

论文 NO. 2017 年 9

发表时间：2017 年 9 月 5 日

## 新常态下产融结合的规范与发展

何德旭 郑联盛

摘要：随着我国市场经济体系建设达到了较高的水平，产业和金融的融合成为一种新的经济发展范式，不管是地方政府还是大中型企业都在寻求产融结合，以获取更加显著的范围经济效益和规模经济效益，以金融杠杆放大地方经济或个体企业的发展水平。

产融结合已经成为我国经济发展的一个热门领域。在产融结合的发展实践中，我国逐步形成了以产助融、以融助产和产融双驱动等模式。但是，在经济新常态背景下，在我国产融结合的发展过程中也存在一些问题和风险。在前不久召开的第五次全国金融工作会议上，习近平总书记明确指出要“规范金融综合经营和产融结合”，这既是防控金融风险的现实需要，也是提高金融服务实体经济水平和效率的重要途径。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

## 产融结合是金融为实体经济服务的有效形式

产融结合涉及产业资本和金融资本。产业资本就是工商企业等非金融机构占有和控制的货币资本及实体资本；金融资本则是商业银行、保险公司、证券公司、信托公司、基金公司等金融机构占有和控制的货币及虚拟资本。一般意义上的产融结合是指产业资本与金融资本或者工商企业与金融企业之间在资金、资本、人事和业务等层面上相互渗透、相互进入对方的活动领域。产融结合涉及产业资本和金融资本。产业资本就是工商企业等非金融机构占有和控制的货币资本及实体资本；金融资本则是商业银行、保险公司、证券公司、信托公司、基金公司等金融机构占有和控制的货币及虚拟资本。一般意义上的产融结合是指产业资本与金融资本或者工商企业与金融企业之间在资金、资本、人事和业务等层面上相互渗透、相互进入对方的活动领域，最终形成产融实体的经济现象和趋势。

从产融结合的发展历程和国际经验来看，产融结合最早的形式是金融资本进入产业体系以实现产融结合；最早的典型案例是上世纪初美国摩根财团通过一系列的资本运作，形成了美国铁路部门和美国钢铁部门的产融结合。很显然，现在的产融结合已经告别了美国产融结合发展初期金融并购产业资本的情形，实现了双向融合，产融结合逐步形成了支持相关产业或企业融资、整合产业要素以及促进市场竞争力等优势。

第一，产融结合有利于产业部门或企业的融资。受制于各种体制机制或现实情况的约束，融资是产业部门以及相关企业发展最大的瓶颈之一。而通过产融结合，既可以引入股权投资或其他债权性资本以

获得新的资金来源，部分缓解来自于商业银行等金融机构的外部融资约束，也可以提升内部资金综合运用水平，使得财务成本部分内部化，提高内部融资以及资金运用的便利性和有效性。

第二，产融结合有利于产业要素集聚和资源配置重构。通过引入不同属性的资本，可以强化要素集聚的功能，特定产业或特定区域可以形成产业要素集聚或产业发展功能区，实现产业要素和金融要素的再组合，提升产业链整合能力，发挥金融要素的杠杆作用，构建产业资源配置新范式，提升规模效应和范围经济的水平。

第三，产融结合有利于区域或企业的多元化发展。通过引入不同属性的资本，可以形成产业+金融融合发展的模式，亦可以形成产业+金融平行发展的模式，后者可以实现区域或企业的跨界经营或多元化发展，降低一个经济主体对特定产业的过度依赖，有效对冲经济周期以及结构调整的不利影响。

### 产融结合的不同模式

伴随着近 40 年的改革开放和发展，我国的市场经济体系不断完善，产融结合的发展也日益深化，目前已经形成了以产助融、以融助产和产融双驱动等主要模式。其中，以产助融是我国产融结合的主导模式。

以产助融模式主要是基于产业的快速发展和有效积累之后，以强大的产业基础作为支撑，产业资本转化为金融资本，实现产融结合发展或产业与金融并行发展的格局。作为我国产融结合的主导模式，以产助融大致可以分为两种情况：一种是产业发展到一定规模之后，进入金融领域，产业与金融并行发展，实现多元化经营；另一种是产业

发展到一定规模之后，进入金融领域，金融和产业有效融合发展。从我国目前的发展现状来看，前者占比更大。以产助融模式典型的有：中国石油、中国石化、国家电网、招商局、华润集团、五矿集团、中航工业、新希望、万向、万达、恒大等大型企业。

以融助产是基于金融资本的快速发展和有效积累之后，金融资本转化为产业资本，实现在产业部门进行业务布局的模式。由于以融助产是以金融机构作为主体，在国内金融法律的约束下，以融助产模式在数量上较少，典型的有中信集团、光大集团、中国平安等。其中，光大和平安对于产业资本的布局相对较少。中信集团是以融助产模式的典型代表，其采取金融和实业发展并举的战略，拥有银行、证券、保险、信托、基金、资产管理和期货等门类齐全的金融业务，同时在资源能源、制造、工程承包、房地产等多个领域也具备较强的竞争能力。

产融双驱动模式主要是结合产业的基础支撑和金融的杠杆效应实现螺旋式的产业与金融的结合并相互促进。在此模式下，相关主体具有产业的基础又具有金融的秉性，是产融结合更为专业的模式。典型的如国外的通用电气资本、西门子金融服务公司，在国内有复星集团、联想控股等。这一模式在国内产融结合实践中还较少。

产融结合的不同模式虽各有侧重，但其一般的机理是以产业要素集聚为代表，基本融合了产业、金融、政策等要素。一是充分利用了我国各项经济金融政策，特别是政策试点以及政策实施早期阶段的政策红利；二是将做强主导产业作为产融结合的前提；三是充分发挥了金融的功能，不仅将金融作为产融结合的基本要素，而且发挥了金融

在不同要素、企业及产业的连接功能以及在资本运作中的杠杆功能。

### 产融结合中存在的突出问题

虽然产融结合在我国的发展已经有了较长的时间，并且目前产融结合正呈现深入发展的态势，但产融结合亦存在一些值得注意的问题或风险。

第一，产业资本和金融资本合而不融是产融结合的通病。目前，在产融结合的发展过程中，特别是以产助融的发展模式下，部分企业获得金融牌照、发展金融业务并没有形成真正的产业资本和金融资本相互融合、相互促进的状态，而基本呈现平行发展的态势，二者无法协调更无法协同发展。不少企业发展产融结合，最后形成的是相对独立的两个体系，并且，金融业务受制于产业发展以及相关的体制机制、企业文化、公司治理等方面的约束并未呈现出优质发展的态势。

第二，产融结合会形成内在的关联性，风险存在外溢效应。产业部门风险向金融领域传染，或者金融领域风险向产业传染，二者甚至相互反馈强化，形成对企业的重大冲击。内在关联性的存在使得产融结合后的微观主体的风险秉性更加复杂，这比合而不融的风险更为显著。

第三，产融结合存在功能异化风险。产融结合的本质功能是为了促进产业链整合更深化、资源配置更高效，但是，部分企业在获得金融牌照之后，享受到了金融管制的“红利”，存在过度发展金融或进行资本运作的趋势，从而逐步使得实体产业运作失去方向，金融工具失去支撑产业的基本功能，甚至存在金融空转的状况。

第四，产融结合使得企业面临较大的财务风险。金融资本进入产

业资本之后，为了提振企业的经营并促进企业的发展，需要进一步投入资金来处置债务、盘活资产、拓展市场、鼓励创新，但是，由于复杂的内外部环境，资金投入可能是长期且巨大的，这使得金融资本面临长期没有回报甚至亏损的困境。产业资本获得金融牌照、发展金融业务之后，如果无法形成良好的产融结合效应，那么大部分会选择相对独立发展金融业务，但是，在微观监管标准趋于严格的状况下，产业资本可能需要投入大量资金用于金融机构的资本金注入、不良资产剥离、风险拨备计提以及金融机构市场化运作，这将导致产业资本进入一个长期的投资进程之中，可能严重恶化产业环节的资产负债状况。

第五，产融结合还面临较为明显的公司治理难题。产业运作中，公司治理相对简单，而产融结合之后，金融环节的治理要面临更多的监管要求和更复杂的治理要求，同时，还将面临不同的业务、文化和激励机制。这就使得产融结合之后仍然不得不设置两套公司治理机制，使得整个公司的内部沟通成本更高，治理水平将更加低效。

#### 规范与发展产融结合的政策建议

一是重本质。政府部门和企业部门应科学认识产融结合的本质。产融结合是市场经济发展到一定阶段的必然产物，是产业资本发展到一定程度，寻求经营多元化、资本虚拟化，从而提升资本运营成效的一种趋势。相关政府部门、产业和企业都应该强化对产融结合本质的认识，产融结合的发展应该基于地方经济或实体企业的现实需要和真实需求而进行，以产业发展为基础，以产融结合为促进，真正实现产业要素的集聚和配置。特别要指出的是，不是所有地方、所有大型企业都适合搞产融结合。

二是重产业。产融结合应该强调产业发展为基础、产融相结合相促进的原则。以产业发展为本、以真实需求为支撑、注重金融的要素功能和配置功能、实现产业链要素的整合以及产业资本与金融资本的融合，提高产业转型升级发展的综合绩效，提升金融服务实体经济的水平和效率。

三是重风险。产融结合应该注重风险的传染和防范。产融结合的风险不是产业部门风险和金融资本风险的简单加总，是更为复杂的风险体系，需要政府部门、产业部门、企业主体高度警惕合而不融、风险外溢、功能异化、公司治理缺陷和财务稳健基础不扎实等风险，建立健全风险防范机制，确保产融结合稳健推进。

四是重改革。深化金融部门体制机制改革，减少金融管制及其潜在的“红利”，完善金融市场体系。产业资本趋势性地进行产融结合、争取金融牌照、淡化主业强化金融业务，主要原因在于金融部门存在金融抑制的状况、存在金融管制的体制、存在没有市场化的环节，使得金融部门具有超额的收益。中央政府应该正视金融部门发展存在的体制机制问题以及金融市场的市场化改革问题，通过改革来降低金融部门的“管制红利”，以缓释产业资本趋势性进入金融的趋势，最终实现产业资本与金融资本的有效融合和科学配置。

五是重创新。要创新产融结合方式，让金融更大程度地深入、渗透到实体经济之中，让金融与实体经济更加紧密地融合在一起，形成一种互相支持、互相支撑、互利共赢的有机整体。在这方面，最近一个时期，相关部门已经进行了一些有益的探索和尝试，并且已经取得了初步的成效。比如，投贷联动，这是商业银行采用成立类似风险投

资公司或基金的方式，对创新企业（主要是中小科技企业）给予资金支持，并建立严格的风险隔离，以实现银行业的资本性资金早期介入（即“投”）；与此同时，还通过信贷投放等方式（即“贷”）给企业提供另一种形式的资金支持，这样就形成了股权投资和商业银行信贷之间的联动融资。这种结合方式既考虑了科创企业的融资需求，又结合了我国以商业银行为主的金融体系的特点，能够有效增加科创企业的金融供给，也能够充分发挥银行业金融机构在客户资源、资金资源方面的优势，有可能成为商业银行支持国家创新驱动发展战略、同时推动自身业务模式转型与升级的重要路径和平台。再比如，产业链金融，这是金融机构以产业链的核心企业为依托，针对产业链的各个环节，设计个性化、标准化的金融服务产品，为整个产业链上的所有企业提供综合解决方案的一种服务模式，这样一种新的金融服务方式，对于满足产业链上企业的融资需求、降低融资成本等发挥了较好的作用。还有，目前正在稳步推进的债转股，也在一定程度上有利于企业轻装上阵，改善经营环境，实现持续发展，这种方式也使得商业银行与企业的融合度更深，结合更紧密，有助于加强对企业自身债务杠杆的约束，降低企业杠杆率，更好地助推实体经济的振兴和发展。当然，在创新产融结合方式的过程中，必须结合金融机构和企业自身的特点，必须注重处理好政府与市场的关系。只有这样，才能真正发挥产融结合推进实体经济振兴和发展的作用。