



*The Journal of*  
**FINANCE**

**2023(04)AUG**

王光耀

2023.09.13



# Content

- Presidential Address: Sustainable Finance and ESG Issues—Value versus Values
- Rents and Intangible Capital: A Q+ Framework
- Can Security Design Foster Household Risk-Taking?
- Modeling Corporate Bond Returns
- Barter Credit: Warehouses as a Contracting Technology
- Specialization in Bank Lending: Evidence from Exporting Firms
- Employee Costs of Corporate Bankruptcy
- Optimal Sequential Selling Mechanism and Deal Protections in Mergers and Acquisitions
- Liquidity, Volume, and Order Imbalance Volatility
- Is COVID Revealing a Virus in CMBS 2.0?
- Competition and Misconduct
- Reusing Natural Experiments
- Retail Derivatives and Sentiment: A Sentiment Measure Constructed from Issuances of Retail Structured Equity Products



# Content

- 主席演讲：可持续金融和ESG问题——价值与价值观
- 租金和无形资产：一个Q+框架
- 证券设计是否能促进家庭风险承担？
- 建模企业债券回报率
- 以仓储作为合同技术的物物交换信用
- 银行贷款的专业化：来自出口企业的证据
- 企业破产的雇员成本
- 并购中最佳顺序销售机制和交易保护
- 流动性、成交量和买卖力量不平衡的波动性
- COVID-19是否揭示了CMBS 2.0的病毒？
- 竞争与不道德行为
- 重复使用自然实验
- 零售衍生品和情绪：从零售结构化股权产品的发行构建情绪指标



# Presidential Address: Sustainable Finance and ESG Issues—Value versus Values

- 该演讲主要讨论投资者和管理者考虑可持续金融的动机差异（价值与价值观），以及这些差异如何导致对ESG投资方法的误解。
- 作者认为金融研究界有能力也有责任通过额外的研究来帮助消除这些误解。虽然可持续金融越来越受到机构和散户投资者、监管机构、政治家、企业领导人和员工等的关注，但对于可持续金融的含义或与之相关的缩写词——ESG、SRI和CSR，这些术语的含义缺乏明确性，导致人们对它们如何影响投资者、企业和资产市场产生误解，从而导致难以解释投资行为的证据并设计相关法规。我认为这些误解源于投资者和管理者动机的差异。
  - ESG投资兴趣和动机的增长（投资者、管理者、国家文化差异）
  - 价值与价值观：绩效和成果（投资表现、企业产出、股票以外的资产、ESG问题的框架）
  - 价值、价值观和环境问题，包括气候风险
  - 价值、价值观和所有者的角色：声音与退出（股东积极态度、撤资、政治、监管、ESG考虑因素和人口统计）
  - 社会和治理问题
- 总结：作为金融经济学研究人员，通过更深入地研究价值和价值取向及其相互作用如何影响投资者、公司和社会之间的关系，我们有一个难以置信的机会为这一关键主题、社会和公共政策做出有意义的贡献。



# Rents and Intangible Capital: A Q+ Framework

- 问题提出：投资理论认为在其他条件不变的情况下，投资会增加以应对更高的资本回报和企业估值。美国经济存在矛盾的中期事实：商业资本回报率和企业利润稳定或增长，而投资表现平淡，特别是相对于企业估值而言。关键的解释包括租金增长和无形资产增长。无形资产和租金都有可能解释回报与投资之间的差异。两种机制的规范含义可能不同。无形资产的上升反映了生产组织中供给方的变化，对福利没有明显影响，租金上涨可能与无谓损失相关。大多数文献都孤立地考虑了这些机制，这往往夸大了它们各自的解释力。本文的目标是对它们进行联合评估，并在此过程中对每种因素在回报与投资之间的差异中所扮演的角色提供定量估计。
- 研究内容：我们提出并估计了一个框架来量化他们的作用。估值（反映在平均 Q 中）和投资（反映在边际 q 中）之间的差距可以分解为三项：已安装无形资产的价值；由实物资本产生的租金；以及一个交互项，衡量无形资产产生的租金。
- 研究方法：拓展的托宾Q模型 + 国民账户数据/公司实证/部门实证
- 研究数据：Compustat 非金融公司
- 研究结论：我们利用投资缺口差距的衡量来揭示实物投资和估值之间日益扩大的差异，我们的方法将其解释为由租金增长和无形资本增长的综合影响驱动的。由于无形资产（研发资本）的衡量相对较窄，三分之一的投资缺口反映了无形资本存量的增长和无形资本产生的租金的组合。将无形资产的定义扩展到研发之外，将这一贡献增加到约三分之二。除了这些总体影响外，部门结果显示，无形资产租金在经济中一些增长最快的部门（例如科技和健康）中最高，并且在这些部门中，无形资产快速增长的子部门的租金最高。
- 研究贡献：首先，从理论上证明实物资本的平均 Q 与边际 q 之间的差距（“投资缺口”）可以分解为：捕捉实物资本租金，捕捉实物资本租金的术语已安装的无形资产的价值，以及捕捉无形资产租金的术语。其次，我们证明这一交互作用项对于近期投资缺口的上升具有重要的实证意义。最后，我们超越了总体数据，认识到整个经济范围内租金和无形资产的增长可能是由跨部门的构成效应驱动的。



# Can Security Design Foster Household Risk-Taking?

- 问题提出：相当多的家庭只将一小部分金融财富投资于股票和股票基金。持有低股权的家庭会丧失投资机会，加剧了财富不平等。过去二十年零售资本担保产品（CGP）市场的惊人增长，这是一类提供资本保护的与股票挂钩的合约。瑞典在引入后五年内覆盖了14%的人口，相较于其他创新金融资产采用速度更快，如ETF或通胀指数债券。理性选择投资组合理论并没有为CGP的成功提供明确的经济原理。这些主要的典型事实提出了许多问题。CGP中的资本保护是否会促进金融风险承担？如果是的话，通过什么经济机制？家庭的境况是否因此而变得更好？更一般地说，证券设计能否减轻阻碍家庭群体做出有效决策的行为偏见？
- 研究内容：我们首先通过研究2000年代瑞典CGP的引入来实证解决这些问题。在瑞典出售的CGP可以让散户投资者赚取很大一部分股权溢价。在股权参与者中，投资CGP的家庭比不投资CGP的家庭更愿意承担更多风险。对于事前投资组合风险较低的股权参与者来说，参与CGP与承担风险之间的正相关关系更为明显。CGP投资与风险承担增加之间似乎存在因果关系。基于这些实证研究结果，我们接下来转向可能的理论解释，具有随机劳动收入的生命周期模型。
- 研究方法：OLS + 生命周期模型
- 研究数据：关于欧洲零售结构性产品的Célérier和Vallée (2017) 数据库提供了2002年至2007年间出售给瑞典家庭的每份合成CGP的标的资产、期限、数量、披露费用和收益公式。其他常规数据。
- 研究结论：这项研究提供的经验证据表明，证券设计可以帮助缓解相当大一部分家庭人口的低财务风险。CGP为投资者提供很大一部分股权溢价，并提供通常占投资资本90%左右的担保。使用大型管理数据集，我们表明，零售CGP的引入显著提高了家庭金融投资组合的预期回报，特别是在最初承担风险的意愿较低的情况下。本文说明金融创新可以作为测试投资组合选择理论的实验。





# Modeling Corporate Bond Returns

- 问题提出：截至 2019 年，全球债券市场流通市值为 105.9 万亿美元，而全球股票市值为 95 万亿美元。尽管公司债券市场的规模和对经济的重要性相似，但学术界对公司债券市场风险回报权衡的理解不如股票市场成熟。最近的文献已经开始绘制公司债券回报的因子结构（BBW, 2019）。
- 研究内容：我们提出了一种基于工具化主成分分析或“IPCA”的新的个体公司债券回报条件因子模型。我们三个主要的实证发现：首先，我们的因子模型擅长描述公司债券的风险和回报，比文献中先前提出的模型有很大改进。其次，我们的基准模型推荐了系统化的债券投资组合，其表现明显优于领先的企业信贷投资策略。其较高的样本外夏普比率表明信用风险溢价明显高于之前的估计。第三，我们发现债务和股票市场之间的一体化比先前文献中记载的更加紧密的证据。
- 与之前有关公司债券的文献相比，我们的模型有两个主要区别。首先，我们不是预先指定临时因素，而是将因素视为不可观察的因素，并估计最能描述债券回报之间协变的因素。其次，我们将因子贝塔参数化以取决于可观察的公司和债券特征。
- 评估：模型总体R2、误定价程度、样本外年化夏普率
- 五个特征对于 IPCA 拟合的准确性特别重要：债券利差、债券波动性、久期、利差除以违约距离（本质上是债券“价值”特征）和常数。
- 我们利用 IPCA 提供的系统风险分解来建立关于公司债务和股票市场一体化的新结构视角。
- 研究方法：IPCA（instrumented PCA）实证资产定价
- 研究数据：洲际交易所 (ICE) 的公司债券回报。ICE 通过收购 Interactive Data Corporation，被认为是公司债券数据的黄金标准，也是银行、资产管理公司和对冲基金使用的标准来源。主要的替代数据源是通过沃顿研究数据服务 (WRDS/TRACE) 提供。主要数据集从 1999 年 12 月开始，到 2020 年 12 月结束，其中包括由 COVID-19 大流行引发的前所未有的公司债券市场动荡时期。
- 研究结论：我们提出了基于 IPCA 的公司债券回报的条件模型。核心思想是债券和公司特征为准确估计债券的总体风险因素暴露提供了有价值的条件信息。该模型嵌入了经济限制，即可用于预测有条件预期债券回报的特征之所以如此，是因为它们还有助于预测债券的因子贝塔。我们表明，我们的 IPCA 债券模型超越了先前文献中公司债券回报的主导因素模型。特别是，它解释了已实现债券回报的更多变化，对未来债券回报产生更好的预测，并导致更小的定价误差（样本内和样本外）。从估计模型得出的最佳交易策略即使扣除交易成本也能带来显著的利润。通过比较股权和债务回报，我们的结果发现市场一体化程度比之前文献中记载的要强，并表明这种一体化在债务和股权回报的系统组成部分中尤其强大。



# Barter Credit: Warehouses as a Contracting Technology

- 问题提出：虽然金融市场在促进经济增长方面发挥着关键作用，但这些市场也存在信息不对称、道德风险和有限的风险分担等缺陷。现有文献研究了旨在减轻此类市场摩擦的各种政策干预措施、产品供应和激励合同。然而，人们对贷方的组织结构如何与这些摩擦相互作用知之甚少。
- 研究内容：巴西农业是分析仓库和易货信贷合同如何影响信贷结果的良好实验室。巴西农产品市场都具有重要意义，它是全球农产品市场的关键参与者。巴西70%的农业活动是通过信贷融资的，其中一半以上的信贷由非银行贷款机构提供。本文通过研究巴西的农业贷款市场，为这个问题提供了证据。在该市场中，面临粮食价格波动的农民为其生产投入申请了贷款。本研究关注的是一家大型农业综合企业贷款机构，该机构通过建设谷物仓库来改变其组织设计。进入仓库可以签订新的信用合同，即易货信用，以谷物而非现金偿还。该合同通过规定到期日交付给贷款人筒仓的粮食数量，确保农民的现金流免受粮食价格波动的影响。
- 农民全年借钱为生产投入融资，平均每年五笔贷款。大部分贷款是在四月和九月收获季节结束后偿还的。农民可以通过支付现金或信用借款的方式从贷方购买化肥或农药等生产投入。当农民借款购买生产资料时，借款人可以在预定日期以现金偿还债务，也可以同意按照合同签订时确定的价格交付粮食。
- 前者的债务合同是标准债务合同，而后者的债务合同则结合了标准信用合同和农产品实物交割远期合同。本文将这种组合合同称为易货信用。农民在债务产生时选择还款形式。
- 现金合同和易货合同之间存在一些重要区别。首先，易货信用可以对冲农民产出的价格风险，从而降低由于不利的价格发展而违约的可能性。因此，与现金合同不同，捆绑信贷产品可以通过降低违约可能性来增加信贷总量。第二个重要区别涉及其执行的法律复杂性。易货合同是农民标准化贷款合同的一部分，允许农民在农作物准备出售之前通过信贷协议为其生产提供资金。这些合同以未来的收获作为抵押，收获的留置权在当地房地产登记处登记。由于留置权和贷方事实上的粮食所有权，使用易货合同的农民通常无法在不首先偿还债务并取消留置权的情况下将其粮食出售给第三方。如果农民违约，贷款人可以从农民的房屋和任何可能获得这些粮食的人手中收回粮食。由于这些合同是标准化的，因此可以相当快地执行。粮食被收回后，贷款人继续通过正式的法院程序，承认农民的违约行为，并将粮食所有权转让给贷款人。在违约的情况下，易货合同也由下一次收获作为抵押。有时，现金和易货合同都会得到房地产抵押品的进一步支持。然而，收回后一种抵押品需要数年时间，因此与银行信贷相比更直接。





# Barter Credit: Warehouses as a Contracting Technology

- 本文的贡献在于证明，在保险和执行不完善的环境中，改变贷款人的组织设计可以扩大信贷供应并增加当地农业产量。证据进一步表明，商品价格保险不仅在价格风险较高的情况下有吸引力，而且在执行合同困难的情况下以及对于缺乏实物抵押品的借款人来说也很有吸引力。我的主要发现是，使用旨在储存借款人产出的储存设施可以减少金融市场的缺陷。
- 研究方法：DID
- 研究数据：本研究的数据提供者是巴西一家大型农业企业贷款机构。该数据集细节丰富。它包含所有贷款合同的详细信息，以及发票层面生产投入和粮食产品采购和销售的信息。在贷款合同层面，数据包括未偿贷款余额、贷款是易货贷款还是现金信贷、到期日、逾期付款天数等详细信息。该样本跨越 2006 年 1 月至 2012 年 12 月的七年时间。
- 研究结论：本文记录了组织变革——存储技术的构建——它使贷方能够实现范围经济并减轻金融市场的不完善性。特别是，利用巴西一家大型农业综合企业贷款人交错建造的粮食筒仓，我发现贷款人引入了可以储存借款人粮食产出的仓库，从而允许一种新的债务合同，即可以用粮食而不是现金偿还的易货信用。这增加了借款人的债务能力。当产出价格保险更有价值时，对于位于法院执行效率较弱的城市的农民以及财务拮据的借款人来说，进入筒仓会更有利。我的结果与易货信用合同的价格保险渠道最为一致。
- 从政策角度来看，银行是否可以从易货承包技术中受益以及它们是否应该拥有仓库都是重要的问题。由于银行的融资成本通常低于贸易债权人，因此它们可以提供更便宜的信贷。然而，贸易债权人可能拥有更多有关借款人的专业知识和信息，这使得他们的筛选成本非常低。轶事证据表明，现代银行业中存在这种类型的贷款（例如，托管银行作为仓库）。我将检验实证成本和收益的任务留给未来的研究。



# Specialization in Bank Lending: Evidence from Exporting Firms

- 问题提出：金融经济学的一个长期观点是，银行信贷市场的竞争因与不透明借款人反复互动而获得的信息垄断而减少。关系贷款相对于其他贷方具有特定于公司且随着时间的推移而发展的信息优势。如果没有这种公司特有的优势，人们通常会认为银行信贷市场是竞争性的。
- 在本文中，我们挑战了这一观点，并认为可以通过另一种机制：银行专业化，大幅减少银行信贷市场的竞争。如果银行在评估特定部门、地理市场或经济活动的项目方面发展技能、专业知识或技术，那么它们可能会相对于其他贷方获得特定市场的优势。这种特定于市场的优势使得一家银行的信贷难以被另一家银行的信贷替代。因此，从理论上讲，银行专业化可以细分信贷市场，增强贷款人的市场力量，并放大银行信贷短缺的实际影响。
- 研究内容：我们首先本着国际贸易中显示性比较优势（RCA）指数的思想，开发了一种直观的银行专业化相对债务集中度衡量标准，并用它来评估数据中的银行贷款组合是否与银行贷款组合一致。信贷市场以银行专业化为特征。然后我们研究企业对贷款人的选择与这种专业化程度的关系。具体来说，我们测试市场中的公司产出是否与专门从事该市场的银行的资金在集约利润和粗放利润上不成比例地联动。最后，我们评估了专业化的经济重要性，评估了当企业面临需求冲击时它如何影响贷款人的选择，以及它如何与信贷供给冲击相互作用以影响实体经济。在整个过程中，我们区分了那些观察到的模式，这些模式可归因于特定于市场的专业化，而不是由通过关系贷款获得的特定于公司的信息驱动。
- 研究方法：OLS
- 研究数据：我们使用两个数据集来构建按出口市场划分的银行专业化程度：秘鲁每家银行的月度贷款水平数据，以及1994年至2010年期间秘鲁出口的海关数据。
- 研究结论：在本文中，我们提出了一种针对特定市场的银行专业化的新衡量标准，该衡量标准反映了银行在评估特定市场项目方面的专业知识。利用1994年至2010年期间所有秘鲁公司和出口的数据，我们衡量了每家银行和出口市场的特定市场银行专业化，并表明特定市场银行的专业化是银行信贷供应和出口活动的重要决定因素，独立于通过关系贷款获得的特定公司信息。本文的研究结果对银行信贷市场的产业组织具有重要意义。特定市场的银行专业化也可以解释为什么银行多元化受到限制。该论文对于评估信贷供应冲击也具有重要意义，例如银行倒闭、挤兑、流动性短缺或货币紧缩造成的信贷供应冲击。



# Employee Costs of Corporate Bankruptcy

- 问题提出：当企业遭受重大负面冲击时，其员工会承担劳动力市场调整带来的个人成本。大量文献记录了工厂关闭、国际贸易和环境监管等冲击给工人造成的成本。在本文中，我们重点关注公司破产造成的劳动力成本以及对公司风险分担角色和资本结构决策的影响。
- 研究内容：根据企业作为保险提供者的理论，风险中性的企业向厌恶风险的工人提供保险是最优的。工人愿意接受较低的工资，隐含地支付这种保险。当企业选择使用更多债务融资时，它们会增加破产风险，从而减少为员工提供的风险分担福利。作为回应，员工要求更高的承诺工资。我们估计了这些补偿性工资差异，这可以被认为是与破产相关的隐性债务成本。大多数对债务破产成本的实证估计相对于收益来说似乎很小。在这方面，我们的估计有助于量化难以衡量的破产间接成本，即由于风险分担减少而导致的工资增加。因此，我们的分析可以被视为加深我们对财务困境引起的员工成本在资本结构决策中的作用的理理解的一步。在竞争激烈的劳动力市场中，员工会考虑公司破产后个人收入的预期损失，并要求事前工资差异。从公司的角度来看，这样的工资溢价是与财务困境风险相关的成本。因此，估计工资溢价的幅度可能会揭示债务保守主义之谜。
- 我们构建了1992年至2005年间美国上市公司申请破产的130家样本，并对破产公司破产前一年雇用的约234000名工人进行了长达六年的跟踪调查。我们通过将受影响的员工与使用破产前的关键公司特征相匹配的控制公司的员工进行比较，来估计破产申请对员工结果的影响，例如公司的行业、经济表现和市场价值的变化资产。此外，我们使用详细的行业×县×年和工人固定效应，控制了不同行业和地点随时间以及工人之间收入的未观察到的异质性。因此，我们的实证方法将破产公司和控制公司员工的内部收入动态与同一行业、县和年份的类似可观察数据进行比较。尽管不可能完全控制影响破产申请选择的所有不可观察因素，但以匹配的公司特征和详细的固定效应为条件的比较有助于减轻许多潜在的混杂因素。
- 我们发现，相对于对照组，员工的平均收入在破产当年开始恶化。破产后一年，年收入比破产前的年收入低13%至14%。从破产当年到破产后六年的累计盈利损失现值(PV)为破产前年盈利的87%至89%。重要的是对于破产后离开该行业的工人来说收入损失更大，这表明人力资本的损失在公司破产后的工人收入损失中发挥了作用，而对于破产前在较薄弱的当地劳动力市场工作的工人来说，这表明人力资本损失在工人收入损失中发挥了作用。劳动力市场密集的劳动力流动有助于减轻企业破产后的收入损失。



# Employee Costs of Corporate Bankruptcy

- 研究方法: DID
- 研究数据: UCLA-LoPucki 破产研究数据库 (BRD)、美国人口普查局 LEHD 数据库、Compustat 数据、LBD 数据 (商业机构就业和工资单)。数据主要覆盖美国 30 个参与州, 从 1990 年到 2008 年, 并提供有关雇员等就业特征的详细信息收入、行业和地理位置, 以及年龄、估算教育和性别等工人特征。
- 研究结论: 我们研究企业破产如何因劳动力市场调整而导致员工收入损失。我们使用美国人口普查局的工人-公司匹配数据显示, 破产后员工收入显著恶化。七年累积的盈利损失现值平均为破产前年盈利的 87%。对于离开该行业、为小公司工作或面临当地劳动力市场萎缩的个人来说, 收入损失更大。这些结果凸显了特定行业人力资本和跨地理区域流动成本的作用, 是破产后收益损失背后的重要力量。鉴于较高的杠杆率与较高的破产可能性相关, 我们的分析表明, 破产后损失工资的可能性较大, 这会转化为高杠杆公司员工要求的较高的事前工资 (工资溢价)。我们表明, 企业必须支付的事前工资溢价, 以补偿因破产而造成的预期收益损失, 是债务税收优惠规模的相当大的一部分。我们的研究表明, 这些间接破产成本足够大, 足以成为企业做出资本结构选择时的首要考虑因素。





# Optimal Sequential Selling Mechanism and Deal Protections in Mergers and Acquisitions

- 问题提出：销售程序是并购中一个重要但尚未得到充分研究的方面。传统观点认为，为了最大限度地提高销售利润，目标公司应使用标准拍卖，即目标公司同时邀请所有潜在投标人参加竞标竞赛。然而，在实践中，目标公司也会进行顺序谈判，逐一联系投标人。这些顺序机制通常也是不对称的，通过交易保护的方式有利于一个投标人。交易保护在并购中被广泛采用。常见的交易保护条款包括终止费、资产锁定和股票期权锁定。终止费是向失败的投标人支付的费用。当失败的投标人可以选择购买目标公司的某些资产（通常以折扣价）时，就会发生资产锁定。股票期权锁定使失败的投标人有权以指定的执行价格购买指定数量的股票。虽然资产锁定和股票期权锁定在历史上不如终止费常见，但在过去十年中它们变得越来越受欢迎。
- 尽管很常见，但对具有交易保护的投标人的不对称待遇在法院和学者中仍然存在争议。问题是这种待遇是否符合目标公司管理层从并购销售中实现利润最大化的信托义务。法院对交易保护的裁定不一。一些法律和经济学者认为，交易保护通过阻止非接受方投标人参加投标竞争来减少目标公司的利润。其他人则认为，此类条款通过鼓励接受投标人通过发起投标的补偿来参与而使目标股东受益。解决这一争议需要一个全面的理论框架，但关于交易保护的正式理论研究却很有限。
- 研究内容：在本文中，我们构建了一个动态机制设计框架来系统地分析可能涉及交易保护的最优销售方法。我们的结果揭示了如何在实践中最佳地使用交易保护。具体来说，我们为面临两个潜在投标人的目标设计了一个最佳动态机制。每个竞标者都缺乏有关目标价值的事先信息，除非它会产生获取私人信号并进入该机制的成本。目标公司可以选择阶段数、邀请进入的顺序、向投标人披露的信息以及游戏结束时的分配和转让，但关键限制是投标人可以在进入后退出而无需向投标人支付任何费用目标。这一限制有效地排除了向目标公司支付的入门费，这与并购中入门费的稀有性是一致的。我们专注于确定性机制和纯策略的可执行结果。确定性动态机制的空间太大而难以处理，但我们推导出揭示原理的动态版本来减少它。因此，我们可以关注一系列两阶段直接机制，我们将其称为“规范机制”，其中目标只透露向投标人提出的进入建议的信息。此外，每个投标人都遵循建议，如实报告其信号，并且一旦进入就不会退出。





# Optimal Sequential Selling Mechanism and Deal Protections in Mergers and Acquisitions

- 根据进入成本的水平，最佳规范机制有不同的形式。当进入成本较低时，两个投标人同时进入，目标公司被出售给估值较高的投标人。当进入成本很高时，只有一个投标人进入，并且该单个投标人收购了目标公司。当进入成本为中间值时，最优机制是动态的，即一个投标人进入，然后第二个投标人的进入取决于初始投标人的估价信号。如果信号高于截止值，则第二个投标人不会进入，目标将被出售给初始投标人。如果信号低于截止值，则第二个投标人进入，但分配规则偏向于最初的投标人，也就是说，尽管估值低于第二个投标人，但最初的投标人可能会获胜。总体而言，最优规范机制规定初始投标人比第二投标人更有可能事前收购目标，反映了对初始投标人的偏袒。此外，该机制的动态性质导致临时信息揭示，从某种意义上说，目标公司对第二个投标人的进入推荐是关于第一个投标人的信号的信息。
- 研究方法：博弈论
- 研究结论：我们表明，最佳动态机制可能采取两阶段过程的形式，其中后来的进入取决于先进入者的信号，并且信息在进入之间被揭示。与社会有效机制相比，利润最大化机制既可能出现后进入者的过度进入，也可能出现有利于先进入者的分配扭曲。分配扭曲用于补偿最初进入者的投标并吸引其他投标者的竞争。根据参数范围，最佳机制是通过实际的销售程序来实现的，例如标准拍卖，或向一个投标人提供独家报价的两阶段程序，然后进行可能有利于该投标人的不对称拍卖。这些实施可能涉及常见的交易保护，例如终止费、资产锁定和股票期权锁定。我们表明，主模型中的定性结果可以扩展到具有替代估值结构的设置以及具有事前异构投标人的设置。



# Liquidity, Volume, and Order Imbalance Volatility

- 问题提出：股票交易成本、交易量、波动性和订单不平衡波动性之间的时间序列关系，以及它们的联合动态对于资产管理者来说非常重要，因为他们需要管理其投资组合的流动性不足。学者们区分股票流动性不足的各种决定因素也很有趣。在市场微观结构理论中，交易成本的产生主要是为了补偿流动性提供者 (LP) 的逆向选择风险。如果交易量主要由不知情的交易驱动，那么更高的交易量应该与交易成本中较低的逆向选择部分相关，因为它降低了中介机构的逆向选择风险。相反，较高的交易量对交易成本的库存风险部分的影响取决于较高的交易量是否与流动性提供者库存的较高或较低方差相关。
- 研究内容：我们提出了一个简单的动态库存模型，该模型建立在 Grossman 和 Miller (1988) 的基础上，允许由连续时间马尔可夫链驱动的随机订单流。买卖差价的出现是为了补偿规避风险的有限合伙人在等待抵消订单流时持有库存的风险。在我们的模型中，库存持有期和贸易到达是有限合伙人的风险来源。这使我们能够捕获丰富的订单流动态，特别是能够将交易量的影响与订单不平衡波动对交易成本的影响分开。我们明确地得出均衡价格动态并研究订单流的价格影响，这反映了流动性提供者提供即时性的成本。
- 研究方法：
- 研究数据：CRSP NYSE
- 研究结论：我们开发了一个简单的连续时间库存模型来研究流动性的动态。在模型中，订单失衡波动是流动性的关键驱动因素。在控制数量的情况下，订单失衡波动性的增加会导致有限合伙人因库存风险增加而扩大价差。
- 根据经验，我们提供了有关每日流动性、交易量和波动性之间时间序列关系的新证据。对于大型股票，成交量往往与有效价差呈正相关。这种关系不能用波动性来解释，而主要是由交易量的共同组成部分驱动的。这一证据很难用逆向选择理论来解释，并且与库存风险理论更加一致。
- 我们计算高频订单不平衡波动性的衡量指标 HFOIV。该指标与有效价差密切相关，并显著提高了价差回归的拟合度。与该模型一致，一旦我们控制了 HFOIV，交易量和利差之间的关系就会变为负值，并且在小型和大型股票中都是一致的。根据库存风险解释，HFOIV 在与不知情的重新平衡相关的日子里飙升。HFOIV 根据周回报率横截面定价。即使在控制了许多其他流动性变量之后，这种可预测性也适用于价值加权回报。



## Is COVID Revealing a Virus in CMBS 2.0?

- 问题提出：2007年至2009年的金融危机暴露了住宅抵押贷款支持证券 (RMBS) 和相关结构性证券的严重问题。随着市场审查的加强和多德弗兰克法案的实施，针对质量和市场结构进行了多项改革和改进，例如危机后 CMBS 通常被从业者描述为 CMBS 2.0。虽然建模者设计的证券是为了抵御困境，但危机提供了实际的压力测试，可以帮助揭示市场背后的真正动机和经济学。新冠危机期间商业贷款迅速恶化，2020年4月至2021年4月期间，32.4%的证券化商业贷款经历了某种形式的困境。CMBS 2.0证券化是否按预期发挥作用？从商业贷款绩效的巨大横截面差异中可以学到什么关于激励、披露和商业实践的信息？
- 机构减少信息不对称和准确传达金融信息的能力对于资本市场的正常运作非常重要。对于内部持有的贷款，贷款人会被激励发放优质贷款，以避免因不良贷款表现而承受财务损失。对于证券化为 CMBS 的贷款，如果各个代理人在整个证券化过程中进行监控和尽职调查，激励措施也可以发挥类似的作用。然而，信息不对称和利益冲突都随着证券化而被放大。例如，贷款发起人的报酬不是根据贷款的表现，而是根据在 RMBS 中称为“发起到分配”的已知和分析系统中出售贷款时的费用和加价来支付。发起人只能提出最有利的信息来出售贷款以获得更高的利润。声誉可以作为一种约束机制，但在金融危机之后，信用评级机构和银行都对通过声誉进行市场约束的有效性提出了质疑。对于结构性证券，特别是由于证券创建和其真实价值被揭示之间的时间很长，具有较高声誉的公司存在大量的 RMBS 误报。金融机构可能通过保留风险来表明资产质量，但风险之间的相互作用保留率和声誉“可能会导致发行人更有动力误导投资者。”这些激励措施中哪一个占主导地位？谁从潜在的 CMBS 误报中获利？风险自留或声誉是有效的市场约束机制吗？最近的监管变化有效吗？



## Is COVID Revealing a Virus in CMBS 2.0?

- 研究内容：承保净营业收入（NOI）是商业贷款最重要的投入，因为它在很大程度上决定了贷款的偿债覆盖率（DSCR）和贷款价值（LTV）比率。因此，计算承保收入有严格且保守的指导方针。然而，为了以更高的估值出售贷款并实现利润最大化，发起人有强烈的动机夸大承保收入，而牺牲长期声誉和监控问题。我们使用2013年1月1日至2019年12月31日期间承销的39,522笔CMBS贷款（市值为6500亿美元）作为样本，研究了发行时承销收入与第一年实现收入之间的差异。总体而言，虽然承保收入应该是一个稳定且保守的衡量标准，但在29%的贷款中，其超出实际NOI 5%或更多。
- 研究数据：我们的主要样本包括2013年1月1日至2019年12月31日期间出售的机构和非机构CMBS中的所有贷款。
- 研究结论：结构性融资证券的真实质量往往在危机期间显现出来。新冠疫情之前的承保质量似乎在资产抵御困境的能力方面发挥着重要作用。2020年3月之前，业绩差距一直很大，此后差距进一步扩大。收入夸大不能用贷款收入波动性、财产类型或类别、当地经济状况或其他贷款特征来解释。发起人高估现象持续多年，并且与发起人投资组合内不同财产类型相关，这与发起人承保实践的巨大差异一致。收入夸大的贷款价格上涨、信用评级机构的额外风险评估以及过去财务数据的膨胀都表明发起人故意夸大承保收入。CMBS发行时的价格表明，最终投资者似乎没有因这种额外风险而得到补偿。
- 2003年至2007年RMBS承保标准的下降与2013年至2019年CMBS 2.0影响近期贷款绩效的情况有很大相似之处。市场审查和监管的加强似乎并没有阻止CMBS收入的夸大。因此，导致2008年至2009年金融危机的RMBS中的机构冲突和误报问题可能尚未得到解决，至少对于结构性融资的某些领域而言。我们希望这项研究能让市场参与者了解CMBS行业的“金融寻租维度”。鉴于资本的不当配置可能代价高昂，我们希望看到更多的研究来审查其他金融贷款领域的承保标准和规范。





# Competition and Misconduct

- 问题提出：金融市场中的不当行为十分普遍。本文提出了一种机制，可以确定在集中市场、寡头垄断环境以及拥有许多小型竞争企业的市场中，哪些类型的不当行为可以维持在竞争均衡中。该模型考虑到了一般需求，并利用当前的心理理解来区分道德困境的类型。竞争程度与不当行为之间的简单联系是难以捉摸的。一方面，大企业在集中市场中的少量不当行为可以导致利润大幅增加，增加了集中市场中不当行为的激励，而在为个人客户服务时的少量不当行为可能会导致利润大幅增加。另一方面，竞争性市场中的小企业在不存在不当行为的情况下可能只能获得微薄的利润，从而导致竞争性市场中不当行为的强烈动机，而较小的市场份额意味着只会对少数客户产生负面影响，从而导致竞争性市场中的不当行为。
- 研究内容：为了确定不当行为与竞争之间的联系，我们在竞争模型中添加了两个新特征。首先，我们区分模拟利基市场的需求函数和模拟大众市场竞争的需求函数。其次，我们利用心理学的进步来区分因道德困境而产生情绪或本能反应的不当行为，以及产生非情绪或理性反应的不当行为。我们首先证明，在非情感道德困境的情况下，即那些引发思考缓慢反应的情况，更多的竞争会增加大众市场背景下的不当行为，但会减少利基市场背景下的不当行为。接下来我们证明，在情感道德困境的情况下，寡头垄断竞争可以产生多重均衡，在这种均衡中，市场可以是干净的，也可以是普遍存在不当行为的；相比之下，拥有许多小企业的市场总是干净的，而集中市场在大众市场环境中是干净的，但在利基市场环境中却助长了不当行为。道德困境的情感本质会因不当行为而产生巨大的情感固定成本。如果从不当行为中获得足够的利润来抵消固定的道德成本，那么多重均衡就可以维持——在寡头垄断的环境中这是可以实现的。然而，对于许多小企业来说，无论是否从事不当行为，可获得的利润都很低，因此引入不当行为是不值得的。在这种情况下，市场是干净的。我们确定了何时更多的竞争会因不当行为而减少总体消费者剩余。我们描述了金融市场何时因专业化而改善。
- 研究方法：博弈模型
- 研究结论：在这项研究中，我们开发了一个金融公司之间的竞争模型，在该模型中，管理者有机会从事不当行为，但对此存在道德担忧。该模型区分了两种重要的竞争类型：利基市场竞争和大众市场竞争。本研究将上述两项创新（道德困境类型和利基市场与大众市场）引入竞争模型。这样做使我们能够识别市场在集中市场、寡头垄断和有许多小公司的竞争市场下对不当行为的脆弱性。稳健性检查表明，不当行为水平与竞争公司数量之间的关系对于损害和检测的一般规范以及基于收入或利润的罚款的选择是稳健的。





# Reusing Natural Experiments

- 问题提出：过去三十年来，在对实证研究设计的新重视的推动下，“可信度革命”从根本上改变了经济学领域的实证研究。通过利用类似于随机分配的条件，研究人员可以更好地估计一个变量对另一个变量的因果影响。近年来此类“自然实验”的使用急剧增加。虽然对自然实验的日益依赖因增强社会科学实证研究的可信度而受到赞扬，但这并不是万能药。很难找到可用于回答研究问题的可靠的自然实验。因此，在首次使用实验后，其他研究人员经常重复使用该设置来检查治疗对其他结果变量的影响。虽然重复使用一种环境的研究人员可能会独立地提出可检验的假设，但如果他们的研究问题可以被视为更广泛的问题“在这种环境下的处置效果是什么？”的一部分，那么他们的测试就可以被视为同一问题的一部分。这会导致多重测试问题。当测试支持相同的研究问题并使用相同的数据时，它们通常被视为同一家族的一部分。在这种情况下，重复使用给定设置而不考虑已检查的其他结果会导致无法以通常方式解释 p 值。
- 研究内容：我们首先使用模拟来检查多重测试问题。虽然不可能使用真实数据检查误报率，但基于金融领域常用数据的模拟使我们能够在类似于常用自然实验的条件下量化问题的潜在范围。我们表明，当重复使用自然实验时，实际犯第一类错误的概率通常要高得多。对于常用的重用设置和估计技术，我们的模拟表明，当检查的变量数量相对于真实效果的数量较大时，超过 50% 的统计显著结果可能是误报。
- 我们使用模拟来检查几种不同的多重测试校正方法的属性。我们还使用模拟来开发 t 统计截止值，研究人员可以使用它来改进重用设置时的推理。最后，我们将我们的建议应用于两项广泛研究的实验，即分阶段颁布特定州的企业合并法和监管 SHO 试点。这两个设置已用于检查数百个因变量。虽然我们发现这些文献中的一些结果在应用多次测试修正后确实保留了下来，但我们发现更多的结果没有保留下来。此外，对于单一假设检验显著但对于多重检验调整不显著的结果比例与我们的模拟结果一致。



# Reusing Natural Experiments

- 研究方法：多重测试校正方法 randomized control trials (RCTs), staggered introductions, IV regressions, and RDD.
- 研究数据：为了评估我们研究结果的潜在重要性，我们将调整后的临界值应用到两个经常研究且不同的现实环境中：企业合并法和监管 SHO 试点。
- 研究结论：自然实验已成为识别变量之间因果关系的重要工具。虽然自然实验的使用在许多方面提高了实证经济学的可信度，但我们表明，重复使用这些设置可能会导致无法以通常方式解释的  $p$  值。虽然我们是第一个就这一点提供直接证据的人，但我们并不是第一个承认这个问题的人。
- 我们记录了两个广泛研究的自然实验，即企业合并法和监管 SHO 试点，已被用来检查 500 多个不同的因变量。我们的论点也适用于社会科学中许多其他经常重复使用的自然实验。为了帮助未来的研究，我们提供了重复使用实验时的推理指南。我们使用模拟来估计调整后的临界值，作为检查设置的次数的函数。我们还表明，多重检验调整后的  $t$  统计量明显比未调整的  $t$  统计量更准确。最后，我们将我们的建议应用于企业合并法和监管 SHO 试点研究的现有发现。我们发现，文献中许多使用单一假设检验具有统计显著性的结果无法通过多重假设检验的修正。总的来说，我们希望我们的研究能够为可信度革命做出贡献，不是通过阻止自然实验的使用，而是通过帮助研究人员在重复使用自然实验时解释多重测试。



# Retail Derivatives and Sentiment: A Sentiment Measure Constructed from Issuances of Retail Structured Equity Products

- 研究内容：结构化股票产品是与股票挂钩的票据，通常由金融机构（投资银行）发行。它们是发行人的负债，但其收益与不相关公司的股价、股票指数或一篮子股票或股票指数挂钩。我们仅使用基于个股的 SEP，因为我们的目标是构建个股情绪指标。我们提出了一种衡量散户投资者对个股情绪的新指标，该指标是根据 SEP 的发行量构建的。当月 SEP 发行量较高的股票在下个月会出现较大的负异常收益。负异常回报在广泛的基准中持续存在。按收益加权，81%（89%）的 SEP 参考股票的市值属于证券价格研究中心 (CRSP) 股票的前十分之一（五分之一）。因此，SEPs 的发行量预示着受到广泛关注、流动性强、市值大、通常容易借入和卖空的股票会出现负异常回报。我们对这种可预测性的解释是，结构化股票产品的发行量代表了散户投资者的情绪，散户投资者的情绪定义为对未来股价的信念，但对现有信息的理性评估并不能证明其合理性。我们假设高发行量与高散户投资者情绪和高估相关，随后得到纠正。首先，基于个股的结构化股票产品定价对散户投资者极为不利。其次，结构化股票产品的营销过程揭示了购买结构化股票产品的简单散户投资者的需求信息。我们使用投资组合权重构建标的参考股票的投资组合，然后检查投资组合的回报。我们发现，基于 SEP 的情绪指标预测，在投资组合形成月份之后的一个月内，标的股票将出现大幅负异常回报。我们还根据已被证明可以预测股票回报的变量构建附加因素并将其添加到所有模型中。我们的 SEP 情绪指标是针对个股的，因此不能直接与著名的 BW 情绪指数进行比较，后者是一个市场范围的指标。然而，我们使用 SEP 数据构建了整个市场的总体衡量指标，并将其与 BW 指数进行比较。由 SEP 发行量构建的总体指标与 Baker-Wurgler 指数高度相关。
- 研究方法：实证资产定价 研究数据：CRSP COMPUSTAT



# Retail Derivatives and Sentiment: A Sentiment Measure Constructed from Issuances of Retail Structured Equity Products

- 研究结论：本文提出了一种基于零售结构化股票产品发行的新的投资者情绪横截面衡量方法。SEP 情绪指标强烈预测股票异常回报为负。使用2004年至2019年的样本期以及FF、FFC模型，使用情绪指标构建的日历时间投资组合的异常回报在每月-1.09%至-1.25%之间，t 统计量具有高度显著性。我们使用HXZ (2015) 以及Q因子模型 (2021) 获得了类似的结果。错误定价和行为因素模型，投资组合 alpha 仍然很大并且具有统计显著性，尽管异常收益的幅度小于使用其他模型获得的幅度，SEP 情绪度量提供了有关回报的增量信息，而错误定价和行为因素并未捕获这些信息。
- 我们在因子模型中添加了基于 IVOL、空头利息、52 周高点、短期反转和彩票特征的额外因子。当包含其他因素时，估计的 alpha 仍然很大并且具有统计显著性。与日历时间回归的结果一致，我们还发现情绪度量可以预测 FMB回归中的回报，该回归控制了许多已知可预测回报的其他变量。
- 我们将负异常回报解释为投资者情绪导致的高估逆转。有学者发现在合理假设下，SEP 的预期回报低于无风险回报。这使得许多成熟的投资者不太可能购买结构化股票产品，这与结构化股票产品发行量代表了不成熟的噪音交易者的需求的假设是一致的。
- 每个月的 SEP 发行总量与 BW情绪指数高度相关，验证了我们关于 SEP 发行反映投资者情绪的说法。Tobit 回归分析表明，投资者注意力、错误评估和情绪的代理有助于解释 SEP 的发行量。我们发现，在结构化股票产品发行后的第一个收益公布日期前后的短时间内，市场调整后的回报率显著为负。这一发现与结构化股票产品标的股票的一些高估现象是一致的，这些高估随着盈利消息的发布而得到纠正。



题目	方法
Presidential Address: Sustainable Finance and ESG Issues—Value versus Values	
Rents and Intangible Capital: A Q+ Framework	模型+实证
Can Security Design Foster Household Risk-Taking?	实证
Modeling Corporate Bond Returns	模型+实证
Barter Credit: Warehouses as a Contracting Technology	实证
Specialization in Bank Lending: Evidence from Exporting Firms	实证
Employee Costs of Corporate Bankruptcy	实证
Optimal Sequential Selling Mechanism and Deal Protections in Mergers and Acquisitions	模型
Liquidity, Volume, and Order Imbalance Volatility	实证
Is COVID Revealing a Virus in CMBS 2.0?	实证
Competition and Misconduct	模型
Reusing Natural Experiments	计量
Retail Derivatives and Sentiment: A Sentiment Measure Constructed from Issuances of Retail Structured Equity Products	实证





**THANK YOU**