

# IPO禁售协议

来自美国和中国的观点

## 引言

**禁售期**（或**禁售协议**）指禁止投资者出售其所持股票的一段时间。禁售期通常适用于对冲基金或首次公开发行（IPO）：

- **对冲基金。**禁售协议让基金经理有时间退出流动性可能不足的投资，而不会压低其投资组合的价格。如果没有禁售期，基金经理将需要从本可用于投资的资金中预留大量现金，从而降低投资者的潜在回报。
- **首次公开发行。**对于希望通过IPO上市的私营公司，禁售期可防止公司内部人士（即创始人、企业所有者、管理层、员工、朋友和家人、风险投资者、机构投资者和其他早期私募股权投资投资者）在IPO之后的固定期限內出售其股票。禁售期届满后，股东则可通过二级市场自由买卖股票。

本文探讨了在IPO过程中禁售期的作用，并分析了美国和中国（包括中国香港）之间禁售期惯例的主要差异。文末总结了从业者在受禁售限制的股票进行估值时应考量的估值因素。

## 禁售期届满

大众普遍认为，签订IPO禁售协议可防止公司投资者在公开交易开始时，利用其相较于一般投资者的股权优势，向市场抛售卖单并压低股价。虽然禁售条款有助于在IPO后的一段时间内稳定股价，但通常这一协议仅仅是在禁售期到期之前延迟了抛售行为的发生，而抛售行为本身则是不可避免的。以爱彼迎（**Airbnb Inc.**）股票为例，该公司禁售期于2021年5月17日到期，在禁售期届满后的首个交易日，公司股价在的第一个小时内下跌了6%以上（见上图）。

由于禁售期属于IPO招股说明书中提及的公开信息，根据**有效市场假说(Efficient Market Hypothesis)**理论，禁售期到期之后公司内部人士出售股票对于股价的影响应该可忽略不计。然而，禁售期届满后的股价下跌成为了市场普遍现象，这意味着市场始终无法捕捉此类早已预知的信息。下列几种假说试图解释这种现象：



资料来源：marketbeat.com——爱彼迎2021年5月17-18日股价。

- **以买入价执行的交易比例增加**——这是由于解禁当天解禁股东下达的卖单造成的。
- **价格压力。**解禁当天，解禁股东下达大量卖单而暂时压低股价
- **斜率为负的需求曲线。**当内部人士出售他们的股票时，公众则须持有更多的股票。如果公众的需求曲线斜率为负时，则将导致股价永久下跌。
- **低估的内部出售**，即解禁股东出售的规模始终超出投资者的预期。
- **风险投资效应。**当公司有风险资本参与投资时，股票价格下跌幅度会更大，因为风险资本的资金结构方式（例如十年固定存续期限），决定了他们往往会比其他上市前投资者更激进地出售股票。

实证研究对这些假设进行了检验，得出了不同的结果。

鉴于市场可能并未将所有公开信息理性地反映在股价中，禁售期成为了大多数投资者在投资新上市公司时必须面临的首要风险。因此，投资者在作出投资决策时应考虑以下因素：

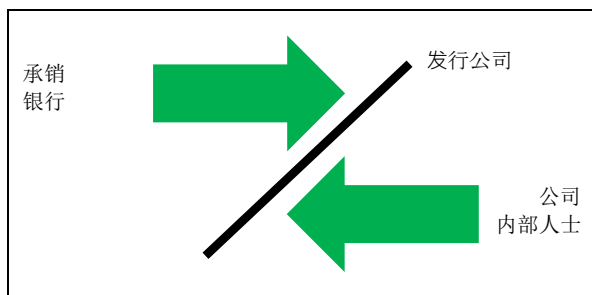
- 由于投资者希望在股票解禁之前退出该投资，股价通常会在禁售期到期日之前几天或更早开始下跌。**市场悬置**（即发行在外但不能在IPO后进行交易的股份的

数量）效应产生的影响在由基石投资参与的IPO中更为显著（见下文）。

- 较大规模的IPO有时会采用多个禁售期，从而让市场避免在一个交易时段内迎来大量新股票供应。
- 禁售期的重要性体现在投资者可以将内部人士的交易行为视作股价未来表现的晴雨表，即如果内部人士继续持有股票，则显示他们可能认为股价会上涨，但一旦他们出售股票，则可能会向市场传递其对公司前景缺乏信心的信号。

## 美国的禁售协议

在美国，任何监管机构（例如美国证监会）和交易所（例如纽约证券交易所）不会通过法律形式规定禁售期。相反，由承销商和公司内部人士之间自愿签订禁售协议，已成为行业默认标准（“**承销商禁售期**”）。通常情况下，公司投资者和员工更加青睐较短的禁售期，使得他们可以更快地将股票套现，而承销商则更倾向于较长的禁售期，以防止内部人士抛售股票拉低股价。而发行公司自身则处于二者之间，既希望取悦于员工和投资者，又不想让人觉得公司内部急于抛售、对股票缺乏信心。



协商禁售期的期限

禁售协议通常规定，在股票上市后的特定期限内，未经承销商书面同意，公司内部人士不得出售股票。而美国证券法则要求采用禁售期的公司在提交IPO注册文件（包括招股说明书）中披露相关条款。

### 美国的IPO禁售条款

**EDGAR** 数据库向公众免费提供公司向美国证监会提交的注册、申请文件。在向美国证监会注册申请IPO时，国内公司必须提交注册声明或表格S-1，而IPO招股说明书通常是登记文件的主要部分。公司可以在随后提交的S-1/A对表格S-1进行修改，包括对禁售期条款进行更改。外国公司的则需要提交表格F-1。禁售条款及约定可见表格S-1（或F-1）下列章节：(i)未来符合出售条件的股份；(ii)承销。

美国的大多数禁售期持续时间介乎于90至180天之间，而**180天**是迄今为止最为常见的标准。通常受禁售期约束的股东包括大股东（拥有50%以上有投票权的股份）、主要股东（拥有10%以上有投票权的股份）和5%股东（拥有

5%以上有投票权的股份）。禁售也可能适用于售股股东。这类股东将其股份登记为IPO的一部分，并直接从出售其股份（而不是公司）中直接获得所得款项。

尽管采取180天禁售期很流行，但为不同投资者构建不同禁售期限成为了当下新的趋势：

- **通过特殊目的收购公司（SPAC）进行交易。**在SPAC交易中，一家新成立的公司通过IPO在公开市场筹集资金，然后使用所得款项收购一家私营公司。SPAC交易的禁售期通常比传统IPO更长、更复杂（例如12个月或更长，且到期日各不相同）。

有关SPAC的更多信息，请参阅我们有关[SPACs 2.0](#)、[SPAC 2.0更新](#)和[航空航天业的SPACs交易](#)。

- **直接上市。**在直接上市中，现有股份无需承销发行即可在公开市场上买卖，不受一般的禁售协议的限制。拥有强劲增长和健康财务状况记录的公司是直接上市的理想候选公司，可以在没有禁售协议约束的情况下上市。

### 科技企业IPO：脸书（Facebook）相关禁售协议

Facebook的禁售协议无疑是最引人注目的例子之一。该公司于2012年5月18日以每股38美元的价格上市，并共计采用了五个不同的禁售期限：

禁售（天）	适用于：
91	除扎克伯格外，售股股东（主要是原始投资者）持有的2.68亿股股份。
151至180	除扎克伯格外，董事和现有员工持有的2.47亿股股份。
181	包含扎克伯格持有6000万股股份在内的12亿股股份。
211	除扎克伯格外，售股股东持有的1.24亿股股份。
366	Mail.ru Group（持有5%股份的股东）和Digital Sky Technologies（售股股东）共计持有的4700万股股份。

禁售期约定开始变得越来越复杂并不仅限于传统的180天的标准，而这一现象在科技行业的IPO中尤为突出。例如，Zynga有165天的禁售期；而Zillow的内部人士则可在公司完成特定目标的前提下，在上市90天后出售所持股份。此外，有议价能力的大投资者可通过协商方式提前退出交易，而主承销商也可自行决定免除全部或部分禁售期限限制。

## 中国的禁售协议

在中国大陆，中国证券监督管理委员会（中国证监会）批准所有IPO（科创板和最近推出的创业板除外）并对上市规则做出规定。其中，中国证监会将禁售协议纳入了上市规则并做出了相应的规定<sup>2</sup>。

### 中国大陆的IPO禁售条款

**巨潮资讯**网站提供了中国大陆上市发行人监管备案和信息披露的渠道。禁售条款通常可见于IPO招股说明书的以下章节：(i)发售概览；和(ii)重要事件提醒。

### 中国香港的IPO禁售条款

**披露易**数据库提供了上市发行人向香港交易及结算有限公司（香港交易所）提交的监管文件和信息披露的渠道。在香港交易所（HKSE）主板或创业板（GME）进行首次公开发行时，公司必须提交新上市公告通知和IPO招股说明书。与美国市场一样，有大量中国公司在香港上市<sup>3</sup>。禁售条款可见于IPO招股说明书的以下章节：(i)历史和公司结构（多见于“首次公开发行前投资”）；(ii)大股东；(iii)基石投资者；(iv)承销。

一票”结构（例如“A类”股份每股对应一票投票权，而“B类”股份则每股对应多票投票权）。这一双重股权结构使得创始人可以对其公司拥有更大的控制权。

近年来，双重上市在中国大陆科技公司中很受欢迎。比如百度、京东、网易等都跟随阿里巴巴的脚步，实现了美港双重上市。但特朗普总统于2020年12月签署并于2021年初生效的《外国公司问责法案》（HFCA）则对美港双重上市的前景产生了不确定性<sup>5</sup>。

### 基石投资者与上市前投资者

在香港，发行公司、上市前投资者和基石投资者也可以按照自愿原则达成禁售期协议。基石投资者是预先承诺（通常在提交上市申请之后但在路演和投标询价之前）且优先按照固定比例投资IPO股份的投资者群体。此类基石投资者的股份分配是具有保证的，并且他们必须以IPO价格进行投资。

相比之下，上市前投资的股东通常通过优先股或可转换债券的形式在公司发展更早的阶段中参与投资。基石投资者通常仅出于财务动机进行投资。相比之下，上市前投资者通常在具有财务动机的同时拥有运营或商业方面的专业知识（包括通过董事会代表参与被投公司的战略和管理决策），并可以以更优惠的条件进行投资（例如具有董事提名权、否决权、反稀释权、利润保证、信息权、优先购买权或共同出售权、清算权等）。此类特殊权利的获得既是对参与早期（高风险）投资的回报，也时对股东的不平等待遇。由于上市遵循股东享有平等待遇的一般原则，此类特殊权利在上市后一般不再存续（请参见GL43-12）。上市后仍可存在的一个条款则是IPO禁售期，而这一条款通常适用于基石投资者和上市前投资者。

基石投资者通常是大型机构和知名人士，包括资产管理公司、主权财富基金、对冲基金和当地大亨。最近，私募股权公司也开始参与这类投资<sup>6</sup>。自全球金融危机以来，基石投资日益受到市场追捧，尤其是在亚洲市场，当动荡的股市使企业成功上市充满挑战性时。通过保证将一部分股份出售给知名投资者，基石投资借此向市场表明对准备进行上市的公司充满信心，并可提高该股份发行的知名度，从而吸引更多的市场参与者投资新股并降低该IPO的风险。近年来，基石投资者已成为亚洲IPO成功的关键。

在香港IPO中，一般允许在满足以下前提时向基石投资者进行配售：

- 配售按IPO价格进行。
- IPO股份有至少6个月的禁售期（通常与上市前投资者相同）。
- 除保证股份分配之外，没有为基石配售提供其他任何直接或间接利益（例如财务援助）。

IPO的上市规则规定，以下人员须遵守**36个月禁售期**：(i) **控股股东**（持有**30%以上**有投票权的股份），和(ii) **实际控制人**（定义为“并非公司股东，但通过投资关系、协议或其他安排对公司具有实际控制的一方”）。所有其他股东一般须遵守**12个月**的禁售期。这种“**法定禁售期**”不同于美国主要由承销商决定的禁售期。

在香港，**控股股东**受主板和创业板上市规则的禁售期限制：

- **主板规则第10.07(1)条**：禁售期为**6个月**，如果在6个月后出售的股份导致股权所有者不再是控股股东，则禁售期额外延长6个月。
- **创业板规则第13.16A(1)条**：禁售期为**12个月**，如果在12个月后出售的股份导致所有者不再是控股股东，则禁售期额外延长12个月。

### 双重上市：阿里巴巴的禁售协议

2014年9月19日，阿里巴巴在纽交所的IPO中募资250亿美元，成为历史上规模最大的IPO。2019年11月26日，阿里巴巴成功在香港交易所再度上市，进一步筹资110亿美元，使阿里巴巴成为全球最大的双重上市股票。

美国上市：

禁售（天）	适用于：
91	一名可转换优先股股东持有的800万股股份（占总股份比例小于1%）。
181	由执行官、董事、合伙人、员工和机构股东持有的4.37亿股股份（占总股份比例18%）。
366	马云、蔡崇信、雅虎和软银持有的14亿股股份（占总股份比例58%）。

香港上市：

禁售（天）	适用于：
90	包括马云和蔡崇信在内的董事和执行官所持有的19亿股股份（占总股份比例9%）。
	软银持有的54亿股股份（占总股份比例25%）。

在选择IPO发行市场时，香港败给纽约的原因之一就是当时香港交易所禁止具有双重股权（或**加权投票权**）股份结构的公司上市<sup>4</sup>。双重股权公司可发行具有不同投票权的股份类别，而不同于传统的“一股



- 配售安排的详情，包括投资者的身份和背景以及分配的股份数量，将在上市文件中披露。

基石投资的条款，包括禁售期，在基石投资者与发行公司之间签订的**基石投资协议（CIA）**中界定。

虽然基石投资增强了市场对上市公司的信心，但这一投资方式也备受批评。基石投资导致上市后公司股票流通不足，从而降低了股票在市场中的流动性，剥夺了股东在市场上交易和/或变现其投资的能力。另一个潜在问题是，基石禁售期可能会吸引较低质量的投资者。他们不太关心上市后交易能力是否受限，甚至不太关心公司的实际估值。

最后，应将基石投资者与**锚定投资者**区分开来，后者在投标询价过程中下订单，但其股份分配并没有得到保证。锚定投资者通常不会在招股说明书中披露，并且也**无需遵守禁售期规定**。

## 估值考虑

在**国际私募股权和风险资本评估准则(IPEV)**指出：

*如果证券而非持有人存在某些合同、政府或其他法律强制执行的限制，导致该投资工具的流动性减低，从而对市场参与者在估值日计算股票的价格，则应对其在活跃市场中的报价采取相应的折价。*

由于IPO禁售在一段时间内有效地阻止股份出售，假设在禁售期出售股份，也要将禁售期限限制出售给买方，才可能完成假设交易。因此，禁售限制被认为是资产的特征，而不是持有人的特征。所以，在对股份进行估值时应考虑其包含的禁售特征。由于市场参与者通常不会为受禁售限制的股份支付可观察到的1级价格，因此，应对股价采取**缺乏市场流通折价(DLOM)**。**FASB ASC 820-10-55-52**指出以下内容：

*在此情况下，该工具的公允价值将根据同一发行人在公开市场交易的、在其他方面相同且不受限制的权益工具的报价进行计量，并以反映限制措施的影响进行相应的调整。该调整应反映市场参与者因无法在特定时期内在公开市场交易该工具所产生的相关风险。*

这一折价应根据限制的持续时间（折价在限制期结束时将归零）和价格的风险（波动性）的不同而有所不同。因此，目前市场上已开发出几种**期权定价模型**来对DLOM进行评估，例如：

- **保护性看跌期权（Chaffe, 1993年）**。折价基于平价欧式看跌期权。

- **亚洲保护性看跌期权**。是上述保护性看跌方法的一种变体，折价基于限制期内的平均价格，而并非基于最终价格。

- **Longstaff（1995年）**。折价基于回顾风格期权。

- **Finnerty（2002年，2012年更新）**。折价基于平均行权价的看跌期权。

运用期权定价模型进行估值的方法受益于其可以恰当地捕捉久期和风险之间的关系的特点。此外，大量研究表明，期权定价模型产生的结果与有限的、可观察的市场数据高度关联。

根据**美国注册会计师协会(AICPA)**，这些方法中获得最广泛认可的是Finnerty模型和亚洲保护性看跌期权。**中国证券投资基金业协会 (AMAC)** 则建议估值分析师采用亚洲保护性看跌期权方法。

估计DLOM具有挑战性，而且这些方法中没有一种方法在所有方面都完全令人满意。另一个需要考虑的方面是新上市公司的波动性通常是不可观察的，属于主观因素（可参考上市可比公司股票的波动性来估计）。因此，估值分析师在使用这些模型得出DLOM时，也应作出自身判断并考虑所有事实和情况。

*有关在公共股权的私人投资 (PIPE) 证券中使用DLOM和对SPAC PIPE进行估值的进一步讨论，请参阅我们的报告 [SPACs 2.0](#)和[SPAC 2.0更新](#)。*

撰文：

Peter Alleston，私募股权和债务服务

## 脚注

<sup>1</sup> 截至2021年5月5日，据[美中经济与安全评估委员会](#)报告称，包括8家国有企业在内的248家中资公司在纳斯达克、纽约证券交易所或美国纽约证券交易所上市，市值总计2.1万亿美元。

<sup>2</sup> 中国 *审批制IPO* 的制度不同于美国注册制的上市制度。后者的上市流程更短、更透明、并且更加以市场为导向。

<sup>3</sup> 截至2021年4月30日，据[香港交易所](#)报告称，在香港交易所上市的H股公司（在中国大陆注册成立并在香港上市的中资公司）达273家，总市值高达6.9万亿港元；而红筹公司（在中国大陆以外注册成立并在香港上市的中资公司）达172家，总市值高达5.1万亿港元。创业板中对应的相关数据如下：H股19家公司，市值总计23亿港元；红筹股4家公司，市值总计9亿港元。

<sup>4</sup> 香港交易所自2018年4月修订其规则，允许具有不同投票权架构的“创新型公司”在主板上市。

<sup>5</sup> 《外国公司问责法案》(HFCA) 要求外国公司接受美国上市公司会计监督委员会(PCAOB)对其审计进行检查，披露其是否由外国政府拥有或控制，并列出身为中国共产党的(CCP)官员的任何董事会成员。不遵守规定的公司可能会从美国证券交易所退市。

<sup>6</sup> 私募股权作为基石投资者参与投资具有争议，并直接导致了一个问题：即私募股权公司是否应该为其在公开市场进行的投资收取管理费和绩效费。与私募股权交易不同，基石投资者对其投资的公司没有治理权和控制权（或最起码的重大影响）。

## 参考书目

L. Field和G. Hanka, 2000年, “IPO股份禁售期到期”, 《金融杂志》

## 免责声明

本报告中所含信息为保密信息。未经IHS Markit或其任何关联公司（“IHS Markit”）事先书面批准，严禁以任何媒介或任何方式对本文件全部或部分内容进行非授权使用、披露、复制或传播。IHS Markit拥有本报告所包含的所有受许可的IHS Markit徽标和商品名称。本报告（包括其他媒介）中的观点、陈述、估计和预测仅代表作者在撰写本文时的个人观点，并不一定反映IHS Markit的观点。如果任何内容、意见、陈述、估计或预测（统称为“信息”）发生变化或随后变得不准确，IHS Markit和作者均无义务更新本报告。IHS Markit对本报告中任何信息的准确性、完整性或及时性不作任何明示或暗示的保证，并且不就任何不准确或遗漏而对任何接收者承担任何责任。在不限制上述规定的情况下，对于任何接收者因所提供的信息或者其或任何第三方决定采取的任何行动（无论是否基于所提供的任何信息）而遭受或与之有关的任何损失或损害，IHS Markit不对任何接收者承担任何责任，无论是在合同、侵权（包括疏忽）、保证、法规或其他方面。IHS Markit包含指向外部网站的链接不应被理解为对该网站或网站所有者（或其产品/服务）的认可。IHS Markit不对外部网站的内容或输出负责。版权所有 © 2021, IHS Markit®。IHS Markit保留所有权利和所有知识产权。