

日本债务可持续性令人忧

张莱楠

IMF在最新的《日本可持续发展报告》中警告称,市场对财政可持续性的担忧可能引发日本政府债券收益率“突然飙升”,这可能会迅速令债务不可持续,并撼动全球经济,日本债务前景可能因为欧债危机以及全球金融紧张局势而加速恶化。

217%、232%、277%,这是日本在2009年、2012年以及2016年其公共债务相对于其名义GDP的占比,日本这个原本全球第二大经济体正在债务重压下逐渐下沉。

横向比较看,无论是债务总额与GDP之比、财政赤字与GDP之比,还是国债依存度,目前日本都是世界发达国家中最严重的国家之一。日本的债务总额与GDP之比1999年超过意大利,在发达国家中最高。此后持续恶化,恶化程度在发达国家中也是第一,标普会不会把降级的矛头再次指向日本?

日本财务省和日本银行资金循环统计表明,截至去年12月底,包括国债、

借款和政府短期证券在内的日本国家债务总额共计919.15万亿日元,创历史新高纪录,达到GDP的两倍。以人口计算,平均每个日本人负担721.6万亿日元。国际货币基金组织预计,如果加上地方政府债务,到2011财年,日本国家债务总额将达到997万亿日元,债务总水平可能会达到当年国内生产总值的227.5%。

更为严峻的是,日本在依赖发债的赤字财政中越陷越深,在过去20多年里,日本国债平均每年以40万亿日元的速度增长。财政支出进一步扩大,但税收缺口却越来越大。在2011财年(2011年4月至2012年3月)预算案中,日本政府确定财政预算为92.4万亿日元,成为迄今为止日本最高的国家预算。预计新年度财政收支约为40.9万亿日元,比2010财年增加约3.5万亿日元收入。但与此同时,新发国债规模达44.3万亿日元,继2010年之后,在为公共支出的融资中,再次超过税收。日本长期靠“发新债补旧债”,不仅让债务越滚越大,也让国债总额和国

债依存度屡创新高,截至2010年底,日本国债余额已达到753.8万亿日元。

不过,日本面对如此庞大的债务压力,依然可以有一定的缓冲:一是日本是世界最大债权国和第二大外汇储备国。数据显示,2008年底日本对外总资产余额为519.2万亿日元,连续18年为全球最大对外债权国。日本为全球第二大外汇储备国,2010年末,外汇储备余额达到1.049万亿美元,其中持有的外国有价证券、外汇存款和黄金储备分别为10205.91亿美元、137.1亿美元和326.5亿美元。此外,截至2010年底,包括商品和服务贸易、所得税支等在内的经常项目收支顺差达17.1万亿日元,形成债务缓冲。

二是债务结构的特殊性。日本主权债务具有内部消化的特点,日本国内剩余资金规模依旧庞大,国债的93%都是国内金融机构和个人投资者持有的,日本拥有近12万亿美元的国民储蓄和1400多万亿日元个人金融资产,债务融资能力较强。

三是相对于其他高债务风险国家日本债务负担较轻。日本央行通过购买日本国债的“量化宽松”政策为日本政府债务融资,推行赤字财政需要长期维持低利率水平,与其他国家相比日本国债收益率低使债务负担较轻。

尽管短期内,日本尚有“喘息”机会,但内外紧张形势可能使日本债务状况面临极大的不确定性,并不排除债务恶化加速到来的可能性。

根据日本内阁府发表的《中长期经

济财政测算》报告,如果不进行税制改革,实施财政调整计划,到2020财年,日本国家和地方的基础财政收支将出现23.2万亿日元赤字,国家和地方的债务总额将增加到1238万亿日元。

从债务可持续性的角度看,尽管日本10年期国债收益很低,但是在越来越大的基数和复利影响下,2008年度日本政府国债还本付息为9.3万亿日元。2011年国债还本付息支出达到了21.5万亿日元,日本政府债务负担越来越重。此外,欧债危机和日元升值使长期低迷的日本经济更加疲弱,个人资产增长乏力,日本国民储蓄率已从1998年的10.5%下降到目前的3%左右,IMF预计几年之内日本储蓄率由正转负的趋势不可避免,资本与负债的缺口会越来越大,靠国民储蓄支撑债务模式难以维系。

而更重要的是,现在欧债危机风声鹤唳,德国国债已经承受重压,一个债务占GDP高达两倍的日本债券必定也不是安全资产。脆弱的市场对日本财政可持续性的担忧可能会导致日本国债风险溢价突然飙升,由于日本私人净国际投资金额已经增至1.5万亿美元,一旦日本国债收益率激增导致的资本损失可能将促使市场参与者将对外头寸快速去杠杆化,从而引发新一轮资本回撤,而全球金融市场将不可避免地面临大的动荡。

(作者系国家信息中心预测部副研究员)

公路部门“哭穷”意在收费?

晏扬

交通运输部新闻发言人何建中日前表示,截至11月11日,除西藏外,全国30个省份收费公路累计债务余额近2.3万亿元,河北、河南、浙江、广东、山东、江苏等8省份债务均超过千亿元,而全国收费公路去年收费总额为2859.46亿元。

随着收费公路专项清理工作逐步深入,公路负债问题暴露出来并引起舆论热议,有人借此反思“贷款修路、收费还贷”模式,有人批评一些地方收费用于还贷的比例太低,公路收费变成了“养路费”。而笔者担心的是,公路负债问题一再被渲染,是不是某种意味深长的政策“吹风”?换言之,公路负债累累会不会成为专项清理工作的一大阻碍,甚至成为公路收费标准和年限不降反升的理由?

我们不要被公路负债问题遮蔽双眼,专项清理工作不能为公路债务所干扰。首先应该认识到,近十几年来各地的公路建设,尤其是高速公路建设迅猛发展,在“贷款修路”模式下,公路暂时负债经营是很正常的现象,不必惊讶和过分担忧。以欠债较多的江苏省为例,虽然累计债务余额高达1338亿元,但全省收费公路每年进账也高达234亿元,债务并非不可承受之重。从全国情况看,累计债务余额近2.3万亿元,一年收费2859.46亿元,如果收费绝大部分用于还贷,则十多年后债务即可清偿,现今收费公路应全部免费。

其次,很多省份公路收费用于还贷的比例只有六七成,有的不足50%,明显偏低,还贷速度还有很大提升空间,其前提是压缩公路经营方的运营成本,力避公路收费变成“养路费”。

以北京市为例,该市2010年收取公路通行费近60亿元,只有20.66亿元用于还贷,占比不足34.6%,请问其他收费都干什么用了?实际上,公路管理部门机构臃肿、人员收入和运营管理费用过高等问题是全国通病,这在全国审计署的审计报告早有明证,比如“山西省运城市长津路公路收费管理人员编制27人,实有156人”,这种情况若不改变,再多收费也填不满这个无底洞。

值得注意的是,“负债严重”只是一个总体情况,其实有的已经还清贷款却在收费,有的收费标准不合规定,有的已经达到或超过收费年限,我们不能被“总体情况”所迷惑。

债务并不能成为公路违规收费、超期收费的理由,公众对清理工作所寄予的期望,无非是纠正违规收费、降低不合理收费、取消超期收费,专项清理工作切不可因有人“哭穷”而缩手缩脚,致使清理工作虎头蛇尾,失信于民。畸高的公路收费已经成为阻塞物流、推高物价、蚕食百姓利益、阻碍经济发展的“罪魁祸首”,收费公路专项清理工作绝不可虎头蛇尾。当然,从根本上看,随着政府财力不断增强,加大对公路建设的投入,逐步摆脱对“贷款修路”和“招商修路”的依赖,是一个值得研究的问题。

那些不靠谱的事

中国上市公司舆情中心

如果以较真的态度,去回顾上周的热门财经经典事件,会发现有好几桩不怎么靠谱的事。有些事、有些话太不靠谱,让舆论为之哗然。

不靠谱的保荐书。上周媒体曝光,同为姚记扑克与透明光学的保荐人海通证券在保荐书中大摆乌龙,两份保荐书的结论部分竟然一字不差。据报道,该券商事后承认相关工作人员采取了“人工查找后修改”的方式,而不是选择文档“全选替换”,“导致有一处姚记扑克没被发现”。理应承担起严格保荐责任的专业人士,出了这么不靠谱的问题,最后归咎于Word使用不熟练,难以获得谅解。财经评论人叶檀认为:“透明光学乌龙,于细节处显示中国严厉监管体制,已被嘲笑得体无完肤”;中国上市公司舆情中心每日舆情文章将股东的切身利益比做“小悦悦”,质疑长长的审核流程链条上为何没有一个人站出来阻止错误的发生;兴业创新资本执行董事张小龙在微博上直言海通相关投行小组“不负责任”,“承人重托,岂可造次?”

不能辜负别人的信任,更不能丢公司的脸。”

不靠谱的药价。央视《每周质量报告》发现一些治疗肺炎、胃炎和止痛的常用药,从出厂到医院零售的中间利润极其巨大。从医药代表、医药公司到医院和医生,在层层中间环节之后,消费者不得不面对高昂的药价。对此国务院医改办的有关负责人做了回应,称这种巨大差异与各地推行基本药物采购工作的进程快慢有关,并在回应中也总结了药品价格高的五点原因。药品价格虚高,已被公众舆论诟病许久,问题的根源似乎尽人皆知,但相关机制改革的推进程度却不尽如人意。正如《光明日报》评论文章:“国内的药价虚高,难道难以治理了吗?当然不是。治理这种乱象,非不能也,是不为也。药价何时能靠谱点?要让老百姓不再承受不应有的高价,需要相关部门拿出勇气和智慧,去动一动这块存在已久的中间蛋糕。”

不靠谱的“概念股”。美国上市的中国概念股近段时间频频遭受海外做空机构的“死亡之吻”。香橼质疑奇虎360尚未平息,上周浑水又将矛头对准分众传媒,发布研究报告给予分众传

媒股票“强烈卖出”的评级,一时亦引发连番论战。具体个案暂且不论,但近年来中国概念股问题不断,海外投资者对中国概念股逐渐形成“不靠谱”的印象,也难怪做空机构频频出手。确实,若上市公司失去了投资者的信任,足以动摇公司存续根基。鉴于此,财新传媒主编王烁支招中国概念股,认为首要还是把内功练好:“第一不做假账,第二学会做空。不做假账,无惧浑水,要是来了,有来无回;如果做假,浑水来了,死得其所,又有何怨?”

不靠谱的键盘。中石油新疆油田公司近日就下属物资供应总公司的“蒙车门”事件向社会发布调查报告,但其回应继续遭到质疑。有网友指出,该调查报告称大众途锐3.2V6购于2001年2月,但此车2003年才引进中国。对此中石油新疆油田公司宣传部相关负责人再次回应:“这是自己的失误,实际上是2005年2月买的,键盘上1和5离得很近,不小心打错了”。本来在新疆地区工

作,购买越野车有其实际需要,可能也就是一个超标的问;又比如,说是打错字也罢了,可是为啥要说键盘上1和5靠得很近这番“不靠谱”的话呢?网民的批评亦再度高涨。最新的段子已经出来了,“1和5离得很近的,不管你信不信,反正我是不信。”

说的话“不靠谱”,公众不会接受;价格“不靠谱”,会累积与消费者的矛盾;做的事“不靠谱”,伤害的是公司乃至行业的声誉;公司整体运作被认为“不靠谱”,就得不到投资者的支持,还可能引来做空者的“猎杀”。“不靠谱”背后折射的是主体正在遭受信任危机。倘若任由“不靠谱”蔓延,甚至采取错误应对措施,加剧在人们心目中的“不靠谱”形象,那这种伤害可能是致命的。如何避免在公众心目中形成“不靠谱”印象?首先自己做事就得靠谱,如果遇到舆论批评,也唯有靠着诚恳、及时的沟通。诚实守信,实事求是,自然靠谱。

(快笔:曲强)

规范高管减持不能在“锁定期”上打转

李季先

统计数据表明,从年初至今,已经有上市公司高管2096人次累计减持套现资金接近100亿元,其中仅创业板上市公司乐普医疗高管蒲忠杰一人套现的金额就有3.73亿元。

上市公司高管,特别是业绩变脸公司的高管在A股市场上的巨额套现,刺激人们神经,备受争议,市场上要求规范高管减持、打击违规减持的声音一直不绝于耳。

客观地说,合法合规的上市公司高管减持是一种纯粹市场行为,有利于兑现公司对相关高管的激励承诺,间接提高上市公司效率,对于这种减持行为投资者应抱以宽容。如果该公司业绩还能大致稳定、未出现变脸,那么投资者在某种程度上还应致以敬意,显然这种情况的高管减持不在本文讨论之列。对于违规减持或业绩变脸公司高管的减持行为,由于这部分减持行为要么违法违规、要么存在业绩变脸下的背德减持情形,则有必要从法律加以规范,从制度上予以根治。

从监管实践看,规范高管减持的制度着力点侧重于从锁定期、限售、分比例解禁等方面,其目的主要是为了避免对二级市场造成冲击。例如,上市公司高管在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有该股份总数的25%,上市公司高管在买入股份后,所持股份在6个月内不能减持,在离职后半年内也不能减持等规定。而对作为制约高管减持行为的“制度抓手”的信息披露规则,则规定得比较粗疏或无市规定,例如,高管减持达到上市公司股份的1%才须公告,这种粗疏的法规环境,为私下兜售并精准实现减持提供了制度契机,这是当下高管违规减持的重要制度诱因。

笔者认为,如果不能从信息披露方面,加大监管力度,即使进一步加大股份锁定或限售力度,即使规定所持公司股份“一致锁定三年,限售期满后每年减持比例不超过10%”也于事无补,这是因为其减持所得收益与

其减持比例并不必然相关,股价高企时利用不对称的信息优势进行精准减持,才是高管获利的硬道理,也是问题的关键所在。因为在股价高企时可以通过减持少量股份获得“失利”,而利用职位“信息优势”进行精准减持,也是投资者最愤慨的地方。

在证券市场这个“信息为王”的市场,机会平等是最重要的。相较于上市公司高管的信息优势,中小投资者属于天然信息劣势,如果不对高管减持信息披露进行制度优化,放任高管滥用信息优势,那么中小投资者将很难避免沦为“庞氏骗局”中最后接棒者的结局。因此规范上市公司高管减持尽管千头万绪、涉及面复杂,但只要不过分迷信锁定期限制,跳出“锁定期”的制度窠臼,从信息披露入手完善制度,再辅之以其他制度如高管内幕交易推定、岗位人格否认等违规减持的严厉峻法,就一定可以在既有减持规定不“大动干戈”的情况下对高管减持进行规范,从而既发挥上市前(PRE-IPO)股份激励制度的正面作用,又最大限度减少公司背德行为。

具体到监管规则,为了应对当下上市公司董事、监事及高级管理人员在套现过程中屡屡被质疑涉嫌内幕交易等严重侵害投资者利益的情形,我们建议,可在未来的拟上市公司高管“承诺函”或沪深交易所《上市规则》中规定:公司董、监、高任期内或辞职减持套现的,不管比例多少(不再以1%为限)均应提前1个月公告减持决定,公告期满后后方可在公告所列的减持期间内在二级市场出售其解禁股份,或公告废止该减持决定;上市公司高管减持后三个月内业绩出现大幅下滑(如30%以上)的,相关上市公司及高级管理人员应于相关财务报表披露时,同时发布相关减持交易不涉内幕交易的澄清公告,澄清公告最后应载明相关高管如果被认定涉内幕交易所应承担民事责任的负担方式,如对投资者损失的民事连带责任等。相信这样的信息披露制度,一可以为投资者投资提供参考,二可以为将来发生争议时或有相关部门进行相关监管时提供重要依据。

(作者系万商天勤律师事务所合伙人)

疯狂的辞职套现 急需法规遏制

李允峰

据媒体报道,9月6日,雅本化学在深交所上市,9月14日,公司董事、实际控制人之一的汪新芽辞去公司董事职务。从公司上市到这位高管离职,仅仅过去6个交易日。而丰林集团9月29日在上交所上市,10月11日,财务总监全强立即递交辞呈,距离公司上市只有3个交易日。数据还显示,今年以来有大量的高管进行减持套现,累计套现超百亿元,平均每名股东套现1349万元。

上市公司高管“闪电辞职”充满讽刺性,公司刚上市实际控制人和财务总监就不看好公司未来,这让投资者情何以堪?但这些高管的做法却并不违反法律法规,面对只要辞职就可以尽快兑现的动辄上千万的巨额财富,抵挡这种诱惑显然很困难。

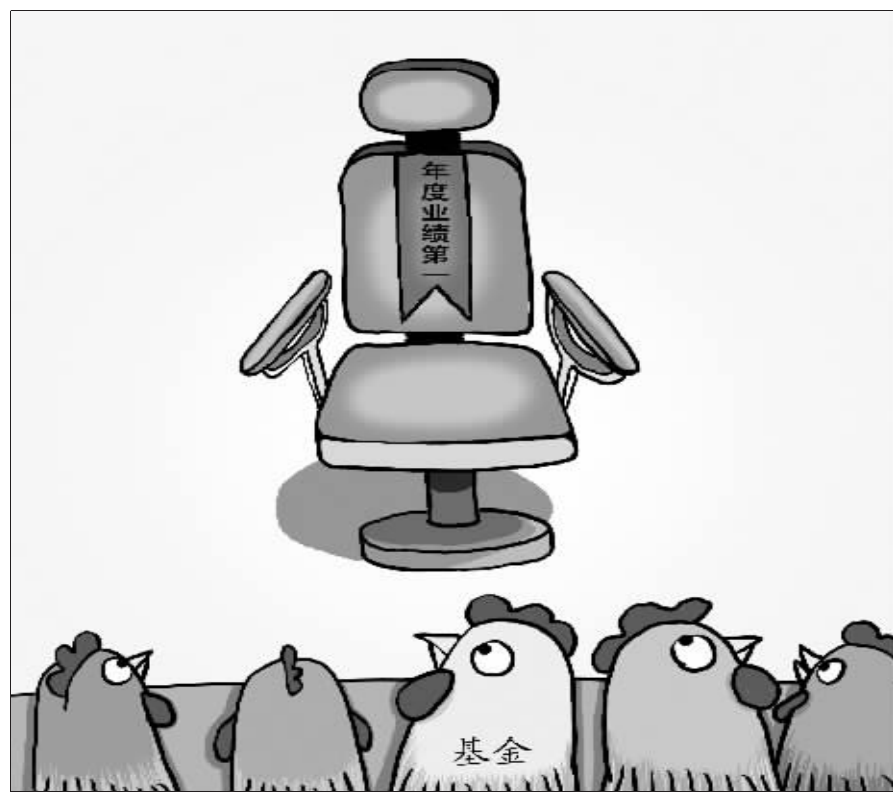
目前约束上市公司高管减持股份的法律只有《公司法》和《证券法》,这些“闪辞”高管的做法就是钻两个法律的空子,只要辞职,就可以尽快卖出手中的

股份。如果不辞职,由于限售股至少要等一年到三年才能分批套出。而监管方面对“闪辞”措施有限,也加剧了这种状况。当然,除缺少法律制度约束外,国内市场估值太高也是减持成风的原因。如今在创业板和中小板上市的公司,发行市盈率已经达到30到40倍,上市之后还要获得更高的溢价,巨大的利润空间是造成上市公司高管疯狂减持的主要动力。

面对疯狂的“闪辞”和减持,管理层首先要做的就是堵塞法律漏洞。比如修改《公司法》,规定从上市公司辞职的高管每年转让的股票数额不能超过其持有总量的10%,或者离职后一年内不允许股份转让与出售。至于不少上市公司高管从公司辞职后到另外一家上市公司继续担任高管的行为也应该从法律上进行约束与规范。

其次,笔者建议对限售股减持征收“资本利得税”,尽管这是有争议的政策建议。毕竟上市公司高管们取得的股份成本非常低廉,有的甚至只有1元的成本,而二级市场流通股的发行价格通常都是10倍以上的市盈率,如此大的差价,征收“资本利得税”合情合理。

焦点评论



又迎年度排名战,基金角逐成绩单。不拼谁家赚得多,就盼对手亏得惨。这边利已演拉升,那头损人搞砸盘。不要里子要面子,金玉其外也荒诞。

郑晓波/漫画 孙勇/诗