



超级明星企业崛起与价格机制衰落

Rise of Superstar Firms and Fall of the Price Mechanism

苏丹

过去几十年，我们见证了谷歌、亚马逊和苹果等超级明星公司的崛起。笔者在就业市场报告中调查了这些超级明星公司如何影响宏观经济。一些现有研究侧重于这些公司对劳动份额（例如2020年奥特尔等人）或商业活力（例如2019年德里德等人）的影响。笔者通过一个新的内生“企业-市场”边界的视角来研究它们对不当配置的影响。

这一观点基于科斯（1937年）对企业理论的开创性研究。科斯认为，企业和市场是经济中两种不同的分配体系。市场体系的目标是通过价格机制将资源分配给最有生产力的用户。然而，这并不是企业的目标。假设我们遵循他的解释，观察到了公司的重要性日益增长。在这种情况下，市场体系的相对重要性肯定在下降。由于两个体系的性质不同，我们应该观察这个过程中经济错配程度的变化。更具体地说，即企业与市场在融资方面的边界。笔者关注的企业行为是现金持有量的增加。如果我们简单地从单个企业

的角度来看这一现象，那么可能是某些经济环境的变化使企业更优地选择内部储蓄。但是，从宏观上看，当企业以外部融资代替内部融资时，就意味着企业正在代替市场体系配置资源。

就业市场报告分为四个部分：动机事实、理论、简化证据和定量分析。笔者首先展示了自20世纪80年代以来，美国的资本配置效率一直在恶化。主要有三个表现。首先，美国上市公司资本边际产量的分散度急剧上升。其次，企业层面全要素生产率与外部融资依存度之间的相关性由正转为负，意味着生产性企业的外部融资较少。第三，资本边际产量与实际利率之间的正差距随着时间的推移而增加。这些事实表明，资本市场的低效率配置随着时间的推移而增加，因为一个有效的金融市场应该意味着资本边际产量零分散，更多的资源配置给生产性用户，以及投资的边际收益与边际成本相等。

随后笔者提出了一个理论模型来解释

苏丹 (Dan Su) 系明尼苏达州大学卡尔森管理学院金融学博士研究生。原文出自The World Bank All About Finance Blog, <https://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/rise-superstar-firms-and-fall-price-mechanism>。肖灿编译。



这些事实，将产品市场竞争和企业风险管理纳入具有不完全市场的标准异构代理模型。该模型有几个重要的含义。首先，不完全的市场假设和垄断竞争产生了“赢家通吃”的现象，同时也使当前的赢家在将来承受更大的收入波动。该机制源于这样一个事实，即一些根本性的经济变化会导致超级明星经济中的收入和风险重新分配。与低集中度的传统经济相比，超级明星经济的特殊之处在于，相对较少的企业可以获得巨额收益。与此同时，超级巨星本身就具有风险，因为它们能力的微小变化可能会转化为相当大的收益波动。其次，经济基本面变化导致风险再分配的特性使企业更倾向于依赖内部融资，尤其是对超级明星企业而言，因为它们预期未来收益风险更大。最后，由于企业内部节约资源时融资的边际成本不均衡，自筹资金领域的扩张加剧了该经济中的资本错配。因此，不同于自筹资金可以消除错配的传统观点（例如2014年摩尔），笔者认为，内部融资领域的扩大会降低总资本配置效率。

此外，笔者测试了数据中一些关键的模型预测，发现与模型结论一致，即超级明星公司的风险确实更高，因为它们具有更高的加成波动性，二是超级明星公司的资本错配程度更高，并且自20世纪80年代以来的错配迅速增加，三是公司的现金资产比率和加价率之间存在显著的正相关关系。这些结果为模型机制提供了支持。

最后，笔者研究了该模型的定量含

义。通过使用矩量模拟方法对模型进行估计，表明该模型能定量地匹配数据中资本配置效率下降的情况。更重要的是，它表明使用采取了外部融资的公司财富加权比率计算，市场体系的有效性在过去40年中下降了约11%。这些定量结果为分配不当的起源提供了不同的观点。资本分散的边际产出可能来自市场体系内部的扭曲（例如2009年谢和克列诺）或内生移动的“公司-市场”边界。此外，笔者扩展了皮凯蒂（2013）关于不平等的R-g框架研究，允许存在两种类型的资本回报（两个R）。一是仍依赖外部金融市场融资的创业者的资本回报，二是不依赖外部金融市场的创业者的资本回报。

总而言之，笔者的就业市场报告表明，经济基本面的变化带来了超级明星企业的崛起，削弱了价格机制。在政策含义方面，报告指出了超级明星经济中的两种市场失灵。一是价格机制边界在缩小。增加公司内部融资也减少了市场对它们的约束。大量的企业现金储蓄使企业不容易受到市场体系的约束。二是，由于风险和利润都重新分配给了具有生产力的企业，这些超级明星企业的投资动力减弱，导致商业活力长期下降。政府作为有形之手在新经济和其他探索最优政策常规工作中的作用留待未来研究。^[N]

学术编辑：曾一已