

“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

■本报记者 邢萌

1月5日，中国移动在沪市主板上市，截至当日收盘股价为57.88元/股，小幅上涨0.52%。业内人士普遍认为，中国移动股价上涨与其引入绿鞋机制有一定关系。

中国移动是沪深两市第11只“穿绿鞋”上市的新股。作为大盘股的护盘利器，绿鞋机制相当于给新股上了个保险，给予投资者信心，能大概率避免短期内新股破发的风险。若破发后，绿鞋机制也能提供较为充裕的资金进行“托市”，稳定股价。

“目前，A股市场中已有61家上市公司引入过绿鞋机制，其中沪深两市共11家，北交所50家（均于挂牌精选层时引入）。从后市表现来看，绿鞋机制起到了稳定股价的作用。”

《证券日报》记者据同花顺iFinD数据统计，从上市首日的股价表现来看，上述61家公司中，仅8家上市首日破发，45家实现上涨，占比74%。其中，16家公司上市首日股价涨幅超100%，占比26%，涨幅最高者接近500%。而从上市首30日的股价涨跌幅来看，61家公司中仅11家下跌，47家上涨，占比77%。其中，12家涨幅超过100%，占比20%，最高者超500%。

沪市主板，成为A股首只“穿绿鞋”上市的新股。从市场表现来看，其上市首日股价涨幅5%，上市首30日的股价涨幅超20%。绿鞋机制确实起到了稳定股价的作用。

由此，绿鞋正式进入市场，但预料中的普及却并未出现。时隔4年，2010年农业银行、光大银行在沪市主板上市时引入绿鞋机制，有效保障了上市首日及后市稳定期内的股价。此后，绿鞋机制再次销声匿迹。直至2019年12月份，邮储银行上市，成为A股第4只设置绿鞋机制的新股。

目前来看，沪深两市共有11家上市公司引入绿鞋机制，其中，工商银行等6家公司来自沪市主板，华润微等5家公司来自科创板。深市尚未有“穿绿鞋”的公司出现。

此外，新三板精选层成为绿鞋机制“大展拳脚”的舞台，包括万通液压、常辅股份等在内的多家企业纷纷采用绿鞋机制，稳定股价的效果较为明显。在北交所上市后，上述精选层企业平移上市，广泛应用的绿鞋机制也成为北交所的一大特色。

为何“绿鞋”难现沪深两市？

为何沪深两市难见“穿绿鞋”的新股？高门槛或是一大影响因素。根据相关规定，沪深主板要求应用绿鞋机制的新股发行量在4亿股以上；科创板虽降低要求，但建议的最低门槛为“8000万股+15亿元”，这样的规则挡住了不少上

合法权益为目的，因此这种制度设置更有利于保护投资者合法权益。

北交所50家公司引入绿鞋机制

与沪深两市相比，北交所中引入绿鞋机制的公司明显更多，但均发生在平移上市前，即挂牌新三板精选层时引入。《证券日报》记者据同花顺iFinD数据统计，82家北交所上市公司中，有50家引入过绿鞋机制，占比达61%。

对此，北京南山投资创始人周运南向《证券日报》记者表示，首批32家精选层企业均没有选择绿鞋机制，在其集中挂牌上市后，出现了大规模破发。针对这种市场现状，全国股转公司开始大力推进绿鞋机制在新三板精选层落地，从2020年8月份开始开始在精选层申请企业的问询函中普遍新增了绿鞋机制的内容。随后，第二轮精选层获批企业都明确了使用绿鞋机制。

“首批精选层企业的破发和交易不活跃，已经影响到投资者对精选层的信心，此时绿鞋机制的应用就显得尤为重要，可以提升市场对整个精选层的预期。”周运南表示。

“绿鞋机制的应用可以增强投资者参与打新的信心，提升打新积极性，降低股票发行风险，实现股价由一级市场向二级市场的平稳过渡。”

“第一批新三板精选层公司挂牌后，出现了大规模破发的情况，很多投资者望而生畏，对精选层公司的申购热情减退。为降低破发概率，提高市场活跃度，第二批新三板精选层公司开始采用绿鞋机制，而这一制度也延续到了北交所。”某中小券商管理层人士告诉《证券日报》记者。

“当时第一批精选层企业大面积破发，市场各方压力很大，投资者观望态度明显。为了避免破发风险，后续精选层企业陆续引入绿鞋机制，这在一定程度上调节了股票的短期市场价格，并维护了市场的稳定。”刘继武表示。

此外，周运南表示，精选层绿鞋机制无实施门槛，并未对发行数量设置具体要求，这也成为绿鞋得以普及的重要原因。绿鞋资金进场护盘，可降低破发概率，缩短破发持续时间。同时，破发时绿鞋资金从二级市场买入股票，可以活跃交易、稳定股价，保证二级市场的稳定。

注册制下企业“穿绿鞋”或成趋势

2021年召开的中央经济工作会议强调，“全面实施股票发行注册制”。注册制下，新股发行定价将更加市场化，随之而来的新股上市首日

2006年

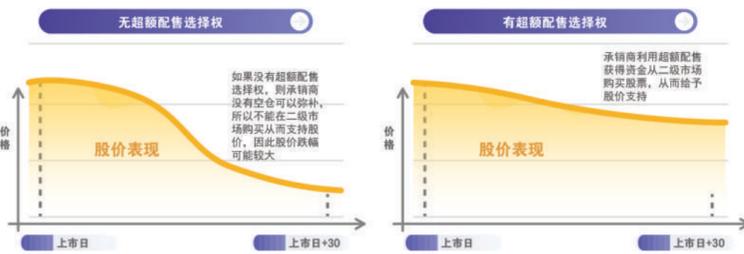
证监会颁布

新的《证券发行与承销管理办法》，具体规定了发行量的要求（不低于4亿股）

2001年9月

证监会发布

《超额配售选择权试点意见》明确规定绿鞋机制的定义和使用流程



破发现象也将越来越多，这给了绿鞋机制更多发挥空间。

业内专家普遍认为，随着全市场推行注册制，“绿鞋”有望发展成为一种常态化机制，增强投资者信心，稳定新股股价。

“在新股破发可能性增加的情况下，更多的发行人和保荐人会选择绿鞋机制稳定股价，后续使用绿鞋机制的新股可能会越来越多，有望成为一种常态化机制。”刘继武表示，绿鞋机制具有适当调节发行规模、减少新股上市波动、实现多方共赢并有效降低新股发行风险等独特优势，对于股价起到维稳支撑作用，可能会得到越来越广泛的应用。

“随着A股市场定价机制得到有效改善，绿鞋机制有望在市场全面实行。”罗寒表示，对于存在高破发风险的企业来说，绿鞋机制是新股发行时稳定股价的重要措施。市场化发行定价是绿鞋机制发挥作用的前提，询价新规发布以来，A股新股发行采用绿鞋机制的案例普遍增加。

周运南表示，随着注册制改革全面推进，绿鞋机制将会被更频繁地引入新股公开发售中。但绿鞋机制并非公开发售时的强制性配套措施，要防范个别发行人利用绿鞋机制的托底效应，故意抬高发行价。同时投资者也应注意，绿鞋机制只能降低破发概率，并不能阻止破发。

“绿鞋机制未来全面推行应该是大趋势，但是否会被多数公司采用还有待观察。”上述券商管理层人士表示，在发行股数较小的情况下启动绿鞋机制对二级市场股价的稳定效果较小，如果企业基本面一

2010年

农业银行

光大银行

在沪市主板上市时引入绿鞋机制

2006年10月

工商银行登陆沪市主板，成为A股首只“穿绿鞋”上市的新股

主承销团力挺中国移动A股上市
首日成交额152.59亿元

■本报记者 周尚仔

1月5日，中国移动在A股沪市主板上市交易，发行价格为57.58元/股，发行股份8.46亿股，募集资金总额487亿元。本次发行设置超额配售选择权（绿鞋机制），若绿鞋全额行使，则发行规模将扩大至约9.73亿股，对应募集资金总额560亿元，为近年来A股最大规模IPO。

截至当日收盘，中国移动股价为57.88元/股，每股涨0.3元，涨幅为0.52%。首日成交额高达152.59亿元，总市值1.23万亿元。若按收盘价计算，投资者每中一签即可获利300元；若按盘中最高价63.58元/股计算，每签可获利6000元；若按当日成交均价59.76元/股计算，每签可获利2180元。有网友调侃称，“若按收盘价来看，中国移动给中签者送了一顿海底捞。”“300元话费已到账。”也有不少投资者表示，“至少没破发，已经不错了。”

券商承销方面，此次中国移动A股发行过程中，有1291.03万股中签新股被网上投资者申购，申购金额达7.43亿元。网下投资者也申购中国移动22.06万股，申购金额为1270.49万元。

根据相关规则，中国移动网上、网下投资者未缴款认购股数全部由联席主承销商包销。具体来看，联席主承销商包销股份数量为1313.1万股，包销金额为7.56亿元，创A股申购金额新高，占绿鞋全额行使后发行规模的比例为1.35%。不过，虽然看起来申购金额庞大，但中国移动的券商包销比例为1.3502%，与“最贵新股”迈为股份6.5139%的高包销比例相差甚远。

值得一提的是，六大联席主承销商“力挺”中国移动，本次发行的联席主承销商自愿承诺，自本次发行的股票在上交所上市交易之日起30个自然日内，不出售其包销股份中无锁定期股份（包销股份中有锁定期的股份自本次发行股票在上交所上市交易之日起锁定6个月）。

事实上，中国移动的联席主承销商团队相当“豪华”，包括联席保荐机构（联席主承销商）：中金公司、中信证券；以及联席主承销商：中信建投、华泰联合证券、中银证券、招商证券。因为主承销承诺不出售包销股份，所以按照收盘价计算，中国移动的联席主承销商首日浮盈为393.93万元。

2019年12月

邮储银行上市，标志着A股主板市场在近10年后再度启用绿鞋机制

A股引入绿鞋机制公司分布



数据来源：同花顺iFinD

业内专家普遍认为，随着注册制在全市场推行，新股破发常态化，绿鞋机制有望被广泛应用，成为稳定股价的常态化机制。不过，需要注意的是，绿鞋机制虽然能在短期内起到稳定股价的作用，但并不能一劳永逸。新股发行定价更真实、合理，才是稳定新股股价的最主要因素。

20年仅11家沪深公司“穿绿鞋”

绿鞋机制是指超额配售选择权，获得此权利的新股承销商可按照同一价格超额发售不超过本次发行数量15%的股票。至于最终超额配售的结果则视市场情况在后市稳定期（一般为上市之日起30个自然日）结束后确定。

至于如何用绿鞋来稳定股价，承销商会根据新股股价表现选择行使或不行使绿鞋。在发行过程中，承销商通过向投资者“借入”股票，且将“借入”的这部分股票（不超过15%）完成绿鞋的发行。

一般来说，在后市稳定期内，若新股股价出现破发，承销商会选择不行使绿鞋，而是从二级市场低价购买绿鞋规模的股票归还给“借股”的投资者；若股价始终高于发行价，承销商会选择行使绿鞋，直接按低于市场价的发行价来发行绿鞋规模的股票。

“由此可见，绿鞋机制的行使可在一定程度上减缓股价下跌或使股价维持在不低于发行价的水平，起到短期稳定股价的作用。”

在境外资本市场中，绿鞋机制的应用已经较为广泛和成熟，但在国内却有些“默默无闻”。

事实上，绿鞋机制在A股市场的推行并不晚。2001年9月份，证监会发布《超额配售选择权试点意见》，首次提出绿鞋机制实施过程中的具体规范。但2001年至2005年，A股市场中并无公司采用绿鞋机制。

直至2006年，证监会颁布新的《证券发行与承销管理办法》，具体规定了发行量的要求（不低于4亿股）。同年10月底，工商银行正式登陆

市公司。

此外，有业内专家表示，此前核准制下新股破发很少，并没有引入绿鞋机制稳定股价的必要。

“在传统核准制下，新股属于稀缺资源，上市后很少出现破发，打新赚钱效应明显。因此，此前鲜有企业引入绿鞋机制为股价上保险，仅有为数不多的大盘蓝筹股在发行中使用绿鞋。”联储证券投资银行部副总经理刘继武在接受《证券日报》记者采访时表示。

“核准制下，新股定价具有确定性，且新股自上市首日即存在股价涨跌幅限制，因此发行人和主承销商通过绿鞋机制稳定股价的内在驱动力不足。”五矿证券资本市场部负责人对《证券日报》记者表示。

“绿鞋机制作为稳定股价的一种护盘措施，在A股实际操作中发挥空间较小。”植德律师事务所律师罗寒律师对记者表示，A股历史上的新股发行定价多以发行人与主承销商自主协商确定，市场化程度较低，新股破发情况较为少见。

另外，也有声音认为，绿鞋机制境内外的差异造成承销商动力不足，成为阻碍绿鞋机制应用的一大因素。

“A股承销商就其主动‘托市’所获得的差价没有实际收益权。”罗寒表示，根据相关规定，新股发行适用绿鞋机制的，承销商通过与战略投资者达成延迟交付约定，在新股破发时有权利用超额配售的募集资金，主动购回发行人股票，以起到“托市”作用。承销商二级市场买入股票获取“价差”，需上交给入证券投资者保护基金。

也有专家认为，A股的相关制度安排，主要是为了保护投资者权益。

“关于绿鞋机制下的收益归属，A股采取了‘价差’全额纳入证券投资者保护基金的制度安排。”上海财经大学法学教授麻国安博士对《证券日报》记者表示，我国监管机构高度重视投资者保护，全额纳入证券投资者保护基金，有利于防止发行定价过高。由于A股制度规则尚未成熟，若将收益分配给券商，可能会使券商通过抬高发行价来增加破发概率，从而在二级市场赚取差价。收益纳入的证券投资者保护基金是用于防范和处置证券公司风险，以保护投资者