经济时评

奔“4”的余额宝们将何去何从

□李 猛

自2013年6月13日余额宝诞生一年多来，互联网金融在中国呈现出了“爆发式”的增长，各种“宝贝”你方未唱罢、我方已登场，7日年化收益率曾一度在6%~7%。但自今年二季度开始，余额宝们的年化收益率集体走低，近期普遍跌破5%奔“4”，其何去何从问题再次引发了各界的争论。事实上，形式多样的中国互联网余额理财工具，其商业模式或多或少地带有着“海外血统”，也必不可少地形成了“中国特色”。

余额宝们从哪里来

余额宝的商业模式并非阿里巴巴首创，而是来自海外。早在1999年，美国在线支付巨头PayPal就推出了美国版的余额宝。是年，为了给用户提供便利的理财服务，吸引更多的沉淀资金，以及提高用户的忠诚度，PayPal创立了账户余额的货币市场基金，完成了电子支付和货币基金的嫁接，是如今各种“宝贝”们的“先驱”。通过这一创新，在线用户的账户余额便能“自动”地转出来购买货币基金产品，原本无法记息的账户余额就可以获得“利息”。当然，确切地说，这并不属于利息，而只是投资收益。在支付或转账过程中，在线用户对现金流动性的需求得到了极大的满足，基金的赎回过程几乎不被用户们感知。为此，PayPal建立了一套复杂的传导、沟通与风险管理机制。比如，不直接持有债券或者股票，而是以嫁接基金的方式交给巴克莱（之后是贝莱德）管理，并规定对方不得融资融券、不得对冲、不得投资浮动利率证券等。

兼顾了收益性、流动性和安全性的PayPal货币市场基金，迅速吸引了大量的用户，其规模一度在2007年达到10亿美元。这其中，既有宏观大势，也有微观奥秘：从宏观上看，根据《联邦储备系统Q条例》，商业银行不得向活期和支票账户支付利息，而货币市场基金则不受此限，因而整个货币基金市场得以快速膨胀；从微观上看，PayPal选择了一条差异化的竞争道路，即利用互联网吸引了大量的零散资金，给了那些游离于传统金融市场之外的资金以收益。然而，好景不长。次贷危机爆发以来，美国等主要发达国家普遍推行了低利率甚至零利率货币政策，以至于货币市场基金在这些国家逐渐丧失了获利空间。与此同时，美国财政部宣布不再作为货币市场基金的最后担保人，从而货币市场基金的安全性保障不复存在。不仅如此，新出台的多德弗兰克法案推翻了之前《联邦储备系统Q条例》，银行便可以据此对支票和活期存款账户支付利息，这意味着货币市场基金的垄断优势已然丧失。在宏观大势的带动下，货币市场基金的收益不断走低，PayPal最终选择将货币基金业务清盘，实现了从“先驱”向“先烈”的转变。

尽管起步最早，美国迄今为止尚无能够“摇一摇”传统金融机构的互联网金融企业。与国外情况形成鲜明对照的是，中国互联网金融行业异常火爆，各种互联网余额理财服务不断涌现：余额宝、活期宝、现金宝、易付宝、全额宝、生意宝、收益宝、零钱宝……不难发现，这些“宝贝”们在商业模式上与PayPal货币基金如出一辙：都是货币市场基金，主要投资以本币计价的短期票据；都是联接基金，将资金委托给第三方管理，自身扮演着窗口的角色；都提供现金般的流动性，用户难以体察基金赎回过程；都是通过提供余额增值服务，提高用户忠诚度；都从本国的利率歧视政策中获益。

余额宝们到哪里去

同样的种子，是否必然开出同样的花、结出同样的果？余额宝们究竟是会像它们的海外先烈那样“其兴也勃焉、其亡也忽焉”，还是会像橘子那样“生淮南则为橘、生于淮北则为枳”，实现华丽的转身？实际上，余额宝们的结局，不仅取决于“血统”，还取决于“水土”。那么，余额宝们在中国的“水土”到底“特”在何处？

在收益方面，利率政策的“双轨制”给中国的余额宝们造就了巨大的套利空间。当前，银行存款尚未放开利率管制，而同业存款的利率已然放开。余额宝们通过协议存款等方式将资金存入银行，便可得到远高于银行活期存款利率的收益率，这就在实际上形成了银行接受利率管制、互联网金融变相利率市场化的“双轨制”格局。在金融市场总体不发达、投资渠道较为有限的情况下，余额宝们仅靠利率歧视政策就很容易吸引大量的投资者和储户。不仅如此，余额宝们的风生水起，激发出了“碎片化理财”的庞大需求。过去，人们习惯于将达到一定规模的资金用于投资或理财，而对于小额零散资金则存放在活期储蓄里，缺少渠道将其盘活。余额宝们的出现，就是利用互联网行业的长尾理论，将这些零散资金通过互联网平台进行汇集。根据央行数据，2013年底个人储蓄存款总额45万亿，其中16万亿为活期存款，这为余额宝们创造了不可小觑的理财空间。当然，余额宝们还冲击了普通人的理财观念，势必推动利率上升，提高银行揽储成本。

在风险方面，“刚性兑付”错觉给互联网金融带来了深邃的风险黑洞。余额宝们不仅和银行面临同样的市场风险和资金期限错配风险，而且还面临着由于外部监管缺失而形成的操作风险，以及互联网资金安全风险。当风险演变为现实时，互联网金融乃至整个金融行业将发生连锁反应，产生“多米诺骨牌”效应，造成难以估量的后果。在监管经济学里，交易涉及的个体数量越多，则相应的监管要求越严格。事实上，欧美国家之所以缺乏有影响力的互联网金融企业，恰恰是源于近似严苛的监管政策。反观中国，有针对性的监管体系尚未形成。在“维稳”语境下，地方政府、监管部门以及相关单位倾向于迫使各类金融产品“刚性兑付”。当然，这也给投资者造成了可怕的错觉，使其误以为政府可以兜底、摆平一切。之所以这是错觉，一是因为政府兜底有违市场规律，二是因为政府并不具备为所有金融产品兜底的能力。根据央行数据，去年全国新增人民币贷款8.89万亿，社会融资规模17.29万亿。换言之，全国将近半数的新增融资，是以各种金融产品的名义提供的。成千上万的金融产品，早已成为政府不可承受之重。

余额宝们究竟将去向何处？答案就在于“政府能否更好发挥作用”以及“市场能否在资源配置中起决定性作用”。对于前者而言：一方面，相应的事中、事后监管政策能否适时推出，涉及当前正在积聚的互联网金融风险能否化解；另一方面，面对突发事件时，监管部门能否放弃兜底一切的思维，允许违约的发生，涉及投资者市场意识能否加强和余额宝们能否去泡沫化发展。对于后者而言：一方面，随着全面深化改革方案的落实，新的改革红利正在形成，中国的高经济增长率现状仍将保持，从而保障了高利率的延续，并且，利率市场化改革的深入推进势必进一步带动整体利率的上升，给主要依靠货币市场基金的余额宝们创造了更大的获利空间；另一方面，利率双轨合一意味着余额宝们的套利空间逐渐式微，对于缺乏诚信、重视关系和面对面交流的中国投资者而言，有坚实大楼和物理节点的银行显然是更优的选择，银行存款不可避免地将出现回流，并在银行间重新配置，进而引起余额宝们的分化整合，形成寡头竞争局面。

经济体制

从根本上遏制耕地抛荒

□熊主武

在我国人多地少、政府高度重视粮食安全、市场经济体制逐步完善背景下出现耕地抛荒现象，表明在农业领域局部范围内出现了政府与市场双重失灵的情况。要从根本上遏制耕地抛荒现象，必须深化改革，既要发挥市场配置农业资源的决定性作用，又要更好地发挥政府作用，使农民的选择与国家实现粮食安全的要求相一致。

创新农业支持政策。在政府惠农政策力度不断加大的情况下出现耕地抛荒现象，并不意味着惠农政策对调动农民务农积极性不起作用，更不能成为取消惠农政策的理由。事实上，农业产业的特殊性决定了它不可能任由市场自发调节，现代农业的发展离不开政府强有力的扶持，多途径全方位支持农业一直是发达经济体的普遍做法，值得我们学习。政府要做的，除了随国民经济发展继续加大惠农政策力度外，还要根据农村发生的新变化逐步调整惠农措施。如把相关补贴从按承包耕地面积发放转变到按农业劳动者实际耕种的面积与产量发放，更多向规模经营主体倾斜，也可以尝试向农业规模经营者给予社会民生方面的奖励措施；摸清山区丘陵耕地的基本情况，制定远景规划，持续改造山区丘陵农田耕种条件，从资金、机构、人员几方面把整理、改造、修复不适于耕种的耕地的工作落实到各个村庄之中，改善其水肥条件，使之便于耕种；研发、生产适应我国小规模经营和山区耕地占比较高特征的经济适用农业机械，加大农机补贴力度与类型，不断提高农机在农业生产中的使用效率和范围；明确农民专业合作社扶持政策，积极试点合作金融与农地金融制度，使沉淀在耕地中的价值能够转化为激发农村发展内生动力的货币资本，实现农业与农村经济的持续发展。

创新农村经营体制。我国工业化城镇化的快速发展对农村经济发展、社会生活、农民思维方式等的影响是史无前例的，农村延续了几千年的生产生活方式已被颠覆，说农村这30多年的进步超过了过去所有的成就也不为过。在市场经济条件下，无论政府怎样支持农业发展，对农民而言，在做出每一个具体的农业经营决策时，他总是要考虑成本收益关系的，不计代价解决温饱的时代已经一去不复返了。面对农村经济社会发展新形势，各地必须积极探索现有土地承包关系保持稳定并长久不变的具体实现形式，完善相关法律制度，坚持依法自愿有偿原则，发挥乡、村组织的主导作用与激发农民主体作用相结合，引导农村土地承包经营权有序流转，鼓励和支持承包土地向专业大户、家庭农场、农民合作社流转，发展多种形式的适度规模经营；加快转变农业生产经营方式，鼓励引导农户采用先进适用技术和现代生产要素，努力提高农户集约经营水平。在具体操作过程中，必须建立起镇村基层干部主动参与引导的机制，不可仅仅停留在一般宣传层面，也不可满足于完全由市场与农民自发去做的状况，而是要通过更高的经济效益来吸引农民主动参与。

培育新型职业农民。除了不便耕种与经济上不划算外，耕地抛荒的出现也与现在农村以老年人为种田主体的劳动力结构有关。老年人不仅体力差、精力有限，而且知识能力结构相对落后固化，难以提升与改进，制约了他们利用耕地提高农业效益的能力。要实现在工业化城镇化过程中同步推进农业现代化、保障粮食等主要农产品安全的目标，必须提高农民的综合素质，大力培育职业农民，着力培养知识型、守法型、诚信型、创业型新农民，逐步改变农民在技能上以自发原始本能为主的传统状态。在越来越多的农民家庭彻底脱离农业生产经营的今天，“农民”一词再也不能继续成为落后愚昧、低人一等的标志，而应逐步成为能够通过经营农业获取平均利润的现代职业劳动者。应建立完善政府与社会服务体系，通过培训使农民懂得合作组织、经营管理、市场变化、融资、合同谈判以及农产品加工、农机使用、政策法律等知识与技能；着眼于新一代职业农民的培养，针对不同的专业领域实行职业农民资格认证制度，应该成为未来农民的发展方向；出台帮助相关学历毕业生到农村一线发挥专业特长的政策，使他们能够在农村实现人生价值，创造条件使他们成为未来职业农民的中坚力量。在农村人口不断减少的过程中，要尽可能实现城乡教育、医疗、文化、科技、社保等公共服务一体化。

加强农村环境建设。农村环境尤其是村庄环境脏乱差的现象还很普遍，也是农村留不住人导致耕地抛荒的重要原因。对农户来讲，村庄环境是公共产品，因此整治村庄环境要发挥政府与村集体的主导作用。必须根据各地农村历史传统与自然条件，加快编制村庄规划，打破村民小组界限，以行政村为单位，科学规划好村落分布与村庄内生产生活配套工程用地，张榜公布规划要求与结果，把规划变成村民村庄建设的共识；推行以奖促治政策，以治理垃圾、污水为重点，改善村庄人居环境；实施村内道路硬化工程，加强村内道路、供排水等公用设施的建设、运行与管护，有条件的地方可建立住户付费、村集体补贴、财政补助相结合的管护经费保障制度；抓紧把有历史文化价值的传统村落和民居列入保护名录，切实加大投入和保护力度；提高农村饮水安全工程建设标准，加强水源地水质监测与保护，试点推进城镇供水管网向农村延伸；以山区、集中连片特困地区为重点加快农村公路建设，建立经费保障机制，加强农村公路养护和安全管理，推进城乡道路一体化；因地制宜发展户用沼气和规模化沼气，加快农村互联网基础设施建设，推进信息进村入户。

产能过剩背后的体制陷阱

□张汉飞

产能过剩一词，频繁见于官方文件和大众媒体，已逾十载。而且现在从钢铁、水泥等传统行业到太阳能光伏、风能等战略性新兴行业，出现大面积的产能过剩。对此，偶发的经济波动，一时的政策失误已难以解释产能过剩之惑，只有深层次的体制问题才是真正的根源。产能过剩是中国经济进入“转型陷阱”的一面镜子，而地方政府竞争性投资则是助推产能过剩的重要体制性因素。要跳出这一怪圈和陷阱，必须靠深化改革，通过释放新的制度红利来消解。

处于经济社会转型过程中的我国，政府当仁不让地以主导、参与经济活动为己任。因经济（财政）分权、区域竞争、预算软约束、政府官员政绩考核体制，对GDP指标的盲目崇拜等因素，加剧了我国地方政府市场竞争行为，使得地方政府在招商引资过程中，运用控制土地、环境等资源价格的权力，开展地方政府间的恶性竞争，竞相提供土地、融资等优惠政策，诱导或扭曲企业投资行为，导致了过度的重复投资与建设。当市场被严重透支后，过度扩张的产能即陷入严重的“体制性过剩陷阱”。

对于一些重大产业项目或基础设施建设，中央政府往往拥有最终的审批决定权。为了避免社会资源的浪费和国家整体利益的损失，中央政府希望对地方政府之间进行协调，形成合作均衡。然而，在中央政府介入和协调下，地方政府之间为了各自利益针对中央政府的最终决定权展开政治资源博弈，争取中央政府的支持。结果，一方赢得政治资源博弈的胜利，获得国家支持，取得表面的合作均衡。但在缺乏有效的利益补偿机制下，这个合作均衡是不稳定的均衡。

重大项目或有前景产业的投资本身一方面可以拉动消费需求，带动工人就业，刺激当地经济增长。另一方面也会给当地的物流、就业、社会服务、旅游和消费带来巨大的推动力，在拉动当地经济增长的同时提高当地政府的形象和地位。这些投资对地方经济发展的巨大带动效用预期增强了地方政府博弈的信心，同时也使地方政府对因失去建设机会而产生的利益损失预期较大。正因为如此，地方政府对本地的产业项目建设和发展都给予很大的期望，面对建设后可能带来的巨大预期收益和不建设而产生的预期损失，地方政府肯定会全力以赴地争取到项目的建设。在缺乏对违规行为有效的政治惩罚措施及明确的法律规定的条件下，违规成本较低，利益受损地方政府甚至会挑战中央政府的权威，与中央政府展开博弈，不遵从中央政府的决定，仍然自行建设，从而打破其合作均衡，最终形成重复建设的不合作均衡。

同时，由于区域内地区经济之间联系密切，相关行业内重大基础设施建设具有较大的经济影响力，对各地方经济格局有着此消彼长的关系。比如，在宁波建设机场会对上海的机场发展带来一定的消极影响，随着宁波经济吸引力的不断加大及国际航线的不断拓展和规模效益的进一步体现，原来从上海起运的货物旅客很可能被吸引到宁波，本来停靠上海的飞机也可能转而停靠宁波。同时区域内政府之间又缺乏有效的利益协调和利益补偿及再分配机制，在各方利益无法协调和分配的时候，竞争就不可避免，合作也就无从谈起。虽然早在1996年，国家相关部门就组建了长三角城市经济协调会，准备协调好长三角区域内部分工和合作，但这一虚设的机构并不具备任何实际行政权力，根本无法协调好具有各自不同利益的地方政府间的关系，更不用谈区域内的利益补偿和再分配的协调，因此，自组建以来主要采用传统领导座谈和联席会议的形式，难以协调区域间的利益冲突和体制性矛盾，基本处于空转状态，无法避免产业项目投资的过度竞争和重复建设的出现。

特殊管理股制度面临的挑战与问题

□李 朱

我们不仅需要弄清楚国外的类似特殊管理股制度面临哪些挑战，而且也需要分析清楚国内试点特殊管理股制度面临哪些挑战，从而为重要国有传媒企业积极稳妥推进特殊管理股制度试点提供必要的准备工作。

国外类似特殊管理股制度面临的挑战

特殊权力制度（黄金股机制）被认为是国有企业私有化的良方之一，欧盟的诸多成员国不断地加以采纳应用，以保证国家在一些关系到社会或公众利益的国有企业私有化之后仍能保证国家在企业的重大决策时能否定损害社会或公众利益的决策提议。然而，欧盟委员会很长一段时间对该机制一直采取一种漠视的态度，直到1998年首次向欧洲法院（ECJ）针对葡萄牙的黄金股机制提出诉讼，之后又陆续以黄金股机制会挫伤投资者的热情、妨碍资本在欧盟共同市场的自由流动、妨碍企业设立自由等为由，对法国、比利时、英国、西班牙等与问题的黄金股机制提起了正式诉讼。欧洲法院（ECJ）部分支持了这些诉讼主张，认为黄金股机制允许政府对外来资本在被私有化的公司的持股或控股进行限制，会负面影响外国资本自由流入那些公司，对资本的自由流动形成潜在的消极影响。因此，黄金股机制在欧盟成员国中的使用应当受到严格的限制而不是禁止，各成员国也需要根据相关的案例法进行适当的修正调整。

尽管双层（多层）股权结构在美国资本市场上产生较早，但也曾被明令禁止过。1898年，美国International Silver公司首先打破了同股同权这一规则，被允许发行无投票权股票。从此，对双层股权结构的AB股股票争论就开始了。1926—1985年，纽约证券交易所（NYSE）禁止公司发行无投票权股票，但也有福特汽车公司等极少数例外，当时美国证券交易所（AMEX）等其他证券交易所对股东投票权政策相对较为宽松。纽约证券交易所于1985年1月提交了一份新的上市标准意见稿，该标准放宽了公司投票权政策并容许公司在满足一定条件的情况下，可发行不同投票权的证券。结果是，三大证券交易所最终都接受了公司双层（多层）股权结构，也使得越来越多的公司使用了双层（多层）结构。即便如此，美国市场上对双层（多层）股权结构历来不缺反对的声音。

国内曾有学者从私有化对公司业绩的影响、公司业绩和收购可能性的关系、投票权溢价和控股的价值、限制国外投资对公司的影响等四个方面，较为详细地梳理了国外学术界针对特殊权力制度（黄金股机制）的研究成果。多数研究文献表明，当企业所有权从政府手中转移到私有领域之后，企业业绩会有大幅度提高，但是，特殊权力制度（黄金股机制）是一把双刃剑，也会对公司的业绩有负面影响，尤其是在政府享有特权条款或黄金股的动机强烈的时候，而且对兼并接管的限制也将使股东难以享受到通过接管所带来的股权溢价。因此，需要审慎借鉴引入特殊权力制度（黄金股机制）。

国内试点特殊管理股制度面临的问题

概念与试点范围需要明确。特殊管理股制度是一个新概念，官方与学界还没有达成统一的认识，需要社会各界对这个概念进行更深入的研究与探讨，努力达成共识。对于哪些是按规定转制的重要国有传媒企业，也需要从政策层面加以解释与明确。

法律法规层面的障碍。我国2013年修订的《公司法》第103条规定，股东出席股东大会会议，所持每一股份有一表决权；第126条规定，股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有同等权利。这就表明，我国现在执行的是同股同权的一元股权制度，要想引入同股不同权的特殊管理股制度，需要在法律层面予以保障。尽管《公司法》第131条规定，“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份，另行作出规定”，为实施类别股份和特殊管理股制度，留下了政策空间，但是国务院还没有行使这一立法权。再比如，《上市公司收购管理办法》第24条规定：“通过证券交易所的证券交易，收购人持有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行，发出全面要约或者部分要约。”如果实行双层（多层）股权机构的特殊管理股制度，那么30%的比例究竟应以股权计算，还是以投票权计算，这也需要予以司法解释。

相关配套制度与措施的保障。从美国的双层（多层）股权结构运转情况来看，一般只允许公司可以在上市前建立双层（多层）股权结构，并要求公司通过信息充分披露制度，将这一结构的特点与风险告知普通投资者，让投资者有自由选择的权利。公司已经上市则是不允许采用双层股权结构的，这被认为是破坏投资者已有预期的行为。有学者就指出，在双层（多层）股权结构下，公众投资者未必能自主“用脚投票”以抑制管理层，而且这一结构有可能致董事会监督机制失效，迫使公众投资者更多地依赖监管和司法救济。因此，与特殊管理股制度相关的信息披露、风险提示、监管机制、赔偿机制等配套制度也要及时建立并不断完善。

发展之路