

网络经济下的金融理论与金融治理

谢 平 尹 龙

(中国人民银行研究局 100037)

内容提要: 建立在信息革命基础上的网络经济,对传统金融产业和金融理论产生了深刻的影响。网络金融成为了本世纪金融业发展的主流,电子货币也将在社会经济生活中发挥更大的作用。金融产业组织的变化和货币形态的变革,使货币理论和货币供求关系出现了新的变化,并导致了货币政策、金融市场等的一系列演进。金融体系主客体的变化,使金融风险有了新的特点,金融治理需要进行相应的调整。

关键词: 网络经济 金融理论 金融治理

互联网的迅速发展,使人类社会的信息传播方式发生了根本的变革,传统的距型信息传播方式正在被网络式、分布式的传播方式所取代,人类社会进入了信息革命的时代。信息革命导致了网络经济的兴起,网络经济正以其特有的规律改变着人们对传统经济理论教条的盲从,也使金融理论和金融市场发生着深刻的变化。

一、货币供求理论的变化

金融产业的演变,使金融理论研究的基础对象—货币,出现了变化。在货币发展史上,伴随着银行业的兴起,中世纪货币形态发生了第一次革命,铸币被银行券所取代,最终演化出了现有的纸币体系。网络金融的发展,使货币形态正在发生第二次革命,纸币正在被虚拟的电子货币所取代。

电子货币(Electronic Money, E-money),是指在零售支付机制中,通过销售终端、各类电子设备,以及在公开网络(如 Internet)上执行支付的“储值”产品和预付支付机制(BCBS, 1998)。所谓“储值”产品,是指保存在物理介质(硬件或卡介质)中可用来支付的价值,这种物理介质可以是智能卡、多功能信用卡、“电子钱包”等,所储值使用,可以通过电子设备进行追加。而“预付支付机制”则是指,存在于特定软件或网络中的一组可以传输并可用于支付的电子数据,通常被称为“数字现金”,也有人将其称为“代币”(token),由一组组二进制数据(位流)和数字签名组成,可以直接在网络上使用。

与纸币相比,电子货币具有以下特性:

1. 通货由中央银行或特定机构垄断发行,中央银行承担其发行的成本与收益。电子货币的发行机制有所不同,从目前的情况看,电子货币的发行既有中央银行,也有一般金融机构,甚至非金融机构,而且更多的是后者。货币发行的“非中央银行化”,是对现有货币理论的最大挑战。

2. 传统通货是以中央银行和国家信誉担保的法币,是标准产品,由各个货币当局设计、管理和更换,被强制接受和广泛使用。而目前的电子货币大部分是不同的机构自行开发设计的带有个性特征的产品,其担保主要依赖于各个发行者自身的信誉和资产,风险并不一致。其使用范围也受到设备条件、相关协议等的限制。如果缺乏必要的物理设备,即使是中央银行代表国家发行的电子货币,也不可能强制人们接受。

3. 一般来说,通货具有匿名性,但不可能作到完全匿名,交易方或多或少地可以了解到使用者的一些个人情况,如性别、相貌等。电子货币则要么是非匿名的,可以详细记录交易、甚至交易者的

情况;要么是匿名的,几乎不可能追踪到其使用者的个人信息。这也是电子货币与现金的最大区别。

4. 在欧元区未出现以前,货币的使用具有严格的地域限定,一国货币一般都是在本国被强制使用的惟一货币。电子货币打破了境域的限制,只要商家愿意接受,消费者可以较容易地获得和使用多国货币。

5. 传统货币的流通、防伪、更新等,可依赖于物理设置,而对电子货币只能采取技术上的加密算法或认证系统的变更或认证来实现。

电子货币的这些特性,使现有货币理论面临着挑战。

首先,在货币层次的划分和计量上,现有方法出现了问题。

传统上,根据流动性的不同,货币可以划分为多个层次: M_0 、 M_1 、 M_2 等。不同层次货币的划分,对于货币供求的研究、货币政策的制定与实施、金融市场的运行分析等,有着重要的意义。但是,对于网络金融客户,货币各层次之间的界限正在淡化,利用网络金融服务,客户通过电子指令,可以在瞬间实现现金与储蓄、定期与活期之间的相互转换。即使他们之间仍存在着一些流动性方面的差别,这种差别也正在日益缩小。同时,对于那些对账户余额提供利息的电子货币而言,当消费者使用它们进行消费时,已很难分辨这时的货币是现金,还是储蓄存款。更有甚者,在综合性的网络银行上,客户同样可以瞬间完成储蓄与用于购买证券或基金的保证金之间的转换,而后者甚至不在原来的 M_2 统计范围之内。同样的问题也出现在卡式的电子货币中,例如,商业机构发行的预付卡,既可以作为特定的现金使用,又可以视为一种短期的回购债券。

网络金融交易的地域模糊性,在另一方面给货币的计量造成了混乱。消费者在电子商务买卖(尤其是音乐、软件、数据等不需要以物质形态传输的商品)过程中,使用多国货币进行交易,已成为现实。同样,客户来自国外的智力收入、服务收入(如在网上为国外站点管理目录)、销售收入等,可以直接以外币的形式存放在其网络银行的账户之中,供日后消费使用。因而,在统计一国经济中的货币量时,不得不考虑居民手中持有的、未存放于本国银行中的货币的影响。

其次,在货币需求方面,无论是凯恩斯主义,还是货币主义学派的货币需求函数,都出现了缺陷。

凯恩斯认为,人们之所以需要货币,是由于交易动机、谨慎动机和投机动机的存在,他们构成了两类货币需求:消费性货币需求和投机性货币需求。前者是收入的函数,后者是利率的函数。由此得出了货币需求函数:

$$\frac{M^d}{P} = f(i, y)$$

弗里德曼也认为,人们有持有一定数量真实货币的意愿,但他不是具体分析持币的原因,而是将资产需求理论引入到了货币需求中来,得出了货币主义的货币需求函数:

$$\frac{M^d}{P} = f(Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi^e - r_m)$$

可以看出,上述两个货币需求函数都隐含了这样一种假设:即货币的不同用途之间存在确定的界限,且这种界限是相当稳定的。在凯恩斯那里,表现为不同的动机,在弗里德曼,则表现为不同的财富结构和各种资产的预期收益和机会成本的组合。

网络金融的发展,对这一隐含条件的成立已经构成了威胁。由于人们可以随时随地、以几乎为零的交易费用进行货币用途之间的转换,各类交易动机之间的边界已不再明显,投资结构的可变性也大大增强。换言之,电子货币已使人们出于交易动机和谨慎动机的流动性偏好形成的货币持有量,与出于投机动机的流动性偏好形成的货币持有量,合二为一,他们都有可能既是利率的函数,又

受收入的影响。同样，货币、债券和股票的预期回报率之间的差异在减弱。尽管这些影响在目前还并不十分明显，现有的货币理论仍是主流，但随着网络银行的进一步发展和电子货币的普及，其影响会日益增大。可以预见，未来的货币需求函数，对人们在网络经济时代利用电子货币进行的交易行为必须加以考虑。

除此之外，货币需求理论中的另一个重要问题，货币流通速度也受到了网络银行和电子货币发展的影响。在凯恩斯的货币需求理论中，货币流通速度并非常量，而是随着利率的变动而波动。弗里德曼则认为，货币流通速度对利率并不敏感，是可以准确预测的。无论是否承认货币流通速度的稳定，现代化的网络支付体系和电子货币已明显使货币流动加快。考虑到未来货币计量的困难性和货币在国际市场上的转移，国内利率不会是影响货币流通速度的惟一因素，货币流通速度的波动可能会加大。

第三，在货币供给方面，基础货币和货币乘数都已受到了影响。

根据货币理论，货币供应量 M 等于基础货币 H 与货币乘数 m 之积，也等于通货 C 与存款 D 之和：

$$M = mH \quad M = C + D$$

基础货币包括储备（法定准备 RR 与超额准备 ER ）和通货之和：

$$H = R + C = RR + ER + C$$

传统上，通货的发行总是由中央银行（或货币局）所垄断。在网络经济中，电子货币的发展，打破了这种垄断。虽然中央银行也可以强行垄断电子货币的发行权，但电子货币技术上的复杂性、涉及协议的多样性，以及防范伪币可能的高成本，都会使央行不得不三思而行。而且，中央银行对电子货币的垄断极有可能阻碍电子货币的创新和新技术的发展，从而使本国电子货币的发展落后于他国电子货币的发展，并成为易受攻击的货币。同时，由于电子货币使用境域的开放性，也很难防止外国电子货币的渗入。这些因素最终都可能会迫使中央银行改弦易辙。

对于电子货币余额是否要求一定比例的法定准备，目前还处于争议阶段。大多数国家对电子货币余额无准备金要求，但也有一些国家，如日本，则要求发行者缴纳相当于其发行的电子货币余额的 50% 的准备金。总的来看，电子货币有减少法定准备的趋势，尽管这种趋势还不明显。

超额准备是银行为应付流动性而自愿持有的，一般来说，可以将银行因对流动性变化的准备不足，而不得不借贷或变卖资产的费用，视为多持超额准备的收益，即：

$$E = p(X - ER)$$

其中， p 为银行变卖单位资产的损失， X 为流动性变动量，它是一个随机变量，密度函数为 $f(X)$ 。

银行多持有一单位的超额准备，就意味着减少了一单位投资的收益 r ， r 也就是超额储备的边际成本。当超额准备的边际收益等于边际成本时，银行的超额准备达到最优，即：

$$r = \int_{ER}^{\infty} pf(X) dX$$

网络金融的发展使资产转换相对容易，客观上使 p 减小。当 r 不变或增加时，超额准备将减少；但 r 下降时，超额准备的变化，依赖于 p 、 r 的变化幅度。

对于货币乘数，根据货币供应量的公式，可以表述为：

$$m = \frac{M}{H} = \frac{C + D}{RR + ER + C} = \frac{\frac{C}{D} + 1}{\frac{RR}{D} + \frac{ER}{D} + \frac{C}{D}}$$

其中, C/D 为通货比率, RR/D 为法定准备率, ER/D 为超额准备率。

当经济运行中存在电子货币, 这些电子货币在一定程度上可以作为价值储藏手段时, 作为货币存量的一部分, 货币供应量发生变化:

$$M = C_e + E + D_e$$

其中, C_e 、 D_e 表示在电子货币存在下的通货与存款。

相应地, 在电子货币引入后的货币乘数:

$$m_e = \frac{M}{H} = \frac{C_e + E + D_e}{RR_e + ER_e + C_e} = \frac{\frac{C_e}{D_e} + \frac{E}{D_e} + 1}{\frac{RR_e}{D_e} + \frac{ER_e}{D_e} + \frac{C_e}{D_e}}$$

1. 如果电子货币替代的是现金, C_e/D_e 将小于 C/D , 而 $\frac{C_e}{D_e} + \frac{E}{D_e}$ 等于 C/D , 这就意味着货币乘数变大;

2. 如果电子货币替代的是存款, 电子货币发行者减少储备要求, 实际的准备率下降, $\frac{RR_e}{D_e} + \frac{ER_e}{D_e}$ 下降, C_e 等于 C , $E + D_e$ 等于 D , 货币乘数变大。

二、货币政策控制

货币形态与货币供求的变化, 相应地对货币政策产生了影响。简单地说, 货币政策由货币政策目标、货币政策手段和工具构成。货币政策最终目标的实现依赖于适宜的政策中介目标和有效的政策工具与传导机制。网络银行和电子货币的成长, 对这些方面或多或少地都已形成了一定的影响。

1. 货币政策的中介目标

传统的货币政策中介目标大体上可以分为两类: 一是以 $M1$ 、 $M2$ 为代表的总量性目标; 二是以利率为代表的价格信号性目标。任何一类都要求具有较好的可测性、可控性和与最终目标之间的相关性。

网络金融和电子货币的发展, 正在使第一类中介目标的合理性和科学性日益下降。在可测性方面, 如前所述, 货币数量的计量与测算, 正受到电子货币的分散发行、各种层次货币之间迅捷转换、金融资产之间的替代性加大、货币流通速度加快等方面的影响。在可控性方面, 来自货币供给方面的变化, 加上货币流通速度的不稳定和货币乘数的影响, 使货币量的可控性面临着挑战。一般认为, 只有在货币流通速度和货币乘数基本稳定或有规律的变化(可预测的)的情况下, 才能确定一个与最终目标相一致的货币总量类中介目标, 也才能加以控制。如果无法预测货币流通速度, 即使中央银行掌握了足够的货币发行控制能力, 也会导致货币政策最终目标出现较大的偏差。同样, 货币乘数的不稳定, 也有可能加大货币政策的偏离, 并加大中央银行货币操作的难度。

相反, 由于价格信号是市场运行的结果, 网络金融和电子货币增强了市场的效率和竞争水平, 提高了价格信号的质量。价格信号类中介目标, 将会成为未来货币政策中介目标的主流选择。不过, 他们与最终目标之间的关系, 会有一些变化, 仍需要加以研究。

2. 货币政策工具

一般来说, 货币政策工具主要有法定准备金、公开市场操作、贴现率。

存款准备金由于以下三个方面的影响, 其作用力度、影响范围都将大大下降: 一是网络银行中涉及存款准备金问题的资产负债业务的比重不断下降, 在纯网络银行中这一比重已接近 50%, 同

时电子货币取代了一些有准备金要求的储蓄;二是各国出于鼓励创新、争取金融技术方面的先发优势的考虑,不断改革准备金制度,降低存款准备金率和其他形式的货币税已是大势所趋;第三,由于网络银行的迁移并不会像传统银行那样造成原有客户的流失,转移经营场所的费用也相对较低,从而为网络银行规避一国或地区较苛刻的准备金要求提供了条件,形成了准备金率的国际竞争。

公开市场操作的作用,将会变得更加复杂。网络经济加快了金融市场一体化的进程和信息的传播速度,金融机构面对的投资领域更广、投资机会更多,市场上的微小变化都有可能形成逐级增强的投资结构的变化。这有利于中央银行货币总量和资产价格的调节。但是,电子货币发行的分散,又会使中央银行资产负债大量缩减,有可能使中央银行因缺乏足够的资产负债而不能适时地进行大规模的货币吞吐操作,减弱公开市场操作的时效性和灵活性。特别是在大量“电子热钱”涌入或外汇市场急剧变动的情况下,中央银行可能无法进行“对冲”操作,使本国汇率和利率受到较大的影响。

贴现率作用幅度收窄,但更加敏感。在利率自由化的国家里,当商业银行能够自行发行电子货币时,发行电子货币所产生的发行收益将会使发行市场处于充分竞争的状态,商业银行即使其流动性不存在问题,也会扩大发行,最终形成电子货币发行净收益为零的均衡。同时,网络银行低廉的运营费用一般都导致了在利率方面更残酷的竞争。市场的长期均衡利率将会不断下降,维持在一个较低的水平上。不过,由于电子货币仍需依赖传统货币来保证其货币价值性,当发行者面临赎回压力而需要向中央银行借款时,贴现率仍能调整其借款成本。当贴现率用作政策信号时,网络银行的高效性,将使反应速度加快。

3. 货币政策传导机制

在货币供给方面,传统银行的作用如同一个“二极管”,将基础货币的变动加以放大,即所谓的“乘数”作用。网络银行却更像一个带有智能的“二极管”,在货币供给过程中有自己的“主张”。当网络银行可以自己发行电子货币时,它对基础货币变动的敏感性自然会下降,如果网络银行发行的电子货币或准电子货币的数量和吸引力,足以同中央银行展开竞争时,基础货币的投放甚至可能变成一个“买方市场”。撇开这一点,假设网络银行的再贷款仍是中央银行投放基础货币的主要途径,由于交易费用的大为降低、投资机会的增加、投资范围的扩大,网络银行仍有可能将其所获得的基础货币用于其他投资项目,而非贷放出去,同时用其他的融资方式满足客户的需求。相对于公众而言,传统银行在货币政策动态不一致性方面的影响较少,而网络银行有可能加大这种影响。在货币政策的传导过程中,网络银行更容易捕捉到新的信息和变化,其先进的技术手段也可以使其作出迅捷的反应。当中央银行制定政策时未预见到这种信息和变化,就有可能加大货币政策的最终目标的误差。

反之,网络银行也有可能使货币政策的传导更加有效,它可以缩短政策传导过程中的时滞,更快地导致经济总量指标的变化,但其前提条件是,货币政策要有更好的适应性。

4. 货币政策的独立性^①

网络经济中,货币政策的独立性问题已经引起了人们的关注。电子货币的跨国使用要远较传统货币方便,消费者既可以使用由本国机构发行的电子货币进行国外产品(如旅游、网络产品等)的购买支付,也可能接受国外电子货币发行机构以外币或本币发行的电子货币直接用于消费;还可能出现居民利用 Internet 网络为国外厂商提供智力服务,并将其所得或收益直接转成电子货币在国内外使用。随着网络技术的发展,这种情况很难限制。另外,许多国家的电子货币都是在国外已有的

^① 严格地说,货币政策的独立性包括两个方面:政策制定的独立性和政策实施的独立性。这里主要指的是实施方面的独立性问题。

先进技术和软件基础上开发的。对这些技术与软件的标准、规范和应用情况的了解,将是未来中央银行的一项不可或缺的任务。

另外,电子商务交易平台和电子金融市场的开放性、全天候和无疆界限制,使网络经济自然带有全球化的色彩。一国的货币政策,已很难隔开其他国家经济与政策的影响。在欧洲,跨境交易问题已受到了欧洲央行和成员国金融当局的高度关注。

如果这些现象在本国较为普遍,中央银行在测定电子货币量和执行货币政策时将不得不与相关国家进行相关政策的协调。这些协调起码包括:电子货币流动管理与报告制度、电子货币产品与系统资料交换方式、相互影响说明等。

三、金融市场的发展与变革

金融市场交易产品的虚拟性,使它们一般不需要进行实物的流转和配售,只是一些符号和信息的传递与确认。网络经济为这类产品的成长,提供了一个再适合不过的环境,形成了迅速发展和渗透的网上金融市场。

在网上金融市场中,发展最早的是货币市场,但发展最快、影响最深刻的却是网上资本市场。

货币市场的电子化过程要早于网络经济的出现,根据美国财政部的资料,早在 1860 年,西部联盟(Western Union)就开始了电子资金传输,1918 年利用电传建起了联储电信(Fedwire),20 世纪 70 年代又分别形成了 SWIFT 和银行间票据交换所支付系统(CHIPS)。但货币市场网络化和自动化的最终完成,仍得益于网络经济的发展。网络金融改变了传统市场中信息(information)、指令(routes orders)、执行(executes)及清算(clears and settles)程序和过程,增加了市场的透明度,也活跃了市场交易。在美国,利用 Fedwire 和 CHIPS 进行的电子转帐的交易数量虽不到 1%,但所占交易份额却在 80%以上。目前联储电信的平均每笔金额约为 300 万美元,CHIPS 的平均每笔金额约为 600 万美元。在网络金融发展的推动下,电子资金调拨系统(EFTS: Electronic Funds Transfer System)的框架已经形成,电子存单等新型市场工具不断涌现。

资本市场最突出的变化是:电子通讯网(ECNs)市场的出现。

1997 年,美国 SEC“指令处理规则”(OHR: Order Handling Rules)的颁布,在法律上确定了“选择性交易系统”(ATS: Alternative trading systems)的市场属性。ATS 包括两类市场:电子通讯网(ECNs: electronic communications networks)市场和其他系统市场。其他系统市场主要是为一些特殊目的的服务,如 Arizona Stock Exchange, Optimark, ITD Posit 等,其影响有限。ECNs 却是异军突起,对现有的市场结构带来了很大的冲击。

ECNs 用电子手段来匹配买卖交易的计算机网络,完全不同于现行的交易所,它不再需要传统的经纪商和造市商,交易流程也更加简介透明,而且,交易的效率更高,价格更便宜。1997 年,美国仅有一家 ECNs: Instinet, 1999 年已有 9 个 ECNs 开通了在线金融业务,包括 Island ECNs, Archipelago, Tradebook, REDIBOOK, BRUT, Strike 等。以 Island ECNs 为例,它的全部家当就是一堆 DELL 计算机和一张经纪许可证,但它却包揽了纳斯达克 12%的交易。处理 1 万股交易,大联盟(Big Board)需要 22 秒,而 Island ECN 只需几分之一秒。除此之外,Island ECN 的市场费用是每股 \$0.0025 美元,而通过传统渠道所付的佣金大约是每股 6 美分。Island ECN 和 MarketXT 交易时间也已延至晚上 8 点,而路透集团(Reuters Group PLC)下属的 Instinet 公司则允许客户交易到下午 5:15,并打算今后向个人提供全面的晚间交易服务。如今纳斯达克市场每天约有 30%的交易量是通过 ECN 完成的,而在两年前,它们的比重几乎为零。ECN 还受到了期权交易者的青睐,执全球期货交易牛耳的芝加哥期货交易所(CBOT)因受网络交易持续放大的冲击,其占全球衍生金融产品的成交量降为 30%左右,而仅成立 9 年的 Eurex 已占据了第一,日成交量为 CBOT 的两倍。在德国,自从创建了电子交易

系统后,两年时间内就吸引了90%的交易量。

无论是货币市场,还是资本市场,网络金融市场的出现都有效地降低了交易成本,使投资人的主导地位得到了增强。作为市场基本要素的信息的传递与扩散不断被加强,其直接效果是降低和消除交易双方之间所有不必要的交易成本,并使价格对每一个人都是透明的,通过网络,数以百万的人将能够在任何地点进行任何交易。或许有一天,许多人都不再需要那些为了保证交易秩序而保有交易特权的经纪人了。市场的透明不仅能使消费者选择更有利的价格,促进竞争,而且增强了价格比较和对经纪商的监督能力。交易指令是金融市场最基本的要约形式和交易手段,网络金融不仅减少了指令的发送与传递成本,而且随着网络软件的发展,在多个市场中自动比较、选择指令传递方向的软件,在网上证券交易中得到了广泛应用。以美国为例,许多电子交易平台的指令软件,可以自动选择最有利的市场,分别传递相关指令,纽约证交所85%的指令都已使用了SuperDot系统。交易指令的自动执行,是网络技术对市场的又一大贡献。在20世纪80年代,纳斯达克对其“小批量交易系统”(SOES)采用了指令自动执行技术。在网络中,交易的清算不仅直接、实时,而且大大减弱了对已形成的某种市场的依赖。

网络经济还从根本上加速了金融市场的全球化和一体化进程。电子商务、网络金融和电子货币已使金融市场原有的自然疆界的界限日益模糊,他们所具有的技术水平和能力也为地区间和全球化的市场融合提供了坚实的基础。电子货币不仅可以摆脱各国货币“外衣”的束缚(在这一点上类似金条),成为国际通行的交易媒介,而且促进了交易工具的国际化统一标准,也为市场主体行为的国际化提供了便利,加速了资本的国际间流动与全球性资本的形成。在此基础上,各种新兴金融衍生工具的出现和金融创新,更加速了这一趋势。同时,网上金融交易开始替代传统的集中竞价交易,全球、全天候可利用的交易场所不断增加,主要国际金融中心已联为一体。1998年3月,德国、法国、瑞士宣布将电子交易系统联网后,欧洲八大证券交易所也开始着手建立统一市场。1999年,纳斯达克更是积极开拓东京、新加坡、香港和伦敦市场。

四、金融治理与金融监管

在网络经济中,金融理论的变化、金融当局与银行之间、银行与消费者之间的非对称地位的变化、资金转移和金融市场的变化,使金融治理面临着一些新的问题。

首先,金融风险交叉“传染”的可能性增加了。在一国国内,原先可以通过分业、设置市场屏障或特许等方式,将风险隔离在一个个相对独立的领域内,分而化之。但现在这种“物理”隔离的有效性正在大大减弱。在国际上,各国金融业务和客户的相互渗入和交叉,巨额国际投机资本的游戈,使国与国之间的风险相关性正在日益加强。

其次网上瞬间交易量剧增,加大了因交易环节中断导致的支付、清算风险。一方面,金融交易的实时性、便利性不断提高,使参加交易清算的各方不再保持较高水平的超额储备,为了提高效益,资金的使用经过了精确的计划。这时,一旦有一方出现支付困难,比如说受到了黑客攻击,整个支付清算系统就会像多米诺骨牌一样,出现接连不断的混乱。另一方面,在“纸质”结算中,对于出现的偶然性差错或失误,有一定的时间进行纠正。现在,这种回旋余地大大缩小,错误的扩散面加大,补救成本加大。

再次,金融危机的突然爆发性和破坏性加大。上述两方面的变化,加上一些超级金融集团为实现利益最大化,利用国际金融交易网络平台进行大范围的国际投资与投机活动,而部分地逃避了各国金融机构的监管,加大了金融危机爆发的突然性。而危机一旦形成,就会迅速波及到相关的国家 and 市场。

利用过去的金融治理方式管理网络金融业,显然已不合时宜,一国金融治理的原则必须加以调

整。

网络经济的特性已打破了由监管当局制定游戏规则固有模式,与金融机构合作,充分依赖金融企业和市场的自我管理规范,将是未来管理当局需要遵守的一条基本原则。在网络经济中,一切发展得是如此之快,任何由管理当局单方面制定的规则,都有可能出现在尚未形成最终法案前,规制对象已发生改变了的情况。即使规则本身没有问题,金融企业也可能利用网络的全球性便利,离岸经营。如果再考虑到网络有效的匿名性、海量的数据和浩如烟海的内容,金融管理只有承担起网络金融发展的合作者、促进者和协调者的角色,加强基础设施建设、金融信息沟通,提供积极的服务,才能在这一过程中实现其管理的职能。

就监管而言,金融监管主体由多主体向统一主体转变,统一监管将成为趋势。由于不同类型的金融机构在开展电子网络业务方面存在相互交叉,一些业务按传统的方法甚至很难划定其所属的业务类型。在这种情况下,多个监管主体监管的模式,要么形成监管重复,要么造成监管真空,同时也将加大被监管者和公众的交易成本。统一的监管主体则不仅可以提供一个公平一致的监管环境,使被监管者避免不同监管机构间的意见分歧和信息要求上的不一致,而且也使公众在与金融机构发生纠纷时,有明确的诉求对象。监管客体也需要由仅包括金融机构,扩展到同时涵盖一些提供资讯服务的非金融机构。电子货币和网上金融的发展,使得一些非金融机构开始涉足诸如短期电子商业信贷、中介支付、投资理财顾问等金融或准金融业务,从而使金融监管的范围自然随之扩大。监管的重点,也需要由资产负债和流动性管理转向金融交易的安全性和客户信息的保护。对于网上金融业务来说,金融交易信息传输和保存的安全性、客户个人信息、交易信息和财务信息的安全性、自然成为监管者首要考虑的问题。

从根本上说,网络经济的实质是信息化、全球化和一体化,随着网络在世界范围内的延伸,从长远来看,各国监管当局都将面临跨国性的业务和客户,金融监管的国际性协调日益重要。它要求管理当局不单要尽可能避免金融资产的价格扭曲,放松对利率、汇率的管制,更重要的是建立与国际体系中其他金融体制相适应的新规则和合乎国际标准的市场基础设施,如信息的真实披露、资金的实时清算等,以提高金融管理的透明度。这是适应未来网络经济发展的有力保障。

参考文献:

- 瓦尔拉斯,1989:《纯粹经济学要义》,中译本,商务印书馆。
- Aleksander, 1998, "Monetary Policy Implications of Digital Money", *International Review of Social Sciences* Vol. 51.
- BCBS, 1998, *Risk Management for Electronic Banking and Electronic Money Activities*, Basle Committee on Banking Supervision, March.
- BCBS, 2000, *Electronic Banking Risk Management Issues for Bank Supervisors*, Electronic Banking Group Initiatives and White Papers, Basle Committee for Banking Supervision, October.
- BIS, 1996 "Implications for Central Banks of the Development of Electronic Money", Basle, October.
- Friedman, 1999, "The Future of Monetary Policy: The Central Bank as an Army with Only a Signal Corps?", Benjamin M. Friedman, *International Finance*.
- Goodhart, 2000, "Can Central Banking Survive the IT Revolution?", *International Finance*, July.
- Moody, 1996, "Moody's International Manual", Moody's Investor Service Inc., New York.

(责任编辑:黎 明)(校对:晓鸥)

The Financial Theory and the Financial Governance under Internet Economy

Xie Ping & Yin Long

Internet economy based on the information revolution has affected both the financial industry and theory fundamentally. Internet finance will be mainstream in this century. Electronic money will take more important place in social and economic activities. The changes of financial industry organization and monetary form give a series of development and evolution of monetary theory, supply and demand, monetary policy, and financial market. It is necessary to adjust the financial governance timely on order to catch the new risk.

The Firm's Dividend Policy and Stock Market Fluctuation in China

Yu Qiao & Cheng Ying

This paper examines the price and volume reactions to stock and cash dividend announcements in China's emerging equity market. The empirical results indicate that contrary to practice in mature markets, stock dividend has stronger impact than cash dividend. Furthermore, initiation, as an extremely visible change in dividend policy, causes no significant increase of stock price and trading volume compared with subsequent non-initiation announcement, regardless of cash, stock share, or mixed dividend. These findings are robust as spillover of ex-date effect and measurement bias are taken into consideration. Our basic explanation is that Chinese listed firms are seldom bound to sustained dividend policy and adjust the payout ratio randomly because of earning instability. Initiation, therefore, conveys little information about future performances of firms.

暂停用 E-mail 投稿的通知

最近, 用 E-mail 投来的稿件越来越多, 但因编辑部人手和技术条件有限, 目前实在无法处理这样大量的电子邮件。经商定, 请作者以后还是通过邮局寄送稿件, 稿件上注明电话、E-mail 号。稿件一旦决定采用或修改后用, 我们会及时通知作者。接通知后请作者再给编辑部发 E-mail, 传来电子版。谢谢合作。

《经济研究》编辑部