

战略投资者的定位、功能 与监管约束

——兼评上市公司再融资《“战投”监管问答》

赵洪春*

摘要:战略投资者是在相关行业或者同行业具有较强战略资源,谋求与上市公司之间的长期共同战略利益,愿意长期持有上市公司较大比例股份,帮助上市公司显著提高内在价值以及公司质量的投资者。上市公司向特定对象发行股票、引入战略投资者,是战略投资者参与上市公司治理的最常见方式之一。自2020年2月证监会发布再融资《“战投”监管问答》以来,上市公司以向特定对象发行股票的方式成功引入战略投资者的案例屈指可数,反映出制度承载功能尚未充分发挥。建议提升对战略投资者认定的包容性,提高对战略投资者锁定期要求,明确战略投资者持有股份的最小比例,完善对定价定增发行后的持续监管,以期更好发挥战略投资者的制度功能。

关键词:战略投资者 再融资 非公开发行
证券监管

* 华东政法大学博士研究生。

引言

2020年2月14日,证监会发布《上市公司再融资制度部分条款调整涉及的相关规则》(以下简称《再融资新规》),对上市公司再融资的部分规则进行调整适用,大幅放宽了上市公司再融资的发行条件。^[1]《再融资新规》发布后,上市公司申请再融资意愿强烈,短短1个月时间内先后有130余家公司发布再融资预案,其中50家公司拟通过非公开发行股票中的定价定增方式引入战略投资者。以高瓴资本入股凯莱英为代表,多家上市公司在发布引入战略投资者的预案后,公司股价短期内出现大幅上涨,引起市场关注。同时,部分机构投资者假借战略投资者之名,行投机炒作套利之实,很快引起了监管机构的注意。

2020年3月20日,证监会发布《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》(以下简称《“战投”监管问答》),提高对战略投资者的认定标准,严格审核尺度,重新给刚出不到一个月的新规打上“补丁”。短时间内,诸如凯莱英(拟引入高瓴资本)、帝欧家居(拟引入碧桂园创投)、掌阅科技(拟引入百度旗下投资主体)等企业纷纷撤回申请文件或修改发行方案,导致战略投资者通过再融资方式参与上市公司治理出现“急刹车”和“速冻”问题。由于没有配套推出便利融资的措施,《“战投”监管问答》发布两年来,成功适用的公司屈指可数,截至2022年3月底,仅宁波港、德邦股份、先导智能、国轩高科、中持股份等5家公司。战略投资者,在股东资源的投入、嫁接、整合中,扮演着不可替代的角色,战略投资者身

[1] 本次修订的核心内容包括:一是允许战略投资者将定价基准日设定为非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日,不再将发行期首日作为非公开发行股票的唯一选择,可以提前实现“锁价”目标;二是将发行价格不低于定价基准日20个交易日公司股票均价的9折改为8折,定价折扣力度更大,打破了上市公司非公开发行长期以来的“九折定律”;三是锁定期由36个月和12个月分别缩短至18个月和6个月,且不适用减持规则的相关限制,提高了参与认购股份的流动性。

份适用的受限,在一定程度上使战略投资者通过非公开发行股票中的定价定增方式进入上市公司的独特优势无从发挥,制度承载的功能丧失。

《“战投”监管问答》的推出与实施,实际上是近年来境内资本市场对战略投资者监管的一个缩影。本文以再融资《“战投”监管问答》发布两年来的实施情况为切入点,重新梳理战略投资者的功能和定位,聚焦战略投资者的身份认定以及监管导向,立足以信息披露为核心的注册制改革理念,进一步提出完善再融资中战略投资者监管的政策建议。

一、战略投资者是提升上市公司价值的重要力量

(一) 战略投资者的内涵与功能作用

1999年7月,证监会发布《关于进一步完善股票发行方式的通知》(证监发行字〔1999〕94号)(已失效),其首次提到“战略投资者”的概念。根据该通知,与发行公司业务联系紧密且欲长期持有发行公司股票的法人,称为战略投资者。战略投资者应当符合一定的要求,包括战略投资者应与发行公司订立配售协议并约定其持股时间不得少于6个月,应当对战略投资者的主要持股情况及其股权变更情况进行及时信息披露等。2005年12月,商务部和证监会联合五部委共同发布《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》(已被修改),规范股权分置改革后外国投资者对A股上市公司进行战略投资,再次对“战略投资”进行了明确,即战略投资是指外国投资者对已完成股权分置改革的上市公司和股权分置改革后新上市的公司通过具有一定规模的中长期战略性并购投资。2020年2月,证监会《“战投”监管问答》的发布,更进一步对“战略投资者”的定义进行了明确,即战略投资者是指具有同行业或相关行业较强的重要战略性资源,与上市公司谋求双方协调互补的长期共同战略利益,愿意长期持有上市公司较大比例股份,愿意并且有能力认真履行相应职责,委派董事实际参与公司治理,提升上市公司治理水平,帮助上市公司显著提高公司质量和内在价值,具有良好诚信记录,最近三年未受到证监会行政处罚或被追究刑事责任的投资者。相

较于前述规则,本次战略投资者的内涵更为丰富,不仅要求战略投资者具备战略性资源、愿意长期持有公司股份、持有较大比例股份,还要求委派董事参与公司治理且满足合规性要求。

境内外学者对“战略投资者”的内涵外延也作了深入分析研究。如 Barclay 认为,战略投资者是指以谋求长期战略利益为目的,与被投资方的重要业务拓展有密切联系且拥有促进被投资方业务发展的实力、持股量较大且长期持有并积极参与公司治理的投资者。^[2] 王斌等认为,在公司上市后,公司面临资源不足,需要通过股权再融资等吸引股东加入时,那些拥有独特战略资源,能够产生战略整合与资源互补、谋求协同发展的投资者就是该阶段公司的战略投资者。^[3] 刘凤元等认为,战略投资者指的是与商业企业具有战略合作关系或者能够为企业提供战略支撑的投资者。^[4] 邸丛枝等通过对中粮资本引入战略投资者的效果分析后指出,引入战略投资者,不仅要考虑战略投资者的资金实力,更重要的是战略投资者与企业的战略相匹配,其业务发展模式、经营管理方式、客户资源和市场渠道等方面能对混改企业的经营发展带来积极影响。^[5] 张继德等通过对中国联通混合所有制改革的分析后认为,向民企战略投资者非公开发行股票会稀释国有资本控股比例,分散股权结构,有利于同民营资本进行融合并相互制衡,进而提高公司治理效率。^[6]

综合目前学界和实务界对战略投资者的界定来看,战略投资者呈现如下共同特征:第一,战略投资者应当具有一种或多种明显的优势资源,比如资金、技术、市场、经验等,能够对被投资公司业务拓展或综合

[2] Michael J. Barclay and Clifford G. Holderness, *Negotiated Block Trades and Corporate Control*, *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 3; *Papers and Proceedings, Fiftieth Annual Meeting*, American Finance Association, Washington, D. C., December 28 - 30, 1990 (July, 1991), pp. 861 - 878.

[3] 王斌、刘一寒:《论战略投资者》,载《财务研究》2021年第5期。

[4] 刘凤元、屈颜:《基石投资者制度——基于A股市场研究》,载《西南金融》2021年第5期。

[5] 邸丛枝、庞晴、张梅:《“引入战略投资者+整体借壳上市”两阶段混改的路径与效果研究——以中粮资本为例》,载《财会通讯》2022年第6期。

[6] 张继德、刘素含:《从中国联通混合所有制改革看战略投资者的选择》,载《会计研究》2018年第7期。

能力的提升具有明显帮助,这是战略投资者有别于一般投资者的重要标志。第二,战略投资者应当坚持长期主义,追求长期价值,以长时间持有公司股份为目标,有着与公司共同成长的意愿,这是战略投资者有别于资本市场投机者的重要标志。比如,《关于进一步完善股票发行方式的通知》要求持股时间不少于6个月,《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》和《“战投”监管问答》要求中长期战略性并购投资或长期持有上市公司股份,都体现了这个特征。第三,战略投资者应当持有被投资公司一定规模或者比例的股份,这是战略投资者有别于一般财务投资者的重要特征,战略投资者应当是被投资公司的重要利益相关者,也正因此,战略投资者才能有动力将其资源投入上市公司,帮助提升其市场价值。第四,战略投资者应当有强烈参与上市公司治理和生产经营的意愿,战略投资者可以通过派驻董事进入管理层,积极参与公司业务和治理,以提高经营效率与盈利水平从而获得较高的长期回报。

(二) 战略投资者的监管制度架构

战略投资者的引入,不仅能为上市公司带来资金储备,还能为上市公司带来更多先进的技术和管理经验,有助于上市公司优化财务结构、提高治理水平和提升市场价值。围绕战略投资者的监管约束,中国证监会及其他监管部门持续完善相关监管规则,并集中体现在公司首发上市的发行承销、上市公司再融资以及国资国企改革等有关规则中。

1. 在首发上市的发行承销方面。证监会早在《证券发行与承销管理办法》中便已明确规定,首发股票数量在4亿股以上的,可以向战略投资者配售,且应当在扣除向战略投资者配售部分后确定网下网上发行比例。^{〔7〕}应当说,监管部门对于战略投资者参与公司首次公开发行,持着较为鼓励的态度。在科创板和创业板注册制改革过程中,对于战略投资者参与公司首发上市的发行承销,也都保持支持态度,并进一步细化对战略投资者的要求。以科创板为例,根据《上海证券交易所

〔7〕 2018年《证券发行与承销管理办法》第14条第1、2款规定:首次公开发行股票数量在4亿股以上的,可以向战略投资者配售。发行人应当与战略投资者事先签署配售协议。发行人和主承销商应当在发行公告中披露战略投资者的选择标准、向战略投资者配售的股票总量、占本次发行股票的比例以及持有期限等。

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8条^[8]的规定,允许参与战略配售的投资者除与发行人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业,还包括大型保险公司、国家级大型投资基金、公募基金等,进一步拓展了可参与战略配售的投资者范围。

2. 在上市公司再融资方面。关于战略投资者的内容主要体现在证监会发布的《上市公司非公开发行股票实施细则》第7条^[9]的规定中,根据该条文,上市公司拟引入境内外战略投资者的,可以提前确定全部发行对象,并以本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日作为定价基准日,实践中,上市公司引入战略投资者也主要选择此路径。2020年3月,证监会发布《“战投”监管问答》,提高了对战略投资者的认定标准。随后,科创板、创业板注册制改革中,基本延续了上述关于战略投资者的认定标准和要求。

3. 在深化国资国企改革方面。国有资产管理部門一直试图通过引入战略投资者以进一步激活国资国企改革发展的活力,支持战略投资者参与国企混改。近年来,多个文件中提出要积极引入战略投资者。比如,2018年10月,全国人大常委会预算工作委员会和全国人大财政经济委员会在《关于金融企业国有资产管理情况调研报告》中指出,在坚持国有控股地位的前提下探索混合所有制改革,引入民营资本,优化

[8] 《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8条规定:“参与发行人战略配售的投资者主要包括:(一)与发行人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业;(二)具有长期投资意愿的大型保险公司或其下属企业、国家级大型投资基金或其下属企业;(三)以公开募集方式设立,主要投资策略包括投资战略配售股票,且以封闭方式运作的证券投资基金;(四)参与跟投的保荐机构相关子公司;(五)发行人的高级管理人员与核心员工参与本次战略配售设立的专项资产管理计划;(六)符合法律法规、业务规则规定的其他战略投资者。”

[9] 《上市公司非公开发行股票实施细则》(2020年修正)第7条第2款规定:“上市公司董事会决议提前确定全部发行对象,且属于下列情形之一的,定价基准日可以关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日,认购的股份自发行结束之日起十八个月内不得转让:(一)上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人;(二)通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者;(三)董事会拟引入的境内外战略投资者。”

股权结构,发挥战略投资者作用。时隔两年,2020年10月,全国人大常委会预算工作委员会和全国人大财政经济委员会在《关于企业国有资产(不含金融企业)管理情况的调研报告》中又进一步指出,要推动混改企业聚焦核心主业,强化产业战略协同,引进战略投资者。又如,国务院在发布的《关于印发改革国有资本授权经营体制方案的通知》(国发〔2019〕9号)中指出,鼓励有条件的企业上市,引进战略投资者,提高资本流动性,放大国有资本功能。

二、再融资监管对战略投资者的具体要求

客观来说,战略投资者的制度设计与监管始终面临着“两难”:既要通过合理的制度设计最大限度发挥战略投资者的功能作用,又要防止战略投资者监管规则被滥用,甚至在执行中出现制度异化。近年来,上市公司通过再融资方式引入战略投资者,最易引起市场关注,也是战略投资者功能作用发挥最为充分的地方之一。特别是,上市公司以定价定增方式向特定对象发行股票,提前确定战略投资者,提前锁定交易价格,成为战略投资者进入上市公司最有效的方式之一。本文重点以上市公司定向增发中的战略投资者规则作为研究样本,解析战略投资者监管中的“两难”局面。

(一) 战略投资者是上市公司定向增发的重要参与者

上市公司向特定对象发行股票(俗称非公开发行、定向增发),主要分为定价定增和询价定增两种类型,定价定增主要是指根据《上市公司非公开发行股票实施细则》第7条的规定,上市公司向特定对象发行股票时,认购价格或定价原则得以提前确定的发行方式;询价定增是指上市公司在取得发行批文后,以询价的方式确定发行价格和发行对象的发行方式。根据近3年数据统计,定价定增类型约占上市公司非公开发行股票实施数量的30%。定价定增实施数量相较于询价定增数量较少,主要是因为根据《上市公司非公开发行股票实施细则》第7条的规定,上市公司只能在3种情形下采用定价定增的方式,适用要求高且适用场景有限。

相较于询价定增,定价定增方式有助于战略投资者增强预期、提前做出判断和决策,这也成为定价定增吸引战略投资者的有利方式。具体表现在:一是定价定增可以提前确定发行对象,询价定增除董事会事先确定的关联方外,其他投资者需通过询价方式确定,遵循“价格优先”的原则,公司并不能完全自主地确定投资者。二是定价定增可以提前锁定价格,可以在董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日中任意选择其一作为定价基准日,尤其是董事会和股东大会决议召开时间,上市公司可以在申报审核前自主择定,从而完成锁定发行价的动作,故而定价定增也被市场称为“锁价定增”,而定价基准日只能为本次非公开发行股票的发行人首日,定增价格“随行就市”。三是定价定增的锁定期更长,根据目前监管要求,定价定增锁定期不少于18个月,询价定增锁定期不少于6个月。四是定价定增募集资金可以灵活使用,可以全额进行补充流动资金或偿还银行贷款,询价定增募集资金受监管约束,补充流动资金或偿还银行贷款的比例不高于30%。

作为定价定增的3种对象之一,战略投资者尽管并非定价定增的主要对象,但却是上市公司借助市场化方式、引入第三方力量的最主要路径。对此,已有不少学者进行研究和论证。章卫东等指出,定向增发引入机构投资者对公司投资效率有明显的促进作用,且在定向增发引入的不同类型机构投资者中,战略机构投资者对定向增发公司非效率投资的抑制效果更好。^[10]王孝钰等通过对2013~2019年引入了战略投资者的上市公司进行研究后指出,引入战略投资者能够从研发投入和专利授权两个层面显著提高企业创新水平。^[11]

相较于引入战略投资者,大股东参与上市公司定价定增,则更容易产生利益输送的风险。有学者通过研究论证后指出,在有控股股东参与定增时,定增的折价率往往偏高,即控股股东在定增前以盈余管理或

[10] 章卫东等:《机构投资者与投资效率——来自深沪A股定向增发公司的经验证据》,载《会计论坛》2021年第1期。

[11] 王孝钰、高琪:《引入战略投资者对企业创新的影响研究》,载《投资研究》2021年第8期。

长期停牌为手段,人为压低增发前的股价。^[12] 大股东可能通过选择定增发行时机、构造关联交易、包装标的资产、作出高业绩承诺等方式获得更高的并购对价或收购更多的公司股票。^[13] 因此,相较于大股东认购,引入战略投资者是更加市场化的行为。对于拟通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者,是实践中较为特殊的一种类型,其实质是对战略投资者功能的进一步强化和延展,新增股东进入上市公司即取得上市公司的控制权,但在立法逻辑和本意上与引入战略投资者一脉相承,皆是旨在利用外部第三方市场化力量促进上市公司价值的提升。

(二)《“战投”监管问答》对战略投资者作了规范要求

2020年3月,为整治定增市场乱象,避免定价定增中战略投资者条款被滥用,指导市场主体正确理解和适用非公开发行股票引入战略投资者相关规则,证监会发布了《“战投”监管问答》,主要从实体和程序等两个方面对战略投资者的认定提出了要求。

1. 在实体方面。第一,战略投资者必须具有同行业或相关行业较强的重要战略性资源,与上市公司谋求长期共同战略利益。其中,核心在于战略投资者具有“战略性资源”且该资源与发行人属于同行业或者相关行业,一些纯财务性的投资人,很难符合该要求。为了避免市场主体对战略投资者产生歧义,监管机构还进一步就战略投资者应当具备何种条件进行了说明——包括应当具备“生产能力”,即战略投资者能够给上市公司带来核心技术资源,提升上市公司的核心竞争能力和创新能力;应当具备“销售能力”,即战略投资者能够给上市公司导流,从市场、渠道和品牌等方面提高其市场开拓能力。

第二,愿意长期持有上市公司较大比例股份,愿意并且有能力认真履行相应职责,委派董事实际参与公司治理,提升上市公司治理水平,帮助上市公司显著提高公司质量和内在价值。其中,核心在于“持有

[12] 湛晶心、孙即、洪卫青:《非公开发行股票定价机制与发行价差研究——兼评非公开发行新规》,载《金融监管研究》2017年第3期。

[13] 孔宁宁、吴蕾、侯瑞劼:《大股东参与定增并购、业绩承诺与利益输送——基于百润股份收购巴克斯酒业案例的研究》,载《国际商务(对外经济贸易大学学报)》2020年第6期。

上市公司较大比例股份”以及“委派董事实际参与公司治理”。《“战投”监管问答》未就“较大比例股份”给出具体的标准,但要求战略投资者应当向上市公司委派董事,实际上对投资者的出资比例提出了较高要求,在公司董事会席位有限的情况下,上市公司在引入战略投资者时,会充分考虑增加董事席位和战略投资者所持有的股份比例之间的联动关系、上市公司董事会人数组成以及对实际控制人控制权稳定性的影响。

此外,《再融资新规》还对战略投资者的规范提出要求,要求战略投资者具有良好的诚信记录以及最近3年未受到证监会行政处罚或被追究刑事责任,避免滥用战略投资者的身份。

2. 在程序方面。尽管监管机构从实体上作出了十分详细的规定,但考虑到战略投资者的认定仍较为原则,《“战投”监管问答》从程序上作出了要求,包括:(1)签订战略合作协议,并对未来的战略合作作出切实可行安排。(2)经股东大会审议通过,引入战略投资者将作为单独议案提交股东大会审议并经三分之二以上股东同意。(3)充分的信息披露,董事会议案中披露引入战略投资者的目的、商业合理性、合作主要内容等,非公开发行股票完成后上市公司应当在年报、半年报中披露战略合作的具体情况及其效果。(4)保荐机构发表核查意见,确保投资者符合战略投资者的要求,不存在借战略投资者入股名义损害中小投资者合法权益的情形。

三、《“战投”监管问答》的实践运行情况评析

(一)《“战投”监管问答》产生的显著影响

《“战投”监管问答》的颁布,对上市公司再融资市场产生了深远的结构性影响,在一定程度上影响和改变了上市公司融资选择。

1. 前期战略投资者参与的定价定增预案纷纷终止。自2020年2月14日《再融资新规》发布以来,截至《“战投”监管问答》的发布,一个月时间先后有50家公司发布预案,拟通过定价定增方式引入战略投资者。然而,截至2022年3月底,上述50家已发布预案的公司中,23家

公司终止方案实施或无其他进展,27家公司修改方案后继续实施,前期发布预案的上市公司基本都选择了终止或暂停定价定增方式引入战略投资者。

2. 定价定增主要用于巩固控制权或收购上市公司控制权。《“战投”监管问答》发布后的两年时间里,市场上有134家上市公司实施了定价定增,其中116家上市公司的实际控制人、控股股东及其关联方参与了定价定增,上市公司实际控制人、控股股东及其关联方成为主要认购对象,呈现“自己人玩”的态势。之所以上述对象热衷于参与定价定增,一方面是由于上市公司原股东看好公司业务的发展、公司股价处于低位、愿意增持公司股份;另一方面更多是由于定价定增的折价优势,可以打八折且锁定期仅18个月,可以作为资本运作的手段从中牟利。有学者通过研究后指出,大股东的机会主义行为是影响上市公司进行定向增发的重要因素,定向增发后,大股东股权将进一步集中、控制权将得到进一步增强,大股东通过低价发行侵占了中小投资者权益,应当降低大股东的认购比例、减少增发规模。^[14]因此,制度本应有所限制的融资路径成为了主流方式。

3. 上市公司提前确定的认购对象无法参与定价定增。《“战投”监管问答》发布后,除了控股股东和实际控制人及其关联方、通过本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者两种类型的人之外,其他提前确定的投资者若想参与上市公司定价定增,也只能是战略投资者。然而,《“战投”监管问答》对战略投资者进行严格界定,导致定价定增供给急剧减少,呈现低频现象,两年来仅5家公司成功发行。在《“战投”监管问答》发布以前,上市公司提前确定的认购对象可以通过战略投资者的认定进入上市公司,当时对战略投资者的认定重心在其长期持有公司股份,对应锁定期的要求为不少于3年。2020年2月,《再融资新规》和《“战投”监管问答》发布之后,非公开发行的锁定期缩短为18个月,战略投资者的认定重心随即调整为对认购对象身份的严把关。对于试图通过提前确定对象进入上市公司的投资者,包括看

[14] 刘白兰、朱臻、孙进军:《定向增发、代理冲突与中小投资者保护》,载《金融理论与实践》2012年第4期。

好上市公司的长期财务投资者、上市公司除实际控制人和控股股东外的其他原有股东以及其他类型股东,只要不是同行业或者相关行业的战略投资者,则基本无途径可实现,尤其是在国有企业混合改革过程中,需在申报审核前明确发行对象、锁定发行价并报相关国资部门审批。由于战略投资者身份的限制,上市公司既无法提前确定投资者,也无法确定发行价格,增加了国有上市公司向国资主管部门报批的难度,最终导致了国有上市公司难以引入投资者进行改革,形成僵局。因此,《“战投”监管问答》在一定程度上遏制了定价定增制度承载功能的发挥。

在现有制度供给存在不足的情况下,上市公司为了满足自身对于引入投资者的需求,开始探索其他替代路径,绕开《“战投”监管问答》,支持投资者弯道进入上市公司。总结目前市场操作实践,主要有3种路径可供选择:一是部分实际控制人持股比例较高的上市公司,战略投资者与实际控制人协商一致,先行由实际控制人转让部分存量股权与投资者,实际控制人再择机选择定价定增或询价定增认购新增股份,以“曲线救国”方式引入投资者,该操作实质上是利用了实际控制人的身份做了一次业务“过桥”。二是投资者入股上市公司子公司,以高瓴资本入股国瓷材料为例,尽管未能直接以战略投资者身份通过定增进入上市公司,但高瓴资本转而投资国瓷材料的全资子公司爱尔创。^[15] 三是以询价定增方式参与上市公司股份认购。

因此,对于战略投资者过于严格的认定标准,在一定程度上抑制了市场正常投融资需求,促使市场主体搭建更为复杂的交易架构,增加了监管的难度,不利于监管目的的实现。

(二)《“战投”监管问答》下的典型案例分析

自《“战投”监管问答》发布以来,截至2022年3月底,两年来A股市场成功适用《“战投”监管问答》引入战略投资者的仅有5单,包括:宁波港引入上港集团、德邦股份引入韵达股份、先导智能引入宁德时代、国轩高科引入大众中国、中持股份引入长江生态集团。结合监管部门在审核中的问询要求,总结上述案例关于战略投资者的认定,主要呈

[15] 秦晓鹏:《高瓴曲线入股国瓷材料投资亮点在哪儿?》,载《英才》2021年第1期。

现以下特征。

1. 战略投资者身份的真实性。监管部门主要关注双方是否具有真实战略合作,作为新增股份的认购方是否满足战略投资者的身份要求,是否系将财务投资伪装成为战略投资。比如,宁波港引入上港集团,作为《“战投”监管问答》发布后的首单案例,尽管选择发行期首日作为定价基准日^[16],但审核中仍就是否符合战略投资者身份进行问询;又如,德邦股份最初发行预案中的发行对象为韵达股份控股的投资平台福杉投资,监管部门在审核问询中对此提出质疑,要求区分福杉投资和韵达股份作为认购对象给公司带来影响的区别,最终德邦股份将发行对象更改为韵达股份等。

2. 战略合作协议是否具体可行。在审核问询过程中,监管机构重点关注双方是否签署战略协议并作出切实可行的战略合作安排,要求上市公司通过定性和定量分析,说明引入战略投资者推动上市公司业绩大幅提升的具体措施,充分论证并详细披露是否能够切实有效地将国际国内领先的核心技术、渠道、市场、品牌等战略资源引入上市公司,发行人未来销售业绩大幅提升的原因及相关测算依据和过程。比如,德邦股份与先导智能在前期《战略合作协议》的基础上,针对具体合作内容签署了更详细的《补充协议》,对双方本次战略合作的合作细节与合作目标进行了明确约定,还就战略合作期间的业绩提升影响进行了测算。又如,在先导智能与宁德时代《补充协议》中还设置了违约责任条款并对外公告,确保协议具有可执行性和法律约束力。

3. 战略投资者的持股比例。目前5家公司中的战略投资者持股都在5%以上,其中,持股比例最高的为大众中国,通过定价定增取得国轩高科26.47%的股份,并成为公司的第一大股东(非实际控制人);持股比例最低的为上港集团,持股比例为5%。

4. 认购股份的锁定期。对于认购股份的锁定期,初始预案中各家略有不同。但在最终方案中,各战略投资者皆承诺自本次非公开发行

[16] 相较于将发行期首日作为定价基准日,把董事会决议公告日作为定价基准日则更是上市公司和投资者的主流选择,主要是因为召开董事会的时间可控,可提前锁定低价,增厚投资收益的安全垫。

结束之日起 36 个月不减持本次认购取得的股份。比如,先导智能在公告预案时即确定 36 个月的锁定期,德邦股份则是在二轮回复中将锁定期由 18 个月修改为 36 个月。

5. 是否派驻董事。各战略投资者均有向上市公司委派董事,其中,大众中国向国轩高科委派 4 名董事,其中 2 名非独立董事和 2 名独立董事;长江生态集团可以向中持股份提名 3 名非独立董事;其他几家公司都是提名一名非独立董事。

表 1 《“战投”监管问答》发布以来 5 家公司适用情况

序号	上市公司	战略投资者	认购比例	锁定期	是否派驻董事	战略协同性
1	宁波港*	上港集团	5%	36 个月	提名 1 名非独立董事	上港集团作为产业投资者,具备重要战略性港口资源,可与宁波港产生协同效应
2	德邦股份	韵达股份	6.52%	36 个月	提名 1 名非独立董事	本次非公开发行能够为上市公司带来市场、网络、销售渠道等战略性资源,促进上市公司市场拓展,推动成本下降
3	先导智能	宁德时代	7.15%	36 个月	提名 1 名董事	先导智能作为宁德时代的上游设备供应商,双方是上下游的合作关系,二者能够实现协调互补的长期战略利益
4	国轩高科	大众中国	26.47%	36 个月	提名 4 名董事,其中 2 名非独立董事及 2 名独立董事	大众汽车作为动力电池产业链重要的下游企业,能够为国轩高科提供广阔的市场空间,并及时反馈市场对动力电池的需求走向

续表

序号	上市公司	战略投资者	认购比例	锁定期	是否派驻董事	战略协同性
5	中持股份**	长江生态集团	19.73%	36个月	提名3名非独立董事	长江生态集团为三峡集团下属企业,整体上具备优质的环保行业资源、资金、管理、技术、投资等诸多优势,能够更好和上市公司形成战略协同,共同实现成长

* 根据宁波港在审核中的反馈意见回复,上港集团承诺,认购本次非公开发行股票发行数量为发行人于本次非公开发行后总股份数的5%,认购上限金额不超过人民币37亿元,但若因发行人股价上涨导致按认购上限金额的认购比例不足前述5%的,则按认购上限金额认购所对应实际比例的股份。作为《“战投”监管问答》后首单适用的案例,宁波港选择的定价基准日为发行期首日,所以发行价格只有到发行时方能确定。之所以没有选择将董事会决议公告日、股东大会决议公告日作为定价基准日,完成提前锁价,可能原因在于公司发布预案在《再融资新规》发布之前,若更改预案,将重新履行国资审批流程,影响公司资本运作进程。

** 本次非公开发行完成后,长江环保集团总计持有中持股份比例为24.73%,成为公司第一大股东。本次交易完成后,公司无控股股东和实际控制人,因此,本次交易不适用《上市公司非公开发行股票实施细则》第7条中关于“通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者”的规定。

(三)《“战投”监管问答》存在一定的局限性

随着市场环境的变化,《“战投”监管问答》也表现出一定的局限性,过高的监管要求客观上抑制了部分市场正常的投融资需求,具体如下。

1. 战略投资者认定范围过窄。《“战投”监管问答》严格将战略投资者限定在同行业或相关行业,严重制约了上市公司对于社会资源的广泛利用。要求战略投资者具有同行业或相关行业较强的战略性资源,有利于上市公司引入产业资源实现协同效应,然而,过于刚性的“一刀切”方式,却忽视了上市公司对资源的多元化需求以及产业发展的复杂性,容易产生一系列问题,具体如下。

一是严格将战略投资者的范围限定在同行业或相关行业,容易导致上市公司错失商业机会,比如,虽然产业资源是公募、私募、保险机构、财

务公司以及其他投资人所不擅长的方面,但这些市场参与主体除自身掌握大量的货币资金外,在技术、市场、经验等方面同样拥有大量资源。以身份论而非行为论,有失偏颇。

二是严格将战略投资者的范围限定在同行业或相关行业,容易在行业内形成“少数人”的联盟,导致其市场占有率过高,甚至导致垄断情形的出现,从而影响同行业其他企业和消费者的利益,制约了新经济的发展。

三是严格将战略投资者的范围限定在同行业或相关行业,还将导致提前确定认购对象的非公开发行难以为继。《“战投”监管问答》发布后,监管机构获得了对上市公司引入的战略投资者身份的认定权限,上市公司将难以根据自身需求提前确定认购对象,最终不得不减少此种类型的融资方式,另寻其他路径。

2. 战略投资者锁定期太短。根据 2020 年 2 月发布的《再融资新规》,战略投资者认购的股份自发行结束之日起 18 个月内不得转让。证监会在对《再融资新规》出台目的进行说明时,明确指出规则的本意是在“助力上市公司抗击疫情、恢复生产”,然而,恰恰是这种政策福利掩盖了真正的战略投资者应长期持有的基本原则。该规定不利于调动投资人长期持有公司股份的意愿,反而容易将战略投资者异化为短期的市场投机者,借助定价的八折优惠,低买高卖。战略投资者应当坚持长期主义、追求长期价值,以长时间持有公司股份为目标。近两年审核案例中,战略投资者也都主动承诺 36 个月的锁定期。因此,战略投资者的 18 个月锁定期过于短。

3. 战略投资者持股要求不明确。《“战投”监管问答》要求必须持有较大比例的股份,对于“较大比例”如何判断,规定尚不明确。从近期通过案例的情况来看,战略投资者持股都在 5% 以上。然而,若将“较大比例”设定为 5%,将在一定程度上限制战略投资者的引入机会,尤其是对于大市值的上市公司,由于其发行规模规模较大,募集资金往往在以十亿元、百亿元为衡量,若强制要求持有 5% 以上的股份,将大大增加战略投资者的资金压力,也不利于上市公司选择投资人。

四、完善再融资中战略投资者监管的思考与建议

《“战投”监管问答》的发布,有效遏制了市场滥用战略投资者身份行投机炒作的风气,抑制了上市公司利用定价定增方式进行利益输送的意图,有效维护了证券市场秩序和保护中小投资者利益,初步实现了立法者的预期目标。同时也应该看到,《“战投”监管问答》是特定时空环境下的监管安排,随着时间的推移已经不能完全适用实践需要,突出表现在一定程度上遏制了上市公司对于战略投资者的正常的投融资需求,限制了战略投资者制度功能的发挥。有必要顺应当前市场环境,对其加以改进和完善。

(一) 提升对战略投资者的包容性

定向增发本质上是一系列股权认购协议的集合,^[17]是上市公司与战略投资者等认购对象以上市公司股份和认购对象的资金、资产等为对价进行的交易。在定向增发中,无论是发行对象、时间间隔还是交易方式,皆体现了公司意思自治的广泛适用,应当得到肯定,无须进行过多的干预和限制。^[18]定价定增为上市公司与有实力的投资者之间搭建了合作的通道,有利于实现双方的共赢,应当充分尊重上市公司的“理性”选择,然而,监管机构担忧的重点依然是对战略投资者过于宽松的认定,将导致上市公司和投资者滥用战略投资者身份进行监管套利。因此,需要从中选取折中方案,有“收紧”和“放松”两条路径可供参考。

一是“收紧”路径,在现有严格认定战略投资者身份的规则下,开辟新的制度路径,拓展定价定增的应用场景。首先,进一步明确战略投资者身份的认定标准,建议以“战略资源”作为监管“抓手”,设置定性和定量条款,要求上市公司和认购对象详细论证和披露认定战略投资者的依据,包括推动上市公司业绩提升的具体举措,能够给上市公司带来的核

[17] 张保红:《论证券非公开发行制度的重构——以投资者规则为中心》,载《政治与法律》2015年第4期。

[18] 郑佳宁、曹凡:《定向增发中公司意思自治的适用及其限制》,载《福建师范大学学报(哲学社会科学版)》2021年第4期。

心技术、渠道、市场、品牌等资源的具体情况,并对市场规模、销售业绩、管理绩效等提升情况进行充分的测算。其次,严格战略投资者在一定期间的战略投资次数,现有《“战投”监管问答》将战略投资者限定在同行业或者相关行业,不可避免地会造成行业内资源的集聚,为了避免产业链上优势投资者滥用战略投资者身份进行大肆投资,形成行业壁垒、造成垄断,建议在规则修订和完善过程中对战略投资者在一定时期内(比如3年)通过定价定增进入上市公司的次数予以限制。对此,在先导智能引入宁德时代注册环节中,证监会明确要求宁德时代披露未来是否有战略投资其他上市公司的计划或安排^[19],这在一定程度上说明限制战略投资次数亦符合监管的导向。最后,在《上市公司非公开发行股票实施细则》第7条中新增条款,明确除现有三种对象外,新增第四种认购对象,可以选择董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日作为定价基准日,为更多上市公司提前确定的认购对象留下路径,同时取消或减少认购价格折扣,将认购价格确定为定价基准日前二十个交易日股票交易均价或九折,避免投资者出于价差套利而参与认购。

二是“放松”路径,放松对战略投资者身份的认定。为充分发挥定价定增的“外部造血”和“抢救”功能,在定价定增战略投资者选择的问题上,应当持更加开放的态度,赋予上市公司有更多自由选择权,根据企业公司发展目标来引入战略投资者,不仅限于同行业或相关行业,其他有助于公司发展的国有投资平台、私募机构等都有参与的机会,核心在于认购对象是否能提供对上市公司所需的“战略资源”,是否有切实可行的能够帮助公司创造价值、长远发展的计划和能力。对此,要充分贯彻以信息披露为核心的注册制理念,在战略投资者引入的方案中,要求上市公司、战略投资者作充分的信息披露,包括但不限于双方合作的内容、合作的目标、合作的时间跨度、合作的预计成效等,便于投资者作出决策,最终“用脚”投票。在“放松”路径下,为了避免市场主体滥用战略投资者的身份,应当在锁定期和认购价格上持保守态度,一方面延长锁定期至36个月以上;另一方面缩小价差,认购价格确定为定价基准日前

[19] 详细参见《关于无锡先导智能装备股份有限公司申请向特定对象发行股票的发行注册环节反馈意见落实函的回复》。

20个交易日股票交易均价或九折,同样是为了避免投资者出于价差套利而参与认购。

(二) 提高对战略投资者的锁定期要求

锁定期是战略投资者承担法律责任、市场风险的最低期间要求。强调对战略投资者的锁定期要求,既是战略投资者内在含义的应有之意,也是给予其认购价格较大价格折扣的必然要求。战略投资者可以享受八折的价格折扣,并允许其提前锁定价格,规则之意就在于对其锁定期内的资本流动性损失进行补偿。因此,在此种情况下,战略投资者在参与上市公司定增时,应当有一定的锁定期,否则战略投资者将更关注定增的价差高低,而非企业本身的价值和成长性,背离规则的制定初衷。

结合现有监管实践,尽管规则允许锁定18月,但近两年通过审核案例的战略投资者也统一自愿锁定36个月,这也是《“战投”监管问答》发布之前定价定增的通行做法。因此,建议适当延长战略投资者的锁定期,明确战略投资者的锁定期不低于36个月。

(三) 明确战略投资者持有股份的最小比例

战略投资者持有上市公司一定规模或者比例的股份,这是其区别于一般投资者的重要标志,其内在逻辑在于要促使战略投资者与上市公司的利益高度绑定在一起,真正向上市公司投入资源。然而,过于模糊的规则要求,将导致上市公司和战略投资者无所适从;过于刚性的指标又将导致“一刀切”情况的出现,忽视了不同规模、不同阶段企业的不同需求。从近期通过的案例来看,战略投资者持有股份基本都在5%左右。然而,若将比例设置在5%这一指标,存在一系列的潜在问题,包括:一是战略投资者持有5%以上的股份,将成为上市公司大股东,可能增加公司关联交易的比重大小,不利于上市公司关于持续减少关联交易的规范性要求;二是战略投资者要求持有5%以上的股份,将对战略投资者的资金规模提出不小要求,也不利于战略投资者的选取,以上市公司贵州茅台为例,截至2022年3月底,该公司市值2.16万亿元,若严格要求战略投资者必须持有公司5%以上股份,则贵州茅台的战略投资者必须要随时掌握1080亿元的资金规模,无疑是不小的资金压力。

因此,建议采取更加灵活弹性的制度方式,根据上市公司的市值规模大小来确定引入战略投资者持股比例要求。市值规模是一个上市公

司综合实力的体现,对于市值规模较大的公司往往上市时间更长、行业地位更突出、规范运作能力更强,对于市场形象更为看重,应当放松监管要求,由市场发挥自我约束功能;对于市值规模较小的公司,往往处于成长期或者还存在不规范的地方,应当强化行政监管和自律监管的引导和约束。在具体操作上,可参照港交所上市规则第十八A章中关于资深投资者“相当数额的投资”^[20]的要求,市值规模越大,要求的持股比例越小。据统计,截至2022年3月底,A股市场总计上市公司4770家,其中,1000亿以上市值公司总计136家,500亿~100亿元市值公司总计136家,100亿~500亿元市值公司总计1205家,100亿元以下市值公司总计3293家。可以看出,100亿元市值以下的公司是A股市值的主力军。再对其细分,50亿~100亿元市值公司总计1137家,20亿~50亿元市值公司总计1797家,20亿元市值以下公司总计359家。因此,结合我国A股公司市值分布情况、战略投资者的认定分析以及投入资金大小,100亿元以下的公司是目前A股市场的主力军,现有监管实践也侧重于不低于5%的持股比例要求,因此,建议100亿元市值以下公司,战略投资者持有公司股份应当不低于5%;对于100亿~1000亿元的公司,由于公司市值较大、投入资金多,战略投资者持有公司股份应当不低于3%;同理,1000亿元以上的公司,战略投资者持有公司股份应当不低于1%。有学者提出1%的比例是否过低,考虑到绝对投资额不少于10亿元已属于较大金额,且《“战投”监管问答》要求派出董事,已能充分说明对双方的重要性。此外,1%仅为监管规则最低要求,实践中可由双方根据市场行为自主决策入股比例。

(四)完善对定价定增发行后的持续监管

战略投资者参与上市公司定价定增,是一个长时间的持续过程,贯穿于上市公司前期磋商、发布预案、发行审核以及新增股份上市后的整个实施过程。因此,战略投资者参与上市公司定价定增的实施效果,十

[20] 港交所《有关生物科技公司是否适合上市的指引信》(GL92-18)将下列情形认为是可以接受的“相当数额的投资”的情形,主要包括:(1)就市值15亿港元至30亿港元的申请人,投资占申请人上市时已发行股本不少于5%;(2)就市值30亿港元至80亿港元的申请人,投资占申请人上市时已发行股本不少于3%;(3)就市值超过80亿港元的申请人,投资占申请人上市时已发行股本不少于1%。

分有赖于定价定增上市后的公司监管,确保战略投资者的加入切实有助于提高上市公司的综合能力和企业价值。目前,《“战投”监管问答》已作出要求,要求董事会预案要充分披露公司引入战略投资者的基本情况、引入战略投资者的目的、商业合理性以及募集资金使用安排等,在定价定增完成后,上市公司应当在年报、半年报中披露战略投资者参与战略合作的具体情况及其效果,持续督导期间保荐机构应当持续关注战略投资者与上市公司战略合作情况,发现战略投资者未履行相关义务的,应当及时向监管机构报告。应当说,上述规定已经对定价定增完成后的持续监管打下了基本框架和逻辑,但也存在规定较为原则、缺乏落地举措的执行困境。

因此,建议进一步完善对定价定增发行后的持续监管。第一,上市公司应当在年报、半年报中对与战略投资者的合作情况作出进一步的详细披露,包括合作内容以及进展情况、战略投资者的主要贡献及其对公司生产经营的影响。第二,战略投资者应当在年报、半年报披露中出具专项的说明,明确是否已严格履行前期在进入公司时作出的相关承诺,是否实质性地为公司市场价值的提高作出贡献。第三,延长对于保荐机构的督导时限。目前,保荐机构对于上市公司非公开发行项目的督导时限为证券上市当年剩余时间及其后1个或2个完整会计年度(主板1+X,科创板和创业板2+X),相较于战略投资者的锁定期及合作时限明显较短,应当延长其督导时限至战略投资者锁定期的最低要求即3年。第四,监管机构应当明确战略投资者未履行相关义务的惩戒措施,坚决惩治滥用战略投资者身份和未履行战略投资者承诺的行为,维护公开、公平、公正的市场秩序。

(编辑:谢贵春)