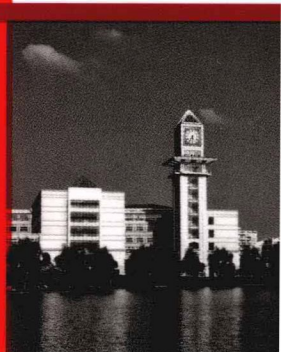




高校社科文库
University Social Science Series

教育部高等学校
社会发展研究中心

汇集高校哲学社会科学优秀成果，展示学术成果，
搭建高校哲学社会科学交流平台，为专家学者提供
展示学术成果、交流学术思想、探讨学术问题的平台，
扩大高校哲学社会科学学术成果的影响力。



内外部资本市场 互动关系及其政策效应： 基于美国的经验研究

Interaction of Internal and External Capital
Market and Its Policy Effect:
Based on the Experience of U.S.A.

卢建新/著

光明日报出版社



高校社科文库
University Social Science Series

教育部 高等学校
社会发展研究中心

汇集高校哲学社会科学优秀原创学术成果
搭建高校哲学社会科学学术著作出版平台
探索高校哲学社会科学专著出版的新模式
扩大高校哲学社会科学科研成果的影响力



内外部资本市场 互动关系及其政策效应： 基于美国的经验研究

Interaction of Internal and External Capital
Market and Its Policy Effect:
Based on the Experience of U.S.A.

卢建新/著

光明日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

内外部资本市场互动关系及其政策效应：基于美国的经验研究 / 卢建新著. —北京：光明日报出版社，2013. 2

(高校社科文库)

ISBN 978-7-5112-4003-3

I. ①内… II. ①卢… III. ①资本市场—研究—美国
IV. ①F837. 125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 019954 号

内外部资本市场互动关系及其政策效应：基于美国的经验研究

著 者：卢建新

出版人：朱 庆

终审人：孙献涛

责任编辑：宋 悦

责任校对：邓永飞

封面设计：小宝工作室

责任印制：曹 净

出版发行：光明日报出版社

地 址：北京市东城区珠市口东大街 5 号，100062

电 话：010-67078252（咨询），67078870（发行），67078235（邮购）

传 真：010-67078227，67078255

网 址：<http://book.gmw.cn>

E-mail: gmcbbs@gmw.cn songyue@gmw.cn

法律顾问：北京市洪范广住律师事务所徐波律师

印 刷：北京楠萍印刷有限公司

装 订：北京楠萍印刷有限公司

本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社联系调换

开 本：690×975 1/16

字 数：238 千字

印 张：13.25

版 次：2013 年 2 月第 1 版

印 次：2013 年 2 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5112-4003-3

定 价：35.50 元

版权所有 翻印必究

中国博士后科学基金项目“内外部资本市场互动关系
及其政策效应”(20080440588)最终成果

中南财经政法大学金融学院著作出版基金资助出版



CONTENTS 目 录

导论 / 1

- 一、引言 / 1
- 二、文献回顾与评析 / 3
- 三、研究的思路、内容与方法 / 8
- 四、研究的意义、创新与不足 / 11

第一章 内外部资本市场互动关系的一般分析框架 / 13

- 一、内外部资本市场的制度特征及耦合形态 / 13
- 二、未考虑内外部资本市场互动关系的分析模式 / 17
- 三、引入内外部资本市场互动关系的必要性及变化 / 20
- 四、内外部资本市场互动关系的分析模式 / 22
- 五、内外部资本市场互动关系的实现机理 / 24

第二章 美国内部资本市场的产生与发展 / 34

- 一、美国现代企业的产生与兴起 / 34
- 二、美国现代企业的基本特征 / 48
- 三、内部资本市场理论的产生与发展 / 54



第三章 美国外部资本市场的发展	/ 66
一、铁路时代的外部资本市场	/ 66
二、经理式资本主义时代的外部资本市场	/ 73
三、联合大企业时代以来的外部资本市场	/ 91
第四章 内部资本市场对外部资本市场的影响	/ 102
一、引言	/ 102
二、样本与变量	/ 104
三、实证结果	/ 112
四、稳健性检验	/ 115
五、超额价值与超额净外部资本	/ 122
六、结论	/ 125
第五章 外部资本市场对内部资本市场的影响	/ 126
一、引言	/ 126
二、样本与变量	/ 128
三、实证结果	/ 135
四、稳健性检验	/ 141
五、结论	/ 149
第六章 内外部资本市场互动关系的政策效应	/ 151
一、美国内外部资本市场互动关系的政策效应：反托拉斯视角	/ 151
二、美国内外部资本市场互动关系的政策效应：金融监管视角	/ 162
三、美国内外部资本市场互动关系政策的启示	/ 171
第七章 结论与政策建议	/ 178
一、主要结论	/ 178
二、政策建议	/ 180
参考文献	/ 185
后记	/ 200



导 论

导论首先提出本书要研究的主要问题；然后对国内外相关文献进行回顾与评析，并找出几个研究的切入点；随后归纳本书的研究思路、内容与方法；最后指出本书的研究意义、创新与不足之处。导论是全书的研究逻辑起点。

一、引言

一般认为，外部资本市场（External Capital Market, ECM）主要研究资本如何在不同企业之间配置；^① 内部资本市场（Internal Capital Market, ICM）则重点研究在一个特定企业或企业集团内资本是如何在不同分部或子公司之间配置。因此，在考察资本配置效率时，人们倾向于把外部资本市场的运作与内部资本市场的资本配置过程分割开来研究。虽然这种处理方法可以简化问题的分析过程，让我们把主要精力放在理解外部资本市场（或内部资本市场）中资本配置的运作机制上。但是，这种分割处理方法不利于我们系统把握内外部资本市场之间的互动关系，也不利于充分发挥它们各自的功能和优势，具有较强的片面性。

实际上，内外部资本市场之间存在着不可分割的互动关系，它们是同一问题的两个不同环节，对其中一个问题的研究，需要从另一角度审视其结论的合理性；对其中一个方面制定政策，需要另一政策的配合、协调，以取得更好的政策效应。

随着我国金融体制改革的深化和资本市场的完善，资本的流动性日益增强，内外部资本市场之间的各种相互作用关系会越来越复杂。因此，研究内外部资本市场之间的互动关系，如何根据这种互动关系制定金融政策，以及如何

^① 本书所用的外部资本市场主要是指证券市场和信贷市场。



科学、合理地评价根据这种互动关系制定的金融政策的效应，具有重要的意义。

第一，既然内外部资本市场之间存在着密切的互动关系，那么，沟通二者互动关系的平台、机理是怎样的呢？内部资本市场对外部资本市场、外部资本市场对内部资本市场分别有何影响，如何评价其政策效应呢？研究并回答这些问题，可以深化对资本配置过程、规律的认识。而这可以为制定、完善金融政策，以及金融发展战略，提供有较大参考价值的理论依据。

第二，我国现实经济运行表明，内外部资本市场的状况有诸多不合理之处，相应的金融政策有时显得力度不够，着力点、切入点不到位。我们的初步研究表明，分别从内部资本市场的角度审视外部资本市场的现状，从外部资本市场的角度审视内部资本市场的现状，可以为内外部资本市场的不合理表现找到新的成因及解决问题的对策。因此，研究本选题，对科学、合理地掌握金融政策的力度、切入点，对及时、有效矫正金融政策的偏差，有重要的现实意义。

第三，目前国内有大量学者从外部资本市场的视角研究资本配置问题，有少数学者从内部资本市场的视角研究资本配置问题，但对二者的互动关系则少有研究和描述。因此，研究本选题，从内外部资本市场互动关系及其政策效应的研究中，提炼、归纳出带规律性的结论、方法等，对于丰富、完善内部资本市场理论研究的体系、内容和方法，有较大的理论意义和推动作用。

虽然研究我国内外部资本市场互动关系及其政策效应极为重要，但考虑到我国内外部资本市场存在的历史时间比较短，而且各种市场制度均是从无到有、从不规范到逐步规范慢慢发展起来的，因此，从如此短暂的历史阶段捕捉到规律性的结论可能存在困难。退一步，即使找到了一些规律性结论，其稳定性和正确性可能也难以验证。根据我们的观察和分析，在当今世界上，美国毫无疑问是内外部资本市场存在时间最长、历史资料和数据最丰富、相关制度最为完备且变化相对平稳的国家。如果以美国内外部资本市场作为研究对象，考察其互动关系和政策效应，供我国借鉴，那可能是一种更为切合实际和有价值的研究。正是基于这种想法，我们选择了美国内外部资本市场作为案例分析对象。



二、文献回顾与评析

（一）国外文献回顾

从 20 世纪 60-70 年代 Alchian (1969)、Williamson (1975) 等经济学家提出内部资本市场的概念到 20 世纪 90 年代初的 20 多年时间里, 研究者主要对单个企业内的内部资本市场进行了研究, 并没有把内部资本市场与外部资本市场结合起来作为一个整体进行考察。^① Grossman & Hart (1986) 和 Hart & Moore (1990) 等人开创了研究企业理论的产权思路后, 才为内外部资本市场相互关系的研究提供了突破口。Gertner 等 (1994) 率先利用上述成果对内外部资本市场的差异进行了研究。随后, Stein (1997)、Khanna & Palepu (2000a, 2000b)、Peyer (2002)、Inderst & Muller (2003) 和 Almeida & Wolfenzon (2006) 等文献对内外部资本市场的相互关系进行了较深入的研究。对国外关于内外部资本市场研究的经典成果进行归纳, 大致可以划分为如下四种:

1. 内外部资本市场的区别

内部资本是指企业控制的自有资本, 外部资本则是指游离于企业之外的其他资本。从动态的观点来看, 内部资本与外部资本没有明确的界限。外部资本可以以权益资本的形式进入企业而形成企业的内部资本; 内部资本也可以让渡其所代表的所有权的形式重新进入外部资本市场。二者的性质也会因此经常发生转换。但从一定的时间跨度来看, 形成企业生产能力的内部资本具有相对的稳定性。并且, 由于内部资本与外部资本在转换过程中存在交易费用和机会成本, 这也会减少内、外资本转换的频率, 正是这种相对稳定性, 使内部资本市场存在成为可能。内部资本市场一旦形成, 就具有与外部资本市场不一样的特性。

Gertner 等 (1994) 认为, 内部资本市场与外部资本市场 (以银行贷款为例) 有本质区别, 表现在: 在内部资本市场中, 公司总部 (出资者) 是资金使用部门资产的所有者, 拥有剩余控制权; 而在外部资本市场中, 出资者则不是资金使用部门资产的所有者。他们认为, 正是由于这一本质的区别, 导致内

^① Almeida H. and D. Wolfenzon, 2006, Should Business Groups be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets, *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, No. 1 pp. 99-144.



部资本市场在企业的监督、激励和资产的重新配置三个方面产生了不同于外部资本市场的后果。第一，内部资本市场增加了出资者的监督激励，即使内外部出资者有相同的监督能力，内部出资者也会选择更加严格的监督，这是因为他们拥有对资产的剩余控制权，能从监督中获得更多回报。第二，内部资本市场降低了部门经理的激励，这是因为部门经理没有剩余控制权，他们容易受到公司总部机会主义行为的侵害。第三，内部资本市场有利于更好地重新配置企业资产。当公司总部拥有多个相关业务单位时，内部资本市场存在一定优势。如果一个业务单位业绩不佳，其资产将被有效地重新配置（直接与公司总部控制的其他资产合并）。相反，外部出资者则只能把资产出售给其他使用者，并且往往不能获得足值支付。很明显，第一、三两点遵循了 Alchian (1969) 和 Williamson (1975) 的分析思路，但是 Gertner 等 (1994) 比 Alchian (1969) 更进了一步，他们明确指出内部资本市场优于外部资本市场的原因在于公司总部拥有剩余控制权。

Stein (1997) 认为拥有控制权的公司总部可以通过内部资本市场在更大范围里重新配置公司的稀缺资金，从而增加公司价值。他认为，公司总部可以根据需要把一个业务单位的资产作为抵押融得资金，然后再分配给其他业务单位，即可以从事一种“挑选胜者” (Winner-picking) 的活动。^① 而在外部资本市场中，出资者（如银行）则不能通过从事“挑选胜者”的活动来增加公司价值。Stein (2001) 进一步指出，内部资本市场是解决资金在企业内 (Within-firm) 不同分部之间的分配问题；而外部资本市场则是解决资金在不同企业 (Across-firm) 之间的分配问题。

由此可见，内外部资本市场的主要区别集中体现在对资产的剩余控制权上。对资产的剩余控制权不同导致内部资本市场和外部资本市场在激励、监督、重新配置资产等方面的能力和作用机制有较大差异。从本质上看，内部资本市场更多地依靠权威、等级制并配合使用价格机制来配置资源；而外部资本市场则主要依靠价格机制来配置资源。配置手段的差异必然导致配置结果和配置效率的差异。

^① 所谓“挑选胜者”行为是指对企业拥有完全控制权的 CEO 有能力重新安排企业的内部资本配置，具体来说，CEO 在企业内部挑选出资本投资回报率相对较高的分部，并将投资回报率相对较低的分部的资源转移给回报率相对较高的分部。



2. 内外部资本市场互补论

外部资本市场在资本配置过程中发挥着极为重要的作用,但是,由于信息不对称和代理问题的存在,外部资本市场并不是完全有效率的。外部资本市场不完美为资本配置形式的创新留下了空间,内部资本市场在一定程度上就是对外部资本市场不完美的一种制度补充。Stein (1997) 认为内部资本市场是企业总部获取项目信息的有效渠道,内部资本市场的存在可以有效缓解资本配置过程中的信息不对称和代理问题。Peyer (2002) 认为能有效率地配置内部资本的多元化企业与单分部企业相比更倾向于使用外部资本,而且使用的外部资本越多,其超额价值 (Excess Value) 就越多。这些发现与 Stein (1997) 的结论是一致的,与下面的解释也是一致的,即拥有有效率内部资本市场的多元化企业由于减轻了经理与投资者之间的信息不对称,因而能从低成本获取外部资本中获益。由此, Peyer (2002) 认为,内部资本市场的发展并不与外部资本市场相抵触,公司选择通过等级制的方式配置资本,实际上也改变了它与外部资本市场的交易能力。按照这个逻辑,只要内部资本市场是有效率的,并且外部资本市场能认识到其有效性,则拥有内部资本市场的多元化企业能更多的从外部资本市场融资,这在一定程度上会促进外部资本市场的发展;反之,外部资本市场的发展也会促使有效率的内部资本市场得以扩大。简言之,内外部资本市场可以在互补中得到进一步的发展。

3. 内外部资本市场冲突论

Inderst & Muller (2003) 与 Almeida & Wolfenzon (2006) 将内部资本市场视为外部资本市场发展过程中的一个绊脚石。

Inderst & Muller (2003) 认为典型的金融契约模型仅考虑一个企业家为单个项目融资,在这种情况下企业的组织结构及其内部资本市场的作用就不会被考虑。另一方面,在通常的内部资本市场模型中,在分析项目融资是集中还是分散时并没有考虑企业总部与外部投资者间的最优契约。他们转而采用最优合约的方法考察企业内部资本市场解决融资约束中的作用,这样可以把内外部资本市场联系起来。模型比较了两种最优合约:一种是外部投资者与单个项目经理人之间的分散借贷型合约 (Decentralized Borrowing); 另一种是外部投资者与企业总部间的集中借贷型合约 (Centralized Borrowing)。总部再将从外部资本市场融得的资金通过内部资本市场分配到各个项目。集中型融资有利的方面就是总部通过高现金流项目所提供的富余流动性 (Excess Liquidity) 换取低现金流项目的存续。这对于总部的好处就是放松了事前的融资约束;不利的方面



在于造成总部会为今后新投资项目而将多个项目所创造的现金流囤积起来，而不是回报资本市场。这就使得投资者更难以约束企业行为，进而收紧了事前的融资约束。在其它条件相同情况下，集中型融资与低预期回报项目相对应，而分散型融资与高预期回报的项目相对应。这也就意味着联合大企业与单分部企业相比具有较低的生产率。

Almeida & Wolfenzon (2006) 从金融与经济发展关系的宏观视角考察内部资本市场与外部资本市场对资本配置效率的影响。在模型的构建中，他们使用了两个指标：企业外部融资需求和经济中的集团化水平。模型假设金融发展受外部投资者保护程度的制约，外部投资者保护程度越低，经营者对投资者承诺的现金回报就越有限，即存在有限承诺 (Limited Pledgeability) 问题。其结论是：在存在有限承诺问题的情况下，企业外部融资需求的增加或者联合大企业水平的下降有助于提高社会的资本配置效率。这是因为当单分部企业所拥有的项目没有价值时，它就会把项目资本供应给外部资本市场，外部资本市场资本供应及融资需求的增加提高了外部资本市场的流动性，从而使资本流向收益较高的项目。对于联合大企业来说，由于外部资本市场有限承诺问题，即便是高收益的项目也不可能完全补偿联合大企业内的机会成本，因此宁可将这些资本投向企业内部中等收益的项目，在内部资本市场进行分配。另外，联合大企业将资本留在企业内部，减少了对外部资本市场的资本供应也有害于资本的均衡分配，因此内部资本市场的存在有害于资本配置的效率。Almeida & Wolfenzon (2006) 认为他们的研究与发展中国家内企业集团的负面效应是一致的，即企业集团的存在抑制了独立新企业的发展，因为企业集团的内部资本市场吸干了外部资本市场的资金，使市场上好项目更难以筹集资金。因此，他们建议发展中国家应该控制企业集团的发展。

4. 内外部资本市场替代论

如果外部资本市场不存在或者运作效率比较低的话，那么多元化企业的内部资本市场就能创造较高的绩效，但是随着外部资本市场的发展，内部资本市场进行资本积累与分配的有效性与外部资本市场相比将有所降低。^① 因此，Khanna & Palepu (2000a, 2000b) 认为多元化企业集团的存在取决于内外部资本市场效率的对比，它是制度发展过程中的一种制度安排。而且随着外部资

^① Guillén, M., 2000, Business Groups in Emerging Markets: A Resource-based View, *Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 3 pp. 362-381.



本市场的发展,内部资本市场的重要性将有所降低,建立和维系内部资本市场的成本将逐渐超过其收益。

(二) 国内研究现状

当前,国内有小部分学者对内外部资本市场进行了研究,主要成果如下:

周业安和韩梅(2003)对中国上市公司进行内部资本市场运作的可能方式和结果进行了研究,其结论是:企业采取内部配置和外部资金来源相结合的方式可以放松股权融资约束;没有发现企业进行低效补贴的证据。他们认为,在转型和新兴市场中,企业决策者可以利用内外部资本市场的互补性或替代性来创造价值。

邹微和钱雪松(2005)分析了外部资本市场运作不完善对内部资本市场中分部经理寻租行为的影响。他们认为外部融资成本不仅会影响外部融资规模,还会影响企业分部经理的寻租行为,融资成本的扭曲改变了分部经理的寻租力度和范围,分部经理的寻租行为扭曲了内部资本配置,从而降低了内部资本市场的配置效率。

陆军荣(2005)指出内外部资本市场总是以各种形式相结合而共同存在于经济体制之中,并随着两者效率的变化而出现彼此间的“替代”。他还对美国、德国、东亚和墨西哥等国家或地区的内外部资本市场间的替代关系进行了案例研究。

卢建新(2006)用比较制度分析方法研究了内外部资本市场的制度特征、效应以及不完全信息等问题,并给出了一些提高内部资本市场中信息完整性的建议。卢建新(2008)考察了外部资本市场完善程度对内部资本市场配置效率的影响,结论表明内部资本市场的配置效率与投资者保护程度或现金流回报的承诺可信度密切相关。卢建新和胡红星(2009)指出内外部资本市场呈现替代、冲突及互补等多种特征,“替代论”、“冲突论”或“互补论”都只反映了事物的一个侧面,不能用其中的某一个观点来概括内外部资本市场间的关系。在不同情况下,内外部资本市场会表现出不同的关系。

万良勇(2008)研究了内部资本市场与上市公司配股融资、银行债务融资以及投资者保护之间的关系,强调了内部资本市场的机会主义特征对外部融资的影响。

此外,邵军(2008)研究了企业集团内部资本市场的功能和经济后果,许奇挺(2008)研究了内部资本市场的有效性,李艳荣(2008)从内部资本市场视角研究了企业集团的治理问题。



（三）国内外研究现状的总体分析

从上述关于国内外同类研究现状的评述中，我们可以得到这样的基本结论：目前国内外对内外部资本市场关系的研究，还没有形成一个统一的分析框架，要么从某一个侧面（如“互补论”、“冲突论”和“替代论”）研究内外部资本市场的关系，要么研究外部资本市场对内部资本市场的影响（如邹微和钱雪松（2005）、卢建新（2008）等），要么研究内部资本市场对外部资本市场的影响（如万良勇（2008）等），很少综合地、系统地研究内外部资本市场间的互动关系。更没有研究如何根据内外部资本市场互动关系制定金融政策，以及如何科学、合理地评价根据这种互动关系制定的金融政策的效应。

（四）几个研究的切入点

上述分析表明，目前国内外关于内外部资本市场互动关系及其政策效应方面的研究还存在一些不足或缺陷，至少在以下几方面有进一步探讨、研究的必要：

第一，对内部资本市场和外部资本市场的研究应给予同样的关注，不能有任何偏颇，并且还要研究它们之间的互动关系。

第二，要研究内部资本市场对外部资本市场的影响及其作用机理。

第三，要研究外部资本市场对内部资本市场的影响及其作用机理。

第四，要探讨如何根据内外部资本市场互动关系研究得出的结论，制定、完善相应的金融政策。

本书正是尝试对上述问题进行较为深入的研究。

三、研究的思路、内容与方法

（一）研究思路

本书研究的主要研究思路如图 0-1 所示：

（二）研究内容

本书的研究内容主要包括六个部分，具体安排如下：

第一部分为导论，主要提出要研究的问题，对国内外相关文献进行回顾和评析，并找出几个研究的切入点，它是本书的研究起点。

第二部分为第一章，主要阐述内外部资本市场互动关系的一般分析框架，引入三种内外部资本市场互动关系的分析模式，并结合现实情况，确定一个一



提出问题与文献综述

一般分析框架

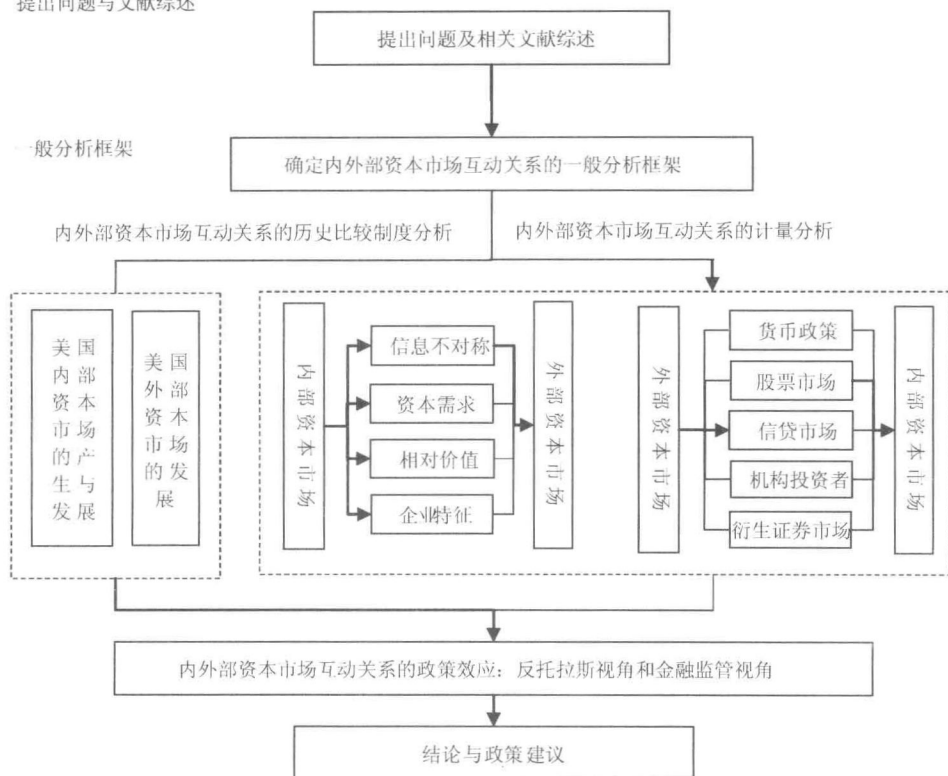


图 0-1 本书的逻辑框架简图

般分析框架。它是本书的理论分析基础。

第三部分对内外资本市场互动关系进行历史比较制度分析，包括第二、三两章。第二章简要地、历史地再现了美国现代企业的产生与兴起过程，并重点考察了大企业中内部资本市场的发展变化情况。第三章简要回顾美国外部资本市场的发展演变过程，并重点分析了外部资本市场的发展变化及其与内部资本市场之间的相互作用。通过历史比较制度分析，我们力图从连续的经济制度变化中发掘出内外资本市场互动关系的变化规律。

第四部分对内外资本市场互动关系进行计量分析，包括第四、五两章。第四章使用美国 COMPUSTAT 数据库中 1980-2008 年的多元化企业数据来研究内部资本市场的特征如何影响它与外部资本市场的交易成本，其中，内部资本市场特征主要考虑了信息不对称、资本需求、相对价值和企业规模等因素。第五章使用同一数据资料外加一些外部资本市场变量来研究外部资本市场对内部



资本市场的影响，即在不同外部资本市场条件下，联合大企业超额价值随时间的变化情况。这两章均为本书的重点和核心内容。

第五部分即第六章，主要运用历史比较制度分析方法从反托拉斯的视角和金融监管的视角来研究美国内外部资本市场互动关系的政策效应。它是本书的重点和核心内容之一。

第六部分即第七章，是结论与政策建议，主要对全文进行总结，并根据美国内外部资本市场互动关系及其政策效应的相关经验为我国相关政策制定提供若干政策建议。

（三）研究方法

本书以历史比较制度分析、计量分析和多学科交叉分析为主要研究方法，兼用理论归纳和案例分析法，尽可能得出可靠的结论。

1. 历史比较制度分析法

历史比较制度分析（Historical and Comparative Institutional Analysis）既是经济学的新领域，也是一种新的研究方法和工具。^① 历史制度分析主要试图探索历史在制度起源、发展变迁中所起的作用；比较制度分析则是将不同时间、空间中的制度纳入同一视野进行比较研究。这种方法可以从新的视角分析制度的多样性、进化与变迁轨迹等，也可以更便利地研究采用何种制度可以更加节约交易成本。本书运用历史比较制度分析方法考察了美国内外部资本市场的产生与发展情况，并且使用该方法从反托拉斯的视角和金融监管的视角考察了美国政府内外部资本市场互动关系及其政策效应。在本书的分析中，美国联合大企业及其内部资本市场的产生与发展、外部资本市场的发展、反托拉斯政策和金融监管政策的变化都被视为一连串经济现象的综合，本书力图从这些连续的经济制度变化中发掘内外部资本市场互动关系的变化规律，为研究我国内外部资本市场互动关系及其政策效应提供历史借鉴。

2. 计量分析法

经济学是一门实证的科学，计量分析是经济学实证分析中最重要的方法。在第四、五章中分析内外部资本市场的相互影响时，我们综合使用了多种现代计量分析技术，主要包括：混合截面数据估计方法、虚拟变量分析法、差分变量分析法、固定效应面板数据分析法、Arellano-Bond 动态面板估计方法以及相

^① Greif, A. 1998, Historical and Comparative Institutional Analysis, *American Economic Review*, Vol. 88, No. 2, pp. 80-84.



关性分析等。此外，在第二、三章中对美国内外部资本市场的发展情况进行分析时，我们使用了大量的统计数据。在研究中，我们力图做到每一个结论或观点都有数据支撑，不做无根据的推论或猜测。

3. 多学科交叉分析法

本书涉猎的领域较多，主要包括美国企业史、金融史、反托拉斯政策、金融监管政策，而且对这些领域的研究并不是截然分开的，而是交叉、综合进行的。尤其是后两个领域，更是与法学交叉重叠。研究对象的多学科交叉性，促使我们尝试采用多学科交叉分析法。

此外，本书在分析内外部资本市场互动框架及其实现机理时，主要采用理论归纳分析方法。而对美国内外部资本市场互动关系及其政策效应的分析，可视为一个大的案例，我们解剖美国案例的目的是为了借鉴其经验为我所用。

四、研究的意义、创新与不足

（一）研究的理论与现实意义

本书的研究具有以下理论意义：

（1）本书将丰富内部资本市场的理论研究。以往研究内部资本市场更多的是静态考察内部资本市场在投资决策和资本配置方面是否符合效率原则，较少关注内外部资本市场之间的互动关系。本书将分别研究内部资本市场对外部资本市场、外部资本市场对内部资本市场的影响，并进行实证检验。这对丰富和完善内部资本市场理论研究的体系、内容和方法，有较大推动作用。

（2）本书为我国上市公司独特的融资现象提供了新的解释视角。以往的研究要么关注公司特征本身的影响，要么从外部资本市场的特征寻求解释。本书将构建内外部资本市场互动关系的一般分析框架，搭建互动关系的中间传导机制，阐明互动关系的实现机理，这有利于更全面细致地分析上市公司的融资行为。

（3）本书将研究如何根据内外部资本市场互动关系制定金融政策以及如何科学、合理地评价金融政策的效应。这对科学、合理地掌握金融政策的力度、切入点，对及时、有效矫正金融政策的偏差，有重要参考价值。

本书的研究具有以下现实意义：

（1）为企业集团的资本配置决策者和管理者提供一定的理论和实践指导意义。随着企业集团在我国经济社会生活中作用的增大，其内部资本配置问题