寸向目标投资组合进行部分再平衡），并推导出最优目标投资组合和交易速度的封闭表达式。但GP模型假设价格变化的协方差矩阵和价格影响参数都是恒定的。

研究问题

本文给出了类似GP 模型条件下最优投资组合交易策略的一个封闭解，其中，除了预期回报，波动率和交易成本可能是随机的。当预期收益、协方差和价格影响参数遵循多状态马尔可夫转换模型时，得到了最优动态投资组合的封闭解。

研究方法

Regime-switching model of price changes

数据来源

CRSP , 1967.03.13---2017.03.31(daily value-weighted market returns)



结论

- 当期望收益，协方差和价格影响参数遵循多状态制度转换模型，并且投资者具有均值方差目标函数时，我们得到动态资产配置의封闭解。利用一组目标投资组合和交易速度向量，推导出一种最优交易策略。具体来说，目标投资组合是所有潜在未来状态下条件Markowitz投资组合的加权平均值。每个条件Markowitz投资组合的权重取决于向该状态过渡的可能性、该状态的持久性、以及与当前状态相比在该状态下面临的风险和交易成本。同样，最优交易速度是各种状态下交易成本的相对大小及其转换概率的函数。
- 本文使用机构交易成本的大型专有数据集来估计价格影响参数。发现，不同制度的交易成本差异很大，当市场回报波动较大时，交易成本往往更高。



ABSTRACT

- We solve a **portfolio choice problem** when expected returns, covariances, and trading costs follow a **regime-switching model**.
- The optimal policy trades towards an **aim portfolio** given by a **weighted-average** of the **conditional mean-variance-efficient portfolios** in all future states.
- The **trading speed is higher** in more persistent, riskier, and higher-liquidity states.
- It can be **optimal to overweight low Sharpe-ratio assets** such as Treasury bonds because they remain liquid even in crisis states.
- We illustrate our **methodology** by constructing an optimal US equity market timing portfolio based on an estimated **regime-switching model** and on **trading costs** estimated using a large-order institutional trading data set.



3. Do dividends convey information about future earnings?

Charles G. Ham, Zachary R. Kaplan, Mark T. Leary



问题提出

- 市场对股息变化公告的强烈正反应是企业金融中最有力的实证研究结果之一，但是这种反应背后的原因没有被完全解释。
- Miller and Modigliani (1961)认为股息变动可能会向投资者披露经理关于公司未来盈利前景的信息。然而，现有研究对于股息公告中所包含的收益信息的性质和程度有分歧。
- 股息变化不包含关于未来意外收益水平或变化的增量信息，即使是认为包含收益信息的研究也发现，在三、四季度后信息消散，即不是持久的。对市场对股息反应从贴现率的变化、自由现金流的代理成本、行为等角度解释。

研究问题

对股息信息内容的衡量进行了修正，有助于调整这些之前的发现，并为股息公告中的现金流新闻的性质提供了新的线索。

研究方法

大多数研究使用“财政年度”方法，将股息和收益划分为财政年度，并将包含股息变化的财政年度的收入与下一财政年度的收入进行比较。

本文使用季度数据和“事件窗口”方法，将股息变化后宣布的收益与变化前类似时期的收益进行比较，清晰地描述了过去和未来关于股息宣布时间的收益报告。

数据来源

data on dividend declarations: CRSP (1971 – 2016年)



结论

- 本文提供了有力的证据，证明**股息变化确实传达了未来经济收入的信息**，这些信息持续了至少三年，表明股息增加（减少）公司转移到一个新的、更高（更低）的持续收益水平。
- 我们做了**两个方法上的改进**，解释了为什么之前的研究中股息的信息内容随着预测范围衰减。i)传统上用来衡量收益变化的会计变量资产减记和投资支出的内生变化，以及(ii)股息增加分布中的异常值以及股息变化与公告收益之间的非线性关系造成的。一旦我们解释了这些因素，我们发现股息增加(减少)之后是持续的更高(更低)的意外收益。
- 虽然我们的结果与市场对股息变化的反应一致，反映了预期的收益持续性变化，但**不一定对一些信号模型提供支持**。我们的一些结果表明，收益水平的大部分变化发生在股息变化后的第一年。如果用于预测未来收益的股息增量价值随着下一年收益的实现而减少，则任何信号收益可能不足以克服无谓成本。然而，我们的证据可能与一些模型一致，在这些模型中，管理者承担了足够大的声誉成本，因为利润较低的公司无法模仿利润更大的公司的股息。



ABSTRACT

- We show that **dividend changes contain information** about highly persistent changes in future economic income.
- **Three methodological** differences lead us to different conclusions from the extant literature: (i) we use an “event window approach” to cleanly delineate earnings after dividend changes from those before, (ii) we use alternative earnings measures to control for endogenous investment and asset write-downs surrounding dividend changes, and (iii) we control for the nonlinear relation between dividend changes and market reactions.
- Our results suggest **dividend announcement returns** reflect information about the level of permanent earnings, though the timing of the information content is difficult to reconcile with traditional signaling models.



4.Does the stock market make firms more productive?

Benjamin Bennett , René Stulz , Zexi Wang



问题提出

股票市场的一个重要作用是提供价格发现。(e.g., Bond et al., 2012; Dow and Gorton, 1997.等).

一旦股票价格中包含了私人信息,它就会以多种方式影响管理者和投资者的行动。

Syverson (2004)发现在一个行业内,相同的投入下,在TFP分布中处于第90百分位的工厂产出几乎是TFP分布中处于第10百分位的工厂的两倍。很多研究试图解释这种横截面变化,但没有检验生产率是如何受到股票市场价格发现的影响。

研究问题

利用美国公司之间价格发现质量的差异来研究更好的价格发现是否会使用公司更有效率,以及它是否会在不同的公司之间产生不同的效果。

研究方法

DID (券商关闭、标普500指数增加和共同基金赎回)

股票价格的信息量(SPI): 知情交易概率(PIN)和股票价格非同步性(PSI)

生产力: TFP (在生产过程中使用资本和劳动力的整体有效性和效率)

数据来源

TAQ 、 CRSP、 Thomson–Reuters 、 ExecuComp、 RiskMetrics、 Hoberg–Phillips data library



山西大学

shanxi university

结论

- 公司股票价格信息的增加会导致公司的生产力的增加，并且使用多种方法来解决内生性问题。
- **SPI对TFP的影响随公司的不同特性而变化**（公司规模、公司年龄和公司复杂性会对公司利用其股票价格中的信息的能力产生影响。此外，金融约束、产品市场竞争和更好的公司治理会放大生产力对股票价格信息的敏感性。）。
- 股票市场的价格发现函数在公司的运作方式和效率中发挥着重要作用（提供资金、指导公司的决策）。
- 较高的股票价格信息性可能是一国经济成功的一个贡献因素，更高的股票价格信息性使公司更有效率。



ABSTRACT

- Management, directly or indirectly, learns from its firm's stock price, so a **more informative stock price** should make the firm **more productive**.
- We show that stock price informativeness increases firm productivity. We provide **direct evidence** of one channel through which stock price informativeness affects productivity; specifically, we find **that CEO turnover is less sensitive to Tobin's q when informativeness is lower**.
- We predict and confirm that the productivity of **smaller and younger** firms, **better governed** firms, **more specialized** firms, and firms with **more competition** is **more strongly related** to the informativeness of their stock price.
- We further **address endogeneity concerns** with the use of brokerage closures, S&P 500 additions, and mutual fund redemptions as plausibly exogenous events.



5. Capital requirements, risk choice, and liquidity provision in a business-cycle model

Juliane Begenau



问题提出

对**银行的最佳资本要求是什么**？银行监管机构和一些学者认为，低资本要求允许银行承担太多的风险。银行经理和持反对意见的学者认为，资本要求过高会增加银行的融资成本，从而降低了对经济的信贷供应。

研究内容

本文分析了在不显著降低信贷供应和流动性供应等银行服务的情况下，何种水平的资本要求能降低银行的风险承担。

研究方法

建立了一个标准的**商业周期模型**，包含具有代表性的**家庭**和**两个生产部门**：一个独立于银行的部门和一个依赖于银行的部门。

首先，除了消费，家庭从持有**存款中获得效用**，因此愿意支付便利收益。其次，银行业获得了政府的**补贴（补贴建模为一个简化形式的转移函数）**。

将该模型与1999 - 2016年美国国民收入和产品账户(NIPA)和联邦存款保险公司(FDIC)的季度数据进行了匹配。

福利效应主要取决于两个参数：**补贴函数对杠杆的敏感性**和**家庭存款需求的弹性**。**最优资本需求**定义为使代表性**家庭的福利最大化的资本需求**，通过消费和银行存款的预期寿命效用贴现来衡量。



结论

首先，本文发现模型中**最优的资本要求是风险资产的12.4%**。这一水平将较低的以存款形式提供的流动性，与较高和更稳定的消费相比。

第二，证明了**更高的资本要求可以增加银行信贷的供应**。更高的资本要求会导致的存款供应减少，从而增加家庭以较低的存款利率存款的意愿。因此，**提高资本金要求可以降低银行融资成本，从而增加银行贷款**。



ABSTRACT

- This paper develops a dynamic general equilibrium model to quantify the effects of bank capital requirements. Households' preferences for liquid assets imply a liquidity premium on deposits. The banking sector supplies deposits and has excessive risk-taking incentives.
- I show that the scarcity of deposits created by an increased capital requirement can reduce the cost of capital for banks and increase bank lending.
- A higher capital requirement also increases banks' monitoring incentives, which improves the efficiency of banks' activities.
- Under reasonable parameterizations, the marginal benefit of a higher capital requirement related to this channel significantly exceeds the marginal cost, indicating that US capital requirements have been suboptimally low.



6. Mutual fund investments in private firms

Sungjoun Kwon, Michelle Lowry , Yiming Qian



问题提出

近年来，**上市公司的数量减少了**，与此同时，**私人公司**越来越多地从只关注上市公司的**投资者那里筹集资金**。

共同基金被认为是上市公司最大的投资者之一，但它们**越来越多地将投资组合扩展到私人公司**。149只共同基金在1995年至2016年期间持有风投支持的私人公司的股份。

研究问题

我们评估了可能导致这种趋势的**三个因素**。

研究方法

第一个因素需求效应。私人公司寻求额外资金来推迟上市，使得公司在上市前具有更大的规模，共同基金不需要强大的控制权，共同基金没有规定必须在特定日期前退出投资的期限，是具有吸引力的资金来源。

第二个因素供给效应。共同基金向私人公司提供资金，以获得更高的潜在回报、更大的多样化以及增加**IPO**配置。共同基金面临着来自指数基金和交易所交易基金日益激烈的竞争，积极管理的共同基金可能寻求其他投资机会作为竞争优势的来源。

第三个因素同样与供给方面有关，但它侧重于风险投资的视角。

数据来源

VC-backed private firms: Thomson Reuters Private Equity database, 1990年–2016年.

Mutual fund holdings: EDGAR, 1995–2016.

Patent data(application date and grant date): the United States Patent and Trademark Office.



结论

- 共同基金投资形式对私人公司的资本供应显著增加。从公司的角度来看，共同基金的投资可以使它们保持更长时间的非上市状态，从而使它们在受到监管要求、信息披露要求的增加以及与上市交易相关的机构投资者压力之前达到更高的发展水平。从基金的角度来看，这些投资所提供的回报既高于公开市场指数回报。
- 在政策界内，有许多关于缺乏IPO的问题。毫无疑问，私人公司可用资本的增加是一个促成因素。近年来，私人公司可以获得更多的资金，再加上公开交易的高昂成本，意味着公开上市的净收益减少了。
- 监管机构必须同时考虑上市公司的净收益发生了哪些变化，以及未来可能改变的监管方式，以使上市更具吸引力。

ABSTRACT

- Historically, a key advantage of being a public firm was broader access to capital, from a disperse group of shareholders. In recent years, **such capital has increasingly become available to private firms as well.**
- We document a **dramatic increase** over the past twenty years in the number of **mutual funds participating in private markets** and in the dollar value of these private firm investments.
- We evaluate **several factors** that potentially contribute to this trend: **firms** seeking extra capital to postpone public listing, **mutual funds** seeking higher risk-adjusted returns and initial public offering (IPO) allocations, and **venture capitalists (VCs)** seeking new investors to substantiate higher valuations. Results indicate that the **first two factors play a significant role.**

7. International R&D spillovers and asset prices

Federico Gavazzoni , Ana Maria Santacreu



问题提出

总体**消费增长的跨国相关性很低**。股票市场的夏普比率估计很大，这意味着随机贴现因子有很大的可变性。

这两个事实对具有完整金融市场的**国际均衡经济模型**的一个**重大挑战**。一方面，总消费增长过于平稳，与股票收益的相关性不够。另一方面，在无摩擦经济中，个体应完美分担风险，并使其边际替代率相等：消费增长的跨国相关性应等于1。在数据中，这种相关性几乎总是低于0.4(Brandt et al., 2006)。

目前解释依赖于国内外投资者的**随机贴现因子**中存在一个**共同成分**，该成分大幅推高了风险溢价，但对均衡宏观经济量的影响较小。

研究问题

我们提出一个一般均衡模型，内生产生这一共同成分，并强调其国际方面。

研究方法

构建了**创新与国际技术扩散的两国内生增长模型**。各国的增长都是通过内生创新积累技术来驱动的。创新是研发（研发）的成果，通过两个渠道在各国传播：

International adoption、International diffusion of ideas.

每个国家都有一个具有代表性的家庭，他们有递归偏好，最终消费一种商品。在递归偏好下，经济体未来前景的变化对资产价格和均衡经济量的跨国相关性有显著影响。

结论

- 本文建立了一个**多国一般均衡模型**，通过理论和校准实践证明，内生增长和递归偏好的共同存在对数量和资产价格的均衡动态有重要影响。
- 国际贸易中研发含量越高的国家对，股票市场回报率越高，汇率波动越小。此外，我们还发现，在保持贸易强度不变的水平下，国家对创新程度越高，它们的股票市场收益相关性越强，它们的汇率波动越小。总之，我们的研究结果支持了这样的假设：通过贸易进行的研发国际传播是长期风险在国家间扩散的一个渠道。



ABSTRACT

- We study the **international propagation of long-run risk** in the context of a general equilibrium model with endogenous growth. **Innovation and international diffusion of technologies** are the channels at the core of our mechanism.
- A calibrated version of the model matches several asset pricing and macroeconomic quantity moments, alleviating some of the puzzles highlighted in the international macro-finance literature.
- Our model predicts that country pairs that share **more research and development (R&D)** have **less volatile exchange rates** and **more correlated stock market returns**.
- Using data from a sample of 19 developed countries, we provide suggestive empirical evidence in favor of our model's predictions.



8. The creation and evolution of entrepreneurial public markets

Shai Bernstein, Abhishek Dev, Josh Lerner



问题提出

金融如何促进经济增长？一个重要渠道是为创新和创业项目提供资金。成熟的公开股票市场已被证明是填补这一融资缺口的工具，为年轻和快速增长的公司的研发活动提供资金(Brown et al., 2009)。

二线交易所上市要求限制较少，是促进新企业的创造、融资和保留的一种方式。

(Nasdaq in New York、the Shenzhen-based ChiNext market)

对于面向创业型公司的新交易所的创建和发展的决定因素，很少有系统的实证探索。

研究问题

我们试图了解新二级市场建立及成功的驱动力，特别关注国家法律条款对股东保护的作用。假设，加强股东保护可能会吸引更多的企业家和投资者进入新成立的二线交易所，从而增加市场引入和最终成功的可能性。

研究方法

构建了涵盖了115个国家的285个证券交易所的一个新的数据集。。

结论

利用这一独特的数据集，我们首先证明了过去30年世界各地二线股票交易所激增，发现股东保护力度更强的国家更有可能引入此类交易所。

发现建立二级交易所的关键因素，专利申请、首次公开发行(ipo)和股票市场估值所代表的创业资本需求的增加导致了二级交易所的增加。没有发现任何证据表明，引入二线交易所后会产生替代效应。

探寻二级交易所成功的驱动因素：股东保护有力地预示着一个强劲的新市场。



ABSTRACT

- This paper explores the **creation and evolution of new stock exchanges** around the world geared toward entrepreneurial companies, known as second-tier exchanges.
- Using handcollected novel data, we show the **proliferation of these exchanges** in many countries, their significant volume of Initial Public Offerings (IPOs), and lower listing requirements.
- **Shareholder protection strongly predicted exchange success**, even in countries with high levels of venture capital activity, patenting, and financial market development. Better shareholder protection allowed younger, less-profitable, but faster-growing, companies to raise more capital.
- These results highlight the importance of institutions in enabling the **provision of entrepreneurial capital to young companies**.



9. Risky bank guarantees

Taneli Mäkinen, Lucio Sarno, Gabriele Zinna



问题提出

有人认为，**银行纾困降低了金融机构的尾部风险**，有助于遏制金融市场的动荡，在美国等避险国家，政府担保对银行产生了有利影响，并帮助降低了银行融资成本(Gandhi&Lustig,2015;Kelly等,2016)。然而，这些政策也可能通过两种方式**增加了银行对总体风险的暴露**。首先，政府的支持阻碍了一些主权国家的财政能力，由此产生的主权脆弱性反过来又反馈给银行(Acharya等,2014)。其次，担保可能会使银行暴露于政策不确定性之下，成为不可分散风险的来源(Pástor&Veronesi, 2013)。

研究问题

我们以这些早期研究为基础，从**国际视角重新审视了政府担保对资产定价的影响**。（担保并非在所有国家都是确定的，各国担保强度的横截面差异反过来会影响国际银行风险溢价的横截面差异。）

研究方法

构建了一个易于处理的理论框架来表征政府担保可以在银行资产回报中产生的风险回报权衡。

数据来源

CDS data are obtained from Credit Market Analytics (CMA) through S&P Capital IQ, covering daily mid quotes for the period from January 2004 to November 2018.（2004年之前CDS市场低流动性的限制）



结论

在最近的全球金融危机期间，特别是在欧元区债务危机期间，**主权风险成为金融稳定的主要挑战**。对主权国家管理债务能力的怀疑，从两个方面削弱了人们认为的银行的稳健性：首先是银行持有主权债务，其次是政府担保的价值不断缩水。

我们建立了一个简单的理论框架，表明**政府担保可以在银行资产回报中产生风险回报**，而不受其通过银行承担风险而产生的间接影响。一方面，政府担保对银行有利，因为担保的债权在担保得到履行时能够产生更高的偿付。另一方面，如果在经济状况恶化时，担保不太可能得到履行，担保索赔的偿付可能变得更加顺周期，从而在最有价值的时候提供糟糕的保险。由于后者的影响，政府担保可以对银行风险溢价产生直接的积极影响。该**理论框架对担保对银行风险溢价**的直接影响产生了两个预测。即在风险相似的银行中，银行风险溢价应(1)随着隐性担保的强度而变化，(2)随着授予担保的主权的风险而增加。



ABSTRACT

- Applying standard portfolio-sort techniques to bank asset returns for 15 countries from 2004 to 2018, we uncover a **risk premium associated with implicit government guarantees**.
- This **risk premium is intimately tied to sovereign risk**, suggesting that **guaranteed banks**, defined as those of particular importance to the national economy, **inherit the risk of the guarantor**. Indeed, this premium does not exist in safe-haven countries.
- We rationalize these findings with a model in which implicit **government guarantees are risky** in the sense that they provide protection that **depends on the aggregate state of the economy**.



10.I can see clearly now: The impact of disclosure requirements on 401(k) fees

Dominique C. Badoer , Charles P. Costello , Christopher M. James



问题提出

消费者通常以或有佣金或回扣的形式间接支付金融中介机构的咨询服务，**间接补偿安排**可能导致金融中介机构**根据支付的佣金数额**，而不是提供的服务质量或消费者的总体成本来**选择服务提供商**。

如果不向消费者披露间接补偿安排，中介机构可能使用间接补偿作为**价格歧视**的一种形式。

DOL长期以来一直关注向401(k)计划参与者提供的投资和服务定价的透明度。

研究问题

研究了关于**间接补偿的披露要求**如何影响支付给金融中介机构的**费用水平和结构**，以及他们从事**价格歧视**的能力。。

研究方法

使用监管变化作为一个准自然的实验来检查披露要求对401(k)计划服务定价的影响。（美国司法部在2012年规定的披露要求）

结论

我们发现，旨在使间接费用更透明和基金费用更具有可比性的**披露要求**，与**直接补偿替代间接补偿**和**间接补偿的减少**有关，尤其是在规模较小的计划中。

共同基金提供者通过**提供12b-1费用较低的股票类别**来应对披露要求，较小计划的赞助者通过在计划菜单上增加12b-1费用较低的共同基金来应对费用披露的变化。



ABSTRACT

- In 2012, the US Department of Labor imposed **new disclosure requirements** for indirect fees that 401(k) retirement plan service providers earn through revenue sharing agreements with mutual funds.
- This paper examines the **impact of these fee disclosure requirements** on the level and structure of fees paid by **retirement plans**, as well as service providers' **ability to price discriminate** between plan sponsors of different sophistication.
- We document that the **new disclosure requirements** are associated with a **substitution of direct fees for indirect fees** and a **reduction in total fees paid** by smaller plans, and that mutual fund providers responded by introducing retirement fund share classes with lower 12b-1 fees.



11. Democracy and credit

Manthos D. Delis, Iftekhar Hasanb, Steven Ongena



ABSTRACT

- Does democratization reduce the cost of credit? Using global syndicated loan data from 1984 to 2014, we find that **democratization has a sizable negative effect on loan spreads**: a 1-point increase in the zero-to-ten Polity IV index of democracy shaves at least 19 basis points off spreads, but likely more. Reversals to autocracy hike spreads more strongly.
- Our findings are robust to the comprehensive inclusion of relevant controls, to the instrumentation with regional waves of democratization, and to a battery of other sensitivity tests. We thus highlight the **lower cost of loans as one relevant mechanism through which democratization can affect economic development**.



12. Medicaid and household savings behavior: New evidence from tax refunds

Emily A. Gallagher, Radhakrishnan Gopalan, Michal Grinstein-Weiss , Jorge Sabat



ABSTRACT

- Using data on over 57,000 low-income tax filers, we estimate the effect of **Medicaid access on the propensity of households** to save or repay debt from their tax refunds. We instrument for Medicaid access using variation in state eligibility rules.
- We find **substantial heterogeneity across households** in the savings response to Medicaid. Households that are **not experiencing financial hardship** behave in a manner consistent with a precautionary savings model, meaning they **save less under Medicaid**. In contrast, among households **experiencing financial hardship**, Medicaid eligibility **increases refund savings rates** by roughly 5 percentage points or \$102.
- For both sets of households, effects are stronger in states with lower bankruptcy exemption limits—consistent with uninsured, financially constrained households using bankruptcy to manage health expenditure risk.
- Our results imply **that expansions to the social safety net may affect the magnitude of the consumption response to tax rebates.**



谢谢！

