

跨境资本流入与资源配置效率：企业加成率分布的视角

谭小芬，王睿贤

[摘要] 高水平开放是增强国际、国内市场资源联动的重要渠道，其中，金融高水平开放是提高资源有效配置的重要一环。本文基于20个国家2012—2021年企业微观面板数据，考察了跨境资本流入对资源配置效率的影响。研究发现：资本流入尤其是股权资本流入和债券资本流入会导致资源配置效率下降，表现为资本流入导致企业加成率离散度上升。这一效应在持续经营的企业中成立，但并不影响企业进入或退出。机制分析表明，由于金融摩擦的存在，跨境资本流入能够推动金融资源向高市场份额企业集中，进而缓解高市场份额企业的融资约束，提升其生产率和加成率，进一步扩大市场份额。然而，资本流入并不会导致低市场份额企业生产率和加成率提升而造成行业集中度上升、技术溢出效应减弱和资源配置效率下降。在金融发展程度较低的国家，资本流入对企业加成率离散度的影响更显著。本文指出资本流动带来的一个潜在风险，即资本流入能提高行业集中度、降低资源配置效率，建议密切关注金融开放环境下行业竞争格局的变化，妥善处理资本流入的增长效应与市场过度集中带来的创新动力下降之间的矛盾。

[关键词] 资本流入；加成率分布；资源配置；市场势力

[中图分类号] F424 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1006-480X(2025)03-0097-19

一、引言

金融高水平开放是增强国际国内两个市场资源联动的重要渠道，是加快经济高质量发展、构建新发展格局的重要环节。中国当前正处于金融开放的窗口期，超过90%的资本项目已实现不同程度的开放。在金融高水平开放背景下，高效利用国际资本推动本国资源配置效率提升，对于促进高质量发展和金融强国建设至关重要。

在过去的二十年里，全球生产率增长持续放缓。相较于2005年前，主要发达经济体在2006—2017年间生产率增速普遍下降1%左右。理论界对全球生产率增长放缓背后的原因莫衷一是^①。其中一支文献关注到生产率增长放缓与资源配置效率下降密切相关(Hsieh and Klenow, 2009)，特

[收稿日期] 2024-10-08

[基金项目] 国家社会科学基金重大项目“负利率时代金融系统性风险的识别和防范研究”(批准号20&ZD101)。

[作者简介] 谭小芬，北京航空航天大学经济管理学院教授，博士生导师，经济学博士；王睿贤，中国人民大学经济学院博士研究生。通讯作者：王睿贤，电子邮箱：x_rand@126.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见，文责自负。

^① 代表性研究从创新效率下降、人均资本下降、无形资产溢出效应减弱、全球贸易增长放缓等层面给出了解释。

别是随着行业内头部企业的市场势力不断增加,行业集中度趋于上升(De Loecker et al., 2020)。现有证据表明,全球经济正经历行业集中度的上升和竞争程度的下降。例如,中国初创企业的收益占比、无形资产占比、融资可得性落后于现存企业和规模较大企业(Cerdeiro and Ruane, 2022);美国企业的平均加成率在高市场份额企业的主导下从1980年的21%上升至2016年的61%(De Loecker et al., 2020; Díez et al., 2021)。这表明,全球市场正在进一步向大规模企业集中。这种行业集中度的上升会导致商业活力下降(Decker et al., 2014)、新企业进入减少(Pugsley and Sahin, 2019),头部企业不断巩固垄断优势,使得行业层面的技术溢出效应减弱(Akcigit and Ates, 2023),进而降低资源配置效率与生产率增长。因此,需高度重视行业集中度上升带来的资源错配现象。

在开放经济环境下,资源配置效率往往与国际因素密切相关。部分研究发现,贸易自由化会增加国内产品市场竞争,提升行业资源配置效率(Lu and Yu, 2015);同时,实际汇率升值通过进口竞争和进口中间品渠道增加行业竞争程度,降低企业加成率离散度,提升资源配置效率(毛日昇等, 2017)。尽管贸易自由化必然会带来资本的跨境流动(Antràs and Caballero, 2009),但跨境资本流动对资源配置效率的影响并非必然是正面的。特别是考虑到跨境资本流入往往以行业内头部企业为载体,资本流入是否会对企业之间的竞争程度或行业的集中度产生影响,进而影响行业中的资源配置效率呢?这一问题有待进一步研究。本文探究了资本流入对国家—行业层面资源配置效率的影响及其背后的机制,发现跨境资本流入可能是导致行业内竞争程度下降和资源错配的重要原因之一。

现有研究发现,在长期利率较低的环境下,市场中的头部企业倾向于获得更高的投资水平和利润水平,进而拥有更高的市场势力(Liu et al., 2022)。这是由于金融摩擦的存在,企业能够获得的信贷与企业规模密切相关(Gopinath et al., 2017)。本文在此基础上进一步探究资本流入是否会导致资源配置效率下降。具体而言,本文采用Orbis数据库提供的企业层面数据估计了企业的生产率和加成率,并在国家—行业层面测算了企业的加成率离散度。研究结果表明,资本流入会导致行业的资源配置效率下降。其机制在于,随着资本流入的增加,由于存在金融摩擦,金融资源更多向高市场份额企业集中。资本流入通过缓解融资约束提高高市场份额企业的生产率与加成率,但没有提升低市场份额企业的生产率与加成率,从而造成行业集中度上升和垄断势力增强。行业集中度上升弱化了行业生产率向前沿生产率的收敛效应,进而导致资源配置效率下降。

与现有文献相比,本文的边际贡献主要在于以下三方面:一是直接回答了资本流入如何影响一国的资源配置效率这一重要问题。资本流入能够缓解企业的融资约束进而提高企业的创新能力已成为现有文献的共识,但对于资本流入如何影响企业之间的资源配置,现有研究还没有给出明确答案。在金融开放的背景下,政策不仅需要着眼于资本流入对少数企业的影响,更要注重资本流入是否会导致企业之间的竞争格局发生变化。本文采用企业覆盖范围更广的Orbis数据库,细致考察了资本流入对行业资源配置效率以及不同规模企业的影响,强调资本流入带来的资源集中现象,补充了开放经济条件下资源配置效率影响因素的相关文献。二是指出资本流入给经济体带来新的潜在风险。现有研究更多从资本流入对金融稳定(Mendoza, 2010)、企业杠杆率(苟琴等, 2022)、风险传染(刘晓星等, 2024)等角度出发,研究资本流入导致经济波动及作用机制。区别于对短期金融风险的研究,本文聚焦资本流入对企业间资源配置效率的影响,发现资本流入会导致大企业市场势力增加、小企业规模缩减,行业技术溢出效应下降,进而资源配置效率下降。这一影响表明,资本即使在正常流入时期也可能对经济产生负面影响,主要是因为资源过度集中于大规模企业而非高生产率企业,导致行业整体生产率与前沿生产率之间差距进一步扩大。三是尝试从行业的资源配置效率角度入手,解释资本流入可能带来的“微观高速增长、宏观增长放缓”现象。在微观层面,资本流入

能够缓解企业融资约束、提高企业生产率是现有研究的共识(Mendoza, 2010; 戴鹏毅等, 2021; Li and Su, 2022)。但是在宏观层面, 资本流动对经济增长和全要素生产率的影响是模糊的。一方面, Bekaert et al. (2005)、Bonfiglioli (2008)证明了资本流入会促进经济增长; 另一方面, 部分研究发现资本流入会促进经济体非贸易品的消费, 导致资源转移到非贸易品部门, 降低可贸易品的创新投入, 进而降低经济体的生产率(Benigno and Fornaro, 2015)。同时, 资本流入可能会伴随资本配置到净资产更大而非生产率更高的企业中, 进而导致行业全要素生产率增长放缓(Gopinath et al., 2017)。这表明, 资本流入可能会导致企业生产率增速上升和宏观生产率的增速放缓。本文尝试通过研究资本流入与资源配置效率的关系解释这一现象, 有助于政策精准把握资本流入的增长效应, 高效利用外资助力经济高质量发展。

二、文献综述与研究假说

本文采用加成率离散度衡量资源配置效率。加成率反映了企业在市场中的定价能力。在完全竞争市场中, 所有企业的价格等于边际成本, 企业的加成率完全相同, 行业中企业加成率离散度为0, 资源达到最优配置。但现实中, 完全竞争的市场通常是不存在的, 企业通常会存在一定的加成率, 此时, 当企业的加成率在所有企业中相同时, 行业才能够达到充分竞争(Lerner, 1934)。企业加成率离散度低通常意味着企业之间的生产成本和定价能力比较相似, 反映出企业之间的竞争使得资源被高效配置到最有效率的企业。如果加成率离散度较高, 表明市场上可能存在一些企业的市场势力远高于其他企业, 这可能是由于市场中存在扭曲或隐性的进入、退出壁垒(Epifani and Gancia, 2011)。企业间加成率差异的持续存在会导致高加成率企业生产不足和低加成率企业过度生产, 进而带来效率的损失(Lu and Yu, 2015)。

在现有研究中, 资本流入与资源配置效率之间的关系并没有一致结论。部分研究发现, 资本流入能够通过缓解融资约束(李青原和章尹赛楠, 2021; 李青原和吴滋润, 2022)、增加企业投资(Bau and Matray, 2023)进而提升资源配置效率。但如果进一步考察资本流向, 实际效应有所不同。Mian et al. (2020)发现, 随着信贷周期的扩张, 非贸易品的消费增加会限制可贸易品部门的就业, 导致经济周期被放大。而在信贷扩张周期, 信贷会不成比例地配置到非贸易品部门, 导致经济增长放缓和金融风险增加(Muller and Verner, 2024)。此外, 资本流入会导致非贸易品部门扩张, 推动生产资源由生产率较高的可贸易品部门转入生产率较低的非贸易品部门, 经济体的生产率会随之下降(Benigno et al., 2025)。这表明, 当金融资源被错配到生产率增长较慢的部门时, 尽管该部门内企业的生产率在增加, 但经济体整体会受到损失。考虑到资本流入通常以大规模企业为载体, 大规模企业往往是行业中的头部企业, 其本身的市场势力较大。当资本流入导致一国的可用金融资源增加时, 如果头部企业继续获得更多资金, 扩张自己的规模, 增加对市场的控制, 那么整个行业的市场结构就会趋于垄断, 资源配置效率会趋于下降。同时, 大规模企业并不必然有更高的生产率(Mansfield, 1962; Lucas, 1978), 尤其是在资本密集度较低的行业中, 企业规模越大, 其内部成本越高, 越容易出现“大企业病”。因此, 如果资本流入没有配置到生产率较高的企业, 而仅仅流向规模较大的企业, 则会产生资源错配问题。基于此, 本文提出:

假说1: 资本流入会提高企业加成率离散度, 降低资源配置效率。

进一步考虑资本流入影响企业加成率离散度的机制。首先, 加成率不同的企业在面对货币政策冲击时会做出不同反应(Duval et al., 2024)。这一事实表明, 金融冲击对加成率不同的企业具有

差异化影响。资本流入作为外部金融冲击,对不同企业的影响可能存在异质性。其次,伴随着金融全球化的一个重要事实是,大规模企业是国际金融市场上的融资主体。例如,Gopinath et al.(2017)发现,低利率环境会导致净值较高的大规模企业扩张投资,但并不影响小规模企业投资,进而导致整个经济体的资源配置效率下降。Liu et al.(2022)在理论层面证明了,在低利率环境下,规模大的企业投资倾向更高,进而导致市场更加集中。这表明,由于金融摩擦的存在,资本流入对企业融资约束的缓解作用可能存在异质性。资本流入更倾向于缓解大规模企业的融资约束。考虑到大规模企业在信贷约束较为宽松的环境下有过度扩张的倾向,资本流入可能会导致大规模企业扩张投资进而提高自身的生产率,降低边际成本,进而提升加成率。进一步,考虑到大规模企业的加成率往往高于小规模企业(De Loecker et al., 2020; Díez et al., 2021),可以推出,当资本流入导致大规模企业的生产率和加成率提升、但无法显著提升小规模企业的生产率和加成率时,企业加成率离散度上升。据此,本文提出:

假说2:资本流入能够通过缓解融资约束提高市场份额企业的生产率和加成率,但无法显著提升低市场份额企业的生产率和加成率。

本文将经济体的金融摩擦设定为外生,这一假设与 Antràs and Caballero(2009)、Buera and Shin(2017)的设定相同。在这类文献中,金融摩擦往往不会受到资本流动的影响,反而是导致资本流动产生异质性影响的外生原因。目前,关于金融摩擦对经济增长的影响研究相对较为充分。例如,金融摩擦会影响企业进入决策和技术应用决策,进而导致企业资本边际回报离散度的上升(Midrigan and Xu, 2014);金融摩擦能够使得加成率更高的企业有更高的企业利润,进而在紧缩性货币政策的冲击下会有更弱的响应(Aghion, 2019);金融摩擦在部门间的异质性会加剧资源错配程度,进而造成生产率的损失(林东杰等,2022)。参考这类文献的设定,本文同样假定资本流入并没有改变经济体的金融摩擦程度。金融摩擦的存在导致资本流入对不同规模企业产生异质性影响,进而导致资源配置效率下降。为检验这一机制,本文借鉴 Rajan and Zingales(1998)的思路,如果金融摩擦确实存在,那么资本流入应当在金融发展程度较低的国家存在显著影响。据此,本文提出:

假说3:在金融发展程度低的国家,资本流入导致企业加成率离散度上升作用显著;在金融发展程度高的国家,这一作用并不显著。

三、研究设计

1. 数据来源和模型设定

(1)数据来源。本文所用企业层面的数据来自 BvD Orbis 数据库。该数据库较为全面地涵盖了各国大、中、小型企业数据。Gopinath et al.(2017)、Díez et al.(2021)的研究均表明,Orbis 数据库具有较好的国家代表性。由于估计企业的生产率与加成率对数据质量的要求相对较高,需要包含完整的企业中间品投入、劳动投入等数据,本文对数据库做初步清理,最终采用20个国家2012—2021年1461386家企业共9127285个观测值^①。本文的资本流动数据来自国际货币基金组织(IMF)的国际收支平衡表(BOP)数据库。国家层面的控制变量来自世界银行世界发展指标数据库(WDI)和EIU数据库。行业层面的控制变量均采用企业数据计算得到。

(2)模型设定。本文旨在研究资本流入对一国行业内资源配置效率的影响及其机制。本文的

^① 数据清理过程参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

经验研究包括行业和企业两个层面。在行业层面,设定以下基准回归方程:

$$y_{c,s,t} = \alpha_1 + \beta_1 CYCLE_{c,t} + X'_{c,t} \Gamma_1 + \Psi'_{c,s,t} \Gamma_2 + \mu_{s,t} + \mu_{c,s} + \varepsilon_{c,s,t} \quad (1)$$

其中, c, s, t 分别代表国家、行业、年份。本文设定的行业范围为ISIC(Rev.4)两位码行业。 $y_{c,s,t}$ 是国家—行业一年份层面的资源配置效率指标。在基准回归中,采用行业内所有企业的加成率离散度衡量行业的资源配置效率。同时,采用企业生产率的离散度以及该年度进入、退出该行业的企业数量作为因变量,进而说明加成率离散度变化的来源; $CYCLE_{c,t}$ 是核心自变量,代表了一国资本流入。 $X_{c,t}$ 和 $\Psi_{c,s,t}$ 分别代表国家、行业层面可能影响行业资源配置效率的控制变量。 $\mu_{s,t}$ 代表行业一年份层面的固定效应; $\mu_{c,s}$ 代表国家—行业层面的固定效应。

在机制检验中,检验了资本流入对企业生产率与加成率的影响,可作为资本流入影响资源配置效率的微观证据。参考Li and Su(2022)的研究,设定以下企业层面的回归方程:

$$y_{c,s,i,t} = \alpha_2 + \beta_2 CYCLE_{c,t} + F'_{c,s,i,t} \Phi_1 + S'_{c,s,t} \Phi_2 + C'_{c,t} \Phi_3 + \theta_i + \zeta_{s,t} + \varepsilon_{c,s,i,t} \quad (2)$$

其中, i 代表企业, $y_{c,s,i,t}$ 代表企业层面的生产率、加成率指标; $F_{c,s,i,t}$ 代表企业层面的控制变量; $S_{c,s,t}$ 代表行业层面的控制变量; $C_{c,t}$ 代表国家层面的控制变量。 θ_i 和 $\zeta_{s,t}$ 分别代表企业和行业一年份层面的固定效应。其他变量含义与式(1)相同。

2. 变量构建

(1)企业加成率离散度。由于缺乏企业产品层面的价格数据,估计企业加成率需要测算企业的生产函数,利用产出弹性与对应要素投入比例进行计算。本文参考De Loecker and Warzynski(2012)、De Loecker et al.(2020)、Díez et al.(2021)的做法估计企业加成率($\mu_{i,t}$)^①。

进一步,参考Lu and Yu(2015)、毛日昇等(2017)的做法,构建泰尔指数(Theil Index),度量国家—行业一年份层面的企业加成率离散度,计算方式如下:

$$Theil_{c,s,t} = \frac{1}{N_{c,s,t}} \sum_{i=1}^{N_{c,s,t}} \frac{\mu_{c,s,i,t}}{\bar{\mu}_{c,s,t}} \times \ln \left(\frac{\mu_{c,s,i,t}}{\bar{\mu}_{c,s,t}} \right) \quad (3)$$

其中, $N_{c,s,t}$ 代表行业中的企业数量, $\bar{\mu}_{c,s,t}$ 代表行业的平均加成率。参考毛日昇等(2017),采用泰尔指数的对数差分($\Delta \ln Theil_mk$)作为因变量。

(2)跨境资本流入。对一国而言,资本流入包括总资本流入和净资本流入。由于采用净资本流入可能会受到总资本流出的干扰,进而掩盖总资本流入的波动,因此,本文采用总资本流入作为跨境资本流入的代理变量。具体而言,采用一国国际收支平衡表中金融项下的负债项发生额作为总资本流入项,用当年GDP对总资本流入项进行标准化,并对结果进行HP滤波处理(年度数据,滤波参数选为6.25),得到总资本流入的周期项,作为资本流入的代理变量($CYCLE$),这样做主要是由于周期项能够缓解企业正常国际借贷行为可能存在的内生性。

(3)其他控制变量^②。本文的控制变量主要分为国家、行业、企业三个层次,控制了可能影响行业资源配置的潜在变量,国家层面包括:一国的金融发展程度、政府支出增长幅度、贸易开放度、金融账户开放度、经济发展程度、经济增速、通货膨胀率、名义汇率升值幅度、人口增长率;行业层面控制变量包括:行业的劳动生产率、行业的资本密集度、行业的竞争程度、行业的管理费用、企业平均年龄;企业层面的回归包含能够影响企业生产率和加成率的控制变量,包括企业持有的现金、劳动投入的增长率、增加值的增长率、中间品投入的增长率,进而控制企业的加成率设定行为。同时,控

① 企业加成率估计的具体过程参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

② 控制变量的定义、计算方式和控制原因参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

制了企业营业收入的对数值、固定资产的对数值、资本的对数值以及国内融资条件,进而控制了企业的并购和投资扩张引致的融资需求。

3. 企业加成率分布的典型事实

现有研究表明,企业加成率具有明显的依规模分布特征。随着规模的增加,企业加成率具有上升趋势(Baqae and Farhi, 2020)。2000—2015年,规模处于最高分位数的企业加成率平均上升40%(Díez et al., 2021)。这反映出企业规模与企业加成率密切相关。

本文在企业层面对加成率进行描述性统计。首先,将企业样本范围限定在样本期内连续出现的企业,避免进入企业和退出企业对平均加成率的干扰。其次,在行业层面对企业市场份额排序,将企业按照规模由低到高分为10组。在每个分位数内部,计算该分位数所有企业加成率的平均值,并在所有国家层面取中位数,得到的结果如图1所示。

图1中,加成率由高到低三个组的市场规模分别是90分位以上、50—60分位、20—30分位的企业;这一发现与Baqae and Farhi(2020)、Díez et al.(2021)的结果相同,即随着企业规模的上升,加成率大体呈现逐渐上升的趋势。图2中,首先对每一家持续经营的企业计算其加成率的平均值,并在国家—行业层面对每个分位数内所有企业的加成率取平均值。图2的结果进一步表明,市场份额与企业加成率存在正相关关系,体现了大规模企业对市场的较强控制能力。

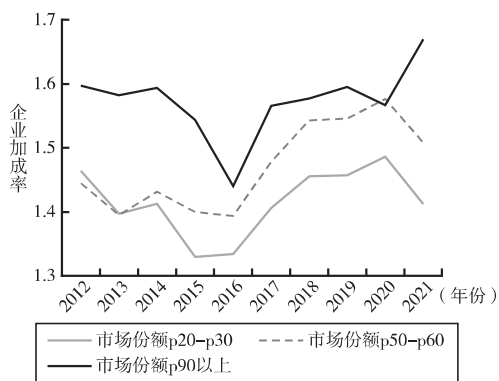


图1 不同市场规模分位数的加成率均值

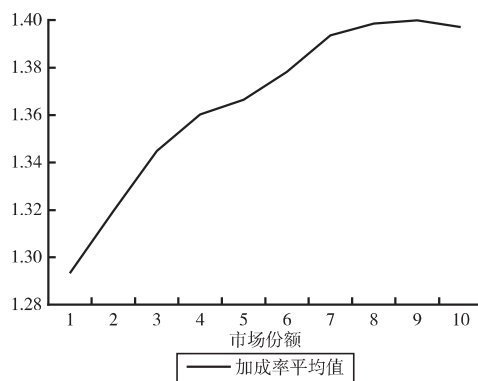


图2 不同市场份额分位数与加成率均值

四、实证结果

1. 基准回归^①

首先,本文用加成率泰尔指数的对数差分作为因变量,用资本流入作为核心自变量进行回归。表1第(1)列给出了不含任何控制变量和固定效应的回归结果。第(2)、(3)列分别仅控制了国家、年份层面的固定效应。第(4)—(7)列逐步加入了国家、行业层面的控制变量,以及国家、年份、行业—年份和国家—行业的固定效应。结果均稳健地表明,随着资本流入的上升,企业加成率离散度显著上升。当总资本流入的周期项增加10%,行业内的企业加成率离散度会显著上升约2.10%。这一结果支持假说1成立。

^① 描述性统计及含控制变量的基准回归结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

表1 基准回归:企业加成率离散度与资本流入

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>CYCLE</i>	0.1592* (0.0903)	0.1542* (0.0882)	0.1954** (0.0933)	0.2187** (0.0946)	0.2135** (0.1030)	0.2070** (0.1021)	0.2099** (0.1059)
国家层面控制变量	否	否	否	是	是	是	是
行业层面控制变量	否	否	否	否	是	是	是
年份固定效应	否	否	是	是	是	否	否
国家固定效应	否	是	否	是	是	是	否
行业固定效应	否	否	否	否	是	否	否
行业一年份固定效应	否	否	否	否	否	是	是
国家—行业固定效应	否	否	否	否	否	否	是
观测值	9742	9742	9742	9742	9742	9742	9742
组内调整后 R ²	0.0006	0.0006	0.0009	0.0036	0.0130	0.0125	0.0166

注:由于回归的自变量是国家一年份层面的资本流入,本文所有括号中均汇报了国家一年份层面的聚类稳健标准误。***、**、*分别表示1%、5%、10%的统计显著水平。以下各表同。

Lu and Yu(2015)提出,企业加成率离散度包括边际成本离散度和价格离散度。其中,边际成本离散度可以用生产率离散度衡量,而控制生产率离散度之后的加成率离散度能够近似反映价格离散度(毛日昇等,2017)。本文借鉴这一做法,一方面对所有企业的生产率构建泰尔指数,并用生产率离散度对资本流入进行回归;另一方面将生产率离散度作为控制变量加入基准回归。得到的结果如表2所示。表2第(1)—(3)列采用企业生产率离散度作为因变量。结果发现,资本流入会显著增加生产率离散度。第(4)—(6)列在控制生产率离散度的条件下,用加成率离散度对资本流入回归。结果显示,企业加成率离散度显著上升,表明企业的价格离散度呈上升趋势。

表2 基准回归:生产率离散度与资本流入

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	因变量: $\Delta \ln Theil_{tfp}$			因变量: $\Delta \ln Theil_{mk}$		
<i>CYCLE</i>	0.0969** (0.0375)	0.1072*** (0.0408)	0.0970** (0.0471)	0.1661* (0.0872)	0.1922** (0.0884)	0.1859* (0.0980)
$\Delta \ln Theil_{tfp}$				0.2592*** (0.0418)	0.2542*** (0.0411)	0.2471*** (0.0414)
国家层面控制变量	否	是	是	否	是	是
行业层面控制变量	否	否	是	否	否	是
年份固定效应	是	是	否	是	是	否
国家固定效应	是	是	否	是	是	否
行业固定效应	否	是	否	否	是	否
行业一年份固定效应	否	否	是	否	否	是
国家—行业固定效应	否	否	是	否	否	是
观测值	9742	9742	9742	9742	9742	9742
组内调整后 R ²	0.0006	0.0022	0.0330	0.0233	0.0252	0.0355

资本流入一方面可能作用于现有企业之间的资源配置,另一方面会增加或降低现有企业进入、退出市场的可能性,因此,本文首先计算样本期内持续经营企业的加成率离散度,然后计算当年进入、退出该行业的企业数量占比。具体地,本文将成立年份在*t*年的企业视为*t*年新成立的企业;将*t*年及之前存在财务数据,而*t+1*年及之后不再有任何观测数据的企业近似视为在*t*年退出的企业。

表3第(1)、(2)列结果表明,资本流入会导致持续经营企业的加成率离散度显著上升。从上升幅度看,持续经营企业的加成率离散度上升幅度与全样本较为接近。表3第(3)—(6)列表明,资本流入对加成率离散度的扩展边际没有显著影响。因此,本文推断,资本流入主要影响持续经营企业之间的资源配置效率,但并没有导致行业中企业的进入或退出。

表3 资本流入对企业加成率离散度影响的集约边际和扩展边际

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	持续经营企业加成率离散度		进入企业数量占比		退出企业数量占比	
<i>CYCLE</i>	0.1485** (0.0701)	0.2102** (0.0995)	0.0077 (0.0099)	0.0087 (0.0110)	-0.0017 (0.0279)	-0.0072 (0.0286)
国家层面控制变量	否	是	否	是	否	是
行业层面控制变量	否	是	否	是	否	是
行业一年份固定效应	是	是	是	是	是	是
国家—行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	9477	9477	9600	9601	9600	9600
组内调整后 R ²	0.0004	0.0088	0.0004	0.0387	-0.0001	0.0556

2. 机制分析

Gopinath et al.(2017)采用西班牙的数据发现,在低利率环境下,银行更倾向于借贷给高净值而非高生产率的企业,进而造成了资源错配。沿着这一思路,本文检验资本流入是否导致金融资源向大规模企业集聚。借鉴谭小芬等(2024)的做法,本文构建行业金融资源集中度指标,具体步骤如下:①计算企业样本期内平均市场份额,按市场份额由低到高将企业分为10组,分别赋值1—10;②采用企业当年支付的利息与当年国家基准贷款利率之比近似作为企业的债务存量;③采用债务存量的一阶差分与上一期总资产之比作为企业在*t*年发行债务的代理变量;④在国家—行业层面,对企业发行债务规模逐年排序,债务发行由低到高赋值为1—10;⑤分别计算最高债务发行组和最低债务发行组内企业市场规模赋分平均值,并计算二者之差,得到行业的金融资源集中度指标($CAA_{c,s,t}^M$)。具体公式如下:

$$CAA_{c,s,t}^M = \frac{\sum_{i \in Top} Decile_{c,s,i,t}}{N_{c,s,t}^{Top}} - \frac{\sum_{i \in Bottom} Decile_{c,s,i,t}}{N_{c,s,t}^{Bottom}} \quad (4)$$

其中, $Decile_{c,s,i,t}$ 是企业的市场份额分组赋值, $N_{c,s,t}$ 代表该分组的企业数量。 $CAA_{c,s,t}^M$ 上升表示在最高债务发行组中市场份额较高的企业占比提升,该行业的金融资源更多向高市场份额企业倾斜。按照相同的逻辑,本文以企业生产率作为步骤①中的分类标准,得到在生产率层面的金融资源集中度指标($CAA_{c,s,t}^T$)。已有研究充分表明,不同类型的资本流入都会推动非金融企业的杠杆率上升(苟琴等,2022),体现在债务资本流入能够通过信贷渠道和资产价格渠道推动企业杠杆率上升,股权资本流入能够通过资产价格渠道推动企业杠杆率上升;银行资本流入能够通过风险承担渠道推动企业杠杆率上升(何国华和李洁,2018)。因此,本文采用债务发行集中度能够在一定程度上有效反映金融资源集中度。

采用两种金融资源集中度作为因变量进行回归,得到的结果如表4所示。表4第(1)—(3)列给出了 $CAA_{c,s,t}^M$ 对资本流入回归的结果。可以看到,随着跨境资本的流入,本国的金融资源会向市场份额较高的企业集中。表4第(4)—(6)列采用 $CAA_{c,s,t}^T$ 作为因变量。结果表明,资本流入并没有导致

表4 资本流入对金融资源集中度的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$CAA_{c,s,t}^M$			$CAA_{c,s,t}^T$		
<i>CYCLE</i>	0.3741* (0.2070)	0.4052** (0.1985)	0.4626** (0.2142)	0.1858 (0.1505)	0.1964 (0.1433)	0.2092 (0.1467)
行业层面控制变量	否	是	是	否	是	是
国家层面控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	否	是	是	否
国家固定效应	是	是	否	是	是	否
行业固定效应	否	是	否	否	是	否
行业一年份固定效应	否	否	是	否	否	是
国家—行业固定效应	否	否	是	否	否	是
观测值	8441	8441	8414	8414	8441	8414
组内调整后 R ²	0.0016	0.0043	0.0099	0.0013	0.0013	0.0031

金融资源向更高生产率的企业集中。这一结果与 Gopinath et al.(2017)的发现相同,资本流入会优先满足大企业而非高生产率企业的融资需求。这种金融资源的错配可能是资源配置效率下降的重要来源。接下来,本文通过企业层面的回归进一步说明这一机制。

在企业层面,本文采用在样本期内持续经营的企业数据,检验企业加成率是否随资本流入而上升。具体而言,本文将企业按照规模分为4组:市场份额低于25分位、25—50分位、50—75分位和75分位以上。采用企业加成率作为因变量,企业债务发行量的一阶差分($\Delta Debt$)与资本流入的交乘项作为核心自变量,检验资本流入是否通过债务发行的方式增加企业加成率,得到的结果如表5所示。可以看出,对市场规模较低的企业而言,资本流入对企业加成率的影响并不显著。而对市场规模高于75分位数的企业而言,资本流入会通过增加企业债务发行提高企业加成率,这一结果在1%的水平上显著成立。

表5 资本流入与企业加成率

	(1)	(2)	(3)	(4)
	< p25	p25—p50	p50—p75	> p75
$CYCLE \times \Delta Debt$	-0.0015 (0.0176)	0.0058 (0.0235)	-0.0099 (0.0131)	0.0890*** (0.0338)
$\Delta Debt$	0.0013 (0.0012)	0.0006 (0.0012)	0.0005 (0.0007)	0.0028*** (0.0010)
<i>CYCLE</i>	-0.0632 (0.1419)	-0.0993 (0.2111)	-0.1065 (0.1596)	-0.0626 (0.0654)
国家层面控制变量	是	是	是	是
行业层面控制变量	是	是	是	是
企业层面控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
行业一年份固定效应	是	是	是	是
观测值	872867	983041	1036712	1052145
组内调整后 R ²	0.1188	0.1724	0.1567	0.0840

进一步探究资本流入导致大规模企业加成率上升的原因,本文推导表明:资本流入带来的企业加成率上升可能与生产率有关。基于此,本文检验了资本流入对企业全要素生产率增速(*TFP Growth*)的影响,结果如表6所示。

表 6 资本流入与企业全要素生产率增速

Panel A:企业全要素生产率增速与资本流入				
<i>TFP Growth</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
	< p25	p25—p50	p50—p75	> p75
<i>CYCLE</i> × $\Delta Debt$	-0.0547 (0.0864)	0.0626 (0.0905)	-0.0101 (0.0449)	0.2598*** (0.0925)
$\Delta Debt$	0.0143*** (0.0054)	0.0054 (0.0045)	-0.0012 (0.0023)	0.0074*** (0.0025)
<i>CYCLE</i>	0.2571 (0.6744)	0.5595 (0.5669)	0.4901 (0.3168)	0.3385** (0.1329)
国家层面控制变量	是	是	是	是
行业层面控制变量	是	是	是	是
企业层面控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
行业—年份固定效应	是	是	是	是
观测值	872867	983041	1036712	1052145
组内调整后 R ²	0.1772	0.1247	0.0337	0.0647
Panel B:企业全要素生产率增速与市场份额				
<i>Marketshare</i>	<i>TFP Growth</i>		<i>TFP Growth</i>	
	0.0315 (0.0252)		0.0383 (0.0468)	
国家—行业固定效应	否		是	
国家—行业—年份固定效应	是		否	
聚类标准误	国家—行业—年份		国家—年份	
Panel C:不同市场份额企业期初 TFP 增速描述性统计				
市场份额	< p25	p25—p50	p50—p75	> p75
期初 TFP 增速中位数	0.5025	0.5132	0.5005	0.4693

表6中 Panel A 表明,资本流入会通过债务发行渠道导致规模在 75 分位数以上企业的全要素生产率增速显著上升。而对于规模在 75 分位数以下的企业,生产率增速并未发生显著变化。表6的发现与戴鹏毅等(2021)的研究相近,资本流入确实能够提升企业全要素生产率(TFP)。但本文采用更加全面的样本发现,资本流入对企业全要素生产率的影响不能一概而论,资本流入的影响在不同规模企业中存在异质性。表6中 Panel B 进一步在国家—行业层面将 TFP 增速对企业的市场份额进行回归。结果表明,企业的市场份额与 TFP 增速之间并不具有显著的正相关关系。本文进一步计算了企业期初 TFP 增速的平均值,并计算每一市场份额内部所有企业期初 TFP 增速的中位数,结果见表6中 Panel C。结果发现,市场份额最高的企业并不具有最高的 TFP 增速。这构成了资本流入带来资源配置效率下降的微观机制。

进一步,本文参考 Rajan and Zingales(1998),构建了行业外部融资依赖度(*Exd*),进而引入行业

外部融资依赖度与资本流入、企业债务发行的三重交乘项,检验资本流入是否通过满足企业的外部融资需求提高生产率,得到的结果如表7所示。结果表明,在大规模企业中,资本流入会导致企业生产率增速上升,这一效应在外部融资依赖度更高的行业中更加显著。但在第(1)一(3)列规模较小的企业中,这一影响并不显著。

表7 资本流入、外部融资依赖度与企业生产率

<i>TFP Growth</i>	(1) < p25	(2) p25—p50	(3) p50—p75	(4) > p75
<i>CYCLE</i> × <i>ΔDebt</i> × <i>Exd</i>	-0.1380 (0.2191)	-0.2435 (0.2405)	0.1971 (0.2041)	0.4896** (0.1913)
国家层面控制变量	是	是	是	是
行业层面控制变量	是	是	是	是
企业层面控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
行业一年份固定效应	是	是	是	是
观测值	872867	983041	1036712	1052145
组内调整后 R ²	0.2694	0.3108	0.3073	0.3982

注:回归已控制三个变量之间的两两交乘项及变量本身。

表5至表7的结果表明,资本流入对企业的生产率和加成率影响存在规模异质性。资本流入往往会导致大规模企业的融资约束缓解,进而提高生产率与加成率,但资本流入并没有使得小企业获益。由典型事实可知,大规模企业的加成率本身较高,当资本流入导致大规模企业的加成率进一步上升时,整个行业的企业加成率离散度也会随之上升。这一结果支持了假说2成立。

本文进一步检验了资本流入对不同规模企业市场份额的影响,验证资本流入是否导致不同规模企业的规模扩张行为出现差异^①。具体而言,本文检验了资本流入对企业市场份额增速的影响,结果表明,随着跨境资本流入,规模在75分位数以上的企业市场份额增速会显著提升。结合表5至表7的结果,本文发现,资本流入主要使大规模企业受益,表现在大规模企业的生产率上升带来的竞争能力增加、加成率上升反映的市场势力增加,但资本流入并不会导致小规模企业的生产率、加成率以及市场份额的提升,由此进一步导致行业集中度提升和资源配置效率下降。

在企业投资层面,本文进一步采用企业的资本密集度和雇佣规模作为因变量,结果发现,资本流入导致小规模企业的资本密集度显著下降,同时小规模企业的雇佣规模没有明显上升。这表明,随着资本流入的增加,小规模企业缩减了投资。因此,资本流入导致市场份额较小的企业进一步缩减投资,这种收缩会恶化小规模企业的市场竞争能力。

部分研究表明,随着行业中头部企业的生产率上升,行业中企业生产率离散度趋于上升,进而行业整体的全要素生产率增长趋于放缓(Andrews et al., 2016)。这是由于行业领导者的创新活动建立了竞争壁垒,进而整个行业越来越难以产生技术溢出效应(Akcigit and Ates, 2023)。信息和通信技术行业(ICT)尤其容易出现“赢者通吃”现象。

本文认为,资本流入是导致行业竞争程度下降的重要原因。为检验资本流入与行业整体技术

① 回归结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

溢出的关系,参考Griffith et al. (2009)、Andrews et al. (2016),采用如下均衡修正模型(Equilibrium Correction Model)检验资本流入对行业技术溢出效应的影响:

$$\Delta TFP_{c,s,t} = \alpha_3 GAP_{c,s,t-1} \times CYCLE_{c,t} + \beta_3 GAP_{c,s,t-1} + \gamma_3 \Delta TFP_{c,s,t}^{Frontier} + X'_{c,s,t} \Phi_3 + \eta_{c,t} + \eta_{c,s} + \varepsilon_{c,s,t} \quad (5)$$

其中, $\Delta TFP_{c,s,t}$ 代表行业层面以总资产规模加权的平均生产率的一阶差分。 $GAP_{c,s,t-1}$ 代表 $t-1$ 期行业前沿生产率与行业加权平均生产率之差。 $\Delta TFP_{c,s,t}^{Frontier}$ 代表行业前沿生产率的一阶差分。行业前沿生产率采用国家—行业—年份层面生产率排序为前5%的企业平均生产率来衡量。此外,采用国家—年份层面的固定效应 $\eta_{c,t}$ 代替该层面所有的控制变量。行业层面的控制变量与基准回归相同。理论上,当行业技术溢出的壁垒较低时,随着行业前沿技术水平的提高,该行业全要素生产率应当上升,即 $\beta_3 > 0$ 。而如果资本流入提高了行业的技术溢出壁垒,则系数 $\alpha_3 < 0$ 。

回归结果如表8所示:当 $t-1$ 期行业平均生产率与前沿生产率相差越大时, t 期行业的生产率增长越快。这一结论在任一回归中显著成立,代表行业范围内的技术溢出效应确实存在。但随着资本流入的增加,生产率收敛现象显著减弱。这表明,资本流入固化了技术溢出壁垒。这一方面来自高市场规模企业生产率提高能够有效地降低边际成本,进而提升自身的竞争优势;另一方面,结合表2的结果可知,整个行业的价格离散度也在上升。这说明,资本流入导致头部企业能够制定更加有利于自己的价格,进而占领更大的市场份额。市场份额的集中导致行业垄断势力上升,进而削弱行业技术溢出效应。

表8 资本流入与行业生产率收敛

	(1)	(2)	(3)	(4)
$GAP_{c,s,t-1} \times CYCLE_{c,t}$	-0.0615*** (0.0150)	-0.0391** (0.0153)		
$GAP_{c,s,t-1} \times \Delta CYCLE_{c,t}$			-0.0507** (0.0202)	-0.0429** (0.0156)
$GAP_{c,s,t-1}$	0.4959*** (0.0418)	0.4480*** (0.0414)	0.4947*** (0.0418)	0.4478*** (0.0414)
行业层面控制变量	否	是	否	是
国家—行业固定效应	是	是	是	是
国家—年份固定效应	否	是	否	是
观测值	9337	9337	9337	9337
组内调整后R ²	0.4303	0.4337	0.4308	0.4340
聚类层级	国家	国家	国家	国家

3. 异质性分析

(1)金融发展程度的异质性。关于金融资源依规模集聚的现象,现有理论将其概括为金融摩擦。由于金融摩擦的存在,额外的金融资源会被不成比例地配置到大规模企业中,因此,资本流动对不同金融发展水平的国家应存在异质性影响。

本文采用私人信贷与GDP之比作为金融发展水平,按照国家金融发展水平是否高于中位数,将样本分为高金融发展程度组和低金融发展程度组,进行回归,结果如表9所示。第(1)、(2)列结果表明,在金融发展程度较高的国家中,资本流入对加成率离散度的影响不显著;而在金融发展较

表9 金融发展程度异质性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	高	低	高	低	高	低	高	低
	$\Delta \ln Theil_mk$	$\Delta \ln Theil_mk$	CAA^M	CAA^M	$Markup > p75$	$Markup > p75$	$Markup < p25$	$Markup < p25$
<i>CYCLE</i>	0.2521 (0.1992)	0.2222* (0.1207)	-1.0652 (0.7209)	0.5525** (0.2444)	-0.1310** (0.0567)	-0.1009 (0.0766)	-0.1261*** (0.0371)	-0.2169 (0.1993)
$\Delta Debt$					-0.0016 (0.0010)	0.0032*** (0.0010)	-0.0003 (0.0010)	0.0022 (0.0017)
$CYCLE \times \Delta Debt$					0.0614 (0.0383)	0.1005*** (0.0382)	0.0086 (0.0301)	-0.0029 (0.0251)
国家层面控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
行业层面控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
企业层面控制变量	否	否	否	否	是	是	是	是
企业固定效应	否	否	否	否	是	是	是	是
国家—行业固定效应	是	是	是	是	否	否	否	否
行业—年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	4787	4815	4117	4156	432844	619288	328866	544000
组内调整后 R ²	0.0252	0.0168	0.0066	0.0171	0.0565	0.0995	0.0569	0.1351

低、金融摩擦程度较高的国家中,这一影响仍然显著成立。第(3)、(4)列表明,在低金融发展程度组,资本流入与金融资源集中度之间的正相关关系更加显著。第(5)、(6)列在企业层面说明,在金融发展程度更低的样本中,资本流入通过债务发行导致大规模企业加成率上升的现象更加明显。第(7)、(8)列与表5的结果相同,资本流入并没有通过债务发行渠道影响小规模企业的加成率,表9的结果支持了假说3成立。

(2)不同类型的资本流入异质性影响。苟琴等(2022)发现,不同类型的资本流入均会对非金融企业产生加杠杆效应。沿着这一思路,本文检验了股权资本流入、债券资本流入、FDI资本流入和银行资本流入的异质性。结果表明:①股权资本流入和债券资本流入会增加企业的加成率离散度。②债券资本流入和FDI资本流入都会导致行业中的金融资源向大规模企业集中,股权资本流入对金融资源集中度影响是正向的,但系数不显著。③银行资本流入对金融资源集中、资源配置效率的影响不显著。④大规模企业能够同时借助股权资本、信贷资本进行融资,进而提高加成率。而这一影响在小规模企业中并不显著成立。这一结果可能是由于跨境并购、股权资本、债券资本流动往往以大规模企业为载体,这类资本流入更容易导致金融资源在大规模企业集中,而银行能够通过风险承担渠道进行覆盖范围更广的企业贷款(何国华和李洁,2018)。

(3)可贸易品行业与非贸易品行业异质性。Li and Su(2022)、Benigno et al.(2015,2025)的结果均表明,资本流入对可贸易品与非贸易品部门的影响存在异质性,表现在资本流入会导致非贸易品企业生产率的显著增加。沿着这一思路,本文检验了资本流入对可贸易品与非贸易品部门资源配置效率影响的异质性。本文的研究结果表明,资本流入会导致可贸易品部门的加成率离散度显著增加。这一结论在全样本和持续经营企业当中均显著成立,但资本流入对非贸易品部门的影响并不显著。本文进一步分析资本流入对两个部门金融资源集中度的影响,结果发现,资本流入导致可

贸易品行业金融资源集中度上升显著,而非贸易品部门并不显著。这可能是由于:一方面,可贸易品部门中的部分企业是出口企业,加成率相对较高(De Loecker,2012)。随着资本流入的增加,可贸易品部门头部企业的进一步扩张带来的加成率上升放大了行业集中效应,进而导致资源错配更加严重。另一方面,资本的流入往往伴随着汇率的升值,而汇率升值能够通过降低中间品进口价格渠道,提高出口企业的加成率(毛日昇等,2017)。

(4)行业间的异质性。不同行业可能存在不同的最优市场结构。考虑到在资本密集度低的行业中,规模越大的企业越可能出现“大企业病”,大企业的存在更容易导致行业资源配置效率发生扭曲,因此,在本文的设定中应该能够观察到,资本流入带来的资源配置效率降低在资本密集度较低的行业中更加明显。本文将行业的资本密集度与资本流入的交乘项作为自变量,检验不同行业的异质性。结果表明,随着行业资本密集度的下降,资本流入导致资源配置效率下降的影响显著上升。

4. 稳健性检验

(1)内生性检验。首先,排除基准结果的反向因果关系,尤其是大规模企业的正常经营、扩张可能会同时导致行业的规模集聚和外债增加。对此,用自变量滞后一阶和滞后二阶值作为工具变量,采用GMM估计进行回归。其次,进一步采用Fernández et al.(2016)开发的资本管制指标的一阶差分,准确区分一国的资本流入管制与资本流出管制。此外,借鉴Bartik工具变量的分析框架,以各国在样本时间范围之前的负债头寸占比与样本国家整体资本流入的乘积作为资本流入的工具变量,得到的结果均表明基准回归结果是稳健的。

(2)替换因变量、自变量、金融发展程度、金融资源集中度指标。①对于因变量的稳健性检验,一方面采用加成率的变异系数、相对均值偏离度、标准差和基尼系数作为因变量,另一方面设定生产函数为超越对数形式,并重新计算行业内企业加成率的泰尔指数、变异系数和标准差作为因变量进行回归。结果表明,基准回归结果稳健成立。②稳健性检验构建了不同形式的自变量。例如,将HP滤波的参数值由6.25改为100,放大资本流入的趋势项;将总资本流入、股权资本流入、债券资本流入未经HP滤波处理的原值作为自变量;将资本流入周期项大于1个标准差或使用k均值聚类算法识别“资本涌入”。结果均表明,资本流入导致加成率离散度显著增加。③本文将金融发展程度指标替换为IMF针对各国测度的金融机构效率。结果表明,随着金融发展程度的增加,资本流入对资源配置效率的影响趋于下降,金融资源向市场份额较高的企业集中现象显著缓解。本文的假说3稳健成立。④替换金融资源集中度指标。本文改变债务集中度的分组方式,包括将企业的市场份额分为5组、剔除利息支付为0的样本、对企业的市场份额动态排序、构建金融资源集中度的反向指标。结果显示,表4的结论仍然稳健成立。

(3)分样本回归。由于统计原因,不同国家之间具有样本数量的差距。而随着企业数量的增加,行业内加成率离散度可能会趋于上升。为了剔除样本容量可能存在的潜在偏误,本文剔除了企业样本量靠前的西班牙和意大利,以及样本量最少的德国之后,基准结果和机制检验结果仍然显著成立。在机制检验中,本文发现,跨境资本流入导致金融资源向行业内市场份额较高的企业集中,但并没有向生产率较高的企业集中。为检验这一结果的稳健性,进一步按照生产率将行业内的企业分为4组,分别是生产率大于75分位、50—75分位、25—50分位和25分位以下,并进行分组回归。结果表明,资本流入并没有导致生产率最高的企业提升加成率和TFP增长率,这一结果进一步表明,资本流入并没有使金融资源配置到生产率更高的企业中这一事实,在微观层面验证了机制分析的稳健性。

(4)资本流入对营业收入增长率的影响。本文的机制检验表明,大规模企业的市场份额会随资本流入而增加。为检验这一结果的稳健性,本文进一步检验了资本流入对营业收入增长率的影响。结果表明,资本流入会导致大规模企业的营业收入增长率显著上升,但市场规模较小企业的营业收入增长率未发生显著变化。这表明,本文的机制检验结果是稳健的。

5. 进一步分析

(1)加成率离散度与全要素生产率。表6的分析结果表明,市场份额较大的企业并非生产率增速最高的企业。因此,当资本流入导致市场份额较高的企业获益、市场份额较低的企业受损时,理论上应观察到整个行业的生产率增长放缓。对此,本文检验了加成率离散度对行业TFP增长的影响,采用行业中企业生产率的中位值、平均值、资产加权平均生产率作为因变量,进行回归,结果如表10所示:随着企业加成率离散度的增加,行业TFP增速趋于下降,并且这一结果不随着控制变量的增减而变化。这表明,资本流入可能会通过降低资源配置效率的方式阻碍TFP增长,形成了“金融资源诅咒”(Benigno et al., 2025)的又一重要来源。

表 10 加成率离散度与全要素生产率

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ΔTFP_{p50}	ΔTFP_{p50}	ΔTFP_{mean}	ΔTFP_{mean}	ΔTFP_w	ΔTFP_w
$\Delta \ln Theil_{mk}$	-0.0031** (0.0015)	-0.0031** (0.0013)	-0.0031** (0.0014)	-0.0034*** (0.0012)	-0.0041** (0.0018)	-0.0044*** (0.0017)
国家层面控制变量	否	是	否	是	否	是
行业层面控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	否	是	否	否	否
国家固定效应	是	否	是	否	是	否
国家—行业固定效应	否	是	否	是	否	是
行业—年份固定效应	否	是	否	是	是	是
观测值	9742	9742	9742	9742	9742	9742
组内调整后 R ²	0.0148	0.0184	0.0209	0.0349	0.0562	0.1589

(2)加成率离散度与行业就业规模。当行业中企业的加成率存在差异时,高加成率的企业会倾向于减少雇佣水平(Opp et al., 2014)。因此,当加成率离散度上升是由于市场中原本具有高加成率的企业进一步提高加成率时,行业整体的劳动雇佣规模随之下降。为了检验这一推论,本文采用行业劳动雇佣规模的对数作为因变量、加成率离散度作为自变量进行回归。结果表明,随着企业加成率离散度的上升,行业就业规模显著下降。进一步,采用行业层面的劳动资本比率作为因变量进行回归发现,随着资源配置效率的降低,行业内单位资本的劳动雇佣水平下降。这说明,尽管大规模企业声称其雇佣规模已经达到最优水平,但这种雇佣规模往往与社会最优的雇佣水平存在差距,因此,利用外资可能和本国的就业目标之间存在一定冲突。

五、结论与政策启示

本文采用20个国家的企业面板数据分析发现,资本流入导致资源配置效率下降。总资本流入的周期项每上升10%,会导致企业加成率离散度上升2.10%,并且资本流入会同时导致生产率

离散度与价格离散度增加。这一效应在持续经营的企业中显著成立,但并不影响企业进入和退出。进一步探究资本流入对企业加成率离散度的影响机制,本文发现,资本流入会导致行业内的金融资源向市场规模较大的企业集中,使得大规模企业进一步增加自身的加成率、提高市场势力,弱化了行业生产率向前沿生产率的收敛效应,进而导致资源配置效率下降。在异质性分析中,本文发现,这种资源配置效率下降现象在金融发展程度低的国家中更加显著。这表明,金融摩擦是资本流动导致资源配置效率下降的重要原因。同时,本文发现,资本流入带来的资源错配在可贸易品部门中显著成立,以及股权资本与债券资本流入带来的资源配置效率下降更加显著。在进一步分析中,本文发现,加成率离散度上升会导致行业全要素生产率增长放缓和就业规模下降。本文的结论对于把握资本流动的增长效应和防范资本流动带来的风险具有明显的政策启示。

(1)密切关注金融开放环境下行业 and 市场竞争格局的变化。在金融开放条件下,国际资本通常会选择大规模企业进行投资,推动其生产率的上升。本文认为,这将导致行业生产率增速的下降和技术溢出效应的削弱。这一结论提示,在高效利用外部金融资源的同时,政策需关注市场竞争格局的变化。尤其是当前数字经济、平台经济兴起的背景下,获得竞争优势的头部企业是否有效利用外部融资进行技术研发和创新活动,需要监管者密切关注。值得注意的是,近年来在互联网行业中,部分头部企业在海外上市的同时,在国内发起持续不断的价格战和并购。这本质上是在利用额外的融资优势提升国内的市场份额,有助于个别企业实现高增长、高利润,但阻碍了行业中潜在的增长机会。未来在金融高水平开放的背景下,可以预期,高市场份额企业在国际资本市场上的融资能力会远高于中小企业,行业集中度的演变可能会脱离行业结构变迁规律,受到显失公平的竞争环境影响,这必然会对行业生产率的提升带来长期的负面影响。因此,在金融开放的环境下,应当考虑对获得额外金融资源的企业提出更高的创新投入要求和更为严格的反垄断监管,确保资本流入服务于创新能力的增强和经济的持续增长。

(2)妥善处理技术研发的规模效应与市场过度集中带来商业活力下降之间的矛盾。同样要认识到,市场规模较大的企业往往具备更强的研发规模优势,能够提供更好的研发环境,对整个行业的技术水平起到引领作用。但需要注意的是,这种引领作用需要以较低的技术溢出壁垒为前提。本文的研究结果表明,尽管资本流入提高了市场份额较高企业的生产率,但其市场势力进一步增强,技术溢出的壁垒也得到强化。打破技术溢出壁垒的重要方式之一在于提高市场竞争水平,建立更加公平有序的竞争环境。在金融开放的环境下,政策需要密切关注中小企业的生存状况,降低资本流入带来垄断势力增加和资源配置效率下降这一“灰犀牛”风险。政策应着力引导跨境资本流向高精尖技术等科技创新领域,为科技强国和制造强国提供有力支持。

(3)深化金融领域改革,提高金融资源配置效率,扩大对中小企业的融资支持。金融摩擦的存在是资本流入带来负面影响的重要机制。本质上,金融摩擦的存在会导致资本流入成为对大规模企业的变相补贴。如果金融资源的流入仅使一小部分企业获得了更大的市场势力,而没有产生更大的技术溢出效应,那么这将损害消费者福利和行业整体生产率。这就要求国内金融领域进一步深化改革,提高金融市场的运行效率,降低信息不对称,建立中小企业的长效融资机制。政策一方面要着力拓展中小企业的融资渠道,提供供应链金融、知识产权抵押融资、高收益债券等一揽子融资工具,弥补中小企业的融资短板;另一方面要解决金融市场的信息不对称问题,通过大数据、云计算等手段搭建企业经营信息平台,提高融资企业经营状况的透明度和可信度。

〔参考文献〕

- [1]戴鹏毅,杨胜刚,袁礼.资本市场开放与企业全要素生产率[J].世界经济,2021,(8):154-178.
- [2]苟琴,耿亚莹,谭小芬.跨境资本涌入与非金融企业杠杆率[J].世界经济,2022,(4):54-79.
- [3]何国华,李洁.跨境资本流动的国际风险承担渠道效应[J].经济研究,2018,(5):146-160.
- [4]李青原,吴滋润.资本账户开放与资源配置效率——来自跨国样本的经验证据[J].中国工业经济,2022,(8):82-98.
- [5]李青原,章尹赛楠.金融开放与资源配置效率——来自外资银行进入中国的证据[J].中国工业经济,2021,(5):95-113.
- [6]林东杰,崔小勇,龚六堂.金融摩擦异质性、资源错配与全要素生产率损失[J].经济研究,2022,(1):89-106.
- [7]刘晓星,汤淳,张颖.资本异常流动、风险传染网络与金融系统稳定[J].经济研究,2024,(3):93-111.
- [8]毛日昇,余林徽,武岩.人民币实际汇率变动对资源配置效率影响的研究[J].世界经济,2017,(4):29-54.
- [9]谭小芬,耿亚莹,苟琴.跨境资本流动、信贷配置风险与银行体系稳定[J].经济研究,2024,(1):129-147.
- [10]Aghion, P., E. Farhi, and E. Kharroubi. Monetary Policy, Product Market Competition and Growth[J]. *Economica*, 2019, 86(343):431-470.
- [11]Akcigit, U., and S. T. Ates. What Happened to US Business Dynamism[J]. *Journal of Political Economy*, 2023, 131(8):2059-2124.
- [12]Andrews, D., C. Criscuolo, and P. N. Gal. The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy[R]. OECD Productivity Working Paper, 2016.
- [13]Antràs, P., and R. J. Caballero. Trade and Capital Flows: A Financial Frictions Perspective[J]. *Journal of Political Economy*, 2009, 117(4):701-744.
- [14]Baqae, D. R., and E. Farhi. Productivity and Misallocation in General Equilibrium [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2020, 135(1):105-163.
- [15]Bau, N., and A. Matray. Misallocation and Capital Market Integration: Evidence from India[J]. *Econometrica*, 2023, 91(1):67-106.
- [16]Bekaert, G., C. R. Harvey, and C. Lundblad. Does Financial Liberalization Spur Growth[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1):3-55.
- [17]Benigno, G., L. Fornaro, and M. Wolf. The Global Financial Resource Curse[J]. *American Economic Review*, 2025, 115(1):220-262.
- [18]Benigno, G., N. Converse, and L. Fornaro. Large Capital Inflows, Sectoral Allocation, and Economic Performance[J]. *Journal of International Money and Finance*, 2015, 55(7):60-87.
- [19]Bonfiglioli, A. Financial Integration, Productivity and Capital Accumulation[J]. *Journal of International Economics*, 2008, 76(2):337-355.
- [20]Buera, F. J., and Y. Shin. Productivity Growth and Capital Flows: The Dynamics of Reforms[J]. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2017, 9(3):147-185.
- [21]Cerdeiro, D., and C. Ruane. China's Declining Business Dynamism[R]. IMF Working Paper, 2022.
- [22]De Loecker, J., and F. Warzynski. Markups and Firm-Level Export Status[J]. *American Economic Review*, 2012, 102(6):2437-2471.
- [23]De Loecker, J., J. Eeckhout, and G. Unger. The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2020, 135(2):561-644.
- [24]Decker, R., J. Haltiwanger, R. Jarmin, and J. Miranda. The Role of Entrepreneurship in US Job Creation and Economic Dynamism[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2014, 28(3):3-24.
- [25]Díez, F. J., J. Fan, and C. Villegas-Sánchez. Global Declining Competition[J]. *Journal of International Economics*,

- <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103492>, 2021.
- [26] Duval, R., D. Furceri, R. Lee, and M. M. Tavares. Market Power and Monetary Policy Transmission[J]. *Economica*, 2024, 91(362):669–700.
- [27] Epifani, P., and G. Gancia. Trade Markup Heterogeneity and Misallocations[J]. *Journal of International Economics*, 2011, 83(1):1–13.
- [28] Fernández, A., M. W. Klein, A. Rebucci, M. Schindler, and M. Uribe. Capital Control Measures: A New Dataset[J]. *IMF Economic Review*, 2016, 64(3):548–574.
- [29] Gopinath, G., Ş. Kalemli-Özcan, L. Karabarbounis, and C. Villegas-Sanchez. Capital Allocation and Productivity in South Europe[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2017, 132(4):1915–1967.
- [30] Griffith, R., S. Redding, and H. Simpson. Technological Catch-up and Geographic Proximity[J]. *Journal of Regional Science*, 2009, 49(4):689–720.
- [31] Hsieh, C. T., and P. J. Klenow. Misallocation and Manufacturing TFP in China and India[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2009, 124(4):1403–1448.
- [32] Lerner, A. P. The Concept of Monopoly and the Measurement of Monopoly Power[J]. *Review of Economic Studies*, 1934, 1(3):157–175.
- [33] Li, X., and D. Su. Total Factor Productivity Growth at the Firm-Level: The Effects of Capital Account Liberalization[J]. *Journal of International Economics*, <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103676>, 2022.
- [34] Liu, E., A. Mian, and A. Sufi. Low Interest Rates, Market Power, and Productivity Growth[J]. *Econometrica*, 2022, 90(1):193–221.
- [35] Lu, Y., and L. Yu. Trade Liberalization and Markup Dispersion: Evidence from China’s WTO Accession [J]. *American Economic Journal: Applied Economics*, 2015, 7(4):221–253.
- [36] Lucas, R. E. On the Size Distribution of Business Firms[J]. *Bell Journal of Economics*, 1978, 9(2):508–523.
- [37] Mansfield, E. Entry, Gibrat’s Law, Innovation, and the Growth of Firms[J]. *American Economic Review*, 1962, 52(5):1023–1051.
- [38] Mendoza, E. G. Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage[J]. *American Economic Review*, 2010, 100(5):1941–1966.
- [39] Mian, A., A. Sufi, and E. Verner. How Does Credit Supply Expansion Affect the Real Economy? The Productive Capacity and Household Demand Channels[J]. *Journal of Finance*, 2020, 75(2):949–994.
- [40] Midrigan, V., and D. Y. Xu. Finance and Misallocation: Evidence from Plant-Level Data[J]. *American Economic Review*, 2014, 104(2):422–458.
- [41] Muller, K., and E. Verner. Credit Allocation and Macroeconomic Fluctuations[J]. *Review of Economic Studies*, 2024, 91(6):3645–3676.
- [42] Opp, M. M., C. A. Parlour, and J. Walden. Markup Cycles, Dynamic Misallocation, and Amplification[J]. *Journal of Economic Theory*, 2014, 154:126–161.
- [43] Pugsley, B. W., and A. Şahin. Grown-up Business Cycles[J]. *Review of Financial Studies*, 2019, 32(3):1102–1147.
- [44] Rajan, R. G., and L. Zingales. Financial Dependence and Growth[J]. *American Economic Review*, 1998, 88(3):559–586.

Cross-border Capital Inflows and Resource Allocation Efficiency: A Perspective from Firms' Markup Dispersion

TAN Xiao-fen¹, WANG Rui-xian²

(1. School of Economics and Management, Beihang University;

2. School of Economics, Renmin University of China)

Abstract: Over the past two decades, global productivity growth has slowed down. Some studies suggest that the slowdown in productivity growth is closely related to resource misallocation; particularly, the market power of leading firms within industries continues to increase, leading to rising industry concentration. Such rising industry concentration leads to a decline in business dynamism, reduced entry of new firms, and the continuous consolidating monopoly advantages of leading firms. This weakens technology spillover effects at the industry level, thereby lowering resource allocation efficiency and productivity growth. In an open economy, resource allocation efficiency is highly positively correlated with trade liberalization, which is a significant source of increased competition in domestic product markets, thereby improving industry-level resource allocation efficiency. Although trade liberalization inevitably leads to cross-border capital flows, the impact of cross-border capital flows on resource allocation efficiency is not necessarily positive. Given that cross-border capital inflows often flow to leading firms within industries, it is crucial to examine whether capital inflows affect the degree of industry concentration, thereby influencing resource allocation.

This paper, based on an analysis of firm-level panel data from 20 countries, reveals that capital inflows lead to a decline in resource allocation efficiency. This effect is significantly evident among continuing operating firms but does not significantly impact a firm's entry or exit. Further exploring the mechanisms through which capital inflows affect markup dispersion, this study finds that capital inflows cause financial resources within industries to concentrate in firms with larger market shares. This enables larger firms to further increase their markups, enhance their market power, and weaken the convergence of industry productivity toward the productivity frontier, thereby reducing resource allocation efficiency. Besides, this paper finds that the decline in resource allocation efficiency is more pronounced in countries with lower levels of financial development. This suggests that financial friction is a significant factor contributing to the decline in resource allocation efficiency caused by capital inflows.

These findings have several implications. Firstly, policymakers should monitor changes in industry and market competition patterns under financial openness. It is important to scrutinize whether leading firms are effectively using external financing for technological research and innovation. Second, firms with larger market shares often possess a stronger return to scale of R&D, providing better environments for innovation and leading industrial technological progress. However, the benefits of this return to scale to the whole economy should be premised on low barriers to technology spillovers. One important way to break down technology spillover barriers is to establish a fairer and more orderly competitive market. Third, it is important to implement financial sector reforms to improve the efficiency of financial resource allocation and expand financing support for SMEs.

Compared with previous studies, this paper utilizes the Orbis database that covers a broader range of firms to examine the impact of capital inflows on industry-level resource allocation efficiency and firms of different sizes. This paper identifies a new potential risk that capital inflows pose to economies: The increase in the market power of large firms, a reduction in the scale of small firms, and a decline in technology spillover effects within industries ultimately result in lower resource allocation efficiency. This paper explains the phenomenon of "micro growth coupled with macro slowdown" that may arise from capital inflows and elucidates the underlying mechanisms behind this phenomenon.

Keywords: capital inflows; markup dispersion; resource allocation; market power

JEL Classification: F32 F38 F65

[责任编辑:覃毅]