

韩国资本扫货 A 股重整股 监管新规“打补丁”

韩国散户“扫货”中国股票、韩国股民狂买 A 股……前些日子,关于韩国投资者大量买入中国股票的消息突然在网络走红。今年 2 月,韩国投资者对中国内地和香港市场股票的月度交易额达 7.82 亿美元,环比增长近两倍,创 2022 年 8 月以来新高,且远超同期韩国投资者对欧洲和日本股市的投资规模。

青睐中国股票的投资者不只是韩国散户,韩国银行、韩国国民年金等很早便涉足 A 股。近两年来,多只 A 股的破产重整也出现了韩国资本的身影。

频频参与困境企业重整

截至 3 月 14 日收盘,ST 花王股价报收于 8.10 元/股。相较于前期阶段性高点有所回落,但即便如此,参与公司重整的产业投资人依然浮盈可观。因其平均持股成本只有 1.35 元/股。

根据上市公司此前披露,其重整投资人逾 10 位。其中,一家名为松树慧林(上海)私募基金管理有限公司(下称“慧林基金”)的企业以财务投资人身份出现。

相关招聘信息介绍,慧林基金是一家外资控股的境内私募股权投资基金管理人。公司重点关注上市公司并购重组、司法重整等综合性业务。

慧林基金成立于 2016 年,前身为上海泓琥私募基金,由两位自然人持股。2021 年 7 月,松树铭志(上海)股权投资管理有限公司(下称“松树铭志”)收购了慧林基金全部股权。松树铭志系 Pine Tree Hong Kong Investment Holdings Limited(下称“香港松树”)的全资子公司。香港松树系韩国松树投资管理有限公司(下称“韩国松树”)的下属公司。

韩国松树是全球知名的投资企业,曾收购帝亚

吉欧集团旗下的温莎威士忌。以松树铭志为平台,韩国松树对 A 股重整市场进行了深度布局。

早前,*ST 中利 2024 年的重整中,宁波铭志企业管理有限公司(下称“宁波铭志”)作为财务投资人与公司签署了重整投资协议。宁波铭志成立于 2021 年,注册资本 100 万元。

企查查显示,宁波铭志的全资股东正是松树铭志。宁波铭志指定了第三方主体上海铭志慧新能源合伙企业(有限合伙)(下称“上海铭志慧”)作为投资主体,代其出资并受让*ST 中利转增的股票。宁波铭志持有上海铭志慧 9.8% 股权,系其执行事务合伙人。

宁波铭志也间接参与了 ST 花王的重整。彼时,苏州益波元企业管理合伙企业(有限合伙)(下称“苏州益波元”)作为财务投资人认购了转增股份。宁波铭志持有苏州益波元 20.8388% 股权。

此外,ST 步步高去年实施的重整中,慧林基金同相关方组成联合体中选财务投资人。ST 步步高的公告明确指出,慧林基金是一家以困境企业重整为主的私募股权基金。

投资老将掌舵

松树铭志的主要负责人均在投资界从业多年。公司董事长姚宏出生于 1974 年,系博士、高级经济师。其曾任黄浦区国家税务局科员、上海市财政局办公室副主任,高林资本合伙人、宅急送监事会主席等职务,现任上海图鸿港企业管理执行事务管理人、济川药业独立董事等。高林资本主要从事股权投资等业务,管理规模在 50 亿元至 100 亿元区间。

公司执行董事、总经理李文浩出生于 1982 年,理科硕士。其曾在华融资产、长城资产等公司从事投资并购业务,期间还曾在广誉远、上工申贝担任董事。2018 年 5 月,李文浩成为香港松树总经办总经理。2020 年 6 月,其逐步担任松树铭志相关管理职务。

目前来看,两人搭档的战绩很漂亮。松树铭志选中的几只重整股票都取得了超额浮盈。

慧林基金以约 1.35 元/股的价格,受让了 ST 花王转增的 1284.77 万股股票,目前这部分股票市值约 1.04 亿元,浮盈 8672 万元(按照 3 月 14 日收盘价估算,下同)。

监管政策逐步完善

韩国资本青睐 A 股重整交易的背后,是整个市场的投资浪潮涌动。

“破产重整为困境上市公司提供了风险出清路径,形成价值修复窗口期。重整完成后,企业资产负债修复与经营性现金流改善可显著提升股权估值中枢。”上海偕津资产管理有限公司合伙人冯煌表示。对于财务投资人来说,产业投资人背景比较强的话,低成本拿到的资产安全性很高。这是当前上市公司重整火热的主要原因。

目前来看,关于债权人、投资人的利益及风险分配等尚存在一定争议。

据《2025 年 A 股并购报告》,2024 年 11 家被法院裁定受理重整且已执行完毕的上市公司中,债权人以股抵债的价格较重整协议签署日收盘价的溢价率平均值为 114.62%。产业投资人受让上市公司转增股份的价格大多数在 1 元/股左右,较重整协议签署日收盘价的溢价率平均值为 -66.14%,财务投资人的平均溢价率为 -55.84%。

在冯煌看来,权益调整过度稀释原股东利益、部分重整投资人以显著低于市价入股,这不利于重

整市场的长期稳健发展。

监管层正在进一步完善上市公司重整制度,堵住交易漏洞。

去年 12 月,最高人民法院和证监会联合印发《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》,旨在提升退市公司破产重整案件的审理质量,保护相关方的合法权益。

3 月 14 日,证监会发布《上市公司监管指引第 11 号——上市公司破产重整相关事项》(以下简称《指引》),规定资本公积转增比例不得超过每十股转增十五股;重整投资人入股价格不得低于市场参考价的五折,市场参考价按重整投资协议签订日前二十、六十或一百二十个交易日均价之一确定等。该文件自发布之日起实施。

冯煌认为,《指引》实施的时机非常好,明确转增比例上限,限制无序扩张;设定入股价格下限,避免利益输送;明确禁止重整计划未完成时提前确认债务重组收益虚增利润,强化财务真实性等,“监管机构明显洞察到了交易中的实际问题”。

据《证券时报》作者:曾剑

新闻链接

破产重整指引落地 重整“暴利”终结?



“暴利”的破产重整时代,或将迎来终结。

近日,证监会发布《上市公司监管指引第 11 号——上市公司破产重整相关事项》,沪深交易所也同步修订破产重整等事项的自律监管指引(以下简称《指引》),直击上市公司破产重整交易中的权益调整模糊、内幕交易频发、中小股东权益稀释、“假重整、真逃债”等乱象。

《指引》进一步明确重整计划中的信息披露要求和权益调整要求,规定资本公积转增比例不得超过每十股转增十五股,重整投资人获得股份的价格不得低于市场参考价的百分之五十等,并指出“不得在重整计划实施的重大不确定性消除前,提前确认债务重组收益”。

“上市公司重整是为了挽救有产业发展前景、暂时陷入流动性危机,但市场上出现了一些不好的案例,部分企业借着重整的名义‘保壳’,通过财务包装或者短期资本运作牟利,这并不是真正意义上的重整。《指引》规范市场行为、平衡各方利益,让重整从短期纾困、保壳工具,真正回归到提升企业价值的长效发展中。”泽浩资本合伙人曹刚受访时指出。

增加权益调整“硬约束”

自 2007 年《中华人民共和国企业破产法》实施以来,资本市场共有 100 多家上市公司实施完成破产重整,多数公司通过破产重整“重生”。

而在破产重整业务实践中,仍存在部分保壳式交易、内幕交易、利益输送等乱象。其中,“高比例转增、低价定增续命”是典型特征之一。

以往,在上市公司破产重整中,并没有对资本公积转增股份数进行明确规定,这就导致了上市公司转增股份数差异非常大,其中不乏每十股转增二十股及以上的“摊大饼”式交易。

较典型的如供销大集以当时 A 股总股本 598200.40 万股为基数,按每 10 股转增 34.9 股的比例实施资本公积金转增股本,共计转增 2088046.70 万股股票;*ST 傲农的重整按每 10 股转增 20 股比例实施资本公积转增股本;*ST 中利每 10 股转增 24.50 股等,极大摊薄中小股东权益,在市场上引发争议。

因此,《指引》明确,资本公积金转增股份比例不得超过每十股转增十五股,同时规定了可供转增的资本公积金应当以最近一期经审计的年度报告、半年度报告或者季度报告为准。

同时,《指引》还对重整投资人的入股价格及锁定期进行了明确约束。

其强调,重整投资人获得股份的价格不得低于重整协议签订日前 20/60/120 个交易日均价的 50%(取三者最高值),以杜绝低价利益输送,引导重整投资人通过改善公司经营情况实现协同发展。

针对重整投资人股份锁定期限,《指引》明确获得公司控制权的重整投资人持股期限不得少

于三十六个月,其他重整投资人持股期限不得少于十二个月;无控股股东、实际控制人时,持股比例 $\geq 5\%$ 的第一大股东比照控股股东、实际控制人锁定。

“过往低价入股与短期锁定期是重整投资的主要吸引力,《指引》将入股价格下限提高至市场价五折,且控股锁定期延长至三年,这是倒逼投资人更关注长期经营价值,而非短期资本运作。”沪上一家资深的投行业务负责人对记者指出。

严打“保壳式重整”

除了利益严重失衡外,部分上市公司滥用破产重整“保壳”的行为也受到市场各方的关注。

前文提到的 11 家破产重整公司中,有 7 家出现严重的资不抵债,需要通过破产重整将净资产回正,挽救退市危机。*ST 红阳、*ST 花王等还存在被控股股东及关联方非经营性资金占用的情形,2023 年的内部控制审计报告均被出具否定意见,企业通过引入重整投资人以现金补足等方式将“窟窿”成功填上。

新发布的《指引》进一步强化信息披露要求,明确上市公司的自查与披露义务。

《指引》指出,上市公司申请或者被申请破产重整时,需自查是否存在重大违法强制退市情形、涉及信息披露或者规范运作等方面的重大缺陷、资金占用违规担保等情形,并应当在董事会作出向法院申请重整、和解或者破产清算的决定时,或者知悉债权人向法院申请上市公司重整或者破产清算的 5 个交易日披露。

去年年底,最高人民法院、证监会联合发布的《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》指出,“控股股东、实际控制人及其他关联方违规占用上市公司资金、利用上市公司为其提供担保的,原则上应当在进入重整程序前完成整改。”

“资金占用和违规担保,往往会对上市公司的财务状况和经营能力产生严重影响,前者可能导致上市公司现金流紧张,影响正常运营,后者则可能使上市公司承担额外的财务风险,甚至面临核心资产被司法冻结的风险。明确相关的信披义务,可以有效提示风险,也可以对关联方资金占用、违规担保等行为形成威慑。”曹刚指出。

此外,为了防止企业借破产重整逃避补偿义务,《指引》还规定,上市公司前期重大资产重组中涉及的业绩补偿承诺,不得通过重整计划予以变更。承诺方急于履行业绩补偿承诺的行为严重损害上市公司合法权益,极大影响了上市公司重整程序中的偿债资源,上市公司或者管理人应当通过提起诉讼、申请保全等方式及时向业绩补偿承诺方主张权利,督促其严格履行作出的承诺。 据《21 世纪经济报道》作者:杨坪

讲文明 树新风 公益广告



环境保护在心中 垃圾分类在手中