

# 政府职能定位与金融产业发展

## ——以中国基金业的发展为例<sup>1</sup>

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”，各国市场监管者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，就对资本市场的作用而言，政府往往会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，韩国总统曾率领政府代表团在亚洲金融危机后到海外路演，以吸引更多 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

---

<sup>1</sup> 本文原完成于 2006 年 2 月，发表前由作者做少量修改，部分内容曾发表于《证券市场周刊》。作者感谢桂敏杰、林晓征、于善辉等人在本文写作过程中提供的帮助。

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代表人亚当·斯密在 18 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“金块决战”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。Sheilfer 和 Vishny（1993）认为政治家和官僚设置管制的目的是为自己谋求利益，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 Sheilfer, 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产业的发展，讨论政府管制在其中的作用。尽管美国的共同基金产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数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段跨度过于漫长，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”的发展历史使得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及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。2002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，走上了一条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、可转债、LOF、ETF等国际市场标准的基金品种相继出现。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，在市场中的比重从不到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

---

<sup>2</sup> 根据美国投资公司协会（ICI）统计，美国共同基金市场规模1940年为4.48亿美元，1970年约为476亿美元。而中国2001年底开放式基金规模约10.27亿美元，2005年底为约506.43亿美元。（上述美国基金数据来源为Investment Company Institute, 2004 Mutual Fund Fact Book）

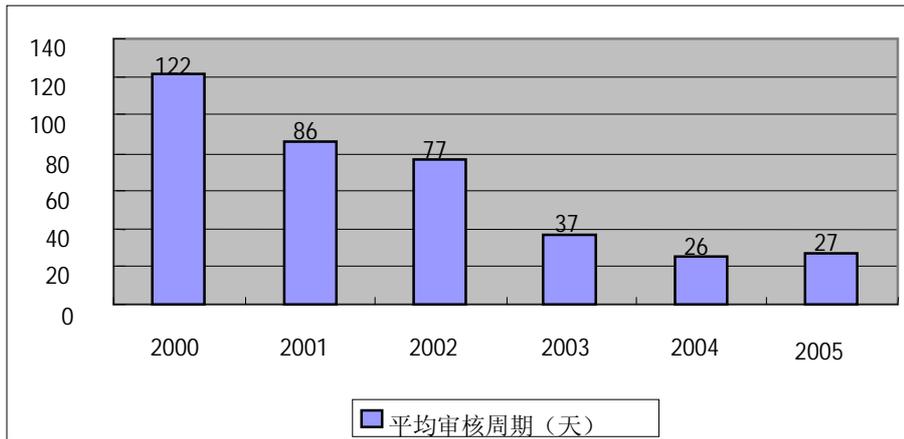


表 2-1 中国基金业产品创新步伐不断加快

|        |                                    |
|--------|------------------------------------|
| 2000 年 | 封闭式                                |
| 2001 年 | 第一只开放式                             |
| 2002 年 | 第一只债券基金、指数基金                       |
| 2003 年 | 第一只伞形基金、保本基金、货币市场基金                |
| 2004 年 | 第一只可转债基金、LOF 基金、ETF 基金             |
| 2005 年 | 第一只中短债基金，除对冲基金外，世界主要基金品种均已在我国市场出现。 |

图 2-2 2000—2005 年的股市走势与基金规模增长

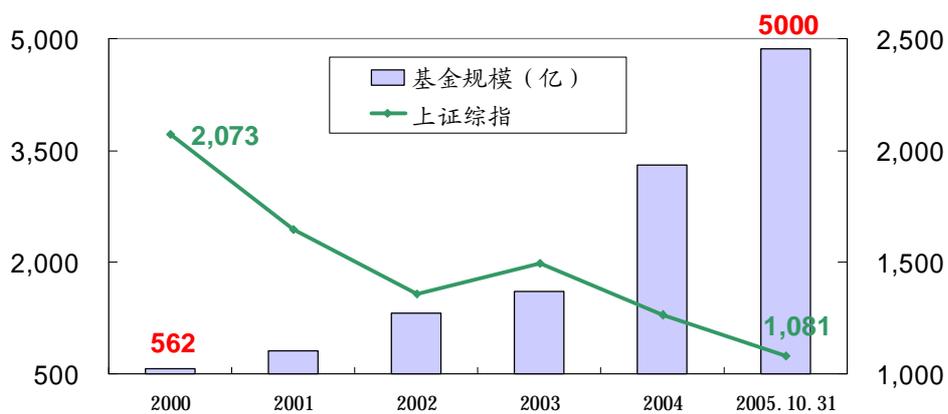


图3 我国基金数量发展概况（只）

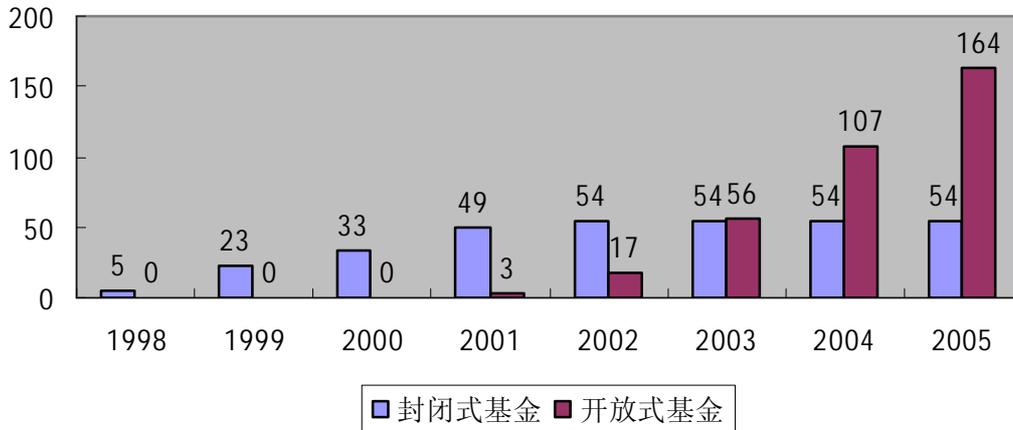
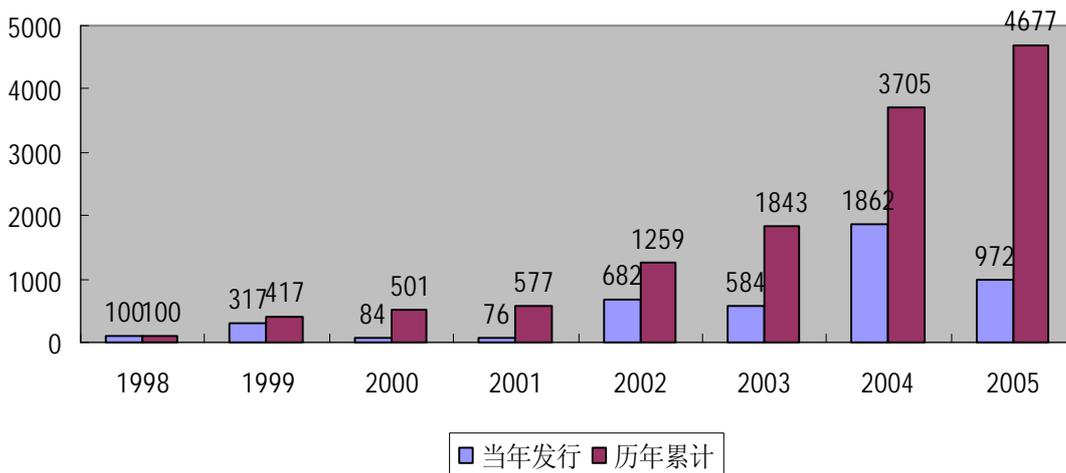


图4 1998年以来我国基金发行总份额统计（亿份）



#### 四、政府管制与基金行业发展关系的实证分析

中国基金业在实行市场化改革后的短短数年间迅速崛起和发展的的事实表明，市场化改革对基金业发展起了相当大的促进作用。但市场化改革和管制的放松是否是最主要的因素呢？这就需要通过进一步的实证分析，以研究渐进市场化改革对基金业发展的影响。为此，我们构建了一个回归分析模型。其中最关键的就是找到合适的代表基金行业发展以及管制放松的变量。

##### 1、解释变量和被解释变量的选择

在选择表征基金行业发展的被解释变量时，我们可以考虑基金行业的产品创

新和基金行业管理的资产规模。从表 2-1 中我们可以看到，从 2000 年到 2005 年，随着市场化改革的进程，基金产品创新的速度逐年加快。但是，由于基金品种的总数量有限，所以，产品创新的速度作为被解释变量不利于建立量化的模型。因此，我们选择行业规模作为被解释变量，代表基金行业的发展情况。解释变量包括（但不限于）以下 7 个变量：

- 管制的放松（变量：审批效率 = 100/单只基金审核时间）
- 前期的上证指数收益率
- 前期基金市场平均收益率
- 当年新成立的基金公司数量
- 基金销售人员数目（或基金销售机构和网点）
- 居民平均收入水平
- 当年基金品种创新情况

我们采用了审批效率这样的变量来代表管制的放松，这与以往的研究有较大的区别。事实上，过去的多数研究都采用虚拟变量代表管制的放松，因为其政策变化是一次性的。而中国基金业的改革是采取渐进的方式，因此，不同年度审批效率的指标能够更准确的表征逐步改革的特点，更符合现实情况。

对于其他的变量，我们也结合实际情况对它们进行了一定的精简：

第一，因居民平均收入在过去五年没有大的实质性变化，有效（指有实际销售效果的个人或者机构）销售人员的数目也没有很大变化（五大商业银行的开放式基金代销资格于 2001 年取得，其销售人员占到基金销售人员的绝大多数），所以在统计分析中，不考虑居民的平均收入和基金销售人员数目这两个变量；

第二，基金的平均业绩和市场的情况息息相关，相关系数高达 96%，因此在统计过程中，两个变量仅取一个变量进行分析；

第三，因基金创新品种总体数量有限，每年的品种创新情况也很难进行科学的量化，只能对有无创新产品作为虚拟变量进行拟合，但因不同创新基金产品的效果差别过大，（例如，货币市场基金出现后规模迅速增加到近千亿，而 LOF 基金产品出现后规模增长很小，只有几十亿，从创新的性质和效果来说都不是很具有可比性），再加上不同的创新都不是当年就产生效果，有一定的时间延迟，而且延迟的长度也不一致，所以在统计上变得并不显著，我们在进行统计分析时将不考虑这一因素。

## 2、模型及数据

根据上述分析，最终分析模型设定为：

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4$$

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参见表 2-2。

表 2-2 2002-2005 年基金业发展数据

| 日期        | Y<br>规模净增量<br>(亿) | X <sub>1</sub><br>审批效率 | X <sub>2</sub><br>上证指数前期涨幅 | X <sub>3</sub><br>新设立基金公司 | X <sub>4</sub><br>时间趋势 |
|-----------|-------------------|------------------------|----------------------------|---------------------------|------------------------|
| 2002 年一季度 | -5.68             | 0                      | -6.74%                     | 1                         | 1                      |
| 2002 年二季度 | 63.82             | 8                      | -2.56%                     | 0                         | 2                      |
| 2002 年三季度 | 210.80            | 20                     | 8.03%                      | 2                         | 3                      |
| 2002 年四季度 | 223.47            | 28                     | -8.72%                     | 2                         | 4                      |
| 2003 年一季度 | -147.83           | 4                      | -14.16%                    | 2                         | 5                      |
| 2003 年二季度 | 235.21            | 40                     | 11.26%                     | 3                         | 6                      |
| 2003 年三季度 | 195.79            | 68                     | -1.63%                     | 5                         | 7                      |
| 2003 年四季度 | 19.43             | 44                     | -8.00%                     | 2                         | 8                      |
| 2004 年一季度 | 741.20            | 44                     | 9.50%                      | 2                         | 9                      |
| 2004 年二季度 | 1103.93           | 84                     | 16.34%                     | 3                         | 10                     |
| 2004 年三季度 | -389.04           | 40                     | -19.66%                    | 3                         | 11                     |
| 2004 年四季度 | 292.50            | 36                     | -0.18%                     | 3                         | 12                     |
| 2005 年一季度 | 607.56            | 56                     | -9.32%                     | 3                         | 13                     |
| 2005 年二季度 | 671.82            | 64                     | -6.73%                     | 1                         | 14                     |
| 2005 年三季度 | 74.93             | 52                     | -8.49%                     | 1                         | 15                     |
| 2005 年四季度 | 113.46            | 56                     | 6.91%                      | 2                         | 16                     |

数据来源：天相投资顾问有限公司

### 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 | -389.04 | 1103.93 |
| 审批效率      | 16  | 40.25  | 23.75  | 0       | 84      |
| 上期上证指数收益率 | 16  | -0.021 | 0.10   | -0.20   | 0.16    |
| 新增基金数     | 16  | 2.19   | 1.17   | 0       | 5       |

表 2-4 回归结果

| 基金规模净增加值  | 系数      | 标准差    | t 值   | P 值   |
|-----------|---------|--------|-------|-------|
| 审批效率      | 12.46   | 5.57   | 2.24  | 0.047 |
| 上期上证指数收益率 | 1490.81 | 779.90 | 1.91  | 0.082 |
| 新增基金数     | -93.11  | 70.90  | -1.31 | 0.21  |
| 时间趋势      | -19.70  | 23.32  | -0.84 | 0.42  |
| _cons     | 152.10  | 176.67 | 0.86  | 0.41  |

| 方差分析 | SS         | Df | MS         | Number of obs | 16     |
|------|------------|----|------------|---------------|--------|
|      |            |    |            | F(4,11)       | 4.84   |
| 回归变差 | 1308492.99 | 4  | 327123.249 | Prob > F      | 0.017  |
| 剩余变差 | 744089.683 | 11 | 67644.5166 | R-squared     | 0.6375 |
| 总变差  | 2052582.68 | 15 | 136838.845 | Adj R-squared | 0.5057 |

从表中我们容易得到下面几个结论：

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 个单位，基金净增长规模增加 12.46 亿，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期指数回报率在 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。这是由于新设公司对市场的影响能力尚有限，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。

4、时间趋势项相对较小的 t 值表明基金行业的发展主要不是由时间因素引起的，而主要是由于放松管制和市场化改革导致的。也就是说基金规模净值的增

加不是自然增长的结果，而是放松管制的结果。

基于主成分分析下的多元回归（Principle Component Analysis,简称 CPA）来改进上述模型，得到了与上述分析一致的结论。<sup>3</sup>

## 五、基金业市场化改革的进一步分析

在基金业市场化改革的过程中，我们还可以观察到以下现象。

### （一）市场化的改革促进了市场微观主体竞争力的提高

随着政府的放权，市场微观主体的竞争力迅速提高。具体表现在四个方面：

1. 针对市场情况的应变能力。一个明显的例子是，当股市从 2001 年起陷入低迷状态后，基金公司开始迅速转型，开发低风险的产品。货币市场基金应运而生，在 2003 年首次出现后，在随后的两年内迅速达到了 2000 亿的规模。

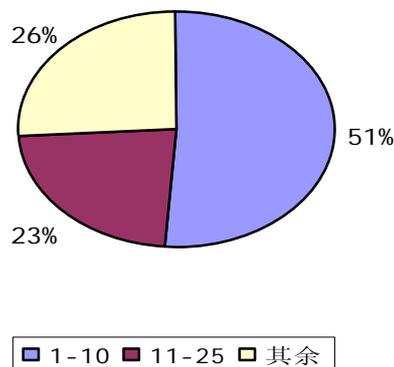
2. 风险管理能力。在基金市场发展的初级阶段，风险管理只是一个概念，而 2002 年后，随着市场竞争的加剧和风险意识的提高，以 Barra 为代表的国际标准的风险管理工具在我国基金业被迅速本土化，并得到较为广泛的使用。

3. 创新能力。市场化产生的竞争压力转化成为基金公司创新的动力，基金公司在过去几年里大胆探索国际上最为先进和复杂的基金产品，并以在 2004 年成功推出具有国际先进水平的 ETF 为标志。

4. 品牌建设。随着行业的发展，基金公司开始普遍注重自己的品牌，自 2004 年开始，几家较大的基金公司已经开始在主流电视频道黄金时段进行品牌营销。

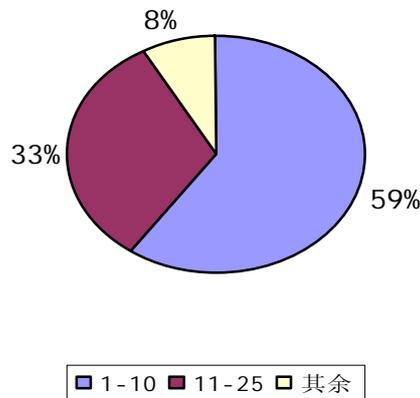
### （二）市场化改革有效地促进了基金行业良性金融生态的发展

图5 2004年末美国基金市场集中度



<sup>3</sup> 因篇幅有限，有关分析不在此处刊出。

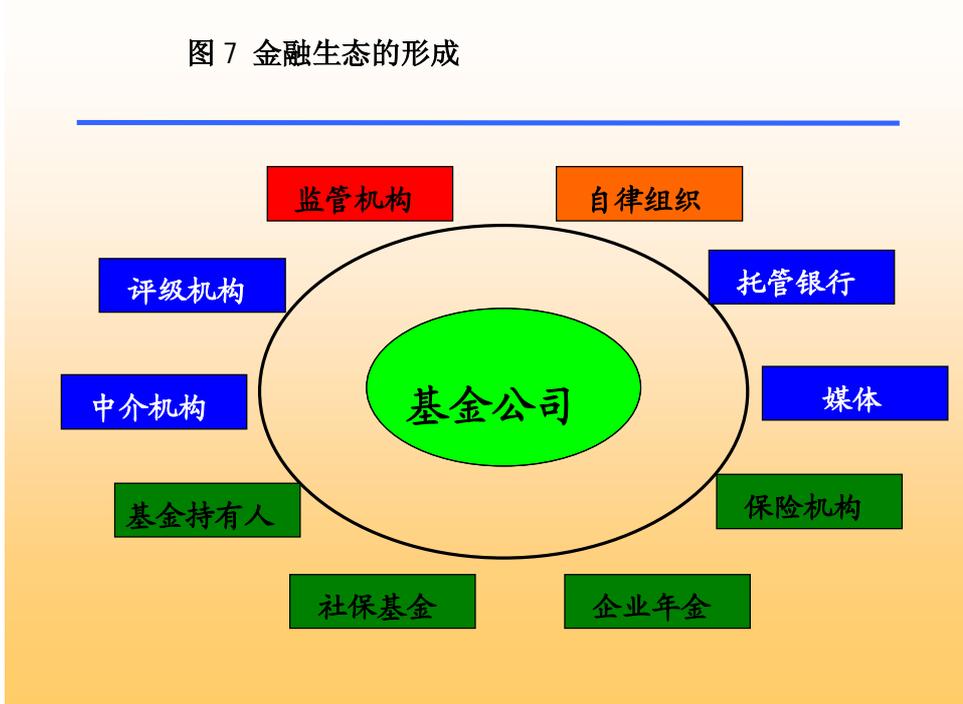
图6 2004年末我国基金市场集中度



数据表明，在政府放松管制的过程中，基金行业迅速进入了一个多方博弈的竞争格局。行业的集中度（在资产管理行业中，集中度指前十名资产管理机构所管理的资产占行业整体规模的百分比）从2000年的100%下降到2004年末的59%，与发达市场经过几十年甚至上百年的竞争所产生的行业格局类似，从一个侧面表明行业在良好的金融生态中迅速从寡头垄断格局转入有效竞争格局。

市场化的改革促进了这一良性金融生态的形成。这首先是因为审批环节的减少使得政府有更多的精力用于监管，监管效率得到加强。其次，市场化改革促进了市场的快速发展，市场各种内生的包括媒体在内的其他监管力量应运而生。有关资料显示，使用 google 搜索“证券投资基金”得到的信息从2000年的20万

图7 金融生态的形成



条激增到 2005 年的 200 万条，关于基金报道从即使在证券类报纸才偶一得见，一跃成为各种财经类甚至是地方性报章的主要版面内容。媒体迅速增加的关注，使得行业更加透明和规范。再次，随着基金行业的发展，基金成为大型机构投资者理财的主力队伍，社保基金和企业年金的年度选秀，使得基金公司从投资研究到客户服务等各个环节进一步与国际接轨。此外，评级机构的大量涌现，对基金公司的投资表现和运作规范程度进行越来越严格的评判。以上这些发展，使得基金行业逐步走向“市场监管市场”这一监管的较高境界，形成比较良好的金融生态。

（三）一个金融产业的市场化改革会推动其他金融产业的市场化进程。

（1）基金业的市场化改革，对资本市场整体改革的深化提出了更高的要求。

基金业的迅速扩大，不仅推动了蓝筹股、绩优股等概念的形成，使得中国资本市场逐步告别了无股不“庄”的时代，同时，基金业的发展也丰富了市场对多层次投资的需求，使得发行体制的改革被提到议事日程上来，并使得“询价制”等制度建设成为可能。事实上，最近以来，在几乎所有资本市场的重大改革中，如分类表决、股权分置等，都可以看到基金在其中发挥着重要的作用。

（2）基金业的市场化改革，推动了股票市场、债券市场和货币市场的平衡发展。

近年来，在持续低迷的股票市场环境中，基金将投资领域扩展到货币市场，自 2003 年推出货币市场基金以来，货币市场基金的规模最高达 2000 亿左右，在为机构与个人投资者的流动性管理需求提供服务的同时，也为活跃货币市场交易，推动了货币市场理性投资理念的形成功和健康发展做出了贡献。2005 年以来，一些基金公司开始探索投资于债券市场、特别是中短债市场的基金，相信在未来的几年里，基金也会成为债券市场上的主要投资力量，并对债券市场的发展起到积极的推动作用。

（3）基金业的市场化改革，推动了银行体系的改革。

2001 年起，商业银行成为开放式基金的主要销售渠道，对基金等理财产品的销售使得银行不得不改变传统的坐北朝南的经营模式，逐步走向了主动营销。2005 年起，作为加快间接融资向直接融资转型的重要举措，商业银行获准设立基金公司，这标志着基金业成为推动我国金融产业的调整和重构的有生力量。

（4）基金业的市场化改革推动了中国资本市场的对外开放。

从 2002 年开始的市场化进程，有效的推动了行业的增长，提升了本土机构的竞争力，使得它们在面对 2002-2003 年出现的合资公司和 2003-2004 年进入我国市场的 QFII 的竞争时，表现出了较强的竞争力，也使得本土机构和外资机构的良性互动，推动了行业水平的进一步提高。今天的中国基金业，24 家中外合

资公司和 34 家内资公司形成了较好的平衡，与 52 家 QFII 机构共同构成了中国资本市场的机构投资力量。

#### （5）市场化改革的节奏与成败。

在过去几十年里，市场化是在全球范围内发生的最为广泛和普遍的经济现象，这一名词也是被广泛使用甚至滥用的经济学术语之一。时至今日，尽管大家普遍认同市场化的原则，但在实践中，市场化的过程却不乏失败的案例。其根本的原因是，简单地推行市场化改革往往会导致市场的过度竞争和微观市场主体的失败。对这些改革失败案例的研究，普遍认为，市场化改革如果不能有效掌握节奏，很容易导致过度或过快的市场化，并不能够有效推动市场的发展，反而有可能造成很大的恶果。

与此相反，我国改革开放以来，二十多年来遵循了一条渐进式的市场化改革路径，在释放市场潜能的同时，兼顾了社会的稳定和市场的有效竞争，取得了良好的效果。著名经济学家保罗·克鲁格曼曾这样评论中国的渐进式市场化改革的成果：“在人类历史上还从未有过如此之多的人口，在如此短暂的时间内，生活水平获得如此巨大的提高”。因此，市场化改革成功的要素在于，要循序渐进，把握好改革的力度和节奏。

具体到金融产业，在新兴市场中，如果政府不主动推动市场化改革，则金融产业很容易由于政府或监管部门对权利的自我加强趋势而丧失前进的动力，直至全面停滞或崩溃，这样的案例在中外都屡见不鲜。而如果选择一个无序的市场化路径，则一些市场微观主体很容易在面临过度竞争时，因为定价能力和风险管理能力等核心竞争力不够而导致失败，并且引发金融体系的连锁反应，这常常会使一些人开始怀疑甚至从根本上否定市场化的方向。所以，有序推进市场化进程才能真正达到繁荣金融市场的目标。

因此，新兴市场的政府负有推动金融市场发展的责任，而繁荣市场最有效的举措是政府主动推动市场化改革，并保持市场化进程的节奏。

#### （6）市场化改革与帕雷托改进。

在关于市场化改革的认识中，一个常见的误区是认为，政府的放权诚然可以推动市场的发展，但却是以牺牲政府的利益和权利为代价的。其实，市场化的改革是一个真正的帕累托改进过程，即在这一过程中，存在一种可能性，所有相关的机构和主体都可以获益。从政府的角度来说，这样一个改革过程中，首先是减少了寻租和腐败的空间，对于干部队伍的成长是一件好事。其次，市场改革推动了行业的发展，使得相关的政府机构在社会经济生活里增加了其影响力。第三，市场的发展，为政府机构的干部提供了更大的空间和更多的进入市场的选择。这不仅有利于政府机构内部人员的良性循环，同时，有过政府工作经验的人员到市

场中去，在一定程度上，也有利于推动市场的发展。

## 六、结论与启示

我们的研究表明，在金融产业或金融市场的发展过程中，特别是市场发展的初级阶段，政府或监管部门主动推动市场化进程能够对产业或市场的繁荣起到很大的推动作用。我们研究的中国基金业在 2000 至 2005 年这个特殊阶段，由于市场环境处于一个不利于基金行业发展的情况下，使得市场化改革，即审批效率的提高，成为了解释行业增长的最为显著的因素，从而清晰地证明了政府管制放松与金融产业发展的相关关系。

这一发现在实践中具有深远的现实意义，对于其他金融产业的改革和发展也有很重要的借鉴作用。事实上，借鉴基金业改革的经验，近年来，中国资本市场以询价制为主的发行体制改革也收到了良好的效果，使得发行体制迅速向国际化的方向接轨，也使得市场一直以来对于新股发行的恐慌心理得到缓解，突破了中国资本市场发展的一个瓶颈。以中国银行和中国工商银行在 A 股的首次发行成功为标志，中国资本市场开始步入一个快速代表中国经济发展主体的蓝筹股和大盘股的时代。发行体制改革的推进，是市场化改革推动金融市场发展的又一个例证。

与金融产业市场化进程相关的一个更深层次的命题是，在市场发展的不同阶段，政府职能应怎样定位和转型，才能更好地适应市场的发展并起到有效的推动作用。基金业的市场化改革过程和其中揭示出来的内在规律，对于在市场经济的不同阶段中政府应该怎样定位自己的职能和如何实现转型也提供了有意义的启示。