

# 超额配售选择权机制的适用及法律完善

薛 敏

( 厦门大学 法学院, 福建 厦门 361005 )

**摘 要:** 以安定操作行为稳定股价和人为干预市场的两面性作为切入点, 介绍超额配售选择权的运行机制, 解释该机制在保证安定操作发挥正面作用、防止产生操纵市场的后果等方面所具有的制度优势。结合超额配售选择权机制在我国的发展现状, 建议协调相关法律法规的衔接。同时提出: 在股票破发的情况下, 投资者应当按照市场价格取得认购股票。

**关键词:** 安定操作; 超额配售选择权; 法律完善

## Applicability & Legal Perfection about the Over- Allotment Option

XUE Min

( Law School, Xiamen University, Xiamen 361005, China )

**Abstract:** Studding on the dual nature of stabilization, the author analyzes the operation mechanism of over-allotment option, point that it could assure positive effects of stabilization. Suggestion to link up the laws and regulations is put forward according to our national conditions, and a viewpoint is proposed that investors should get subscribed stock on market price when it is lower than issue price.

**Key words:** stabilization; over-allotment option; legal perfection

2006年10月27日, 中国工商银行股份有限公司(以下简称工行)在香港和上海成功实现首次公开发行。2006年11月17日, 工行发布《首次公开发行A股超额配售选择权实施公告》, 宣布其主承销商已于2006年11月16日全额行使超额配售选择权, 发行人按照发行价格在初始发行的基础上超额发行15%的A股, 此举令工行成为《证券发行与承销管理办法》施行以来首家在融资中行使超额配售选择权的A股公司。那么何谓超额配售选择权呢? 事实上, 该机制是为了规范证券发行中的安定操作行为而采取的一种具体措施。

### 一、安定操作存在两面性

安定操作(Stabilization)又称为发行过程中的

维持市价行为或者价格稳定行为, 是指为了使证券的募集或卖出容易进行, 在不违反主管机关所颁布的规定下, 在证券市场连续买卖有价证券, 以稳定证券价格的行为。<sup>[1]</sup> 该行为具有两面性: 一方面它能够在证券供应量大幅度增加的情况下有效缓解证券价格的波动, 推动证券的募集或卖出; 但另一方面, 安定操作行为对市价的维持又有悖于市场规律, 如果滥用很有可能产生操纵市场的后果, 尤其是在没有对市场进行相应披露的情况下, 其实质类同于进行内幕交易或操纵市场行为。

由于安定操作的两面性, 对它的认定也一直存在争议。对安定操作持否定态度的观点认为: 该行为是操纵市场行为的类型之一。安定操作通过

人为的买卖证券来防止或延缓证券价格下跌, 故此种操作结束之后证券价格下跌的可能性将大大增加, 使以操作价格买进该证券的投资者面临巨大的风险。同时, 安定操作造成证券市场交易活跃的虚假现象, 人为的买卖证券行为从市场上消失后, 证券交易量随之减少, 因安定操作对证券市场产生深厚信赖并买进了证券的投资者必然蒙受损失。凡此种种, 使得安定操作极易演变为发行人和承销商的“圈钱工具”。而赞成安定操作并认为其属合法的理由是: 首先, 安定操作并非操纵市场价格的行为, 因为操作的目的在于减缓市场的波动而非营利。其次, 安定操作有利于发行公司以迅速而确定的方式取得所需要的资金。在包销中, 承销商以固定的价格从发行公司处买入所发行的证券, 其后的市场风险都要由承销商承担, 但由于证券的募集或者卖出, 大量证券流入市场, 容易破坏供求关系的平衡, 而使证券价格跌落发行价, 这样承销商在投资者买进证券之前就无形中积压了资金, 因此如不允许承销商进行安定操作, 则其与发行公司签订包销合同的意愿就大大降低, 最终影响发行公司获得资金的可能性。<sup>[2]</sup>

综合上述两方面的因素, 为了控制股票发行风险, 促进证券市场融资行为的顺利开展, 需要安定操作发挥其积极作用; 同时又因为它与市场功能的天然矛盾, 对安定操作的实施更需要加强监管。从各国的实践来看, 大多国家和地区对这种人为干预股票市场交易的行为在肯定其正面意义的同时, 通过制定规则, 对合法实施安定操作行为的条件加以规定, 防范其演化成操纵市场行为, 而超额配售选择权机制就是其中较为成功且又适合于我国实际情况的一种具体措施。

## 二、超额配售选择权的运行机制及优势

根据证监会《超额配售选择权试点意见》的相关规定, 我国的超额配售选择权机制主要按照如下步骤操作运行:

第一步, 在股票发行前, 发行人与主承销商在承销协议中约定授予主承销商一个附期限(30日)的超额配售选择权, 允许其选择“超额发售不超过包销数额 15% 的股份”。

第二步, 股票发行过程中, 主承销商可以向投

资者发行不超过该次发行数量 115% 的股份, 其中常规发行部分直接面向投资者发行并实际配售; 超额配售的 15% 部分的最终配售结果则要视市场情况在配售期结束之后加以最终确定。

第三步, 在超额配售选择权行使期内, 如果发行人股票的市场交易价格低于发行价格, 主承销商用超额发售股票获得的资金, 按等于或略低于发行价的价格从集中竞价交易市场购买发行人的股票, 分配给提出认购申请的投资者。这样, 后市中任何该股票的卖家都可以按照这个报价出手股票, 于是该股票的发行价将获得支撑。

最后, 如果发行人股票的市场交易价格高于发行价格, 主承销商可以根据授权要求发行人增发股票, 分配给提出认购申请的投资者, 发行人获得发行此部分新股所募集的资金。

运用超额配售选择权机制来稳定发行过程中的股票市价, 其优势主要体现在:

首先, 超额配售选择权机制将对股票市价进行安定操作的可能性以期权的形式确定了下来, 从而使监管部门的审核批准得以成为进行安定操作的必经程序, 可以有力地控制和规范安定操作的实施, 保证该项操作积极发挥其正面意义, 防止产生操纵市场的后果。

其次, 超额配售选择权机制通过动用投资者认购超额配售股份的资金来进行安定操作, 又解决了安定操作的资金来源问题, 为承销商在合法背景下进行安定操作提供了根本保障, 进而督促承销商通过这种合法的途径来进行安定操作, 并最终实现安定操作行为正面意义的充分发挥。同时, 因为这一机制不动用主承销商的自有资金, 有利于加速其资金运转, 也提高了承销商参与发行的积极性, 起到促进融资的作用。

第三, 因为超额配售选择权机制能够引入投资者的资金, 这也会激励承销商向市场披露有关超额配售选择权的信息以吸引客户前来投资, 使可能进行的安定操作在公开的前提下开展, 投资者从而得以知悉该股票存在进行安定操作的情况, 并据此做出较为正确的投资决定。

第四, 由于涉及投资者预付资金的运用, 超额配售选择权机制客观上要求承销商设立专门用于

行使超额配售选择权的账户,在该独立账户与承销商的自营账户之间建立一道“防火墙”,只动用专户的资金进行安定操作,从而将安定操作的行为严格控制在了稳定股票市价的合法范围之内,可以防止操纵股价行为的出现。

第五,超额配售选择权机制将安定操作的开展置于高度透明的环境之下,也有助于证券监管部门对安定操作行为进行密切全面的监管,以达到防止操纵市场行为的目的。

此外,超额配售选择权机制给股票发行数量赋予一定比例的机动份额,还可以使募集资金量保持一定的弹性,在增加股票发行的情况下,增加发行人的筹资量,更好地体现证券市场的融资功能。

上述特点决定了在超额配售选择权机制下,较便于对安定操作行为进行监督管理,严格限制其实施的期限及额度,以防止产生操纵市场的后果,并保证安定操作的正面作用得到充分发挥。因此,超额配售选择权机制成为在我国合法实施安定操作行为的具体措施。

### 三、我国超额配售选择权机制现状

为了促进股票发行制度的市场化,控制股票发行风险,规范主承销商在上市公司向全体社会公众发售股票中行使超额配售选择权的行为,中国证券监督管理委员会于2001年9月3日发布施行《超额配售选择权试点意见》。但因为超额配售选择权机制一般在发行价格接近于二级市场价格的情况下才有用武之地,而在当时我国证券发行市场化程度不高的情况下,股票的发行价格一般都远远低于其市场实际价格,以致我国股市一直存在着“新股不败”的神话,事实上不存在安定操作的空间,也没有必要采用超额配售选择权机制来回避风险。直到2004年,上市新股四成以上跌破发行价,接二连三的“破发”才使增发的风险成为现实。面对实施再融资计划时来自市场不认同的压力,2005年2月,华鲁恒升2004年度股东大会授权董事会,酌情赋予主承销商在增发中行使不超过包销股数15%的超额配售选择权。<sup>[9]</sup>不过因2005年4月底中国证监会启动股权分置改革,再融资暂停,华鲁恒升的增发未能实施,超额配售

选择权机制在实际操作中的运用也随之搁浅。各方面的原因造成了我国的超额配售选择权机制虽在行政规章中有所规定,但在实务操作中却迟迟不被采用的尴尬状况。

然而,上述情况并不意味着超额配售选择权机制在我国的证券市场上就没有存在的必要。事实上,我国证券市场的投资结构以散户为多,投资者投资理念具有过度投机性、短期性及从众性等特点,这些因素都大大增加了证券价格非理性波动的风险性。有关专家的实证分析表明:我国A股市场系统性风险(即由于某种因素对证券市场上所有证券带来损失的可能性)占总风险比例达到39%,远高于发达国家成熟股市25%左右的平均水平,因此我国券商在承销证券时实际面临很大的市场风险。<sup>[4]</sup>而且,在我国证券市场上虽然有1500余家上市公司,但按照成熟股市的标准,目前我国证券市场上大盘蓝筹股的数量比例非常小。西方发达国家证券市场的历史经验表明,蓝筹股对稳定证券市场、塑造理性投资理念、促进股市发展进而推动经济发展具有巨大的作用。因此培育和推动蓝筹股在国内上市既是实现我国股市良性运行的必然选择,也是解决国内大型企业融资需求的现实呼唤。而由于蓝筹股规模巨大,其上市更易造成巨大的供求压力,从而加剧非理性的价格波动(下降)的可能性。<sup>[9]</sup>所以,中国证券市场的发展实际已经对合法实施安定操作提出了现实要求,超额配售选择权机制也必将大有可为。

2006年9月19日开始施行的《证券发行与承销管理办法》规定“首次公开发行股票数量在4亿股以上的,发行人及其主承销商可以在发行方案中采用超额配售选择权”。再次确认了超额配售选择权机制是在我国合法实施安定操作行为的具体措施,并且将首次公开发行股票适用超额配售选择权的范围限定为发行数量在4亿股以上的大盘股,这也体现了超额配售选择权机制在我国的发展趋势。在这样的背景下,2006年10月27日工行在首次公开发行A股的过程中引入超额配售选择权机制,该机制才终于在我国的实务操作中得到采用,可以说这既是帮助大盘股实现股价由一级市场向二级市场平稳过渡的有力举措,也是我国

证券市场日趋成熟的必然结果。不过, 尽管超额配售选择权机制已在实践中发挥护盘作用, 我国有关的法律规定却不甚明确, 以致安定操作在我国至今身份暧昧, 这一情况亟需改善。

#### 四、完善现有规定的建议

##### 1. 相关法律法规的衔接

超额配售选择权在我国正式出现在证监会于 2000 年 4 月 30 日发布施行的《上市公司向社会公开募集股份操作指引(试行)》, 其中规定: “经中国证监会同意, 发行人可以与主承销商在承销协议中约定授予主承销商超额配售选择权, 在包销数额之外预留不超过本次拟发行股份数额 15% 的股份, 预留股份应在发行人股东大会批准的本次发行股票的数量之内, 为本次发行的一部分。”并在释义中指出, 主承销商在未动用自有资金的情况下可以通过行使超额配售选择权平衡市场对某只股票的供求, 起到稳定市价的作用。超额配售选择权机制的积极意义因此最早以部门规章的形式得到了正面肯定。之后, 证监会又于 2001 年 9 月 3 日发布施行《超额配售选择权试点意见》, 对超额配售选择权机制的授权、协议、程序、披露等方面作出了具体规范, 基本满足了规范主承销商行使超额配售选择权的行为的要求。2006 年 9 月 19 日开始施行的《证券发行与承销管理办法》在“证券承销”一章中再次确认了超额配售选择权机制在我国的合法地位, 并且将首次公开发行股票适用超额配售选择权的范围限定为发行数量在 4 亿股以上的大盘股, 体现了超额配售选择权机制在我国的发展趋势。

但是, 上述规定均以部门规章的形式作出, 存在与上位法衔接协调的问题:

(1) 一般认为, 我国《证券法》第三十三条第二款规定的“证券公司在代销、包销期内, 对所代销、包销的证券应当保证先行出售给认购人, 证券公司不得为本公司预留所代销的证券和预先购入并留存所包销的证券”, 阻断了安定操作行为的开展。不过超额配售选择权机制通过向投资者预售超额股份成功地回避了与这一规定的冲突, 因此关于该款规定应不存在问题。

(2) 我国《证券法》第七十七条规定, 禁止任何

人单独或者通过合谋, 集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖, 操纵证券交易价格或者证券交易量。而在超额配售选择权机制下, 超额配售选择权行使期内, 如果发行人股票的市场交易价格低于发行价格, 主承销商用超额发售股票获得的资金, 按不高于发行价的价格从集中竞价交易市场购买发行人的股票, 该行为本质上也应视为人为地采取连续交易等手段以阻止、防止或延迟证券价格的下跌, 其客观表现似乎与连续交易的操纵市场行为并无区别。不过就主观动机而言, 连续交易操纵行为具有利用该行为产生的市场假象和价格变动诱使他人买卖被操纵证券的动机, 其目的是获取不正当利益, 而超额配售选择权机制下进行的安定操作是通过连续购买一定数量的证券而达到稳定其价格的意图, 并以发行人能顺利完成发行为最终目的。因此, 无论从行为目的, 还是从监管及立法者的本意来分析, 超额配售选择权机制都不应属于《证券法》第七十七条所禁止的操纵市场行为的类型。只是由于二者的客观相符产生了相关行政规章与法律之间的不和谐, 也极易造成对有关规定在理解与认识上出现混乱。鉴于这种状况, 建议在《证券法》禁止连续交易操纵行为的规定之后增加一项补充说明: “超额配售选择权的实施应当遵守中国证监会、证券交易所和证券登记结算机构的规定。”以理顺、澄清超额配售选择权机制的法律地位, 克服相关行政规章与上位法律之间在衔接上的障碍。

##### 2. 具体规范的完善

同时, 《超额配售选择权试点意见》对超额配售选择权机制的具体规范也存在有待商榷之处: 其中规定承销商先与投资者达成预售超额股份的协议, 在股票破发的情况下再动用投资者的预付资金, 按不高于发行价的价格从集中竞价交易市场购买发行人的股票, 分配给提出认购申请的投资者。因为此时从二级市场买入股票的价格往往低于其发行价格, 而投资者却是按发行价认购股票, 这中间就形成了一笔差价, 加之我国《证券发行与承销管理办法》将首次公开发行股票适用超额配售选择权的范围限定为发行数量在 4 亿股以上的大盘股, 这笔差价动辄就是上百万的数额, 将

该部分利益直接归于承销商所有似乎并不合适:

首先,超额配售选择权机制下进行安定操作运用的是投资者预付的资金,承销商因此避免了动用资金的机会成本以及风险的承担,但却享受从中获得的收益,这显然是不合理的。其次,安定操作与连续交易操纵行为的不同之处正在于其不以获取连续交易产生的股票差价为目的,但如果承销商因为稳定股价的行为而赚取二级市场价格与发行价格之间的差价,则很难区别于操纵市场行为。而假设由战略投资者享有该笔差价,只要锁定了这部分超额股票,就完全可以避免操纵市场行为的出现。再次,与1.5%到3%的承销费率相比,股票市场价与发行价之间的差额也很可能过高,以致影响到承销商对超额配售选择权的正常行使,甚至偏离超额配售选择权机制的本意。最后,即使考虑到承销商进行安定操作的报酬问题,也应该通过协商,由发行人来承担这部分融资费用,而不应将募集资金的费用转嫁给投资者。

综上所述,笔者认为,因行使超额配售选择权而产生的这部分股票市场价与发行价之间的差价利益应由提出认购申请的投资者享有。事实上,由于战略投资者在股票发行的过程中承担较大的风险,将该笔差价归其所有也可以提高投资者的参与热情,最终促进超额配售选择权机制的运行和融资行为的开展。所以建议将相关规定改为,承销商在股票破发的情况下,按不高于发行价的价格从二级市场购买股票后,以买入价分配给提出认购申请的投资者。

虽然我国的超额配售选择权机制目前才刚刚起步,但随着我国证券市场的不断成熟以及相关法律规定的不断完善,超额配售选择权在实践中的运用必将逐渐普遍,并对证券市场融资行为的顺利开展起到“保驾护航”的作用。

## 注释:

林光祥. 证券市场操纵证券价格与法律防制[D]. 台湾大

学法律学研究所硕士论文. 转引自程啸. 论操纵市场行为及其民事赔偿责任[J]. 法律科学, 2001(4): 91-104. 美国、德国、日本、欧盟、香港、台湾等国家和地区都对安定操作行为进行了相关规定。

我国的超额配售选择权机制虽然在行政规章中已有规定,并且能够实际起到稳定股价的作用,但是《证券法》中对此却没有任何体现,该法第三十三条、第七十七条的有关规定也容易令人认为我国法律不存在安定操作的立足之地,因此,安定操作在我国的合法地位往往遭到误解。例如,陈共炎所著《证券公司治理机制与对策》(2005年出版)在提及公司治理的法律环境时就认为我国缺乏安定操作机制的相关规定;深交所2005年9月19日的研究报告在肯定超额配售选择权机制实际上是安定操作的一个衍生环节的情况下仍然提出我国证券法律中未有规定安定操作;深交所2006年3月27日的研究报告对此持同样观点;而甘德健在《安定操作及其法律规制》(刊于2006年第5期《经济师》)一文中也揣度监管及立法者在本意上对安定操作持否定态度。

## 参考文献:

- [1] 何基报,徐洪涛. 市场操纵行政法律责任构成要件研究(深证综研字第0129号)[EB/OL]. (2006-04-04) [2007-01-09]. <http://www.szse.cn/UpFiles/Attach/1088/2006/04/04/1621340580.pdf>. 35.
- [2] 程啸. 论操纵市场行为及其民事赔偿责任[J]. 法律科学, 2001(4): 91-104.
- [3] 尹永铸. 华夏基金投下关键一票——华鲁恒升首穿绿鞋内情[N/OL]. 新浪财经. (2005-03-13) [2007-01-09]. <http://finance.sina.com.cn/fund/jjcc/20050313/15511425935.shtml>.
- [4] 徐国祥. 我国证券市场风险测定量化研究[EB/OL]. (2004-06-27) [2007-10-09]. <http://edu.stats.gov.cn/CoursewareRoot/System/theme/20041798504ZY/p19.pdf>.
- [5] 甘德健. 安定操作及其法律规制[J]. 经济师, 2006(5): 73-74.

[责任编辑 林治华]