

# 超越护盘：绿鞋机制的功能澄清及启示

陆华强

(上海海事大学法学院, 上海 201306)

**摘要：**注册制背景下，新股“破发”趋于常态化。绿鞋机制灵活调节证券发行规模以平顺股价，护航新股发行，但中国版绿鞋机制所蕴含的功能未止步于护盘。研究发现，行权状况下，新发行的股票交付于做出限售承诺的战略投资者，而非投放于二级市场；未行权状况下，承销商向战略投资者交付的股票来自于二级市场抛售股票的短线投资者；两种情况下，长线投资者持股比例均有提升。可见，除护盘外，中国版绿鞋机制还有优化持股结构的功能。针对中国版绿鞋机制正在释放的多维功能，需兴利除弊、辩证施治，包括：调整绿鞋机制披露时间，消除其对市场询价、理性报价的干扰；在推行市场化定价机制的同时应关注畸高定价，防止侵蚀公众投资者利益。

**关键词：**绿鞋机制；承销商行权；破发；长线投资者

**Abstract:** Under registration-based system, stocks are frequently traded below the offering prices. The green shoe mechanism is frequently used for the purpose of stabilizing listed companies' share prices in the capital market by flexibly adjusting the volume of outstanding shares. However, it appears that the function of Chinese version of green shoe mechanism is more than stabilization. The study found that under the exercise of rights, the newly issued shares were to be delivered to the strategic investors that made a commitment to restrict the sale instead of traded in the secondary market. In the situation that rights were not executed, the shares delivered by the underwriters to the strategic investors come from short-term investors who sell shares in the secondary market. In the above cases, the shareholding of long-term investors has increased. Besides stabilization, the Chinese version of green shoe mechanism can be treated as a trading mechanism for optimizing the shareholder structure. In consequence, during the reshaping process of China's initial public offering regime, the varied functions of green shoe mechanism shall be treated dialectically. The measures include: adjusting the disclosure time of the green shoe mechanism, in order to eliminate its disruption to market inquiries and rational quotations; paying more attention to abnormally high pricing to prevent damage to the interests of public investors while implementing the market-oriented pricing mechanism.

**Key words:** green shoe mechanism, underwriters' rights exercise, trade below the offering price, long-term investor

**作者简介：**陆华强，法学博士，上海海事大学法学院讲师，研究方向：证券法、经济法。

**中图分类号：**D912.287 **文献标识码：**A

## 一、引言

注册制实施3年多来，由于“破发”常态化，沪深北三市的拟上市公司出于护盘目的，积极引入绿鞋机制护航新股发行，累计已达61家。<sup>1</sup>绿鞋机制即超额配售选择权(over-allotment option)<sup>2</sup>，其如何能护盘托市？通说认为原因在于该机制能够缓和二级市场股票的供需不平衡。股价上涨意味着二级市场股票供不应求，承销商(underwriter)行使绿鞋期权增加二级市场的“新股供给数

量”并“抑制交易价格过高的行情”。<sup>3</sup>股价“破发”时，承销商在二级市场申报买入，增加需求以阻遏股价下行趋势。申言之，基于供求关系规律，绿鞋机制发挥了平抑股价与护盘的功能。但是，在中芯国际(股票代码：688981)上海科创板首发案例中，主承销商海通证券行权后，中国信息通信科技集团有限公司等战略投资者(以下简称战投)获得的新增股份属于限售股，需遵守12个月锁定期的规定。换言之，承销商行权并没有增加二级市场上流通的、可供出售的股票供给量。鉴此，何来行

使绿鞋期权增加供给、抑制股价一说？

学界对绿鞋机制的功能效用及其作用机理疑似存在误读，至少与中国证券发行实践产生了疏离。本文在镜鉴域外制度实践的基础上，结合中芯国际等案例，探究绿鞋机制的法律结构及其在A股市场所发挥的真实功能。笔者发现，中国版绿鞋机制不是在上市后，而是从上市前就开始消化二级市场需求，提前抑制股价上涨。在“破发”状态下，承销商在二级市场购入的股份多数情况下为短线投资者抛售的股份；而最终承接该等回购股份的是做出限售承诺、看好公司发展前景的战略投资者。<sup>4</sup>中国版绿鞋机制推动短线、长线投资者<sup>5</sup>之间的持股转换<sup>6</sup>，助益发行人以IPO为契机，实现持股结构的优化。质言之，中国版绿鞋机制所发挥的功能已经超越了护盘。中国版绿鞋机制的多维功能提示监管部门应辨证施治，兴其利、除其弊。具体而言，宜将承销商借绿鞋机制开展的操作视为新的市场变量，省思新股发行的询价、定价机制的合理性，确保证券发行的科学与公平。

## 二、本源逻辑：域外绿鞋机制的一般法律结构

美国是绿鞋机制的原产地。因此，结合美国资本市场的商业场景观察其法律结构不失为一种可行的研究方法。

### （一）绿鞋机制的一般法律结构

在美国证券市场，几乎所有的首发项目都采用了绿鞋机制。<sup>7</sup>本质上，绿鞋机制是镶嵌于首次公开发行项目中的一种特殊交易机制。在美国常见的全额包销(firm commitment)的IPO承销模式下，依循股票流动轨迹，相关市场参与者形成了如下发行关系格局：发行人(issuer)—承销商(underwriter)—投资者(investor)。不难看出，围绕IPO，发行人、承销商、投资者之间呈线性的“背靠背”格局，承销商对接上游发行人和下游投资者，处于证券发行的中间环节与关键节点。立基于《招股说明书》，承销协议(underwriting agreement)、承销团成员间协议(agreement among underwriters)、特定交易商协议(selected dealers agreement)<sup>8</sup>等一系列交易文件构成了承销商领衔的多方主体之间利益与风险安排的一般框架。这些交易文件共同决定着IPO项目中集体行动的基本轨迹。

#### 1. 两个基本步骤

从程序上看，以美国为代表的域外绿鞋机制的实施

分为两个步骤。

步骤一：配售环节。绿鞋机制事关IPO的发行规模，并影响投资人权益比例。从红鲱鱼招股说明书(red herring prospectus)到生效的招股说明书，发行人在招股书不同章节反复提及该等事宜。在推介、路演、询价的基础上，基于发行人授予的绿鞋期权，各承销团成员在既定发行规模115%的范围内按约定比例向其客户配售股票。Facebook案例中，公司原定发行规模为431,233,615股A类普通股。基于承销团33名成员各自的承销份额承诺，承销团实际配售量是该规模的115%，该等超过既定发行规模的股份称为超额股份(additional share)。上市前，该等超额配售的15%股票尚不存在，承销商的这种卖空配售(short sale)交易处于“履行不能”的状态。但是，由于该等股票额度能够为绿鞋期权所覆盖(因此被称为covered short sale)，仍不乏投资者愿以延期交付的方式参与超额配售。

步骤二：行权环节。上市后，承销商根据二级市场的股价表现决定是否行使绿鞋期权。如果股价上涨趋势明显，承销商行权后，发行人方面将最多增发15%的股票，承销商以该等新增股份向其客户进行交付。微软1986年上市即为此种情形。<sup>9</sup>如果股价“破发”，承销商以客户预缴的购股款在二级市场回购股票，并将回购所得股票向其客户进行交付。2012年Facebook上市交易不过四天，股价就从38美元的发行价下跌了15%。鉴于此，承销商选择不行权，而是在二级市场回购股票来实现对获配客户的股份给付。股票市场瞬息万变，如果因为价格快速回调，导致承销商实际回购股份数量未达到15%，承销商仍可通过行权要求发行人方面提供相应数量的股份，回购与增发所得股票共同用于向获配客户进行交付。

### 2. 两重法律关系

绿鞋机制实施过程中形成了两组法律关系。首先是发行阶段(上市前)的股份配售关系，即承销商与部分投资人之间附交付时间条件的股票买卖合同关系；其次是行权阶段(上市后)的关系，即承销商与发行人之间的期权合同关系。在逻辑关系上，两组法律关系前后衔接，形成以承销商为关键节点的线性格局。在数量关系上，两组关系中的配售(allotment)活动和行权(exercise option)活动在理论上是相互对应的，但实践中是相互分离的。承销团成员向各自客户超额配售股份累计有无超过既定的

15%规模，发行人无从知晓，SEC与交易所也在所不问。

**(二)一种衍生交易：裸卖空配售**

正常情况下，承销商的卖空配售肇启于绿鞋期权。IPO过程中承销商的常规卖空配售操作为绿鞋期权所覆盖，在域外称为被覆盖的卖空配售(covered short sale)。但是，发行人、承销商、投资者之间处于线性的“背靠背”发行承销关系，这使得期权合同与配售合同在股票数量、履行节奏方面无法一一对应，两者出现分离。这是因为在实践中，承销商出于自身利益驱动，常以安定(stabilization)<sup>10</sup>操作为由，在超额发售15%的基础上追加配售，从而形成不为绿鞋期权所覆盖的裸卖空配售(naked short sale)。<sup>11</sup>当二级市场股价“破发”时，承销商为满足裸卖空配售之需要而实施回购操作，这不但能抬升股价，而且会产生差价收益。在数量边界上，裸卖空配售操作冲破了绿鞋机制的大气层，不再受到绿鞋机制固有引力的牵制。借助这种漫游状态，承销商通常仅在招股书中简要提及，而就裸卖空数量几何、配售何人等具体事项则语焉不详。<sup>12</sup>上市后，承销商在二级市场的行权或回购操作，也不会总是规规矩矩、不越雷池。常见情况是，在“破发”情况下，承销商明明已经通过二级市场回购的方式回笼了部分股票，但为博取更多差价收益，其仍可能在价格回调后，全额行使绿鞋期权。<sup>13</sup>

当然，承销商的长袖善舞并非无所忌惮。裸卖空配售一不会影响发行人股本结构，造成股份稀释；二不会影响发行人与承销商之间的既定利益分配格局。而且，裸卖空配售及相关交易亦确实有安定操作、增加流动性等正面价值功效。在域外，这种绿鞋机制衍生而来的裸卖空操作，虽广受诟病，仍野蛮生长。

**(三)概念厘清：“绿鞋期权” vs. “绿鞋机制”**

在中国，“超额配售选择权”(over-allotment option)是绿鞋期权在技术层面的规范表达，始见于证监会2001年的官方文件。<sup>14</sup>但在中文语境下，不论是“超额配售选择权”还是“绿鞋期权”的中文表达，均易产生误读。申言之，“超额配售选择权”容易被理解为单指承销商就是否对投资者进行超额配售进行选择的权利。字面上看，这种选择权当属前述第一个步骤中是否超额配售的“选择权”。该“选择权”关乎是否启用绿鞋机制，由发行人与承销商协商决定，而非承销商独享。承销商真正独享的

“选择权”是绿鞋期权，即上市后的30日内是否增发股票的“选择权”。该“选择权”牵涉发行人持股结构，更值得各方关注。两种“选择权”的比较如表1所示。

表1中，“超额配售选择权”的表述强调了上文提到的第一重法律关系，而忽略了第二重法律关系。相应地，“绿鞋期权”即增发股票的选择权强调了第二重关系，而忽略了第一重关系，同样易引发误读。证券市场是公开市场，涉及不特定公众利益，信息披露的准确性亦是我国《证券法》的法定要求。从便利投资者价值判断与投资决策的角度看，两种“选择权”中，第二种“选择权”更加直接地影响着发行人的股本结构和每股收益，更需要特别强调。因此，针对域外绿鞋机制，相比“超额配售选择权”，“基于超额配售的增发选择权”的中文表达更为妥当：一来该表述涵盖了两种“选择权”，二来该表述凸显了第二种选择权，也更为准确，更加符合公众投资者对IPO信息披露的合理期待。而本文所采用的“绿鞋机制”则是与“基于超额配售的增发选择权”相对应的通俗表达。

**三、中国实践：绿鞋机制的本土化改造及其法律关系**

虽然中国证监会在2001年就发布了《超额配售选择权试点意见》，但绿鞋机制对首发股本规模上有较高的准入要求<sup>15</sup>，使该机制过去20年在A股市场的应用寥寥。随着注册制全面取代审核制，“持续经营能力”的标准取代“持续盈利能力”，沪深北三市的包容性明显增加。<sup>16</sup>发行人参差不齐，导致越来越多的新上市企业面临“破发”窘境。绿鞋机制由此枯木逢春，开始为A股市场所关注和应用。

**(一)中国版绿鞋机制的应用实践：中芯国际IPO案**

2020年7月3日(T-2日)中芯国际确定发行价格为27.46元/股，29家战略投资者获得战略配售。7月7日(T日)，中芯国际发行新股1,685,620,000股，同时向网上投资者超额发售252,843,000股(占初始发行量的15%)。就该等超额发售的股票，中芯国际并未即刻发行相对应的新股。事实

**表 1 超额配售选择权与绿鞋期权的比较**

	超额配售选择权	绿鞋期权
权利人	发行人、承销商	承销商
时间	配售环节(上市前)	行权环节(上市后)
影响	未直接影响股本结构	直接影响股本结构

上, 该等超额发售的股票来源于战投“借股”, 即来源于部分战投先期获配但尚未正式交付的股票。为此, 中国信息通信科技集团有限公司、国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司、上海集成电路产业基金股份有限公司、青岛聚源芯星股权投资合伙企业(有限合伙)四家战投与发行人、承销商签署了《附有生效条件的战略投资者股份认购协议》《递延交付战略投资者认购股份的协议》。

7月16日, 中芯国际上市首日收盘价82.92元, 较发行价上涨202%。此后一个月内, 每个交易日的收盘价都在70元以上。8月14日为“后市稳定期”的最后一日, 主承销商海通证券于该日全额行使绿鞋期权, 中芯国际额外发行252,843,000股, 占初始发行股票数量的15%, 发行人由此增加募集资金近70亿元。<sup>17</sup>8月18日, 增发的新股登记于四家战投的股票账户名下。根据约定, 上述股票自本次首发股票上市之日起锁定12个月。

## (二)中国版绿鞋机制中的法律关系

### 1.承销商角色: 并非交易当事人

与美式IPO的全额包销模式不同, A股市场上, 承销商多以余额包销方式承销股票。根据《证券法》规定, 这种包销方式要求承销商在承销期结束时将售后剩余证券全部自行购入。中芯国际案例中, 由于部分网上新股认购投资者放弃认购了490,907股, 占首发股票总数的0.03%。该等股票由海通证券全部购入, 动用的包销金额仅为13,480,306.22元。

除前述“余额”股票外, 其他占比达到99.97%的股票具体如何包销, 殊值关注。<sup>18</sup>以战略配售部分为例, 根据《证券发行与承销管理办法》第14条的规定, 战略配售合同由发行人与战略投资者签署。该合同处理的是发行人与战略投资者之间的股票买卖合同关系, 与承销商无涉。换言之, 在包销模式下, 海通证券并非战略配售合同的交易当事人。可见, 虽然全额包销、余额包销同属“包销”的承销模式, 但A股承销商与域外同行不同, 其并未成为股票配售、分销合同的交易当事人。事实上, 无论是从承销风险, 还是承销费率角度看, 负责余额包销的A股承销商之代销商角色日趋明显。<sup>19</sup>这是中国绿鞋机制运作的重要商业背景。

### 2.超额配售合同: 发行人与投资者之间的股份预售合同 超额配售合同并非法律概念, 而是对超出既定发行

规模而签署的配售合同的通俗表达。在美国全额包销模式下, 承销商是上游发行人与下游投资者的中间商, 与投资者签署各种配售合同。对于部分投资者, 承销商还与其约定交付期限为上市后30日内。该等配售合同的签署使实际配售额度超过了既定发行规模, 因此被视为超额配售合同。

在中国, 经承销商撮合, 配售合同由发行人与投资者签署。就超额配售部分的投资者而言, 中芯国际案例中, 虽然披露的超额配售投资者为“网上投资者”<sup>20</sup>, 但其股票来源于四家战投的调剂。不论是四家战投还是“网上投资者”, 均属于在同一次发行中获配的投资者, 都与发行人形成配售合同关系。无论四家战投还是“网上投资者”的申购和获配, 都导致实际配售额度超过了既定发行规模。从披露文件上看, “网上投资者”是超额配售的投资者(此种披露口径与维护投资者关系的需要不无关系)。但是, 从延期交付股票数量以及交付时间看, 发行人与四家战投之间的配售合同更符合超额配售合同的样态。为中外比较之需要, 如无特别说明, 本文将获得配售但因提供“调剂”而接受延期交付的战略投资者视为超额配售投资者。

中芯国际案例中, 超额配售合同表现为海通证券与发行人、四家战投签署的《附有生效条件的战略投资者股份认购协议》。但是, 海通证券的角色主要是撮合发行人与四家战投签署附生效条件股份预售合同, 其自身不是合同交易当事人。换言之, 中芯国际的超额配售合同体现为中芯国际与四家战投之间的股份预售合同。

### 3.期权合同: 股份预售合同的“从合同”

按照民法理论, 从合同依赖主合同的存在而存在。<sup>21</sup>从主从合同理论看, 期权合同与配售合同之间存在一定的依附或衍生关系。

#### (1)美国: 期权合同→配售合同

在美国证券市场, 招股说明书会正式披露发行人授予承销商超额配售的期权合同, 详细说明诸如行权的股份额度、时间以及对既定发行状况的影响等问题。期权合同主体明确, 交易价款、交易标的、交割时间等合同要素确定性强。相较而言, 形形色色的配售行为——不论是否为绿鞋期权合同所覆盖, 均属于肇启于期权合同而实施的超额发售活动。常态的卖空配售(covered short sale)

自不待言，裸卖空配售(naked short sale)合同的订立很大程度上也是因为有权合同订立在先。总之，超额配售合同是发行人与承销商之间的期权合同所衍生出来的合同。

### (2)中国：配售合同→期权合同

在中国，情况刚好相反。相比于期权合同，发行人与投资者之间的超额配售合同显得更为关键。

从先后关系看，期权合同的订立，是因为投资者申购踊跃。如果没有足够的投资者(包括战投)表达购股意向，相关战投未能同意延期交付并配合办理配售合同(预售合同)的签署和备案<sup>22</sup>，则发行人无需授予承销商绿鞋期权。从行权结果看，中芯国际案例中，海通证券行权后，中芯国际新增发的股票并非交付给权利人海通证券，而是交付给合同第三方——上市前获配的战略投资者。该等因承销商行权而新发行的股票是为了满足超额配售合同所约定的延期交付的履行需要。可见，期权合同服务于配售合同，确保超额配售合同的按期交割。

“破发”回购情形下，如果回购所得股票已经足额到位，期权合同即使未届满、未行权，亦告寿终正寝。质言之，中国版绿鞋机制中，期权合同自身不能独立存在，是依附于超额配售合同的“从合同”。

### (三)基于法律结构的中美互鉴

承前所述，以Facebook首发案和中芯国际首发案为例，可以基于图1和图2总结中美绿鞋机制的差异。

#### 1.外观结构布局迥异

在美国，各发行参与人以“背靠背”方式开展合作，呈线性的合作机制，各方权利、义务和责任关系简明清晰。基于全额包销模式，发行人与投资者之间不发生直接的法律关系。作为中间商，承销商获取交易差价(spread)理所当然。在行权状态下，承销商可以低进高出

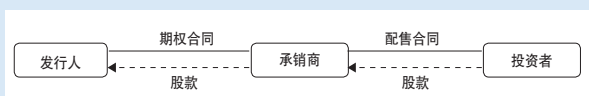


图1 美国版绿鞋机制法律结构

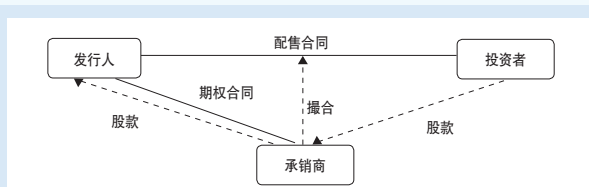


图2 中国版绿鞋机制法律结构

产生业务收入，自不必言；在未行权状态下，承销商从二级市场低价回购股票并交付于其客户，这时超额获配投资者预交的购股款必然会出现剩余。<sup>23</sup>该等剩余归承销商，他人不得觊觎。

在中国的余额包销模式下，发行人、承销商与投资者之间的布局呈不规则的三角形状。谓之“不规则”，是因为承销商在股票和资金等处理事项上的站位忽左忽右，具体可从股票和资金两个维度予以观察。股票方面，承销商一方面帮助发行人招揽、搜寻战略投资者，撮合双方成交；另一方面通过行权或者二级市场操作来满足获配投资者的购股需求，有“双方代理”之嫌。资金方面，承销商预收战略投资者的股款并存放于专户。在全部行权的情况下，该等款项应全额划付给发行人。在不行权的情况下，承销商的二级市场操作将产生剩余资金，该等资金应上缴中国证券投资者保护基金有限责任公司。<sup>24</sup>可见，承销商的身份角色若即若离，利益站位忽左忽右，其与发行人、投资者之间呈现一种不规则的三角关系格局，由此导致绿鞋机制实施过程中收益分配与激励关系的紊乱。

#### 2.内在机制重心前移

上市前，超额配售合同的订立意味着增加了上市前的发售总量。这便使那些因采用绿鞋机制而额外获配的投资者在上市前就完成了投资。超额配售活动“战略性”地减少了二级市场的购股需求，消解了一部分买盘力量，对上市后股价形成一定影响。这一点在中美新股发行市场应该一样。

上市后，如果股价飙涨，承销商通过行权以增加二级市场流通股票的供给，进而平抑股价。这是美国证券市场的常规操作。但是，在A股市场，承销商行使绿鞋期权后，获得新发行股票的投资者为作出限售承诺的战略投资者。承销商行权并未增加二级市场实际流通的股票数量，不能以此平抑股价。因此，单单从平抑股价功能看，上市前，绿鞋机制之平抑股价功能较为明显；上市后，平抑股价功能能否实现却存在不确定性，由此导致中国版绿鞋机制的内在结构重心前移。

#### 3.功能效用判然有别

中美承销商在各自绿鞋机制中的法律地位，框定了承销商在超额配售活动推进过程中的收益期待与风险边界，并预设了各市场参与人的行为激励和行动约束，进

而对证券市场产生正面或负面的影响。例如，在“破发”情形下，承销商何时行权、是否分批行权，本是检验券商综合能力的重要体现，但是，中国承销商并非交易当事人，其难以觊觎行权期满后配售专户中的剩余资金，科学行权、护盘托市的积极性受挫。

此外，在美国，超额配售的股票由承销团各成员按原比例分销，这使拟售股票快速扩散，分散单个承销商的持股风险。相反，中国版绿鞋机制中，在承销商撮合下，发行人直接面对投资者并签署超额配售合同。如果安排成百上千个投资者参与超额配售，则交易主体增多、预售履约时间较长，这会导致三角关系更趋复杂，徒增滋扰。实践中，主承销商独揽<sup>25</sup>绿鞋股份的承销、发售事宜，并限定超额配售对象数量<sup>26</sup>，以此确保超额配售有序、可控。与此同时，限定配售对象亦会导致持股风险持续聚集。中国版绿鞋机制的这一面向，似已与首次公开发行股票体制之原初宗旨貌合神离。

综上，中国版绿鞋机制正在释放或者可能释放的各种功能效用，与域外制度实践出现了明显分野，需要予以系统阐释。

#### 四、功能澄清：中国版绿鞋机制的多维功能

基于特殊的法律结构，中国版绿鞋机制除了有护盘、平顺股价这一常规功能外，还发挥出了独有的功能，具体包括股本、股价两个维度。

**(一)股本之维：短线、长线投资者之间的持股转换助力股本结构优化**

##### 1.上市前：优先配售长线主义投资者

在美国，除特定内幕信息知情人(insider)外，承销商针对其普通客户的证券转售(resell)行为，并不附带锁定期。在A股市场，战略投资者应当“认可发行人长期投资价值”<sup>27</sup>并做出限售承诺。中芯国际案例中，获得配售的四家战投都是专业的合格投资者。事实上，经承销商筛选而获配的战投共有29家，累计持有中芯国际首发股份总额的43.48%。就上述股份，各家战投分别做出了12个月或24个月的限售承诺。此外，从维护证券市场长期稳定发展的角度，新股发行体制同时设定了优先满足公募基金、社保、养老基金等网下投资者的配售安排。在新股发行项目中，以接受限售承诺为前提，公募基金等

机构投资者有更多的机会和比例获得配售。<sup>28</sup>A股市场这种倾斜性配售机制，确保更多经过筛选的价值投资者<sup>29</sup>与耐心资本<sup>30</sup>参与新股发行。现行新股发行与配售体制客观上推动了发行人以首发为契机，广泛吸纳价值投资者、长线投资者，使其成为公司资本结构中的压舱石。这样一来，发行人股本结构更趋稳定，公司发展更可持续。

##### 2.上市后：收编短线主义投资者

在现行新股发行体制下，公司上市伊始的股东层次清晰、站队有序：原始股东、战略投资者、网下投资者、网上投资者。

在“破发”情形下，抛售股份的投资者首先不可能是发行人的原始股东，因为《公司法》禁止“公开发行前已经发行的股份”在上市交易之日起一年内进行转让。<sup>31</sup>其次，不可能是战略投资者。如中芯国际案例中，29家战投分别做出了12个月或24个月的限售承诺。此外，经摇号程序，208个网下投资者账户就其获配的55,421,777股(占网下发行业量的9.39%)股票应遵守6个月的限售期。<sup>32</sup>事实上，所有参与IPO申购的网下投资者均向中国证券业协会注册<sup>33</sup>，接受协会自律管理，属于专业投资者。<sup>34</sup>实践中，获配的网下投资者多为机构投资者，其注重理性投资、价值投资，“打新股”动机不足，“挣快钱”受章程、集体决策与自律监管机制<sup>35</sup>的约束。

由此可见，剔除原始股东、战略投资者(首发占比43.48%)、网下投资者(首发占比30.43%)后，上市初期在二级市场抛售股票的主要是网上投资者，例如打新股的散户。<sup>36</sup>在数量上，中芯国际案例中，网上投资者持有股票占首发总股本比例为26.09%。<sup>37</sup>假设该等网上投资者均为短线主义投资者，在“破发”状况下，承销商成为其交易对手。承销商以占首发15%股份所对应的股款，以“破发”价买入的股票数量，明显超过网上投资者持有量的半壁江山。在策略上，承销商凭借其证券操作的丰富经验和对市场波动的精准把握，确保其择机买入，有效阻遏股价下行。承销商与网上投资者之间形成了一种近乎单挑式的回购交易操作。这种交易能够实现短线主义者持有股票的收编回笼，并交付于上市前获配的战略投资者。因此，上市初期，盘口的交易活动呈现为一个由短线投资人转换为长线投资人、价值投资人的过程。毫无疑问，这种转换有助于发行人股本结构与股东阵容的优化。

## (二) 股价之维：平顺股价及其实现机理

### 1. 供求关系理论的失灵

通说认为，绿鞋机制基于二级市场的供求关系规律，通过灵活行权来实现熨平价格波动之目的。美国证券监管部门对超额配售对象没有限制，普通配售对象无需向承销商做出锁定期承诺。因此，承销商行权确实可以增加二级市场的流通股供应，以平抑股价。这一点在美国证券市场属实。

但是，中国资本市场语境下，供求关系规律没有解释力。按照中国证监会相关规定，超额配售对象应为战略投资者，其须做出至少12个月的限售承诺<sup>38</sup>，当属长线主义投资者。易言之，该等新增股份在性质上属于限售股份，并非直接流向二级市场，更不可能参与集中竞价并现身于五档盘口。以近期在北交所上市的博威液压(股票代码：871245)为例，承销商于2022年2月4日行权后，公司新增股本1,271,739股。相应地，公司限售流通股由37,217,630股增加至38,489,369股，无限售流通股没有发生变化。<sup>39</sup>不难看出，承销商行权后，证券市场可供出售的股票数量供应并没有增加，这如何抑制股价？供求关系理论在A股二级市场由此失灵。事实上，供求关系规律在上市前就悄然起了作用。

### 2. 上市前：绿鞋机制提前消化二级市场需求

美国IPO项目中绿鞋机制几乎无所不在(ubiquitous)<sup>40</sup>，发行文件中披露绿鞋机制条款实属平常。在A股市场4700多家上市公司中，仅有61家实施过绿鞋机制，占比不到1.5%。物以稀为贵，拟上市企业如果披露采用绿鞋机制，就是一个股票获得市场追捧、申购踊跃的强烈市场信号。这种信号可能抬升市场对发行价的预期，并因此消化价格敏感型投资者的购股需求。

与此同时，基于绿鞋机制的超额发售消化了更多的市场需求。以中芯国际案为例，相关网上投资者<sup>41</sup>获得了25,284.30万股的追加配售。这些因为发行人启用超额配售机制而中签的网上投资者，在上市前就完成了申购、获配、缴款和交付流程，其无需到二级市场上继续申报买入。这就消化了二级市场的一部分购股需求，形成对二级市场股价飙升的提前阻遏。

总之，在上市前，一方面，披露采用绿鞋机制所产生的促涨股价功能导致价格敏感型投资者的需求有所收

缩；另一方面，因超额发售而获配的投资者不再需要在二级市场申报买入，两方面因素推动中国版绿鞋机制提前消化二级市场的购股需求。

### 3. 上市后：绿鞋机制稀释每股收益

事实上，中国版绿鞋机制之所以能够抑制股价，在于上市后增发股票导致股东权益的稀释和每股收益的摊薄。在A股市场，企业IPO多为完全的新股增发，少有基于股份拆细(share split)而实现的老股发售。因此，承销商行使绿鞋期权，公司股本数量将出现较大幅度增加。中芯国际案例中，因主承销商全额行权，公司股本数额由7,136,423,226股增加至7,389,266,226股，由此摊薄每股净资产和每股收益。根据“市盈率=每股价格/每股收益”的计算公式，在A股市场常规的25倍市盈率情况下，每股收益摊薄0.1元，每股价格将下挫2.5元，绿鞋机制平抑股价的功能由此实现。与之相对，在美国首发项目中，超额配售的股份一部分为发行人增发的股份(新股)，一部分为原股东持有的股份(老股)。2012年Facebook首发案例中，基于绿鞋机制而增加发售的63,185,042股股票中大部分为老股，新股仅为3,094,842股，占比不到5%。绿鞋机制对每股收益和每股价格的影响微乎其微。

质言之，美国绿鞋机制主要是通过影响二级市场供求关系来平顺股价；而中国版绿鞋机制中，超额获配的投资者为做出限售承诺的战投，因此绿鞋期权的行使不增加二级市场的股票供给，由此消弭了承销商行权对市场供求关系的固有影响。与此同时，A股首发项目中多为新股发行，鲜有老股发售，承销商行权将导致公司规模发生较大变动，进而影响每股收益和每股市价。中美绿鞋机制平抑股价的内在机理存在本质分野。

### (三) 超越护盘：绿鞋机制的多维功能

绿鞋机制有护盘功能，但该功能并非其独有。首发上市后护盘托市不能单靠绿鞋机制，相关配套制度的协同作用不容忽视。例如，在上市前，面向专业机构投资者的市场化询价、定价机制，承销商在战略配售对象准入标准等方面的发行工作安排，都有助于价格发现(price discovery)和上市后股价的企稳。上市后，涨跌停板制度下，投资者报价不得低于上一个交易日收盘价的一定比例，并由此成为上市公司免费的护盘机制。此外，发行人以及控股股东、实际控制人、董监高的回购承诺，也

能够起到托市作用。2022年1月5日在A股首发上市的中国移动(股票代码:600941),在配置绿鞋机制的基础上,同时设定了发行人及关联方承诺回购的护盘机制,并由此幸免“破发”。与此同时,中国版绿鞋机制在夯实耐心资本、优化上市公司股本结构等方面的功能,亦不能湮没于平顺股价、护盘等流行解读之中。

前述功能均系公共利益维度的考察,本文将其统称为客观功能。与此同时,从私人利益维度,绿鞋机制还可能有主观功能。例如,拟上市公司采用绿鞋机制容易被市场解读为股票受追捧的信号。在路演、询价阶段,承销商和发行人出于利益驱动,可以借绿鞋机制造势以促涨股价,形成对网下投资者理性报价的干扰。再如,有学者提出,精确的IPO定价(accurate pricing)给承销商带来的是最低的报酬,而IPO的偏离定价(mispricing)及由此带来的股价波动(volatility)才能确保承销商利益最大化。<sup>42</sup>从域外实践看,承销商可以借助绿鞋机制的掩护,在故意设定畸高发行价格(overpricing)的基础上,实施“主动破发”策略。<sup>43</sup>该等策略侵蚀公众股东利益,但可以确保IPO融资规模不受较大影响,同时使原始股东、风投股东所持权益免遭绿鞋期权的稀释。2012年Facebook首发即是一例,承销商除了获得佣金,还以绿鞋机制为掩护实施卖空配售操作,低买高卖,获得1亿美元的收益。<sup>44</sup>

## 五、制度回应:对证券发行监管的省思与启示

绿鞋机制是镶嵌于证券发行制度中的一种特殊交易机制,其蕴含的多维功能牵涉到发行人、公众投资人等各方利益。随着注册制的全面推行,“破发”趋于常态化,证券安定操作需求逐步攀升。我国新股发行制度需要预留好制度接口,确保绿鞋机制与既有路演、询价、定价机制以及做市商制度相互协调,兴利除弊,辨证施治。

### (一)全额包销:开辟业务赛道,激活承销竞争

在A股市场通行的余额包销模式下,承销商角色多元,且在二级市场操作时不能觊觎由此产生的盈余。这种利益分配格局下,承销商在“破发”时的护盘积极性不高,绿鞋机制固有功能难以充分发挥。对此,可以基于券商“白名单”制度,在风险可控的前提下,安排头部券商或者监管指标合格的非头部券商试点全额包销制度。全额包销模式下,发行人—承销商—投资者之间的合作关系呈

“背靠背”的线性格局,风险配置有节有序、利益格局简洁清晰。承销商二级市场安定操作产生的专户资金剩余,自然可以名正言顺地归其所有,激发承销商的护盘积极性。这样一来,券商的承销业务成为了具有一定投资属性的“通道业务”。这对券商而言是开辟了新的业务赛道,激活券商之间在承销质量与服务水平上的竞争。

### (二)科学询价:延迟绿鞋披露,降低市场噪音

在美国,首发项目普遍采用绿鞋机制。<sup>45</sup>而在中国,绿鞋机制尚属证券发行环节的新事物。拟上市企业采用绿鞋机制的信息,构成了股票获得追捧的市场信号。实践中,发行人对绿鞋机制的披露往往是在路演、推介和询价之前。如中芯国际首发案例中,发行人于2020年7月6日公布发行公告,但早在2020年6月22日,发行人在《招股说明书》(注册稿)中就披露了绿鞋机制。<sup>46</sup>这就是说,前述市场信号并非立基于投资者参与路演、询价后对股票价值评估的理性反馈。这种提前披露绿鞋机制并加以渲染的做法,无形中抬升了市场对发行价格的预期,对询价定价活动形成干扰。鉴于此,在A股市场绿鞋机制尚未大面积采用的情况下,招股书中首次披露采用绿鞋机制的时间宜适当延迟。作为替代方案,在上会稿、注册稿中,招股说明书宜在“重大事项提示”部分向投资者特别强调是附条件实施绿鞋机制。审核、注册环节披露附条件实施绿鞋机制、超额发售实属必要,这是因为当路演推介阶段发现投资者的真实需求疲软时,承销商与发行人便不会在交易日(T日)进行超额配售。

总之,延迟披露以及对附条件超额发售的强调,可以阻遏发行人与承销商借助绿鞋机制促涨股价的图谋,消除市场噪音,确保询价定价环节更加理性和公平。

### (三)公平定价:关注畸高定价,阻遏利益合谋

绿鞋机制便利企业发行更多股票以募得更多资金,券商由此收取更多佣金。除了发行数量,在发行价格上,承销商与发行人之间亦存在利益合谋空间。

A股IPO项目中,公开发行的股票多为新股而非老股。<sup>47</sup>上市后,在承销商行权情况下,发行价低于市价将构成对创始股东、风投股东所持股份权益的明显稀释。因此,对该等股东而言,行权并非利好。相反,如果设定畸高定价,上市后股价将回归真实(低于发行价)。畸高定价策略由此带来两大好处:一来可以在发行规模不变的情

况下，凭借畸高的发行定价博取更高额度的首发融资；二来因为发行价畸高，上市后股价飙升可能性骤降，原始股东可免于因行权增发而遭遇持股稀释。于承销商而言，由于融资规模稳定，佣金亦不受较大影响。此外，从域外实践看，畸高定价策略下，承销商还可能利用信息优势<sup>48</sup>以自营账户或第三方名义低买高卖，谋取渔利。

长期以来，我国新股发行制度中有剔除一定范围内最高报价的做法<sup>49</sup>，这有利于击破前述利益联盟。但是，近期科创板最高报价剔除比例由“不低于10%”调整为“不超过3%”<sup>50</sup>的做法，仍可能诱致畸高定价。在当前积极推行市场化定价机制的A股市场，“破发”日渐常态化。在引入绿鞋机制护盘托市的同时，应当谨防承销商及其一致行动人(如自营账户、做市账户<sup>51</sup>、券商直投<sup>52</sup>)在“后市稳定期”内，利用内幕信息<sup>53</sup>在二级市场上低买高卖。

#### (四)监管协同：发行监管与治理监管的联动发力

承前所述，在首发上市环节，发行人的资本规模、股本结构面临重大调整。上市前，经筛选的战略投资者、网下投资者获得了较大比例的股份配售。<sup>54</sup>上市初期，原始股东需要遵守12个月的法定限售要求，战略投资者以及部分网下投资者需要遵守一定期限的限售承诺，短线投资者在二级市场被充分暴露目标。“破发”情形下，承销商并不行权。但承销商动用绿鞋资金在二级市场实现对短线主义者持有股票的回笼，回笼的股票将如数交付于上市前超额获配的战略投资者。承销商行权情形下，发行人增发的新股亦将如数交付于战略投资者。长线主义投资者阵营的强大，意味着公司耐心资本、长

期资本的夯实。这必然助益发行人持股结构更加稳固和富有韧性。投资者阵容和治理秩序的优化，保障公司创业团队在IPO融资后能够更加凝心聚力抓生产，积极改善企业基本面，实现高质量发展。因此，如何以首发为契机、以绿鞋机制为抓手，实现证券发行与上市公司治理的监管协同，或将成为证券监管部门面临的全新课题。

## 六、结语

在注册制全面推行的背景下，新股“破发”在我国趋于常态化。借助绿鞋机制，承销商可以在几乎零风险(risk-free)<sup>55</sup>的状态下通过回购操作护航新股发行。在A股市场环境下，中国版绿鞋机制基于独特法律结构所发挥出的功能，已经超越了护盘，其多维功能需要及时澄清。本文的研究表明，在推行市场化定价机制的同时应关注畸高定价现象。从域外经验看，基于承销商与相关方之间利益合谋的畸高定价策略侵蚀公众投资者利益。与此同时，发行人采用绿鞋机制的事实如果过早披露，可能成为干扰正常询价和理性定价的市场噪音。

总之，承销商及相关方以护盘、安定操作名义实施的超额配售及相关行权活动，是中国证券发行体制中最新的市场变量。相较于美国，我国证券市场的发展历程相对短暂。美国大法官霍姆斯曾说，“一页历史抵得上一卷逻辑”。<sup>56</sup>我国证券发行监管活动中，针对绿鞋机制这种新型交易工具的市场功能，不能局限于护盘等概念化的流行解读，而需实事求是，将其置于资本市场波云诡谲的真实商业场景之中加以充分考量。 ■

### 注释

1. 参见邢萌，“绿鞋”与A股相伴20年：水土不服频遇成长烦恼注册制下有望焕发活力[N]. 证券日报, 2022-01-06.  
 2. “超额配售选择权”这种中文语境下的流行表述有一定的误导性，其未能涵摄超额配售(over-allotment)和行使选择权(option)两个环节的内容。为避免歧义，本文统一使用“绿鞋机制”，以涵盖前述两个环节内容。当然，在特定情况下，本文仍可能使用“绿鞋期权”来专指前述的一个事项。详见本文第二部分的讨论。  
 3. 参见叶林. 证券法(第四版)[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2013: 128. 类似的表述为“通过增加证券供应量，抑制证券交易价格过高的行情”，参见范建, 王建文. 证券法(第三版)[M]. 北京: 法律出版社, 2020: 101.  
 4. 《上海证券交易所科创板发行与承销规则适用指引第1号——首次公开发行股票》第7条。  
 5. See Fried J M. Informed trading and false signaling with open market repurchases[J]. California Law Review, 2005, 93: 1323-1386.  
 6. 参见陆华强. 上市公司股份回购的准入标准探析——以K公司股份回购案为中心[C]/桂敏杰. 证券法苑(第14卷). 北京: 法律出版社,

2015: 176-193.  
 7. See Evans R. Underwriters do not use green shoe options to profit from IPO stock pops[EB/OL]. [2022-06-18]. <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/02/26/underwriters-do-not-use-green-shoe-options-to-profit-from-ipo-stock-pops>.  
 8. See Allen S N. A lawyer's guide to the operation of underwriting syndicates[J]. New England Law Review, 1991, 26: 319-353.  
 9. See Corrigan P M. The seller's curse and the underwriter's pricing pivot: a behavioral theory of IPO pricing[J]. Virginia Law & Business Review, 2019, 13: 335-413.  
 10. See Moore J D. Will Hong Kong's stabilization rules help the market[J]. International Financial Law Review, 2003, 22: 24-26.  
 11. 参见郑成. 证券法要义[M]. 北京: 北京大学出版社, 2021: 140.  
 12. 请参见承销商在2012年Facebook首发招股书就naked short sale操作的披露: The underwriters may also sell shares in excess of the over-allotment option, creating a naked short position. The underwriters must close out any naked short position by purchasing shares in the open market.

A naked short position is more likely to be created if the underwriters are concerned that there may be downward pressure on the price of the common stock in the open market after pricing that could adversely affect investors who purchase in our initial public offering. 根据上述披露,承销商是否实施naked short sale存在不确定性,如何实施亦语焉不详。

13. 同注7。

14. 证监会:《超额配售选择权试点意见》,证监发〔2001〕112号,2001年9月3日发布。

15. 《证券发行与承销管理办法》(2018年修订)第15条规定:首次公开发行股票数量在4亿股以上的,发行人和主承销商可以在发行方案中采用超额配售选择权。

16. 例如北京证券交易所针对“不特定合格投资者”的公开发行并上市项目,不再要求首次公开发行股票数量“4亿股以上”。参见《北京证券交易所证券发行与承销管理细则》。

17. 《中芯国际集成电路制造有限公司关于超额配售选择权实施结果的公告》(公告编号:临2020-005)。

18. 从风险角度看,承销商并非当然地需要承担“包销”责任。发行中止制度便利承销商在市场需求不佳情形下采取紧急刹车措施,在注册文件有效期内择时重启发行。除了承销风险外,从承销费率上看,余额包销的承销商之“代销”角色亦趋明显。这一点从海通证券收取保荐承销费比例就可以看出端倪。常规包销股票佣金为实际出售股票总金额的1.5%~3%,代销股票佣金为0.5%~1.5%。而中芯国际案例中,承销商按照股票融资总金额的1.3%比例收取保荐承销费。

19. 同注18。

20. 《中芯国际集成电路制造有限公司首次公开发行股票并在科创板上市发行结果公告》。

21. 参见王利明,杨立新,王轶,程潇.《民法学》(第5版)[M].北京:法律出版社,2017:562.

22. 根据证监会《超额配售选择权试点意见》第7条的规定,超额配售合同应当报证券登记结算机构备案。

23. 例如2012年Facebook首发上市中,因为“破发”,承销商通过回购股份来配售股份,由此获得了近1亿美元的差价收益。参见注9。

24. 就该资金去向,《上海证券交易所科创板发行与承销规则适用指引第1号——首次公开发行股票》第41条规定,该等“剩余资金”向中国证券投资基金保护基金有限责任公司缴付,纳入证券投资基金保护基金。与此同时,上交所发布的《北京证券交易所证券发行与承销管理细则》规定:“除购回股票使用的资金及划转给发行人增发股票的资金外的剩余资金,纳入本所设立的风险基金。”

25. 中芯国际首发案例中,虽然有6家承销商,但负责向战投机构延期交付的仅海通证券1家,被授予期权、实际行权的也仅海通证券1家。

26. 中芯国际IPO案中,获得超额配售且接受延期交付的投资者仅为4家。

27. 《上海证券交易所科创板发行与承销规则适用指引第1号——首次公开发行股票》第7条。

28. 《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》第13条有以下规定:应当安排不低于本次网下发行股票数量的50%优先向公募产品、社保基金、养老金、根据《企业年金基金管理办法》设立的企业年金基金和符合《保险资金运用管理办法》等相关规定的保险资金配售。

29. 参见张磊.价值[M].杭州:浙江教育出版社,2020:219.

30. 参见林毅夫,王燕.以耐心资本作为比较优势审视发展融资[J].金融博览,2018,(8):30-32.

31. 《中华人民共和国公司法》第141条。

32. 《中芯国际集成电路制造有限公司首次公开发行股票并在科创板上市发行结果公告》(2020年7月13日)。

33. 根据中国证券业协会公布数据,截至2022年5月18日经注册的网下投资者供有29,457户,包括证券公司、基金公司、保险公司、银行理财子公司等组织形式。

34. 《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》第4条。

35. 网下投资者如果采取短线主义策略,即上市后即刻出售套

现,将可能被认定为C类投资者,进而影响其参与询价与申购的资格。例如《首次公开发行股票网下投资者管理细则(2018年修订)》第16条规定:获配首发股票的网下投资者应当在获配首发股票上市后的十五个工作日内分别就其获配首发股票于上市首日、第三日和第十日收盘时的股票余额情况向协会报送。该细则第20条第2款规定主承销商在开展投资者选择和股票配售工作时应予以优先考虑A类网下投资者,谨慎对待C类投资者。B类网下投资者可正常参与首发股票询价和网下申购业务。

36. 常见“场外配资”操作促使打新股的散户限时抛售,不少投资者通过短期民间借贷来参与申购。如股票在二级市场表现欠佳,这些投资者往往需要尽早套现(股价不低于发行价)或止损(股价低于发行价),以便及时归还款项。

37. 同注32。

38. 《证券发行与承销管理办法》第14条第3款规定:战略投资者不参与网下询价,且应当承诺获得本次配售的股票持有期限不少于12个月,持有期自本次公开发行的股票上市之日起计算。

39. 《江苏博威液压股份有限公司超额配售权实施结果公告》(公告编号:2022-005)。

40. See Corrigan P. M. Footloose with green shoes: can underwriters profit from IPO underpricing?[J]. Yale Journal on Regulation, 2021, 38: 908-975.

41. 中芯国际于首发上市前一日披露:“本次超额配售股票通过向本次发行的部分战略投资者递延交付的方式获得,并全部向网上投资者配售。”见《中芯国际集成电路制造有限公司首次公开发行股票科创板上市公告书》第34页。

42. 同注9。

43. Corrigan曾总结承销商通过绿鞋机制谋取私利的三种操作策略,基于畸高定价而实现的“主动破发”是其中之一。见注40。

44. 2012年Facebook首发定价38美元,上市后4天内股价下跌15%,后又继续下挫至31美元/每股。从公开报道看,首发价格38美元畸高。但是,这种畸高价格一方面保证IPO融资总额不受较大影响,另一方面保证高盛等风投股东借IPO之机获得更高溢价套现。承销商通过卖空配售机制低买高卖,获得1亿美元的收益。See Vardi N. Wall Street made a fortune off the Facebook IPO[EB/OL]. [2022-04-25]. <https://www.forbes.com/sites/nathanvardi/feed/>.

45. 同注7。

46. 类似地,中国移动首发案例中,发行日为2021年12月22日,但其在2021年12月13日的注册批文中,就已经披露将采用绿鞋机制。

47. IPO项目中如有“老股”出售,该等出售股东(selling shareholder)将因发行价畸高而增加额外投资收益。Facebook案例中,创始人扎克伯格是出售股东,更为重要的是高盛、老虎基金、Rowe Price等多家著名风投也在出售股东名单,高价套现的操作较为明显。

48. 即发行价虚高及承销商二级市场回购操作的时间节点等不为公众投资者所知悉的信息。

49. 《证券发行与承销管理办法》(2018年修订)第7条。

50. 《上海证券交易所科创板发行与承销规则适用指引第1号——首次公开发行股票》(2021年修订)第51条。

51. 2022年5月13日,证监会发布《证券公司科创板股票做市业务试点规定》,科创板做市制度正式落地。

52. 参见蒋大兴,沈晖.从私人选择走向公共选择——摧毁“保荐合谋”的利益墙[C]//张育军.证券法苑(第5卷).北京:法律出版社,2011:222-268.

53. Facebook发行价格的畸高,可以从主承销商摩根士丹利的分析师在路演阶段就悄悄降低公司营业收入预期看出端倪。但分析师没有将该信息公开披露,而是仅仅将其告诉少量客户。See Vardi N. Wall Street made a fortune off the Facebook IPO[EB/OL]. [2022-04-25]. <https://www.forbes.com/sites/nathanvardi/feed/>.

54. 中芯国际案例中,战略投资者和网下投资者获配股票占首发总额的74%。

55. 同注40。

56. N. Y. Trust Co. v. Eisner, 256 U.S. 345, 349.

(责任编辑:陈起阳)