

# 当务之急是完善制度依法治市而非救市

当前股价集体持续下跌是非理性的。如果没有外力，市场就会受无形之手的影响，延续自身的非理性下跌。对此，目前市场需要的不是政策救市，而是完善制度，从根本上解决投资者保护问题，从制度上促进股市的健康发展。观察美国证券法对大股东减持的相关规定及保护投资者利益的措施，对于当前面临大小非考验的中国股市有很大的参考意义。

◎仇彦英

## 完善制度建设有助于平抑非理性下跌

近期，对A股市场是不是在非理性下跌、政府是不是应该救市的争论多了起来。这看似是两个问题，其实实是一个问题。只有解决了第一个问题，才可以谈救不救市的问题。

如果目前我们的经济仍处于较为健康的发展周期，上市公司质量持续提升的预期没有发生改变，股价处于持续的下跌就是非理性的。如果没有外力，也就是政策的有形之手，来改变市场的基本预期，市场就会受无形之手的影响，延续自身的轨道，进入更大幅度的非理性下跌通道。所以，我们看到，各国毫无例外都十分重视有形之手对市场的干预。

美国是非常注重通过“有形之手”干预股市的。当本次次贷危机引起了金融危机时，伯南克采取了持续降息措施，白宫也积极进行减税，以此来减缓次贷危机的蔓延与影响。于是，作为次贷危机的策源地，道琼斯指数在近6个月内跌幅不到10%，但远在大洋彼岸的上证指数下跌却超过了40%。在这两种走势面前，我们还用争辩哪个股市的表现更理性吗？

对美国经济陷入衰退的担忧并没有将美国股市拖入熊市。相反，目前我国的经济增长依然良好，虽然有各种负面因素，如增速可能减缓和通胀形势严峻等，但这比美国经济的现实更严峻吗？因此，肯定是我们股市出了问题，而这种问题只能靠政府来解决，那么有形之手会出手吗？

抛开其它因素，当前市场最大的担忧在于大小非对市场的冲击，在于再融资的压力，在于印花税的交易成本。这些因素是由制度产生的，抑或是由非理性的投资者带给市场的？如果是制度的结果，制度就应该通过不断完善来改变不合理的现象。

我们认为，去年过度投机带来的非理性价格泡沫已经通过连续的下跌得到了较为充分的消化，现在到了为政府应该完善自己的制度时候了，包括对大小非的进一步规范、对印花税的调整、对再融资的合理安排等。

## 美国对大股东减持规定对“大小非减持”的启示

在此，我们可以透过观察美国证券法对大股东减持的相关规定及保护投资者利益的措施，对于当前面临大小非考验的中国股市有很大的参考意义，当然对监管机构重新审视这一问题也会有很大的启发性。

美国政府在1929年大股灾之后痛定思痛，建立了各种保护公众投资者的法律和规则。其中，《1933年美国证券法》的《144号条例》实行《44号条例》的主要影响，是使上市公司超过10%的大股东、公司高级管理层

和董事等关联方以及从关联方中获得股票的人，在卖出股票时必须遵守严格的慢走和披露程序，而这类股票属于“限制性证券”。如果你从公司关联方中获得了限制性证券，并想向公众出售限制性或有控制权的证券，就需要符合条例144列出的条件。

有关条例144的五个条件概述如下：

(一)锁定期。在你可以向市场出售限制性证券之前，你必须至少持有这些证券一年。在1997年之前是两年，这一年的锁定期开始于购买这些证券并足额付清的时候。锁定期仅适用于限制性证券。

(二)试点上市公司的非流通股股东，通过证券交易所挂牌交易出售的股份数量，达到该公司股份总数的10%以上的主要股东，谁愿意为了相当于总股本1%股票的利益，而使剩余的绝大多数股票丧失信用”的风险呢？

其次，由于创业的大股东经常是20%-30%以上的大股东，40%以上的大股东也有，这导致大股东出卖股票的时间延续很长并且保持均匀速度。

这迫使大股东必须为了维持股票长期良好表现的目的，做好公司长期持续经营的计划。所有的管理层薪酬计划便由此而精心设计。

那么，这样的分步上市流通承诺意味着什么：首先，意味着上市公司原非流通股股东在全流通改革后第二年中任何一天，都可以抛出占总股本5%的股票。也可以在第二年中不抛，在第三年中任何一天，一齐抛出占总股本10%的股票。由于根据该《通知》的规定，非流通股股东通过证券交易所挂牌交易出售的股份数量达到占总股本1%，应当在出售之日起两个工作日内做出公告，公告期间无需停止出售股份。这样，大股东就可以在两天之内，或言在市场还不知所以之前，抛出这10%的股票。

(三)交易量规则。一年锁定期之后，每三个月可以出售的股份数额不能超过同类已发行股份的1%或四周内平均交易量(如果这一股票在某一交易所或Nasdaq交易)的较大者，且必须事先填写售出通知表格144。

在这样的分步上市流通承诺之下，无论什么样的股改对价，都成了大股东(或者非流通股股东)引诱流通股东的一块唐僧肉。从现在来看，很多流通股股东在股改中是吃了肉，但如果吃完肉后没有走人，这两年就是还账的时候，这也是股市下跌的另一种解释。

(四)普通的经纪交易。此类出售必须在各方面都看作是常规的交易行为，不能做广告，经纪人不能收取高于正常水平的佣金。卖方或经纪人都不能引诱买方购买这些证券。

(五)填写通知并上交给SEC。在你下买单的时候，如果三个月内的交易量大于500股或总交易额大于\$10,000就必须填写一份通知——表格144并上交给SEC。在表格上交后的三个月内必须完成售出交易，如果有完成则必须填写一份修改通知。

如果你不是发行人的关联方且已持有限制性证券两年以上，就可以不考虑以上条件而无限制的出售了。

而公司的关联方(上市公司的超过10%的大股东，公司的高级管理层，董事等)则需要在任何时候都永久性地遵守以上出售条件。

同样，我们可以比较一下中国证监会于4月29日发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》中第五条对于限售股流通的相关规定。试点上市公司的非流通股股东，通过证券交易所挂牌交易出售获

得流通权的股份，应当做出分步上市流通承诺并履行相关信息披露义务。

(一)试点上市公司的非流通股股东应当承诺，其持有的非流通股股份自获得上市流通权之日起，至少在十二个月内不上市交易或者转让。

(二)持有试点上市公司股份总数百分之五以上的非流通股股东应当承诺，在前项承诺期满后，通过证券交易所挂牌交易出售股份，出售数量占该公司股份总数的比例在十二个月内不超过百分之五，在二十四个月内不超过百分之十。

(三)试点上市公司的非流通股股东，通过证券交易所挂牌交易出售的股份数量，达到该公司股份总数的10%以上的主要股东，谁愿意为了相当于总股本1%股票的利益，而使剩余的绝大多数股票丧失信用”的风险呢？

其次，由于创业的大股东经常是20%-30%以上的大股东，40%以上的大股东也有，这导致大股东出卖股票的时间延续很长并且保持均匀速度。

这迫使大股东必须为了维持股票长期良好表现的目的，做好公司长期持续经营的计划。所有的管理层薪酬计划便由此而精心设计。

那么，这样的分步上市流通承诺意味着什么：首先，意味着上市公司原非流通股股东在全流通改革后第二年中任何一天，都可以抛出占总股本5%的股票。也可以在第二年中不抛，在第三年中任何一天，一齐抛出占总股本10%的股票。由于根据该《通知》的规定，非流通股股东通过证券交易所挂牌交易出售的股份数量达到占总股本1%，应当在出售之日起两个工作日内做出公告，公告期间无需停止出售股份。

这样，大股东就可以在两天之内，或言在市场还不知所以之前，抛出这10%的股票。

(二)足够的最新信息。在出售之前，必须有足够的关于证券发行方的最新信息。这通常意味着发行方根据《1934年证券交易法》的要求编写定期财务报表。

(三)交易量规则。一年锁定期之后，每三个月可以出售的股份数额不能超过同类已发行股份的1%或四周内平均交易量(如果这一股票在某一交易所或Nasdaq交易)的较大者，且必须事先填写售出通知表格144。

在这样的分步上市流通承诺之下，无论什么样的股改对价，都成了大股东(或者非流通股股东)引诱流通股东的一块唐僧肉。从现在来看，很多流通股股东在股改中是吃了肉，但如果吃完肉后没有走人，这两年就是还账的时候，这也是股市下跌的另一种解释。

(四)普通的经纪交易。此类出售必须在各方面都看作是常规的交易行为，不能做广告，经纪人不能收取高于正常水平的佣金。卖方或经纪人都不能引诱买方购买这些证券。

(五)填写通知并上交给SEC。在你下买单的时候，如果三个月内的交易量大于500股或总交易额大于\$10,000就必须填写一份通知——表格144并上交给SEC。在表格上交后的三个月内必须完成售出交易，如果有完成则必须填写一份修改通知。

如果你不是发行人的关联方且已持有限制性证券两年以上，就可以不考虑以上条件而无限制的出售了。

而公司的关联方(上市公司的超过10%的大股东，公司的高级管理层，董事等)则需要在任何时候都永久性地遵守以上出售条件。

同样，我们可以比较一下中国证监会于4月29日发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》中第五条对于限售股流通的相关规定。试点上市公司的非流通股股东，通过证券交易所挂牌交易出售获

得流通权的股份，应当做出分步上市流通承诺并履行相关信息披露义务。

(一)试点上市公司的非流通股股东应当承诺，其持有的非流通股股份自获得上市流通权之日起，至少在十二个月内不上市交易或者转让。

(二)持有试点上市公司股份总数百分之五以上的非流通股股东应当承诺，在前项承诺期满后，通过证券交易所挂牌交易出售股份，出售数量占该公司股份总数的比例在十二个月内不超过百分之五，在二十四个月内不超过百分之十。

(三)试点上市公司的非流通股股东，通过证券交易所挂牌交易出售的股份数量，达到该公司股份总数的10%以上的主要股东，谁愿意为了相当于总股本1%股票的利益，而使剩余的绝大多数股票丧失信用”的风险呢？

其次，由于创业的大股东经常是20%-30%以上的大股东，40%以上的大股东也有，这导致大股东出卖股票的时间延续很长并且保持均匀速度。

这迫使大股东必须为了维持股票长期良好表现的目的，做好公司长期持续经营的计划。所有的管理层薪酬计划便由此而精心设计。

那么，这样的分步上市流通承诺意味着什么：首先，意味着上市公司原非流通股股东在全流通改革后第二年中任何一天，都可以抛出占总股本5%的股票。也可以在第二年中不抛，在第三年中任何一天，一齐抛出占总股本10%的股票。由于根据该《通知》的规定，非流通股股东通过证券交易所挂牌交易出售的股份数量达到占总股本1%，应当在出售之日起两个工作日内做出公告，公告期间无需停止出售股份。

这样，大股东就可以在两天之内，或言在市场还不知所以之前，抛出这10%的股票。

(二)足够的最新信息。在出售之前，必须有足够的关于证券发行方的最新信息。这通常意味着发行方根据《1934年证券交易法》的要求编写定期财务报表。

(三)交易量规则。一年锁定期之后，每三个月可以出售的股份数额不能超过同类已发行股份的1%或四周内平均交易量(如果这一股票在某一交易所或Nasdaq交易)的较大者，且必须事先填写售出通知表格144。

在这样的分步上市流通承诺之下，无论什么样的股改对价，都成了大股东(或者非流通股股东)引诱流通股东的一块唐僧肉。从现在来看，很多流通股股东在股改中是吃了肉，但如果吃完肉后没有走人，这两年就是还账的时候，这也是股市下跌的另一种解释。

(四)普通的经纪交易。此类出售必须在各方面都看作是常规的交易行为，不能做广告，经纪人不能收取高于正常水平的佣金。卖方或经纪人都不能引诱买方购买这些证券。

(五)填写通知并上交给SEC。在你下买单的时候，如果三个月内的交易量大于500股或总交易额大于\$10,000就必须填写一份通知——表格144并上交给SEC。在表格上交后的三个月内必须完成售出交易，如果有完成则必须填写一份修改通知。

如果你不是发行人的关联方且已持有限制性证券两年以上，就可以不考虑以上条件而无限制的出售了。

而公司的关联方(上市公司的超过10%的大股东，公司的高级管理层，董事等)则需要在任何时候都永久性地遵守以上出售条件。

同样，我们可以比较一下中国证监会于4月29日发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》中第五条对于限售股流通的相关规定。试点上市公司的非流通股股东，通过证券交易所挂牌交易出售获

## 印花税有向合理水平调整要求

印花税不要调整，正常状态下不涉及到救市的问题，纯粹是交易制度合不合理的问题，是我们的交易市场有没有为投资者提供公平、合理的交易制度的问题。然而，目前交易印花税以成为政策调控股市的工具之一。

首先，大股东在每个季度不能抛出超过总股本1%的股票和四周内平均周交易量。如果这一股票在某一交易所或Nasdaq交易的较大者，而不是像我们在一年内任意一天都可抛出5%。因此，大股东就失去了短期内操纵股票的动力。作为10%以上的股东，谁愿意为了相当于总股本1%股票的利益，而使剩余的绝大多数股票丧失信用”的风险呢？

其次，由于创业的大股东经常是20%-30%以上的大股东，40%以上的大股东也有，这导致大股东出卖股票的时间延续很长并且保持均匀速度。

这迫使大股东必须为了维持股票长期良好表现的目的，做好公司长期持续经营的计划。所有的管理层薪酬计划便由此而精心设计。

那么，这样的分步上市流通承诺意味着什么：首先，意味着上市公司原非流通股股东在全流通改革后第二年中任何一天，都可以抛出占总股本5%的股票。也可以在第二年中不抛，在第三年中任何一天，一齐抛出占总股本10%的股票。由于根据该《通知》的规定，非流通股股东通过证券交易所挂牌交易出售的股份数量达到占总股本1%，应当在出售之日起两个工作日内做出公告，公告期间无需停止出售股份。

这样，大股东就可以在两天之内，或言在市场还不知所以之前，抛出这10%的股票。

(二)足够的最新信息。在出售之前，必须有足够的关于证券发行方的最新信息。这通常意味着发行方根据《1934年证券交易法》的要求编写定期财务报表。

(三)交易量规则。一年锁定期之后，每三个月可以出售的股份数额不能超过同类已发行股份的1%或四周内平均交易量(如果这一股票在某一交易所或Nasdaq交易)的较大者，且必须事先填写售出通知表格144。

在这样的分步上市流通承诺之下，无论什么样的股改对价，都成了大股东(或者非流通股股东)引诱流通股东的一块唐僧肉。从现在来看，很多流通股股东在股改中是吃了肉，但如果吃完肉后没有走人，这两年就是还账的时候，这也是股市下跌的另一种解释。

(四)普通的经纪交易。此类出售必须在各方面都看作是常规的交易行为，不能做广告，经纪人不能收取高于正常水平的佣金。卖方或经纪人都不能引诱买方购买这些证券。

(五)填写通知并上交给SEC。在你下买单的时候，如果三个月内的交易量大于500股或总交易额大于\$10,000就必须填写一份通知——表格144并上交给SEC。在表格上交后的三个月内必须完成售出交易，如果有完成则必须填写一份修改通知。

如果你不是发行人的关联方且已持有限制性证券两年以上，就可以不考虑以上条件而无限制的出售了。

而公司的关联方(上市公司的超过10%的大股东，公司的高级管理层，董事等)则需要在任何时候都永久性地遵守以上出售条件。

同样，我们可以比较一下中国证监会于4月29日发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》中第五条对于限售股流通的相关规定。试点上市公司的非流通股股东，通过证券交易所挂牌交易出售获

## ■今日看板——中国股市十问

### “估值”何以成为操弄股市的工具

◎亚夫

“估值”一词，大家都很耳熟。这两天，其调子似乎又有点转了。

然而，正是这个扮演着讲科学、讲客观，崇尚理性投资的“估值”，在本轮超过40%的宽幅振荡中，让多少投资者吃足了苦头，领教了它的厉害，并成为助涨助跌的重要工具之一。

是“估值”方法出了问题？还是“估值”机构或某些分析师出了问题？这里暂且不去探讨哪些个案，某些机构、分析师的具体作为，只要看一看去年那些大蓝筹上市时的估值介绍，乃至登陆二级市场时的各类推介活动，以及上市后特别是这半年多来的股价表现，就足以让投资人尝到了什么是“估值”的滋味。

除了微观层面，也就是对公司估值外，对宏观层面的分析，比如对市场的分析，也是如此。有心人如果拿一些投资策略报告、市场分析报告，对照着行情走势来看，除了与物理学家海森堡提出的“测不准”理论同名的结果外，更值得留意的是那些策略、建议的前提是什么，又在什么时间、什么走势下，更改了那些建议与条件的。

所有玄妙，尽在这里。

从投资者角度看，投资大致可分为价值投资与趋势投资两类。估值本来是价值投资的工具之一。而价值投资虽然也讲内外因的因素的变化，但它是有坚持的，决不是朝三暮四的事。现在，有相当一部分分析师的“估值”总是围着走势图转，看图说话，甚至成了趋势投资者的附庸。这实在是“估值”的悲哀，分析师的悲哀。

那么，“估值”何以像墙头草一样这么不靠谱呢？用海森堡的话说，科学并不必然导致高尚的人性，也不必然造福于人类。这真是一针见血。从这两年的情况看，有相当一部分“估值”一会儿忽悠人盲目入市，一会儿忽悠人“割肉”出局。这是在为谁服务？又在图谋什么？实际起了什么作用？只要看投资人的钱转到谁的手里就明白了。

不必看太远，就看这一轮行情。一些机构的分析人士在很短时间内，靠着“估值”以及其他组合方式的忽悠牟取暴利，甚至实现了自己一生的财务自由，可谓成果斐然。而这种忽悠，似乎也是一种成功的能力。只可惜，这种用理性、良心、良知换来的财富，用牺牲市场大多数人利益换来的财富，又有什光光彩呢？

对于“估值”，现在人们已不那么相信了，投资人犹豫起来、害怕起来。尤其对那种风派说法，更感到惶惑。到底怎么个估值法？谁来估值？凭什么估值？为谁估值？为什么估值？有没有行业规矩？有没有评价标准？有没有奖罚措施？这都是问题。

股市是投资场所，是利益博弈的战场。现在，在市场上似乎“免费的午餐”还是很多，各种“估值”推介，不遗余力。然而，在每一个每分钟都很计较的市场上，有这么便宜的事吗？有这么多的闲空为你服务吗？投资人不得不打上问号。

“估值”在本轮行情中的表现令人困惑，而更让人疑惑的是，现在新一轮“估值”似乎又开始了。算算时间，刚好是金融大鳄们布局下一轮棋局的开始，需要理由啊。对此，吃过苦头的人们怎么看呢？真不好说。但有两点，也许管用：一是看这些“估值”成果的发布时间点，二是看它的真实目的到底是什么。