

香港市场基石投资者制度的实践与借鉴

孙即 高苗苗

(中证金融研究院, 北京 100032)

摘要: 基石投资者是香港IPO市场引导合理定价、提高发行效率的一项重要制度安排。本文对2013—2019年港股IPO进行实证分析,发现引入基石投资者可以提高IPO定价效率,帮助体量较大或估值较难的企业顺利上市,在低迷行情中起到市场稳定器的作用,但同时也存在个股流动性不足、利益输送等风险隐患。考虑到国内外形势复杂严峻,市场不确定性增强,注册制改革加速推进,新股稀缺性优势减弱,有必要借鉴香港基石投资者制度经验,进一步优化A股现行战略配售制度,合理稳定市场预期。同时,建议加强对参与战略配售投资者的信息获得、持股限售期以及信息披露等方面的监管力度。

关键词: 基石投资者; 战略配售; IPO定价; 市场稳定器

Abstract: Cornerstone investors are an important mechanism for Hong Kong IPO market to guide reasonable pricing and improve issuance efficiency. Based on the empirical analysis of IPO in Hong Kong market, this paper finds that the existence of cornerstone investors can significantly improve the IPO pricing efficiency and play a role of market stabilizer in the market downturn. However, it is worth noting that there may also be risks such as insufficient liquidity of individual stocks or tunneling (fraudulent transfer). Considering the increasing uncertainty of the current market and the continuing progress of the registration system reform, it is necessary to learn from the experience of Asian cornerstone investors, and further optimize the current strategic placement system. It is suggested to strengthen the supervision on the information acquisition, shareholding restriction period and information disclosure of investors participating in strategic placement.

Key words: cornerstone investors, strategic placement mechanism, IPO pricing, market stabilizer

作者简介: 孙即,女,金融学博士,中证金融研究院副研究员,研究方向:金融市场与公司金融。高苗苗,女,会计学博士,中证金融研究院研究员,研究方向:会计与金融。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

一、引言

基石投资者是香港市场IPO的一项重要制度安排,特指在IPO启动前期与发行人签订认购协议,预先承诺以IPO价格(未知)认购一定份额股票¹的投资者,主要包括知名机构投资者(如大型银行、保险公司、对冲基金、主权基金、养老金等)、大型企业集团以及知名富豪或其所属企业,所持股票通常需遵循6个月及以上的锁定期安排(Tan and Ong, 2013)^[2]。港交所于2005年引入基石投资者制度,初衷是借助基石投资者的优质声誉为赴港上

市的内地国有企业释放积极信号,有助于吸引散户等其他投资者,同时还可以确保一定数量的基础认购,提高新股发行的成功率(徐洋,2016;张克菲,2019)^{[3][4]}。随后,除H股和红筹股外,不少非内资企业在香港上市亦引入了基石投资者。²目前,基石投资者已成为港股IPO市场的重要参与力量,数量及认购比例逐年上升。2018—2019年,港交所上市的374家企业中有近40%(145家)引入了基石投资者,基石投资者的认购比例达到IPO总规模的28.1%,创2013年以来新高。

A股的战略配售制度与香港基石投资者制度原则相

似，战略投资者以锁定持股为代价获得优先认购新股的权利，被视为IPO发售中除网上和网下之外向战略投资者提供的一种单独认购渠道。但因两地市场发展阶段、发行定价方式及投资者结构等情况不同，两个制度在细则设计上存在较大差异，功能发挥方面也明显不同。香港基石投资者议价能力较强，更多发挥的是为新股“背书”、确保发行成功的作用(王博和龚兴隆，2014)^[5]。而此前A股(除科创板外)在市场条件尚未成熟、新股稀缺性凸显的情况下，战略配售无“用武之地”，甚至被市场认为是向特定投资者进行利益输送的一种方式。因此历史上仅有50家体量较大的IPO(46家为国企)采用了该机制，主要目的更多是为减轻新股发行对二级市场资金的挤占效应。2019年，科创板IPO发行机制中对战略配售制度进行了创新，实施条件较A股原有板块明显放松，且引入了港股少有的保荐机构跟投与高管参与制度。但由于运行时间较短，实际效果还未充分体现。

2020年以来，国内外形势严峻复杂，市场不确定性不断增强，注册制改革步伐加快，A股市场的新股供求关系及市场预期或将发生较大变化。为适应新形势需要，现阶段有必要认真分析香港基石投资者制度的利弊，并借鉴其实践经验，进一步完善A股战略配售制度，更好地发挥战略配售在引导IPO合理定价、吸引增量资金、助力企业成功发行、合理稳定市场预期等方面的积极作用。

二、香港基石投资者制度特征及与内地战略配售制度的异同

(一)基石投资者对IPO价格有引领作用，在投资目的、入场阶段以及锁定期等方面有别于Pre-IPO战略投资者和锚定投资者

从香港市场看，基石投资者主要是在IPO前期的市场推介阶段介入。通常保荐机构与发行人有1~2个月时间寻找潜在基石投资者。有意向的基石投资者会给出可接受的估值上限与拟认购数量，这些反馈有助于发行人与保荐机构了解市场需求，对发行定价有重要的参考作用。值得一提的是，基石投资者和发行人是双向选择。鉴于港股IPO股票分配完全由发行人和保荐机构自行决定，因此，若发行人质地好、背景强，基石投资者为获

得确定份额，将推高估值以竞争签约入围；而在市场不景气或投资者对发行人缺乏了解的情况下，基石投资者承诺购买将提升市场的认可度，定价话语权也更强。

区别于Pre-IPO战略投资者和锚定投资者，基石投资者具备以下特征：一是以财务投资为主，不干涉公司经营，不会派代表进入董事会；而Pre-IPO战略投资者多数在私募融资等更早的阶段就入股公司，入场价格通常低于IPO价格，并要求加入董事会参与公司经营管理。二是基石投资者是在询价之前参与IPO，认购份额有保证，通常有6~12个月锁定期；而锚定投资者通常是询价首日下单，具有“带头”作用，认购承诺无法律约束，无锁定期限制，无法确保申购到足够份额。三是基石投资者的背景介绍、认购金额等相关信息需要在招股说明书中加以披露；而锚定投资者并非严格制度安排，无需在招股书中披露(详见表1)。

(二)境内战略配售与香港基石投资者制度原则相似，但在投资者范围、锁定期等细则方面存在差异

A股市场与新三板精选层的战略配售制度允许企业在IPO(或公开发行)价格未确定前，优先对战略投资者³进行定量配售，同时也有锁定期和信息披露要求。这与香港市场的基石投资者制度原则相似，但在具体实施细则方面有以下不同：

一是港股、新三板、科创板与A股其他板块的战略配售制度(基石投资者制度)的实施条件和锁定期依次收紧(见表2)。

二是投资者范围界定上有较大区别。其一，香港基石投资者的构成更加多元和国际化，涵盖全球主权基金、对冲基金、富豪等。其二，对于是否涵盖内部人的

表1 基石投资者、Pre-IPO投资者与锚定投资者对比

	基石投资者	Pre-IPO投资者	锚定投资者
入场阶段	IPO市场推介阶段，询价之前	IPO之前	询价阶段
认购价格	IPO发行价	与发行人一对一协商定价，通常低于发行价	IPO发行价
承诺有效性	认购协议受法律约束	认购协议受法律约束	承诺认购但可撤单
认购额度	确定	确定	不确定
是否可撤单	不可以	不可以	可以
锁定期	上市后6~12个月	上市后12~36个月	无
目的	财务投资	战略投资、财务投资	财务投资
作用	积极背书，市场稳定器	积极背书，扩大影响力，提升市场信心	锚定订单，领头作用
信披情况	披露	披露	无需披露

制度设计理念不同。为防范内幕交易行为，香港原则上不允许内部人作为基石投资者，对管理层和保荐机构跟投持谨慎态度。联交所《证券及期货条例》明确规定发行人的保荐机构中至少有一名与发行人独立，若保荐人直接或间接持有企业已发行股份超过5%，则视为非独立。因此，港股IPO中，一旦出现保荐机构跟投情况，不仅需要全体承销团和联交所的同意，还需要进行事先披露。与之相反，出于对中小投资者保护的考虑，科创板和新三板精选层鼓励高管及核心员工持股的资管计划参与战略配售，且科创板推出了券商跟投机制，有利于将发行人、保荐机构与二级市场投资者的利益紧密绑定(见表2)。

三、香港基石投资者制度运行情况与利弊

本节采用2013—2019年港股IPO数据为研究样本，并对样本做如下处理：(1)剔除关键变量缺失的样本；(2)剔除金融行业的上市公司；(3)为了消除异常值对实证结果的影响，对变量进行了上下1%分位数的缩尾(winsorize)处理。最终数据样本总计983个，样本的相关数据均来源于Wind数据库。

(一)整体看，基石投资者的“背书”效应显著，可明显降低IPO抑价程度，提高定价的合理性

表2 境内战略配售制度与香港基石投资者制度对比

	主板、中小板、创业板	科创板	新三板精选层	香港
适用条件与认购比例限制	发行4亿股以上，战略配售不超过30%；4亿股以下不超过20%	发行1亿股以上，战略配售不超过30%；1亿股以下不超过20%	发行5000万股以上，战略配售不超过30%(超过需要充分理由)；1亿股以下不超过20%；	对新股发行数量无限制，符合港交所上市标准即可
定价机制	发行市盈率23倍限制	市场化询价	在设置底价的基础上，可选择直接定价、竞价或询价的方式	市场化询价
管理层参与战略配售	不可以	高管与核心员工资管计划可参与	高管与核心员工资管计划可参与	不可以
保荐机构参与战略配售	不可以	跟投机制2%~5%	不可以	可以，但需征求全体承销团以及联交所的同意，事先披露
投资者结构	网下60%或70%(股本超4亿)	网下70%或80%(股本超4亿或尚未盈利)	网下60%~80%，双向回拨	机构90%，散户10%
锁定期	12个月	12个月，券商跟投锁定24个月	6个月	6个月
入场阶段	询价之前	询价之前	询价之前	询价之前
认购价格	IPO发行价	IPO发行价	IPO发行价	IPO发行价
信息披露	披露	披露	披露	披露

为检验基石投资者对IPO定价的影响情况，本文采用学术界较为常用的首日收益率⁴来衡量IPO的间接成本，并对港股IPO样本进行整体和分组统计描述与实证分析，发现IPO中引入基石投资者有利于降低新股发行的间接成本，减轻IPO的抑价程度，提高定价效率。⁵表3的描述性统计结果显示，基石投资者参与的IPO样本(343家新股上市)的平均首日收益率为18.1%，显著低于总样本75.8%的水平，且基石认购比例超过30%样本的首日收益率(17.5%)明显低于认购比例小的样本(18.4%)，反映出基石投资者可以缓解发行者与投资者之间的信息不对称，能够发挥“质量认证”功能，且认购比例越高，传递的积极信号越强，IPO的间接成本越低。此外，本文还采用发行费用/募集资金的比例来衡量IPO的直接成本，发现基石投资者对IPO直接成本不存在显著性影响。

(二)引入基石投资者已成为体量较大、估值较难的新经济企业IPO的重要策略

一是体量越大的IPO，如金融、材料以及能源等行业，引入基石投资者的概率越高。实证结果显示(见表3与图1、图2)，引入基石投资者的IPO样本平均募资金额为31.9亿港元，远高于总样本14.8亿港元水平，且基石认购比例超过30%的IPO样本平均募资金额高达45.5亿港元，明显高于基石认购比例低的样本(21.2亿港元)。

二是基石投资者已成为新经济公司IPO成功的关键因素。对于一些尚未盈利、历史较短、经营模式创新、估值难度较大、缺乏行业可比性的新经济公司，基石投资者能够增强市场对企业盈利模式、公司治理以及发展前景的信心，提高IPO成功率。以医疗保健行业为代表，港交所2018年的上市新政允许无盈利或无收入的生物医药

表3 2013—2019年港股基石投资者参与IPO的相关数据统计

	IPO总样本	引入基石投资者的IPO样本	基石投资者认购比例低于30%的样本	基石投资者认购比例超过30%的样本
平均募资金额(亿港元)	14.8	31.9	21.2	45.5
平均发行费用/募资金额	15.9%	15.3%	18.5%	13.7%
平均首日收益率(抑价率)	75.8%	18.1%	18.4%	17.5%
首日破发家数占比	28.1%	37.9%	39.2%	36.4%
上市后5日相对于发行价平均涨跌幅(%)	-1.0%	1.1%	1.9%	0.4%
解禁日相对于发行价平均涨跌幅(%)	2.6%	-0.2%	2.0%	-2.6%
上市后一年相对发行价平均涨跌幅(%)	-1.5%	1.5%	6.6%	-4.1%
样本数量	983	343	181	162

图1 2013—2019年港股不同行业IPO引入基石投资者情况

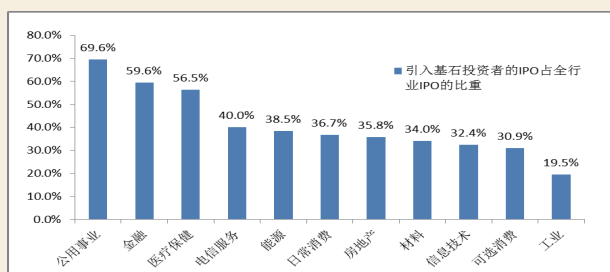
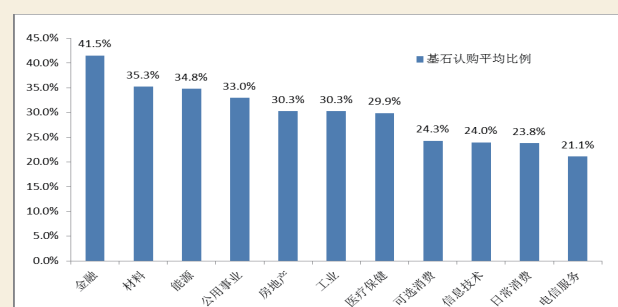


图2 2013—2019年港股不同行业IPO中基石投资者平均认购比例



企业上市，并同意现股东(持股少于10%)可以通过基石投资者身份重复申购。此背景下，2018—2019年期间，港股的医疗保健行业33家IPO中有22家引入了基石投资者，占比高达66.7%，显著高于全部港股39.0%的占比。

(三)市场低迷、信心不足的情况下，基石投资者的加持是IPO的“定心丸”

结果显示，市场行情越差，IPO引入基石投资者的概率越高(见表4与图3)。基石投资者的入市起到市场稳定器的作用。在市场环境趋于低迷、新股破发现象增多的情况下，基石投资者的出现能保证一定数量的基础认购，提高IPO发行成功的概率，稳定市场信心。例如，2015年港股市场表现较为低迷，恒指全年下跌10.6%，为保证IPO的顺利完成，41.8%的IPO引入基石投资者，募资金额占港交所IPO总募资金额的比重高达95.4%。2016年和2018年也出现类似的情况。而在2017年行情较好的情况下，引入基石投资者的IPO数量占比降至23%，募资金额占比降至70.6%。

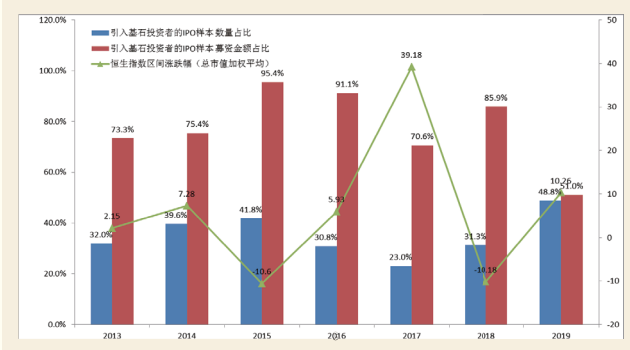
(四)不可忽视的是，基石投资者制度可能存在个股流动性不足、股价易被操纵、道德风险和利益输送等方面的风险

基石投资者认购比例过高，容易引发个股流动性不足、限售解禁日股价大幅波动的风险。一方面，在基石

表4 2013—2019年期间基石投资者参与港股IPO的情况统计

年份	总样本		引入基石投资者的IPO样本			恒生指数区间涨跌幅(总市值加权平均)	
	IPO数量	IPO募资金额(亿港元)	IPO数量	IPO募资金额(亿港元)	数量占比		募资金额占比
2013	97	1472.1	31	1079.6	32.0%	73.3%	2.15%
2014	111	1786.2	44	1346.6	39.6%	75.4%	7.28%
2015	122	2462.5	51	2349.8	41.8%	95.4%	-10.6%
2016	120	1864.2	37	1698.8	30.8%	91.1%	5.93%
2017	161	1222.3	37	862.7	23.0%	70.6%	39.18%
2018	208	2724.7	65	2339.7	31.3%	85.9%	-10.18%
2019	164	3045.8	80	1553.6	48.8%	51.0%	10.26%

图3 2013—2019年不同市场行情下基石投资者参与IPO的情况



投资者限售期内，如果流通股占比较低，一旦出现大单交易，就可能引发股价大幅波动，股价容易被操控，还会导致基石投资者在锁定期内承受巨额的浮亏压力。2018—2019年的香港IPO样本统计结果显示，基石投资者认购比例超30%的IPO有66家，占同期IPO总数的17.7%，认购金额709.7亿港元，占此66家IPO融资金额的42.2%。从交易情况看，受基石投资者限售期的影响，这些个股首日平均成交量仅为1.0亿股，远低于同期IPO1.5亿股的平均水平，也就是成为“僵尸股”的概率较高。另一方面，还需关注基石投资者认购比例过高的个股在解禁日对股价的冲击。实证结果表明，引入基石投资者的样本在解禁日当天的平均超额收益率为-0.2%，低于未引入基石投资者的样本(2.6%)，这与张克菲(2019)^[4]的研究结果⁶一致。进一步分析发现，基石认购比例过高(超过30%)的样本中有64.2%在解禁日当天出现下跌，平均收益率达-2.6%，而基石认购比例低于30%的样本在解禁日当天的平均收益率达2%(见表3)。

此外，基石投资者集中申购也会引发市场对IPO潜在道德风险、利益输送等行为的担忧，也就是投资者认为发行难度越大的公司越倾向于引入基石投资者，致使

基石认购占比较高的新股上市后破发概率增大，长期市场表现不佳。实证结果显示，引入基石投资者样本破发的概率(37.9%)显著超过了总样本(28.1%)，且基石认购占比较高的样本破发的概率(39.2%)超过基石认购占比较低的样本(36.4%)。同时，基石认购占比较高的样本长期市场表现(-6.6%)显著弱于基石认购占比低的样本(4.1%)。实践中也出现了一些基石投资者在市场下跌、收益难以保证的情况下也愿意推高估值、积极认购股份的现象。分析发现，可能存在三方面原因：一是这些基石投资者已在IPO之前或更早阶段入场，入场价格通常低于IPO价格，成本分摊后即便破发也不会影响整体投资收益，而“背书”能推动标的企业成功上市；二是发行人可能与基石投资者签订一些抽屉协议来补偿其为IPO“站台”的成本；三是部分基石投资者自身与发行人之间存在合作关系，如小米引入的7家基石投资者包括中国移动、高通等，均与之有业务上的合作。以上情况下引入基石投资者均可能出现道德风险、利益输送等问题，进而损害投资者利益。

四、香港地区与亚洲其他国家基石投资者的监管启示

为防范在基石投资者参与IPO过程中可能出现的利益输送、内幕交易等问题，保护其他投资者权益，我国香港地区及新加坡、马来西亚等亚洲国家对基石投资者的信息获得、持股限售期以及信息披露等方面实行了谨慎监管，主要包括以下三个方面：

(一) 强调获得信息的公平性

在我国香港地区和新加坡IPO中引入基石投资者的流程是类似的。通常是在路演开始前的几周，发行人和保荐机构与潜在基石投资者开始接洽，并在获取招股书草案前签署保密协议成为内部人。香港基石投资者能获得与发行人管理层单独会面的机会，但新加坡不允许这种情况。接洽过程中，基石投资者只能获得招股书上的信息，即对比其他投资者，唯一优势是时机，而不是内容。若不能确保这一点，招股书的真实性、准确性和完整性将遭到质疑。

与我国香港地区、新加坡不同，马来西亚IPO中对潜在基石投资者的接洽通常发生在向马来西亚证监会(MSC)递交IPO申请等待批复的期间，同样需签署保密协议。潜

在基石投资者没有单独与发行人管理层会面的机会。招股书会在发行人提交IPO申请后很快上传到MSC网站。因此，相较于其他投资者，马来西亚基石投资者在IPO信息获得方面几乎没有时机优势(Tan and Ong, 2013)^[2]。

值得关注的是，香港和新加坡交易所对分拆上市过程中选择性信息披露的问题高度重视⁷，为防范潜在的内幕交易问题，分拆上市中的基石投资者通常被要求在保密协议中加入暂停交易母公司股票的条款。但这种做法增大了引入基石投资的难度，尤其是在股票交易活跃、基石投资者已持有该股票的情况下。香港市场也存在通过提供修订的招股书，或者让母公司发布公告以便“消除”任何影响股价敏感信息的做法。

(二) 对基石投资者设限

港交所严禁基石投资者与发行人之间存在其他利益关系，并要求6个月以上限售期；新加坡和马来西亚规定较为宽松。港交所对基石投资者与发行人之间的利益关系以及锁定期有严格限制。在2011—2012年香港股市持续低迷期间，出现了不少为提高IPO成功率，发行人与基石投资者签订“回购协议”，约定收益率保底或其他利益操作的乱象。为此，2013年港交所指引函⁸明确规定，基石投资者不能是发行人关联方或承销团成员⁹，应独立于发行人及其管理层和现有股东(超过5%)。“基石投资者的投资，除保证按首次公开招股价分配股份外，不得向基石投资者提供直接或间接利益”¹⁰，“所配售的首次公开招股股份须设禁售期，一般为上市日期起至少六个月。”同时指出，违反此规定的投资者不应被视为基石投资者，而应重新分类为首次公开招股前投资者，并遵从2012年1月的《有关首次公开招股前投资的临时指引》的规定，即不属于公众持股的份额。这样，一旦基石投资者违反此规定，可能会致使IPO的公众持股比例下降，无法满足IPO公众持股比例至少25%的硬性要求¹¹，进而对其他投资者和拟上市公司都会带来不利影响。

与香港不同，新加坡的基石投资者在技术上并不被纳入IPO发行范围内，而是被视为与IPO同步的单独分配。新交所对基石投资者无特殊规定，属于新加坡《证券及期货法》(SFA)新股发行相关制度中定义的“机构投资者”或“合格投资者”的范畴。根据新交所《上市规

则》规定，由于基石投资者是以IPO价格认购，不受“暂停规则(moratorium rules)”的限制，因此持有股份通常没有限售期，除非基石投资者与IPO发行公司的管理层存在关联关系，要求持股锁定至少6个月。

与新加坡类似，马来西亚对基石投资者的相关法规很少，锁定期安排更为灵活。根据马来西亚2007年《资本市场与服务法》(CMSA)，只有“合格投资者”“高净值实体”或“高净值个人”才可被纳入基石投资者的范围。MSC对基石投资者的认购价格与锁定期均没有强制规定，而是由发行人与承销商自主协商确定。锁定期的市场惯例一般为6个月限售期，但有较强灵活性。例如，在IHH Healthcare公司IPO的22家基石投资者中，仅对配售超过5000万股的股票设置6个月限售期；而在Astro Malaysia公司IPO中，基石投资者仅在配售超过1500万股时才被设定3个月锁定期。

(三)对基石投资者相关信息的披露要求

香港、新加坡和马来西亚的上市准则均要求，IPO的招股说明书中需要披露基石投资者的姓名、背景、认购金额等相关信息。通常要求基石投资者信息作为招股说明书的单独章节，说明基石投资者的独立性、投资条件以及发行后的整体持股比例。另外，承诺认购的合同也将作为招股说明书的一部分，向公众披露(Tan and Ong, 2013)^[2]。

当基石投资者持股比例低于5%的时候，不需要像大股东披露要求一样披露收购或出售股份的情况。实践中，基石投资者普遍持股比例不超过5%，且在6个月限售期期满后择机抛售。

五、主要结论与建议

在市场机制不完善、新股供不应求的情况下，战略配售制度不具备推广的现实基础。只有在新股发行供求关系正常化、市场化的环境中，新股不败的神话才会被打破，发行人与保荐机构才会产生采用战略配售(基石投资)的方式来提高发行效率的动机。

(一)科创板IPO中通过战略配售方式发行的股数占比较低，或与新股较热、锁定期较长等相关

科创板试点注册制，采用市场化询价机制，且取消了战略配售4亿股的门槛限制，客观上为战略配售制度推

广创造了良好条件(见表2)；但从运行情况看，战略配售认购比例较低。截至2020年9月底，183家科创板战略配售平均比例仅为8.2%，远不及同期港股25%的水平，且距规定上限(20%或30%)存在较大空间(见表2)。剔除券商跟投，有68家科创板公司采用了战略配售方式，认购股份占比仅为3.8%，其中有30家是成立了高管及核心员工资管计划作为战略配售对象(认购占比为2.3%)，只有28家引入了券商、基金等机构投资者(认购占比为1.2%)。原因在于，科创板运行时间较短，市场打新热情高涨，网上平均中签率为0.04%，网下获配比例为0.13%，平均首日收益率高达137%，企业没有发行失败的顾虑，因此采用战略配售方式的动力不足。实践中出现了一些潜在战略投资者认为12个月锁定期过长，但看好公司本身，积极参与网下配售的情况。

(二)结合新三板发行制度与市场特点，战略配售制度将发挥引导合理定价、护航新股发行的关键作用

新三板企业普遍缺乏信用背书，流动性较差，公开发行难度较高。截至2020年9月底，已申报、且符合精选层标准的新三板公司共有77家，其特征明显：一是87%为民企(67家)；二是挂牌时间较短；三是除制造业外，信息科技行业公司最多(占比分别为48.8%和21.4%)；四是市值较低(仅有2家公司市值超50亿元，市值不足10亿元的企业占比86%)。对比A股，这些特征均意味着新三板发行定价难度较大，需要充分发挥专业投资者和券商在定价中的积极作用，帮助企业顺利发行。在此情况下，战略配售或将成为新三板企业公开发行能否成功的关键制度。建议进一步提升制度弹性，优化锁定期与减持制度，增强对机构的吸引力。

目前，新三板战略配售的条件更为宽松，且取消了券商跟投机制，但制度设计层面仍缺乏弹性，吸引力不够。一方面，针对新三板设置的20%和30%认购上限，建议增补多套指标，而非采用“一刀切”的模式，如参考剔除战略配售部分的发行股票数量(或发行金额)，以及发行后的流通股比等；另一方面，建议借鉴马来西亚市场的经验，弹性缩短锁定期，推出认购数量与锁定期正向挂钩机制，并根据投资者类型，股份减持作出梯度安排等。

(三)根据市场情况，可考虑适时优化其他板块战略配售制度，同时对战略配售投资者信息获得、持股限售期以

及信披等方面实行谨慎监管

结合境内资本市场形势的变化、注册制的推进的情况以及新三板战略配售制度的实行情况，综合研判其他板块战略配售制度的优化时点。若国内外经济金融形势不确定性增大，叠加未来市场对疫情发展以及潜在经济冲击的悲观情绪蔓延，新股发行难度持续增大，彼时优化战略配售制度不仅可以稳定市场预期，进一步增强权益市场融资功能，支持实体经济发展，还能为公募、险资、养老金、国资平台以及外资机构等中长期资金的入市提供新的投资渠道，缓解打新资金对市场的“抽血”效应。

同时，为防范内幕交易和利益输送等情况，建议借鉴香港监管经验，明确限制发行人为使基石投资者参与股份发售的配售，向其以附函或其他方式提供任何直接或间接利益(港交所2013年2月出台的HKEX-GL51-13指引)，杜绝发行人向投资者做出保本保收益的承诺或者承诺回购行为。监管上，建议加强对“保底”发行等违法违规行为的监管，并加强对战略配售投资者持股限售期、信息披露等方面的监管力度。

[基金项目：国家自然科学基金青年项目“基于货币政策动态演化的公司融资行为研究”(项目编号：71702209)、上海市哲学社会科学“十三五”规划课题“私募基金集聚、企业创新能力与科创板建设研究”(项目编号：2019BJB004)]

注释

1. 实践中，每位基石投资者将按与发行方协商出来的价格区间在预路演之前签订认购协议，被保证获得协议的股份数量；若协议中是按固定金额认购而非固定数量的股份，则实际获得的股份数量将按IPO的最终价格来计算

2. 据Wind统计，截至2020年8月底，已上市的港股中有84家非中资公司引入了基石投资者，占引入基石投资者IPO样本数量的18.2%。

3. 与Pre-IPO和再融资新规中“战略投资者”范围界定不同，上交所发布的《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》规定参与战略配售的投资者包括：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；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；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；参与跟投的保荐机构相关子公司；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等。

4. 首日收益率=(上市首日收盘价-新股发行价)/新股发行价。

5. Ritter(1998)^[1]认为，IPO抑价是新股发行价格低于市场价格的结果，是发行公司为弥补投资者信息损失而对投资者进行的补偿，被称为“留在桌子上的钱”，可被视为发行公司承担的一种间接成本。

6. 基于香港市场2007—2019年5月的924个IPO限售股解禁情况，张克菲(2019)^[4]研究发现引入基石投资者的股票有59.4%在解禁日当天出现了下跌情况，且平均超额收益率要略低于未引入基石投资者的股票。

7. 在新加坡交易所主板进行分拆上市，需参考上市手册附录7.1中的特别规定，“在任何情况下，不得单独或选择性披露重大信息，除非此信息已预先披露或已公开。”尽管如此，新加坡交易所认识到，在某些情况下，选择性披露是必要的(例如发行人追求的

目标等)。在这种情况下，应在需要知道的基础上披露，并受到适当的保密限制。在披露价格敏感信息方面，香港也有类似规定。而上述问题在马来西亚IPO中并不存在，因为基石投资者是在上市申请提交给MSC后进行接洽的。母公司在向MSC提交上市申请的当天，就已经对分拆上市事宜作出公告。

8. 在该规定中，联交所明确了发行人向基石投资者配售股份需参照如下原则：(a)配售必须按首次公开招股价进行；(b)所配售的首次公开招股股份须设禁售期，一般为上市日期起至少六个月；(c)每名投资者在上市申请人的董事会内没有代表，同时独立于上市申请人、其关联人士及其各自的联系人；(d)配售安排的详情(包括投资者身份及条件)须在上市文件内披露；(e)假如该投资者就《主板规则》第8.24条(《创业板规则》第11.23条附注2及3)而言会被视为公众人士，纵有上述的至少六个月禁售期，该等股份亦属《主板规则》第8.08条(《创业板规则》第11.23条)所指的公众持股量的一部分。

9. 港交所《配售指引》(《上市规则》附录6)禁止向承销团的“关联客户”(包括各承销商集团的所有成员)配售股票。就是说，尽管可以向承销商的资金管理和私人财富管理部门进行分配，但不能向承销商的自营账户进行分配。

10. 其中包括豁免经纪佣金，分享部分包销佣金。控股股东或其他人士提供认沽期权在上市后购回股份，申请人保证将首次公开招股所得款项再投资于基石投资者所管理的基金，协议在另一宗首次公开招股中获分配股份，或其他与认购股份有关但不符合公平商业原则的交易或安排。

11. 港交所《主板规则》8.08条(a)款的规定：“无论何时，发行人已发行股份数目总额必须至少有25%由公众人士持有”。其中，基石投资者所持有股份将被纳入计算到公众持股量中，意指计算公众持股量是否达到25%以上是需要计算基石投资者持股，这会影响到发行人是否满足上市条件。

参考文献：

[1] Ritter J R, Initial public offerings[J]. Contemporary Finance Digest, 1998, 2(1), 5-30.
 [2] Tan T-G, Ong J. Cornerstone investors in IPOs—an Asian perspective[J]. Capital Markets Law Journal, 2013, (4): 427-449.
 [3] 徐洋. 香港IPO市场基石投资的趋势和启示[R]. 上海: 上海证

券交易所, 2016.
 [4] 张克菲. 境外基石投资者制度及其对股价波动的影响[R]. 上海: 上海证券交易所, 2019.
 [5] 王博, 龚兴隆. 基石投资保驾护航[J]. 新理财, 2014, (11): 33-34.