

温馨提示：为了更好地提高读者阅读体验，棱镜君从本期开始，涉及理论性较强的文章将减少篇幅，发布精要版本。如对相关主题有进一步了解需求的，可私信棱镜君提供全文版本及相关材料（适合董秘证代或证券律师通识了解）。

中国的资本市场从不缺少短视的、找快钱的投资者，但一直缺乏“合格”的战略投资者（可简称“战投”）。它是市场的价值发现者、创造者和领航者，更是未来中国经济结构调整、产业升级等历史使命的风险承担者。

中国证监会上于1999年7月28日发布的《关于进一步完善股票发行方式的通知》，首次将战略投资者的概念引入了中国资本市场。作为官方认可的“市场稳定器”，它不仅可以使上市公司获取充足的资金，还可以分享战略投资者在行业资源、先进技术及公司治理等方面的优势对其赋能。2000年，首钢引入境外战略投资者，开启了我国上市公司引入战投的先河。

引入战略投资者是许多上市公司为实现“阶段性”目标的重要手段，但如何根据自己的情况，结合资本市场选择符合公司发展的投资者及利用好这段“露水姻缘”，并非易事。

何谓上市公司角度的战略投资者？引入它的动机有哪些？以什么标准和条件筛选？如何确定它的持股比例？有哪些引进的方式？如何在引进之前进行有信度和效度的企业估值？在本文，或许可以找到你要的答案。

## 何谓战略投资者？

上市公司和非上市公司对战略投资者的操作范围是不一样的。上市公司的战投概念已由证监会在法规上进行了限定，并明确了引入的程序，而不同类型的战投对上市公司的影响不一，需要上市公司科学判别，才能顺利通过审核实现既定目的。

## （一）法律定义

广义上来说，战略投资者是指具有资金、技术、管理、市场或人才等优势，能够为一家企业在产业结构升级，增强企业资本实力和创新能力，进行业务资源整合，致力于长期投资合作，谋求获得长期利益回报和企业可持续发展的境内外大企业、大集团。

狭义上来说，即在上市公司层面，中国证监会在2020年发布的《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》（下称“监管问答”）已明确了战略投资者（strategic investors）的概念：

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”。

同时，战略投资者还应当符合下列情形之一：（1）能够给上市公司带来国际国内领先的核心技术资源，显著增强上市公司的核心竞争力和创新能力，带动上市公司的产业技术升级，显著提升上市公司的盈利能力。（2）能够给上市公司带来国际国内领先的市场、渠道、品牌等战略性资源，大幅促进上市公司市场拓展，推动实现上市公司销售业绩大幅提升。

因此，证监会对战略投资者这一概念的界定是基于上市公司再融资这一语境的，它是针对上市公司再融资（包括增发股票、发行优先股、可转换债券等）尤其是非公开发行股票时所使用的概念。

## （二）战投分类

广义上来说，战略投资者分为产业投资者和财务投资者

## 身份

入股上市公司的企业或多或少存在比较模糊的状态。新规后，对于上市公司而言的战投主要是指产业投资者。

## 产业投资者

多以业务合作为目的，可以提供技术、产品、上下游或管理方面的支持，有利于企业拓展业务，增强可持续发展能力，具有积极的市场反应与良好的长期经济预期。从投资角度看，他们在判断或评估投资对象时，看中的并不完全是当期的“交易价格”，更多的是考量与公司发展理念的适配性、公司所需战略性资源的互补潜质和公司治理的规范性等，并形成资源共享、风险共担、收益共享的投资格局。

## 财务投资者

具备专业完善的“投、融、管、退”的投资路径，一般不参与企业的治理，仅是通过提供资金支持，以短期盈利为目的，短则一两年，长则三五年甚至更长，不过长期潜伏的财务投资者更多的是对企业的超高信心或特殊目的，如对国企兄弟单位的支持。当然，无论时间长短，它都是出现在某家企业正需要之时，快速解决企业的所需资金，某些具有丰富行业经验和资源的财务投资者，也可以提高企业的资本市场声誉，提升公司市场形象和价值。同时，财务投资者需保障其短期获得较高投资回报，要求企业具备较高稳定性，此举对公司长期人才发展战略、公司治理等方面存在一定阻力。

所以，具体到上市公司来说，就有明确的战投界限。这些拟成为上市公司的战投应该具备基本的态度和可验证的背景：（1）具有与上市公司相关的产业背景；（2）共同谋求企业长期发展的动因；（3）与上市公司的业务存在可供开发或已存在的密切关系，互补性较大；（4）长期持股且持股比例较高（一般要有5%以上）。

因此，合格的战投从根本上说属于“拥有公司股权的商业合作伙伴”。

## （三）决策程序

前述的《监管问答》对上市公司引入战略投资者的决策程序已作出了具体的要求。

## 二、引进战略投资者的动因分析（好处）

一家企业上市后，大部分公司依然面临各种资源瓶颈和需求，如何利用好国家给你的资本市场平台让自己做大做强，是上市的最大价值或意义。特别是面对战略性资源匮乏时，利用资本市场进行再融资，引入新股东，不失为公司的一种可选方案。在这层意义上，再融资行为在一定程度上只是手段，获取业务经营、产业发展等所需的各类战略性资源，才是根本目的。基于这一背景，具有助力公司产业协同发展、共建商业生态、拥有独特战略性资源的产业投资者，才是公司“合格”的战略投资者。何谓战略性资源？匹配到不同的上市公司，因为个体的发展阶段、行业及其特殊背景，可能会有不同的价值，如大量资金、产业链的技术设备或业务客户资源、战略转型的陪伴者、优化股权结构、市值管理的协同方等。

但是实际操作时，可能存在虚虚实实的动作，这也考验操盘手的对监管政策的深刻理解、监管趋势的判断和信息披露的技巧。

## （一）获得雄厚资金支持，满足快速发展需要

无论多大的企业，都有需要外部支持的时候，大部分情况下就是要钱。如在发展前期实力还不够强，公司的信用评级不高，可抵押资产数量少，从金融机构巨额贷款的难度就很大。即使借来钱了，万一项目不成，钱还是要还给他们的，这样上市公司压力就会很大。引入战投就基本可以解决这个问题，它入了股，又不可能说撤资（减持会导致双输），也不用把利息给他，就是免费的钱。这样就可以毫无后顾之忧迅速获得资金，抢占先机，以最快的速度抓住市场机会，实现合作双方的共赢。

## （二）实现产业协同，获取资源优势，增强核心竞争力

以发展规模经济

（参考马斯克的特斯拉生产模式）

、降低成本、扩大市场份额和获取集群资源

为目标的企业更倾向于引入战略投资者。这也是目前监管层最鼓励支持、上市公司也可以最大化获取利益的合作模式。

战投有丰富的产业资源、优秀人才、先进的管理理念、先进生产技术和设备等优质核心资源要素，比如稳定的供货商、强大的合作伙伴、高效地销售渠道和优质的客户群体等。

引入的优质战投资源可以使上市公司在相对较短的时间内消化完这些优质资源，比如优化产业布局，实现上下游产业链的融合

，减少采购成本和销售费用，拓宽销售渠道提高市场占有率，并将其融入到公司的日常运作中，在管理（制度改革）、经营、财务（避税）等方面进行互补，提升企业核心竞争力以形成自身独特的优势，实现产业协同，付出低于平均水平的成本绕过行业壁垒来拓展业务，最终可以提高企业的盈利水平。

### （三）开展多元化经营，支持企业战略转型

企业在遭遇战略瓶颈时引入战略投资者的意愿更为强烈。以前的业务做不好了，或者进入周期下跌趋势了，看好某个新的行业，但自己对这个领域不了解，不知有多少坑，这个时候引入相关领域的战略投资者是一个好办法，有助于企业规避多元化经营风险。对于注册制时代，被市场洗礼的部分上市公司在面临发展诉求时，引入战投将是一个可频繁选择的工具。

### （四）优化股权结构，改善公司治理

我国许多上市公司的股权结构不合理，表现在持股比例过于集中，大股东权利过大，董事会基本是大股东的人。战投入股上市公司之后，可以凭借股东的身份进入董事会监事会，合理参与到企业日常决策中，并提供可能有助于企业战略价值提升的相关意见，加强其独立程度，促进解决企业治理中普遍存在的诸如投资分配不合理、关联交易频繁、股息低于预期值等一系列负面问题。

### （五）优化资本结构及市值管理

资本结构是指企业各类资本占总资本的比例关系。当公司的资本结构存在明显问题的情况下（如资产负债率过高，偿债压力过大），可以通过增发股票引入战略投资者来进行优化，这些战投一般是位居行业前列的企业或大型的投资机构，他们追求的是长期的战略利益，倾向长期持股，再加上它的品牌叠加效应，将提升上市公司在银行的信用评级或资本市场的融资能力，进一步提升企业的价值，提升公司形象，提高资本市场认同度。

战略投资者是维持公司股价

与上市地位的利器，它可以减少股价波动性

，特别是在严格的退市规则下，市值低于一定规模即面临退市，战略投资者作用就是“定海神针”。

## （六）为大股东减持或退出做铺垫

大股东减持有非常多的减持限制，利用好战略投资者与上市公司之间的合规关系，可以做到多赢。如把股份转让给战略投资者。如果是大股东有预期的退出时间，这可能也是可以筹划的工具。当然，一切都要合法合规。

2023年3月27日，荣盛石化股份有限公司（简称“荣盛石化”）与世界领先的综合能源和化学品公司之一——Saudi Arabian Oil Company（简称“沙特阿美”）达成战略合作，按照“优势互补、共赢发展”原则，确定建立战略合作关系，荣盛石化及其控股股东浙江荣盛控股集团有限公司（简称“荣盛控股”）与沙特阿美及其子公司或关联方签署多项协议，包括沙特阿美拟通过其子公司以246亿元人民币收购荣盛石化10%股权的收购协议

（大股东荣盛控股将持有的上市公司荣盛石化股票以24.3元/股的价格转让给战略投资者沙特阿美，若以3月27日荣盛石化收盘价12.91元/股作参考，溢价率高达88.23%）

，以及原料、成品油、化工产品、原油储存及技术分享等多份业务合作框架协议。此次战略合作的达成，将大力拓展双方在石油化工领域的相关业务。

## 三、如何选择战略投资者？

上市公司所处领域不同、制定的战略不同以及经历的发展阶段不同，所引入战略投资者的动因也不尽相同，大股东或上市公司对战投的选择应该心里都有数。从普适性来说，我们关注的选择战投时的影响因素和标准两个方面。

### （一）影响因素

#### 1、企业所有权性质

国资背景的战投体内过程比较规范严格，能进来就是成功的，不管股份比例，但审

核起来也比较严格，程序较多，效率不高，可能等它审核完毕拿到盖章文件，上市公司已经挂掉了。但这也要因人而异，比如深圳的国资体系，跟同类主体相比，效率上可能会高许多。民资背景的战投比较灵活，对上市公司比较包容，但给出的条件可能也是最复杂的。

## 2、企业发展阶段

企业存在婴儿期、成长期、成熟期和衰退期的生命周期，已经上市的公司大部分都处在成长期到衰退期的阶段。

### 婴儿期

最倾向于引入能够为其

快速扩张提供大量资金支持的战投。成长期

的企业对快速扩大市场有着谜一样的追求，伴随的也是巨额资金需求，同时存在较大风险，但此时的企业刚刚上市，大多数应该是IPO募集资金即将消耗完成，需要

新的资金助力扩张。成熟期

的企业把战略重点放在维持市场份额与稳定优势地位上,所以更青睐于享有声誉并能够刺激创新的战略投资者。

因此，上市公司在选择战略投资者种类时，首先要清晰了解自身发展阶段，明确现阶段首要需求，如战略需求、业务需求、管理需求、竞争需求与资本运作需求，对症下药寻找能够提供针对性帮助的战略投资者。

## 3、上级单位要求

很多上市公司的控股股东也是有实体存在的企业股东，它有着自己的一个盘子筹划，此时引入战投固然要满足它的利益需要，特别是国企。上级企业往往会根据地区发展要求出台政策文件规定目标企业引入战略投资者的大致范围和数量，目标企业需要在充分理解上级要求的情况下进行筛选，一方面可以缩小范围、提高效率，另一方面可以减小方案审批不通过的风险。

此类的民营上市公司大部分的上级企业也就是公司的实控人，此时老板会考虑这一点。

## 4、股东生态圈

如果一个较为知名的战投入股，则会一定程度上形成“跟投效应”，吸引其他战略投资者的股东资源投入，形成公司的“股东生态圈”。

公司所引入的战略投资者有时是个体，但更有可能是一个群体。战投本身具有超强的品牌效应，围绕产业链、价值链及各环节，可以吸引更多的其他战略投资者跟投（比如在二级市场上跟进），形成公司独有的股东生态圈。这样，可以实现动态引入互补性更强的战略性股东资源，做大公司价值蛋糕。

## （二）选择的标准

引入的投资者应遵循的原则是：有共同的发展理念、具备完善的法人治理结构、较强的资金实力，可实现战略和业务的协同性、文化契合、市场化的发展理念和先进的管理模式，非短期逐利，更愿意中长期持股等。

### 1、有共同的发展理念

早期的战投实践存在应付上级要求或急需资金而“拉郎配”的情形，这不利于形成共同的发展目标，自然难以达到提升各方价值的目的。所以，拥有共同的发展理念是上市公司引入战投合作的基础。

### 2、能够产生业务协同效应

从已有实践中能够看到，上市公司成功引进战投都是重视协同互补效应的，选择产业链上下游具有较强实力相关企业，能够在市场资源、业务资源上快速形成优势互补、发挥协同效应，也能容易促进企业的创新发展。

### 3、背景实力较强

应该说，市场上还是存在着因特殊目的而引进的实际上自身问题重重的看似战投的企业进来，但这并不能长久，甚至会被其反噬。

可以通过财务性及非财务性指标对意向战投进行判断，辨别其财务状况是否良好，实力是否雄厚，主业是否突出，资质是否齐全，管理团队经验是否丰富等等。同时还应当注重战略投资者的信用评级、市场信誉，这类背景资料对于入股后的业务开展也有十分重要的影响。

### 4、产业投资为主、财务投资为辅

大部分公司引入战投的目的在于拓展业务，产业投资者是上市公司同类业务或者产业上下游的大型企业，能够加速公司相关业务的发展。而财务投资者（变通后，如二级市场竞价自由买入）则可作为配套引入，在缓解资金压力的同时，还可通过股权制衡，达到公司治理结构完善的目的。

## 5、文化契合

正向融合、差异互补，能够产生巨大的文化导向、凝聚、激励、约束和辐射作用，对企业市场化开拓、创新、高质量发展影响深远。

## 四、引进的方式

### （一）增资扩股为主要方式

根据《上市公司非公开发行股票实施细则》的规定，董事会拟引入的境内外战略投资者的，上市公司可在董事会决议前提前确定全部发行对象，投资者能够享受“定价基准日可为董事会决议日/股东大会决议日/发行期首日、发行价不低于定价基准日8折以及股份锁定18个月”等政策。

如2022年有战投参与定增的的德邦股份、先导智能、国轩高科、大华股份、上海医药的非公开发行方案，均已通过。

共同点分析：

参与方：

大部分是国资，具有良好诚信记录，且具有同行业或相关行业较强的重要战略性资源。

锁定期：

36个月是通行方案，不然就会被交易所问询，大部分最后还是修改为36个月。

战投方持股：

基本都超过5%，平均10%左右。持股比例越高，战投提供战略资源和为上市公司创造利润的意愿一般会强烈，且后续动向受到信息披露相关规定限制，有利于维护中小股东利益。

人员派遣：

基本愿意且有能力履行相关职责，委派了董事参与公司管理。一般至少要派一名董事和一名监事。

募集资金投向：可投向明确的项目，也可全部用于补流。

此外，还有盛新锂能（002240）、西部建设（002302）、连云港（601008）、沃顿科技（000920）、厦门象屿（600057）、东华科技（002140）等公司。

## （二）二级市场竞价交易

这种方式比较危险，但是也能够做到合规。主要是做好日常的投资者关系管理工作，加强与各类投资者的交流。这种方式没有合同条款限制，上市公司控制力较弱，也难以达到产业整合的功效。

## （三）大股东股份转让

引入战略投资者应以增资扩股的方式作为主流，募集发展资金并共同提升业务的竞争力。而通过既有股权转移的方式，适用于大股东对该业务的战略性退出，不应作为主流。但对于大股东持股比例较高（如超过50%以上的），且信誉较好的，这也不能说是负面，而是优化股权结构，实现多赢的不可多得的方式。如前面所说的的荣盛控股与战略合作方沙特阿美的转让模式

## （四）成立合资公司

这种方式就不是入上市公司的股而是双方共同成立一家公司合作，属于对外投资的范畴。好处是规避监管审核，不用涉及上市公司层面的管理、股权、董事等事宜。缺点是这也需要上市公司拿出钱来啊。但也确实有这样的需求存在。

# 五、引进的程序与策略

战略投资者的引入是一个双向选择的过程，各方都需要考虑“被投资方需要什么、战略投资者有什么”等核心问题。显然，在上市公司的再融资行为中，财务资本并非真正意义上的稀缺性、战略性资源。相反，以产业为核心并在研发、市场、制造、品牌、网络、数字资产、管理等方面有协同性、共享性的战略投资者，才是引入战略投资的根本。

## （一）确定基本战略

实践中，部分公司并不明晰引入战投的初衷，只是为引而引，盲目地选择战略投资者，这往往会导致后续一系列引进动作的“跑偏”。如：筛选标准不明，难以从众多意向企业中选出合适的合作对象；股权结构设置不科学，为追求控制权而导致引入战略投资者丧失参与决策运营的积极性。因此，准备阶段要做好“知己”，对引入战投业务做好全盘统筹。

### 1、制定战略投资者遴选标准

除了本文第三部分“如何选择战略投资者”内容外，还应当以“具有通过市场化运营提升股权价值的潜力”为标准，与战略投资者战略协同、利益一致。

同时，赋予战略投资者相应的话语权，彼此之间要具有同等的管理地位，互相认同和理解，在人力、财务和市场营销中要实现平等合作与协商，让彼此之间的步调一致，实现经济利益和社会利益的最大化。

### 2、确定战略投资者持股比例

持股比例意味着股东对企业的控制权。战略投资者持股比例过大存在丧失对企业控制的风险，尤其是大股东持股比例本身已比较低的是十分危险的；持股比例过小不利于激发战略投资者的积极性，也无法借鉴其公司治理模式。

战略投资者持股比例多元化，但引入的战略投资者数量不宜过多，其中最大投资者入股应不低于10%。

一般上市国有企业战略投资者持股比例低于非上市企业，持股范围在10%-20%；非上市国有企业引入战略投资者持股一般不超过30%，并尽量保持国有资本的相对控股地位。

应基于上市公司和外部股东各自在企业价值提升过程中所能发挥的能力和条件的差异，判断最佳的股权比例。

### 3、制定资本运作配套项目

在准备引进战投之前，应至少提前一年考虑总体资本运作方案。如业务数据的跟踪控制（涉及后续估值），主要股东及董监高的增减持计划、设计员工股权激励或员工持股计划。

有些企业，在引进战投的同时推出员工持股计划，并且跟战投同样的价格买入上市公司股票，这可能会激发员工的信心。

#### （二）企业估值

在真正开展合作之前，还需要进行企业估值、双向尽职调查，以及多轮谈判。谈判包括与潜在投资者就交易结构等内容的一对一磋商谈判，以及就初步报价结果的针对性谈判。此外还需进行专家论证把关。最后根据谈判及论证结果确定最终的交易方案等内容。

#### 1、引入专业评估公司

国有企业可以通过引入第三方资产评估公司进行企业估值，以确保估值的公允性，避免估值过高造成战略投资者积极性降低、或估值过低造成国有资产流失。民企相对自由点，实控人决定即可。但无论是什么性质的上市公司，引入第三方评估，无论是对交易对方、监管层和普通投资者，都是最大的交代和保护。

#### 2、选择合适的估值方法

估值是引入战略投资者的基础。估值过高影响战略投资者进入的积极性，估值过低容易损害原有股东利益。

常用的估值方法包括成本法、收益法、市场法，不同的方法各有优缺点，得出的结论也存在一定差异，因此需要根据实际情况选择合适的估值方法。

可考虑“优质投资者优先”和“价格优先”的原则，采取非公开和公开相结合的流程。

合理定价的原则：在以资产评估值为标准的基础上

（对静态的资产和

负债价值进行评估，反映的是公司“

现状”），应以股权价值（反映了未来）

作为基准价值的重要参考，定价过程要以基准价值为标杆，以市场化方式确定交易价格。

### 3、依据政策要求执行审批流程

国务院国资委《企业国有资产评估管理暂行办法》等政策文件对国有企业评估做出了详细说明，经过层层审批的估值方案才可生效。因此，国企在进行企业估值工作时，应当按照政策要求严格执行。民企则没这方面的要求。

#### （三）尽职调查

通常情况下，战投和上市公司需进行双向尽职调查，以确保再融资行为的合规性。

##### 1、战投对上市公司的尽职调查

战略投资者在进行投资之前，都需要对被投资企业进行尽职调查。除了上市公司的公开资料，也往往需要你提供更加详细的内部资料，特别是国资战投。

##### 2、上市公司对战投的反向尽职调查

与投资者的尽职调查相对应的，上市公司也有必要对投资者进行反向调查，以确认意向战略投资者是否符合自身发展需求，是否具备担任股东的资格条件及其对上市公司后续资本运作的影响，发展战略是否与上市公司协调。

###### （1）是否存在外资成分

这涉及到行政审批问题

###### （2）是否存在投资同行业问题

如果战投对某同行企业持股比例较高，或具有较高的控制力，则很有可能涉及同业竞争问题，影响监管审核。

###### （3）应关注投资机构资金来源

公司引进机构投资者，究其实质即引入PE的资金。通常会要求投资者承诺其投资来源合法、合规、不存在非法募集资金等一般要求。

#### (4) 应关注投资机构股权结构

证监会通常要求核查PE的历史沿革及股权结构，以确保该等投资机构股权结构的稳定性。此外，公司在引进PE时，还需确保该PE的股东不存在委托持股，与公司中介机构及主要客户不存在关联关系。

### (四) 战略投资者绩效评估

跟战投的合作大部分都是阶段性的，可能三五年，也有一二十年，但从开始就注定了双方必然会有一天要说再见，也就是我们常说的“露水姻缘”。如何在引入后最大程度地实现既定目标，需要在谈判时就以合同条款的方式确定，而后再论功行赏。

不要认为公司引入战略投资者能一蹴而就、一引则灵，战略投资者的资源投入、参与治理是一个过程，公司、控股股东与战略投资者之间存在理念磨合碰撞、战略管理协作、文化融合等一系列软因素。

引进战投后的绩效评价，方法很多，可以是公司市值的提升，带来的合同收入和利润率，进而细化到具体的偿债能力分析、盈利能力分析等均可。

其实上市公司引入战略投资者的过程好比从恋爱步入婚姻，所谓“恋爱容易结婚难”，双方一碰面电光火石，相见恨晚只意味着一场幸福的“偶遇”，理性考虑、审慎选择才是走入“长久婚姻”的基石。

参考资料：

- 1、王斌，刘一寒. 论战略投资者[J]. 财务研究，2021, (5) : 3-14.
- 2、周鹏宇《上市公司定向增发引入战略投资者动因与绩效研究——基于苏宁引入阿里的案例分析》