

# 政府职能定位与金融产业发展

——以中国基金业的发展为例

□中国证监会研究中心 祁斌

## 一、引言：金融产业发展与政府职能定位

政府与市场的关系是一个世纪话题。在市场发展的不同阶段，政府应该怎样定位自己的职能，才能更好地推动市场的发展，也是一个极为复杂的命题。资本市场作为经济社会最重要的要素市场之一，其数据的完整性为量化检验这一命题提供了可能。

在全球范围内，政府在证券市场上的职能和定位一直是一个见仁见智的话题，即便在成熟市场，“重监管抑或重发展”，各国市场监管的理念和做法也不尽相同。例如，美国证监会认为自己更多地是在行使自己作为市场监管者（regulator）的职能，而英国的金融监管机构则毫不讳言其推动市场发展（promoter）的作用和义务。造成这一差别的原因很多，但一个较为普遍的规律是，越是在发达的市场，政府越是成为更为单纯的监管者，反之，欠发达市场的政府更多的时候会主动采取措施以推动市场的发展，或是在相当一段时期内以发展和监管并重。就美国和英国的情况而言，在第一次世界大战前后，纽约股票交易所的规模超过了伦敦股票交易市场，纽约取代伦敦成为了世界金融中心，英国在资本市场等金融领域被美国一举超越。自那时起，英国政府一直将推动英国资本市场的发展，维持伦敦欧洲金融中心的地位作为战略目标，英国金融服务局也将监管和推动资本市场发展作为其双重目标。

因此，就对资本市场的应用而言，政府往往同时扮演监管者和推动者的双重角色，在某些国家或某些历史阶段，作为后者即市场推动者的色彩或任务可能会更重一些。像英国这样的较发达市场尚且如此，新兴市场更不能例外。在当今全球经济竞争的格局下，新兴市场的政府主动采取措施推动市场的发展，应该是责无旁贷的事情，事实上，大部分新兴市场的政府也试图做到这一点。但问题的关键往往在于，新兴市场的政府应该怎样去做才能真正有效地推动市场的发展。

在这方面，各个国家有很多不同的实践，其中不乏一些不得要领、甚至是揠苗助长之举，同时也有一些做法收到了良好的效果。例如，韩国总统曾率政府代表团在亚洲金融危机后到海外路演，以吸引更多的QFII到韩国资本市场进行投资；又如，很多发达国家对资本市场及相关的养老体系采取了税收等方面的优惠政策予以支持，等等。这些措施非常有益，但同样重要或更为重要的是，在新兴市场的发展过程中，政府应主动进行市场化的改革来实现市场发展的目标。

市场化（Deregulation or Liberalization），亦称自由化，意为放松管制和促进市场竞争，指把经济决策权更多地交给市场的微观主体。实践证明，这是推动市场发展最为有效的方法。

## 二、金融管制和市场化的历史争论

管制还是自由化长期以来一直是理论界争鸣的焦点。历史上的相关争论大致可分为四个阶段。

第一阶段，从自由化到管制（20世纪30年代前）。金融业的自由发展理论起源于古典经济学家代表亚当·斯密在19世纪中后期提出的“真实票据”理论，即只要银行投资于体现实际生产的短期商业汇票，都不会引发通货膨胀或紧缩，“看不见的手”能够发挥作用，银行之间的自由竞争是可行且必要的。对此，亨利·桑顿在1797—1825年的“金块决斗”中指出票据的不断贴现将导致信用链条的延长和信用规模的成倍扩张，应实施集中统一管理，由唯一的一家银行发行银行券，才能避免潜在的危险。此后的争论基本围绕着以上两种观点进行，最后，桑顿理论取得胜利，统一的货币发行机构——中央银行纷纷成立，政府的金融监管由此逐步展开。

第二阶段，广泛的金融管制（20世纪30年代到70年代）。20世纪30年代的经济大危机打破了古典经济学“市场万能论”神话，该时期，立足于市场不完全、主张国家干预政策的凯恩斯主义取得了经济学的主流地位，在金融领域的具体体现是直接将金融管制引入经济政策操作实践。该时期金融监管的理论基础是金融市场的不完全性，金融市场的失灵导致政府有必要对金融机构和市场体系进行外部监管。

第三阶段，从管制到自由化回归（20世纪70年代到90年代）。20世纪70年代，困扰发达国家长达十年之久的“滞胀”宣告了凯恩斯主义宏观经济政策的破产，以新古典宏观经济学和货币主义、供给学派为代表的自由主义理论开始复兴，金融自由化理论也随之发展，并对金融实践产生巨大影响。金融自由化理论主张放松对金融机构的严格管制，恢复金融业竞争以提高金融效率。此后，西方发达国家以及一些发展中国家遵循“效率优先”原则，开始放松对金融业的严格管制。

第四阶段，安全与效率并重（20世纪90年代以来）。自由主义经济理论的“复兴”，并没有解决市场的固有缺陷，金融自由化理论因20世纪90年代区域性金融危机的相继爆发受到普遍批判，由此推动了金融监管逐步转向协调安全稳定与效率的融合与均衡。赫尔曼·斯蒂格里茨等经济学家指出，发展中国家普遍存在着信息严重不对称、逆向选择和道德风险，对此，适当的政府干预是必要的。

在争论的同时，人们也就管制的动机和各种管制的效果展开了深入的研究。Pigou（1938）认为因为垄断、外部性和信息不对称往往会导致市场失效，政府可以通过管制来克服市场失效和保护公众利益，从而提高社会福利。因此管制越严格，社会福利越高。Stigler（1971）认为被管制产业中的在位企业会捕获管制者，让管制者设置更严格的管制，从而为在位企业创造更多的租金。Sheffler和Vishny（1993）认为政治家和官僚设置管制的目的是为自己谋取利益，通过设立管制，让别人来贿赂自己。所以管制会导致社会低效率和腐败。

一些国家关于管制的实证研究也发现，管制让官僚机构获益（Djankov, LaPorta, Lopez-de-Silanes 和 Sheifler, 2002），放松管制有利于社会福利的改进（Jayaratne 和 Strahan (1996)）。不过，大部分金融管制方面的研究集中于银行业和保险业（例如：Stiroh 和 Strahan 关于法国银行业市场化改革的研究；Bertrand, Schoar 和 Thesmar 关于美国银行业放松管制的研究；Isik, Gunduz et al 关于土耳其银行业市场化改革的研究；Cummins, Turchetti 和 Weiss, 1996 关于欧洲保险业放松管制的研究，等等），而与资本市场市场化改革相关的研究却非常罕见。而且，即便是现有的这些局限于银行业和保险业的研究也鲜有完整的量化模型分析，大多限于对事实的陈述和文字分析。

有鉴于此，本文将针对资本市场中的一个重要组成部分即基金业的发展，讨论政府管制在其中的作用。尽管美国的共同基金业的发展在二战后的一段时期内经历了迅猛的增长，但对美国共同基金行业规模增长的量化归因分析却几乎不存在。这一方面可能是因为行业发展的时间跨度过于漫长，也可能是过多的政治、经济和社会变量使得数量化的模型分析变得极为困难。

相比之下，中国基金业从2000年的“基金黑幕”事件以来，经历了政府主导的以放松管制为主要特点的市场化改革，在股票市场大幅下跌的环境中，行业规模增长了数倍。这样一个“浓缩”的发展历程使我们有可能对金融产业与政府管制（监管）的关系做深入的分析。大量的行业发展的相关数据使得建立一个量化模型成为可能，填补国内外在这一课题上的空白，即与资本市场相关的研究不足以量化分析的研究不足。

我们的研究发现，中国基金业的管制放松促进了基金业的发展。

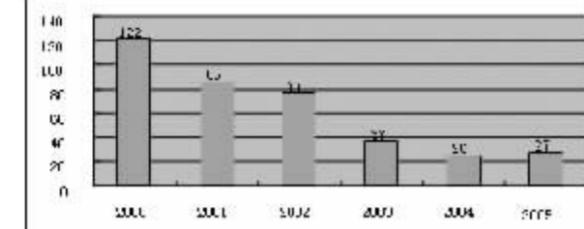
## 三、渐进市场化改革的案例——中国基金业2000—2005年的改革发展实践

2000年，中国资本市场爆发了“基金黑幕”事件，使得基金行业遭受了全面挫折。其时，市场的投资氛围也处于“无股不庄”、人人争相“与庄共舞”的状态中。2001年，第一只开放式基金推出。相对于封闭式基金的运作，开放式基金具有公开、透明、随时面临赎回压力等特点，开放式基金的出现，给基金业引入了更多的竞争，揭开了中国基金业市场化改革的序幕。2003年，中国证监会主导的市场化改革启动，监管部门简化审批、引入专家评审制度，使基金产品的审批过程渐趋制度化、透明化、专业化和规范化。2003年以后，有关审核制度进一步松动，政府进一步放权，逐步探索与国际通行的“注册

制”接轨，走上了渐进式市场化改革的道路。

这一改革取得的客观效果是令人瞩目的。从2000年到2005年，在股票指数下跌近50%的不利市场环境下，中国基金业的规模实现了从500亿到5000亿的增长，开放式基金取代封闭式基金成为市场的主流，债券、指数、伞形、保本、货币、可转换、LOF、ETF等国际市场标准的基金品种相续出现。无论从基金公司、销售渠道、托管机构等各个方面来说，市场都进入了一个相对有效竞争的局面，行业整体水平大幅度提高。在短短的五、六年内，中国基金业在非常不利的市场环境中迅速崛起，在市场的比重从不到5%上升到25%，行业总体来说也是比较健康的。作为一个参考和对照，美国投资公司协会（ICI）的数据表明<sup>2</sup>，美国基金业在市场中的相对比重实现同样的增长花了25年的时间，而台湾地区基金业经过了20多年的发展，其本土机构投资者占市场的比重仍然微不足道。探讨中国基金业这一发展背后的驱动力，我们不难发现，正是渐进式的市场化进程释放了市场的潜能，推动了行业规模的大幅增长和创新产品的大量涌现。可以说，在这一过程中，与其说是政府“管”得不错，还不如说是政府“放”得不错。

图2-1 单只基金审批周期



年份	基金规模净增加值	审批效率	上证指数回报率	新增基金公司	时间趋势
2002年-一季度	-568	0	-67%	1	1
2002年-二季度	6382	8	-25%	0	2
2002年-三季度	21038	20	80%	2	3
2002年-四季度	22347	28	-82%	2	4
2003年-一季度	-14733	4	-1416%	2	5
2003年-二季度	10679	68	-163%	3	7
2003年-三季度	1043	44	-80%	2	8
2003年-四季度	74120	44	95%	2	9
2004年-一季度	11033	84	1624%	3	10
2004年-二季度	-38904	40	-196%	3	11
2004年-三季度	29250	36	-015%	3	12
2005年-一季度	60756	56	-932%	3	13
2005年-二季度	67132	64	-673%	1	14
2005年-三季度	7493	52	-84%	1	15
2005年-四季度	11346	56	691%	2	16

其中各个变量的含义以及最终模型估计中使用的相关数据请见表2-2。

表2-2 2002—2005年基金业发展数据

日期	Y 规模净增量（亿）	X <sub>1</sub> 审批效率	X <sub>2</sub> 上证指数回报率	X <sub>3</sub> 新设立基金公司	X <sub>4</sub> 时间趋势
2002年-一季度	-568	0	-67%	1	1
2002年-二季度	6382	8	-25%	0	2
2002年-三季度	21038	20	80%	2	3
2002年-四季度	22347	28	-82%	2	4
2003年-一季度	-14733	4	-1416%	2	5
2003年-二季度	10679	68	-163%	3	7
2003年-三季度	1043	44	-80%	2	8
2003年-四季度	74120	44	95%	2	9
2004年-一季度	11033	84	1624%	3	10
2004年-二季度	-38904	40	-196%	3	11
2004年-三季度	29250	36	-015%	3	12
2005年-一季度	60756	56	-932%	3	13
2005年-二季度	67132	64	-673%	1	14
2005年-三季度	7493	52	-84%	1	15
2005年-四季度	11346	56	691%	2	16

数据来源：天相投顾有限公司

### 3.结果分析

表2-3和表2-4列出了数据的统计和回归结果。

表2-3 样本统计结果

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
基金规模净增加值	16	250.71	369.92	-309.04	1103.93
审批效率	16	40.25	23.75	0	84
上证指数回报率	16	-0.021	0.10	-0.20	0.16
新增基金数	16	2.19	1.17	0	5
时间趋势	16	8.5	4.76	1	16

表2-4 回归结果

变量	系数	标准差	t值	P值
基金规模净增加值	12.46	5.57	2.24	0.047
审批效率	1490.81	779.90	1.91	0.062
上证指数回报率	-93.11	70.90	-1.31	0.21
新增基金数	-19.70	23.32	-0.84	0.42
时间趋势	152.10	176.67	0.86	0.41

从表中我们可以得到下面几个结论：

1. 放松管制、简化审批是过去几年促进基金行业快速发展的最显著因素。我们发现基金审批效率的提高，显著的促进了基金行业规模的增长。审批效率越高，新增基金净值越大，审批效率每提高1个百分点，基金净增长规模增加12.46亿元，并在5%的水平上显著。审批效率的提高，降低了基金进入的成本，导致基金发展速度更快，并且，基金产品创新的速度也明显加快。该研究地结论有助于我们更好地理解金融管制与金融产业发展的关系。

2. 从过去几年的发展来看，证券市场的变化对基金行业的发展有正的影响。从理论上讲，股票市场的繁荣有利于基金行业的发展，我们发现新增基金净值与上海证券交易所上证指数回报率在10%的水平上显著正相关，但是显著程度低于管制放松所带来的影响。这是由于从2001年—2005年的大部分时间里，股票市场处于低迷状态，所以这个阶段基金规模的净增长与股票市场繁荣的相关性低于审批效率的影响。

3. 从过去的发展来看，新增公司数目对基金规模没有正的促进作用。这是由于新公司对市场的影响力尚有限，一般需要一到两年左右的时间才能进入真正的发展期，因而行业的发展更多地受行业现有公司及其他外部因素的影响。