

退市公司重新上市制度与投资者保护*

吴伟央**

摘要:退市公司重新上市制度是退市制度中的一项重要配套制度,有利于疏通退市渠道,保护中小投资者利益。我国退市公司重新上市制度从2004年开始提出并进行了多年的充实完善,在2018年年底完成了长油航运重新上市的首单案例实践。在我国上市资源相对稀缺的大环境下,退市公司重新上市还要审慎推动,结合实际情况不断完善制度,避免恶意炒作,确保平稳运行。

关键词:退市公司 重新上市 投资者保护 制度展望

退市公司重新上市,是指退市公司通过努力达到一定条件后申请到证券交易所再次挂牌上市的制度,其主要目标是要建立起能上能下的市场机制,为退市公司在持续经营能力和公司治理水平显著改善后,提供重新上市的路径。

退市公司重新上市不同于首次公开发行并上市(Initial Public Offering, IPO),其不需要经过证监会的股票公开发行审核或注册,而是直接以公众公司的身份申请股票上市。^①另外,退市公司重新上市也不同于暂停上市公司申请恢复上市,^②重新上市的主体是已经从交易所市场终止上市(退市)到股份转让系统(所在交易板块又称

* 本文为中证中小投资者服务中心2018年课题“退市制度与投资者保护研究——以强制退市为中心”的部分研究成果。

** 法学博士,现就职于证监会法律部。本文仅代表作者个人观点。

① 根据证监会上市部2004年3月5日《关于原STAQ、NET系统公司股民咨询转板问题答复口径的函》,由证券交易所负责审核的再次上市申请仅限于从证券交易所退市的公司,原STAQ、NET系统挂牌公司的上市申请仍须经证监会依法定程序核准。

② 随着新《证券法》的施行以及证券交易所相关规则的修改,暂停上市制度将退出历史舞台。

“新三板”^①)交易一段时间后的退市公司,而恢复上市的主体是没有退市的上市公司,两者处于不同的阶段。

一、退市公司重新上市对投资者保护的重要意义

重新上市制度,是退市制度中的一项重要配套制度,有利于疏通退市渠道,保护中小投资者利益。^②重新上市使退市公司能够回到交易所市场,形成对企业的激励和约束机制,实际上是建立稳定预期,有利于保护投资者利益和社会稳定。^③

第一,能够有效缓解交易所市场的退市压力,促进退市常态化。长期以来,“退市难”一直是我国资本市场的一个“肠梗阻”,主要原因是各方主体都不愿意失去“上市”这个稀缺资源,以及由上市资格带来的一系列融资、流动性以及知名度等利好因素。“能不退,就想方设法不退”,甚至动用各种社会关系和技术手段以达到不退市的目的。如果在一些板块建立健全退市公司重新上市制度,在理论和制度上打消上市资格失而不回的顾虑,明确退市之后可以通过努力重回证券交易所上市,则退市阻力一定程度上会减少很多。“落实重新上市政策,形成上市—退市—重新上市三位一体的良性循环机制,是疏导退市难的良方。”“只有看到了重新上市的希望,形成能下能上的双轨制,退市制度才可以顺利推进,退市常态化才可能成为现实,否则是寸步难行。退市常态化的前提,是重新上市常态化;没有退市公司的重新上市,退市常态化不过是空谈。”^④

第二,能够一定程度使退市公司恢复收益性和流动性等,减少投资者损失。我国上市公司退市后进入“新三板”进行交易,由于“新三板”市场整体在交易机制、流动性方面存在不足,中小投资者的权益一般难以获得充分的保障。一些退市公司股票的投资人经历了退市后的权益损失,有的还进行着持续的维权活动。“新三板有股民176万余人,当中有历史上的两网股投资者,更有主板市场的投资者。新三板市开

^① “新三板”是全国中小企业股份转让系统于2003年设置的单独交易板块,整体承接了原代办股份转让系统挂牌的公司股份,包括从原来两个法人股市场(STAQ和NET系统)退下来的“两网股”股票和从交易所市场终止上市后退下来的“退市股”股票。截至2020年8月底,该板块共有60多家公司。

^② 参见《上交所关于同意长航油运重新上市的答记者问》,载上海证券交易所官网:http://www.sse.com.cn/home/apprelated/news/c/c_20181102_4671286.shtml,最后访问日期:2020年5月13日。

^③ 金水:《证券法学会会长郭峰:加快完善退市转板与索赔制度》,载华夏时报网:<https://www.chinatimes.net.cn/article/23532.html>,最后访问日期:2020年5月13日。

^④ 退市新三板:《上市—退市—重新上市,A股市场的三位一体你懂吗?》,载雪球网:<https://xueqiu.com/1733448360/105165207>,最后访问日期:2020年5月13日。

户60万,滞留主板坚决不退的钉子户达100余万户。”^①上市公司退市后,投资者通常会面临着损失。桑格(Sanger)和皮特森(Peterson)教授在1990年的研究报告表明,在纽约证券交易所和美国证券交易所发布的退市公告会引起平均约-8.5%的非正常收益。这种净损失主要体现在收益性和流动性两个方面,退市使公司的公众形象受损、内在价值下降,导致股票价格下跌、资产缩水,另外也会使投资者持有的股票流动性降低。^②投资者基本都不愿意自己持有的股票退市,很多退市公司也不愿到新三板。重新上市制度给退市公司的广大投资者带来的希望,如果能够重新上市,使其在收益性和流动性等方面能够得以恢复,甚至比退市之前更好,则可使他们觉得自己“并非资本市场的弃儿。”^③

第三,能够减少投资者炒作ST题材股等不良风气,净化市场环境。A股市场投资者以往有“炒差、炒新、炒小”的习惯。由于壳资源的稀缺性,很多投资者为了“赌保壳”“赌重组”,不顾风险公司的基本面,经常出现“爆炒ST题材股”的现象。如果在特定板块明确确立退市公司重新上市制度,有退市风险的公司今后可以通过自身努力回归A股市场,其自身退市压力减少,就不一定非得卖壳或被重组等,市场化因素增强,ST股“必然重组”“必然保壳”等可能性也将降低。退市公司重新上市制度,使退市常态化,能够有效减少投资者炒ST股等赌徒心理,一定程度有助于扭转“炒差”投资风格,提高投资理性程度,减少不必要的“飞蛾扑火式”投资损失。

第四,有助于解决退市公司损害投资者权益等问题,优化新三板市场环境。“新三板退市公司绝大部分也都是20世纪90年代上市的,在当年为国企解困的政策背景下,普遍存在虚假包装、欺诈上市、大股东非法挪用上市公司资金、违法担保等诸多问题,管理层亦监管不力,这些问题严重侵害投资者利益,并最终导致退市。”^④新三板公司很多都面临着没有进行股改、存在清欠等问题,有些成了“无联系地址、无法人代表、无大股东的三无三板公司”,损害投资者权益的情况迟迟得不到解决。重新上市制度能够给退市公司以正面的引导和激励,使其积极改善公司质量;能够使得重组方更加准确地作出评估,坚定重组信心;能够提高投资者对新三板市场的参与热情,

① 参见《介绍下中国退市股票三板,您想了解吗》《前辈关于新三板两网股与退市股的血泪上诉状》等网络维权文章,载天涯论坛:<http://bbs.tianya.cn/post-develop-350562-1.shtml>,最后访问日期:2020年5月13日。

② 参见倪勇:《中国股票市场退出机制研究》,复旦大学管理学院2004年博士学位论文,第96页。

③ 周少杰:《重新上市审批权限下放 三板市场成卖壳场》,载《证券时报》2012年12月6日,第B001版。

④ 退市新三板:《上市—退市—重新上市,A股市场的三位一体你懂吗?》,载雪球网:<https://xueqiu.com/1733448360/105165207>,最后访问日期:2020年5月13日。

提高交易活跃度。同时,在公司业绩向好、交易和重组活跃的市场情况下,有利于促进股改、清欠等历史遗留问题的有效解决。有助于改善老三板市场的投资环境、优化三板的市场结构,改变老三板作为交易所市场垃圾处理站的现象。

第五,有助于统筹兼顾多层次资本市场的各类公司主体,促进转板等机制形成和发展。随着退市常态化,退市公司会越来越多,已经成为多层次资本市场中的一类特殊群体,有效解决退市公司尤其是目前主板退市公司的具体问题,是一个比较现实的问题。退市公司从股转系统通过“重新上市”渠道回到交易所市场,类似境外多层次市场中的转板制度。^① 境外市场可以实施市场间或板块间的转板机制,其中包括场外市场转至场内市场的转板升级制度。例如,美国纳斯达克(National Association of Securities Dealers Automated Quotations, NASDAQ)小型市场上连续 30 日交易价格低于 1 美元,警告后 3 个月未能使股价升至 1 美元以上,则将其摘牌降至美国场外柜台交易系统(Over the Counter Bulletin Board, OTCBB)报价系统,在 OTCBB 摘牌的公司将退至 Pink Sheets(粉红单市场)进行交易。^② 另外,在 OTCBB 挂牌公司的股东超过 300 名,价格不低于 5 美元,净资产不低于 400 美元的,即可直接转板到 NASDAQ 资本市场。另如我国台湾地区市场,自 1992 年以来,每年都有柜台买卖中心的上柜公司转申请到台湾证券交易所上市,台湾证券交易所还专门制定了《上柜公司转上市的审查准则和作业程序》来规范相关的实践操作。可见,退市公司在满足一定条件下转板到场内交易所进行交易,是多层次资本市场的一项重要制度安排。^③ 如果股市生态得以优化,退市的原因和方式多样化,退市和重新上市常态化,这条路越走越宽,也就走通了一条转板的道路。^④

二、我国退市公司重新上市的制度沿革

我国退市公司重新上市制度可追溯至 2004 年 1 月的《国务院关于推进资本市场

^① 参见张书怀:《重新上市值得探索》,载《中国改革报》2018 年 6 月 22 日,第 9 版。

^② 对纳斯达克市场退市公司统计分析表明,OTC 市场是纳斯达克市场退市公司的主要退出渠道。例如,1999 年 1 月至 2000 年 10 月纳斯达克市场 583 家退市公司退到 OTCBB 有 283 家,占退市总数的 48.5%,退到 Pinksheets 市场中的数量为 163 家,占总数的 27.9%。

^③ 2020 年 6 月 3 日中国证监会发布了《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》,试点期间,符合条件的新三板挂牌公司可以申请转板至上交所科创板或深交所创业板上市。这是我国多层次资本市场建设的一项重要举措。

^④ 参见张书怀:《重新上市值得探索》,载《中国改革报》2018 年 6 月 22 日,第 9 版。

改革开放和稳定发展的若干意见》(国发[2004]3号,也称“老国九条”),当时将退市公司问题纳入“防范和化解市场风险”范畴,要求“各地区和有关主管部门要依法加强对退市公司的管理,确保退市工作平稳顺利”。

2004年2月5日,证监会出台的《关于做好股份有限公司终止上市后工作的指导意见》(证监公司字[2004]6号,以下简称《指导意见》)专门规定了“关于终止上市的股份有限公司申请再次上市的问题”,第一次系统地提出了我国退市公司重新上市的相关框架思路,^①包括重新上市的条件(重新符合上市条件并具有持续经营能力的)、审核机构(证券交易所)、申请和审核流程、地方政府和中国证券业协会的意见以及与代办转让系统之间的衔接等内容。

2012年12月,上海、深圳两大证券交易所发布了《退市公司重新上市实施办法》(2012年版),明确了可申请重新上市的公司范围、申请时间间隔、申请重新上市的条件和程序以及审核程序等。按照高于借壳上市但低于新股发行的标准,制定了重新上市的条件,为退市公司重新回到交易所市场提供了相对宽松的途径。

2013年12月,上海、深圳证券交易所分别发布实施《退市公司重新上市实施办法》(2013年修订)。

2014年5月8日,《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发[2014]17号,也称“新国九条”)指出:“明确退市公司重新上市的标准和程序。逐步形成公司进退有序、市场转板顺畅的良性循环机制。”退市公司重新上市制度第一次被正式写到了国发文件中,并提出要明确标准和程序。

2014年10月15日,证监会《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干

^① (1)股份有限公司终止上市后重新符合上市条件并具有持续经营能力的,可以直接向证券交易所提出其向社会公众发行的股票再次上市交易(以下简称再次上市)的申请。证券交易所根据中国证监会授权,依照法定条件和法定程序审核公司的再次上市申请。(2)股份有限公司终止上市后申请再次上市,须经所在地省级人民政府同意,并按照证券交易所的要求提交有关申请文件。(3)证券交易所应自受理公司提交的再次上市申请之日起20个工作日内,做出是否予以核准的决定。证券交易所在审核期内要求公司对报送材料予以补充或者修改的,补充或者修改的时间不计入证券交易所的审核期限。(4)证券交易所审核再次上市申请时,应当查阅中国证券业协会关于公司规范运作的记录和无异议函,对最近3年有重大违法行为的,不予核准。证券交易所对公司的再次上市申请做出予以核准决定的,报中国证监会备案。中国证监会在15个工作日内未提出异议的,证券交易所的核准决定生效实行。(5)股份有限公司提出再次上市申请时,其股份转让代办服务无须暂停。证券交易所予以核准的,公司股票上市交易时,代办转让服务自动停止;不予核准的,代办转让服务继续进行。具体操作细则和管理规则,由证券交易所会同证券登记结算机构和中国证券业协会制定。(6)经证券交易所核准股票再次上市交易的股份有限公司,其由代办机构代办转让的股份在证券交易所上市交易;通过协议转让方式进行转让的股份以协议转让方式在证券交易所和证券登记结算机构的管理下进行转让。

意见》(证监会令第 107 号)^①明确了重新上市条件及程序。“主动退市公司可以随时向其选择的证券交易所提出重新上市申请。强制退市公司在证券交易所规定的间隔期满后,可以向其选择的证券交易所提出重新上市申请。退市公司拟申请重新上市的,应当召开股东大会,对申请重新上市事项作出决议,股东大会决议须经出席股东大会的股东所持表决权的 2/3 以上通过。证券交易所应当制定退市公司重新上市的具体规定,在条件、程序、信息披露、交易安排等方面,可以区分主动退市公司与强制退市公司,以及强制退市公司所触及强制退市指标的不同作出差异化安排。”

2015 年 1 月 30 日,上海、深圳两大证券交易所发布《退市公司重新上市实施办法》(2015 年修订)。本次退市改革对重新上市的条件进行了调整,按照主要指标等同 IPO 条件的原则,规定了重新上市的条件。^②同时,为确保新旧制度平稳衔接,明确了新老划断相关原则。^③

2018 年 11 月 16 日,上海、深圳两大证券交易所发布实施《退市公司重新上市实施办法》(2018 年修订)。本次修订主要针对重大违法退市(首发上市欺诈发行、重组上市欺诈发行、年报造假规避退市以及交易所认定的其他情形)。例如,对于在市场入口即违法的欺诈发行公司,违法行为恶性较大、反响强烈的,新规将不再给予其重新上市的机会;其他重大违法退市的公司需要在股转公司挂牌转让满 5 个完整会计年度方可申请重新上市。

综上所述,随着退市制度的改革推进,重新上市制度也在不断地完善,如沪深交易所的《退市公司重新上市实施办法》都经历了 2012 年 12 月发布实施,2013 年 12 月第一次修订、2015 年 1 月第二次修订、2018 年 11 月第三次修订的过程。重新上市制度虽然运用不多,但一直在权衡中不断地完善。

^① 这次改革对退市制度的重大调整主要体现在两方面:一是健全了自主退市制度;二是实施重大违法公司强制退市制度。

^② 在具体制度安排上,重新上市主要参照了首次公开发行股票并上市的程序和标准。例如,在 3 年盈利、3 年审计报告标准无保留意见、现金流量和营业收入要达到一定金额、具备持续经营能力以及健全的公司治理结构等方面,与 IPO 公司的要求基本一致。同时,也考虑退市公司已经经历过公开发行,其重新上市不再募集资金,公司中小投资者众多等情况,在制度要求上也不宜完全等于 IPO 公司。总的来看,重新上市的条件宽严适度,尊重了当前证券市场发展的实际情况,能够让退市公司在具备持续经营能力后有信心重新上市,也能够有效防范制度套利。

^③ 即新规则颁布之前已退市的公司在新规则颁布后的 36 个月内申请重新上市的,适用原重新上市标准;新规则颁布之前已退市的公司在新规则颁布后的 36 个月后申请重新上市的,以及新规则颁布之后退市的公司适用新重新上市标准。

三、退市公司重新上市的首单实践——长油航运

2018年11月2日,上海证券交易所根据上市委员会的审议意见,决定同意长航油运股票重新上市申请。我国第一单退市公司重新上市诞生,结束了多年来“只闻其声”的境况,2004年以来反复被提及并不断修改的重新上市制度规则终于得以运用,这是退市制度具有里程碑式意义的一次实践。

长航油运(前身南京水运,证券代码600087)1993年成立,主营沿海和国际航线石油运输业务,1997年6月在上交所上市。^①公司2010年、2011年和2012年连续3年亏损,股票自2013年5月14日起暂停上市。2014年3月披露资料显示,2013年度继续亏损。^②2014年4月11日,上海证券交易所决定*ST长油终止上市。^③4月21日,*ST长油进入30个交易日的退市整理期。6月5日,退市整理期满被上海证券交易所摘牌。8月6日,公司股票在股转系统正式挂牌。长航油运是我国证券市场上第一家退市央企,也是第一家完成退市整理期交易后退市的公司。

公司退市后,于2014年成功实施了破产重整:^④一是剥离了超大型油轮(VLCC)亏损资产,将19艘VLCC整体剥离,相应减少了银行债务;二是实施了债转股,通过转增及股东让渡合计27.14亿股,按照每股2.3元总计折价62.42亿元,全部用于清偿普通债权;三是留存债务重组,对剩余29.57亿元带息负债的还款期限、利率、还款方式等进行调整。^⑤在主营业务没有发生变化、控制权没有发生变更、经营管理层没有发生重大变动的情况下,长航油运的资本结构明显改善,资产质量明显提高,盈利能力和持续经营能力明显增强。自2015年4月20日起,公司股票在股转系统恢复转让。

^① 1997年5月15日,中国证监会出具《关于南京水运实业股份有限公司申请公开发行股票批复》(证监发字[1997]232号)。

^② 2014年3月22日,该公司披露的2013年年度报告显示,2013年度归属于上市公司股东的净利润为-59.22亿元,2013年年末归属于上市公司股东的净资产为-20.97亿元。信永中和会计师事务所对该公司2013年度财务报表出具了无法表示意见的审计报告。

^③ 参见上海证券交易所自律监管决定书《关于终止中国长江航运集团南京油运股份有限公司股票上市交易的决定》[(2014)161号]。

^④ 2014年7月18日,南京市中级人民法院裁定受理长航油运重整一案,到年底前完成重整计划执行工作,经过短短数月紧锣密鼓的工作,公司最大的亏损源得到解决,债务规模大幅降低,净资产由负转正,债务危机得到彻底化解,盈利能力逐步恢复,重回健康盈利可持续发展轨道。

^⑤ 参见《中国长江航运集团南京油运股份有限公司重新上市申请书》,第119页。

2018年4月20日,长航油运股东大会审议通过了《关于申请公司股票在上海证券交易所重新上市的议案》。6月4日,公司向上海证券交易所提交了重新上市申请。上海证券交易所启动重新上市审核工作,经历了业务部门初审、上市委员会审核以及上海证券交易所审议决定三个环节。11月2日,上海证券交易所总经理办公会决定同意公司重新上市。

根据上海证券交易所发布的公开信息,^①长航油运重新上市条件主要有五个方面:一是股本结构要求;二是财务指标要求;^②三是持续经营能力要求;四是公司治理要求;五是合规性要求。上海证券交易所根据《股票上市规则》和《退市公司重新上市实施办法》的相关要求,经过了严格审查后决定同意其重新上市。

长航油运能够在短时间内重回资本市场的主要原因是及时进行了破产重整。在重整过程中,大股东相对中小股东做了比较大的努力和让渡,例如,在让渡股票中,“南京油运让渡其持股总数的50%,其他中小股东让渡其持股总数的10%”,^③这在一定程度上保护了中小股东的利益。另外,该破产重整不是一般的卖壳,基于国有企业的优势,其实际控制人未发生变化,^④这也是创智5等^⑤其他新三板企业很难学习借鉴的。

值得指出的是,2020年3月13日,上海证券交易所同意国机重装(原*ST二重)

① 参见《上交所关于同意长航油运重新上市的答记者问》,载上海证券交易所官网:http://www.sse.com.cn/home/apprelated/news/c/_20181102_4671286.shtml,最后访问日期:2020年5月13日。

② 公司2015~2017年3个会计年度经审计的扣非净利润分别为6.11亿元、5.29亿元和3.80亿元;经营活动产生的现金流量净额累计为32.41亿元,营业收入分别为54.79亿元、57.81亿元和37.29亿元,2017年年末归属于上市公司股东的净资产分别为33.44亿元,符合规定的重新上市财务指标条件。

③ 全体股东让渡股票:全体股东按照相应比例让渡其目前持有的长航油运股票,其中南京油运让渡其持股总数的50%,共计让渡约93,197.12万股股票;其他中小股东让渡其持股总数的10%,共计让渡约15,302.47万股股票;全体股东合计让渡约108,499.59万股股票。

④ 招商局集团通过中外运长航控制长航油运1,357,425,761股股份,占公司总股本的27.02%,为长航油运的实际控制人,招商局集团的股东为国务院国资委,国务院国资委为长航油运的最终控制人,最近3年长航油运的实际控制人未发生变更。

⑤ 创智5自2013年2月9日公司从深圳证券交易所退市,随后于当年4月22日在股转系统挂牌及转让。2014年,几度冲刺IPO未果的手机制造商深圳市天珑移动技术有限公司,决定曲线救国。当年12月31日,创智5向天珑移动原股东非公开发行了13.63亿股股份,购买了天珑移动96.6235%的股权。反向收购完成后,创智5转型为开展手机以及移动互联网相关业务的企业,其控股股东也由大地集团变更为永盛科技。此后,该公司开始蜕变。到2014年年底的营业收入涨到88.3亿元,实现归属于母公司股东的净利润4.55亿元。截至2017年6月30日,其营业收入和净利润分别是24.22亿元、8993.55万元。创智5曾于2016年7月8日获深圳证券交易所受理公司股票重新上市的申请。但1个多月后,公司于2016年8月30日提交中止审核申请。

重新上市,这是继长航油运之后,第二家实现重新上市的公司。^①公司2015年5月主动申请退市,成为2014年退市制度改革后首例主动退市公司,退市后先后实施了破产重整和重大资产重组,逐步改善和恢复了持续盈利能力和持续经营能力,符合上海证券交易所重新上市的相关条件。

上海证券交易所的两个实践案例,使重新上市不再是停留在纸面的制度,给了市场“能上能下、有进有出”的合理预期。长航油运和国机重装给市场树立了重新上市的榜样,通过自身努力达到相关条件,能够从新三板退市公司中重返交易所市场,也有利于保护投资者合法权益。

四、退市公司重新上市制度展望

退市公司重新上市有利于投资者保护,但在我国目前市场条件下也可能会带来一些问题,如可能会导致新三板市场的恶意炒作、可能影响发行上市制度的市场公平性,甚至可能因退市公司不良市场形象影响市场信心。故而特定板块退市公司重新上市要结合具体情况,认真研究、仔细权衡、审慎推动。

第一,必须旗帜鲜明地坚持重新上市的良好价值导向,防止炒作退市壳资源,进行制度套利。重新上市的制度出发点是鼓励退市公司通过自身努力,恢复持续经营能力、健全治理结构、不断规范运行后回到交易所市场,而不是鼓励“借退市壳资源上市”。正如上海证券交易所强调的:“退市公司必须专注主业、努力改善经营,真正恢复公司造血能力,才能满足规定的重新上市条件。如果只是通过变更实控人、主业等手段,在形式上、数字上达到部分重新上市申请条件,但公司主业不够扎实,仍缺乏持续经营能力,也未建立有效公司治理,其在实质上仍不符合重新上市条件。”^②目前,IPO及二级市场借壳的条件相对比较高,时间周期也比较长,如允许借退市公司的壳

^① 国机重装成立于2001年,主营业务为重型装备的研发与制造。公司于2010年2月在上海证券交易所上市,此后因连续3年亏损股票被暂停上市,于2015年5月21日从上海证券交易所主动退市,并于2015年7月20日在股转系统挂牌转让。公司主动退市后,先后实施了破产重整和重大资产重组。目前,公司已是国内最大的重型机械制造、重大技术装备国产化基地之一,根据申请文件,2017年至2019年公司营业收入分别为70亿元、93亿元和91亿元,净利润分别为7.4亿元、5.1亿元和5.2亿元。2019年12月12日向上海证券交易所提出股票重新上市申请,2019年12月18日受理。根据上海证券交易所上市委员会的审核意见,上海证券交易所同意国机重装A股股票72.68亿股(每股面值1.00元)重新上市交易。

^② 参见《上交所关于同意长航油运重新上市的答记者问》,载上海证券所官网:http://www.sse.com.cn/home/apprelated/news/c/c_20181102_4671286.shtml,最后访问日期:2020年5月13日。

上市,属于典型的监管套利(regulation arbitrage),^①两套机制各行其是,理念迥异,逻辑失调,会造成市场的预期混乱和行为异化。^②“上交所将坚决杜绝制度套利行为,对于一些经营空壳化、僵尸化,主营不突出的公司,将依法依规不予受理或者不予同意其重新上市。”^③

值得一提的是,受重新上市预期等因素影响,对退市公司实施破产重整成为一个市场热点。有的甚至在法院主导的破产重整中注入资产、构成重大资产重组,但未及时履行重组程序,通过司法途径强制注入资产,^④规避重组监管,破坏司法程序与行政程序的有效衔接,侵害股东的知情权和表决权,应当引起重视。

第二,重新上市是一个受监管的市场行为,不宜成为市场炒作的热点。本次长油航运重新上市后,市场广泛热传徐翔退市前买上油收益颇丰的故事,如“央企退市第一股长油重返 A 股 徐翔狱中浮盈 7000 万”“长油重回 A 股 退市前曾扫货 2200 万股”,这种故事会给人们造成一种错觉,资质好的退市公司尤其是一些国有退市公司或者一些有重新上市题材的退市公司,在股转系统交易时有可能在被热炒。实际上,重新上市是受严格监管的,能达到相关条件,说明公司本身恢复发展得很不错。在信息披露真实、准确、完整的情况下,该股票在股转系统交易时的价格应该反映了其重新上市的预期因素,不应是制造暴富效应的“温床”。^⑤“即使这两家公司成功回归 A 股,也很难形成大面积死灰复燃的现象,投资者重仓参与退市股的博弈依然存在较大风险。”^⑥目前,我国新三板上的退市公司整体质地较差,劣质公司较多,投资风险较大,不可因为有重新上市制度而使退市公司成为投资炒作的标的。

第三,根据实际情况合理设计好重新上市的条件等关键要素,确保制度平稳运

① 即被监管对象利用宽严差异,甚至冲突的法律规则和监管措施,选择相对宽松的途径,展开融资、交易或其他金融活动。

② 参见王啸:《试论转板上市制度设计中需把握的几个矛盾关系》,载《证券市场导报》2014 年第 5 期。

③ 参见《上交所关于同意长航油运重新上市的答记者问》,载上海证券所官网:http://www.sse.com.cn/home/apprelated/news/c/c_20181102_4671286.shtml,最后访问日期:2020 年 5 月 13 日。

④ 有的注入资产不符合《上市公司重组管理办法》要求,存在权属不清、持续经营能力存疑、定价不公允等问题。

⑤ 例如,“以目前恢复上市希望最大的长油 5 为例,停牌前的最新价格是 4.31 元,以 2017 年报每股收益 0.0817 元计算,市盈率高达 52.75 倍,而行业相近的长航凤凰同期市盈率为 68 倍左右,招商轮船为 33 倍左右。而从总市值的角度看,长油 5 目前已经高达 216 亿元,属于典型的大盘股。高估值加上大市值,长油 5 的股价已经提前和 A 股市场接轨,如果恢复上市之后大涨,一步到位、套人在高位的可能性较大”。参见《退市股重新上市,死灰可复燃?》,载《红周刊》2018 年 6 月 9 日。

⑥ 张俊鸣:《退市股重新上市,死灰可复燃?》,载搜狐网:https://www.sohu.com/a/234773945_135869,最后访问日期:2020 年 5 月 13 日。

行。重新上市的条件设置要“宽严适度”，一方面，要让退市公司看到希望；另一方面，还要防范制度套利。当时制度刚开始建立的时候，市场人士普遍理解成借壳上市，如“这样的条件对退市公司来说，重新上市捷径的便是借壳重组”“如果上述办法能成行，退市公司重新上市硬性条件基本与借壳上市趋同，且仅需通过交易所审核，无须再通过证监会重组委审核，对于并购基金来说是利好”。当时还让一潭死水的老三家公司连续上涨。^①后来沪深两大交易所进行了制度调整，“在具体制度安排上，重新上市主要参照了首次公开发行股票并上市的程序和标准”。^②“同时，也考虑退市公司已经经历过公开发行，其重新上市不再募集资金，公司中小投资者众多等情况，在制度要求上也不宜完全等同于 IPO 公司。”^③有两类情况不得申请上市，深圳证券交易所的“创业板不接受重新上市”和两所“因欺诈发行被实施重大违法强制退市的公司不得申请重新上市”。沪深两大交易所对重新上市条件都进行了明确的规定，^④其中，“最近 3 年公司主营业务没有发生重大变化，董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更”等对借壳上市行为起到了一定程度的扼制作用。另外，根据退市情况设置了不同的申请时间要求，尤其是欺诈发行之外重大违法强制退市需要在进股份转让系统挂牌转让之日起满 5 个完整会计年度。从目前来看，沪深两大交易所对于退市公司重新上市还是比较谨慎的，设置的条件比较严格，目前退市公司通过重新上市回归交易所市场仍然存在较大难度。随着市场情况不断变化，尤其是 IPO 常态化和注册制改革使壳资源的稀缺程度逐渐下降，而且严格实施退市常

① 当时如南洋 5(400023)连续 3 日上涨，累计涨幅达 15.79%，成交额亦创近年来新高。水仙 3(400008)在其可转让的两个交易日内涨幅累计达 10.4%，成交额达 19 万元。参见周少杰：《重新上市审批权限下放，三板市场成卖场》，载《证券时报》2012 年 12 月 6 日，第 B001 版。

② 例如，在 3 年盈利、3 年审计报告标准无保留意见、现金流量和营业收入要达到一定金额、具备持续经营能力以及健全的公司治理结构等方面，与 IPO 公司的要求基本一致。

③ 参见《上交所关于同意长航油运重新上市的答记者问》，载上海证券所官网：http://www.sse.com.cn/home/apprated/news/c/c_20181102_4671286.shtml，最后访问日期：2020 年 5 月 13 日。

④ 《上海证券交易所退市公司重新上市实施办法》第 8 条规定：“本所上市公司的股票被终止上市后，其终止上市情形已消除，且同时符合《上市规则》规定的下列条件的，可以向本所申请重新上市：（一）公司股本总额不少于人民币 5000 万元；（二）社会公众股持有的股份占公司股份总数的比例为 25% 以上；公司股本总额超过人民币 4 亿元的，社会公众股持有的股份占公司股份总数的比例为 10% 以上；（三）公司及董事、监事、高级管理人员最近 3 年无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载；（四）最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3000 万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；（五）最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5000 万元；或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元；（六）最近 1 个会计年度经审计的期末净资产为正值；（七）最近 3 个会计年度的财务会计报告均被会计师事务所出具标准无保留意见的审计报告；（八）最近 3 年公司主营业务没有发生重大变化，董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更；（九）保荐机构经核查后发表明确意见，认为公司具备持续经营能力；（十）保荐机构经核查后发表明确意见，认为公司具备健全的公司治理结构、运作规范、无重大内控缺陷；（十一）本所规定的其他条件。”

态化后的退市公司队伍也会逐渐增多,新三板整体运营环境和规范程度会相对逐渐改善,届时因业绩、财务指标或交易价格等问题退市的公司通过持续改善后,需要重新上市的情况会更趋普遍与合理,相应的特定板块重新上市条件也可以根据市场实际情况进行调整,以更好地平衡市场需求及监管要求。