

南大商学评论

Nanjing Business Review

高贴现率与高失业率:

——对美国金融危机后高失业率成因的一个解释

罗伯特 E. 霍尔

宏观经济环境对企业融资行为影响研究

——一个理论框架和实证证据

何青 向磊

基金风格、信息优势与资产回报

孔东民 李阳 代昀昊 伍静茹

组织公平有助于员工行为?

——组织承诺与组织支持感的不同作用

苗仁涛 周文霞 王冰

顾客知识与企业绩效

——营销能力的中介作用研究

尚晓燕 王永贵

25

第11卷 第1期



经济转型与发展研究系列

南大商学评论

Nanjing Business Review

25



南京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

南大商学评论. 第25辑 / 刘志彪主编. — 南京 :
南京大学出版社, 2014.5

ISBN 978-7-305-13294-0

I. ①南… II. ①刘… III. ①中国经济—文集 IV.
①F12-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 106306 号



出版发行 南京大学出版社
社 址 南京市汉口路22号 邮 编 210093
网 址 <http://www.NjupCo.com>
出 版 人 左 健
书 名 南大商学评论(第25辑)
主 编 刘志彪
执行主编 郑江淮 贾良定
责任编辑 陈 洪 王抗战 编辑热线 025-83596997
照 排 南京南琳图文制作有限公司
印 刷 常州市武进第三印刷有限公司
开 本 787×1092 1/16 印张 14.5 字数 280 千
版 次 2014年5月第1版 2014年5月第1次印刷
ISBN 978-7-305-13294-0
定 价 32.00 元
发行热线 025-83594756
电子邮箱 Press@NjupCo.com
Sales@NjupCo.com(市场部)

* 版权所有, 侵权必究

* 凡购买南大版图书, 如有印装质量问题, 请与所购
图书销售部门联系调换

本刊主办单位

南京大学长江三角洲经济社会发展研究中心
教育部人文社会科学百所重点研究基地

南京大学经济转型和发展研究中心
教育部哲学社会科学创新基地

南京大学商学院

《南大商学评论》编辑委员会

主 任 范从来

主 编 刘志彪

编 委 (以姓氏笔画为序)

于津平 马野青 王全胜 王跃堂

安同良 刘志彪 刘 洪 刘春林

张正堂 陈传明 沈坤荣 杨 忠

杨雄胜 范从来 郑江淮 洪银兴

赵曙明 徐志坚 贾良定 葛 扬

韩顺平 裴 平

执行主编 郑江淮 贾良定

执行编委 (以姓氏笔画为序)

王 宇 王 兵 皮建才 曲兆鹏

刘德溯 李 剑 张 骁 张 晔

何 健 杨 雪 郑东雅 俞 欣

姜 嫵 徐小林 黄韞慧 韩 剑

蒋春燕 蒋 彧

主编的话

《南大商学评论》是由南京大学商学院主办的经济学、管理学类非连续的学术刊物。创刊以来,以其规范、严密、扎实的研究风格受到国内外学者的高度评价,2012年被中国社会科学评价中心评入CSSCI来源刊物。在此我向关心、支持本刊物的同仁们表示衷心的感谢!

新一轮的全球化期待中国学术研究像中国经济一样,进入世界学术研究关注的焦点和前沿。为了鼓励源自中国的原创性研究,《南大商学评论》的办刊方向进一步明确为立足于中国经济转型和发展实践,提倡从中国经济管理的实践中发现问题、提炼问题、分析问题和解决问题。

本刊将延续以前的传统,开放式办刊,广泛接受来自国内外学者的自由投稿,采用双向匿名审稿制度,主要发表原创性的规范和实证研究的学术论文,以及案例、综述和评论性的文章。研究领域不限,欢迎从宏观经济学、财政金融、产业组织、国际贸易、比较经济学、企业管理、市场营销、人力资源、电子商务、会计等相关具体领域进行专门化研究的成果。

欢迎赐稿,谢谢!



目录

- 1** 高贴现率与高失业率
——对美国金融危机后高失业率成因的一个解释
罗伯特 E. 霍尔
-
- 33** 基金风格、信息优势与资产回报
孔东民 李 阳 代昀昊 伍静茹
-
- 62** 宏观经济环境对企业融资行为影响研究
——一个理论框架和实证证据
何 青 向 磊
-
- 87** 腐败对环境污染的影响：中国经验
李子豪 刘辉煌
-
- 106** 服务界面感知对顾客体验与行为意向的影响
陈 晔 牛振邦 张 辉
-

-
- 129** 高绩效工作系统、学习战略与组织市场绩效的关系

程德俊 马丽丽

- 144** 顾客知识与企业绩效
——营销能力的中介作用研究

尚晓燕 王永贵

- 163** 组织公平有助于员工行为？
——组织承诺与组织支持感的不同作用

苗仁涛 周文霞 王 冰

- 183** 幸福的人更认同组织
——主观幸福感对组织认同的影响及其作用机制

吴 昊 杨东涛 秦伟平 褚庆鑫

- 203** 感知承诺型人力资源管理与员工绩效关系研究
——组织信任的调节作用

林亚清 赵曙明

CONTENTS

- 1** High Discounts and High Unemployment
Robert E. Hall
-
- 33** Styles of Mutual Funds, Information Advantages, and
Asset Returns
Dongmin Kong Yang Li Yunhao Dai Jingru Wu
-
- 62** Research on Macroeconomic Condition and
the Adjustment of Firm's Capital Structure
—A Theoretical Framework and Empirical Evidence
Qing He Lei Xiang
-
- 87** The Effects of Corruption on Environmental Pollution:
Chinese Evidence
Zihao Li Huihuang Liu
-
- 106** The Impact of Service Interface Perception on
Customer Experience and Behavior Intention
Ye Chen Zhenbang Niu Hui Zhang
-

-
- 129** High Performance Work System, Learning Strategy
and Market Performance of Organization: The
Moderate Effect of High-tech Industry

Dejun Cheng Lili Ma

- 144** Customer Knowledge and Firm Performance
—the Mediating effect of Marketing Competence

Xiaoyan Shang Yonggui Wang

- 163** Does Organizational Justice Contribute to Behaviors
of Employees: The Roles of Organizational
Commitment and Perceived Organizational Support

Rentao Miao Wenxia Zhou Bing Wang

- 183** The Influence of SWB on Organizational Identification
and Its Mechanism

Gao Wu Dongtao Yang Weiping Qin Qingxin Chu

- 203** The Effect of Perceived Commitment HRM on Employee
Performance: The Role of Organizational Trust

Yaqing Lin Shuming Zhao

高贴现率与高失业率

——对美国金融危机后高失业率成因的一个解释

罗伯特 E. 霍尔*

【摘要】 经济衰退时,股票市场比公司利润下降的更快,股票市场的贴现率上升。雇主的各种投资(包括增加就业岗位)下降。根据主流失业理论搜寻—匹配模型(DMP),雇主创造就业岗位动机的减弱导致劳动力市场萧条和失业增加。当增加就业岗位可使雇主获得额外剩余时,雇主才会增加对就业岗位的投资,而贴现率上升会导致剩余价值下降,因此,高贴现率会导致高失业率。本文没有对为什么衰退经济中贴现率高进行过多解释,而是证明了经济衰退时期贴现率上升,股市大幅下滑,使得失业率上升的解释更为合理。

【JEL 分类号】 E24 E32 G12

搜寻和匹配模型作为解释失业变动的权威理论,与在其之前的失业的理论相比而言,不仅关注劳动力供求层面,而且侧重于结构层面。Diamond, Mortensen & Pissarides 的搜寻—匹配模型(下文简称 DMP 模型)为失业率波动,尤其是 2008 年金融危机以来的失业率波动提供了更好的解释。但如何根据 DMP 模型把金融危机和高失业联系起来成为重要的挑战。

简单地说,DMP 模型把失业和工作岗位创造动机联系起来。当雇主发现增加雇员的收益下降,雇主就会减少招聘新员工的投入,则失业人数上升,此时由于雇主招聘到新雇员更加容易,招聘仍会维持在过去的正常水平,那么失

* 罗伯特 E. 霍尔(Robert E. Hall),美国斯坦福大学经济系教授,曾任美国经济学会会长。该文得到胡佛研究所资助,是美国经济研究局(NBER)经济波动与增长项目的部分成果,感谢 Jules van Binsbergen, Ian Martin, Nicolas Petrosky-Nadeau, Leena Rudanko, Martin Schneider 和 Eran Yashiv 提供宝贵的评论,感谢 Petrosky-Nadeau 提供了就业空缺率的历史数据和分析建议。

业率就会很高。直到雇主创造就业岗位的动机回归正常,失业率才有可能下降。这种机制的发挥依赖于完全竞争的市场环境。

自 Mortensen & Pissarides(1994)模型提出以来,到底是哪些因素抑制了衰退期增设就业岗位动机的问题至今尚未给出非常合理的解释。很多文献都把原因归结于生产率的下降,但是这种解释是缺乏说服力的,正如 Shimer (2005)指出的那样,DMP 模型意味着失业的微小变动是对生产率巨大变化的反应,但是根据美国发生的三年经济大萧条的数据,失业增加并没有伴随生产率的波动。因此,本文提出另一种可能的驱动因素——贴现率,即雇主在考虑是否增设就业岗位决策时,会把贴现率考虑进增加就业所获得的利润流中。

下面通过简单的模型对以上问题进行概述,并用美国劳动力市场数据对模型参数进行估计。设经济体按马尔科夫运动过程在正常状态(用 $i=1$ 表示)和衰退状态(用 $i=2$ 表示)随机变动,每月份正常状态结束的概率为 $\pi_1=0.0083$,衰退状态结束的概率 $\pi_2=0.017$;正常状态的持续期为 10 年,衰退状态的持续期是 5 年;生产率为 1 的工人的工资为 $w=0.985$;工人每月不能正常工作的概率 $s=0.035$ 。雇主把未来的利润 $(1-w)$ 按利率 r_i 进行贴现, $r_1=0.0083$ (近似为每年 10%), $r_2=0.042$ (近似为每年 50%),则每个工人为企业创造的价值为:

$$J_1=1-w+\frac{1-s}{1+r_1}[(1-\pi_1)J_1+\pi_1J_2] \quad (1)$$

同理, $J_2=1-w+\frac{1-s}{1+r_2}[(1-\pi_2)J_2+\pi_2J_1]$,代入数值求解可得: $J_1=0.32, J_2=0.22$ 。

设劳动力市场按照 DMP 模型的搜寻—匹配原理运行,且匹配函数为空缺弹性和失业弹性相等的 C-D 函数。维持职位空缺的月均成本 $c=0.43$,当招募工人的成本等于工人为企业带来的价值时,市场实现均衡:

$$cT_1=\frac{1}{1+r_1}[(1-\pi_1)J_1+\pi_1J_2] \quad (2)$$

同理可得 $i=2$ 时的 cT_2 。预期职位空缺持续时间为 T_i 个月 ($T_1=0.73$ 个月, $T_2=0.49$ 个月)。找到工作的可能性 $f_i=\mu^2T_i$, μ 为匹配函数的效率参数,则静态的失业率为:

$$u_i=\frac{s}{s+f_i} \quad (3)$$

根据美国数据校准后可得: $u_1=6.1\%, u_2=8.9\%$ 。

由此可知,萧条期更高的贴现率导致更高的失业率。由于本文关注的是高贴现率对劳动力市场的抑制效应,因此会随之产生两个主要的研究主题:第一,证明纳什讨价还价解不能决定工资水平。而且如模型所示,没有纳什谈判下的工资不仅对于劳动力市场的劳动力市场岗位紧张程度反应更小,而且是生产率的减函数(a simple markdown from productivity),这是一个新的发

现。本文得出的降价模型(markdown model)是在 DMP 框架下发展起来的大量工资决定理论上得到的,Chodorow-Reich & Karabarbounis(2013)对劳动者工作的机会成本的时间序列行为的分析为降价特征提供了很好的证明。第二,证明经济萧条背景下,失业显著增加是由于贴现率的大幅上涨,且贴现率的增加远远超过任何真实利率的上涨。因此有必要对有关萧条期贴现率高的研究文献进行综述。

本文认为其中的因果联系为:某个事件导致了金融危机,风险溢价上升,贴现率上升,资产价值下降,各种形式的投资下降,尤其是高贴现率导致雇主增加雇佣的收益下降,为雇佣工人而增加的投资下降,失业上升。危机也会使无风险资产面临更低的贴现率,如 2008 年金融危机以后,美国 5 年中长期债券的收益实际已接近 0。和公司收益一样,新雇佣工人的收益流也存在金融风险,因此危机发生期间,股票溢价的增加意味着工人为企业带来的利益流面临更高的贴现率而同时国库券的安全收益却面临更低的贴现率。危机中投资者又倾向于安全收益,从而更高的贴现率导致更低的股票价格,更低的贴现率导致更高的国债价格。换句话说,由于雇主认为新雇员为其创造的收益流面临更高的风险溢价,导致了危机发生期间的高失业。

附录讨论了对 DMP 模型做出贡献的大量早期文献以及和本文思想相关的一些金融文献。事实上,贴现率影响失业并不是新提出的观点,本文的贡献在于把有关劳动力市场的文献和有关股票市场贴现率波动的金融文献联系起来,并找到能够解释失业对贴现率变动反应灵敏,而对生产率变动反应缓慢的工资决定参数。

一 岗位价值和股票市场

岗位价值(job value, J)是通过合适贴现率调整后的雇主从新增工人开始工作时起获得的未来收益流的现值。股票市场价格指数的价值是股东的一揽子证券投资组合在未来的分红收入再通过合适贴现率贴现到目前的现值。对于成功的雇主而言,工人为其带来的收益流和一揽子证券投资的红利具有相同决定因素——贴现率,即贴现率反映两个未来现金流的相似风险,因此两个未来现金流的现值应该同向运动,这是本文劳动力市场分析的视角。尤其是在过去 20 年里,这一命题已被证实是非常正确的。

1. 岗位价值和劳动力市场均衡

雇员为雇主所带来的边际收益和雇主支付给雇员的报酬的差额的现值是企业招聘工人的动机。均衡状态下,伴随岗位创造的自由进入,预期的边际收

益现值将等于招聘成本。招聘成本依赖于用职位空缺数量(V)、新增就业流(H)度量的劳动力市场状况。大量关于随机搜寻和匹配的研究表明,招聘成本的最好近似方法为:

$$k+cx\frac{V}{H} \quad (4)$$

其中, x 是劳动生产率,空缺数/新就业数($T=\frac{V}{H}$)是空缺职位招聘到工人的预期时间,参数 c 是维持空缺职位的每期成本(相对于每单位劳动力而言)。均衡状态下:

$$k+cxT=\frac{1}{1+r}\bar{J} \quad (5)$$

其中, $\bar{J}$ 是每单位新雇佣工人为雇主带来的收益流的现值,设 $J=\bar{J}-(1+r)k$ 表示工人为雇主带来的净现值。因此,均衡状况为:

$$cxT=\frac{1}{1+r}J \quad (6)$$

DMP 文献一直用职位空缺数/失业数之比($\theta=\frac{V}{U}$)作为劳动力市场岗位紧张程度的度量。假设匹配函数为新就业流对于失业的弹性和新就业流对于职位空缺的弹性的 C-D 函数形式($H=\mu\sqrt{UV}$),则 V 和 U 的关系可通过以下方式度量:

$$\theta=\mu^2T^2 \quad (7)$$

2. 合约前成本和合约后成本

DMP 模型依赖于雇主增设就业岗位所产生的预期收益的净现值为 0 的均衡条件,准备招聘的雇主预期招聘时的沉没成本将会被新招聘工人在其雇佣期间为其带来的净收益(边际收益减去工资)弥补。模型区分了雇主增设工作岗位产生的成本和招聘到工作岗位后培训工人的成本。工人一旦被雇佣会产生培训成本(K),根据预期收益的现值($\tilde{J}$),即未来各期生产率和工资的差额($x-w$)加总后的现值,可得到均衡状态下:

$$\tilde{J}-K-(1+r)cT=0 \quad (8)$$

此时,岗位价值为培训前的净值 $J=\tilde{J}-K$,当培训成本是沉没成本时,可以看出,岗位价值 $\tilde{J}$ 随培训成本 K 的上升而上升。这里的培训成本 K 和招聘成本函数中的常数 k 作用相似。 J 的定义把容易观测到的岗位价值部分和不易观测的岗位价值部分(可移到等式右侧)进行了分离。因此,只要从岗位价值的现值 $x-w$ 中扣除培训成本、启动成本及其他招聘过程中的固定成本就可以得到 J 的值。

在工人和雇员就工资进行讨价还价时,尚未产生的成本也会成为谈判的要素。尽管谈判过程中雇主不可避免地要谈到合约前成本,但合约签订后的训练及其他启动成本也必须通过更低的工资来弥补,所以讨价还价问题的标准校正后,合约后成本就会由工人承担。

3. 岗位价值的测度

根据劳动力市场中岗位价值等于成本的条件,可以得出,岗位价值=维持职位空缺的每期成本*职位空缺持续时间*(1+r),即 $J=(1+r)cxT$ 。本文后面将会讨论通过 $x-w$ 扣除成本后的净现值来测度 J 的方法所面临的诸多挑战。Silva & Toledo(2009)的数据显示维持一个空缺职位的每日成本约为0.43个工作日的工资,由此2011年一月美国平均每个雇员的日成本为66美元(即 $c=\$66$)。尽管本文也会采用这个数方法估算 J ,但本文的主要结果并不依赖于已知的 c 值。美国劳工统计局(BLS)发布的职位空缺与劳工流动调查(JOLTS)提供了职位空缺数量和新招聘率的数据,根据这两个数据的比值可得到平均职位空缺持续期。图1显示了JOLTS在报告最开始部分公布的2000年底至2013年初的整个经济的平均岗位价值。这段时期内,每个新雇佣工人的平均价值为1080美元,2000年底的平均岗位价值为1506美元,但从2001年经济衰退开始,岗位价值急剧下降,到2008年9月金融危机以后,降幅更加明显。岗位价值在2007年12月达到最大值1467美元,在2009年7月达到最小值769美元,很明显该时段内就业创造动机在大幅下降。Hall & Schulhofer-Wohl(2013)比较了来自JOLTS的新雇佣流、就业率、离职率(包括失业和换工作)数据和来自CPS的数据,发现CPS公布的数据水平更大,且经济衰退时的变动幅度也更大,但本文结果并不受数据来源的影响。

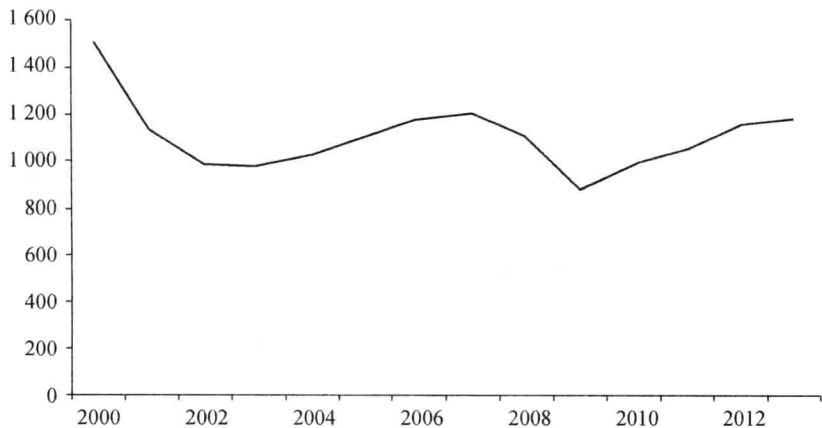


图1 总岗位价值(2001—2013)

图 2 显示了 JOLTS 公布的各行业岗位价值。建筑行业的平均岗位价值最低,与该部门工作的短期性特征相符;政府和卫生部门的平均岗位价值最高。经济危机后所有行业的岗位价值都大幅下降,DMP 模型对贴现率增加导致所有行业岗位价值变动给予了解释。

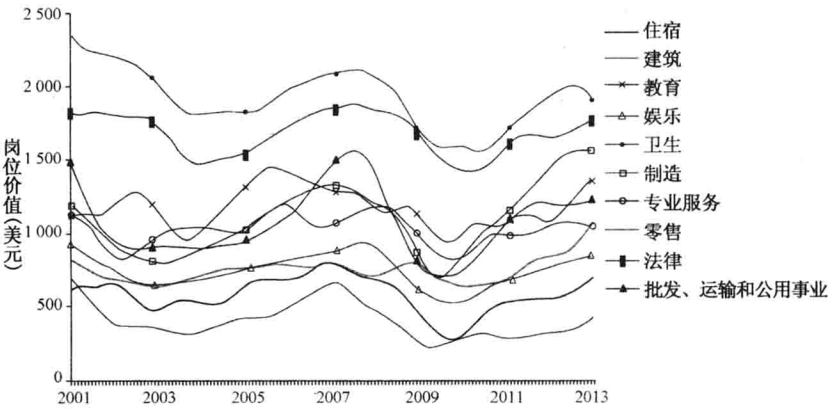


图 2 分行业岗位价值(2001—2013)

由于缺乏 2001 年以前的新增雇佣流数据,因此无法直接计算出 2001 年以前的岗位价值数据,但空缺数/失业数的数据是可得(后面将会讨论数据来源),因而根据 2001—2007 年的数据我们计算出匹配效率 μ 后,可通过(9)式近似计算得到职位空缺持续期:

$$T = \frac{\sqrt{\theta}}{\mu} \tag{9}$$

图 3 显示了岗位价值的替代指标,这是一个和失业率负相关的很可靠的周期性经济指标。

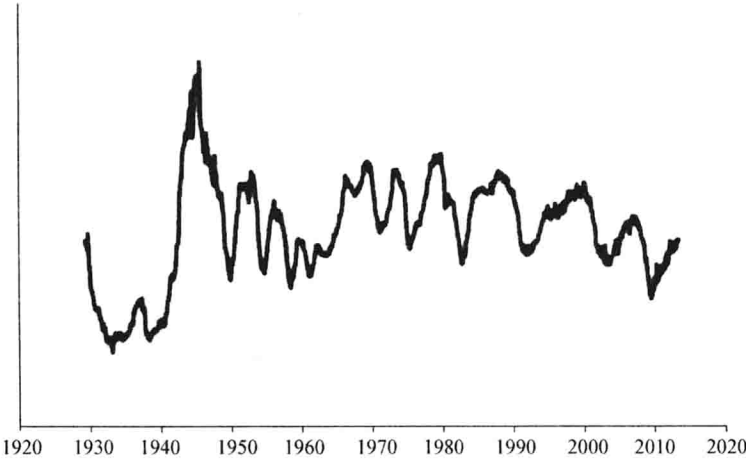


图 3 岗位价值的替代指标(1929—2013)

4. 岗位价值和股票市场关系

Kuehn, Petrosky-Nadeau & Zhang(2013)证明:在企业不持有资本的模型中,持有企业股票的收益和雇佣工人的收益相同。同理,股票市场中的企业价值就是企业所拥有的全部工人的价值。当分红形式是收益支付而非证券持有或借款时,没有资本的企业仅所拥有的唯一资产就是工人。此时,股票市场就反映了工人的岗位价值(cT)及其他成本。企业期望这些成本可以通过未来生产率和工资的差额($x-w$)来弥补。当然,现实中的企业会拥有自己的工厂和设备,所以一般会用总股票市值扣除工厂和设备价值方法得到岗位价值。但 Hall(2001)指出这种做法意义不大。因为在某些时候,企业股票市场价值会低于工厂和设备的总价值,而其他情况下,股票市场价格又远远高于企业拥有的工厂和设备总价值,所以这种做法很难得到合理的岗位价值。附录将会对 Merz & Yashiv(2007)就工厂、设备、就业价值和股票市场联系起来的所做的工作进行讨论。

5. 岗位价值和股市价值的比较

图 4 显示了早期计算的按 CPI 折算扣除价格因素以后的岗位价值和股票市场的标准普尔 500 指数(简称 S&P500),S&P500 包括了 80%的公开交易的美国企业(忽略了私营企业)的价值。岗位价值和股市价值的相似性是值得注意的。图 4 有力地证明了岗位价值和企业价值背后存在相似因素的假设。

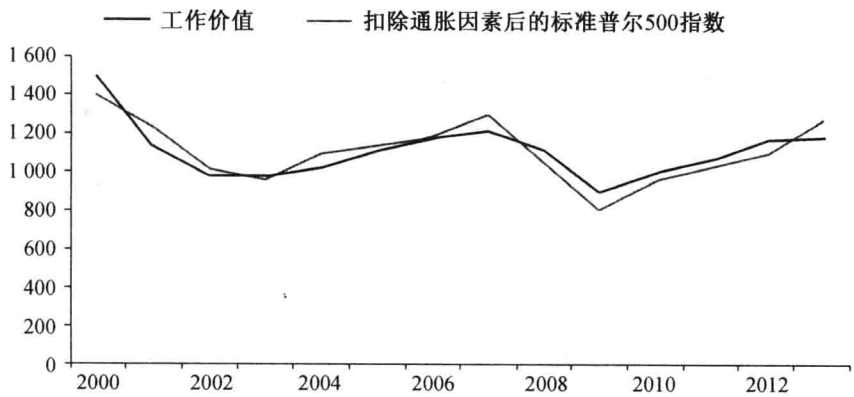


图 4 岗位价值和 S&P 股市指数(2001—2013)

数据来源:JOLTS

图 5 显示了岗位价值替代和去除时间趋势的 S&P500。本文相信 S&P500 是目前能够获得的可追溯到 1929 年的广基指数。图形证实了 20 世纪 90 年代以来岗位价值和股票市场的密切关系,揭示了二者明显的协同运动