

金融学国际前沿研究二十年之变迁 ——历届美国金融学年会主席发言综述

陆蓉, 王策

(上海财经大学金融学院, 上海 200433)

摘要:美国金融学年会(AFA年会)是金融学领域最权威的国际学术会议之一,会议上所讨论的问题代表了当前全球金融学术研究的热点。每年美国金融协会推选一位金融学顶级学者作为主席,并在AFA年会上进行主席发言。主席均为金融学某一研究领域的权威,主席发言不仅综述了该领域重要的研究发现,提出了该领域的重大问题和最新前沿,也为未来的研究指明了方向。文章根据AFA年会主席发言内容,从资产定价、公司金融、投资者行为、金融工具、市场微观结构和金融市场等方面进行了梳理和评述,并结合SSCI的相关文献图谱对各领域近二十年的研究变迁进行了提炼。文章有助于国内外学者了解金融学国际研究前沿的发展脉络,对中国的金融学研究有一定启发,揭示了金融学术研究源于并服务于实体经济这一本质特征。

关键词:美国金融学年会;AFA主席发言;金融学前沿

中图分类号:F830 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2016)10-0108-32

DOI:10.16538/j.cnki.jfe.2016.10.007

一、引言

综述一个学科的发展是非常困难的事。不过,我们可以从历年美国金融学年会的主席发言这一视角来寻找金融学国际前沿研究的发展路径。成立于1939年的美国金融协会(American Finance Association, AFA)是美国乃至全球最权威的金融学学术组织之一,其出版物 *Journal of Finance* 是最顶级的金融学学术期刊。美国金融协会每年一月在美国主要城市举办美国金融学年会(AFA Annual Meeting, 以下简称AFA年会)。AFA年会是金融学术界最权威的学术会议,年会入选论文涵盖金融学研究各领域,代表金融学术研究的最新前沿。每年由美国金融协会推选一位金融学研究的顶级学者作为年会主席,并在会议上进行主席发言。由于AFA年会的主席均为某一领域的权威,主席发言不仅包含了该领域研究的重大问题和前沿,也为未来相当长一段时间的金融学研究指明了方向。本文对1996—2015年共20届AFA年会的主席发言进行了梳理,并追踪了其研究进展,以期从这

收稿日期:2016-08-01

基金项目:国家自然科学基金项目“基于投资者非理性的财富掠夺及其监管研究”(71272009);国家自然科学基金项目“行为信号对市场化资源配置的影响及其监管研究”(71473157)

作者简介:陆蓉(1975—),女,安徽合肥人,上海财经大学金融学讲席教授、博士生导师,金融学博士后,上海财经大学学术期刊编辑部主任,《财经研究》副主编,“上财金融创新”团队指导教师,“金融学前沿论文速递”微信平台创始人;

王策(1986—)(通讯作者),男,河南洛阳人,上海财经大学金融学院博士研究生。

一视角把握金融学国际前沿研究的脉络。文中附有大量相关文献,有利于金融学者把握学科全局,也便于追踪某个领域的研究进展。本文最后提出了对未来中国金融研究的启示。

表1为近二十年历届AFA年会主席介绍。表2为按研究领域归类的历届AFA年会主席发言内容简介。主席发言内容可归纳为资产定价、公司金融、投资者行为、金融工具、市场微观结构和金融市场等领域,代表了当今金融学研究的主要领域。为寻找每个发言的后续研究进展,以确定该领域的研究变迁,本文采用如下方法确定文献集:首先,在SSCI期刊^①中找到该发言的所有被引文献,从被引文献中选择ESI高被引论文,^②追踪这些最有影响力的被引文献的研究进展;然后,如果这些高被引文献仍然产生ESI高被引论文,则再寻找下去;最后,根据文献集并结合每个领域的研究前沿^③所展现的文献图谱提炼总结。

表1 历届美国金融学会(AFA年会)主席介绍

年份	主席	主要研究领域	荣誉
1996	Martin J. Gruber	投资组合管理、共同基金、一般均衡理论以及投资者预期对资产价格的影响等	曾任美国国民经济研究局(NBER)董事会和执行委员会的成员,美国金融管理协会会员,JF联合主编,Management Science金融学科编辑,曾获WFA杰出学者、注册金融分析师协会“Graham and Dodd奖”和“James R. Vertin奖”。编写的《当代投资组合理论和投资分析》(Modern Portfolio Theory and Investment Analysis)已成为最流行的商学院研究生教材之一
1997	Eduardo S. Schwartz	动态随机期货定价模型、资产配置、投资评估等	学术贡献包括:使用不确定情形下的实物期权法对投资决策定价,建立Longstaff-Schwartz模型(双因子短期利率模型),使用有限差分法为期权定价。曾任JF、JFE和JFQA的副主编及WFA主席
1998	Hayne E. Leland	信用风险结构模型、动态最优杠杆模型、包含交易成本的最优投资策略以及投资绩效评价等	曾获得“Stephen A. Ross奖”(美国金融经济学研究发展基金会颁给最近15年具有重要贡献的学术论文作者)、“Graham and Dodd奖”和金融中介研究学会的终身成就奖。曾任Financial Management和Journal of Economic Theory的副主编、美国金融管理协会会员、黑石集团顾问和巴克莱全球投资基金独立董事
1999	Edwin J. Elton	资产定价和投资组合理论等	曾任JF联合主编和Management Science副主编,是美国金融学会董事会成员,曾获WFA杰出学者称号。编写的《现代投资组合理论和投资分析》(Modern Portfolio Theory and Investment Analysis)已成为商学院研究生的重要教材,被多次再版
2000	Hans R. Stoll	外汇远期、期权、商品期货、机构投资者和证券市场监管	主要贡献包括建立期权平价公式、建立证券市场做市商行为模型、对程序化交易的研究、分析买卖价差的来源及构成、发现“三巫聚首日效应(Triple witching hour effect)”。曾任WFA主席,JF、JFE副主编,美国证券交易商协会顾问、美国期货业协会顾问和美国联邦储备委员会客座教授,现任JFQA、Journal of Derivatives和Financial Management副主编
2001	Franklin Allen	金融创新、资产价格泡沫、金融体系比较和金融危机等	曾任美国金融管理协会主席、WFA主席、RFS执行主编和Glenmede投资管理公司董事。编写的教材《公司金融原理》(Principles of Corporate Finance)是经典教材之一

①利用Web of ScienceTM数据库进行检索。

②ESI(Essential Science Indicators)高被引论文是指Web of Science数据库中该领域近十年引用率前1%的论文。

③研究前沿(Research Front)是Web of Science数据库中的一个指标,由该领域的高被引文献聚类所形成。

续表1 历届美国金融学年会(AFA年会)主席介绍

年份	主席	主要研究领域	荣誉
2002	George M. Constantinides	投资组合管理、资产定价、衍生品定价和资本市场投资者行为	曾任 SFS 主席, WFA 董事, RFS、JFQA 副主编。现兼任 NBER 研究员和 <i>Dimensional Fund Advisors</i> 投资基金董事。发表论文总引用量在全球经济学家中排名前 5%
2003	Maureen O'Hara	高频交易、市场信息透明度和市场微观结构设计等	是市场微观结构领域的顶级权威。曾任 RFS 执行主编、WFA 主席, 同时担任 <i>Investment Technology Group</i> 的董事会主席, 纽约证券交易所、美林证券和瑞士信贷等公司的资深顾问。是美国金融协会(AFA)第一位女性主席。编写的《市场微观结构理论》(<i>Market Microstructure Theory</i>)是该领域最经典的教材
2004	Douglas W. Diamond	金融中介、金融危机、市场流动性、银行监管和债务期限结构等	曾任美国联邦储备委员会学术顾问、WFA 主席、JF 副主编, 曾获“ <i>Morgan Stanley-American Finance Association</i> 奖”(美国金融协会每两年授予一位在金融学研究领域具有杰出贡献的学者)和“ <i>Brattle Group</i> 奖”(JF 授予年度最佳公司金融论文), 现任美国文理科学院会员、美国金融管理协会会员
2005	René M. Stulz	公司金融、公司治理、资产定价、金融机构和风险管理等	曾获“ <i>Jensen</i> 奖”(JFE 颁发的年度最佳公司金融领域论文)、“ <i>Fama-DFA</i> 奖”(JFE 颁发给年度资本市场和资产定价研究的最佳论文)和“ <i>William F. Sharpe</i> 奖”(JFQA 颁发的年度最佳论文)以及 <i>Treasury and Risk Management</i> 杂志授予的 100 位最具影响力金融人物。曾任 JF、JFE 主编, WFA 主席, 美国金融管理协会会员, 现任 JFE 顾问编辑
2006	John Y. Campbell	金融经济学、计量经济学、投资组合选择和家庭金融等	曾任 NBER 资产定价项目主管, <i>American Economic Review</i> 联合主编, <i>Review of Economics and Statistics</i> 主编, <i>Econometrica</i> 、RFS 编委会成员。曾获“ <i>Fama-DFA</i> 奖”和“ <i>Smith-Breeden</i> 奖”(每年颁发给在 JF 上发表的最优秀的非公司金融领域的论文)。现任美国文理科学院会员, 美国计量经济学学会会员, <i>Journal of Financial Econometrics</i> 咨询委员会成员。编著的《金融市场计量经济学》(<i>Econometrics of Financial Markets</i>)为该领域最经典教材之一
2007	Richard C. Green	风险和税收对资产定价的影响、公司金融等	曾获得“ <i>Smith-Breeden</i> 奖”, 曾任 JF 主编, <i>Management Science</i> 、JFQA 副主编, RFS 联合主编, WFA 主席和 SFS 主席, 是唯一在三大金融学会均担任过主席的经济学家
2008	Kenneth R. French	实证资产定价、金融监管、公司资本结构与公司价值的相互关系	最有影响力的研究贡献是与 Eugene F. Fama 教授创立的 <i>Fama</i> 三因素模型。曾任 JF、RFS 副主编, 曾获得“ <i>Fama-DFA</i> 奖”和“ <i>Smith-Breeden</i> 奖”。现任 JFE 顾问编辑, NBER 研究员, 美国文理科学院会员, 美国金融管理协会会员
2009	Jeremy C. Stein	行为金融、市场效率、公司投融资决策、风险管理、金融监管和货币政策等	曾获得“ <i>Fama-DFA</i> 奖”, 曾任美国联邦储备委员会委员, <i>Quarterly Journal of Economics</i> 和 <i>Journal of Economic Perspectives</i> 联合主编。现任美国文理科学院会员, NBER 研究员
2010	Darrell Duffie	金融衍生品定价、利率期限结构、金融风险管理和金融创新等	曾任 <i>Management Science</i> 和 <i>Econometrica</i> 等期刊的编委会成员, 现为纽约联邦储备银行金融咨询圆桌会议成员、NBER 研究员和穆迪公司的董事会成员。编写的《动态资产定价理论》(<i>Dynamic Asset Pricing Theory</i>)是该领域最经典的教材之一

续表1 历届美国金融学年会(AFA年会)主席介绍

年份	主席	主要研究领域	荣誉
2011	John H. Cochrane	股票债券价格动态、利率期限结构、汇率波动和风险资本收益率等	最主要的贡献是将宏观经济学的研究引入资产定价领域,分析家庭消费、公司生产和投融资行为对资产价格的影响。曾任 NBER 资产定价项目主管, <i>Journal of Political Economy</i> 编辑, <i>Journal of Monetary Economics</i> 、 <i>Journal of Business</i> 和 <i>Journal of Economic Dynamics and Control</i> 副主编。编写的《资产定价》(<i>Asset Pricing</i>)已成为最流行的研究生教材之一
2012	Raghuram G. Rajan	银行、公司金融和经济发展	最主要的贡献是研究了金融市场在公司和经济发展中的重要作用。曾任国际货币基金组织首席经济学家,获得美国金融协会颁发的“Fischer Black 奖”(每两年颁发给一名 40 岁以下的最优秀的金融学者),现担任印度央行行长
2013	Sheridan Titman	公司金融和房地产投资	曾获得“Smith-Breeden 奖”。曾任 JF 编委、RFS 主编、 <i>International Review of Finance</i> 的创始主编,亚洲金融协会、金融管理协会会员,WFA 主席
2014	Robert F. Stambaugh	资产价格预测、投资组合管理、投资绩效评价和投资者情绪度量等	是实证资产定价和计量经济学领域的权威。曾获得“Smith-Breeden 奖”,曾担任 JF 主编、RFS 编辑和 JFE 副主编
2015	Luigi Zingales	公司治理、金融发展、政治经济学以及文化对经济的影响	建立了金融信用指数(<i>Financial Trust Index</i>),监测美国投资者对金融市场的信任程度。曾获得“Bernácer 奖”(OBCE 每年颁发给欧洲最优秀的 40 岁以下经济学者),并被 <i>Foreign Policy</i> 杂志评为“2012 年全球前 100 位思想家”。现担任 NBER 和美国经济政策研究中心研究员

注:(1)AFA 年会一般每年年初召开,上年度主席将在本年度会议上做主席发言,并宣布下一届的新主席。上年度主席发言一般刊发于本年度年中的 *Journal of Finance*。为表述简洁及与参考文献对应,表中及文中其他部分的年份表示发言年度(实为上年度主席发言)。(2)JF、JFE、RFS 和 JFQA 分别表示 *Journal of Finance*、*Journal of Financial Economics*、*Review of Financial Studies* 和 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 金融学四大顶级期刊。(3)AFA、WFA 和 SFS 分别表示美国金融协会(American Finance Association)、西部金融协会(Western Finance Association)和金融研究学会(Society for Financial Studies)三大金融学会。

表 2 历届 AFA 年会主席发言按研究领域归类

领域	发表年份	发言题目	主席	主要内容
资产定价	1997	<i>The Stochastic Behavior of Commodity Prices: Implications for Valuation and Hedging</i>	Eduardo S. Schwartz	研究商品期货的定价模型,指出在资产定价和投资决策的相关研究中加入资产价格的均值回归特征将是未来研究的一个重要方向
	1999	<i>Expected Return, Realized Return, and Asset Pricing Tests</i>	Edwin J. Elton	提出期望收益率度量的新方法,指出实证检验资产定价理论的更好途径是寻找更好的期望收益率代理变量
	2002	<i>Rational Asset Prices</i>	George M. Constantinides	提出解释市场“异象”的理性经济学模型,三个新因素为特质性收入冲击、融资约束和习惯持续
	2010	<i>Asset Price Dynamics with Slow-moving Capital</i>	Darrell Duffie	研究资本非流动对资产定价的影响。当出现供给(或需求)冲击时,资本非流动对资产定价的影响应引起关注
	2011	<i>Discount Rates</i>	John H. Cochrane	资产定价理论认为,资产价格等于现金流“折现值”的“期望值”。与 Fama 关注“期望值”不同,Cochrane 主席探讨了“折现值”(折现率)在资产定价理论中的重要作用

续表2 历届AFA年会主席发言按研究领域归类

领域	发表年份	发言题目	主席	主要内容
公司金融	1998	<i>Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure</i>	Hayne E. Leland	将资本结构MM理论与代理成本JM理论纳入统一分析框架,能够为公司债务融资的最优数量和期限、公司最优风险策略提供理论指导
	2001	<i>Do Financial Institutions Matter?</i>	Franklin Allen	通过金融机构(金融中介)重要性被研究低估,说明资产定价和公司金融理论应互相借鉴
	2004	<i>Committing to Commit: Short-term Debt when Enforcement is Costly</i>	Douglas W. Diamond	在执行成本较高的经济中,可以用短期债务合同解决债权人的不作为,约束债务人对资金的使用,这对于司法系统执行成本较高、效率较低的新兴或转轨债券市场尤其有启发
投资者行为(主体)	2006	<i>Household Finance</i>	John Y. Campbell	提出“家庭金融”这一崭新领域
	2009	<i>Sophisticated Investors and Market Efficiency</i>	Jeremy C. Stein	提出由于拥挤交易和过度杠杆,机构投资者可能会降低市场效率的新观点。政策制定者应该努力减少股权融资过程中的摩擦,缩小股权与债权融资成本的差距,以减小此类负面影响
	2014	<i>Investment Noise and Trends</i>	Robert F. Stambaugh	构建模型解释了过去几十年美国股票市场投资者结构和投资风格的演变。个人投资者的持股比例不断下降,机构投资者的投资风格在由主动型向被动型转变
金融工具(客体)	1996	<i>Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds</i>	Martin J. Gruber	从理性投资者视角为基金投资行为异象(热衷于投资主动型开放式基金)提出了新解释,认为基金投资者是理性的
	2007	<i>Issuers, Underwriter Syndicates, and Aftermarket Transparency</i>	Richard C. Green	研究参与者行为对债券定价的影响。模型不仅较好地解释了债券发行市场“异象”,还解释了某些金融机构或金融服务存在明显的壁垒,以及在某些市场上公司的超额利润会持续存在等现象
	2008	<i>The Cost of Active Investing</i>	Kenneth R. French	观点与Gruber主席完全对立,从投资者非理性角度分析了为何投资者会偏好主动型投资
金融市场微观结构(机制)	2000	<i>Friction</i>	Hans R. Stoll	对交易摩擦(Trading friction)的来源及度量方法进行了全面梳理。交易摩擦指金融资产交易的困难程度,既表示交易资产所需要的时间,也表示立即交易所导致的价格变动
	2003	<i>Liquidity and Price Discovery</i>	Maureen O'Hara	提出市场微观结构中的流动性和价格发现功能会影响资产价格,构建了基于信息非对称假设的、包含资产流动性和价格发现因素的资产定价模型
金融市场	2005	<i>The Limits of Financial Globalization</i>	René M. Stulz	阐述了当前金融全球化的进程及其对本国经济的(有限)影响,并构建理论模型分析了金融全球化对本国经济实际益处有限的内在原因
	2012	<i>The Corporation in Finance</i>	Raghuram G. Rajan	阐述了金融市场对公司创立和发展产生作用的原理。金融危机对实体经济造成了严重破坏,但金融对实体经济具有不可替代作用这一观点不应改变

续表2 历届AFA年会主席发言按研究领域归类

领域	发表年份	发言题目	主席	主要内容
金融市场	2013	<i>Financial Markets and Investment Externalities</i>	Sheridan Titman	必须重视市场参与冲击对实体经济的影响。监管者应该对债权市场的泡沫进行干预,但无需过度干涉,可通过监测市场参与者的增减对金融市场(特别是信贷市场)的泡沫进行预测和适度干预,促进实体经济的稳定和发展
	2015	<i>Does Finance Benefit Society?</i>	Luigi Zingales	提出一个犀利的问题——金融能否造福社会。对大多数经济学家来说,金融显然有益于社会,但大部分社会大众却不这么认为。为消除大众偏见,金融学研究、教学等多方面应进行变革

本文的结构安排为:首先,按研究领域综述近二十年 AFA 年会主席发言内容,以了解不同时期提出的金融学前沿问题;其次,追踪主席发言的研究领域并进行综述,以了解金融学各个前沿领域的研究变迁;最后,总结本文的研究发现,提出对未来中国金融学研究的建议。

二、资产定价领域的主席发言及研究变迁

资产定价一直是金融学最主要的研究领域之一。有五年(1997、1999、2002、2010、2011)的 AFA 年会主席发言属于该领域。以下按时间顺序综述各个子领域的发言内容,并综述各领域后续的研究拓展。

(一)金融衍生品定价模型研究

1. 金融衍生品定价模型的主席发言

1997 年 AFA 年会上,美国加州大学洛杉矶分校安德森管理学院的 Eduardo S. Schwartz 主席研究了商品期货的定价模型,对比了基于价格均值回归特征的期货随机定价的三个模型(*Models of the stochastic behavior of commodity*)在预测商品期货价格和波动率上的差异,然后将三个模型应用到不确定情形下的投资决策,并与现金流折现方法(DCF)和实物期权方法(*Real option*)进行了比较。模型一为单因子定价模型,将商品现货价格作为影响期货价格的唯一因子。模型二为 Gibson 和 Schwartz(1990)的双因子模型,在模型一基础上加入了商品的便利收益率(*Convenience yield*)因子。模型三在模型二基础上加入了随机利率(*Stochastic interest rates*)作为第三个定价因子。三个模型均假设所有定价因子具有均值回归特征。^①

三个模型的共同优点在于:(1)对期货价格具有封闭解(*Closed form solutions*),这极大简化了比较静态分析和实证检验的难度;(2)三个模型均为线性模型,易于估计模型参数。三个模型的差异在于,不同模型下期货收益的波动率和期货价格的收敛值不同。使用石油期货数据进行检验,发现模型二和模型三的定价准确度更高。此外,使用上述模型解决不确定情形下的投资决策问题,并与现金流折现和实物期权方法进行比较,发现当现货价格过低时,现金流折现方法会导致投资过早,而当现货价格过高时,实务期权方法会导致投资过晚。

最后,Schwartz 主席指出,在资产定价和投资决策的相关研究中加入资产价格的均值回归特征将是未来研究的一个重要方向。

^①Gibson 和 Schwartz(1990)以及 Bessembinder 等(1995)的实证研究表明,期货价格具有均值回归的特征。

2. 金融衍生品定价模型的研究拓展

商品期货(远期)定价领域的后续研究主要沿着三个路径进展。第一条路径是将不同资产的交互影响纳入期货(远期)合约的定价。如 Routledge(2000)将现货价格与存货的共同变化纳入定价模型。第二条路径是从市场参与者行为的视角分析了商品期货和现货价格的变动(De Roan, 2000; Acharya, 2013; Dewally 等, 2013)。第三条路径是从市场微观结构的视角分析商品期货(远期)价格的影响因素,研究发现,基差(Yang, 2013)、期货流动性(Szymanowska 等, 2014)、经济运行的基本面信息(Sockin 和 Xiong, 2015)以及非基本面信息(Henderson 等, 2015)都是期货价格的重要影响因素。

(二)期望收益率度量

1. 期望收益率度量的主席发言

1999 年 AFA 年会上,纽约大学斯特恩商学院的 Edwin J. Elton 主席讨论了资产定价的另一核心问题——期望收益率的度量。他认为已有文献使用已实现收益率(*Realized return*)作为期望收益率(*Expected return*)的代理变量不合适。已实现收益率(R_t)可分解为期望收益率 $E_{t-1}(R_t)$ 和非期望收益率 ϵ_t 两部分,即 $R_t = E_{t-1}(R_t) + \epsilon_t$ 。非期望收益率受超预期信息(*Information surprise*)影响,如股票市场中上市公司的超预期盈余、债券市场中超预期的宏观经济指标。现有理论假设非期望收益率独立分布且均值为零,因此可使用已实现收益率作为期望收益率的代理变量。但上述假设不符合现实,美国 1973—1984 年的股票市场、1927—1981 年的债券市场中,已实现收益率均低于无风险收益率(Ibbotson, 1995)。由于股票和债券是风险资产,其期望收益率必定高于无风险利率,这说明上述 10 年间的股票市场和 55 年间的债券市场的非期望收益率长期为负值(即均值不为零)。以上事实表明,超预期信息对资产价格有长期显著的影响,使用已实现收益率作为期望收益率的代理变量并不合适。

Elton 教授提出了新的度量方法:将非期望收益率 ϵ_t 分解为重大信息事件^①(*Significant information event*)所导致的超额收益率 I_t 和标准分布 Z_t 两部分,即 $\epsilon_t = I_t + Z_t$ 。其中, I_t 为“跳过程(*Jump process*)”,度量超预期信息中对非期望收益率产生重大影响的部分; Z_t 独立分布且均值为零,度量超预期信息中对非期望收益率产生随机影响的部分。将已实现收益率 R_t 中由重大信息事件所导致的超额收益率 I_t 剔除后作为期望收益率的代理变量,可大大减弱使用已实现收益率对期望收益率估计的偏误。

Elton 主席认为,实证检验资产定价理论更好的途径不是研究更多的统计检验方法,而是寻找更好的期望收益率代理变量。他提供的方法仅是一个起点,未来需要对合理度量期望收益率的方法进行更为广泛深入的研究。

2. 期望收益率度量的研究拓展

期望收益率度量的后续研究沿着两条路径进展。第一条路径是对期望收益率进行反向工程(*Reverse-engineer*)估算(O'Hanlon 和 Steele, 2000; Easton, 2004),使用公司基本面信息(如市盈率、市盈率相对盈利增长比率)、分析师盈余预测和股票价格来逆推期望收益率的值。第二条路径是使用其他证券来估计股票的期望收益率,包括用公司债券收益率(Campello 等, 2008)、信用违约互换息差(Chava 和 Purnanandam, 2010; Friewald 等, 2014)等来估计股票的期望收益率。

^①重大事件的判断见 Meiselman(1962)、Fama 和 Gibbons(1984)以及 Pastor 和 Stambaugh(1999)。

(三)金融市场“异象”的经济学解释

1. 用理性经济学模型解释市场“异象”的主席发言

2002年AFA年会上,芝加哥大学布斯商学院的George M. Constantinides主席在理性框架下创造性地提出了影响资产价格的三个新因素,能够较好地解释包括Mehra和Prescott(1985)提出的“股权溢价之谜(Equity premium puzzle)”在内的诸多股票市场“异象”。

第一个影响因素是“特质性收入冲击(Idiosyncratic income shock)”,指经济个体受外生因素(如失业)影响所导致的收入减少。特质性收入冲击能解释如下现象:(1)股权溢价与宏观经济负相关。当经济出现衰退时,投资者受特质性收入冲击(如失业)的比例增加,从而持有股票就要求有更高的溢价。(2)股权溢价之谜。经济萧条时股票市场整体变差,投资者面临失业的风险,因此股票包含了双重风险。相对于债券,股票应该有高得多的溢价来匹配其风险。第二个影响因素是“个体生命周期中的融资约束(Borrowing constraints over the life cycle)”,指经济个体在人生不同阶段收入来源和融资难度的变化。这个因素能够解释以下现象:(1)年轻投资者对股票市场的参与不足。年轻投资者收入较少,消费占其收入的比例高,因此其参与股票市场的主要资金为借贷资金。而年轻投资者面临较大的融资困难,无法充分借入资金,导致其股票市场参与不足。(2)股权溢价之谜和债券高需求。中年投资者的未来收入部分来源于所投股票和债券资产的预期价值,这导致其未来收入的风险集中,这样他们一方面要求更高的股票溢价,另一方面会增加对风险较小的债券的需求。第三个影响因素是“习惯持续(Habit persistence)”,^①指越近期消费的边际效用越大。这个因素能够解释股权溢价之谜:在给定的风险厌恶水平下,习惯持续会使消费具有更小的跨期替代弹性。根据新古典模型,股权溢价等于消费增长与股票收益的协方差除以消费跨期替代弹性。因此,其他条件不变时,跨期替代弹性减小使股权溢价的期望值增加,导致股权溢价(Constantinides, 1990)。

Constantinides主席认为,在理性资产定价模型框架下,加入投资者的收入波动、生命周期和融资约束等因素,能够更好地解释资产价格的特征。实证研究所发现的所谓投资者“非理性”行为可能仅仅是由“理性”投资者对经济整体结构并非全面理解所致(Brav和Heaton, 2002)。虽然学者提出了诸多行为经济学理论,如动物精神(Keynes, 1936)、噪音交易(Shiller等, 1984)、过度反应(DeBondt和Thaler, 1985)等,但这些理论并未被充分证明。因此,在更好的理论被提出之前,理性经济学理论仍是分析和理解经济现象最主要的理论框架。

2. 金融市场“异象”经济学解释的研究拓展

后续研究沿着两条路径对“股权溢价之谜”进行了解释。第一条路径遵循风险的思维。一些学者拓宽了传统的风险视角(假设投资者具有极大的风险厌恶程度),从行为视角进行了解释,如投资者具有保持幸福(Happiness maintenance)(Falato, 2009)、失望厌恶(Disappointment aversion)(Gul, 1991; Routledge和Zin, 2004)等认知偏差,造成其对风险极度厌恶,对单位风险要求很高的回报率。还有一些学者用小概率灾难性事件极大的负效用来解释(Barro, 2006)。也有学者从模型不确定性角度来解释(Mehra和Sah, 2002; Barril-

^①习惯持续性(Habit Persistence)在经济学中被广泛研究,早期研究可追溯至Marshall(1920)和Duesenberry(1949),后续基础性研究见Ryder和Heal(1973)及Sundaresan(1989)。

las 等, 2006; Weitzman, 2007)。

第二条路径另辟蹊径。McGrattan 和 Prescott(2003)从监管者制定的规章制度角度解释, McGrattan 和 Prescott(2005)还从税收视角来解释。也有学者从市场非完全角度来解释, 认为市场的不完全产生了融资约束和交易成本, 影响了投资者结构, 最终导致了股权高溢价(Constantinides 等, 2002; Guvenen, 2005; Da Silva 和 Giannikos, 2006; Da Silva, 2011)。

(四)资本非流动对资产定价的影响

1. 资本非流动对资产定价影响的主席发言

2010 年 AFA 年会上, 斯坦福大学 Darrell Duffie 主席的发言基于资本流动受阻(*Slow-moving capital*)假设, 构建理论模型解释了现实中资产价格受冲击后的行为模式——当出现供给(或需求)冲击时, 金融资产价格会立即出现过度反应, 随后逐渐反转。

当出现供给(或需求)冲击时, 并非市场上所有资产都能立即进行交易。由于市场无法使用全部资本吸收冲击, 资产价格大幅(过度)波动。随着后续资本的到达, 资产价格逐渐出现反转, 修复之前的“过度反应”。导致资本流动受阻的因素主要有三个: (1) 场外交易市场(OTC)的搜寻摩擦(*Search friction*); (2) 金融中介转移资本的延迟; (3) 投资者的有限注意。因此, 每个时点市场上仅有部分投资者在进行交易, 当出现冲击时, 仅有部分资本被用来“吸收”冲击, 其他资本会随着另一部分投资者的注意(进而交易)而逐渐进入市场。

Duffie 主席认为, 由于搜寻成本、交易延迟和投资者有限注意存在于所有金融市场, 将资本非流动(*Capital immobility*)纳入资产定价理论模型至关重要, 这将是资产定价未来研究的重要方向。

2. 资本非流动对资产定价影响的研究拓展

后续研究从金融市场资本非流动的原因及资本非流动对金融产品价格的影响后果两方面进行了拓展。一部分学者沿着“原因”路径展开研究, 发现导致金融市场资本流动受阻的以下因素: 投资者有限注意(Foucault 等, 2013)、投资经理的投资自由受限(*Stringent investment mandates*) (He 和 Xiong, 2013)、投资者有限套利(Greenwood 和 Vayanos, 2014)、市场分割(*Segmented markets*) (Goldstein 等, 2014)、信息非对称(Vayanos 和 Wang, 2012)以及金融机构的资本约束(特别是金融市场危机时)(He 和 Krishnamurthy, 2013)。

另一些学者沿着“后果”路径展开研究, 发现资本非流动对于股票市场(Cella 等, 2013; Lucca 和 Moench, 2015)、债券市场(Ellul 等, 2011; Lou 等, 2013; Fleckenstein 等, 2014)、衍生品市场(Stanton 和 Wallace, 2011)以及跨市场(Kapadia 和 Pu, 2012)都有影响。

(五)资产定价的折现率理论

1. 资产定价折现率理论的主席发言

2011 年 AFA 年会上, 芝加哥大学布斯商学院的 John H. Cochrane 主席对资产定价领域关于折现率(*Discount rates*)的问题进行了全面的阐述。资产定价理论认为, 资产价格等于现金流“折现值”的“期望值”。Fama(1970)的市场有效理论研究了“期望值”部分对资产价格的影响, 并为当时的资产定价理论研究提供了分析框架。而 Cochrane 主席探讨了“折现值”部分, 指出折现值(折现率)在资产定价理论中有重要作用。广义的折现率包括风险溢价(*Risk premium*)和期望收益率(*Expected return*)。实证研究表明, 折现率能够在时间序

列和横截面两个维度预测资产价格。时间序列方面,在股票市场上,股息收益率(*Dividend yield*)对未来股票期望收益率(折现率的一种表现形式)具有很好的预测作用(Fama 和 French, 1988, 1989);在国债市场上,国债收益率曲线和联邦基金期货合约对国债期望收益率具有预测作用(Fama 和 Bliss, 1987; Piazzesi 和 Swanson, 2008);在公司债券市场上,信贷利差能够预测公司债券收益率(Fama, 1986);在外汇市场上,各国利率的差异能够预测外汇期望收益率(Hansen 和 Hodrick, 1980; Fama, 1984);在主权债券市场上,高主权债务水平导致低收益率(Gourinchas 和 Rey, 2007)。横截面方面,股票期望收益率不仅受到市场收益率(CAPM 模型)、价值和规模(*Fama* 三因素模型)等因素的影响,还受到动量(Jegadeesh 和 Titman, 1993)、应计项目、股票发行、 β 套利、信用风险、外汇交易等因素的影响。

折现率理论对已有研究领域造成了冲击:(1)投资组合理论领域(*Portfolio theory*)。与 CAPM 模型假设投资者同质且仅存在一个系统性风险因子不同,折现率理论认为投资者异质且有诸多系统性风险因子能够影响折现率,包括总消费水平、投资者情绪、市场流动性、货币供给量等。投资组合的有效前沿不再是简单的一维,而是多维度的复杂组合,确定最优投资组合对普通投资者而言将极为困难。因此,折现率理论认为,资产管理行业根据众多系统性风险因子为投资者“量身定做”投资组合并收取费用是十分合理的。(2)业绩评价领域(*Performance evaluation*)。传统资产定价理论认为,系统性风险的来源只有一个——市场收益率,超出市场收益率的部分为 α 。而折现因子理论认为,有诸多系统性风险因子,投资收益超过市场收益率的部分不是 α ,而是除市场这一系统性风险因子之外的其他系统性风险因子的贡献。即使某种投资策略对所有已发现的系统性因子仍有超额收益,这种收益也不是 α ,而是我们还未发现的某种系统性风险的补偿收益, α 本质上不存在。(3)公司金融领域。传统公司金融理论假设公司在衡量投资项目时使用的折现率是不变的。而折现率理论认为折现率是时变的,不同时刻的现金流对应不同的折现因子。

Cochrane 主席表示,传统资产定价理论认为资产价格变化主要受现金流变化影响,而折现率理论认为资产价格变化是因为影响折现率的因素发生了改变。折现率理论能更好地理解长期(或多期)资产价格的变化。该理论还处于起步阶段,仍需未来广泛深入的研究。

2. 资产定价折现率理论的研究拓展

该领域的拓展主要在折现率的度量以及折现率定价理论的应用两方面展开。首先,学者从不同角度进一步寻找能够度量折现率的方法。Kelly 和 Pruitt(2013)基于股票账面市值比计算折现率;Golez(2014)使用从标普 500 指数期货和期权中提取关于股利增长预期的信息来优化股息收益率(*Dividend-to-price ratio*)的计算;Adrian 等(2014)使用做市商杠杆(*Leverage of securities broker-dealers*)的变化来度量随机折现因子(*Stochastic discount factor*);Greenwood 和 Shleifer(2014)使用调查数据度量投资者对收益率的期望值(*Expectations of returns*)。

其次,在折现率定价理论的应用方面,Hou 等(2014)发现折现率模型比 *Fama* 三因素模型和 *Carhart* 四因素模型能够更好地解释市场收益率和资产价格“异象”;Neely 等(2014)发现折现率模型能够很好地解释股票风险溢价的反经济周期波动特征。还有研究发现,折现率对投资者决策和资产价格具有稳定的预测能力,能够较好地解释破产、最优投资决策和社会化学习(*Social learning*)等现实问题(Quah 和 Strulovici, 2013)。

折现率定价理论是否比其他理论更有效果?这一争议还在持续引发关注。Chen 等

(2013)等的研究支持现金流理论比折现率理论更有效。随着投资期限的增加,期望现金流比期望折现率能更好地预测资产收益率。另一些学者认为,折现率理论和现金流理论对资产定价均有重要作用(Patatoukas, 2014),将现金流的信息和折现率的信息拆分并同时运用会提高资产定价效率。

三、公司金融领域的主席发言及研究变迁

公司金融也是金融学最主要的研究领域之一。有三年(1998、2001、2004)的 AFA 年会主席发言属于该领域。2001 年的主席发言属于资产定价与公司金融相交叉的领域,我们最后介绍。

(一)资本结构和代理成本理论的统一

1. 将资本结构和代理成本理论统一的主席发言

1998 年 AFA 年会上,加州大学伯克利分校哈斯商学院的 Hayne E. Leland 主席将资本结构与代理成本理论统一起来,讨论了其共同决定因素以及相互影响。已有公司资本结构的代表性理论为 Modigliani 和 Miller(1958, 1963)的 MM 理论,认为公司最优资本结构取决于债务抵税收益与债务违约成本的权衡。已有代理成本的代表性理论为 Jensen 和 Meckling(1976)的 JM 理论,假设公司的投资决策独立于资本结构,股东可以通过增加投资风险的方式使利益从债权人向股东转移,即“资产替代(*Asset substitution*)效应”,这一行为会导致代理人问题。两个理论相互独立,未能说明资本结构与投资风险之间的关系。例如,增加投资风险不仅使价值从债权人向股东转移,也会限制公司通过增加杠杆来抵税的能力。两个理论也未对公司最优债务规模和期限提供定量的结论,限制了其对公司决策的指导意义。

Leland 主席构建的理论模型将 MM 理论和 JM 理论纳入统一分析框架,研究了最优资本结构和代理成本(投资风险)的共同决定因素以及两者之间的相互影响。假设公司管理者与股东之间不存在代理人问题、股利政策和投资规模为外生变量、信息完全对称,在详细分析资产替代、代理成本、风险管理和风险对冲后,得出如下结论:资产替代效应所导致的债务融资违约成本明显小于债务的抵税收益;当资产替代效应增强时,不同债券的收益差异(*Yield spread*)增加;即使不存在代理成本,资产替代效应仍会产生,但程度会减弱;代理成本与最优债务比例并不存在正相关关系;代理人成本与公司对冲风险收益并无相关关系;公司存在债务融资时,股东仍会使用套期保值来对冲风险,即使其仅对债权人有利。

Leland 主席认为,该文的研究结论能够为公司债务融资的最优数量和期限、公司最优风险策略提供理论指导。同时,将该文假设放松后,研究最优资本结构和投资风险的变化将是未来研究的方向。

2. 资本结构和代理成本理论统一的研究拓展

后续的研究按股东和债权人利益冲突以及股东和管理者利益冲突两条路径,研究了代理成本对公司融资和投资决策的影响。研究发现,股东和债权人利益冲突在融资影响方面会使公司维持较高的财务杠杆水平、减慢其财务杠杆的调整速度、增加其债务融资成本(Parrino 和 Weisbach, 1999; Mauer 和 Sarkar, 2005; Titman 和 Tsyplakov, 2007),在投资影响方面会使公司投资过度、投资效率降低(对可撤销性较差的投资尤为明显)并最终损害公司的价值(Mauer 和 Sarkar, 2005; Manso, 2008)。

股东和管理者利益冲突在投资影响方面会使公司投资延迟、投资水平偏离最优值、投资

效率降低(Grenadier 和 Wang, 2005;Parrino 等, 2005),在融资影响方面会使公司过度负债(Lambrecht 和 Myers, 2008)。对于股东和管理者代理问题严重的公司,使用债务融资对其更有益处(Harvey 等, 2004),但使用金融衍生品对冲投资风险时会损害公司价值(Fauver 和 Naranjo, 2010)。

(二)债务合约设计

1. 监督债权人机制设计的主席发言

2004 年 AFA 年会上,芝加哥大学布斯商学院的 Douglas W. Diamond 主席建议,在执行成本较高(*Enforcement cost*)的经济中,可以用短期债务合同解决债权人不作为(*Lender passivity*)的问题。债权人不作为^①指在新兴或转轨市场,低效和腐败的司法系统导致债务合同的执行成本高、效率低,即使债务人违约,债权人也不会执行债务合同中的补救条款来追回借款(执行成本过高)。理论研究发现,合理设计的短期债务合同能够解决此问题,在执行成本较高的情况下,债权人也会选择执行补救条款。

短期债务合同能够解决此问题的原因在于,当多个债权人为同一债务人提供短期贷款时,债务人违约会导致债权人的“挤兑”行为——纷纷要求执行债务合同中的补救条款来追回借款,即使这种行为在整体上损害了所有债权人的利益。与银行挤兑类似,当短期债务出现违约时,先执行合同补救条款的债权人有可能得到全部赔偿,而后执行者则可能“血本无归”。因此,债权人有激励积极迅速执行补救条款,这种挤兑行为是一种“纳什均衡”。而且,短期债务人越多,负外部性越强。因此,经济的执行成本越高、效率越低,最优短期债务结构所要求的债务人就越多。同时,债权人通过协商来避免挤兑并不是均衡结果,不存在债权人通过协商来避免挤兑的可能。因此,短期债务合同能够对债权人在违约发生后以执行债务补救条款的方式产生正向的事后激励(*Ex post incentive*),这本身对债务人合理使用借款具有事前激励(*Ex ante incentive*)的作用。

Diamond 主席的研究对于司法系统执行成本较高、效率较低的新兴或转轨债券市场尤其有启发,短期债务合同可以减少债权人不作为,约束债务人对资金的使用。

2. 债务合约设计的研究拓展

该领域的后续研究按债务合约安排的影响因素(“前因”)以及债务合约安排对经济的影响(“后果”)的路径进展。“前因”研究发现法律和制度环境(Qian 和 Strahan, 2007)、债务合约执行的保护力度(Bae 和 Goyal, 2009)、债务人(上市公司)和债权人(银行)之间的关系(Bharath 等, 2011)、债务人资产清算价值(Benmelech 等, 2005)都会对债务合约产生影响。

“后果”研究发现合理安排的主权债务(*Sovereign debt*)合约能够提高主权贷款国的社会福利水平(Bolton 和 Jeanne, 2009),合理安排的债务结构能够帮助解决公司的财务困境(Gennaioli 和 Rossi, 2013),缓解金融市场的融资摩擦(Cvijanović, 2014)。

(三)资产定价与公司金融理论的融合

1. 建议资产定价与公司金融理论相互借鉴的主席发言

2001 年 AFA 年会上,宾夕法尼亚大学沃顿商学院 Franklin Allen 主席通过金融机构(金融中介)的重要性被研究低估来说明资产定价和公司金融理论应互相借鉴。金融理论中金融机构的重要性往往被忽视,特别是在资产定价理论中,通常假设投资者购买金融资产,金融机构仅仅是渠道而并没有实际的作用,金融机构为投资者服务不会存在代理人问题。

^①相关研究见 Kornai (1979)、Mitchell (1993)以及 Dewatripont 和 Maskin (1995)。

而公司金融理论则认为金融机构会产生代理人问题。两个领域的研究结论不一致表明理论仍存在较大缺陷,应将金融机构的影响统一纳入两个理论的分析框架中,并用合适的工具进行分析。

资产定价理论的主要研究内容是随机折现因子(*Stochastic discount factor*)及对资产定价的影响,不研究金融机构管理投资者资金时的代理问题。然而,美国股票市场机构投资者的持股比例已经超过 64%,大量金融机构(如对冲基金)为个人投资者配置和管理金融资产,金融机构的代理问题不容小视。如果运用公司金融理论中的委托代理框架,就能很好地解释股价泡沫。机构投资者的激励具有不对称性,盈利时收益上不封顶,亏损时惩罚有限(最严重的就是失去客户)。这使机构投资者会采取冒险行为,股票过多净买入,从而产生股价泡沫。

公司金融理论对金融机构作用的认识也不足。传统公司金融理论认为发达的外部资本市场能够有效解决公司的代理问题,潜在的收购威胁会刺激管理者尽职尽责追求股东利益最大化,无需金融(中介)机构的参与。而对于外部资本市场不健全的国家(如日本、德国等,解决代理人问题的主体是银行体系),金融中介的重要作用则被低估。

Franklin Allen 总结认为,资产定价理论并不能局限于研究风险分散(*Risk sharing*),而公司金融理论也不应仅研究代理问题(*Agency problem*)。每个领域的研究都应参考另一领域的研究视角,这样才能更准确地理解现实世界。

2. 资产定价与公司金融理论融合的研究拓展

后续研究围绕主席提及的金融中介在资产定价与公司金融两个领域的重要性展开。在金融机构是否对投资者有价值的问题上,研究并未达成共识。部分研究认为金融机构对投资者并无价值(Bergstresser 等, 2009; Karabulut, 2013)。也有研究认为金融机构对投资者有价值,使投资组合分散化程度增加、风险减小、投机交易倾向降低,并且资本配置与其生命周期更加匹配(Gerhardt 和 Hackethal, 2009; Kramer, 2012; Zhang, 2013)。

在投资者与资产管理机构的代理问题上,相关研究发现代理问题会显著损害投资者的利益,导致了基金经理投资的过度冒险行为(Basak 等, 2007; Chen 和 Pennacchi, 2009)。

在金融机构对公司金融研究的作用问题上,相关研究发现机构投资者持股能够提高公司的治理水平,提升公司的经营绩效(Yuan 等, 2008);当公司股权集中度较高时,银行能够起到良好的外部监管作用,提高公司的治理水平(John 和 Kedia, 2006)。大比例持股的机构投资者(*Blockholders*)能够显著影响公司资产剥离(*Spin-off*)和资产变卖(*Sell-off*)的决策(Bergh 和 Sharp, 2015)。

四、投资者行为领域的主席发言及研究变迁

投资者行为是对主体(相对于客体)的研究。三位主席(2006、2009、2014)的发言分别研究了个人(家庭)投资者行为、机构投资者行为和投资者结构变化的影响。

(一)家庭金融研究

1. 提出家庭金融这一新研究领域的主席发言

2006 年 AFA 年会上,哈佛大学经济学院教授 John Y. Campbell 提出了“家庭金融”(Household finance)这一崭新领域,归纳了现有研究并对未来研究进行了展望。Campbell 主席认为,家庭金融具有极大的研究价值,但研究仍处于起步阶段。与经济学类似,家庭金融分为实证家庭金融(*Positive household finance*)和规范家庭金融(*Normative household*

finance)两种研究思路,前者描述家庭是如何实际进行投资的,后者研究家庭应该怎样进行投资。由于家庭(或个人)特征的差异巨大,这两种研究都面临挑战。在实证家庭金融领域,如何度量家庭投资行为是一大挑战。一方面,家庭很注重保护其金融资产配置信息隐私,导致数据难以获得;另一方面,家庭持有资产类别复杂,很难用数据全面刻画其特征。在规范家庭金融领域,如何用传统金融模型刻画家庭复杂的金融投资决策是另一大挑战。家庭投资决策的复杂性表现在:家庭在其整个生命周期内都要进行投资决策,并且根据年龄和财富状况不断调整资产配置计划;^①家庭受到明显的融资约束(*Borrowing constraint*),房地产抵押是家庭融资的主要来源,而房地产价格的不确定性导致此抵押融资受到限制;^②税收政策对家庭投资决策有重要影响。^③

虽然家庭金融研究面临诸多挑战,但仍得到了一些有价值的研究结论。研究发现,大部分家庭能够在复杂的金融决策中做出正确的选择,但有部分家庭在投资决策过程中会犯严重的错误,包括对有风险的金融资产完全不投资、投资组合不够分散、不能合理使用转按揭。这些投资错误应该是家庭金融研究的核心内容。首先,投资决策犯错的家庭大部分收入和教育水平偏低。这一现象说明投资错误可能确实是一种“失误(*Mistakes*)”,而不是这些家庭有“非标准的偏好(*Nonstandard preference*)”。其次,有些投资错误可能源于家庭试图避免与其他人在金融市场上交易。一部分投资失误的家庭认识到自身投资水平有限,而选择根本不投资于风险资产,另一部分投资失误的家庭委托共同基金等机构为其管理资产,并支付高额的管理费用。最后,小部分家庭的投资错误(如投资者不参与市场)可能会抑制金融创新。大部分金融产品通过在低水平和高水平投资者之间的交叉补贴(*Cross-subsidization*)(即对先购买产品的高能力投资者实行优惠,对后参与的低能力投资者高收费)来获取利润。当低水平投资者选择不参与市场时,新金融产品的收益就会下降,从而金融创新的动力减弱。

如果家庭金融研究能够找到导致家庭投资错误的根源,就能够提出解决方案来减少其对金融市场的负面影响,提高整个社会的福利水平。这正是家庭金融研究的最核心价值所在。

2. 家庭金融的研究拓展

家庭金融的后续研究也可以划分为“前因”和“后果”两条路径。“前因”研究影响家庭资产配置的因素。这部分研究又可划分为影响家庭投资(配置风险性金融资产和房地产)的因素和影响家庭融资(贷款)的因素。研究发现,家庭的财富水平会显著影响其投资,财富水平越高、收入波动性和负债水平越低的家庭越倾向于持有风险性金融资产(Becker 和 Shabani, 2010; Wachter 和 Yogo, 2010; Calvet 和 Sodini, 2014)。家庭成员的受教育程度也会影响其投资风险性金融资产(Van Rooij 等, 2011; Cole 等, 2014)。认知偏差也会影响家庭投资,Dimmock(2016)发现家庭模糊厌恶(*Ambiguity aversion*)的心理偏差会阻碍其对风险性金融资产的配置。在家庭融资(贷款)的影响因素方面,相关研究发现通货膨胀、利率风险(Campbell 和 Cocco, 2015)和长期债券风险溢价(*Long-term bond risk premium*)(Kojien 等, 2010)会产生显著影响。

①相关研究见 Merton (1971, 1973)、Gourinchas 和 Parker (2002)以及 Davis 等(2006)。

②相关研究见 Parker (1999)、Souleles (1999)以及 Johnson 等(2004)。

③相关研究见 Dammon 等(2001, 2004)。

“后果”研究家庭资产配置的有效性及其影响这一有效性的因素。绝大部分学者发现,就整体而言,家庭投资的有效性较差。家庭在金融市场上交易过于频繁(Linnainmaa, 2011),家庭投资组合的分散化程度不足(Chang 等, 2015),未能充分使用各种金融工具和全球金融市场对其资产进行合理配置(Gormley 等, 2010; Andersen 和 Nielsen, 2011)。也有少部分学者发现,某些国家的家庭投资具有较强的有效性,如 Calvet 等(2007)发现瑞典家庭投资组合较有效果。在影响家庭资产配置有效性的因素方面,相关研究发现家庭金融知识(Gaudecker, 2015)、家庭的信息优势(Ivkovic 等, 2008)、遗传(基因)因素(Barnea 等, 2010)、社会保险水平(Gormley 等, 2010)都会产生影响。

(二)机构投资者对市场效率的影响

1. 认为机构投资者对市场效率具有负面影响的主席发言

2009 年 AFA 年会上,哈佛大学经济学院 Jeremy C. Stein 主席提出了机构投资者可能降低市场效率的观点。与传统金融理论认为机构投资者会提高市场效率的观点不同,Stein 教授认为在某些情况下,机构投资者会降低市场效率(使股票价格更偏离其价值以及对非基本面的因素更为敏感)。他构建了此现象两种内在机制的理论模型:拥挤交易(*Crowded-trade*)和过度杠杆(*Overleverage*)。拥挤交易是指当市场上出现套利机会时,信息不完全造成套利者无法评估其他套利者的情况而同时进行交易,导致套利交易过度拥挤。拥挤交易会推高股票价格,使其偏离实际价值。此机制能较好地解释 MSCI 指数在 2001—2002 年改变权重计算方法时成分股股价的异常变动。过度杠杆是指当套利者杠杆过高时,与其预期相反的较小价格变化会迫使其卖出部分持仓,以达到保证金要求。卖出行为会促使价格进一步偏离预期,在高杠杆的套利者之间“传染”并造成资产价格的“螺旋式”下跌。这一机制能较好地解释长期资本管理公司的破产和 2007 年量化对冲基金净值的集体“跳水”。

Stein 主席认为,由于过度杠杆机制的存在,对金融机构的资本要求不仅应考虑资产的风险特性,还应考虑资产在市场低迷时被恐慌性抛售所导致的“溢出效应(*Spillovers*)”以及高负债机构持有这类资产的集中度。套利者对杠杆的选择取决于股权融资成本,当股权融资成本足够低时,套利者会主动降低杠杆水平。因此,政策制定者应该努力减少股权融资过程中的摩擦,缩小股权与债权融资成本的差距,以降低此负面影响。

2. 机构投资者对市场效率影响的研究拓展

自 2009 年主席发言之后,学者就机构投资者对市场效率的影响进行了广泛讨论。部分研究的结论支持机构投资者交易行为会改善市场效率,主要是因为机构投资者交易能够降低股价同步性(Ye, 2012)、减少套利机会(Chaboud 等, 2014)、降低日内股价波动性(Brogaard 和 Hendershott, 2014)和市场错误定价程度(Green 等, 2011; Kokkonen 和 Suominen, 2015),从而改善市场效率。

有少数研究发现机构投资者交易会损害市场效率,主要是因为机构投资者会加剧经济冲击的跨国传染(Raddatz 和 Schmukler, 2012),共同基金会根据分析师的预测信息一起集中交易而加剧股票价格的波动性(Brown 等, 2014)。

(三)资本市场投资者结构演变的影响

2014 年 AFA 年会上,宾夕法尼亚大学沃顿商学院的 Robert F. Stambaugh 主席对过去几十年美国股票市场投资者结构和投资风格的演变进行了全面的阐述,分析了两者的关系。在过去的几十年里,美国股票市场个人投资者持股比例不断下降,机构投资者的投资风格在由主动型向被动(指数)型转变。1980 年至今,个人投资者的总持股比例由 48% 下

降到 20% 左右 (French, 2008), 这一趋势的主要诱因可能有政府税收和居民退休政策 (Rydqvist 等, 2014) 的变化等。上世纪 80 年代, 几乎所有的偏股型基金都采用主动型投资策略, 但到 2012 年这一比例已经下降至 83%。主动型基金的管理费率也从 1980 年的 2.3% 下降至 2012 年的 1.0%。不仅管理费率下降, 持股风格也发生了明显变化, 主动型基金的积极配置股票 (*Active share*) 比例从 1980 年的 38% 下降至 2011 年的 26%。

Stambaugh 教授构建了理论模型来解释这种现象。主动型投资能够纠正大部分由噪音交易所导致的错误定价并从中获利, 但由于风险和交易成本, 错误定价无法被完全消除, 未被纠正的错误定价能够不断为主动型投资创造收益。然而, 随着个人投资者 (噪音交易者) 比例的下降, 错误定价逐渐减少, 主动型投资的获利空间减小, 主动型投资在整个市场中的比例下降。模型还显示, 除非噪音交易者的数量降至零, 否则市场中将永远有追求 α (超额收益率) 的主动型投资者存在。

Stambaugh 主席认为, 在此模型基础上考虑投资经理的能力和信息的异质性, 或将信息作为内生变量, 将是未来可拓展的研究内容。

由于这篇主席发言很新, 按本文所述方法未检索到符合标准的后续研究。^①

五、金融工具领域的主席发言及研究变迁

金融工具是对客体 (相对于主体) 的研究。近二十年中有三位 (1996、2007、2008) 主席的发言属于该领域。2007 年的主席发言研究债券定价, 而 1996 年和 2008 年的发言则是以完全相反的观点研究投资者对基金的选择。

(一) 债券研究

1. 参与者行为对债券定价影响的主席发言

2007 年 AFA 年会上, 卡内基梅隆大学 *Tepper* 商学院的 Richard C. Green 主席报告了债券发行者、承销商、个人和机构投资者行为对债券定价的影响。理论模型假设二级市场上信息透明度有限, 承销商在二级市场上出售债券的能力有限, 个人投资者存在信息搜集成本。寡头垄断的承销商在一级市场上向发行者购买债券, 并在二级市场上出售给个人和机构投资者。均衡时债券二级市场将出现持续的价格分离 (*Price dispersion*), 即承销商对个人和机构投资者实行差别卖出价。同时, 一级市场承销商之间的垄断竞争将被打破, 承销商组成辛迪加, 合谋降低竞标价格, 导致所有债券抑价发行。结论表明, 二级市场缺乏竞争会通过金融中介传导至一级市场。提高二级市场的价格透明度, 仅会减少承销商在二级市场上卖出债券的获利, 而不会增加发行者在一级市场上的发行价格 (一级市场由承销商合谋垄断)。因此, 即使债券长期抑价发行, 发行者也无动力游说监管者提高二级市场的价格透明度。

Green 主席提出的模型结论不仅较好地解释了债券发行市场“异象” (如债券长期抑价发行, 发行者却并不倾向于提高市场透明度), 还具有普遍意义, 即某个市场缺乏竞争会导致其他市场的非竞争性。这解释了某些金融机构或金融服务存在明显的壁垒, 以及在某些市场上公司的超额利润会持续存在等现象。

2. 参与者行为对债券定价影响的研究拓展

后续研究发现, 由于债券主要由做市商撮合交易, 债券市场的做市商行为对债券定价起

^①如引言所述, 本文在寻找某一领域的研究拓展时会从主席发言的被引文献中选择 *ESI* 高被引论文进行分析。由于这篇主席发言发表在近期, 按该方法未检索到符合标准的后续研究。

到决定性作用。Green 等 (2007) 发现, 债券承销商对机构投资者和个人投资者区别对待, 导致了债券发行时的价格背离 (*Price dispersion*)。进一步研究发现, 债券发行前的信息透明度、债券在承销商之间转手的次数、做市商存货风险 (*Inventory risk*)、投资者搜寻成本 (*Search costs*) 和交易集中程度 (*Centralization*) 都能够显著影响市政债券发行时的价格背离程度, 信息透明度越低、转手次数越多、做市商存货风险越大、投资者搜寻成本越高、交易集中程度越低, 债券发行时的价格背离越严重 (Green 和 Schürhoff, 2010; Jankowitsch 等, 2011; Schultz, 2012)。

(二) 基金研究

1. 以理性观点解释偏爱主动型基金的主席发言

1996 年 AFA 年会上, 纽约大学斯特恩商学院 Martin J. Gruber 主席从理性投资者视角为基金投资行为异象提出了新解释。已有研究发现基金投资者行为有两个异象: (1) 投资者偏爱主动型基金, 即使平均超额收益率为负, 投资者仍热衷于投资主动型开放式基金, 而不选择与指数收益相同的被动型基金, 或购买折价的封闭式基金。(2) 某些收益率持续较低的基金并未从市场上消失。

Gruber 教授对 1985—1994 年被动型基金的实证研究表明, 导致第一个异象的已有研究所揭示的原因均已不存在。已有研究认为, 投资者不投资于被动型 (指数) 基金的原因包括指数基金数量少、费率不低、标的指数种类较少、(交易成本导致其) 业绩低于指数、跟踪误差大等。投资者不投资于折价的封闭式基金的原因在于, 封闭式基金经理的投资能力较差。Gruber 教授提出, 投资者热衷于主动型基金的真正原因在于, 主动型基金的申购价格等于单位净资产, 基金申购价格中并未包含基金经理投资能力的信息。因此, 部分投资者选择投资于定价被低估 (即基金经理投资能力较强) 的主动型基金, 期望在未来获得超额收益。投资者不投资于折价的封闭式基金是因为封闭式基金包含其持有净资产之外的额外风险, 且封闭式基金的定价中已经包含了基金经理的投资能力, 投资者无法通过选择经理能力较强的基金来获得超额收益。另一个异象即收益率持续较低的基金并没有从市场上消失的原因在于, 这些基金会被个人投资者、投资标的受限的机构投资者 (如某些养老基金) 以及基于资本利得税优惠考虑的投资者这三类投资者持有。

Gruber 主席提出, 基金投资者的行为应该比已有研究所揭示得更为理性。

2. 以非理性观点解释偏爱主动型基金的主席发言

事隔 12 年, 2008 年 AFA 年会上, 达特茅斯学院塔克商学院的 Kenneth R. French 主席从完全对立的即投资者非理性角度分析了为何投资者会偏好主动型投资。

1980—2006 年, 美国股票市场每年主动投资所产生的总费用约占股票市场总市值的 0.79%。这些费用包括共同基金、对冲基金、机构投资者 (退休基金、捐赠基金等) 的管理费以及投资者的交易费用。如果所有投资者全部采用被动投资, 同期的平均成本仅为市场总市值的 0.12%。两者成本之差达 0.67%, 这是投资者为寻求超额收益而多付出的成本。上述结论意味着, 从整个社会的角度看, 股票市场的价格发现 (*Price discovery*) 作用每年要产生相当于总市值 0.67% 的费用。按照美国股票市场年平均期望收益率 6.7% 计算, 社会股权融资成本占当年新增资本量的 10%。已有研究表明, 主动投资比被动投资并不能产生更多收益。投资者为什么还会选择收益率相同但成本更高的主动型投资呢?

French 主席提出了四种可能的解释: (1) 投资者对主动投资的错误认知。受金融机构和媒体宣传影响, 投资者对超额收益产生了过度乐观的预期。(2) 投资者过度自信。过度自

信导致投资者主动交易,认为其投资能力胜过他人。(3)投资组合的“表达特征(*Expressive characteristic*)”。这种偏好使投资者倾向于构建自己“独特”的投资组合以便向他人夸耀(*Bragging*)。(4)部分投资者确实有过人的投资能力。

French 主席希望告诫,整个股票市场是“负和”博弈(*Negative sum game*),对绝大部分投资者而言,被动投资仍是最优策略。

3. 基金领域的研究拓展

后续一些研究支持了 1996 年 AFA 年会主席的观点,认为投资者对主动型基金的偏爱是非理性选择。Pastor 和 Stambaugh (2012)发现,投资者对主动型基金的偏爱是因为主动型基金(行业)具有规模报酬递减(*Decreasing returns to scale*)的特征,主动型基金(行业)规模较小时能够产生超额收益,从而吸引投资者投资。随着基金投资者数量的增加,投资者对基金规模报酬递减的认知和反应速度变慢,导致行业规模暂时过度增加、收益率低于指数收益。Gennaioli 等(2015)认为,投资者对基金经理的“信任”是其选择主动型基金的内在动因。

也有一些研究支持 2008 年 AFA 年会主席的观点,认为投资者对主动型基金的偏爱是非理性的。Rabin 和 Vayanos(2010)认为,基金投资者的过度自信、视野狭隘和赌性等认知偏差使其倾向于选择费用较高的主动型基金,并且频繁更换基金,这些行为导致其投资收益受损。

除了以上两条路径外,有不少研究集中于主动型基金的投资业绩。大部分学者研究发现,就整体而言,主动型基金并不能产生超额收益(Busse 等, 2010; Fama 和 French, 2010)。也有部分学者发现,基金能够产生超额收益。Puckett 和 Yan(2011)发现在除去了交易成本后,机构投资者仍能够持续稳定地获取超额收益,认为以往根据机构投资者季度持仓数据的研究结论是有偏误的。Agarwal 等(2013)发现对冲基金经理推迟向美国证券交易委员会提交部分持仓名单的动机在于掩盖其拥有的私人信息,同时表明基金经理确实具有选股能力。Kacperczyk 等(2014)发现基金经理的投资能力具有时变的特征,基金经理在牛市中具有明显的选股能力,在熊市中具有明显的择时能力,并且这两种能力具有持续性。还有些学者寻找具有哪些特征的基金能够取得更高的投资收益。Guercio 和 Reuter(2014)发现直接销售给个人投资者的共同基金的收益率要明显好于通过经纪商销售的基金。Chen 等(2013)发现基金家族自己管理的基金的投资收益显著优于外包给投资咨询机构管理的基金。Sun 等(2012)、Pastor(2015)发现投资策略独特性强和规模小的基金投资绩效更好。

六、金融市场微观结构领域的主席发言及研究变迁

市场微观结构领域两位主席的发言(2000、2003)分别研究了交易摩擦的来源和后果。

(一)交易摩擦的来源及度量方法研究

1. 交易摩擦来源及度量方法的主席发言

2000 年 AFA 年会上,范德堡大学欧文管理学院的主席 Hans R. Stoll 主席对交易摩擦(*Trading friction*)的来源及度量方法进行了全面梳理。交易摩擦指金融资产交易的困难程度,既表示交易一定数量资产所需要的最短时间,也表示立即交易所导致的价格变动。已有文献认为总交易摩擦(*Total friction*)所导致的价差可分为两个部分:(1)真实摩擦(*Real*

fiction)^①所导致的价差,这是对做市商提供服务的补偿;(2)信息摩擦(Information friction)^②所导致的价差,反映财富从信息劣势者向信息优势者的转移。

交易摩擦的度量方法包括静态和动态两种方法。静态方法度量总摩擦,在某个交易时点用买价、卖价和交易价格来度量,包括报价价差(Quoted spreads)和有效价差(Effective spreads)。动态方法度量真实摩擦,指股票价格变动对交易的敏感程度,包括交易价差(Traded spread)、价格变化协方差(Covariance of price change)、报价变化协方差(Covariance of quote change)、日价格冲击(Daily price impact)和开盘波动率(Opening volatility)。Stoll 教授研究了上述交易摩擦度量指标之间的关系后发现,报价价差与有效价差的相关性超过 0.99,表明两者基本等价;总交易摩擦主要来源于真实摩擦,而非信息摩擦;随着股票价格的增加,价格冲击增加,价差减小;开盘时总交易摩擦的来源可能与其他交易时间不同。

进一步研究各交易摩擦度量指标与上市公司股票交易特征(成交量、成交笔数、收益率方差、总市值、收盘价和委量差)的关系后发现,不同股票间报价价差和有效价差的差异主要反映了真实摩擦的不同;信息摩擦受交易特征的影响与真实摩擦十分类似;日价格冲击会受到交易特征的影响;开盘波动率不受股票交易特征影响。这表明开盘时交易摩擦的影响因素与其他交易时间并不相同,且这些影响因素与股票交易特征无关。

Stoll 主席认为,未来可从时间序列角度分析交易摩擦的变化及影响因素,并关注交易摩擦(包括真实摩擦和信息摩擦)对资产定价理论的影响,以及互联网和网上交易系统对交易摩擦的影响。

2. 交易摩擦来源及度量方法的研究拓展

学者后续从交易制度(Bessembinder, 2003)、交易者行为(Cumming 等, 2011)、法律法规(Eleswarapu 和 Venkataraman, 2006)、公司股权集中度(Brockman 等, 2009)等方面研究了交易摩擦的来源。

交易摩擦的度量方法则分股票市场和债券市场两个方向展开。股票市场交易摩擦主要有两类度量方法:第一类方法是指定价格基准法(Specified price benchmark methods),首先指定基准价格,如买卖报价中点(Quotation midpoint)、成交量加权的平均价格等,然后使用交易价格与基准价格的差来度量交易成本(交易摩擦);第二类方法是交易成本计量估计法(Econometric transaction cost estimation methods),这类方法使用统计和计量模型,从整个市场的角度估算交易成本的平均大小(Jang 等, 2007; Corwin 和 Schultz, 2012)。

债券市场交易摩擦的度量方法则不同于股票市场,大部分债券在场外市场交易,债券(场外)交易市场做市商并不公布买卖双边报价(Bid-ask quote),交易的频率比场内市场低得多,并且基本不公布日内交易的具体时间(Intraday time stamps)。Chakravarty 和 Sarkar(2003)通过计算日内债券平均卖出价格和买入价格之差,得到日内每只债券的实现买卖价差(Realized bid-ask spread),以此度量债券的交易摩擦。Schultz(2001)、Harris 和 Piwowar(2006)及 Edwards 等(2007)使用回归方法对债券交易摩擦进行了估计。

(二)市场微观结构对资产定价的影响

1. 市场微观结构对资产定价影响的主席发言

①真实摩擦是指因金融资产不足而无法充分提供流动性所导致的交易摩擦。

②信息摩擦是指因担心与知情交易者交易产生损失而无法充分提供流动性所导致的交易摩擦。

2003年AFA年会上,康奈尔大学约翰逊管理学院的Maureen O'Hara主席提出,市场微观结构中的流动性(*Liquidity*)和价格发现(*Price discovery*)功能会影响资产价格。她构建了基于信息非对称假设的包含资产流动性和价格发现因素的资产定价模型。

市场为投资者提供了流动性和价格发现功能,因此资产价格必定会受到流动性(产生的交易成本)和价格发现(导致的信息风险)的影响。传统资产定价理论无法解释诸多资产价格“异象”的原因在于,其假设市场信息完全对称,并且忽略了市场的两个重要功能——提供流动性和价格发现。对于流动性因素,买卖价差(*Spread*)是对市场流动性提供者的补偿,影响投资者的交易成本,当成本足够大时,将对资产价格产生负向影响。因此,流动性越差的资产价值越低。对于价格发现因素,市场上存在知情交易者(*Informed trader*)和噪音交易者(*Noise trader*),噪音交易者的交易存在“信息风险(*Information risk*)”,因为交易过程可能被信息优势交易者利用,导致其产生损失。资产的私有信息(*Private information*)越多,噪音交易者的信息风险越大,并且这一风险不能通过持有更多的资产组合来分散。因此,资产的私有信息越多,噪音交易者的信息劣势就越明显,要求的收益率也就越高,表明市场价格发现过程(即新信息反映到资产价格中的过程)会影响资产的价格(收益率)。模型能够解释如下实证现象:(1)除系统(市场)风险外,单个资产的异质性风险也会影响其收益率。资产的信息特征会影响均衡收益率,当私有信息较多时,噪音交易者的信息风险较大,均衡收益率较高。(2)股权溢价之谜(*Equity premium puzzle*)。对噪音交易者而言,投资股票除承担系统风险外,还有信息风险,因此现实中股票收益率比仅按系统风险测算的收益率要高。(3)价格发现与市场有效性的关系。

O'Hara主席最后提出,资产价格反映信息,交易者的信息集千差万别,对资产价格的期望也各不相同。因此,即使市场是有效的,不同市场中价格向价值调整的过程也会有所差别。

2. 市场微观结构对资产定价影响的研究拓展

该领域的后续研究可概括为流动性对资产定价的影响以及信息非对称对资产定价的影响两个方面。

在流动性对资产定价的影响方面,学者分别研究了流动性对股票和债券定价的影响。研究集中于用不同方法度量非流动性(*Illiquidity*),并研究其对股票收益率的影响,发现非流动性在横截面和时间序列上对股票收益率均有显著影响,股票流动性越差,期望收益越高。这一影响在发达资本市场和新兴资本市场同时存在,且对于小市值股票更加明显(Liu, 2006; Bekaert等, 2007; Chordia和Subrahmanyam, 2009; Hasbrouck, 2009)。流动性风险越高的股票期望收益率越高(Pastor和Stambaugh, 2003; Acharya和Pedersen, 2005)。股票的流动性不仅会影响二级市场的定价,还会影响一级市场的发行价格(Ellul和Paganò, 2006)。公司债和国债市场流动性对其收益率均有显著影响,债券流动性越低,期望收益率越高,且改善市场流动性能够显著降低公司债的收益率差价(*Yield spreads*)(Chen等, 2007; Li等, 2009)。

从市场微观结构角度度量信息非对称的指标为知情交易概率(*Probability of informed trading, PIN*)(Easley等, 1996),以及在此基础上改进的交易量同步知情交易概率(*Volume-synchronized probability of informed trading, VPIN*)(Easley等, 2012)。然而,关于信息非对称是否对资产定价有影响,已有研究并未达成共识,代表性的研究有Easley和O'Hara(2004)、Hughes等(2007)以及Duarte和Young(2009)。

七、金融市场领域的主席发言及研究变迁

早在 2005 年,主席发言就已涉及这一领域。2008 年的美国金融危机对美国乃至世界经济造成重创。这促使人们开始思考金融市场已有秩序的利弊,也更深入地思考金融市场对经济和人类社会究竟产生了何种价值。从 2012 年起,连续多年的 AFA 年会主席从不同视角对金融市场的作用这一主题进行了具有深远意义的阐述。

(一)金融全球化对本国经济的影响

1. 金融全球化与本国经济有限受益的主席发言

2005 年 AFA 年会上,俄亥俄州立大学 René M. Stulz 主席阐述了当前金融全球化的进程及其对本国经济的(有限)影响,并构建理论模型分析了金融全球化对本国经济实际益处有限的内在原因。根据新古典模型,金融全球化对各国是有益的,它能够促进风险在各国投资者之间的分散,使资本流向生产效率更高的地区,同时使国家利用其比较优势赚取利润。^① 在完全金融全球化和市场无摩擦的假设下,一国的资产价格、投资组合和公司的融资政策与本国的特征无关(*Country irrelevance*)。但已有实证研究结果表明,虽然过去 50 年许多国家的金融投资壁垒已基本消除,金融全球化已经比较充分,但其对一国经济的益处却十分有限,一国居民的资产组合中大部分仍是本国股票,一国的投资也严重依赖于本国的储蓄,本国特征对其经济运行仍起到决定性的作用。^②

Stulz 主席通过构建全新的理论模型解释为什么金融全球化对一国经济的益处有限,并认为即使国际投资的壁垒被完全消除(即完全金融全球化),一国的资产价格、投资组合和公司的融资政策仍会受到本国特征的影响,造成这一现象的主要原因是一国经济中的“双重代理问题(*Twin agency problem*)”。首先,公司的内部控制人(*Corporate insider*)可能使用其权力谋寻私利,使外部投资者蒙受损失,如过度使用公司公用资源和转移公司财产等。这一现象称为“公司内部人代理问题(*The agency problem of corporate insider discretion*)”。其次,国家领导者可能以权谋私,导致社会整体福利受损,如没收个人财产、制定有利于某些利益集团的政策和不平等的转移支付等。这一现象称为“国家领导者代理问题(*The agency problem of state ruler discretion*)”。上述双重代理问题导致公司倾向于采用更集中的所有权结构(*Concentrated ownership*),并使公司内部管理者倾向于与外部投资者共同进行投资(*Co-invest*),而这种共同投资行为会产生如下后果:公司内部控制人将会承担公司大部分风险;公司发展将会受到内部持有人财力和风险偏好的影响;降低公司对外部股权融资的需求,导致本国股票市场低迷;公司内部控制人将过多的资产配置在本公司股票中,资产跨国配置分散风险的功能减弱;公司内部控制人财力雄厚时会增加共同投资,导致一国的储蓄和投资高度正相关,从而当一国的储蓄率降低时,很难充分利用投资来拉动国内经济;共同投资导致(金融全球化引致的)股权融资成本下降时投资增加量有限,因为公司投资增加需要内部控制人同时增加投资和承担更多的风险。上述后果导致金融全球化对本国经济的益处大打折扣。

Stulz 主席认为,他构建的理论模型对公司金融的其他方面也有指导意义。当一国的“双重代理问题”严重时,该国公司会有较高的财务杠杆和短期债务融资比例,同时其公司治理

①相关综述见 Stulz(1999)。

②相关研究见 Obstfeld 和 Taylor (2003)、La Porta 等(1999)以及 Faccio 和 Lang (2002)。

理水平也较低。因此,解决“双重代理问题”是充分发挥金融全球化正向作用的重要途径。他的理论模型解释了诸多国际金融领域的困境(*Paradoxes*),对理解金融的国别差异具有深刻意义。

2. 金融全球化对本国经济影响的研究拓展

后续研究发现,金融全球化通过两种机制促进本国企业的发展。第一,金融全球化通过促进本国企业在全球资本市场上融资来加速企业的发展(Doidge 等, 2010)。但当政治关联较强、本地偏好较严重时,企业在外国证券市场上融资的动力会降低,从而弱化金融全球化对企业的益处(Leuz 和 Oberholzer-Gee, 2006; Lau, 2010)。第二,金融全球化通过促进外国(机构)投资者对本国公司的持股来促进本国经济的发展(Doidge 等, 2007),既能改善公司文化和管理、降低企业资本支出、提高企业经营绩效、增加企业价值(Ferreira 和 Matos, 2008; Berger 等, 2009),也能促进本国企业跨国并购(Ferreira 等, 2010)。Li 等(2011)发现,外国机构投资者的持股行为与本国股票市场的收益波动性显著负相关,具有稳定本国股票市场的作用,因而外国机构持股对新兴市场国家资本市场的发展是有益的。

(二)金融市场对公司创立和发展的作用

2012 年 AFA 年会上,芝加哥大学布斯商学院的 Raghuram G. Rajan 主席阐述了金融市场对公司创立和发展产生作用的原理。公司如果想取得成功,需要完成两个转变。第一个转变是差异化(*Differentiation*)。公司只有提供差异化的产品和服务才能够获得超额利润。企业家需要合作者来帮助其完成必要的生产经营活动。寻找合作者有两种方式:第一种可与独立承包商(*Independent contractor*)合作。独立承包商有完全的行动自由,并对生产资料有所有权,仅需要按时完成合同约定的工作内容即可。但由于企业需要生产差异化的产品和服务,生产资料和生产技术具有特殊性,很难被运用到其他领域,使得拥有这些生产资料的独立承包商承担巨大风险。因此,企业家将很难确保独立承包商愿意与其共担风险、通力合作,在这种架构下企业的运营效率也将大大降低。^①寻找合作者的另一方式是雇佣工人(*Employee*)。与独立承包商不同,工人只有部分行动自由,并且没有生产资料的所有权,他们仅按照劳动合同约定为企业家提供劳动。在这种方式下,全部生产资料需由企业家个人购买。由于企业家的资金有限,需要外部融资来获取所需资金,因此金融市场通过为企业家提供融资便利,在企业第一次转变中起到关键作用。

第二个转变是标准化(*Standardization*)。标准化是指将企业的经营活动进行细分,使细分后的每个部门的业务具有标准化流程,所有部门业务结合在一起时能够确保公司产品和服务的差异化。比如,将研发、营销、人力和融资分为 4 个独立的部门,将各部门工作内容标准化,使得任何相关专业人员都能够很快上手。标准化降低了企业家的个人特质要求,增加了可替代性(*Replaceable*),容易找到其他职业经理人来代替其工作。标准化的好处在于,当企业经营不善时,资金提供者(股东)可通过寻找外部职业经理人来保证企业的持续运营,确保得到(较高的)企业经营价值。资本市场的股权融资工具适合公司的标准化转变,因为股票的价格主要依赖于企业经营价值,为公司的标准化转变提供了激励。同时,成熟的股票市场通过为好的企业家提供丰厚的回报,促进了企业经营效率的提高。

2012 年 AFA 年会上 Rajan 教授认为,金融危机对实体经济造成了严重破坏,并使大众对金融产生了负面的看法。诚然,金融从业者应自我反省,监管者也应加强监管。但金融对

^①相关研究见 Rajan 和 Zingales(2001)。

实体经济具有不可替代作用这一观点不应改变,繁荣的金融市场是企业生产经营的重要保障。将实体经济与金融(虚拟经济)区别看待是错误的,因为这两者本身已经紧密相连。

(三)金融市场冲击对实体经济的影响

2013年AFA年会上,德克萨斯大学奥斯汀分校的Sheridan Titman主席针对2008年的金融危机,提出必须重视与公司基本面无关的因素变化(如交易方式由线下改为线上、投资者非理性所导致的羊群效应等),因为其导致市场参与冲击(*Participation shocks*)——投资者对资本市场参与程度的变化,从而对实体经济产生影响。

Titman教授认为,市场参与冲击会影响资本市场的证券价格,^①改变微观企业的投资行为,企业投资具有外部性,进而影响实体经济的运行。他构建了两个模型,分别从股权融资市场和债权融资市场分析了金融市场冲击对实体经济的影响机制。在股权融资市场,正向的市场参与冲击会增加证券的需求和股权融资的机会,从而增加适合股权融资方式的投资项目(如创办高科技企业)。高科技企业对实体经济具有正外部性。1990年代美国高科技股票虽然产生泡沫并最终破裂,但高科技产业投资大大加速了技术进步,有助于实体经济的发展。在债权融资市场,正向的市场参与冲击会增加债券的需求,降低债务融资成本,增加适合债权融资方式的投资项目(如房地产等固定资产投资)。这类资产的投资本质上对实体经济具有负外部性。美国2000年初信贷市场的过度扩张所导致的房地产市场泡沫即是很好的例证。

Titman主席表示,监管者应该对债权融资市场的泡沫进行干预,而对股权融资市场的泡沫则无需过度干涉。同时,(非基本面因素导致的)市场参与冲击与影响公司基本面的因素一样能够影响实体经济,对监管者而言,监测前者比后者更为容易。监管者可通过监测市场参与者的增减,对金融市场(特别是信贷市场)的泡沫进行预测和适度干预,促进实体经济的稳定和发展。

(四)金融能否造福社会

2015年AFA年会上,芝加哥大学布斯商学院Luigi Zingales主席对“金融能否造福社会”这一问题进行了深入的探讨。对大多数经济学家来说,金融显然是有益于社会的,诸多金融理论都说明了金融在经济中起着至关重要的作用。然而,大部分社会大众却不这么认为。《经济学人》(*The Economist*)的读者中有57%不同意“金融创新促进经济增长”的说法。当被问到“总体来看,你认为美国的金融体系有益于还是有害于美国的经济?”,美国成年人样本中有48%的人认为有害,只有34%认为有益。^②反金融的情绪越发严重,要保证合同迅速公正地执行就变得越困难,而这正是充满竞争性的资本市场融资活动必须具备的条件。没有公众的支持,金融家就需要政治保护来确保金融活动运作,只有那些享受租金的金融家才有实力进行游说活动。如此一来,面对公众的不满,只有那些非竞争性和热衷政治的金融组织才能存活。而且,一旦这种坏的金融形态流传,反金融的情绪就会越强烈,金融寻租活动也就越演越烈。社会公众对金融风险的认知恶化所引发的恶性循环正在全世界上演(Zingales 2012)。

为了改变这一现状,金融学者应该利用研究和教学活动来遏制金融寻租行为。通过研究不断质疑现有的金融实践,警示那些无效的实践行为。学者应成为金融的看门狗,而不是

^①市场参与冲击与Grossman和Stiglitz(1980)提出的供给冲击本质上等价,因而会影响证券价格。

^②数字来源于2014年Chicago Booth-Kellogg School Financial Trust Index survey对1 000个美国家庭的调查结果。

叭儿狗(Zingales 2013)。在实证研究时,金融学者应该充当内部举报人的角色,揭露金融活动中的扭曲现象,并进行事后成本收益的经济分析。在理论研究时,学者会受诸多因素干扰,而规范分析(*Formal analysis*)可以减少这些干扰对研究结论的影响。模型虽需不断修正,但不能随意增加假设。要让模型告诉我们结果,而不是去选择和操纵模型。理论研究时应该注意以下三个方面:第一,要严谨性不要对策性(*Be rigorous, not policy-relevant*);第二,要把政策和政治分开;第三,让理论保持简单。从教学的角度,学者有义务关心教学成果。不仅要教会学生科学知识,还要教会他们遵守社会道德规范,至少要强调违反这些规范对金融信誉会造成怎样的负面影响。

Zingales 主席总结,如果大多数公众依然对金融体系有着很大的偏见,那么金融的发展会受到很大限制。因此,金融学者对消除这个偏见义不容辞。学者一方面需要更好地解释和证明金融对社会做出的贡献,另一方面还要认识到公众的一些批评是有依据的。

该领域多位主席都是近期才做的发言,按照本文文献的选取原则未搜索到符合条件的后续研究。但这并非意味着该领域不重要,而恰恰意味着这一领域非常新,是值得继续研究的方向。

八、结论与未来研究方向

本文对 1996—2015 年共 20 届美国金融学年会(AFA)的主席发言进行了综述,寻找了近二十年来金融学国际前沿研究的发展路径。美国金融学年会是金融学领域最权威的国际学术会议之一,每年一位最有影响力的金融学顶级学者被推选为主席,并在 AFA 会议上进行主席发言。主席发言不仅综述了该领域的研究发现,提出了该领域的重大问题和最新前沿,也为未来研究指明了方向。本文首先按金融学研究领域将历届主席发言归类,详细综述了每个研究领域的主席观点,然后结合 SSCI 中相关文献图谱对各领域近二十年的研究变迁进行了总结。

(一)结论

经过系统的文献梳理,可以提炼出金融学研究的主要领域、研究重点、研究脉络,并体会金融研究的根本目的。以下分别从主席发言所属领域、研究的时间分布特征、研究路径变迁和研究内容等角度进行阐述。

首先,从主席发言所属领域可以了解金融学的主要研究领域及其特征。20 年间,主席发言几乎涉及当今金融学研究的所有领域:资产定价、公司金融、投资者行为、金融工具、市场微观结构和金融市场。与金融学科的主要发展一致,资产定价、公司金融和金融市场为金融研究的主体,这些领域选出的主席最多,因而主席发言也更多地涉及这些领域。资产定价和公司金融分别从投资方和融资方的视角进行研究,而金融市场(包含金融中介)则是双方有效运行的环境和介质。此外,金融学还包括对主体(投资者)和客体(金融工具)以及规则(微观结构)的研究。

其次,从时间分布可以了解金融研究重点的变化。资产定价、公司金融和金融工具的研究一直是研究的热点。金融市场微观结构和投资者行为的研究起步相对较晚,时间跨度也不长,反映了这两个领域可能是 21 世纪前 10 年的研究热点。而最近期的研究则集中于金融市场,近 4 年的主席发言都集中于这个领域,这标志着金融市场研究将成为未来很长一段时间内金融研究的热点领域。

再次,从研究变迁观察金融研究的脉络进展,可以为进一步研究提供路径指引。

AFA 主席发言一般为当时最重要、最有影响力的金融学问题,因此众多学者会对主席发言进一步研究和拓展。研究拓展的路径一般包括对问题本身的研究,即证实或证伪,也包括对问题“前因”和“后果”的延伸研究。

最后,从研究内容可以了解金融学研究的选题来源和金融学研究的根本目的。纵观主席发言及之后的研究变迁,可以发现金融学的一个重要特征,即研究问题来源于金融市场的重要事件,研究结论服务于金融实务的未来发展。近 20 年来,美国金融市场发展迅猛,学者的研究内容一直围绕着金融市场的发展变迁:

1. 金融市场交易方式由线下逐渐变为线上,推动了金融市场微观结构的研究。基于市场交易方式的重大改变,2000 年 Stoll 主席发言强调了交易方式变化所导致的市场摩擦值得进一步研究,2003 年 O'Hara 主席则指出了应重视市场微观结构(流动性和信息)对资产定价的影响。遵循主席发言的研究背景及研究路径指引,后续的市场微观结构研究对交易机制、管理制度的历史变迁所产生的新问题不断进行探索。

2. 机构投资者持股比例不断增加,引发了金融研究各个领域的深入进展和融会贯通。面对机构投资者逐渐成为市场的主体,2008 年 French、2009 年 Stein 和 2014 年 Stambaugh 主席分别从金融工具(客体)和投资者行为(主体)视角强调了机构投资(基金)的价值和机构投资者行为对金融市场的重要影响,2001 年 Allen 主席则通过金融机构的重要性被研究低估来说明资产定价和公司金融理论应互相借鉴,由此开创了跨领域的交叉研究。从后续的研究进展来看,这一领域的研究伴随着新型理财工具出现和机构投资者本身行为变迁,研究热度一直不减。

3. 金融全球化不断深化,新型金融工具和交易策略层出不穷,“理性”和“非理性”的争论还在持续。2005 年 Stulz 主席指出,现有的金融学研究应考虑金融全球化对一国经济的影响,启发了后来的研究。随着金融深化,更多的金融工具涌现,各种交易策略构成了传统金融理论难以解释的“异象”,后续研究大大拓展了 2002 年 Constantinides 主席在理性框架下的“异象”解释。2013 年诺贝尔经济学奖同时授予对金融市场运行持完全相反观点的经济学家:“理性”理论代表者 Eugene Fama 和行为金融理论代表者 Robert Shiller,标志着金融学就如何看待这些“异象”及交易策略的有效性并未达成研究共识。

4. 2008 年金融危机对全球经济造成重创,金融市场的功能及现有管理模式的弊端引起了大量反思。2010 年 Duffie、2012 年 Rajan 和 2013 年 Titman 主席分别从金融危机中资本流动性枯竭、金融市场对企业融资和实体经济的影响等方面提出了未来重要的研究方向。2015 年 Zingales 主席提出了一个振聋发聩的问题——金融对社会有益吗,同时指出了金融学研究、教学、社会服务方面存在的问题。这必将引起金融学未来教育、研究等多方面的变革和思考。

(二)对中国金融学未来研究的启示

中国的金融市场有若干不同于成熟市场的特征,但梳理金融学国际研究前沿的变迁,对中国金融学的未来研究具有很好的启发意义:

首先,金融学研究的根本目的值得深入思考。观察金融学研究的脉络可以发现,金融市场的本质是为实体经济提供投资、融资渠道,因而金融学研究的根本目的是为实体经济的投融资服务提供理论指导。这对于国内金融学研究的指导意义是:其一,资产定价(投资)和公司金融(融资)作为金融学最重要的两大研究领域,国际研究已经非常成熟。相比较而言,国内金融学文献中,资产定价的研究还比较缺乏,加强该领域的研究有助于探寻中国金融市场

的价格规律,使金融市场发挥资源配置的价格信号功能,从而更有效支持实体经济发展。其二,2001年Allen主席发言之后,资产定价和公司金融领域的研究交叉增多,这一方向也值得国内学者关注。其三,中国的金融体系以间接融资为主体,在跟踪国际前沿研究进展时,需要注意这种融资体制差别。以银行为主体的金融学教学和研究正因国际研究的影响而越来越弱化,但间接融资的实践在中国金融市场至关重要,学术研究必须服从服务于实体经济。

其次,从金融研究的主体——投资者行为来看,中国与国际成熟市场的投资者结构有很大不同,但仍有许多国际前沿研究值得借鉴。十年前(2006年),Campbell主席就提出了“家庭金融”(Household finance)的概念,在此前后,关于个人或家庭投资行为的研究涌现出大量成果,这对于国内金融学研究很有借鉴性。国内也有专门机构^①长期致力于家庭金融领域的调查和研究,但受制于数据的可得性,这方面的研究进展缓慢。不过,中国金融市场的投资者结构必将向以机构为主体过渡,有两方面的研究值得关注:其一,2014年Stambaugh主席的发言总结了从1980年起几十年内美国投资者结构的转变及其对金融市场的影响,对于当前转型中的中国投资者研究很有借鉴意义。其二,当机构投资者逐渐成为市场主体时,会出现越来越多的交易策略。交易策略研究每年都是AFA年会中最热门的分会,^②不仅吸引了大量金融研究者,也吸引了华尔街实务工作者参与。Harvey等(2016)对发表在各类金融学期刊上的研究横截面期望收益异象的313篇论文进行了“荟萃分析(Meta-study)”,McLean等(2016)将学术研究中揭示的97个横截面可预测股票收益的变量(因子)进行了样本外和研究发表后的收益可预测性检验,这些研究可以帮助国内学者快速了解金融策略研究的进展,具有很强的理论和实践价值。

再次,从金融研究的客体——金融工具来看,对于中国金融学研究具有三方面的启示:其一,随着金融市场的不断成熟,新型金融工具大量出现。相对于成熟市场,中国金融市场中对冲型金融工具的实务和研究都不多。新型金融工具尤其是衍生金融产品的丰富会产生大量的新型投融资策略,并会对金融市场的流动性、波动性和效率产生深远的影响,值得进一步研究。其二,当今最重要的变革——移动互联网技术的广泛应用不仅对于中国,而且对于其他国家的金融学研究都是崭新的课题,这是未来中国金融学实现弯道超车最可能的领域。在互联网金融业态下,信息收集和处理完全通过网络进行,信息不对称程度大大降低,资金双方的匹配成本大幅下降,融资与投资门槛显著降低。互联网环境下的金融资产定价、互联网金融对投资者需求和行为的影响、互联网金融对传统金融机构业务模式的冲击、互联网金融对整个社会资金配置效率的影响、互联网金融的风险控制与监管、互联网金融对微观企业行为及宏观实体经济的影响等都是值得研究的问题。其三,金融大数据领域的研究兴起值得关注。一方面,移动互联网和互联网金融的发展为经济个体海量信息的收集创造了条件;另一方面,随着计算机运算能力、数据处理技术和人工智能的发展,基于海量数据、非结构化数据甚至全样本数据的研究成为可能。未来金融大数据领域的研究可以关注:(1)运用大数据及其处理技术对金融学中存在争议的问题进行重新审视;(2)运用大数据研究传统金融学无法涉及的问题。例如,使用文本分析(Text analytics)、自然语言处理(Natural language processing)以及社交网络中文本、图片甚至音频、视频等非结构化的数

^①如西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心。

^②可关注微信公众号“金融学前沿论文速递”,在其“专题系列”中有每年AFA年会的论文简介。

据,分析文化、交流、媒体等对金融市场的影响等。

最后,对金融监管的研究和实务有启发。2008年金融危机后,大量金融学研究集中于对金融市场的功能及现有管理模式弊端的反思。近几年的AFA年会主席发言几乎都集中于此领域。资产证券化等新型金融工具改变了资产的风险承担者,金融市场的自我平衡功能失调,原有金融监管有效的前提已不存在。Boehmer等(2013)这篇ESI高被引论文利用2008年9月SEC(美国证券交易委员会)临时限制近1000只金融股票卖空事件,研究了卖空限制对市场质量、卖空活动、卖空者的激进程度和资产价格的影响。Beber和Pagano(2013)的ESI高被引论文则基于2007—2009年的危机,对世界各地的卖空限制监管进行了研究。这类研究对于中国金融市场曾经实施的卖空禁令颇具借鉴性。金融市场究竟需不需要管,管什么,怎样管?全世界的金融监管者和研究者都在对这些问题进行系统性的反思。2012年Rajan主席指出,金融危机对实体经济造成了严重破坏,但金融对实体经济具有不可替代作用这一观点不应改变。2013年Titman主席研究发现,监管者应该对债权融资市场的泡沫进行干预,而对股权融资市场的泡沫则无需过度干涉。监管者可通过监测市场参与者的增减,对金融市场(特别是信贷市场)的泡沫进行预测和适度干预,促进实体经济的稳定和发展。2015年Zingales主席关于金融与社会关系的发问更值得金融学研究、教学、实务等各方面关注。未来的金融学研究只有与金融实践紧密关联、服务于实体经济,才能获得长久而蓬勃的发展。

主要参考文献:

- [1]Acharya V V, Lochstoer L A, Ramadorai T. Limits to arbitrage and hedging: Evidence from commodity markets[J].Journal of Financial Economics, 2013, 109(2): 441—465.
- [2]Acharya V V, Pedersen L H. Asset pricing with liquidity risk[J].Journal of Financial Economics, 2005, 77(2): 375—410.
- [3]Adrian T, Etula E, Muir T. Financial intermediaries and the cross-section of asset returns[J].Journal of Finance, 2014, 69(6):2557—2596.
- [4]Agarwal V, Jiang W, Tang Y, et al. Uncovering hedge fund skill from the portfolio holdings they hide [J].Journal of Finance, 2013, 68(2): 739—783.
- [5]Allen F. Presidential address: Do financial institutions matter? [J].Journal of Finance, 2001, 56(4): 1165—1175.
- [6]Bae K H, Goyal V K. Creditor rights, enforcement, and bank loans[J].Journal of Finance, 2009, 64(2): 823—860.
- [7]Beber A, Pagano M. Short-selling bans around the world: Evidence from the 2007—09 crisis[J].Journal of Finance, 2013, 68(1): 343—381.
- [8]Becker T A, Shabani R. Outstanding debt and the household portfolio[J].Review of Financial Studies, 2010, 23(7): 2900—2934.
- [9]Bekaert G, Harvey C R, Lundblad C. Liquidity and expected returns: Lessons from emerging markets[J].Review of Financial Studies, 2007, 20(6): 1783—1831.
- [10]Bergstresser D, Chalmers J M, Tufano P. Assessing the costs and benefits of brokers in the mutual fund industry[J].Review of Financial Studies, 2009, 22(10): 4129—4156.
- [11]Bessembinder H. Trade execution costs and market quality after decimalization[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(4): 747—777.
- [12]Bessembinder H, Coughenour J F, Seguin P J, et al. Mean reversion in equilibrium asset prices: Evidence

- from the futures term structure[J].*Journal of Finance*, 1995, 50(1): 361—375.
- [13]Boehmer E, Jones C M, Zhang X Y. Shackling short sellers: The 2008 shorting ban[J].*Review of Financial Studies*, 2013, 26(6): 1363—1400.
- [14]Brav A, Heaton J B. Competing theories of financial anomalies[J].*Review of Financial Studies*, 2002, 15(2): 575—606.
- [15]Brockman P, Chung D Y, Yan X S. Block ownership, trading activity, and market liquidity[J].*Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009, 44(6): 1403—1426.
- [16]Brogaard J, Hendershott T, Riordan R. High-frequency trading and price discovery[J].*Review of Financial Studies*, 2014, 27(8): 2267—2306.
- [17]Busse J A, Goyal A, Wahal S. Performance and persistence in institutional investment management[J].*Journal of Finance*, 2010, 65(2): 765—790.
- [18]Calvet L E, Campbell J Y, Sodini P. Down or out: Assessing the welfare costs of household investment mistakes[J].*Journal of Political Economy*, 2007, 115(5): 707—747.
- [19]Calvet L E, Sodini P. Twin picks: Disentangling the determinants of risk-taking in household portfolios [J].*Journal of Finance*, 2014, 69(2): 867—906.
- [20]Campbell J Y. Household finance[J]. *Journal of Finance*, 2006, 61(4): 1553—1604.
- [21]Campbell J Y, Cocco J F. A model of mortgage default[J].*Journal of Finance*, 2015, 70(4): 1495—1554.
- [22]Campello M, Chen L, Zhang L. Expected returns, yield spreads, and asset pricing tests[J].*Review of Financial Studies*, 2008, 21(3): 1297—1338.
- [23]Chaboud A P, Chiquoine B, Hjalmarsson E, et al. Rise of the machines: Algorithmic trading in the foreign exchange market[J].*Journal of Finance*, 2014, 69(5): 2045—2084.
- [24]Chang E C, Tang D Y, Zhang M B. Suitability checks and household investments in structured products [J].*Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2015, 50(3): 597—622.
- [25]Chava S, Purnanandam A. Is default risk negatively related to stock returns? [J].*Review of Financial Studies*, 2010, 23(6): 2523—2559.
- [26]Chen H L, Pennacchi G. Does prior performance affect a mutual fund's choice of risk? Theory and further empirical evidence[J].*Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009, 44(4): 745—775.
- [27]Chen L, Da Z, Zhao X. What drives stock price movements? [J].*Review of Financial Studies*, 2013, 26(4): 841—876.
- [28]Chen J, Hong H, Jiang W, et al. Outsourcing mutual fund management: Firm boundaries, incentives, and performance[J].*Journal of Finance*, 2013, 68(2): 523—558.
- [29]Chen L, Lesmond D A, Wei J. Corporate yield spreads and bond liquidity [J].*Journal of Finance*, 2007, 62(1): 119—149.
- [30]Chordia T, Huh S, Subrahmanyam A. Theory-based illiquidity and asset pricing[J].*Review of Financial Studies*, 2009, 22(9): 3629—3668.
- [31]Cochrane J H. Presidential address: Discount rates[J]. *Journal of Finance*, 2011, 66(4): 1047—1108.
- [32]Constantinides G M. Rational asset prices[J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(4): 1567—1591.
- [33]Constantinides G M, Donaldson J B, Mehra R. Junior can't borrow: A new perspective on the equity premium puzzle[J].*Quarterly Journal of Economics*, 2002, 117(1): 269—296.
- [34]Cumming D, Johan S, Li D. Exchange trading rules and stock market liquidity[J].*Journal of Financial Economics*, 2011, 99(3): 651—671.
- [35]Dammon R M, Spatt C S, Zhang H H. Optimal consumption and investment with capital gains taxes[J].*Review of Financial Studies*, 2001, 14(3): 583—616.
- [36]Dammon R M, Spatt C S, Zhang H H. Optimal asset location and allocation with taxable and tax-

- deferred investing[J]. Journal of Finance, 2004, 59(3):999—1037.
- [37]Davis S J, Kubler F, Willen P. Borrowing costs and the demand for equity over the life cycle[J].Review of Economics and Statistics, 2006, 88(2): 348—362.
- [38]DeBondt W F, Thaler R. Does the stock market overreact? [J].Journal of Finance, 1985, 40(3): 793—805.
- [39]De Roon F A, Nijman T E, Veld C. Hedging pressure effects in futures markets[J].Journal of Finance, 2000, 55(3): 1437—1456.
- [40]Dewatripont M, Maskin E. Credit and efficiency in centralized and decentralized economies[J].Review of Economic Studies, 1995, 62(4): 541—555.
- [41]Diamond D W. Presidential address;Committing to commit;Short-term debt when enforcement is costly [J]. Journal of Finance, 2004, 59(4): 1447—1479.
- [42]Dimmock S G, Kouwenberg R, Mitchell O S, et al. Ambiguity aversion and household portfolio choice puzzles: Empirical evidence[J].Journal of Financial Economics,2016, 119(3): 559—577.
- [43]Duarte J, Young L. Why is PIN priced? [J].Journal of Financial Economics, 2009, 91(2): 119—138.
- [44]Duesenberry J S. Income, saving, and the theory of consumer behavior[M]. Cambridge;Harvard University Press,1949.
- [45]Duffie D. Presidential address;Asset price dynamics with slow-moving capital[J]. Journal of Finance, 2010, 65(4): 1237—1267.
- [46]Easton P D. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital [J].Accounting Review, 2004, 79(1): 73—95.
- [47]Eleswarapu V R, Venkataraman K. The impact of legal and political institutions on equity trading costs: A cross-country analysis[J].Review of Financial Studies,2006, 19(3): 1081—1111.
- [48]Elton E J. Presidential address;Expected return, realized return, and asset pricing tests[J]. Journal of Finance, 1999, 54(4): 1199—1220.
- [49]Faccio M,Lang L H. The ultimate ownership of Western European corporations[J].Journal of Financial Economics, 2002, 65(3): 365—395.
- [50]Fama E F, French K R. Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns[J].Journal of Finance, 2010, 65(5): 1915—1947.
- [51]Fama E F, Gibbons M R. A comparison of inflation forecasts[J].Journal of Monetary Economics, 1984, 13(3): 327—348.
- [52]Fleckenstein M, Longstaff F A, Lustig H. The TIPS—Treasury bond puzzle[J].Journal of Finance, 2014, 69(5): 2151—2197.
- [53]Foucault T, Kadan O, Kandel E. Liquidity cycles and make/take fees in electronic markets[J].Journal of Finance, 2013, 68(1): 299—341.
- [54]French K R. Presidential address; The cost of active investing[J]. Journal of Finance, 2008, 63(4): 1537—1573.
- [55]Gaudecker H, Vom M. How does household portfolio diversification vary with financial literacy and financial advice? [J].Journal of Finance, 2015, 70(2): 489—507.
- [56]Gennaioli N, Rossi S. Contractual resolutions of financial distress[J].Review of Financial Studies, 2013, 26(3): 602—634.
- [57]Gennaioli N, Shleifer A, Vishny R. Money doctors[J].Journal of Finance,2015, 70(1):91—114.
- [58]Gibson R, Schwartz E S. Stochastic convenience yield and the pricing of oil contingent claims[J].Journal of Finance, 1990, 45(3): 959—976.
- [59]Gourinchas P O, Parker J A. Consumption over the life cycle[J].Econometrica, 2002, 70(1): 47—89.

- [60]Green R C. Presidential address: Issuers, underwriter syndicates, and aftermarket transparency[J]. Journal of Finance, 2007, 62(4): 1529—1550.
- [61]Green R C, Hollifield B, Schürhoff N. Dealer intermediation and price behavior in the aftermarket for new bond issues[J].Journal of Financial Economics, 2007, 86(3): 643—682.
- [62]Green R C, Li D I, Schürhoff N. Price discovery in illiquid markets: Do financial asset prices rise faster than they fall? [J].Journal of Finance, 2010, 65(5): 1669—1702.
- [63]Grossman S J, Stiglitz J E. On the impossibility of informationally efficient markets[J].American Economic Review, 1980, 70(3): 393—408.
- [64]Gruber M J. Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds[J]. Journal of Finance, 1996, 51(3): 783—810.
- [65]Guercio D D, Reuter J. Mutual fund performance and the incentive to generate alpha[J].Journal of Finance, 2014, 69(4): 1673—1704.
- [66]Harvey C R, Liu Y, Zhu H.··· and the cross-section of expected returns[J].Review of Financial Studies, 2016, 29(1): 5—68.
- [67]Hasbrouck J. Trading costs and returns for US equities: Estimating effective costs from daily data[J]. Journal of Finance, 2009, 64(3): 1445—1477.
- [68]He Z, Xiong W. Delegated asset management, investment mandates, and capital immobility[J].Journal of Financial Economics, 2013, 107(2): 239—258.
- [69]Johnson D S, Parker J A, Souleles N S. Household expenditure and the income tax rebates of 2001[J]. American Economic Review, 2004, 96(5): 1589—1610.
- [70]Kacperczyk M, Nieuwerburgh S V, Veldkamp L. Time-varying fund manager skill[J].Journal of Finance, 2014, 69(4): 1455—1484.
- [71]Kokkonen J, Suominen M. Hedge funds and stock market efficiency[J].Management Science, 2015, 61(12): 2890—2904.
- [72]Kornai J. Resource-constrained versus demand-constrained systems[J].Econometrica, 1979, 47(4): 801—819.
- [73]La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J].Journal of Finance, 1999, 54(2): 471—517.
- [74]Lau S T, Ng L, Zhang B. The world price of home bias[J].Journal of Financial Economics, 2010, 97(2): 191—217.
- [75]Leland H E. Agency costs, risk management, and capital structure[J]. Journal of Finance, 1998, 53(4): 1213—1243.
- [76]Leuz C, Oberholzer-Gee F. Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia[J].Journal of Financial Economics, 2006, 81(2): 411—439.
- [77]Li H, Wang J, Wu C, et al.Are liquidity and information risks priced in the treasury bond market? [J]. Journal of Finance, 2009, 64(1): 467—503.
- [78]Linnainmaa J T. Why do (some) households trade so much? [J].Review of Financial Studies, 2011, 24(5): 1630—1666.
- [79]Liu W. A liquidity-augmented capital asset pricing model[J].Journal of Financial Economics, 2006, 82(3): 631—671.
- [80]Lou D, Yan H, Zhang J. Anticipated and repeated shocks in liquid markets[J].Review of Financial Studies, 2013, 26(8): 1890—1912.
- [81]McLean D R, Pontiff J. Does academic research destroy stock return predictability[J].Journal of Finance, 2016, 71(1): 5—32.

-
- [82] Mehra R, Prescott E C. The equity premium: A puzzle[J]. Journal of Monetary Economics, 1985, 15(2): 145—161.
 - [83] Merton R C. Optimum consumption and portfolio rules in a continuous-time model[J]. Journal of Economic Theory, 1971, 3(4): 373—413.
 - [84] Merton R C. An intertemporal capital asset pricing model[J]. Econometrica, 1973, 41(5): 867—887.
 - [85] O'Hara M. Presidential address: Liquidity and price discovery[J]. Journal of Finance, 2003, 58(4): 1335—1354.
 - [86] Parker J A. The reaction of household consumption to predictable changes in social security taxes[J]. American Economic Review, 1999, 89(4): 959—973.
 - [87] Parrino R, Weisbach M S. Measuring investment distortions arising from stockholder-bondholder conflicts[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 53(1): 3—42.
 - [88] Pastor L, Stambaugh R F. Costs of equity capital and model mispricing[J]. Journal of Finance, 1999, 54(1): 67—121.
 - [89] Pastor L, Stambaugh R F. Liquidity risk and expected stock returns[J]. Journal of Political Economy, 2003, 111(3): 642—685.
 - [90] Puckett A, Yan X S. The interim trading skills of institutional investors[J]. Journal of Finance, 2011, 66(2): 601—633.
 - [91] Qian J, Strahan P E. How laws and institutions shape financial contracts: The case of bank loans[J]. Journal of Finance, 2007, 62(6): 2803—2834.
 - [92] Quah J K, Strulovici B. Discounting, values, and decisions[J]. Journal of Political Economy, 2013, 121(5): 896—939.
 - [93] Rajan R G. Presidential address: The corporation in finance[J]. Journal of Finance, 2012, 67(4): 1173—1217.
 - [94] Rajan R G, Zingales L Z. The firm as a dedicated hierarchy: A theory of the origins and growth of firms[J]. Quarterly Journal of Economics, 2001, 116(3): 805—851.
 - [95] Routledge B R, Seppi D J, Spatt C S. Equilibrium forward curves for commodities[J]. Journal of Finance, 2000, 55(3): 1297—1338.
 - [96] Ryder H E, Heal G M. Optimal growth with intertemporally dependent preferences[J]. Review of Economic Studies, 1973, 40(1): 1—31.
 - [97] Schultz P. The market for new issues of municipal bonds: The roles of transparency and limited access to retail investors[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 106(3): 492—512.
 - [98] Schwartz E S. The stochastic behavior of commodity prices: Implications for valuation and hedging[J]. Journal of Finance, 1997, 52(3): 923—973.
 - [99] Shiller R J, Fischer S, Friedman B M. Stock prices and social dynamics[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1984, 1984(2): 457—510.
 - [100] Souleles N S. The response of household consumption to income tax refunds[J]. American Economic Review, 1999, 89(4): 947—958.
 - [101] Stambaugh R F. Presidential address: Investment noise and trends[J]. Journal of Finance, 2014, 69(4): 1415—1453.
 - [102] Stein J C. Presidential address: Sophisticated investors and market efficiency[J]. Journal of Finance, 2009, 64(4): 1517—1548.
 - [103] Stoll H R. Presidential address: Friction[J]. Journal of Finance, 2000, 55(4): 1479—1514.
 - [104] Stulz R M. The limits of financial globalization[J]. Journal of Finance, 2005, 60(4): 1595—1638.
 - [105] Sun Z, Wang A, Zheng L. The road less traveled: Strategy distinctiveness and hedge fund performance

- [J]. *Review of Financial Studies*, 2012, 25(1): 96—143.
- [106] Sundaresan S M. Intertemporally dependent preferences and the volatility of consumption and wealth[J]. *Review of Financial Studies*, 1989, 2(1): 73—89.
- [107] Titman S. Financial markets and investment externalities[J]. *Journal of Finance*, 2013, 68(4): 1307—1329.
- [108] Ye P. The value of active investing: Can active institutional investors remove excess comovement of stock returns? [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2012, 47(3): 667—688.
- [109] Zingales L. Presidential address: Does finance benefit society? [J]. *Journal of Finance*, 2015, 70(4): 1327—1363.

The Research Fronts of Finance in the Last 20 Years: A Review of AFA Presidential Addresses

Lu Rong, Wang Ce

(*School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

Abstract: The AFA annual meeting is one of the most authoritative international academic meetings in the field of finance, and the topics discussed in this meeting represent the research highlights in finance. On the AFA annual meeting, one top researcher in finance is elected to be the president who will give a presidential address. The presidents are the authorities in the field of finance, so the presidential addresses not only discuss the new findings and propose the important issues & the latest frontiers in this specific field, but also give a guideline for future financial research. This paper reviews all presidential addresses in last 20 years in the aspects of asset pricing, corporate finance, investor behavior, financial instruments, market microstructure and financial market as well as summarizes research transition by bibliometric analysis and visualization on SSCI literature. This paper will be helpful for researchers at home and abroad to understand the development context of international financial research frontiers and be inspiring for domestic financial research, which reveals the essential fact that financial research stems from and serves the real economy.

Key words: AFA annual meeting; AFA presidential address; financial research frontier

(责任编辑 康 健)