

第一篇 理论篇



第一章 产融结合的内涵及沿革

产融结合，即产业资本和金融资本的结合，指两者以股权关系为纽带，通过参股、控股和人事参与等方式而进行的结合。从两种资本（产业资本、金融资本）的载体来看，产业资本一般是指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；金融资本一般是指银行、保险、证券、信托、基金等金融机构占有和控制的货币资本及虚拟资本。

产融结合是产业资本发展到一定程度，寻求经营多元化、资本虚拟化，从而提升资本运营档次的一种趋势。是产业资本与金融资本之间的资本联系、信贷联系、资产证券化（股票、债券、抵押贷款或实物资产的证券化）以及由此产生的人力资本结合、信息共享等的总和。

第一节 产业资本与金融资本的关系

提到“产融结合”，不得不说“产”和“融”两个概念，只有了解“产”和“融”各自的概念和相互关系，才能对“产融结合”这个概念进行更加深入、多维度、宽领域的探讨。从实践角度来看，产融关系主要包括以下四类：

第一类，“银企合作”或“产融合作”。产业集团或企业的运营，离不开存款贷款、结算、供应链金融、中间业务、项目融资、投融资信托、债券发行、股票上市、证券及期货代理、并购重组服务、财产及员工保险、融资租赁、产业基金等。产融必须合作，甚至结成长期、稳定、全面的战略伙伴关系。企业运营必须同金融业打交道，因此，这种业务层面的产融关系是必需

的，不涉及资本融合。

第二类，产业集团内设财务公司等金融机构，围绕集团主业，面向集团成员企业开展金融服务。性质属于“内部金融”。有条件的产业集团设立财务公司，形成集团内资金集中管理、资源统一配置的平台，提高资金运用效率，降低资金成本，对内提供金融服务，加强管控，实现集团化运作，很有必要。但内部金融服务于主业，算不上多元化经营，也不涉及产业资本与金融资本的融合。产业集团还可以设立围绕主业、面向内部的其他金融机构，如租赁、保险代理、资产管理、产业投资基金、信托公司等，亦属“内部金融”范畴。当然，内部与外部的界限，有时很难划清。如果演变成以对外经营为主，远离集团主业，那就不是“内部金融”，而是“产控融”了。

第三类，产业集团或企业对外部金融机构进行参股型、趋利型、辅业性、阶段性投资。“搭车”取利，钱生钱；不控股，不主导。可称为“获利投资”。产业央企、国企普遍对金融机构进行参股获利型股权投资，非公企业亦然。如果确有阶段性闲置资金，作为资金运用的一种方式，这种做法无可厚非。参股型投资不以长期持有和介入股权管理为目的，将其归入资本层面的产融结合，有些勉强。而且，既然目标仅在获利，投资方向本不必局限于金融。只要赚钱快、风险低，任何行业都可以投，可以完全不涉及产融关系。

第四类，“产控融”，即产业集团或企业设立、收购银行、证券、保险、期货等金融机构，甚至主导其经营。狭义的产融结合，正是指产业资本与金融资本相互融合，在股权基础上形成关联网络。这里只讲“产控融”，不讲“融控产”，因为在现实政策环境下，银行等金融机构进入产业、实业，除少数例外，一般可操作性较低。“产控融”现象，多见于大型产业型央企和国企，大型非公企业亦然。

其中，后两类产业资本投、控金融的对象包括银行、证券、保险、保险经纪、信托、期货、租赁、担保、典当、小贷、基金、资产管理、消费信贷等机构。

第二节 产融结合的产生与发展

一、产融结合产生的条件

金融是人类社会生活与经济发展到一定阶段的产物，是人类为了提升生产的效率与生活的幸福感所发明出来的一种制度技术。所以说，金融既是“生产的金融”，也是“生活的金融”。由于生活是人的自我生产过程，因而金融归根结底是“生产的金融”。由此可见，“产”与“融”总是结合在一起的，有什么样的“产”，就会有什么样的“融”。为“融”而“融”的“融”，会对人类造成伤害，必然要遭到惩罚。那么，“产融”究竟是如何结合在一起的，这种结合会受哪些因素的制约呢？

对于我国来说，“产融结合”一词是个舶来品。现代金融发端于美国等发达国家，其英文表达是“Combination between Industry and Finance”。从产融结合的基础来讲，是“自然技术”与“制度技术”的结合；从产融结合的手段来讲，是“组织之间的结合”与“工具之间的结合”；从产业结合的中介来讲，是“组织中介”、“平台中介”与“信息中介的结合”；从产融结合的内容或者任务来讲，是“制造货币的结合”与“货币交易的结合”。

制造货币的过程，就是最优“流动性”随其支撑技术的提升而动态优化的过程，这是金融行为的主要目标；有了货币这一融资对象，第二个目标就是如何有效获得货币，这才是我们通常理解的金融过程。人类社会的货币随着自然技术和制度技术的演进与耦合，呈现出非一般等价物、一般等价物、纸币、电子货币、“信息货币”等几个阶段。

将“产融结合”理解为一个“自然技术”与“制度技术”所构成的“双螺旋结构”，有利于揭开金融形态演进的秘密。如同 DNA 双螺旋结构的提出开启了分子生物学时代，“分子金融学”使“金融”大分子的研究“进入一个新的阶段”，金融的“生命之谜”被打开，我们可以清楚地了解金融

遗传信息的构成和传递的途径。随着“金融双螺旋结构”的不断演进,“产融结合”不断向高级阶段迈进,在逻辑上可以总结为四个层次:

(1) 产融结合基因的产生。所谓基因是遗传的物质基础。“产融结合的基因”,指的是决定产融结合事物性质的遗传因子。“产融结合基因”的产生,体现在两个方面:一方面是“一般等价物”的产生;另一方面是“融物行为”的产生,正是这两者的产生与联动合成,构成了“产融结合的基因”。

如果我们问,什么是金融?大家都会非常简洁地回答:资金融通也。没错,那么什么是资金?我们为什么要融通资金?资金的功能是充当交换中介,能方便物与物之间的交换。看来,资金十分重要,我们首先得将它生产出来。凡是能起到交换中介的东西,我们将其称作“一般等价物”,所以资金的本质是“一般等价物”。金融的第一要务就是要生产出资金这个一般等价物。

那么,人们是如何生产出一般等价物的呢?人们的交换经验表明,一般等价物可以像“普通话”一样使人们用同一种标准衡量不同东西的内在价值,也方便人们的交换。它的产生经过了三个阶段:偶尔的物物交换——扩大的物物交换——最后才是一般等价物阶段。

有了一般等价物,就可以“使鬼推磨了”。然而,当人们缺乏一般等价物,该怎么办呢?一种办法是“等”,等到人们有了足够的物质资源,再换成一般等价物。但是这种办法的缺点是会付出机会成本,这种机会成本所带来的损失或许是无法看病导致的更大身体伤害,或许是无法满足特定的消费而导致的幸福的损失,或许是失去人力资本投资的最佳时机,或许是其他经济投资机会;另一种办法是“边际值的互换”,即一般等价物的融通。提供一般等价物的人的边际损失通过一般等价物需求者所提供的“补偿”来解决。这种补偿尽管是一般等价物需求者的成本,但是这种损失要小于一般等价物需求者的机会成本的绝对值。同理,一般等价物供给者得到的这份补偿则小于其不提供一般等价物的机会成本。

较为低级的等价物融通阶段是“非一般等价物”的融通。现实中的表现有:①“实物融通”。例如,生活中借一碗谷物,随后再归还出借者同样的物品。这种情形在生活中十分常见。②租赁。这是一种以一定费用借贷实物的经济行为。出租人将自己所拥有的某种物品交予承租人使用,承租人由此获得在一段时期内使用该物品的权利,但物品的所有权仍保留在出租人手中。

承租人为其所获得的使用权需向出租人支付一定的租金。③赊账。买卖货物时延期付款或收款，而把买卖的货款记在账上。这个过程先拿物，后付款，也可以归为“融物”的另一种情形。这三种情形在货币产生之前就已经存在，在现代依然存在。由于其不需要货币介入交易，归根结底是一种“融物”的行为。

(2) 产融结合基因的进化。由于制造货币的自然技术与制度技术的提升，产融结合的基因也随之进化，产融结合的形态演化也呈现出一个动态的升级过程。产融结合的升级一方面表现为一般等价物“进化”为货币的过程，另一方面表现为“融物”行为“进化”为“融币”行为的过程。

一般等价物的进化是一个渐进的过程，货币正是它“进化”的目标。初期，充当一般等价物的商品往往因时因地而不同，交替地、暂时地由这种商品或那种商品承担。在古希腊的历史记载中，牛、羊、谷物等都曾充当过一般等价物。在中国古代的历史记载中，羊、布、海贝、铜器、玉璧等都曾充当过一般等价物。一般等价物的这种时间上的不稳定性和地域上的局限性，不能适应商品交换广泛发展的需要。随着交换的发展，充当一般等价物的商品终于在时间、空间、承载物上统一起来，逐渐固定在某些特定的商品上。这种稳定的一般等价物就是货币。贵金属金、银，由于它有不易变质、易于分割和熔合、体积小而价值大、便于携带等自然属性，终于成为世界各国普遍采用的货币商品。

如果说“融物”的对象是“物”或者“一般等价物”，那么，“融币”的对象就是黄金等适合作为货币的特殊的一般等价物。“融币”也就是我们通常所说的“融资”，融资的过程就是金融的过程。

最原始的金融过程发生在货币终极供求者之间，称作“P2P”模式。常见的形态有：①民间融资；②商业票据融资，表现为汇票、本票、支票、提单、存单、股票、债券等；③预收账款，按照约定，售卖方向购买方在未发出商品或提供劳务时预收的款项；④掮客金融。前三个表面上属于无中介模式，实际上属于无组织（机构）中介模式，但平台中介依然存在。掮客金融则是存在组织中介的金融。例如，直接金融中的投资银行，就是典型的掮客。

从合约嬗变的角度来看，基本的融币术相当于在已知两种合约的条件下，生产“居间合约”。从流动性来看，这个居间合约的流动性也恰好居于已知两

种合约的流动性之间。从融资方视角来看，合约嬗变链条可以抽象为“ $m_1 - m_2 - m_3$ ”，如“企业合约 - 股票 - 货币”，其流动性依次增强。从供资方来看，则是一个抽象为“ $m_3 - m_2 - m_1$ ”，流动性的排序则是一个降序的过程。

如果说“ $m_1 - m_2 - m_3$ ”是一个简单合约链，那么基金交易链和资产证券化交易链则是一个复合合约链。例如，私募股权投资基金的交易链可以抽象为“ $m_1 - m_2 - m_3 - m_4 - m_5$ ”，这个含有 5 个合约的“长链”架构，实际上是“ $m_1 - m_2 - m_3$ ”与“ $m_3 - m_4 - m_5$ ”两个简单合约链的复合；如果要对基金类链式金融进行分类，可以按照中间合约的性质进行分类。从性质上来说，合约可以分为债性和股性两类。那么， m_2 和 m_4 的搭配就有四种：“股来股往”、“债来债往”、“股来债往”、“债来股往”。PE 就属于第一种，而银行则属于第二种；第三种和第四种可以看作是第一种和第二种的创新形式。

“资产证券化”作为一种金融创新形态，其实是基金的逆过程。这个“逆”指的是站在融资方的角度看，链中合约的流动性是升幂排列的。而基金合约链中的合约流动性却呈现降幂排列。基金链“ $m_1 - m_2 - m_3 - m_4 - m_5$ ”中， m_1 是现金，流动性最大， m_5 则是未上市企业股权，流动性最小， m_3 是资金池。那么资产证券化链“ $m_1 - m_2 - m_3 - m_4 - m_5$ ”中， m_1 是流动性最小的资产， m_5 则是流动性最大的现金， m_3 则是资产池。

(3) 产融结合基因的变异。如果人类社会只有实物，没有货币“衍生品”，也没有金融工具“衍生品”，那么人类就不会存在价格波动的风险，或者难以觉察价格波动的风险；事实上，货币给交易带来了便利，金融为资源多寡的均衡带来了便利，然而却使得实物和金融工具，甚至货币面临价格波动的风险。人类制造了金融天使，也带来了金融的“恶魔”，产融结合的基因发生了突变，产融结合不再是为了融资，而是为了赌博价格的异动从而规避损失，获得增值和保值，是典型的“利得金融”。

传统的产融结合，融资方为的是获得流动性，投资方则为的是投资收益。假定传统供资者的收益用 $Y = am + bn$ 来表示，（ m 、 n 分别表示红利、资本利得； a 、 b 则分别表示红利、资本利得的权重），作为传统金融，存在等式 $a + b = 1$ （ a 、 b 均几乎不等于 0）。只不过不同的合约，其权重稍有差异而已。例如，如果是债性合约， b 的想象空间不大，主要依赖于红利 a ；但如果是股

性合约，则 b 的想象空间较大，红利 a 也有风险，各种可能性都有。

由此可见，传统金融下，投资者对“红利”和“利得”都比较看中，传统产融结合具有“双利金融”的特点。但对于衍生金融，则主要看中的是标的资产的价格安全，参与者都希望通过价格的对冲获得“资本利得”，因而衍生的产融结合具有“单利金融”的特征。用代数式表达就是，对于 $Y = am + bn$ ，有 $a=0$ ， $b=1$ 。表示交易双方看中的不是红利，而是资本利得。不管是互换、期货、期权等衍生合约，都是凭借自己所拥有的信息以及对未来的预测达到降低差价损失，获得价差收益。

(4) 产融结合基因的发展。自然技术和制度的大提升，会促使产融结合的“基因”加速进化，金融类事物终究会达到“遁形”的程度。其表现为两个方面：第一个是货币形态的“遁形”；第二个是金融形态的“遁形”。显然，所谓金融形态的“遁形”不是指金融的消失，而是指某些金融元素，甚至整个金融形态变得更加隐蔽起来。就像大海，表面上波澜不惊，底下却是“锁不住的力”。

所谓“货币遁形”，指的是当自然技术进化到一定程度时，引起制度技术的演化，货币回归到本原，导致传统的货币形态隐形，货币进入“数字货币时代”。在表面上，人们看不到货币的形态，但在市场条件下，人们仍然需要“观念上的货币”，需要通过数字来对每一种物品或者服务进行衡量，以便对两者的交换数量进行计算。

可以说，当交换受到稀缺约束时，说明市场经济的因子已经产生，人们互通有无，进行物品之间的当量换算。这是数字货币产生的根本逻辑。然而，数字是抽象的，看不见的，人们换算无法进行。一个替代性的办法是“粗糙当量法”，即“1把斧子=2只羊”。粗糙表现在两个方面：一是如果羊是一般等价物，那么，不管原来持有斧子的人善不善于持有羊，但是从理论上讲都必须持有；二是1把斧子能换来什么样的羊的问题，胖的还是瘦的？毛长还是毛短？这无论如何都会影响交易的效率，因为客观上会存在“劣羊驱逐良羊”的规律。之后，人们先后用金属、纸币、电子来代表货币，“当量法”越来越精细。

但是目前所谓的电子货币依然不能担当正常意义上的法币职能。例如，QQ币、魔兽币，尽管也是所谓的电子货币，但是其产生的基础、用途、适

用范围具有片面性和狭隘性，不具有自由流通的资格。而目前替代纸币进行流通的电子货币只不过是纸币的“复制品”，离不开纸币“背书”的支撑，而且仍然需要借助“卡”形态承载信息。比特币具有超国家性和去中心性，但其生产过程并不具有普惠性，初始产权也不具有公平性，其总额的有限性也使得其无法承担货币重任。

当自然技术水平提升到一定程度时，人的个体运算能力会大大提升，人们可以瞬间对物品根据稀缺性进行估值，套利机会将会常态化消失；人们之间的信息传递将会在电子介质的基础上，扩展为磁场、光子、热能、脉冲等“全息化介质”，信息传递将会在与云计算平台联动的基础上，扩展出个体之间信息的直接传递、实时传递的新能力。此时，尽管货币功能没有消失，人们仍然要利用账户系统，进行数字记账与结算。但当货币超越纸质和电子阶段，呈现为“信息货币”时，我们几乎已经无法辨识货币的外形，就可以说货币处于“遁形”的新阶段。

当然，如果继续畅想货币的发展趋势，可以预见，随着人类物质财富的极大丰富，越来越多的资源会达到“各取所需”的程度，对价交换的资源比例将会不断下降。用以衡量价值、充当一般等价物的货币将宣告退出历史舞台。

供求信息通畅，信用资源充足，支付结算顺利安全为金融行为的发生提供了必要条件。任何金融行为的实现，都离不开“组织中介”、“平台中介”、“信息中介”所形成的三层中介所叠成的“三明治模式”。而且这块“三明治”会随着自然技术与制度技术的演化而呈现各层的动态情形，从而每一个阶段“矛盾的主要方面不同”，“三明治”的性质也不同。

当然，这并非表明“组织中介”和“平台中介”已经消失，实际上是这两个中介与“信息中介”融合生长、混沌化生长，但在表象上呈现为“信息中介”，因而可以说是“组织中介”和“平台中介”遁形于“信息中介”。事实上，资金供求双方往往会通过第三个人的信息节点得到供求信息，同时金融行为也离不开人与人之间的“全息介质”，因为毕竟不是同一个人。

二、产融结合的历史沿革

19 世纪末 20 世纪初，随着西方国家经济的快速发展以及垄断组织的出

现,已经出现了早期产融结合的现象。总结有关学者对产融结合发展历史的研究以及我国产融结合的产生及发展,将产融结合的发展情况大致分为四个阶段:

1. 产融结合自由融合时期

这一时期,西方各国处在自由放任、自由竞争的市场经济环境中,此时产业资本和金融资本基本以自律为主,不存在相互渗透和持股的情况。随着经济不断发展,资本逐渐集中,由自由竞争阶段步入垄断时期,出现了产业资本与银行资本在股权和人事方面的相互渗透。经典意义上的产融结合也就在这个阶段形成了。

产融结合作为一种经济现象,是一个动态的历史发展过程,因此它的内涵也不断更新,被赋予现实的意义。早期经济学家在自由资本主义进入垄断帝国主义阶段时,就开始了对产融结合的研究,主要是围绕资本的集中和垄断以及金融资本理论研究的。

马克思在关于社会再生产理论的论述中指出,产业资本循环的过程分为购买阶段、生产阶段、销售阶段三个阶段,产业资本循环的实现条件是货币资本、生产资本、商品资本这三种形态的资本必须在时间上继起,在空间上并存。由此可见,产业资本和货币资本本来就是一个统一体,产业资本的循环与周转离不开货币资本。特别是随着商业信用的出现,一部分货币资本从产业资本中游离出来,转化为生息资本成为一种相对独立的借贷资本,借贷资本由此产生,这样出现了专门的信用中介机构来经营货币。马克思在资本积累理论中深入剖析了资本主义从自由竞争到垄断的必然性,认为在资本家追逐利润最大化本能的驱使下,资本积累的发展趋势将是自由竞争必然导致资本和生产集中,资本集中到一定程度,必然导致垄断。当分散的资本逐渐“融合为一个单个资本时,集中便达到了极限”,垄断资本便由此而产生。

列宁在批判地继承前人研究成果的基础上,对金融资本产生的原因、形成过程以及适用条件做了系统论述,进一步推进了金融资本理论的深入研究。他在《帝国主义是资本主义的最高阶段》一书中对金融资本做了经典性论述,并把这一问题的研究提到新的高度。首先,列宁对金融资本的产生及其概念做了更科学的概括:生产的集中,从集中生产起来的垄断,将银行和工

业利益融合在一起,即金融资本产生的历史和这一概念的内容。首先,列宁把金融资本看作是从银行垄断资本和工业垄断资本融合中生成而又独立于工业和银行垄断资本的一种新的资本形态。其次,列宁结合当时的历史条件,分析了工业、银行资本在垄断的基础上走向融合的趋势,认为银行集中的主要形式可以采取“参与制”控制许多小银行,随着银行垄断程度的提高,工业资本越来越依赖于大银行,从而使银行从普通的中介人变成了万能的垄断者,这样建立在垄断基础上的银行的重要性大大增强;产业资本为了保持自主性和独立性,大工业资本家极力把自己的势力渗透到银行中来。这就促进了银行与工业的进一步融合发展,从而使金融资本以及控制金融资本的金融寡头就这样产生了。

可以看到,马克思经典理论通过对金融资本的概念、成因、运动形式以及对经济社会发展影响的科学分析,深刻揭示了金融资本的实质和发展趋势,以及对经济社会制度变革的重要意义,开辟了产融结合研究的先河。这些经典理论家早期的关于产融结合的科学论断,经历了一百多年经济社会实践的漫长发展,对我们今天的经济发展与变革仍具有特别重要的现实指导意义。但产融结合作为一种经济现象和趋势是一个动态的发展过程,我们必须清楚地看到早期产融结合及金融资本的理论由于受到时代与社会发展的限制,在许多方面还存在局限性,因而我们称为狭义的产融结合理论。

具体表现为:首先,在产融结合中过分夸大银行与其金融资本的作用,对产业资本的作用未能给予高度重视。随着科学技术日新月异的发展,产业资本与金融资本相比,在推动科学技术进步和产业升级方面所起的作用越来越大。事实上,由银行支配的并由产业资本使用的金融资本,由于制度原因在一些国家被限制发展,并没有像经典理论学家预期的那样发展为金融寡头,而是形成了产业部门与金融部门对立统一的格局,并相应地派生出了产业资本与金融资本。当前世界 500 强企业中,80% 以上的企业已在不同深度上实现了产业资本与金融资本的结合,同时由于股权高度分散和经济全球的影响,世界上已很难再找到列宁当年所论述的“金融资本与金融寡头”的影子了。

其次,对产融结合的研究抱以批判的态度,没有给予客观评价。早期产融结合及金融资本理论过多地关注政治经济学和意识形态领域的问题,只看到产融结合导致垄断的低效率和对经济社会发展带来的消极影响,尤其是把

股份公司、卡特尔、托拉斯等企业组织形式打上了阶级烙印，视其为资本主义发展的产物。但没有看到产融结合的存在可以把企业与市场有机结合起来，在一定程度上实现了公司控制市场，避免了自由竞争导致资源的浪费和市场的无序，对整合企业资源、降低交易费用、提升竞争力有着积极意义。

最后，产融结合经历了一百多年经济社会实践的漫长发展，特别是经过金融产品和金融组织的不断创新，金融资本的内涵已经发生了很大的变化，作为金融资本的载体——金融组织形式早已不是单一的银行制了，并且出现了诸如证券、保险、基金、信托等金融产品，因而产融结合不仅是银行资本与产业资本的结合，而是被赋予了更广泛的意义。在金融机构多样化的今天，金融资本概念仍停留在商业银行与产业资本的结合上就不免有失偏颇，传统的产融结合理论难以对当前的产融结合实践做出充分的解释和应有的指导作用。由于金融资本理论在研究产融结合方面受到了历史条件的局限，因而我们有必要在新的历史条件下对狭义的产融结合加以创新和发展。首先，这里的“金融资本”和经典理论学家的传统产融结合理论中“工业资本与银行资本的融合”之意有所不同，是指银行和证券、信托、保险、基金等非银行金融机构占有和控制的货币资本及虚拟资本。其次，“产业资本”是指工商企业等非金融机构占有和控制的区别于金融资本的货币及实体资本。我们把这符合现代市场经济条件特征的产融结合看作是一种金融资源配置方式和经济增长方式，称为广义的产融结合理论。

国外有关产融结合的研究已有一百多年的历史。马克思在《资本论》中指出，由于银行业的快速发展使得更多的社会储蓄集中到银行手中，使得单个资本家通过在银行获取贷款而扩大企业的生产规模。马克思的观点其实是产融结合初级阶段的体现。

“金融资本”的概念最早由法国学者拉法格在1903年提出的，“在工业资本不断扩张的过程中，产业部门的资本也逐渐集中，从而进一步推动银行资本的集中，最终，两种资本相互间进行渗透，形成一种特殊的资本——金融资本。”其实，在提出金融资本这一概念的同时，拉法格在对金融资本的论述中提到的两种资本相互渗透其实是涉及产融结合这个范畴的。

1910年，德国学者希法亭在其著作的《金融资本》中将金融资本定义为“由银行支配的和由产业资本家支配的货币形式的资本，同时他把股份公司

和信用借贷作为促进金融资本产生的重要原因，即银行资本在股份公司巨额利润的引诱下与产业资本进行联合，从而形成垄断。”列宁在总结前人的研究成果后，曾精辟地指出：“生产的集中，以及由于生产集中而产生的垄断，最终银行和工业将融合或者混合生长——这就是金融资本产生的历史和概念。”列宁明确指出了产融结合是市场经济发展的一个必然结果。

2. 金融分业管理时期：20 世纪 30—70 年代

1929 年 10 月，美国纽约证券交易所的股价暴跌，开始了长达四年之久的全球性经济危机。当时人们普遍认为，造成这次经济危机的主要原因之一是间接融资与直接融资的混合。为此，美国先后出台了《格拉斯—斯蒂格尔法案》（1933）、《证券交易法》（1934）等法律限制垄断行为，并实行银行业与证券业的分业经营。在这个时期，虽然银行、非银行金融机构与工商企业之间的市场准入、相互持股和投资存在着严格的限制，但银行还是创造出银行持股公司的形式，这个时期美、日的产融结合主要是通过金融市场为中介进行的。但欧洲大陆的德、法等国在金融领域中继续奉行自由主义经济政策，实行以银行为中心的间接融资与直接融资的混合机制，产融结合继续表现出银行业与产业部门自由结合的状态。

拉法格在《美国托拉斯及其经济、社会和政治意义》中明确指出：“资本主义已经演进到特殊阶段”，并以“金融资本”一词来描述这种工业资本与银行资本日趋融合的趋势，并认为金融资本的形成是工业资本扩张的结果，随着企业生产规模的扩大，当其资本积累能力难以满足企业发展的需要时，股份公司制度的出现进一步加速了产业部门的资本集中，进而又推动了银行资本的集中，它们相互渗透、相互依存，最终形成一种特殊类型的资本，即金融资本。可见，在拉法格看来，产融结合的含义就是工业资本与银行资本日益融合而成为金融资本的过程。

希法亭又进一步丰富和发展了金融资本理论。他根据股份公司在促进工业资本和银行资本相互渗透中的作用，认为银行信用推动了工业垄断资本的形成，但工业垄断组织反过来又推动了银行垄断资本的壮大，利益关联使银行资本与工业资本最终紧密结合为一体。希法亭在《金融资本》一书中把银行资本，即实际上转化为产业资本的货币形式的资本称为金融资本。对银行

来说,它总是保持货币形式,并由其将货币生息资本的最大部分转化为产业资本,并在生产过程中固定下来。用于产业资本的越来越大的部分是金融资本,即归银行支配的和由产业资本家使用的资本。在金融资本中,所有部分的资本形式都联合成为一个总体,产业资本、银行资本和货币资本它们是三位,但在金融资本中都是一体。它把信用和股份公司看作是促进金融资本产生的有力杠杆,通过对两者的分析,揭示了银行资本和产业资本结合的机制和金融资本的形成过程。

3. 产融结合新发展时期:20世纪80年代至20世纪末

进入20世纪70年代以后,西方国家普遍发生了经济滞胀。面对经济增长缓慢和居高不下的通货膨胀,相对放松的金融管制和金融自由化的政策兴起,金融创新成为经济发展的动力。金融业和产业继续融合,传统金融业务界限逐渐变得模糊,新兴的非银行金融机构迅速成长。而在此时期我国产融结合开始起步,20世纪80年代中期,我国出台相应政策鼓励设立财务公司,对于其发展给予一定的政策支持。1987年5月,东风汽车工业财务公司的成立被认为是中国企业开展产融结合的标志性的事件。随着改革开放的进程,国内各企业集团效仿国外产融结合模式,组建或控股多家金融机构。但此过程由于缺乏法律规范出现比较混乱的状况。可见,我国无论是从产融结合的外部经济、金融环境还是产融结合本身的发展都滞后于发达国家。20世纪70年代以后金融学家们逐步将研究重点放在了金融中介的作用方面,他们以内生增长理论的最新理论成就为研究基础,将内生增长的金融中介或者金融市场纳入金融发展的模型中,建立了多种多样的具有微观经济基础的经济模型,解释了金融中介和金融市场的形成和发展机制。

与马克思、列宁等分析角度不同,当代经济学家青木昌彦、帕特瑞克、钱颖一、斯蒂格利茨等对金融资本理论做了进一步深入的研究,将研究的重点放在了产融结合模式所带来的经济绩效以及产融结合的运作机制方面,主要从银行这一微观组织机构,分析其对宏观经济运行的影响,把产融结合纳入金融经济学和发展经济学的理论范畴,比较全面深刻地揭示了产融结合及其模式对一国经济增长的重要意义,从而拓展了传统金融资本理论的研究思路。

4. 金融衍生品创新时期：21 世纪初至今

全球经济在 21 世纪快速发展，金融创新从理论走入实践，产融结合向多样化发展，且不断加深融合程度。传统的分业经营模式和产融结合途径也发生了较大变化。商业银行与投资银行、租赁业务和证券业务的界限逐渐模糊，企业公司和各类投资银行可以通过自己的分支机构或金融创新彼此融合渗透。产融结合的内容由传统的证券市场逐步扩展到基金、保险、租赁、信托等领域，而传统的金融企业与非金融企业的界限更加淡化，从而为产业资本直接进入金融业提供了更为便利的条件。但风险也随之而来，美国次贷危机爆发导致大量金融机构破产，使各国对金融业的发展更加谨慎，逐步加强对产融结合的监管。

我国加入 WTO 以来，资本市场迅速发展，产融结合的步伐不断加快。国内一批大型国有企业；例如，国家电网、中石油、中粮集团、宝钢集团和具有较强实力的民营企业；例如，海尔集团、德隆等纷纷效仿国外先进模式，力求做大做强企业。而随着德隆事件的发生，其潜在的风险越来越被广泛关注。

近年来，学者们从更加微观的行业、企业层面研究了产融结合的有效性。Li 和 Greenwood (2004) 主要研究了产业型企业采用多元化分散策略涉足保险行业之后对产业型企业整体运营效率的影响。Maurer 和 Haber (2006) 强调了 1888 - 1913 年，墨西哥企业集团内部“关联贷款”所起到的积极作用，他们认为企业集团介入金融业是对不完善的金融服务的弥补。PantzaI、Park 和 Sutton (2008) 利用了 35 个不同国家的样本数据研究产融结合与公司绩效之间的关系，他们发现产融结合提升企业价值的效应与所属国家资本市场的发展与完善程度、政府的廉洁程度以及相关法律体系的完善程度有关。Lo 和 Lu (2009) 以及 Hu、Lai 和 Huang 分别运用 DEA 模型对中国台湾地区的金融控股银行运营效率进行了实证研究，他们的研究发现中国台湾地区的金融控股集团存在规模经济效应和范围经济效应，他们认为中国台湾地区的金融控股集团运营是有效率的。Ongena 和 Penas (2009) 研究了 1998 - 2002 年欧洲银行合并事件对银行债券持有者收益的影响，他们发现银行国内范围内的合并相比银行跨境合并给银行债券持有者带来更多超额回报。

5. 金融中介模式的演进

第一阶段：“P2P”模式。

“P2P”模式是一种低级别、“无”中介的金融模式。所谓“P2P”，英文指“Peer to Peer”，中文指“点对点”、“单个人对单个人”的意思。“无中介的P2P”指的是“Peer to Peer Financing without Intermediary”。这种低级的金融形态现在依然普遍存在，通常的称谓是“民间借贷”。形成这种状况的原因是一方面这种方式能很好地完成金融任务，不需要第三方介入；另一方面是因为“金融抑制”的存在，“规模金融”、“范围金融”的存在，个人、中小企业、农村等主体都无法在主流金融服务框架中获得金融中介的服务，只好自行解决。

个人、中小企业和农村开展金融活动并非全然没有“组织中介”，或许供资方将闲置资金贷出去的消息正是来源于别人的帮助，只不过每一次消息的来源不确定，提供信息与服务的行为未能被专业化而已。相对应地，不同的求资方也可能会在不同的时机和地点得到不同人的帮助才与供资人发生交易；同样，这些屌丝的金融活动的完成，归根结底离不开充足安全的信息资源，而这些信息资源正是促使资金供求双方发生交易行为的中介力量，没有信息手段、信息桥梁，资金供求双方无法产生互动。

第二阶段：“P-O-P”模式。

“P-O-P”模式是一种彰显“组织中介”的金融模式。所谓“P-O-P”，可以理解为“Peer to Peer Financing with Intermediary Organization”的简要表达，即“Peer to Organization to Peer”。意指“主要靠中介组织促成的金融过程”，典型的中介组织为银行和投资银行。前者为货币经营商，基础业务是存款和贷款，银行要承担融出货币与融入货币两种业务的利差风险，被称作间接金融中介；后者为“货币捐客”，基础业务是为资金供求双方提供信息和服务，获得服务收益，几乎没有收益风险，被称作直接金融中介。这两种金融中介都属于特许行业。

尽管这两种组织中介是为终极资金供求双方的金融行为提供服务的主角，但平台中介和信息中介依然客观存在。例如，平台中介，银行业务的开展都是在银行组织所提供的平台上进行的。“银行”一词英文称为“Bank”，是由