

國立政治大學法學院碩士在職專班

碩士論文

指導教授：王文杰 博士



中國大陸股票上市公司退場機制-下市法律制度研究
A Research on the Delisting Legislation for Listed Companies in China

研究生：鍾仁義

中華民國 一百零三年一月

謝 詞

首先，在完成本論文的過程中，最要感謝的是指導教授王文杰博士的鼎力支持與相助。於六年前陰錯陽差地進入法學院碩士在職班研讀後，在修習兩年後因個人面臨事業、家庭、學業三頭燒的窘境，不得已選擇暫時休學，甚至在去年面臨碩士修習年限將屆之際，萌生放棄繼續完成學業之念頭。若沒有當時專班執行長王老師的鼓勵與願意收留於門下，我根本無心完成剩下學分，更別提及完成本論文，由此可知王老師無私地提攜與願意以多年功力幫助我畢其功於一役。

感謝學位口試委員郭土木博士與王煦棋博士的撥冗與寶貴的建議，使得我的論文增潤許多。

同時感謝我的家人對我的包容與在這過程曾幫過我的學長姐、朋友們。文榮，特別再次感謝你在我論文過程中所扮演的特別角色，雖然我已向你表示謝意，但我仍在此再次向你致意與你分享我的喜悅。

最後，謹以此論文，感謝曾經教過我的政大老師們，讓我在不惑之年，從一個法律門外漢正式成為一個法律人。



中文摘要

本文擬對中國大陸股票上市公司之退場機制-下市法律制度深入研究，首先從上市公司「下市」的定義出發，開始就「下市」的法律制度概念、「下市制度」之經濟目標與功能、特徵、價值、意義與下市的基本型態做進一步瞭解。

接著熟悉中國大陸法律上有關上市公司下市相關的法律、規章、規則等後，開始回顧中國上市公司「下市制度」的演進，並輔以國外上市公司「下市制度」的演變歷程，先點出中國證券市場的特徵與現有問題。

最後配合世界主要證券交易市場之「下市標準」，檢視 2012 年 12 月新法修訂前後之差異處，進而解讀新法的亮點與具體可行之處，相關配套法規輔助性與監管周延性是否足以保護投資人，乃至新法之「下市制度」是否符合國際通行之「下市制度」標準與規範。



Abstract

This is a research which focuses on the delisting legislation for listed companies in China's securities market. It starts from clarifying the definition of delisting, and then it explains the concepts, economics goals, functions, characteristics, values, and significance of delisting legislation for listed companies. It also introduces four types of delisting process, including going private, regulatory delisting, involuntary delisting, and withdraws of listing.

Furthermore, it reviews all laws, regulations, and self-regulatory rules, such as the "Securities Act" and "Company Law", which are related to delisting legislation from top to bottom. In addition, it discusses how the delisting legislation for listed companies both in worldwide mature securities markets (mainly in England and the US) and China's securities market evolved due to their political, economic, and culture background from the very beginning, and then points out the main existing issues resulting from the specific characteristics of China's securities market.

Finally, comparing the new revision of delisting legislation after December 2012 with those of foreign mature securities markets, the research concludes that the new revision of delisting legislation has several significant improvements. For example, new establishment of quality and quantity criteria for delisting to prevent mismanaged companies from avoiding delisting and reduces the intervention of administrative control. New development of multi-level securities market system and establishment of re-listing system are new critical points in this revision of delisting legislation. Moreover, voluntary delisting is a new choice for listed companies to exit the securities market. It ends up with the opinion of that those new revised and supplemental regulations and self-regulatory rules of delisting legislation are consistent with those in present mature securities markets, which allow the mandatory institutions (ex: SEC) to watch listed companies more effectively in order to protect investors from security fraudulency.

【Key Words】 Delisting Registration of Listed Company ; Involuntary Delisting ; Voluntary Delisting ; Withdrawal of Listing ; Going Private

本文目錄

第一章 緒論	6
第一節 研究動機與目的.....	6
第二節 研究方法與範圍.....	8
第一項 研究方法.....	9
第二項 研究範圍.....	10
第三節 論文主要章節架構.....	11
第二章 上市公司之「下市法律制度」理論	13
第一節 上市公司「下市」的定義.....	13
第二節 上市公司「下市」法律制度之概念.....	14
第三節 下市股票與股票市場功能關聯.....	16
第四節 「下市制度」的經濟目標.....	17
第五節 「下市制度」的經濟功能.....	18
第六節 上市公司「下市」法律制度之特徵.....	19
第七節 上市公司下市法律制度的價值.....	21
第一項 秩序價值.....	21
第二項 效率價值.....	22
第八節 上市公司「下市」的四種基本類型.....	24
第一項 主動私有化下市.....	24
第二項 主動規避上市成本下市.....	26
第三項 重整再生下市.....	28
第四項 被淘汰下市.....	29
第九節 完善上市公司下市法律制度的意義.....	33
第一項 有助於證券市場資源有效配置.....	33
第二項 有效提高上市公司治理的品質與誠信度.....	34
第三項 有利提高投資者對風險的意識.....	35
第三章 中國法對下市之法律規範與適用	37
第一節 中國法律上有關上市公司下市之法律規章與相關規定.....	37
第一項 法律法規-公司法與證券法	37
第二項 行政規章-中國證監會發布之部門規章	38
第三項 自律規則-上海、深圳證券交易所自行發布之特別規定	39
第四項 其他規範性文件之相關規定.....	43
第二節 中國上市公司「下市」的程序.....	43
第一項 處於特別處理階段.....	43

第二項 處於暫停上市階段.....	44
第三項 處於終止上市階段.....	44
第三節 國外上市公司「下市制度」的演變.....	44
第四節 中國上市公司「下市制度」的演進.....	46
第一項 從開始的「只上不下」制度階段.....	47
第二項 過渡的「說上不下」制度階段.....	48
第三項 真正執行的「下少上多」制度階段.....	51
第五節 中國證券市場目前兩大特徵.....	57
第六節 世界主要證券交易市場之「下市標準」研究.....	59
第一項 客觀標準.....	59
第二項 主觀標準.....	63
第四章 下市規範的相關新修訂之檢視.....	68
第一節 修訂前與修訂後下市規範差異比較分析.....	68
第一項 上海證券交易所	68
第二項 深圳證券交易所.....	70
第二節 新法實施修訂相關配套辦法規定.....	93
第一項 上海證券交易所	93
第二項 深圳證券交易所.....	101
第五章 結論.....	107
一、下市制度沿革係中國資本市場的變化.....	107
二、新法的亮點及具體可行的內容.....	108
三、配套法規輔助性與監管周延性以保護投資人.....	109
四、新法「下市制度」符合國際通行標準和監管規範.....	111
參考文獻.....	112

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

自 1990 年 12 月上海證券交易所、深圳證券交易所分別開業以來，從只有 12 支股票可供交易，而時至今日歷經約 23 年的年頭，光在上海證券交易所可提供交易的股票家數達 953 家¹。若再加上深圳證券交易所可提供交易的股票家數 1,536 家²，合計高達 2,489 家，成長幅度高達 207 倍。事實上，從 1990 年 12 月上海證交所，從 8 家上市公司、25 家會員、3 萬名投資者、12.34 億元市值開始，截至 2013 年 10 月底，上海、深圳兩個證券交易所已擁有上市公司 2,489 家、股票市價總值 236,194.51 億人民幣(約相當於台幣 118.097 兆台幣)、流通股票市值 196,962.88 億人民幣(約相當於台幣 98.48 兆台幣)，股票投資者有效帳戶數 13,165.86 萬戶³，2007 年一年的證券市價總值甚至超過同年 GDP 的 123.07%⁴。相較台灣目前上市公司家數為 838 家⁵(截至 2012 年 12 月底)、上櫃家數 638 家⁶，上市櫃公司家數總計為 1,456 家，中國大陸上市家數約為台灣上市櫃家數的 1.7 倍。若再以 2014 年 1 月 10 日為例，當日之流通股票總市值，上海證券交易所、深圳證券交易所分別約為 75.06 兆台幣⁷與 30.54 兆台幣⁸，合計約為 105.6 兆台幣。而台灣當日上市公司總市值為 24.29 兆台幣⁹、上櫃公司總市值約為 2.35 兆

¹ 上海證券交易所網址 <http://www.sse.com.cn/> (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)。

² 深圳證券交易所網址 <http://www.szse.cn/> (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)。

³ http://www.csac.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306204/zqscyb/201311/t20131115_238362.htm (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)。

⁴ 參見中國證券監督管理委員會，2010 年中國證券期貨統計年鑑，學林出版社，2010 年 9 月，14 頁。

⁵ 台灣證券交易所網址 http://www.twse.com.tw/ch/statistics/statistics_list.php?tm=02&sm=001 (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)。

⁶ 台灣證券櫃檯買賣中心網站

http://www.otc.org.tw/ch/stock/aftertrading/market_highlight/highlight.php (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)。

⁷ 上海證券交易所網址 <http://www.sse.com.cn/market/index.shtml> (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)。

⁸ 深圳證券交易所網址 <http://www.szse.cn/> (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)。

⁹ 台灣證券交易所網址 http://www.twse.com.tw/ch/statistics/statistics_week.php (最後瀏覽日：2014 年 1 月 19 日)。

台幣¹⁰，合計當日台灣上市櫃公司市值約為 26.64 兆台幣。當日海峽兩岸滬深證券交易所股市總市值大約為台灣上市櫃公司總市值將近 4 倍。另外從交易金額來看，若亦以 2014 年 1 月 10 日單日為例，上海證券交易所、深圳證券交易所當日成交量分別為 610.89 億人民幣(約相當於台幣 3,054.45 億台幣)¹¹與 864.03 億人民幣(約相當於台幣 4,320.15 億台幣)¹²，兩者加起來約為 1,474.92 億人民幣(約為 7,374.6 億台幣)，而台股當日總成交金額約 1,203.67 億台幣(台灣證交所約 977.97 億台幣、櫃買中心約 225.7 億台幣)¹³¹⁴。簡單而言，大陸股市單日成交量大約為台灣當日成交量超過 6 倍之多。在在足以顯示中國證券市場規模已經大到讓身為台灣金融從業人員的我，從過去沉醉且自以為傲台灣金融證券市場較中國大陸市場規模較大且較為領先的情形，有如春夢乍醒一般，不由得不好好的開始著手認真研究探討日漸壯大的中國證券市場的動機。

事實上，一個完整的證券市場，需要公司「上市」和公司「下市」這兩套法律制度來共同構建，只有同時具備「上市」和「下市」這兩套法律制度的證券市場，才是一個雙向開放，有進有出的完全市場，才可能通過不斷吸引優質公司願意加入上市行列，同時透過不斷地淘汰劣質公司下市這樣一個「吐故納新」的動態調整過程，來實現證券市場資源優化配置之功能。

2012 年 12 月中國大陸證券主管機關鑑於避免「績差股」或「垃圾股」因下市制度尚未健全在股市中大行其道、大炒特炒而坑殺投資人，大幅修訂下市規範與細化相關配套辦法規定，上市公司下市制度是資本市場一項重要的基礎性制度，要逐步實現下市制度的常態化。中國大陸如何嚴格執行新的下市制度，實現

¹⁰台灣證券櫃檯買賣中心網站

http://www.otc.org.tw/ch/stock/aftertrading/market_highlight/highlight.php (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)。

¹¹上海證券交易所網址 <http://www.sse.com.cn/market/index.shtml> (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)。

¹²深圳證券交易所網址 <http://www.szse.cn/> (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)。

¹³台灣證券交易所網址

http://www.twse.com.tw/ch/trading/exchange/MI_INDEX/genpage/Report201401/A11220140110MS.php?select2=MS&chk_date=103/01/10 (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)。

¹⁴台灣證券櫃檯買賣中心網站

http://www.otc.org.tw/ch/stock/aftertrading/market_highlight/highlight.php (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)。

資本市場資源配置效率最大化。畢竟，推動存在下市可能或需要的公司在法律、規則框架內主動下市；健全完善交易所市場與場外市場對接機制，疏通下市公司轉板掛牌交易和重新上市管道；誠然，考察中國大陸證券市場改革過程，最好先要先研究其上市公司體制結構，同時也要研究最為複雜的政策問題根源。制度的反應取決於法律制度本身的結構和外部政治、社會的結構，即權利和影響的分配¹⁵¹⁶。在中國特殊且複雜的環境下更是可見。筆者藉此研究先就中國大陸股市上市與下市機制如何實際運行進行深入了解，進而解讀中國大陸主管機關此次 2012 年 12 月大幅修改相關上市公司「下市」法令之邏輯思路，並檢視新法實際配套措施，進而希望能對有興趣投資中國證券市場之台灣股民或規劃於中國大陸證券市場掛牌之台商經由本論文了解中國股市最新的「下市」遊戲規則，並期能對該類讀者能有些提醒與注意，甚至能對台灣證券市場目前上市公司現有之下市機制有些具體建設性之提議。

本文擬對中國大陸股票上市公司之退場機制-下市法律制度深入研究，首先從上市公司「下市」的定義出發，開始就「下市」的法律制度概念、「下市制度」之經濟目標與功能、特徵、價值、意義與下市的基本型態做進一步瞭解。接著熟悉中國大陸法律上有關上市公司下市相關的法律、規章、規則等後，開始回顧中國上市公司「下市制度」的演進，並輔以國外上市公司「下市制度」的演變歷程，先點出中國證券市場的特徵與現有問題。最後配合世界主要證券交易市場之「下市標準」，檢視 2012 年 12 月新法修訂前後之差異處，進而解讀新法的亮點與具體可行之處，相關配套法規輔助性與監管周延性是否足以保護投資人，乃至新法之「下市制度」是否符合國際通行之「下市制度」標準與規範。

第二節 研究方法與範圍

¹⁵ Lawrence M. Friedman 著，李瓊英、林欣譯，《法律制度》，中國政法大學出版社，1994 年 6 月，頁 175。

¹⁶ 小宮隆太郎，《日中企業的比較》，《經濟社會體制比較》，1986 年第 3 期。

第一項 研究方法

(一)、案例分析法

案例分析法主要運用過往發生典型案例對相關法律制度從理論上進行推理解說。透過對案例進行分析，可以幫助釐清法律原則演進的脈絡，進而有效歸納出普遍具有意義的規律。當目前法律制度若存在漏洞或需要對相關法律制度進一步解釋時，案例析法則是一種不錯的研究方法。本文在論述上市公司下市制度時，重點分析典型事例和具體案例，透過對上市公司下市的具體案例之剖析，可以瞭解中國上市公司下市規則存在的不足處，進而能有針對性地提出完善上市公司下市法律制度的對策。

(二)、經濟分析法

將法律制度進行經濟分析已經成為法學研究常用的方法。法律之經濟分析把法律制度比擬為經濟學意義上的市場，用經濟工具分析各種訂為主體在法律市場中的活動。事實上，中國上市公司強制下市執行效率低下的重要原因係上市公司掛牌之進入成本太高，上市公司「殼資源」稀少。當上市公司自願下市時，上市公司會衡量上市的成本和收益，唯有當上市成本太高時，上市公司才會選擇自願下市。故本文透過下市制度與股票市場功能關聯進行分析，進而理解資本市場中的下市行為和下市政策。

(三)、比較分析法

比較分析法係指對兩個或兩個以上的事物或物件加以對比分析，找出兩者之間的相似性或差異性的一種分析方法。對全球先進國家資本市場的法律制度進行研究與借鏡，已經成為證券法領域一條公認的重要路徑。參酌外國立法例及判例學說，以解釋現行法所探討的法制，係為現代文明國家之通例。透過比較法制之研究，對於現行公司法的解釋，更具有特殊之意義，藉由比較之研究以澄清證券法中個別適用上的爭議問題。在本國法制缺乏或是遇有相關文獻不足時，應用在比較法學方法論上，可以借重他國既有的法制經驗、學說與判例，以其相通的法

理部份作為問題探討的理論基礎，藉由如此以有助於特殊問題的解決¹⁷。透過對不同國家的相同的法律規則以及功能相同的不同規則進行比較，可以在法律規則上截長補短，選擇合適的立法或者司法裁判規則。而立於其地緣周邊，且同語言、文化背景的台灣，其在法律制度與經濟發展維持一個持續又多元的型態，而兩岸經貿往來與雙向學術交流所觸動的法制概念傳輸更為直接，使得台灣在中國大陸法制建構初期確實扮演一個鮮明的角色，或是因為台灣法制本身也是吸收並揉和英美與歐陸、日本法制而形成體系，其立法借鑑與施行經驗大陸在法制上有其中介角色之作用¹⁸。是以，本文以台灣法制之對照為基礎作剖析，以期能更具體理解中國大陸下市的法規範。

由於國外成熟資本市場上上市公司下市制度起源較早，對下市規則的制定和執行相對積累了大量經驗，透過將國外下市制度和中國下市制度進行比較後自然可以發現中國下市制度的缺失之處，同時可以借鑑國外經驗用來建議如何改善中國上市公司下市制度。

(四)、價值分析法

價值分析法係屬於一種非常重要的法學研究方法，價值判斷是法律秩序中不可或缺的因素，透過法律的價值分析可以強化大眾對法律制度的認同和支持。故要完善上市公司下市制度，必先要分析上市公司下市制度對證券市場的價值意義，本文從上市公司下市制度有利於降低證券市場風險、有利於保護市場投資者利益、有利於優化上市公司資源優化配置等方面進行價值上的分析，以強調建立與健全上市公司下市制度的重要意義。

第二項 研究範圍

本文以中國股票市場下市制度為研究主題，股票市場下市制度的範疇有廣義和狹義之分。從狹義的角度看，下市制度只是指一套監督和監測上市公司並強制

¹⁷ 王文杰，國有企業公司化改制之法律分析，中國政法大學出版社，1999年5月，頁1。

¹⁸ 王文杰，嬗變中之中國大陸法制（第三版），國立交通大學出版社，2011年2月，頁400。

那些失去持續經營能力、喪失上市條件的上市公司退出市場的法規與制度體系。整個制度體系由暫停上市的條件和制度、恢復上市的條件和制度、終止上市的條件和制度及其相關的法律法規共同組成。同時因為中國股票市場的特殊情況，加上其發展時間不長，上海和深圳證券交易所迄今為止沒有發生一起自願下市和收購下市案。故中國絕大部分學者在研究中國股票市場下市制度問題時，都把研究範圍限定在上述狹義的範疇。基於如此，本文亦選用狹義的股票市場下市制度作為論文的研究範圍。

第三節 論文主要章節架構

本文共分為五章。第一章為緒論，首先闡述選擇研究本題目動機和目的。其次，簡要說明本研究方法與範圍。然後對本文的主要章節架構、文章鋪陳邏輯順序進行解釋說明。

第二章為中國大陸上市公司之下市制度的基本理論。該章開宗明義清楚將上市「下市」的定義闡明，同時呼應本文研究範圍。接著就「下市法律制度」的概念、經濟目標、經濟功能、特徵、價值分別詳細論述。然後接續介紹國際資本市場中上市公司「下市」的四種類型與發生原因。最後闡述完善上市公司下市法律制度的意義，則將對證券市場、公司、投資者三個層面都發揮的巨大正面效用。

第三章為中國法對「下市」之法律規範與適用。該章首先從法的位階由高而低開始檢視中國法上有關上市公司「下市」之相關國家法律、部門規章、自律規則與其他規範性文件進行審慎回顧分析介紹。接著梳理了中國上市公司「下市制度」的程序，其次概略介紹國外上市公司「下市制度」的演變，接著回顧中國上市公司「下市制度」的演進三個階段，進而點出中國證券市場目前兩大特徵。最後於結尾時就世界主要證券交易市場的「下市標準」進行介紹。

第四章為中國下市規範的相關修訂之檢視。本章以 2012 年 12 月新法修訂前後為界線，檢視主管機關借鑒國外市場的下市規定與監管實務進行之新法調整與

增加，就修法前後中國上市公司下市條件之差異進行比較分析。且就調整與增加的部分，述說調整與增加之緣由。進而發現，新法調整與增加讓實務面的可操作性提高，有助於豐富與完善下市標準體系。

第五章為結論。首先回顧中國上市公司下市的沿革歷程係由中國資本市場的變化需求所帶領的。接著就闡述此次修法所調整與增加條文規範的亮點以及具體可行的內容、相關配套法規的輔助性功能與對投資者之保護和證交所監管的周延性詳細說明。最後，以檢視新法修正後之中國上市公司下市制度與規範是否與現行國際通行下市的經濟和監管規範一致做總結。



第二章 上市公司之下市法律制度理論

第一節 上市公司下市的定義

上市公司「下市」從字面解釋就是指上市公司股票因各種原因(例如：公司破產或解散、從一個股票交易市場退出轉到另一個股票交易市場等)不再在特定的證券交易市場掛牌，從而退出特定證券交易市場的一種法律行為。在英文中相對應之文字有 termination(cancellation) of listing、delisting 或 withdrawal of listing。布萊克法律字典對下市(Delisting)的解釋為在證券交易所上市的證券所享有的權利因該種證券不符合上市要求而被停止，該停止可能是永久的、也可能是暫時的¹⁹。「元照英美法律詞典」對上市公司下市的解釋為，暫時或者長期地取消不符合上市條件的證券的上市權，把(證券等)從證券市場中除去。²⁰另外，上市公司下市也有撤銷註冊的意思，根據 1934 年「證券交易法」(Securities Exchange Act)第 12 條的規定，註冊的證券發行人，若其證券持有人減至一定數量不再需要註冊，則應撤銷對該證券發行人的註冊²¹。

而就中文而言，上市公司下市，除了中國《證券法》上有「終止上市」的規範名稱外，還有「摘牌」、「撤回上市」或「下市」三種名稱。事實上，英美證券先進國家一般上市公司下市可以分為三種情況：一、上市公司因不符合上市標準被交易所(或證券監管部門)宣佈下市(亦稱為摘牌，delisting 或 cancellation of listing，是屬於上市公司被強迫下市；二、原來在多個市場上掛牌交易的公司經證券交易所批准，上市公司主動提出撤回在其中的一個或多個市場上的上市(又稱主動避免上市成本下市，相對英文為 withdrawal of delisting)²²；三、上市公司的股票或資產被非上市公司或其他投資者收購，從而上市公司轉為非上市公司

¹⁹Bryan A. Garner, Black's Law Dictionary, Ninth edition, WEST A Thomson Reuters business, 2009, p. 493.

²⁰薛波主編：元照英美法律詞典，法律出版社 2003 年 5 月版，第 393 頁。

²¹薛波主編：元照英美法律詞典，法律出版社 2003 年 5 月版，第 404 頁。

²²李斌，關於我國上市公司退市制度的思考，安徽大學學報(哲學社會科版)，2002 年 5 月第 26 卷第 3 期，頁 106。

(又稱為私有化下市，going private)²³。

第二節 上市公司下市法律制度之概念

證券市場是整個金融市場的一個重要部分，是提供證券發行和證券交易的場所。按照市場功能的不同，可將證券市場區分為發行市場(又稱一級市場)和交易市場(又稱二級市場)。因此，上市公司「下市」的含義就有單從發行市場退出交易市場與在交易市場中從較高級的市場退出到較低級的市場的兩種情形。具體而言，第一個層次是狹義的「下市」，是指由於上市公司發行的證券不再符合上市的條件或者上市公司違反有關法律的規定或者經上市公司自行申請退出證券交易市場而喪失上市流通的資格。第二個層次是廣義的「下市」，係指由於上市公司破產或者解散而使公司消滅，即上市公司不再存在於證券交易於證券市場，即上市公司完全喪失其主體資格。

公司下市若就客觀效果而言，還可作兩種理解。一、「主體主義」下市。亦即上市公司以終止其主體資格的方式徹底脫離市場。例如：公司因自願解散、破產、被吊銷營業執照或被關閉等種種原因而最終喪失主體資格，即屬於此類。二、「行為主義」下市。即公司因違法而被公司主管機關或其他監管機關限制或禁止在特定時期從事特定交易活動。此時公司的主體資格仍被保留，只是行為能力受到限制。例如：上市公司股票被暫停上市或終止上市、公司被責令停業整頓等情形²⁴。

與上市公司「下市」的概念相對應，上市公司「下市法律制度」也有廣義和狹義兩層次的涵義。從狹義的角度來看，上市公司「下市法律制度」是指失去持續經營能力、不再具有上市條件的上市公司被強制退出證券市場的法律制度體系。該制度體系包括暫停上市的制度、恢復上市的制度、終止上市的制度及其他

²³翟浩，上市公司退市：理論分析與制度構建，華東政法大學博士學位論文，2012年5月，頁20。

²⁴蔣大興，公司如何死亡-公司退市監管政策改革，法學評論(雙月刊)，2005年第2期，頁116。

相關的法律制度。但若從廣義的角度來看，上市公司「下市法律制度」不僅包括狹義的下市法律制度的內容，還包括上市公司自願下市的制度以及相關的宏觀經濟政策等。

原則上，本文所指的上市公司「下市」和上市公司「下市法律制度」都是就狹義的角度而論。上市公司「下市」是指上市公司所發行的證券在證券交易所上市之後，因該證券或者該證券所屬的上市公司不再符合證券交易所有關持續上市的條件而導致該證券被暫停上市甚至終止上市。在中國目前的證券市場層級來看，本文所探討的上市公司下市是指上市公司在主板市場上的下市，亦即上市公司從中國上海、深圳證券交易所下市。而上市公司「下市法律制度」是指調整上市公司下市的一系列規範所組成的完整的制度體系，是公司法律制度和證券法律制度的重要組成部分。該制度體系包括下市決定權、下市程序、下市標準、下市後的證券交易以及投資者利益保護等。該制度體系包括下市的三個階段，亦即暫停上市、恢復上市和終止上市。

暫停上市是指當上市公司出現證券法或者證券交易所交易規則規定的法定事由時，該上市公司在證券交易所交易的股票將由證券監督主管機構或者其授權證券交易所決定暫時停止該上市公司的證券進行交易的活動。終止上市的情形則比暫停上市的情形更為嚴重。終止上市是指當上市公司出現證券法或者證券交易所交易規則規定的法定事由時，該上市公司在證券交易所交易的股票將由證券監督主管機構或者其授權證券交易所決定停止該上市公司的證券進行交易的活動。暫停上市、恢復上市和終止上市是三個相互關聯的階段，當上市公司因違反證券法或證券交易所交易規則而被決定暫停上市後，上市公司可以透過調整重組或者對不符合規定的內容和行為進行改正而達到上市的相關要求中或者符合恢復上市的相關條件而被決定恢復上市，恢復上市的證券可以在證券交易所內正常地進行交易；當上市公司因違反證券法或證券交易所交易規則而被決定暫停上市後，如果上市公司通過調整重組或者對不符合規定的內容和行為進行改正後，仍

未達到上市的相關要求或者符合恢復上市的相關條件，該上市公司的股票將最終被決定終止上市。

總而言之，被決定暫停上市對於上市公司證券來說並不等於必然的「驅逐出場」，若能夠採取措施進行及時、有效的調整，上市公司證券可能「敗部復活」，即恢復上市。但若連調整仍不能使狀況好轉，那麼上市公司最終只能面臨終止上市的悲劇²⁵。

第三節 下市制度與股票市場功能關聯

高度有效發揮股票市場的各項功能，是健全股票市場的改革方向，充分發揮股票市場功能是股票市場設立的根本。作為股票市場運作機制的組成部分，下市制度的設計和建置的最終目的，同樣是完善、發揮股票市場功能。

(1) 下市制度有利於創造良性競爭投資環境，並完善資源優化配置之功能：在一個沒有淘汰退出的系統，無法論及良性競爭。過往中國的股票市場長期缺乏有效的下市制度，使得上市公司資產品質得不到保障，使得垃圾股叢生，投資環境逐漸惡化，除干擾投資者利益之外也使股票市場的資源配置功能失靈。而建立有效的下市制度，不僅可以完善股票市場的競爭機制，約束上市公司保證資產品質，優化股票市場的投資環境，並促進資源優化配置²⁶。

(2) 下市制度有利於完善資產定價、資產整合功能：良好下市制度的建立可以促進股票市場估值水準趨向合理，形成良性的價格機制，使資產價格比較客觀反映資產本質資訊。

(3) 下市制度建立有助於完善公司法人治理結構、建立科學合理約束機制：上市公司的治理結構也是成熟股票市場的投資者研究觀察的重點之一。上市司法人治理結構的不科學，內部控制失效，經營管理上的混亂等等問題，其主要關鍵在於缺乏內部所有權的約束和外部監管的約束。而外部監管約束最重要的環節就是下市機制。唯有建立了下市機制，生存者才會更加珍惜自己的生命-上市資源。

²⁵ 陳品澄，我國上市公司退市法律制度研究，東北財經大學碩士學位論文，2011年11月，頁4-5。

²⁶ 覃豐，論上市公司退市的法律規則，貴州大學碩士學位論文，2008年4月，頁5。

才能有效的防止違規現象的發生，降低代理成本，把經理層的經營管理納入法制軌道，形成有效的約束機制，從而建立科學合理的法人治理結構²⁷。

(4) 下市制度的建立有效分散市場風險：事實上，在股票市場中下市制度是很好的風險分散機制，一方面既可以將上市公司的經營風險分散給不同投資者，又可以將市場系統性風險分散給個股。高效率下市制度是股票市場風險控制機制不可或缺組成部分²⁸。

第四節 下市制度的經濟目標

綜觀全世界主要證券交易所的「下市制度」，基本上該制度的設計主要有兩個經濟目標。第一個目標是要確保證券交易所與上市公司之間關係是處於獲利的狀態。第二個目標是要維持投資人對證券交易所監管上市公司品質有一定標準的信賴保護。其中有以第二個經濟目標為全世界多數證券交易所對外公開聲稱制定「下市制度」的主要理由。

就「下市制度」的第一個經濟目標確保證券交易所與上市公司之間關係是處於獲利的狀態。證券交易所的主要營收獲利來源是來自證券交易所產生之各項手續費用。而證券交易所與上市公司的往來服務是需要付出一定金額之固定成本。故，唯有該上市公司證券交易量達到一定程度，證券交易所產生的收入才足以超過交易成本，使得證券交易所有利可圖。若，證券交易量不夠則可能使得交易成本明顯高過於收入，將導致資本市場上的各個體主與證券交易所的關係都無法維持在獲利的狀態。這也就說明為何世界主要證券交易所都以證券交易量規模的小作為「下市」的標準之一的重要原因。

而「下市制度」的第二個經濟目標則是維持投資人對證券交易所監管上市公司品質有一定標準的信賴保護。傳統上，證券交易所的功能是替投資人與證券發

²⁷ 李榮，關於進一步完善我國上市公司退市機制的幾點思考，商業研究，2003年11月總第271期，頁76。

²⁸ 劉佳，我國股票市場退市機制研究，河北大學經濟學碩士學位論文，2010年5月，頁15-16。

行人提供一系列之服務，而獲得應有之報酬。這些服務包括標準化的規則、交易監管、結算、流動性等。「下市」規則是對投資人與證券發行人提供一種訊號，即透過把違法與違規的公司驅逐出資本市場，證明某證券交易市場執行交易規則的強度與可信度。如果交易所的自我監管功能很強，交易規則就能夠得到完全執行。而且，透過這種信號功能向投資人發出一種訊號，投資人應可以信賴在某證券交易所掛牌交易的公司之誠信，因為公司能夠被允許掛牌交易本身就表明該公司已滿足證券交易所所規定之標準。事實上，「下市制度」所要保護的就是對投資人發出信號的價值²⁹。

第五節 下市制度的經濟功能

上市公司下市作為證券市場上的優勝劣敗的淘汰制度，事實上具有以下幾個功能：

1. 下市制度扮演證券市場「過濾篩選器」的功能。下市制度作為資本資源配置的手段，其目標是讓已上市但不再具備交易條件、增加整個市場交易成本的公司退出證券交易市場，用以實現閒置資本向優秀企業的流動，保證金融資源的合理配置。也就是說，下市制度有效扮演證券市場「過濾篩選器」的功能。
2. 下市制度所建立起來優勝劣敗的機制應可提高上市公司整體品質的表現。透過下市制度所建立起來之優勝劣敗的機制是證券市場可持續發展的制度保證。在有下市制度實際監督執行的情況下，上市公司需將努力維持自己的上市地位，從而激勵上市公司改善公司治理，規範行為，提高公司收益。因此下市制度也是提高上市公司整體品質的有效途徑。
3. 良好的下市制度還有發揮保護股東利益的功能。當公司的上市地位行不保時，股東轉讓股票的行為必將受到較大約束，故有效的下市制度可以

²⁹ 王佐發，我們需要什麼樣的退市制度，收錄於證券法苑（第七卷），法律出版社，2012年11月，頁789-790。

保障股東權利的正當行使，以避免因不公正的程序或其他因素導致股東權利受到侵害，所以好的下市制度應可發揮保護股東利益的功能。例如：我國1989年「證券交易法」第148條其中即明文就規定：「於證券交易所上市有價證券之公司，有違反本法或依本法之命令時，主管機關為保護公眾或投資者的利益，得命令該證券交易所停止有價證券之買賣或終止上市。」

4. 在某些國家(例如美國)，各證券市場下市制度的差異性甚至可以促使各證券交易場所之間展開公平競爭，為各證券交易場所的共同發展創造更優良之條件³⁰。

第六節 上市公司「下市」法律制度之特徵

上市公司下市作為一項完整的法律制度，其法律特徵主要為下列幾點：

1. 下市制度是對上市公司權利能力和行為能力的一種限制。一個股份有限公司一旦符合法律法規規定的相關條件，便可申請其股票上市掛牌交易，這是法律賦予上市公司的一項不可剝奪的權利能力和行為能力。同樣的，當上市公司因嚴重虧損而喪失持續經營能力或因違法而被摘牌，終止其股票上市流通時，則對該公司該項權利能力和行為能力的一種限制。
2. 下市制度是市場機制與政府干預相結合的產物。在市場自由競爭之規律調整下，證券市場必定會發生優勝劣汰的結果，但受市場投資性之影響，一方面被淘汰的劣質上市公司，由於不甘心放棄在證券市場的交易權利與福利，會不惜違反有關法律規定，進行證券違法活動。如此一來，僅憑證券市場本身的力量就難以調整，市場失靈的現象就容易發生。在市場失靈的情況下，政府有必要對市場進行適當的干預，強制那些有重大違法行為的上市公司下市，以確保證

³⁰ 周友蘇，新證券法論，法律出版社，2007年4月，頁213。

券市場的穩定和健康有序的發展。因此，上市公司下市法律制度正是市場機制和政府干預相結合而產生的一種淘汰機制³¹。

3. 下市是上市公司違反上市協議所面臨的法律後果。根據中國《證券法》第 48 規定，公司申請證券上市交易，應當向證券交易所提出申請，在證券交易所審核同意後雙方簽訂上市協議。而上市協議作為雙方權利義務的規範，以公司符合法定上市條件與不觸犯下市條件為前提。一旦公司上市後若在發展變化過程中不再具備相應的條件和標準，或違反上市相關的規定、協議時就得退出證券市場，即剝奪該上市公司在證券交易所上市交易的資格。所以一個完善的下市制度必定具有合理與明確之的下市標準的相關規定與協議³²。
4. 下市制度主要由實體規範與程序規範所構成。在實體規範方面，下市標準是用來衡量公司下市的基本依據。《證券法》第 55 條、56 條關於暫停上市、終止上市的限制性規定，就是下市制度的實體性標準；而各證券交易所的下市規定，除了包括實體性標準之外，還有規定了下市程序方面的內容。譬如 2001 年 2 月 22 日中國證監會發布的《虧損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法》就有「證券交易所作出暫停上市決定的，應當通知該上市公司並對外公告，同時向中國證監會備案」以及「上市公司應當在接到證券交易所股票暫停上市決定之日起二個工作日內，在中國證監會指定的報紙和網站登載《股票暫停上市公告，公告以下內容……》」等之程序性規定。
5. 下市程序之發動原因具有多樣性。上市公司下市程序之發動，一方面可以是因私法上的原因，另一方面亦可是因公法上的理由。在中國，下市既可作為證券交易所對不符合上市標準的上市公司進行的最嚴厲之制裁。下市若從法律規範社會利益的角度來看(如保護投

³¹ 陳俊鋒，我國上市公司退市法律制度研究，復旦大學碩士學位論文，2010 年 10 月，頁 7-8。

³² 王艷梅，我國上市公司退市法律制度研究，西南政法大學碩士學位論文，2008 年 4 月，頁 3。

資者權益)，則是對上市公司及其行為進行的限制與約束。《公司法》修訂前將下市決定權授予國務院證券監管部門，正是政府對證券市場的管理就是政府與市場的關係問題，這一證券法的公法屬性的表現。而新《證券法》將公司的上市交易和下市決定權授予證券交易所，在一定程度上表彰證券市場主體私權自治的特徵。

6. 下市涉及的主體具有多元性。一般而言，在上市公司下市之法律制度中，所參與之主體包括證監會、證券交易所、其他合法的證券交易會員(證券商)、證券業協會、證券登記結算機構、上市公司與投資者等等³³。

第七節 上市公司下市法律制度的價值

第一項 秩序價值

秩序是宇宙中人和事物存在與運轉具有一定的遊戲規則。秩序包括社會秩序和非社會秩序。作為人類活動必要前提，秩序也是法律的基本價值之一，被視為是法律的基本追求。一種法律或法律制度或許並不追求所有的法價值，但卻不能不追求秩序。

在市場經濟中透過法律手段對經濟環境和經濟行為進行宏觀調控是實現法治經濟的必走之路。法律不僅對市場參與主體的進行規範，同時還規範各個市場參與主體之間的競爭行為，進而保證市場之公平競爭。證券市場係為市場經濟中最為活躍的一部份，更加需要法律就其進行規範以防範風險和不確定因素的發生。故在證券市場的法律制度中，秩序價值是其為證券市場首要保護的對象。

上市公司下市法律制度的秩序價值主要實現在預防與懲戒兩個方面。首先，上市公司下市法律制度的建立，給上市公司及相關市場參與者設定了確定之行為模式，使其能預測自己的行為指向與後果，預見法律法規對於自己行為的應有態

³³周友蘇，新證券法論，法律出版社，2007年4月，頁212。

度。於是，那些想要違法違規的人會攝於違法所帶來之嚴重後果而有所畏懼。同時對一般理性投資者也會對上市公司依法下市現象形成合理預期，避免產生過大的社會負面影響³⁴。再者，下市法律制度對市場秩序的維護主要在於針對嚴重違法的上市公司，必須責令其依法下市。上市公司的嚴重違法行為包括上市公司違反上市規則、不遵循「公平、公開、公正」的基本原則、不按照規定進行資訊披露、或資訊披露中有虛假記載、誤導性陳述等情形發生等。這些違法行為不僅損害了投資者的利益，更為嚴重的是，其違法行為造成了對證券市場公平競爭環境的破壞³⁵。

法的基本價值除了秩序外，還包含自由、公平等。法的這些價值之間相互聯繫、相互滲透。自由、秩序是公平、正義的基礎，而自由、秩序有反過來促成了正義的實現。所以，秩序價值就是要平衡各種利益關係，劃定各方的權利義務界限，從而透過秩序價值實現正義價值。在上市公司內部通常發生大股東與小股東利益的衝突情形，因大股東控制著公司的整體運作，而公司運作的結果決定了公司的經營狀況。而小股東只能依靠公司的經營狀況來實現自身的利益。換句話說，大股東掌控了公司經營狀況的發生，而小股東接受公司經營狀況的結果的影響。這樣就極容易發生大股東濫用權利維護自身利益，而同時傷害小股東利益的情形。因此在秩序價值的指引下需要制約大股東的權利濫用、進而保護小股東的利益。

第二項 效率價值

就理論上而言，當上市公司出現下列情況時，其股票就應該被終止上市：一、股票失去其內在價值。股票的內在價值是由擁有該資產的投資者在未來所獲得的現金流所決定的，若上市公司未來預期無能力支付現金股利，則在理論上就可以認為公司沒有內在價值。所以失去內在價值的股票就應該終止上市交易。二、股

³⁴ 王愛萍，上市公司退市法律制度研究，山西財經大學碩士學位論文，2006年3月，頁4-5。

³⁵ 溫震，我國上市公司退市法律制度研究，中國政法大學碩士學位論文，2003年5月，頁12。

票失去市場流動性。股票在證券市場中流通交易的根本目的是透過資本的正常有秩序的交易，促進資源的有效配置，發揮證券市場的資源配置功能。若發生股票的高度集中或者交易清淡的情形，都會造成證券市場的股票整體缺乏流動性，配置不均衡。所以讓失去流動性的股票繼續掛牌對證券市場來說也是失去了意義。

三、公司嚴重違反上市規則。「公平、公開、公正」是股票上市公司應該遵循的基本原則。上市規則的執行確保了「公平、公開、公正」原則的實現。若上市公司違反上市規則，不按規定進行資訊披露，或在訊息披露中弄虛作假，不僅給「公平、公開、公正」原則帶來傷害，更將嚴重損害投資人之合法權益。所以嚴重違反上市規則的公司的股票應該終止上市交易。

效率是一向都是經濟學研究的重要課題之一，係指投入與產出或成本與收益之間的關係。簡言之，效率就是一個均衡點，當處於這一點時就不存在浪費。任何資源的供給總是有限的、具有稀少性，而任何一種資源被用於某一種特定的生產或者消費時都會有一定的機會成本。正也因為資源的稀少性和機會成本，追求資源配置的效率才顯得特別重要，效率價值的重要地位因此受到人們的關注。

法律的效率價值長期以來備受學術界的關注，許多學者從不同的角度對其進行探討。美國經濟學家 Richard Allen Posner 在其交易成本理論中指出，存在交易成本的情形下，法律制度的設計決定於經濟的效率，換句話說，法律制度的設計原則應該是效率原則³⁶。

於現代經濟社會中，證券市場如同一個巨大的無形容器，經濟資源與利益在其中流通和分配，正是基於資源的稀少性。證券市場中資源配置的效率就必然的成為了證券市場相關制度設計不可回避且須有效解決之難題。一方面，證券市場上存在許多經營狀況良好的優質公司。但在另一方面，亦充斥一些股票已經不具有內在價值和流動性的劣質公司。證券市場的有效運行就是建立在對市場上的劣質上市公司通過下市予以淘汰驅逐，同時為吸引優質上市公司保證應有的席

³⁶Richard Allen Posner，蔣兆康翻譯、林毅夫校正，法律的經濟分析，<http://ds.eywedu.com/falvjingji/009.htm> (最後瀏覽日：2014年1月12日)

位，從而促使證券市場的資源得到有效配置。

證券市場中的資源之所以能夠有效率地處於運轉狀態，投資者的投資行為在其中起了不可或缺的作用。投資者進行市場運作的根本目的是希望透過投資行為獲得利益，但投資者首先要付出機會成本。若證券市場不能有效的淘汰劣質的公司股票，那麼投資者就無法做出理性的投資分析，其利益必然受到損害。作為證券市場的監管者，證券監督管理部門或證券交易所在市場這隻無形的手背後為市場的有效運行提供著輔助地幫助。而證券市場的監管者對市場中不符合持續上市條件的公司股票做出暫停上市、終止上市的處罰，其根本的出發點就是為維護證券市場的效率。因此證券市場的監管者做出處罰的依據，即下市法律制度也必然實踐效率價值的真正意義³⁷。

第八節 上市公司下市的四種基本類型

回顧全世界各國資本市場之發展歷史，上市公司「下市」一直是資本市場上的一項重要制度設計。從上市公司「下市」的原因、動機以及運作模式的角度考察，原則上可以發現上市公司「下市」基本上可以劃分為四種類型，即（1）主動私有化下市（2）主動規避上市成本下市（3）重整再生下市（4）被動淘汰下市³⁸。前三種基本下市是屬於主動下市(Voluntary Delisting)型態，最後一種下市是屬於被動下市(Involuntary Delisting)。

第一項 主動私有化下市

所謂私有化下市，顧名思義就是透過收購上市公司在外流通股票，使得上市公司的股權結構不再符合上市條件而下市。因為該種下市將導致原先作為公眾公司的上市公司變為少數股東控制的私人公司，這種過程係為一種私有化的過程，

³⁷ 陳品澄，我國上市公司退市法律制度研究，東北財經大學碩士學位論文，2011年11月，頁6-8。

³⁸ 王佐發，我們需要什麼樣的退市制度，收錄於證券法苑（第七卷），法律出版社，2012年11月，頁782。

故稱為主動私有化下市。從私有化下市的發起者來區分，私有化下市是可以區分為兩種類型：一、由上市公司的大股東發起的私有化下市。大股東透過發起私有化下市是排擠中小股東，完成對公司的私人控制；二、由協力廠商以併購方的身份在公開市場上要約收購目標公司的股票，當收購結果達到下市標準時，被收購公司下市，然後收購方排擠掉其餘的中小股東，完成私有化。

事實上，在美國實務上發動下市私有化交易之可能動機包括下列各項：(1) 脫離公開市場干擾 (2) 免除上市交易相關費用 (3) 公司長期利益最大化 (4) 降低代理成本 (5) 節稅利益 (6) 敵意併購防禦措施 (7) 獨佔公司未來獲利。

39

紐約證交所與 NASDAQ 證券市場下市統計表(1998-2004)

紐約股票交易所	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	期間合計
總下市家數	209	254	286	213	145	140	134	1,381
主動下市家數	180	204	225	148	82	77	116	1,032
被動下市家數	29	50	61	65	63	63	18	349
那斯達克交易市場								
總下市家數	769	873	475	665	569	460	322	4,133
主動下市家數	280	433	235	275	289	267	258	2,037
被動下市家數	489	440	240	390	280	193	64	2,096

資料來源：See Jonathan Macey, Maureen O’ Hara & David Pompilio, Down and Out in the Stock Market : The Law and Economics of the Delisting Process , 51 J. L. & Econ. 691(Nov. 2008)。

主動私有化下市在成熟的資本市場相當普遍，以美國紐約股票交易所和那斯達克市場從 1998 年到 2004 年統計資料來看⁴⁰，期間紐約股票交易所下市之上市公司總數高達 1,381 家，其中主動下市的上市公司家數為 1,032 家，占下市總家數約 74.7%；而被動下市的上市公司家數為 349 家，占下市總家數約 25.3%。換句話說，主動下市的上市公司家數約是被動下市的約 2.96 倍。相同期間內，那斯達克交易市場下市公司總數達到 4,133 家，其中主動下市的家數有 2,037 家，約占下市總家數的 49.29%；被動下市的家數為 2,096 家，約占下市總家數的 50.71%。換句話說，主動下市的公司家數與被動下市的公司家數比例約為

³⁹ 楊宏鈞，美國下市私有化交易之研究-以少數股東保護為中心，中興科技法律研究所碩士學位論文，2010 年 1 月，頁 12-17。

⁴⁰ See Jonathan Macey, Maureen O’ Hara & David Pompilio, Down and Out in the Stock Market : The Law and Economics of the Delisting Process , 51 J. L. & Econ. 683 , 691(2008)。

97.19%。

除美國市場外，歐洲與澳洲的資本市場主動下亦非常普遍。根據歐洲學者的一項經驗調查資料，自 1997 年至 2005 年歐洲 18 個國家合計上市公司下市總家數共 5,579 家，若扣除其中公司破產下市與合併下市的家數後，由大股東自行發起的主動私有化下市家數高達 3,333 家⁴¹，約佔總下市家數約 59.74%。以澳洲為例，從 1975 年到 2004 年的 30 年間，共有 5,952 家公司下市，其中因無法繳足上市費用而被動下市的家數為 482 家，約佔總下市家數之 8.1%；因被收購而主動下市的家數為 1,118 家，約佔總下市家數之 18.8%；因資本改變而下市的家數為 1,151 家，約佔總下市家數之 19.3%；因名稱或代碼改變而下市的家數為 2,404 家⁴²，約佔總下市家數之 40.4%。

在中國大陸資本市場上主動私有化下市的案例雖然不太普遍，但仍不乏值得關注的案例，其中以中石油要約收購旗下三家上市公司並使之下市，以達到整合旗下上市公司的戰略目的⁴³。

然而，以台灣資本市場為例，主動私有化下市的案例不少。例如 2006 年美國 EMS 大廠 Jabil (捷普)，由 Jabil 在台灣獨資的台灣捷普公司，以每股新台幣 109 元，公開市場收購綠點科技股份股權達 97.63%，最後使得綠點科技(股)公司為被消滅公司並達到下市標準，而完成主動私有化。同年，英商渣打銀行集團 (Standard Chartered)透過其台灣子公司以每股新台幣 24.5 元於股票公開市場收購新竹商業銀行股票股權共達約 95.4%，因此新竹商業銀行獲得主管機關同意下市，並於 2007 年與渣打銀行合併，並更名為「台灣渣打商業銀行股份有限公司」。

第二項 主動規避上市成本下市

⁴¹ See Ettore Croci & Alfonso Del Giudice, Delisting, Controlling Shareholders, and Firm Performance in Europe , <http://ssrn.com/abstract=1548515> p.8 。

⁴² See Nicholas Lew & Ian Malcolm Ramsay, Corporate Law Reform and Delisting in Australia , <http://ssrn.com/abstract=947192> p. 42.

⁴³ 王佐發，我們需要什麼樣的退市制度，收錄於證券法苑（第七卷），法律出版社，2012 年 11 月，頁 783 。

主動規避上市成本下市，係指規避上市公司所須履行的上市義務而主動選擇下市。上市公司身為公眾公司，在享受融資便利等好處權利的同時，同時必須承擔相對應的義務。其義務包括必須接受公眾監督、定期向公眾披露資訊、必須在公司治理結構方面投入成本，以便滿足所在資本市場的規定要求等等。

舉例而言，全球網路搜尋引擎公司 Google 於 2004 年在美國上市，當它成功上市後，帶來了充足的資金，也為 Google 公司帶來了巨大衝擊，其中最大的影響就是公司隱私權的喪失。因該公司長期發展以來，在未上市之前，誰也搞不清楚 Google 司確切的財務資料、搜尋技術、人員狀況、股東構成等，讓競爭對手摸不清 Google 公司的底細。但該公司上市時，依據國際通行的會計準則，公司必須協助會計師完成審計報告，提供公司產品結構、公司在該行業中的競爭地位、客戶情況、上下游供銷商情形，甚至接揭露公司固定資產、智慧財產權、環保問題、訴訟中之官司等詳細資料，以及該公司目前與未來的戰略目標與具體措施。其中不少涉及該公司高度機密，這對於 Google 公司經營顯然造成許多不利之處。這種隱私權的喪失雖然沒有現金的支出，但使得該公司無形的成本大幅提高⁴⁴。

但一旦上市公司認為要符合規定所付出的成本過高，該上市公司就可能選擇主動選擇下市。以當前資本市場國際競爭化的環境下，不同資本市場之間的競爭更可能促使某一上市公司從符合規定成本較高的資本市場下市，轉而追求符合規定要求成本較低的資本市場。這就是最典型因美國沙賓法案(the Sarbanes-Oxley Act of 2002)頒布後所帶來的下市效應。

沙賓法案於 2002 年 7 月 30 日生效，該法是因恩隆案(Enron)與世界通訊(WorldCom)兩家上市公司財務與會計造假醜聞所做的加強補救辦法。該法的立法目的在於透過改善上市公司資訊披露的精準性和可信度而保護投資者。該法對於上市公司資訊披露以及會計準則規定了嚴格的標準，在保護投資者及提升上

⁴⁴徐暉，上市公司的策略性退市研究-以 UT 斯達康公司為例，浙江工業大學碩士學位論文，2008 年 3 月，頁 7。

上市公司誠信等方面的確給上市公司有正面的幫助，但同時也給上市公司帶來更高符合規定要求之相對成本。一項對 147 家上市公司進行的市場調查結果顯示，70% 的上市公司認為因沙賓法案的要求，上市公司開始對於公司治理方面的改革明顯增加公司的行政成本，有 82% 的公司則認為改革過於嚴厲。

簡言之，沙賓法案對上市公司所帶來的下市效應是相當顯著的。從 2004 年美國 114 家主動私有化下市公司中就有 44 家援引沙賓法案產生過高符合規定之相對成本作為其下市理由就可以看出。尤其是沙賓法案對小型上市公司帶來的負擔更重，因為小型上市公司承受的單位符合規定之相對成本壓力要比大公司大⁴⁵。此外，根據 2012 年 *Journal of International Financial Markets, Institution & Money* 22 期之國際期刊針對 1962-2006 年間，1,344 家外國公司在美國上市掛牌交易、而其中 724 家公司下市原因做財務分析研究，發現選擇下市的主要原因就是美國沙賓法案實施對外國公司所產生新的治理成本遠大於出走原國家來美國市場掛牌交易所產生的利益⁴⁶。

以台灣上市公司為例，台灣旺宏電子於 1996 年 5 月於美國那斯達克(Nasdaq)交易所掛牌交易，但卻於 2007 年 7 月鑑於該公司於美國那斯達克(Nasdaq)交易所掛牌之股票(ADR 美國存託憑證)每天成交量最大也僅有幾萬股(相當於台灣普通股數百張)，流通性欠佳的情形，董事會主動決議申請下市。此舉讓旺宏電子每年可節省數千萬元台幣之成本，成為台灣第一家上市公司在美國那斯達克(Nasdaq)掛牌，也是第一家 ADR 下市的公司，此即為因受沙賓法案效應影響主動規避上市成本而自動申請下市公司的例子。

第三項 重整再生下市

重整是一種司法監督下的重組制度。重整異於清算，重整的目標是以合適的

⁴⁵ 王佐發，我們需要什麼樣的退市制度，收錄於證券法苑（第七卷），法律出版社，2012 年 11 月，頁 784。

⁴⁶ See Susan Chaplinsky & Latha Ramchand, What drives delisting of foreign firms from U.S. Exchanges? , Int. Fin. Markets, Inst. and Money 22 (2012) 1126-1148。

成本重新調整公司的資本結構使其恢復營運能力，為債權人、債務人、股東、員工、上下游協力廠商和企業所在的社區創造利益。這個目標要能實現的大前提是企業資產的營運價值大於清算價值。營運價值與清算價值之間的差額就是重整實現的價值，稱之為重整創造的營運剩餘價值(going concern surplus)，簡稱重整剩餘。當然，重整本身是有成本的，其中包括當事人的談判成本、聘用專業人員費用、及延期償還債務所產生的利息成本等等。因此，理論上唯有重整剩餘大於重整成本時重整才有意義。重整相對於重組，雖然重新調整公司資本結構亦可在法庭外透過重組的方式同樣可以達成，然而由於重組缺乏司法強制力且容易產生箝製成本(hold out)；而重整直接解決庭外重組的箝制問題，提高公司拯救效率，所以現代公司拯救一般會直接採用重整而非重組，其中又以大型上市公司為代表。

因為重整涉及一連串複雜的交易，包括削減債權、債權轉股權、協力廠商向重整中的公司以資產作價或者現金增資或融資等等繁瑣程序，故上市公司多於重整期間一般選擇臨時下市，但重整成功後的公司必須重新上市，其主要原因有兩個：一、重整係為資本結構的調整，調整資本結構之後新的利益關係人需要重新確認其於重整後的公司的股權多寡。二、重整中往往需要外部融資，融資人可能以股權的形式融資，亦可能以債權的形式融資。股權融資人需要公司重新上市才能順利出脫持股變現收回現金。即使是債權融資人也需要公司重新上市後產生的流動性來將自己的債權套現。因此，對於上市公司而言，若重整之後不能順利上市的制度無異是阻礙重整成功的絆腳石⁴⁷。

第四項 被動淘汰下市

被動淘汰下市，又稱強制下市，係指上市公司因不再符合公司上市所必須具備的條件，而被證券監管部門或證券交易所強迫下市。所以，被動淘汰下市亦被稱為監管下市(regulatory delisting)。因實施監管下市將可能使得該上市公司及其

⁴⁷ 王佐發，我們需要什麼樣的退市制度，收錄於證券法苑(第七卷)，法律出版社，2012年11月，頁785。

利益關係人權益造成嚴重損失，所以一般而言，對執行監管下市必須規定嚴格的條件和程序，基於行政監督的訴求而來。

以紐約證券交易所（NYSE）為例，該證券交易所就監管下市即規定了三個量化的客觀標準（前三個）與一個非量化（最後一個）之標準，解說如下：

1. 上市公司流通在外股東人數與股數要達一定人數與股數之標準。若有下列三種情況，紐約證券交易所會將考慮強制其下市。
一、如果股東人數不到 400 人。二、股東人數不到 1,200 人且最近的 12 個月內每月交易的股票數量低於 100,000 股。三、或者是大眾持有的股數低於 600,000 股⁴⁸。
2. 上市公司公司市值(Market Value)與股東權益(Stockholder Equity)須達一定金額。若有下列情形發生，紐約證券交易所會將考慮強制其下市。
一、上市公司連續 30 個交易日內平均全球市場價值低於 1,500 萬美金。二、若公司掛牌是屬於符合 Earnings Test 時，則公司連續 30 個交易日內市值低於 5,000 萬美金，且公司股東權益亦同時低於 5,000 萬美元時。三、若公司掛牌是屬於符合 Valuation/Revenue with Cash Flow Test 時，公司過去 30 日連續交易日的平均全球市場市值低於 2.5 億美金且過去 12 個月營收少於 2,000 萬美金、或過去 30 日連續交易日的平均全球市場市值低於 0.75 億美金。四、若公司掛牌是屬於符合 Pure Valuation/Revenue Test 時，上市公司連續 30 個交易日內平均全球市場價值低於 3.5 億美金，且過去 12 個月營收少於 1,500 萬美金。五、若公司掛牌是屬於符合 Pure Valuation/Revenue Test 時，若公司掛牌是屬於符合 Pure Valuation/Revenue Test 時，上市公司連續 30 個交易日內平均全

⁴⁸ 張德富、王昌銳，中美上市公司退市機制的比較與分析，環球瞭望，2003 年 2 月商業會計，頁 19。

球市場價值低於 7,500 萬美金，且過去 12 個月股東權益少於 7,500 萬美金⁴⁹。

3. 上市公司的股票收盤價不得低於一定的價格。如果上市公司在連續 30 個交易日內收盤價低於 1 美金，交易所將考慮強制其下市。但如果最低平均收盤價是該上市公司唯一的不符合上市的標準，該上市公司不會被自動強迫下市。交易所會向其上市公司發出通知，給該公司 6 個月的寬限期用來改善其股價，如果 6 個月之後其平均收盤價仍然低於 1 美元，該上市公司將正式進入下市程序。
4. 其他非量化標準。事實上，紐約證券交易所甚至規定許多主觀性下市標準供其行使獨立自由裁量權。只要滿足下列眾多條件的其中一個，紐約證券交易所就可以考慮強制該上市公司下市：(1)公司破產或清算；(2)監管機構向紐約證券交易所提出建議，認為該上市公司的股票已經失去價值；(3)該公司證券登記失效；(4)股東會召開時沒有對外公開徵求代理人徵求委託；(5)該公司已違反上市協議；(6)某一類別組的股票、某次發行的股票或者某一系列的股票在支付對價或者回購之後被收回；或(6)審計委員會未依紐約證交所的規定執行審計業務 (7)該上市公司經營違反公共利益的業務⁵⁰。

事實上，成熟市場下市率相對都比較高。2003-2007 年間英國、美國、日本、韓國等國股市下市率均超過 2%。同一期間美國 NASDAQ 下市率曾高達 8%，下市公司數量為 1,284 家，超過了同期該市場新上市公司 1,238 家的數量。2009 年，

⁴⁹ 李自然、成思危，完善我國上市公司的退市制度，金融研究，2006 年第 11 期，頁 28-29。

⁵⁰ NYSE Listed Company Manual 802.01(A,B,C,D), <http://nysemanual.nyse.com/LCM/Sections/>(最後瀏覽日 102 年 1 月 12 日)

⁵¹ 井濤，退市法律研究，上海交通大學出版社，2004 年 6 月，頁 149-151。

94 家公司在紐約證券交易所上市，但同年有 212 家公司從紐約交易所下市；同年 23 家公司在東京交易所新上市、78 家公司下市；6 家公司在德國交易所新上市、61 家公司下市。相較之下，中國上海、深圳主板的下市公司數量極少，因為在中國上市公司股票下市之前，一般先被特殊處理，經過暫停上市等之後才可能下市。截至 2011 年 12 月 31 日，中國滬深股市掛牌上市共有股票 2,346 家，已下市的股票共有 79 檔，其中深圳股市有 40 家、上海股市有 39 家，兩股市下市的家數大約各占一半。另外，若從 2003-2011 年間來看，新上市的公司家數為 1,102 家，下市的公司家數僅為 64 家，新上市的公司數量明顯著高於下市的家數，顯示中國證券市場一直存在「上多下少」的現象⁵²。

1999-2011 年間中國下市股票家數與佔上市公司總家數比例統計

年份	下市股票數量	上市公司總家數	下市公司/上市公司總家數
1999	1	949	0.11%
2000	-	1,088	0.00%
2001	5	1,160	0.43%
2002	9	1,224	0.74%
2003	4	1,287	0.31%
2004	11	1,377	0.80%
2005	12	1,381	0.87%
2006	12	1,434	0.84%
2007	10	1,550	0.65%
2008	2	1,604	0.12%
2009	6	1,689	0.36%
2010	4	2,074	0.19%
2011	3	2,346	0.13%
合計	79		

上海與深圳股市新上市與下市家數統計

年份	新上市家數			下市家數			合計
	上海股市	深圳股市	合計	上海股市	深圳股市	合計	
2003	65	-	65	2	2	4	
2004	60	39	99	4	7	11	
2005	3	12	15	7	5	12	
2006	13	52	65	5	7	12	
2007	24	100	124	7	3	10	
2008	6	71	77	2	0	2	
2009	10	54	64	3	3	6	
2010	28	321	349	4	0	4	
2011	10	234	244	2	1	3	
合計	219	883	1,102	36	28	64	
比例	19.9%	80.1%	100.0%	56.3%	43.8%	100.0%	

⁵²任婷婷，完善我國上市公司退市標準的若干思考，復旦大學碩士學位論文，2012 年 4 月，頁 22-23。

根據台灣證券交易所網站提供之公開資訊，從 2001 年起至 2013 年 7 月期間，共有 169 家上市公司下市，其中除十數家銀行或票券公司係因轉型成為金融控股公司，由子公司下市後轉成控股公司重新上市，另外還有約不到 10 家之上市公司被併購、屬主動下市外，大約有近八成的公司係不符合上市所具備的條件而被動淘汰下市⁵³。

第九節 完善上市公司下市法律制度的意義

第一項 有助於證券市場資源有效配置

一般而言，證券市場的主要功能有二個：一、公開對外募資的功能。二、資源有效配置的功能。上市公司利用自身經營狀況良好的優勢，透過在證券市場的發行與股票交易價差吸引投資者的資金，替公司本身營運籌措所需資金。藉由證券市場，將資金從經營狀況惡劣的企業流向具有競爭力與有前景的企業，進而實踐現優勝劣汰，有效調整產業結構與市場結構⁵⁴。

在證券市場發展初期，對外募資功能在證券市場中是為最重要的功能。但當證券市場發展到相對成熟的階段時，證券市場的資源配置功能便取其而代之成為最重要的功能。隨著中國證券市場的發展日漸成熟，越來越多的公司意識到證券市場對其公司發展的重要性，造成眾多公司爭取上市的競爭日益激烈。然而畢竟證券市場的資源是有限的，所以有效資源配置就顯得相對重要。而下市制度作為資源有效配置的手段，其目的是使已經不再具備維持上市條件的上市公司退出證券市場，確保證券市場資源的有效配置。在下市制度健全的證券市場，證券市場應充滿許多優良的企業和具有潛力的行業。相對地，在下市制度缺失的證券市場中，上市公司只進不出，績效差的上市公司不僅能夠繼續在證券市場掛牌交易，進而使得證券市場這個原先具有資源優化配置能力的市場，在混亂的市場環境中

⁵³ 台灣證券交易所網站，http://www.twse.com.tw/ch/listed/suspend_listing.php (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)。

⁵⁴ 李牧林，我國上市公司退市法律制度研究，湖南師範大學碩士學位論文，2008 年 4 月，頁 16-17。

失去了原先所具有的靈敏度。魚目混珠必然導致不明究竟的投資者在投資時失去正確方向，資源配置嚮導的功能也開始出現偏差。因此，上市公司下市法律制度的建立和完善讓劣質公司真正退出市場，使得證券市場發揮資源有效配置功能⁵⁵。

第二項 有效提高上市公司治理的品質與誠信度

公司法人治理由四個部分組成：一、股東會或者股東大會，由股東組成。二、董事會，由公司股東大會選舉產生，對公司的重大經營活動做出決策，用來維護投資人的權益。三、監事會，是公司的監督機構，對公司董事、高階經理人的活動進行監督。四、經營管理層，由董事會聘任，是公司經營決策的實際執行者。公司治理之各個組成透過明確的分工，相互協調、相互配合，使得公司能有效運作。對於上市公司而言，證券市場對其進行的外部監督在一定程度上推動了其內部治理的健全。而上市公司下市法律制度是證券市場外部監管的重要一環，其對上市公司內部治理結構的健全也具有積極的意義。上市公司下市法律制度的根本目的是實踐證券市場的優勝劣汰，使得掛牌交易的上市公司備感壓力。所以當上市公司面臨公司虧損的情形時不能再寄望於重組，只有通過加強管理，規範運作，積極開拓市場，才能擺脫被強迫下市的窘境，並洗刷過去中國證券市場上，因許多上市公司係在「額度發行制」和「實質準制」庇護下「包裝上市」，上市後公司又漠視經營業績和市場形象，常常發生連續虧損和違法違規情形，導致投資大眾對一些上市公司存有「缺乏誠信和公司治理品質低下」的觀念⁵⁶。確實，當今中國大陸並不缺資金而是缺乏信心與良善且有效的救濟制度，股市的一時榮景不是萬能仙丹，如果沒有其他配套改革及時跟進，其提供的改革動力很快會耗散。如果改變不了上市公司的治理結構，如果不能使上市公司負責人從高級官員轉變為專業經理人的角色轉換，如果相應的法律法規仍然作用有限，如果司法救濟途徑及其可行性偏頗到投資者為保護自身合法收益的難度增加，最終的結果只能是證券市場的發展前景被這些違法行為所侵噬，中國嘗試推動中的公司治理制

⁵⁵ 荣晋，完善我国上市公司退市法律制度研究，湖南大學碩士學位論文，2006年4月，頁6。

⁵⁶ 劉懿，我國上市公司退市機制的法律制度研究，湖南大學碩士學位論文，2002年1月，頁9。

度、完善資訊揭露等相關制度，大多將淪為好看而不能堪用的擺設⁵⁷。

上市公司的法人治理存在的意義，一方面在於協調股東與企業的利益關係，保證股東的投資報酬；另一方面要協調企業內部各利益集團的關係，平衡大股東與中小股東的權益。這兩個方面的意義同時決定了企業經營績效的成敗，即企業能否保持良好的經營狀況，而企業是否具有良好的經營狀況又決定著企業是否會被下市。因此，上市公司下市法律制度的建立和完善對上市公司內部治理的完善具正面積極的意義。

第三項 有利提高投資者對風險的意識

若當證券交易市場缺乏上市公司下市機制時，投資人會認為虧損的上市公司會被有效的重組，其股票仍可以繼續進行交易，而這將會引導投資者傾向投資虧損的企業，因當虧損的企業若重組成功，在同樣業績成長幅度的情況下，在股市中所產生股價漲幅的效應，虧損公司會明顯大過績優公司，亦即虧損上市公司的股價漲幅會遠大過於績優公司的股價漲幅。從此以後，證券市場上的公司績效差的股價與公司本身的實際本質將會脫鉤，進而不斷增加該股票股價的泡沫。更重要的是，由於投資者低估證券市場投資的風險，容易做出不理性的投資行為，使得市場投機勢力大展身手，借此大肆炒作垃圾股、劣質股，再次提高證券市場的投資風險。良善的上市公司下市法律制度作為證券市場監管的重要手段，將可以有效降低投資者的僥倖預期心理，讓投資者真正關注優質公司，看重上市公司的本業經營績效。下市制度幫助證券市場實踐優勝劣汰，讓證券市場上存在的上市公司多數屬於優質企業，而非造成「劣幣驅逐良幣」的環境。下市制度所強調的資訊披露使證券市場的經營風險、價格風險能直接顯現出來，提供投資者真實可靠的參考。因此，上市公司下市法律制度的建立和完善對於提高投資者對風險有

⁵⁷ 王文杰，中國證券市場虛假陳述的背景成因及其民事救濟制度考察，東吳法律學報，第 22 卷第 2 期(2010 年 10 月)，頁 145。

正面積極的意義⁵⁸。



⁵⁸陳品澄，我國上市公司退市法律制度研究，東北財經大學碩士學位論文，2011年11月，頁8-10。

第三章 中國法對下市之法律規範與適用

第一節 中國法律「下市」之法律、規章與相關規定

在中國證券交易市場，上市公司股票被終止上市程序，一般必須先從一般正常上市，因不符合法定條件的情況轉為特別處理程序，其中包括下市風險警示和其他特別處理程序。若再不符合法定條件的情況時將被暫停上市，而暫停上市期間如果又不符合法定條件時將被終止上市。反之，符合法定條件的情況時可以請恢復上市。中國法上有關上市公司下市的法律規章若以法律本身的位階依序為下列四大類：法律法規、行政規章、自律規則、其他規範性文件之相關規定。

第一項 法律法規-公司法與證券法

中國法律有關上市公司「下市」之相關法源依照，最早規定於 1994 年 7 月 1 日生效施行的《公司法》，該法第 157 條規定，「上市公司有下列情況之一的，由國務院證券管理部門決定暫時上市（一）公司股本總額、股權分佈等發生變化不再具備上市之條件資格；（二）公司不按規定公開其財務狀況，或者對財務會計報告做虛假記載；（三）公司有重大違法行為；（四）公司最近三年連續損」；「上市公司由前條第（二）項、第（三）項所列情形之一經查時後果嚴重的，或者有前條第（一）項、第（四）項所列情形之一，在限期內未能消除，不具上市條件上的，由國務院證券管理部門決定終止其股票上市。」由上開規定可知，《公司法》中對上市公司下市規定具有下列幾項特點：1. 國務院證券管理部門(現為中國證監會)享有中止股票上市的決定權。2. 對於公司自身狀況發生變化，不符合上市條件的，給予一定之期限。公司有機會在限期內消除這種狀況，重新滿足上市要求。換句話說，公司沒有違規行為只是因為客觀環境狀況或經營狀況的變化而不符上市條件的，可能經暫停上市-消除-恢復上市的程序。3. 如果是重大違規、違法的，可能經過暫停上市-查證-終止上市的程序。4. 關於下市的規定集中

於股票，對於發行其他證券沒有涉及。從法律的角度來看，若有其他證券，可能透過擴大解釋對股票的相關規定加以解決。

在 1999 年 7 月 1 日實施並於 2006 年 1 月 1 日再次修正實施的《中華人民共和國證券法》第 56 條更進一步規定，上市公司有下列情形之一的，由證券交易所決定終止其股票上市交易：(1)公司股本總額、股權分佈等發生變化不再具備上市條件，在證券交易所規定的期限內仍不能達到上市條件；(2)公司不按照規定公開其財務狀況，或者對財務會計報告作虛假記載，且拒絕糾正；(3)公司最近三年連續虧損，在其後一個年度內未能恢復盈利；(4)公司解散或者被宣告破產；(5)證券交易所上市規則規定的其他情形。

相較公司法與證券法對於上市公司下市規定之差異，主要在於證券法對下市情形規定更為明確細膩，且將下市決定權由國務院證券管理部門下放至證券交易所，更重視證交所的自律規範。

第二項 行政規章-中國證監會發布之部門規章

2001 年 2 月 22 日中國證監會發布《虧損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法》，同年 12 月 5 日修訂該規則即《虧損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法（修訂）》，並於 2002 年 1 月 1 日起實施，其中第十五條至第十八條明定上市公司下市的標準要求與作業程序如下：

1. 暫停上市的公司在法定期限結束後仍未披露暫停上市後第一個半年度報告的，證券交易所應當在法定披露期限結束後 10 個工作日內作出公司終止上市的決定。
2. 暫停上市的公司在法定期限內披露了暫停上市後的第一個半年度報告，但未在披露後的 5 個工作日內提出恢復上市申請，或提出申請後證券交易所未予受理的，證券交易所應在披露後 15 個工作日內作出終止上市的決定。

3. 證券交易所受理暫停上市的公司恢復上市申請後，經審核認為不符合恢復上市條件的，應在受理申請後 30 個工作日內作出終止上市的決定。
4. 公司股票暫停上市後，股東大會作出終止上市決議的，公司應當在兩個工作日內通知證券交易所，證券交易所應在接到通知後的 5 個工作日內作出公司股票終止上市的決定。
5. 公司股票恢復上市後，在法定期限結束後仍未披露恢復上市後的第一個年度報告的，證券交易所應在法定期限結束後的 10 個工作日內作出公司股票終止上市的決定。
6. 公司股票恢復上市後，在法定期限內披露了恢復上市後的第一個年度報告，但公司出現虧損的，證券交易所應在其披露年度報告後的 30 個工作日內作出終止上市的決定。

第三項 自律規則-上海、深圳證券交易所自行發布之特別規定

證券交易所本身有關上市公司下市的規定主要出現在上海和深圳證券交易所的《股票上市規則》中。若依照下市階段來區分，主要分為下列三部分：

1. 特別處理(下市風險警示)

《上海證券交易所股票上市規則》13.2.1 規定，上市公司若出現下列情形之一時，證券交易所將對其股票交易實行下市風險警示：(1)最近兩年連續虧損(以最近兩年年度報告披露的當年經審計淨利潤為依據)；(2)因財務會計報告存在重大會計差錯或者虛假記載，公司主動改正或者被中國證監會責令改正後，對以前年度財務會計報告進行追溯調整，導致最近兩年連續虧損；(3)因財務會計報告存在重大會計差錯或者虛假記載，被中國證監會責令改正但未在規定期限內改正，且公司股票已停牌兩個月；(4)未在法定期限內披露年度報告或者中期報告，且

公司股票已停牌兩個月；(5)公司可能被解散；(6)法院受理關於公司破產的案件，公司可能被依法宣告破產；(7)本所認定的其他情形。

深圳證券交易所 2006 年 11 月 30 日發佈的《中小企業板股票暫停上市，終止上市特別規定》對中小企業板上市公司下市風險警示進行了特別規定。其中第 3 條規定，若公司出現下列情形之一時，本所對其股票交易實行下市風險警示：(1)最近一個會計年度的審計結果顯示其股東權益為負值；(2)最近一個會計年度被註冊會計師出具否定意見的審計報告，或者被出具了無法表示意見的審計報告且本所認為情形嚴重的；(3)最近一個會計年度的審計結果顯示公司對外擔保餘額(合併報表範圍內的公司除外)超過 1 億元且佔淨資產值的 100% 以上(主要營業務為擔保的公司除外)；(4)最近一個會計年度的審計結果顯示公司違法違規為其控股股東及其他關聯方提供的資金餘額超過 2,000 萬元或者佔淨資產值的 50% 以上；(5)公司受到本所公開譴責後，在 24 個月內再次受到本所公開譴責；(6)連續 20 個交易日，公司股票每日收盤價均低於每股面值；(7)連續 120 個交易日內，公司股票通過本所交易系統實現的累計成交量低於 300 萬股。

對於實行下市風險警示的上市公司股票，雖然仍然在證券交易所進行轉讓，但卻有兩方面的限制：第一，在公司股票簡稱前冠以「*ST」字樣，用來分別於其他股票；第二，股票報價的日漲跌幅限制為 5%。

2. 暫停上市

根據上海、深圳證券交易所《股票上市規則》第十四條的規定，上市公司出現下列情形之一的，證券交易所有權決定暫停其股票上市交易：一、因上市公司的財務會計報告出現了重大的差錯或者虛假記載，經過上市公司對以前年度財務會計報告進行調整更改，而導致財務報告顯示上市公司最近兩年連續虧損的，上市公司股票交易被實行下市風險

警示後，第一個會計年度該上市公司仍然處於虧損狀態的；二、中國證監會責令上市公司改正其財務會計報告中的重大的差錯或者虛假記載，上市公司在規定期限內仍未能改正，而且該上市公司的股票已經在證券交易所被停牌兩個月的，上市公司在其股票被進行了下市風險警示後的兩個月內仍沒有修改好其財務會計報告的；三、因上市公司沒有如期披露其財務報告，而且該上市公司的股票已經在證券交易所被停牌兩個月的，上市公司在其股票被進行了下市風險警示後的兩個月內仍沒有披露其財務報告的；四、公司股本總額發生變化不再具備上市條件的；五、公司有重大違法行為等情形。同時在上海、深圳證券交易所《股票上市規則》的第十四章第二節中規定了恢復上市的條件。

3. 終止上市

按照《上海證券交易所股票上市規則》之 14.1.1 規定，上市公司若出現下列情形之一時，上海證券交易所將終止其股票上市。(1)因最近兩年連續虧損股票被暫停上市後，未能在法定期限內披露最近一期年度報告；(2)因最近兩年連續虧損股票被暫停上市後，在法定期限內披露的最近一期年度報告顯示公司虧損；(3)因最近兩年連續虧損股票被暫停上市後，在法定期限內披露了最近一期年度報告，但未在其後 5 個交易日內提出恢復上市申請；(4)因財務會計報告存在重大會計差錯或者虛假記載股票被暫停上市後，在兩個月內仍未按要求改正財務會計報告，或在兩個月內披露了按要求更正的財務會計報告但未在其後的 5 個交易日內提出恢復上市申請；(5)因未在法定期限內披露年度報告或者中期報告股票被暫停上市後，在兩個月內仍未披露相關年度報告或者中期報告，或者在兩個月內披露相關年度報告或者中期報告但未在其後的 5 個交易日內提出恢復上市申請；(6)恢復上市申請未被受理；(7)恢復上市申請未獲同意；(8)公司股本總額、股權分佈等發生變化不再具

備上市條件，在交易所規定的期限內仍不能達到上市條件；(9)上市公司或者收購人以終止股票上市為目的回購股份或者要約收購，在方案實施後，公司股本總額、股權分佈等發生變化不再具備上市條件，公司向交易所提出終止上市的申請；(10)股東大會在公司股票暫停上市期間作出終止上市的決議；(11)公司解散或被宣告破產；(12)交易所認定的其他情形。

又，深圳證券交易所發佈之《中小企業板股票暫停上市、終止上市特別規定》第 17 條規定，中小企業板上市公司若出現下列情形之一的，本所終止其股票上市：(1)因出現前述暫停上市的第一種情形被暫停上市後，公司首次中期報告審計結果顯示股東權益仍為負的；(2)因出現前述暫停上市的第二種情形被暫停上市後，公司首次中期報告註冊會計師出具否定意見的審計報告而且本所認為情形嚴重的；(3)因出現前述暫停上市的第三種情形被暫停上市後，公司首次中期報告審計結果顯示公司對外擔保餘額(合併報表範圍內的公司除外)超過 5,000 萬元且占公司淨資產值的 50% 以上；(4)因出現前述暫停上市的第四種情形被暫停上市後，公司首個中期報告審計結果顯示公司違法違規為其控股股東及其他關聯方提供的資金未全部歸還；(5)因出現前述暫停上市的第五種情形被暫停上市後，其後 12 個月內再次受到本所公開譴責；(6)因連續 20 個交易日，公司股票每日收盤價均低於每股面值而被實行下市風險警示後 90 個交易日內，沒有出現過連續 20 個交易日公司股票每日收盤價均高於每股面值的；(7)因連續 120 個交易日內，公司股票通過本所交易系統實現的累計成交量低於 300 萬股的；(8)因出現前述暫停上市的第一、第二、第三、第四種情形被暫停上市的，公司未在法定期限內披露暫停上市後經審計的首個中期報告的。

此外，針對下市風險警示和終止上市，兩個證券交易所的《股票上

市規則》還就針對不同情形作出終止上市決定之程序，有關資訊披露內容和程式，不服終止上市決定的申請覆核程序等，均有詳細的規定。

第四項 其他規範性文件之相關規定

而與證券交易所該規定所對應配套之實際作業規則，則於 2001 年 6 月中國證券協會發布《證券公司代辦股份轉讓服務業務試點辦法》以及《股份代辦轉讓公司資訊披露實施細則》，該辦法與實施細則分別就上市公司下市後的股份流通問題與上市公司下市股份後流通相關訊息披露問題均有規定。2004 年 11 月中國證券業協會根據中國證監會《關於做好股份有限公司終止上市後續工作的指導意見》頒發了《關於做好代辦股份轉讓系統股份轉讓公司非轉讓股份登記業務的通知》，用來確保做好股份轉讓公司非轉讓股份登記申報業務與保護投資者權益。中國證監會亦於 2003 年 3 月發佈了《關於執行〈虧損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法(修訂)〉的補充規定》，明確規定公司股票終止上市後轉至股票代辦系統的程序，解決公司股票下市後如何轉至代辦系統之問題，對可能終止上市公司的股票交易和股東權益的保護作出了制度性的安排。2004 年 2 月，中國證監會根據國務院《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》的精神頒佈《關於做好股份有限公司終止上市後續工作的指導意見》，對上市公司終止上市後保護股東權益、轉讓股份、資產重組和申請再次上市等事宜提出指導性規範意見⁵⁹。

第二節 中國上市公司「下市」的程序

第一項 處於特別處理階段(下市風險警示)

根據上海、深圳證券交易所《股票上市規則》第十三條規定，上市公司應當

⁵⁹ 周友蘇，新證券法論，法律出版社，2007 年 4 月，頁 219。

在股票交易實行下市風險警示之前一個交易日發佈公告。公告完畢之後，於《股票上市規則》第十三條中所規定的七種情形的上市公司股票實行先停牌，待上市公司做出改善滿足法定條件之後再給予復牌，並在復牌的同時實行下市風險警示的處理程序。

第二項 處於暫停上市階段

符合上海、深圳證券交易所《股票上市規則》第十四條規定關於暫停上市標準的上市公司股票先實行停牌，然後由證券交易所做出是否暫停上市的決定，做出暫停上市的決定後再通知上市公司並進行公告，同時在中國證監會備案的處理程序。在上海、深圳證券交易所《股票上市規則》第十四條第二節內，規定了上市公司申請恢復上市的程序，包括聘請保薦人、聘請律師、提交相關文件等。其中亦規定了證券交易所受理上市公司恢復的申請、證券交易所上市委員會審議申請、證券交易所核准申請、通知公司報告中國證監會並進行恢復上市公告的處理程序。

第三項 處於終止上市階段

依據上海、深圳證券交易所《股票上市規則》的規定證券交易所對上市公司做出終止上市的決定後，又另外規定了覆核程序。《股票上市規則》第十五條規定了發行人或上市公司對證券交易所做出的不予上市、暫停上市、終止上市決定不服的，可以在收到證券交易所相關決定後的七個交易日內向證券交易所提出覆核的申請。第十五條亦規定了由證券交易所內部設立上訴覆核委員會，對申請人的覆核申請進行審議，做出獨立的專業判斷並形成審核意見。第十五條同時規定了證券交易所在受理覆核申請後三十個交易日內，應當依據其內部的上訴覆核委員會的審核意見做出維持或撤銷不予上市、暫停上市、上市的決定，而這個決定將會成為最後的結局。

第三節 國外上市公司「下市制度」的演變

國外上市公司下市制度的起源於英國。在證券交易市場正式形成的 17 世紀，由於證券投機盛行，英國國會便於 1697 年頒布了《抑制不正當證券買賣，防止投機風潮》的法案。此法案被視為證券市場管理制度誕生的標誌。根據這個法案，政府開始對證券交易進行管理，對上市公司欺詐投資者的行為作出了相關規定進行懲罰，其中最嚴重的便是強迫上市公司退出市場，停止證券交易。1720 年因為「南海事件」而頒布的「泡沫法案」，亦即在 1697 年法案的基礎上補充而成的。

然而國外上市公司下市制度雖起源於英國，但發展並成熟於美國。美國證券市場在 18 世紀末以及 19 世紀得到了迅速的發展，針對實踐中出現的股票發行「滲水」現象。因此國會通過了《克雷頓法案》，並在 1902 年建議所有的公眾持有公司公佈年度財務報表等重要資訊。此一時期的下市法律規定僅零散出現於公司法、破產法和交易所的規則中，仍未形成有系統的制度。1934 年的美國《證券交易法》中規定，證券監管機構 SEC 授權交易所對違反規定以及從事違法行為的上市公司進行調查，同時並擁有停止其證券的發行、交易甚至退出市場等權力。再者，各大交易所也在交易規則中制定了較為詳細且具有很強操作性的下市規則。自此之後，美國下市法律制度得以正式確立。鑑於美國證券法律體系對國際證券市場的重要影響，其他國家證券市場也陸續建立上市公司下市制度。例如德國 1896 年 7 月通過的《德國證券交易所法》、日本 1948 年制定的《證券交易法》等。

然自 2000 年以來，全球證券市場發生一系列上市公司財務醜聞、股票價格操縱和內幕交易等問題，使得投資者對證券市場產生了嚴重的懷疑與不信任。各國的證券市場極力地修正其相關規則，並採取措施強化監管來挽救投資人之投資信心。這種調整和改革的其中一項重要內容，就是嚴格制定與執行下市標準和程序，其主要表現在：一、下市觀念從「寬鬆」轉向「嚴格」的標準轉變。二、隨著下市觀念的轉變，海外創業板市場的下市標準也日趨嚴格，雖然具體到各個標

準時，有些標準降低了，同時還增加了諸如公司治理方面的一些新標準。第三，下市標準的客觀性和過程之可操作性趨於增強，下市標準更為具體化與數量化⁶⁰。

綜上所述，從市場經濟的發展之歷程來看，發達資本主義國家的成熟市場經濟是從 16 世紀重商主義時期的行政權利主導的商業經濟，逐步演進至 19 世紀市場主導自由競爭市場經濟，再到 20 世紀的行政干預下的市場經濟模式。這經歷 400 多年的演進過程，到今日主要成熟的下市機制係以市場為主導、政策干幹預為輔助的模式⁶¹。

第四節 中國上市公司「下市制度」的演進

早在 1979 年的中國大陸，農村就以集資入股社隊企業的模式形成了中國農村企業和城市小企業的股份制之雛形，這便是中國股份制經濟的萌芽。1984 年 10 月，中共十二屆三中全會通過了《關於經濟體制改革的決定》，自此之後的兩年時間裡，北京、廣州、上海等城市選擇了少數大中型企業進行股份制試點。1986 年後，隨著中國國家政策的進一步放開，越來越多的大型國有企業紛紛參與股份制試點，通過半公開或者公開的方式發行股票，中國證券市場的股票一級市場由此孕育而生。當證券流通需求變得日益強烈，股票和債券的櫃檯交易如雨後春筍般在全國各地區相繼出現，從 1988 年到 1991 年，個人持有國庫券的轉讓業務在全國範圍內廣泛展開，正也是這種通過櫃檯交易方式的國庫券轉讓市場孕育了日後的債券二級市場。在這樣的大環境背景下，上海證券交易所和深圳證券交易所於 1990 年 12 月相繼成立，對外宣示中國證券市場的正式誕生。作為一個新興的證券市場而言(自 1990 年至今成立 23 餘年)，初期最主要的任務就是儘快擴大上市融資功能。所以在中國證券市場建立的初期，立法層面和理論層面都未關注到上市公司下市法律制度的問題。但這種欠缺卻為日後證券市場的發展所遭遇的困境埋下了地雷。

⁶⁰ 周友蘇，新證券法論，法律出版社，2007 年 4 月，頁 213。

⁶¹ 王曦，中國上市公司退市風險預警問題研究，西南大學碩士學位論文，2012 年 4 月，頁 37。

事實上，隨著中國證券市場日益運作，近來才正視上市公司下市法律制度規範的議題⁶²。在中國股份制改造以及證券市場發展的過程中出現大規模的尋租活動，其根本原因在於：在由計畫經濟體制轉向市場經濟體制過渡的過程中，在資源逐漸市場化的背景下，政府仍然保持對市場經濟運作中的干預和管制，使行政權力能以市場化的形式全面參與分配⁶³。在經濟發展中的事務並不全是政府所能處理的，對於上市公司控制權的行使而發生的種種衝突的調控，有時也遠遠超出了政府的能力極限，而監管者往往針對公司運作所發生的問題做出各種規章、意見、暫行辦法、通知等等，以期填補公司法上的缺失，並對現狀缺陷進行調整，有點像是門診式的治療效果，治標而不治本。但其立法位階太低，應急對策性的意味太濃，而失卻長遠的周延性規範，行政色彩太濃，也使得與具體規範完整的公司治理的需求有著許多落差⁶⁴。

簡言之，中國「下市制度」主要分為三個階段，即（1）從開始的「只上不下」制度階段（2）過渡的「說下不下」制度階段（3）真正執行的「下少上多」制度階段。

第一項 從開始的「只上不下」制度的階段

在中國證券市場設立之初，無論是地方政府主導下的證券交易所還是國務院證券委協調下的各主管部門都沒有意識到證券市場應是「有上有下、可上可下」的證券市場。因此，在早期作為股票發行與交易唯一監管依據的《股票發行與交易管理暫行條例》中並無「下市規則」之蹤影。雖然 1994 年 7 月 1 日生效之《公司法》開始對上市公司股票的下市有所涉及，規定了上市公司有下列情況之一的，由國務院證券管理部門決定暫時上市：「（一）公司股本總額、股權分佈等發生變化不再具備上市之條件資格；（二）公司不按規定公開其財務狀況，或者對

⁶² 陳品澄，我國上市公司退市法律制度研究，東北財經大學碩士學位論文，2011 年 11 月，頁 11。

⁶³ 何清漣著，《現代化的陷阱—當代中國的經濟社會問題》，今日中國出版社，1998 年 9 月 4 刷，頁 29。

⁶⁴ 甘培忠，公司控制權的正當行使，2006 年 9 月。頁 2。

財務會計報告做虛假記載；（三）公司有重大違法行為；（四）公司最近三年連續損」；「上市公司由前條第（二）項、第（三）項所列情形之一經查時後果嚴重的，或者有前條第（一）項、第（四）項所列情形之一，在限期內未能消除，不具上市條件上的，由國務院證券管理部門決定終止其股票上市」。「公司決議解散、被行政主管部門依法責令關閉或者被宣告破產的，由國務院證券管理部門決定終止其股票上市」。

換句話說，於 1994 年 7 月 1 日生效的《公司法》中規定了上市公司股票暫停上市的四種情形和終止上市的三種情形，以及有權做出下市決定的機構—國務院證券管理部門，實際上初步構建了上市公司下市法律制度的基本框架，並標誌著中國上市公司下市制度的建立⁶⁵。《公司法》對上市公司符合一定標準將被暫停上市和終止上市的情形作出了明確的規定，然而這些規定卻過於原則，不具有可操作性。例如法條中證券交易所為上市公司設定消除狀況的限期，此限期就是一個沒有被具體化的用語，導致在實踐中不易掌握。又如在法條規定「如果上市公司出現了法律規定的情形，經查實後果嚴重」的說法，對於後果嚴重的程度也沒有相應的實施細則做出具體規定，只能透過主觀判斷，難免在實踐中產生難以衡量問題。

所以在此階段，《公司法》中的這些規定對其當時的證券市場上市公司下市執行來說只是一種模糊的指導原則，正因此緣故，使得在《公司法》頒布後超過七年的時間內沒有一家符合《公司法》下市條件而應下市的上市公司被決定下市。

第二項 過渡的「說下不下」制度階段

隨著證券市場中上市公司虧損家數不斷增加，且單一上市公司虧損金額的不斷增大，持續虧損期間的不斷延長，迫使有關監理機關或交易所不得不面對上市公司「下市法律制度」的進行探討。針對上述情形，1998 年 1 月 1 日，上海、

⁶⁵ 夏軍，我國上市公司退市法律制度研究，西南政法大學碩士學位論文，2007 年 4 月，頁 22。

深圳證券交易所於其《股票上市規則》第九章上市公司狀況異常期間的特殊處理做出「ST 制度」具體規定。ST 制度(英文為 special treatment，縮寫稱之 ST)，係指上市公司股票出現財務狀況或其他狀況異常、可能造成投資者權益可損害的，對該上市公司的股票交易實行特別處理。ST 制度的主要內容是對日報價漲跌幅度的限制和資訊披露的要求所實行的特別處理，即上市公司股票日漲跌幅限制為 5%，期中財務報告必須經過會計師審閱。同年 3 月 16 日，中國證監會頒佈了《關於上市公司狀況異常期間的股票特別處理方式的通知》，在該通知的指導下，上海、深圳證券交易所從 1998 年 4 月 22 日起開始正式實施 ST 制度，而同年 4 月 28 日「ST 遼物資」成為中國第一家被特別處理第上市公司⁶⁶。

1998 年 12 月 29 日通過，1999 年 7 月 1 日起實施的《中華人民共和國證券法》(以下簡稱《證券法》)，是中國第一部證券法，也是中國證券市場的基本大法。作為《公司法》和 ST 制度的延伸，《證券法》中有關上市公司下市法律制度的規定並沒有做出實質性的變動，僅有第 49 條籠統的提到下市問題。第 49 條規定：上市公司喪失《公司法》規定的上市條件的，其股票依法暫停上市或者終止上市。第 57 條規定：國務院證券監督管理機構可以授權證券交易所依法暫停或者終止股票或債券上市。

出於穩定社會與安定政治等因素考量，作為國務院授權行使對證券市場監管職責的中國證監會遲遲沒有對已實施暫停上市的公司做出下市的決定。反而是為瞭解決那些已被暫停上市的上市公司股東的就股票交易之流通需求而制定了《股票暫停上市相關事項的處理規則》，推出做為過渡性交易措施的「特別轉讓規則」(Particular Transfer，簡稱為 PT 規則)。⁶⁷

根據《公司法》、《證券法》和《股票上市規則》的有關規定，1999 年 7 月 2

⁶⁶ 舒寧，我國上市公司退市機制的法律研究，中國政法大學碩士學位論文，2002 年 5 月，頁 3。

⁶⁷ PT 旨在為暫停上市股票提供流通管道的“特別轉讓服務”。對於進行這種“特別轉讓”的股票，滬深交易所在其簡稱前冠以“PT”，稱之為“PT 股”。根據《公司法》和證券法的規定，上市公司出現連續三年虧損等情況，其股票將暫停上市。滬深交易所從 1999 年 7 月 9 日起，對這類暫停上市的股票實施“特別轉讓服務”。這類第一批股票有“PT 雙鹿”，“PT 農商社”，“PT 蘇三山”和“PT 渝太白”。資料來源：百度百科 <http://www.baidu.com> (最後瀏覽日：2014 年 1 月 12 日)

日上海、深圳證券交易所發佈了《關於股票暫停上市有關事項的處理規則》，對暫停上市做出了具體細則的規定，並對此類公司股票的投資者提供 PT 服務。PT 制度是對《公司法》關於下市規定的一種變通，其實施的主要目的在於：一、對那些連續三年虧損而被暫停上市的上市公司提出警告，同時又為這些暫停上市的股票提供每週五交易一次的合法交易機會；二、給 PT 股票的投資者一個緩衝的時間(三年的寬限期)，使其能夠根據實際情況作出合理的投資選擇，但卻沒規定三年後要如何處理。此缺陷使得當時所確立的下市規則，多停留於紙上，許多劣質公司就是「垂而不死」⁶⁸。甚至在 PT 實施的過程中，PT 制度不僅沒有發揮所預期的警示作用，反而被上市公司利用而成為其操縱股票價格的工具。因為中國公司申請上市制度實行「審批制度」，上市公司名額多傾向給國有企業優先，同時公司申請上市需要多個部門的層層審批與核准，且全中國各地區分配到的名額與實際需求不符，使得上市資格變得成為社會稀有資源⁶⁹。

說得更具體的便是，中國股票發行上市程序採取的是「計畫指標」控制，上市規模由政府計畫部門來決定，企業申請上市要向政府體改部門申請上市指標。全國每年有多少上市規模由國家計畫規定，再分配給各個地方，由本地的政府推薦本地的公司上市。於是有些地方政府為了謀求上市指標，對當地國有企業進行包裝上市，而這些經過包裝的上市公司往往轉制不徹底、政企不分，公司治理結構極不完善，上市後不久就出現虧損。然而，上市公司的下市將直接影響到地方政府的利益，比如不能利用公司上市融資來建設地方財政。如果上市公司下市，亦將引起一系列之社會問題，加重地方政府工作數量和難度等等。所以對地方政府官員而言，本地上市公司下市必將影響他們的業績評定，所以當一些上市公司達到下市標準時，地方政府往往會運用其巨大的行政權力，採取行政重組行為來避免公司下市，重組後再虧損也無所謂，可以繼續再次重組，目的只要保住公司

⁶⁸ 鄭運民、熊靜波，關於我國上市公司退市機制的法律思考，法學 2001 年第 8 期，頁 71。

⁶⁹ 陶鴻業，上市公司退市法律制度研究，暨南大學碩士學位論文，2006 年 5 月，頁 14。

持續上市地位⁷⁰。所以當一些上市公司被 ST 或者 PT 後，這樣的上市公司就很可能最終變為稀少的「殼」資源。投資者期待績效差的公司通過重組或者政府撮合起死回生，故而對 PT 股票大肆追捧，導致 PT 股票逆向大漲，甚至超過了績優公司股票的價格。此時的 PT 制度反而使上市公司下市法律制度偏離了正軌。從另一方面來看，PT 制度的實施違背了市場經濟優勝劣汰的基本原則，更是對連年虧損的上市公司一種縱容，反而阻礙了證券市場資源配置功能的發揮，不利於證券市場的健全發展。但 PT 規則應可被視為證券市場監督管理層為了平穩實施上市公司「下市制度」所採取之過渡措施。

第三項 真正執行的「下少上多」制度階段

到 21 世紀初，於上海證券交易所和深圳證券交易所兩個證券市場上市的公司數量已經超過 1,100 家，其中虧損的公司也不在少數，且虧損程度也各不相同，整體而言，證券市場的投資風險日益昇高。2001 年 2 月 22 日，中國證監會發佈了《虧損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法》(以下簡稱《實施辦法》)，2001 年 4 月 20 日，上海、深圳證券交易所隨後發佈了《上市公司股票特別轉讓處理規則》，這一系列的制度規定對虧損上市公司的暫停上市、恢復上市和終止上市作了詳細的具有可操作性的規定。2001 年 2 月 23 日，依照《實施辦法》連續 4 年虧損的「PT 水仙」成為首家下市的上市公司股票，告訴上市公司們，上市不是終身制，上市之後在下市可能比不上市還糟，意味著中國上市公司下市法律制度的正式啟動⁷¹。事實上，因著「PT 水仙」成為首家下市的上市公司之後，中國學術界與業界開始集中討論下市法律制度相關問題，包括下市對投資者的警示意義、對大股東與小股東的激勵作用、下市制度存在的缺陷、完善下市制度建議等⁷²。

⁷⁰謝品，我國上市公司退市機制的法律研究，江西財經大學碩士學位論文，2006 年 10 月，頁 26。

⁷¹張凱，矯正中國證券市場的制度缺陷，中外管理導報，2001 年第 6 期，頁 11。

⁷²李自然、成思危，完善我國上市公司的退市制度，金融研究，2006 年第 11 期，頁 17-18。

早在 1997 年，中國大陸就有證券市場上的下市問題。但權衡再三，監管部門對虧損的上市公司採取了「特別處理」和「特別轉讓」兩種措施。從 1998 年「遼物資」成為第一家被「特別處理」的「ST」類上市公司之後，1999 年又出現了「PT」類股票，旨在為暫停的上市股票提供合法流通管道的「特別轉讓」服務。這樣一來，一些虧損嚴重本該被摘牌的公司又以「PT」的形式存活下來。下市機制並未真正建立起來。例如「瓊民源」股當初因為財務會計報告的虛假記載和重大違法行為，實際上已經構成了摘牌的條件，但其被暫停上市又經重組後，便更名為「中關村」，緊接著增發新股而重新上市。由於下市機制的不健全，不理性的市場行為越來越普遍。一些上市公司出現了虧損，而其股價卻異常飆升⁷³。

由於《實施辦法》中出現了對暫停上市的上市公司可以在暫停上市期間申請一年的寬限期的規定，上海證券交易所和深圳交易所根據《實施辦法》做出相應調整，對各自的《股票上市規則》再次進行修訂。於 2001 年 6 月 8 日發佈各自的新規則，並追溯上海證券交易所和深圳證券交易所歷年來《股票上市規則》的修訂情況，可以發現中國在上市公司下市時間方面的變化脈絡。中國關於上市公司股票終止上市從最初完全沒有時間表到 2000 年需要連續 6 年虧損，再到 2001 年需要連續 4 年虧損，中國的上市公司下市制度在下市時間表這一點上呈現出了越來越嚴格的發展趨勢。

接下來是 PT 制度的終結。《實施辦法》的推出意味著中國證券市場建設向前邁進了一大步，嚴格規範了上市公司下市的時間表，並開天闢地般實施中國證券市場上下市首例，正式宣告下市制度的真正實施。但中國證券市場下市法律制度的規範還遠不止如此。為了更好的規範，上市公司下市法律制度，2001 年 12 月 5 日中國證監會頒佈了《虧損上市公司暫停上市和終止上市時時辦法（修訂）》（以下簡稱《修訂實施辦法》）。2002 年 1 月《修訂實施辦法》開始實施，《修訂實施辦法》對《實施辦法》進行了重要修改，這些修改主要是刪除有關寬限期的

⁷³ 萬靜，PT 水仙之死的思考，法制日報，2001 年 5 月 23 日，第 3 版。

規定和 PT 制度的規定，暫停上市寬限期制度和 PT 制度終結（2002 年 5 月 1 日起，PT 制度正式退出中國證券市場），堪稱中國上市公司下市法律制度的里程碑和重要的轉捩點。至此，中國上市公司下市法律制度的框架已經基本建立起來，但《修訂實施辦法》仍存在些許侷限性：《修訂實施辦法》只針對連續虧損公司這一種情況的下市做出了具體的規定，而《公司法》第 157 條第 4 項還規定了其他情況，比如上市公司不按規定公開其財務狀況，或上市公司在其財務會計報告中作虛假記載等，《修訂實施辦法》對這些均未涉及規定，這些情況同樣極待規範。

有關規範下市股票的代辦股份轉讓服務部份，2003 年 3 月 18 日，中國證監會又發布《關於執行〈虧損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法(修訂)的補充規定》(以下簡稱《補充規定》)，該規定對上市公司股票的終止上市和下市股票的代辦股份轉讓服務做出了更加具體的規定。當上市公司的股票被實行暫停上市的處理後，上市公司可以聘請具有證券交易所承認資格的證券公司作為其股票恢復上市的推薦人，協助上市公司通過整理改進、重新具備上市資格而恢復上市；如果上市公司股票被實行終止上市的處理，上市公司可以委託具有證券交易所承認資格的證券公司為其提供代辦股份轉讓業務服務，為上市公司退出證券市場的後續工作提供協助。

其次是*ST 制度的實施。2003 年 4 月 4 日，上海、深圳證券交易所發佈了《關於對存在股票終止上市風險的上市公司加強警示等有關問題的通知》。2003 年 5 月 8 日，上海、深圳證券交易所開始實施《下市風險警示制度》，即證券交易所為充分揭示其股票可能被終止上市的風險，在存在終止上市風險的上市公司股票簡稱前冠以「*ST」的字樣，以提醒投資者該上市公司股票存在被終止上市的風險，同時對上市公司本身予以警告提示。在下市風險警示期間，*ST 股票報價的日漲跌幅也受到了嚴格的限制，即當日帳跌幅不得超過 5%。至此，中國有關上市公司股票實行特別處理的規定得到了進一步的改善，特別處理被劃分為警

示存在終止上市風險的特別處理(*ST 制度)與對財務狀況或其他狀況異常的上市公司股票的特別處理(ST 制度)⁷⁴。

然後是下市公司平移機制的出現。自下市公司股票納入到代辦股份轉讓系統試點範圍以來，下市股票與三板市場的對接問題越來越引起業界的廣泛關注。2004 年初，國務院頒佈了《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》，提出了完善市場退出機制的意見。在該意見的指導下，2004 年 2 月 5 日，中國證監會發出《關於做好股份有限公司終止上市後續工作的指導意見》，對股票終止上市後股東權益保護、股份轉讓、資產重組及申請再次上市等問題做了詳細的規定。

最後是修正之現行《公司法》和《證券法》的實施。2005 年 10 月 27 日通過，並於 2006 年 1 月 1 日起正式實施的《公司法》中不再有上市公司股票下市的相關規定，將下市的相關法律條文全部交由現行的《證券法》來進行規定，至此結束了中國長期以來公司法與證券法相互越位的現象。2005 年 10 月 27 日第十屆全國人民代表大會常務委員會第十八次會議修訂，2006 年 1 月 1 日實施的《中國人民共和國證券法》對上市公司股票暫停上市和終止上市做出來較詳細的規定，相較於 1994 年《公司法》和 1999 年施行的《證券法》，現行《公司法》和現行《證券法》在內容上做出了更多的變化和補充。主要實現在以下幾個方面：一、在上市公司下市的程序上，現行《證券法》第五十五條與五十六條規定將股票暫停上市或終止上市的決定權全部下放至證券交易所行使，以使證券交易所更具有自律性規範。二、對於證券交易所做出的不予上市、暫停上市、終止上市決定不服的，現行《證券法》第六十二條增加了可以向證券交易所設立的覆核機構申請覆核的規定。三、現行《證券法》還增加了有關股東訴訟權利的規定，由此可以更好地保護中小股東的合法權益，保持投資者的積極性，增強證券市場

⁷⁴ 特別處理制度是中國下市機制的核心制度安排，也是中國特有的下市制度設計，也形成了過渡式下市機制下的一個"預備下市群體"。周瑋，中國上市公司退市機制有效性研究，西南財經大學管理學博士學位論文，2011 年 4 月，頁 2。

的活力。現行《證券法》第四十七條規定：上市公司董事、監事、高級經理人員、持有上市公司股份 5%以上的股東，將其持有的該公司的股票在買入後六個月內賣出，或者在賣出後六個月內又買入，由此所得收益歸該公司所有，公司董事會應收回其所得收益。公司董事會沒有依法收回屬於公司的收益的，股東有權要求董事會在 30 日內收回該收益。公司董事會在 30 日內仍沒有採取措施收回該收益的，股東出於保護公司的利益的目的，可以用自己的名義對違反規定的人員向人民法院起訴。

2006 年 5 月，上海證券交易所和深圳證券交易所分別對《股票上市規則》進行修訂，增加當被出具無法表示意見及否定意見的有關定期報告的審計報告，無法向市場提供有效資訊時，上市公司將被實施下市風險警示，進入下市程式。另外，這次修訂還建設性地規定了主動下市制度，從而改變上市公司下市僅由國務院證券管理機構或證券交易所決定的狀況。2008 年 9 月 4 日，上海證券交易所和深圳證券交易所再次對《股票上市規則》進行了修訂，修訂後的新規則中有關上市公司股票下市法律制度的規定更加的清晰和詳細，為中國證券市場運作提供了更具有操作性的指導。然而，由於法律具有延滯性，換言之，法律總是落後於實踐，中國上市公司股票法律下市制度仍有許多未盡完善之處⁷⁵。

事實上，即使上市公司下市的決定權已下放至證券交易所可自行決定，但中國證券市場上市公司下市的家數屈指可數。根據 WIND 資訊統計資料顯示，1990 年至 2009 年間，滬深兩交易所上市公司下市的家數為 69 家，其中 21 家係為吸收合併後下市，真正被執行下市處理的僅有 47 家。平均每年約有 2.5 家上市公司下市。若以時間分佈來，上市公司下市集中分佈在 2004~2005 年兩年間，分別各有 9 家與 12 家，占總上市公司下市家數的 44%，而發生下市最少的是 2008 年，除兩家上市公司被合併吸收而下市外，真正下市的公司家數為零⁷⁶。

⁷⁵ 陳品澄，我國上市公司退市法律制度研究，東北財經大學碩士學位論文，2011 年 11 月，頁 12。

⁷⁶ 鄭彧，證券市場有效監督的制度選擇-以轉軌時期我國證券監管制度為基礎研究，法律出版社，2012 年 7 月，頁 453-456。

簡言之，中國下市制度經歷了一個從無到有，逐步發展和改善的過程。在 1992 年之前，證券市場或證券交易所最主要的肩負的任務就是儘快擴大上市融資功能，所以無論是在立法層面或理論層面都未能關注到上市公司下市法律制度的問題。1992 年到 2001 年 2 月正式推出下市制度以來，做了多次下市制度的修改嘗試，其中包括 ST 制度、PT 制度以及連續六年虧損終止上市，這為後來正式確定上市公司下市方式積累大量的經驗和基礎。2001 年 2 月至 2005 年間，下市制度正式確立，對於探索中的一些措施不斷進行改進，包括改為四年連續虧損為終止上市標準，取消 PT 制度、實施*ST 制度，提供終止上市的公司後續出路等，基本確立中國現行過渡式下市制度的輪廓。2005 年以後，法律制度變更相對減少，對於下市制度變更相對減少，對於下市制度的修訂更是細枝末節的問題，沒有太大的變化，下市制度基本上穩定下來⁷⁷。自 2001 年 4 月 PT 水仙公司被終止上市以來，滬深兩市累計下市的上市公司數量為 75 家，和超過 2000 家的上市公司總數相比，占比為 3%。在上市公司資源稀缺的條件下，越是瀕臨下市，越有希望上演“不死鳥”神劇。這種逆向淘汰，也造成了 A 股市場炒作小盤股、績差股的畸形現象。對比國外成熟市場，以納斯達克市場為例，每年因各種原因被迫下市的企業為數不少，年均下市率高達 8%，此外，紐約證交所每年的下市比例也在 6%左右。下市企業數量與上市企業的數量相當，市場處於動態平衡狀態中。雖然中國的下市制度不斷得以完善，但是整體的年均下市率卻不見有效地增加，下市制度的整體執行效率不高是關鍵性因素。同時，由於一些地方政府的間接性干預，每年均會出現一大批該下市而不下市的上市企業。地方政府以稅收優惠、減免利息費用等當屬地方補貼上市企業的主要方式。近幾年，地方對上市企業的補貼力度有增無減⁷⁸。

⁷⁷ 周瑋，中國上市公司退市機制有效性研究，西南財經大學管理學博士學位論文，2011 年 4 月，頁 1。

⁷⁸ 高國華，推動發行註冊制改革嚴格退市制度是關鍵，金融時報，2013 年 11 月 30 日，第 7 版。

第五節 中國證券市場目前的兩大特徵

事實上，中國證券市場是在計劃經濟朝向市場經濟轉型過程中所成立的，目前的轉型尚未完成。簡言之，中國證券市場目前有兩大特徵：(1)公司申請上市與下市都相當困難，(2)中國證券交易所的重要人事任免權均直接受到中國證監會的管控，故使得證券交易所遇到某些狀況時不容易成為協力廠商公正仲裁與執行機構。

中國證券市場目前第一個明顯特徵，就是公司申請上市與下市都相當困難。從外面看來，中國 IPO 制度似乎取消了數量限制，但是企業申請 IPO 時，證監會利用發行審批程式來實質控制 IPO 數量，使得 IPO 數量無法真正反映需求。更重要的是，中國證券法律對 IPO 所規定的苛刻條件使得 IPO 實際上不是為具有發展前景的公司提供融資投資的管道，而是為已成功的公司錦上添花。由申請上市困難，自然造成上市牌照的壟斷價值，進而導致下市亦困難，甚至許多問題的上市公司因此在證券市場而不能下市。正也因為上市困難所導致的下市困難，原本作為下市風險警示的 ST 公司非但不能發揮「信號」之功能，及幫助投資者鑑別公司的品質，反而激勵了投資者的炒作動機。單就這點，傳統經濟學對下市制度的信號價值(signaling value)解釋在中國目前的資本市場基本上是失能的。這種現象如同人民日報所形容的「長期以來，A 股市場只進不出、鮮有下市的怪像，一直阻礙著中國資本市場的健康發展。本應優勝劣汰的下市制度幾乎形同虛設，大量績差股、垃圾股在股市大行其道，投機者惡意「炒小」、「炒差」的現象屢禁不止。這些在資本市場濫竽充數的「南郭先生」長期吃香喝辣，把股市當成了提款機，卻不用擔心業績差而被「踢出局」。」⁷⁹這種資本市場的「信號功能失能」是中國目前下市制度設計的基本法律和經濟背景。上市公司原本並非是一種資源，但若存在制度性的安排使其成為稀缺性的時候，它便成了一種資源。由於中國證券市場創立伊始，對於股票發行與上市公司資格的實行一種實質性審批的模

⁷⁹ 周松林，人民日報點評退市制度：建議讓造假機構賠償股民損失，人民網，2012 年 12 月 26 日，人民日報海外版。

式，致使要符合國家鼓勵的國有企業的產業政策外，股票發行規模也形成一個總量管制的限縮。因此上市公司資格取得是一種配額，這種配額在經濟體制轉軌前與轉軌過程中成為中央與地方經濟管理的特徵。⁸⁰亦即證券市場上市公司的取得准入門檻過高，上市公司成為政府授予的壟斷權力，擁有這種資源者，便可獲得壟斷收益。

再者，中國證券市場上的另一個重要明顯特徵即中國證券交易所的特殊法律地位。一方面而言，證券交易所是中國證券市場內最重要的服務提供者，中國證券市場是電子化的全國性中心市場，在這個市場內，交易所通過彙集、處理、生產、傳輸和公佈資訊而提供服務。交易所與上市公司簽署「上市協議」，收取公司的上市費；證券商申請會員資格，向交易所支付入場通道租金；投資者繳納股票帳戶開戶費、股票過戶費、附加費。總而言之，交易所扮演著具有自身經濟利益訴求的市場主體角色，然而在另一方面，中國證券交易所變為中國證監會下屬的公立機構，成為證監會可直接控制下的「市場第一線」監管機構⁸¹。而且證券交易所的重要人事任免權均直接受到證監會的管理控制，故使得證券交易所遇到某些狀況時不容易成為協力廠商公正仲裁與執行機構⁸²。

事實上，南京大學法學院蔣大興教授亦於法學評論中撰文認為「中國現行立法將下市監管權配置給行政機關。因工商行政管理部門負有統一管理市場的職能，故該種監管權主要集中於工商行政管理部門。然而強制下市旨在維護公共政策和公共利益，由於行政監管當局本身為監管受益人，其行為目標在於實現行政效率，與公司下市必須充分考量公共利益，平衡利害衝突並非完全吻合。」⁸³

⁸⁰ 中國政府在把配額制沿用在剛起步的證券市場，其主要目的在於維持政府對市場規模與穩定性的控制。同時，配額制不僅成為控制企業進入股市的工具，也成為與地方政府之間爭奪資源的基礎。它是作為一種「政府治理」的方式以為對待的。Katharina Pistor & Chenggang Xu, *Governing Stock Markets in Transition Economies: Lessons from China*, 7 AM. L. ECON. REV. 196 (2005).

⁸¹ 翟浩，上市公司退市：理論分析與制度構建，華東政法大學博士學位論文，2012年5月，頁218-219。

⁸² 王佐發，我們需要什麼樣的退市制度，收錄於證券法苑（第七卷），法律出版社，2012年11月，頁797-798。

⁸³ 蔣大興，公司如何死亡-公司退市監管政策改革，法學評論（雙月刊），2005年第2期，頁119。

第六節 主要證券交易市場之「下市標準」研究

研究全世界主要先進國家的證券市場對其上市公司「下市」的標準，雖然會發現因隨著其個別證券市場的發展過程結合當地政治、經濟與文化的差異，而發展出多種多樣的下市標準。但不諱言的，基本上，大致可將多種多樣的標準分成兩種類型之標準：客觀標準（數量性標準）與主觀標準（非數量性標準）。增加許多定量標準（客觀標準）與定性標準（主觀標準），目的在於使得執行上市公司「下市」的可操作性提高，尤其是減少為「退而不出」留下人為解釋法律條文空間，進而避免被人為操縱而無法下市的阻礙⁸⁴。

第一項 客觀標準

客觀標準又稱為數量性標準，該標準是通過事先設定的數值標準作為發行人下市的條件，當發行人不能滿足事先預定的數值標準時，證券交易所或監管機構則直接根據該等數值標準對公司作出是否終止上市的決定。國際市場通行客觀下市標準有下列幾項，其中多數標準係以美國紐約證交所 NYSE 與 NASDAQ 交易所為藍圖，下表為 1999-2004 年 NYSE 與 NASDAQ 掛牌公司下市原因分析：

1999-2004 年美國紐約證交所 NYSE 與 NASDAQ 交易所下市主要原因

	期間合計	1999	2000	2001	2002	2003	2004
紐約股票交易所							
總計	320	50	61	65	63	63	18
股價低於最低標準值	139	6	28	46	43	11	5
市值不及標準	184	25	44	50	44	12	9
破產、財務重整、清算	86	13	19	19	22	8	5
違反美國證管會 SEC 規定在案	12	3	1	3	1	1	3
淨有形資產或淨收入低於標準	21	21	0	0	0	0	0
其他	15	3	2	2	4	2	2
那斯達克交易市場							
總計	1,607	440	240	390	280	193	64
股價低於最低標準值	771	257	97	218	109	83	7
市值不及標準	129	0	4	3	8	95	19
破產、清算	229	31	36	36	48	19	16
違反美國證管會規定在案	196	40	31	31	32	25	15
淨收入低於標準	637	190	95	95	133	65	16
股票在外流通不足	183	93	31	31	0	5	0
公眾利益考量	167	28	29	29	17	13	9
造市者數量不足	78	40	15	15	0	0	0
其他	194	57	26	26	11	56	10

⁸⁴ 倪勇，中國股票市場退出機制研究，復旦大學管理學博士學位論文，2004 年 11 月，頁 156。

資料來源：See Jonathan Macey, Maureen O’ Hara & David Pompilio, Down and Out in the Stock Market : The Law and Economics of the Delisting Process , 51 J. L. & Econ. 692(Nov. 2008)。

1. 最低成交價格維持標準(Bid Price)：此標準為新形態市場與傳統市場區別並進行競爭，保證交易活潑程度而推出的交易標準。如果上市公司在一定時期內其交易價格低於相關上市標準，則意味著該上市公司並不被市場所看好，市場並不接受該上市公司的公開交易。大量低價股上市公司在市場的存在，不僅擠佔交易所容量有限的上市資源，增加交易所的營運成本，而且還會有損標榜高效率證券市場的形象。紐約證交所與要求連續 30 天交易日平均收牌價不得低於 1 元美金而 NASDAQ 交易所要求每股最低買價為 1 元美金。事實上，從 1999-2004 年 NYSE 與 NASDAQ 掛牌公司下市原因來看，其中即以上市公司股價未能達到最低要求被強迫下市的為最大宗，可見此標準之重要性。另外，以台灣的宏碁國際為例，宏碁國際係於新加坡掛牌上市公司，宏碁電腦持有宏碁國際股權 63.43%，但因宏碁國際在新加坡掛牌上一個收牌價為 0.68 元美金，不被該證券市場所認同，母公司為維護宏碁國際股東權益，以每股 1.2 元美金公開收購在外流通之剩餘股權 36.57%，總收購金額為 8,300 萬美金⁸⁵，即為此種實際案例之說明。

2. 公司市值標準(Market-Value)：市值標準是指在證券市場挂牌交易的公司必須滿足交易所規定的最低市值標準。若低於此標準，證券交易所不再為其提供交易媒介服務。市值標準可以代表企業的規模與其發行的證券在市場的交易價值，在某一定程度上代表了發行人證券在證券市場的供求

⁸⁵ 國內情報網，新電子科技，卷期 164，1991 年 11 月，頁 60。

關係與存在價值。因為只有具備一定市值規模的證券才值得以迅速周轉和快速交易為特徵的證券交易所為其提供撮合交易服務。在講究成本與效率的證券市場中，市值過低的股票意味著交易量較小，不符合證券交易所規模交易的要求，不適合在有效率的證券市場交易。公司市值的標準，無論在 NYSE 或 NASDAQ 交易所中均分別有 0.75 億~3.75 億(因採上市規則不同而有不同之要求標準)與 3,500 萬美金之最低標準要求，否則下市。而且，公司市值不僅是上市公司要持續掛牌的標準要求之一，事實上，在商業領域上，一個公司的市值的高低被解讀為該公司的全球競爭力的強弱。

3. 股東權益標準(Stockholder-Equity)：然而，市值只能代表市場對於公司價值的認同程度高低，但股東權益則直接表現出股東持有公司股份的實際價值，同時亦是市值的內在基礎。股東權益是衡量公司能夠向股東提供回報的數量多寡，可以直接衡量公司經營好壞的一個標準，直接反映公司對股東資本投資回報的能力，亦是證券交易所據以評判上市公司品質的客觀標準。

4. 股東人數要求標準(Number Of Public Stockholders)：證券市場的功能在為數以萬計之大小股東提供一個可以快速流通其所持有股票的市場，並降低投資者「一對一」的談判成本。如果上市公司的股份過於集中在少數股東手中，因缺少相應的證券流通量，即使進行交易撮合，完全起不了降低投資者交易成本的作用。因此維持股東人數要求的意義在於保證透過證券交易所交易的證券具備一定的、可隨

時流通的股份數，用來保持特定證券交易的活潑性，發揮證券市場有效資源分配的功能。紐約證交所要求最少 400 人而 NASDAQ 交易所要求最少 300 人。

5. 公眾持有股數要求(Number of Publicly-Held Shares)：公眾股股東持有股數的要求就是保證在作為集中交易場所交易的股份應是有廣泛的投資者參與。若公眾持股數過少說明該等證券集中度過高，過於集中的股權分佈結構與證券交易所那種基於提供活潑交易的撮合初衷是相互違背的，甚至還會衍生出股份集中操縱股價的不良後續發展。紐約證交所要求公眾持股最少 600,000 股而 NASDAQ 交易所要求公眾持股最少 500,000 股。
6. 資訊披露要求標準(Information Disclosure)：證券市場是一個高度依賴資訊完全揭露的仲介市場。上市公司與投資者的資訊不對稱決定了作為交易仲介的證券交易所或者作為外部監管的政府機構必須通過強制性的披露要求獲取相關資訊。只有透過強制性的資訊披露，才能讓投資者瞭解公司的經營情況，並在充分獲取博弈資訊的情況下進行投資選擇。如果上市公司在一定期間內連續違反資訊披露的規定和標準，則因為投資者無法通過資訊披露瞭解上市公司內在價值的情況，即使該上市公司的實際經營情況能夠滿足上市規則的要求，但因其未能滿足證券市場所需的資訊要求也應被驅逐出證券市場。
7. 月成交量標準(Average Monthly Trading Volume)：一定的交易量代表了上市公司股票交易的活潑程度。若公司的股票長時間沒有相對應的成交量，只能表示該上市公司的股

票並沒有在集中的市場進行交易的價值，反而會擠佔交易所原本即已有限的服務資源，交易並不活潑的股票應該另外尋找交易成本更低的交易場所。

8. 公司淨值或淨資產價值之要求(Book Value and Net Asset):如果上市公司的財務報告或記錄已經顯示公司的帳面淨資產為負數，則從支持公司上市的經營業績與資產狀況上看，該上市公司本身已沒有從事交易的內在價值，喪失繼續掛牌從事交易的意義。
9. 造市者數量要求(Market-Maker)：為了實現保證交易的連續與活潑，建立統一、穩定報價的市場，在某些市場(如：美國 NASDAQ 交易市場)會有對通過造市者維持一定交易量的特殊要求，這些市場會要求發行人在上市時確定對其證券承擔造市義務的「交易-經紀商」(Broker-Dealer)名單

⁸⁶。

第二項 主觀標準

與客觀標準相對的標準則是主觀標準，係為一種定性的標準，而非定量標準，為沒有一個可以統一度量的標準原則。換句話說，對上市公司是否具備條件上市資格的判斷並非按照事先規定的數值為唯一之依據，而是允許證券交易所根據具體情況進行主觀的判斷，決定是否對上市公司採取終止上市的處理。甚至在世界先進證券市場的下市標準中，係以強化「主觀標準」為主流⁸⁷。而這些主觀標準歸納後有下列幾項，多數仍是以美國紐約證交所 NYSE 與 NASDAQ 交易所之非數量標準為依歸：

⁸⁶ 鄭茂，證券市場有效監督的制度選擇-以轉軌時期我國證券監管制度為基礎研究，法律出版社，2012 年 7 月，頁 456-459。

⁸⁷ 姚麗娟，上市公司退市法律問題，山西財經大學碩士學位論文，2011 年 3 月，頁 21。

1. 營運資產重大減少或變化(Operating Assets)：

上市公司資產的減少或變化有可能會影響到上市公司的正常經營，或者改變上市時原本已符合的條件，為了保護市場各方的參與者，證券交易所有義務考慮對其維持上市資格進行審查。事實上，台灣此類著名案例以 2007 年 9 月上市公司華宇電腦以 1.9 億美金出售其 Notebook 筆記型電腦部門給 EMS 大廠偉創力後，導致其營收大幅驟減，最低每月營收不到新台幣 100 萬元，導致其最終落入下市之命運⁸⁸。

2. 發行人出現重大違法行為(Violate the Law)：

證券上市從事交易的上市公司的首要前提應是守法經營的企業，發行人通過守法經營與誠信經營中為股東、為員工及為利益相關人提供回報。如果一個上市公司的上市業績是因違法經營所得而來，或者因為違法經營或違法行為導致公司資產受到嚴重損失(如遭受巨額罰款)或者無法繼續經營(如被吊銷生產經營的許可或執照)，則這些上市公司理應被驅逐出市場，才得使證券市場本身能夠起到「自我淨化」與「自我監督」的作用。

3. 被連續出具否定的會計報告(Negative Audit Report)：

會計報告係為一種上市公司對外披露財務資料的真實性而由外部會計師對發行人內部的經營資料進行確認的覆核結果。會計報告是上市公司通過經營活動所反映出的證券內在價值的主要表現結果，也是外部投資者瞭解發行人的主要途徑。不僅投資者可以通過會計報告記載的經營資

⁸⁸商業週刊網址 <http://www.businessweekly.com.tw/KArticle.aspx?id=37276> (最後瀏覽日：2014 年 1 月 19 日)

料判斷上市公司是否因其內在價值是否具備投資價值。證券交易所也可以依據會計報告對上市公司是否具備上市條件進行覆核以保證上市公司證券的交易能夠始終符合上市交易的條件要求。依據目前的會計實踐，會計報告分為無保留意見的會計報告、保留意見的會計報告、無法發表意見的會計報告和否定的會計報告共四種。因此，當上市公司被會計師連續出具否定的會計報告時，表明發行人據以記載經營業績的方式、方法和資料不被外部會計師認可，其所產生的經營數據不具有可靠性，投資者無法通過外部會計報告瞭解、判斷上市公司的經營情況，所以對此類上市公司也應當採取下市處理的措施。

4. 公司申請破產或清算 (Bankruptcy or Liquidation)：

當上市公司申請破產或清算時，由於作為承載上市證券基礎回報來源的公司主體將不復存在，其在交易所上市交易的證券由於失去承載內在價值的運營主體自然也應被終止上市資格。仍應注意的是，依此標準決定上市公司下市時應區分破產與破產重整的區別，因為當上市公司只是依照法律進入破產重整程序時，基於發行人還存在「再生」的可能，對其上市交易的證券是否下市的決定應在破產重整程式結束後視情況而定。

5. 上市公司出現嚴重違反上市協議的行為(Violate the Listing Agreement)：

基於上市公司在證券初始上市的過程中應與證券交易所簽訂確定發行人與證券交易所權利、義務的上市協議，上市協議會對發行人規定上市的條件、上市及上市後的披露

要求、董事義務、交易量要求及股權分散等要求。若上市公司嚴重違反上市協議，證券交易所有權依據上市協議所確定的「契約關係」終止上市公司證券的上市資格。

6. 出現違反公眾利益情況(Contrary to Public Interest)：
- 違反公眾利益要求相對而言是比較少見的一條下市標準，該標準存在的目的在於給予證券交易所一種權利：以在其認為上市公司所從事的業務或者正在發生的利益有違公眾利益時，即使上市公司符合其他上市條件，證券交易所也可以基於社會責任的因素而終止其上市資格。這種主觀標準主要出現在當上市公司在上市後轉變主要營業項目，而該主要營業項目可能又涉及大眾品德標準所不能允許的業務(如經營賭場或妓院業務)時，證券交易所有權以終止其證券交易的形式而保證在證券交易所掛牌交易的上市公司的「純潔性」。

7. 對公司治理結構要求(Corporate Governance)：
- 為了保護投資者的合法利益，特別是中小型投資者的利益，以吸引足夠多的投資者參與市場，增加市場投資的信心，某些證券市場會配合其所在國家的證券法或者公司法對上市公司的治理結構方面作出特別要求。達不到公司治理結構要求的公司將被視為可能影響到投資者的利益而被取消上市資格。⁸⁹

另外，又因各國證券交易所對下市的監管程度不同，進而形成嚴格型、寬鬆型和中間型三種下市模式。(1) 嚴格型下市模式-證券交易所對於下市的數量標準、非數量標準和下市程序都作出了明確和嚴格的規定，規定上市公司只要符合

⁸⁹ 鄭彧，證券市場有效監督的制度選擇-以轉軌時期我國證券監管理制度為基礎研究，法律出版社，2012年7月，頁459-462。

下市標準條件之一就必須下市，這種模式以美國紐約證券交易所為代表。(2) 寬鬆型下市模式-該模式對於下市的數量標準、非數量標準及下市程序的規定都較為寬鬆，尤其是在下市程序的安排上，提供上市公司很大的迴旋餘地，這種模式的典型係以日本東京證券交易所為代表。(3) 中間型模式-該模式係介於嚴格和寬鬆型之間。對於下市的規定，既強調嚴格管理但又有其相對寬鬆的一面，這種模式以香港聯合證券交易所最為典型⁹⁰。



⁹⁰ 張莉，中外退市機制比較及其啟示，南方金融，2002年1月，頁46-47。

第四章 下市規範的相關新修訂之檢視

隨著中國資本市場發展改革的逐步深化，現行下市制度暴露出上市公司下市標準單一、下市程序相對冗長等弊端，未有效發揮優勝劣汰的功能，已不能完全適應實際踐需要。為使市場保持吐故納新、動態平衡的合理狀態，促進優勝劣汰機制的形成，有必要進一步完善上市公司下市制度。完善上市公司下市制度，有利於進一步發揮資本市場的資源優化配置功能，提高上市公司的整體品質，保護中小投資者的合法權益。是以，上海與深圳證券交易所，分別在 2012 年底對於現有的下市規範以及其周邊配套法規，作一全盤之修正。

本章節將分別就上海證券交易所與深圳證券交易所於近期就下市制度相關法律規章因應時勢需要作修訂之內容介紹。

第一節 修訂前與修訂後下市規範差異比較分析

第一項 上海證券交易所

若依照 2012 年 12 月修訂前之《股票上市規則》，上海證券交易所上市公司主要下市條件共有下列七項：(1)最近年度連續虧損、(2)未在法定期限內披露年度報告或中期報告、(3)未改正財務會計報告中的重大差錯或虛假記載、(4)股權分佈不符合上市條件、(5)股本總額發生變化不再具備上市條件、(6)宣告破產、(7)公司解散。而新修訂後除仍立足於上述條件的基礎上，並結合監管經驗，借鑒境外市場的下市規定，調整與增加部分下市條件，進一步豐富與完善下市標準體系。其中明確調整與增加下市條件如下列幾項：

- (1) 關於淨資產和營業收入的下市條件：上市公司若出現淨資產為負的現象時則說明公司已經發生即使變賣資產亦無法還債的窘境，亦即喪失持續經營

的基礎。若上市公司營業收入過低（營收低於 1000 萬人民幣）或根本沒有營業收入，則表明公司已無法正常經營，難以為繼。從對市場與投資人的影響與後果來看，公司喪失持續經營能力，當然已不適合繼續上市。因此，有必要增加此項相應的指標作為下市條件。

- (2) 關於非標準審計意見的下市條件：上市公司財務報告被連續出具否定或無法表示意見的會計意見，通常意味著上市公司的繼續經營的能力是不被會計師所認可的。在這種情況下，投資者喪失賴以進行投資決策的依據和基礎，公司已不再適合繼續上市。導入非標準審計意見作為下市條件，有利於進一步發揮仲介機構的專業判斷作用，推動上市公司提高財務資訊披露的品質。
- (3) 關於股票成交量和股票成交價格的下市條件：借鑑國際證券市場的一般實際作法，新法修訂後新增了股票成交量和成交價格這兩個市場交易方面的下市條件（連續 120 個交易日股票累計成交量低於 500 萬股、連續 20 個交易日每日收盤價均低於每股面值）。導入反映市場效率的下市條件，有利於促進上市公司下市的市場化運作，提昇下市標準的客觀性，建立科學、多元化的下市指標體系。

另外，為防止暫停上市公司透過調節財務指標等方法實現恢復上市，新法修訂後並完善了恢復上市的條件，參照首次公開發行和再融資的計算方法，以扣除非經常性損益前後的淨利潤孰低作為盈利判斷標準。同時，上市公司因淨利潤、淨資產、營業收入或審計意見類型觸及規定的標準暫停上市後，其最近一年財務報告被會計師事務所出具否定意見或無法表示意見的，其股票應終止上市，證券交易所將不受理其恢復上市申請。針對部分申請恢復上市的公司不在規定期限內提供補充說明或相關資料等拖延下市的情況，新法修訂進一步明確了恢復上市的申請方式，規定公司暫停上市後補充

恢復上市申請資料的時間累計不得超過 30 個交易日。另外，根據現行《股票上市規則》的有關規定，上市公司也可以根據自身業績情況以及發展需要，主動提出下市申請並終止上市⁹¹。

第二項 深圳證券交易所

修訂前「深圳證券交易所股票上市規則」對主板、中小企業板上市公司規定的主要下市條件包括(1)最近年度連續虧損、(2)未在法定期限內披露年度報告或中期報告、(3)未改正財務會計報告中的重大差錯或虛假記載、(4)股權分佈不符合上市條件、(5)股本總額發生變化不再具備上市條件、(6)法院宣告公司破產、(7)公司解散。等七項。同時深圳證券交易所於 2006 年 11 月 29 日發佈「中小企業板股票暫停上市、終止上市特別規定」，規定專門適用於中小企業板上市公司 的幾項下市條件：(1)淨資產為負、(2)審計報告為否定意見或無法表示意見、(3)對外擔保餘額超過 1 億元且占淨資產的 100% 以上、(4)關聯方違法違規佔用資金餘額超過 2,000 萬元或占淨資產的 50% 以上、(5)連續受到交易所公開譴責、(6)連續 20 個交易日每日收盤價均低於面值、(7)連續 120 個交易日內累計成交量低於 300 萬。此次結合主板和中小企業板監管實踐，借鑒創業板下市制度及海外市場經驗，修訂對主板、中小企業板下市條件進行改進整合，完善主板、中小企業板下市標準體系。新增及變更的下市條件如下：

(1) 淨資產為負：上市公司出現最近一個會計年度期末淨資產為負值的，其股票將實行下市風險警示。公司股票實行下市風險警示後，首個會計年度期末淨資產仍為負值的，或首個會計年度期末淨資產為正值但其扣除非經常性損益後的淨利潤為負值的，其股票將終止上市。

⁹¹周松林，關於完善上海證券交易所上市公司退市制度的方案徵求意見稿答記者問，中國證券報，2012 年 5 月 2 日，A12 版。

(2) 營業收入低於 1000 萬元人民幣：上市公司出現最近連續兩個會計年度營業收入低於 1000 萬元人民幣，其股票將實行下市風險警示。公司股票實行下市風險警示後，首個會計年度營業收入仍低於 1000 萬元人民幣的，其股票將暫停上市。公司股票暫停上市後，首個會計年度營業收入繼續低於 1000 萬元人民幣的，其股票將終止上市。

(3) 年度審計報告為否定意見或無法表示意見：上市公司出現首個會計年度財務會計報告被出具否定意見或無法表示意見的，其股票將實行下市風險警示。公司股票實行下市風險警示後，首個會計年度財務會計報告仍被出具否定意見或無法表示意見的，其股票將暫停上市。公司股票暫停上市後，首個會計年度財務會計報告再次被出具否定意見或無法表示意見的，其股票將終止上市。

(4) 公司暫停上市後未在法定期限內揭露年度報告：上市公司因連續虧損、淨資產為負、營業收入低於 1000 萬元人民幣或者因年度財務會計報告被出具否定意見或無法表示意見導致其股票被暫停上市的，公司股票暫停上市後，如未能在法定期限內揭露首個年度報告的，其股票將終止上市。

(5) 股票累計成交量過低(不適用於僅發行 B 股上市公司)：主機板上市公司出現連續 120 個交易日(不含停牌交易日)透過交易所交易系統成交的股票累計成交量低於 500 萬股的，其股票將直接終止上市。中小企業板上市公司連續 120 個交易日(不含停牌交易日)透過交易所交易系統成交的累計成交量低於 300 萬股的，其股票將直接終止上市。

(6) 股票成交價格連續低於面值(不適用於僅發行 B 股上市公司)：上市公司出現連續 20 個交易日每日股票收盤價均低於每股面值的，其股票將直接終止上市。

(7) 連續受到交易所公開譴責(不適用於主板上市公司)：中小企業板沿用「連續受到交易所公開譴責」的下市條件，但調整為「上市公司最近36個月內累計受到本所三次公開譴責的，其股票直接終止上市」。該項下市條件不適用於主板上市公司。本方案實施後，原本所「中小企業板股票暫停上市、終止上市特別規定」同步廢止。

另外，針對公司暫停上市後長期"停而不退"的現象，為避免部分公司通過不當操縱資產重組或重整程序拖延而規避下市，嚴格規定公司申請恢復上市之程序，明確規定上市公司暫停上市後補充提供其恢復上市申請資料的時間累計不得超過30個交易日。為遏制上市公司暫停上市後通過各種方式規避下市，完善上市公司恢復上市的審核標準，參照首次公開發行和再融資的計算方法，以扣除非經常性損益前後的淨利潤孰低作為盈利判斷標準。同時，上市公司暫停上市後，其最近一個會計年度財務會計報告被會計師事務所出具否定意見、無法表示意見的審計報告的，其股票應終止上市，證券交易所將不受理其恢復上市申請⁹²。

主板上市公司下市風險警示、暫停上市、恢復上市、終止上市條件及程序調整表

標準	下市風險警示		暫停上市		終止上市		備註
	原規定	新規定	原規定	新規定	原規定	新規定	
連續虧損	兩年(或追溯重述導致連續兩	兩年(或追溯重述導致連續兩年虧	三年(實行下市示處理	三年(實行下市示處理	四年(或被暫停未在法	四年(或被暫停上市後未在法定期限內披露首	不變

⁹²周松林，關於完主板、中小企業板上市公司退市制度的方案徵求意見稿答記者問，中國證券報，2012年5月2日，A12版。

	(年虧損)	(損)	後首個 會計年 度繼續 虧損)	後首個 會計年 度繼續 虧損)	定期限 內披露 首個年 報)	(個年報)	
淨資產為負	/	一年(或 因追溯重 述導致連 續兩年虧 損)	/	兩年	/	三年(或被 暫停上市後 未在法定期 限內披露首 個年報)	新增
營業收入低於 1000 萬元	/	一年(或 因追溯重 述導致營 業收入 1,000 萬 元)	/	兩年	/	三年(或被 暫停上市後 未在法定期 限內披露首 個年報)	新增
審計報告為否 定或無法表示 意見	/	一年	/	兩年	/	三年(或被 暫停上市後 未在法定期 限內披露首 個年報)	新增
未改正財務會 計報告中的重 大差錯或虛假 記載	兩個月	兩個月	四個月	四個月	六個月	六個月	不變
未在法定期限	兩個月	兩個月	四個月	四個月	六個月	六個月	不變

內披露年度報告或中期報告						
連續 120 個交易日股票累計成交量低於 500 萬股					僅發行 A 股的主板上市公司出現連續 120 個交易日(不含停牌交易日)通過本所交易系統實現的股票累計成交量低於 500 萬股的,其 A 股股票將直接終止上市;僅發行 B 股的主板上市公司出現連續 120 個交易日(不含停牌交易股)累計成交量低於 100 萬股的,其 B	新增

						股股票將直接終止上市；既發行 A 股又發行 B 股的主板上市公司連續 120 個交易日(不含停牌交易日)同時出現通過本所交易系統實現的 A 股股票累計成交量低於 500 萬股、B 股股票累計成交量低於 100 萬股的，其 A 股、B 股股票將直接終止上市	
連續 20 個交易日每日	/	/	/	/	/	僅發行 A 股的上市公司	新增

收盤價均低於 每股面值					出現連續 20 個交易日(不含停牌交易日),每日 A 股股票收盤價均低於每股面值的,其 A 股股票將直接終止上市;僅發行 B 股的上市公司連續 20 個交易日(不含停牌交易日)每日 B 股股票收盤價均低於每股面值的,其一股股票將直接終止上市;既發行 A 股有發行 B 股的上市公司同時
----------------	--	--	--	--	--

						出現連續 20 個交易日 (不含停牌交易日) 每日 A 股、B 股股票收盤價均低於每股面值的，其 A 股、B 股股票將直接終止上市	
連續 20 個交易日股權分佈不符合上市條件	提出解決方案獲本所同意，恢復交易當天	提出解決方案獲交易所同意，恢復交易當天	方案公佈後六個月仍不符合上市條件	方案公佈後六個月仍不符合上市條件	暫停上市後六個月仍不符合上市條件	暫停上市後六個月仍不符合上市條件	不變
公司股本總額發生變化不再具備上市條件	/	/	一旦發生，即暫停上市	一旦發生，即暫停上市	在本所規定的期限內仍不能達到上市條件	在本所規定的期限內仍不能達到上市條件	不變
宣告破產	披露相	披露相關	/	/	被法院	被法院宣告	不變

	關破產 受理公 告後的 次一交 易日	破產受理 公告後的 次一交易 日			宣告破 產	破產	
公司解散	披露可 能被解 散公告 後次一 交易日	披露可能 被解散公 告後次一 交易日	/	/	公司因 故解散	公司因故解 散	不變
未在規定期限 內補充恢復上 市申請材料	/	/	/	/	/	未能在 30 個交易日內 補充提交恢 復上市申請 材料	新增
因財務指標或 審計意見類型 被暫停上市後 不具備申請恢 復上市的條件	/	/	/	/	/	因連續虧 損、淨資產 為負、營業 收入低於 1,000 萬 元、被出具 否定或無法 表示意見審 計報告等情	新增

						形其股票被暫停上市的公司申請恢復上市，存在扣除非經營性損益前後的淨利潤孰低為負、淨資產為負、營業收入低於1,000 萬、被出具保留意見、否定意見或無法表示意見的審計報告等情形之一	
--	--	--	--	--	--	---	--

資料來源：<http://www.szse.cn/main/images/2012/06/29/20120629113113710.pdf> (最後瀏覽日：2014年1月15日)

中小板上市公司下市風險警示、暫停上市、恢復上市、終止上市條件及程序表

標準	下市風險警示		暫停上市		終止上市		備註
	原規定	新規定	原規定	新規定	原規定	新規定	

連續虧損	兩年(或追溯重述導致連續兩年虧損)	兩年(或追溯重述導致連續兩年虧損)	三年(實行下市風險警示處理後首個會計年度繼續虧損)	三年(實行下市風險警示處理後首個會計年度繼續虧損)	四年(或被暫停上市後未在法定期限內披露首個年報)	四年(或被暫停上市後未在法定期限內披露首個年報)	不變
淨資產為負	一年	一年(或追溯重述導致淨資產為負)	兩年	兩年	兩年半(中期報告)	三年(或被暫停上市後未在法定期限內披露首個年報)	下市週期縮短半年
年營業總收入低於 1000 萬元	/	一年(或追溯重述導致營業收入低於 1,000 萬元)	/	兩年	/	三年(或被暫停上市後未在法定期限內披露首個年報)	新增
審計報告為否定或無法表示意見	一年	一年	兩年	兩年	兩年半(中期報告)	三年(或被暫停上市後未在法定期限內披露首個年報)	下市週期延長半年

因財務類下市指標觸及下市情形未在法定期限內披露年報	/	/	/	/	/	因連續虧損、淨資產為負、營業收入低於1,000 萬、被出具否定意見或無法表示意見審計報告等情形被暫停上市後，未在法定期限內披露年度報告	新增
未改正財務會計報告中的重大差錯或虛假記載	兩個月	兩個月	四個月	四個月	六個月	六個月	不變
未在法定期限內披露年度報告或中期報告	兩個月	兩個月	四個月	四個月	六個月	六個月	不變
連續受到交易所公開譴責	24 個月內 2 次受到 譴責	/	12 個月 內再次 受到	/	12 個月 內再次	36 個月內 累計受到 3 次譴責	直接 下市

			譴責		受到譴責		
資金佔用餘額 超過 2,000 萬 元或占淨資產 的 50% 以上	一年	/	兩年	/	兩年半	/	取消
擔保餘額超過 1 億元且占淨 資產的 100% 以上	一年	/	兩年	/	兩年半	/	取消
連續 120 個交 易日股票累計 成交量低於 300 萬股	首次觸及	/	/	/	第二次觸 及	首次觸及	直接 下市
連續 20 個交易 日每日收盤價 均低於每股面 值	首次觸及	/	/	/	在後續 90 個交 易日內未 出現連續 20 個交 易日每日 收盤價高 於 每股面值	首次觸及	直接 下市
連續 20 個交易	提出解決	提出解	方案公	方案公	暫停上市	暫停上市後	不變

日股權分佈不符合上市條件	方案獲本所同意，恢復交易當天	決方案獲本所同意，恢復交易當天	佈後 6 個月仍不符合上市條件	佈後 6 個月仍不符合上市條件	後六個月仍不符合上市條件	六個月仍不符合上市條件	
公司股本總額發生變化不再具備上市條件	/	/	一旦發生，即暫停上市	一旦發生，即暫停上市	在本所規定的期限內仍達上市條件	在本所規定的期限內仍達上市條件	不變
宣告破產	披露相關破產受理公告後的次一交易日	披露相關破產受理公告後的次一交易日	/	/	被法院宣告破產	被法院宣告破產	不變
公司解散	披露可能被解散公告後次一交易日	披露可能被解散公告後次一交易日	/	/	公司因故解散	公司因故解散	不變
未在規定期限內補充恢復上市申請材料	/	/	/	/	/	未能在 30 個交易日內補充提交恢	新增

						復上市申請 資料	
因財務指標或 審計意見類型 被暫停上市後 不具備申請恢 復上市的條件						因連續虧 損、淨資產 為負、營業 收入低於 1,000 萬 元、被出具 否定或無法 表示意見審 計報告等情 形其股票被 暫停上市的 公司申請恢 復上市，存 在扣除非經 常性損益前 後的淨利潤 孰低為負、 淨資產為 負、營業收 入低於 1,000 萬、被 出具保留意 見、否定意 見、新增	

						見或無法表 示意見的審 計報告等情 形之一	
--	--	--	--	--	--	--------------------------------	--

資料來源：<http://www.szse.cn/main/images/2012/06/29/20120629113124901.pdf> (最後瀏覽日：2014年1月15日)

新實施深交所各板塊上市公司暫停上市、恢復上市、終止上市條件及程序對照表

標準	暫停上市			終止上市			
	主板	中小企 業板	創業板	主板	中小企業 板	創業板	
連續虧損	三年	三年	三年(或 因追溯 重述導 致連續 三年虧 損)	四年(或被 暫停上市 後未在法 定期限內 披露首個 年報)	四年(或被 暫停上市 後未在法 定期限內 披露首個 年報)	四年(或被 暫停上市 後未在法 定期限內 披露首個 年報)	四年(或被 暫停上市 後未在法 定期限內 披露首個 年報)
淨資產為負	兩年	兩年	一年(或 因追溯 重述導 致淨資 產為負)	三年(或被 暫停上市 後未在法 定期限內 披露首個 年報)	三年(或被 暫停上市 後未在法 定期限內 披露首個 年報)	兩年(或被 暫停上市 後未在法 定期限內 披露首個 年報)	

營業收入低於 1,000 萬元	兩年	兩年	/	三年 (或被暫停上市後未在法定期限內披露首個年報)	三年 (或被暫停上市後未在法定期限內披露首個年報)	/
審計報告為否定或無法表示意見	兩年	兩年	兩年	三年(或被暫停上市後未在法定期限內披露首個年報)	三年(或被暫停上市後未在法定期限內披露首個年報)	兩年半
因財務類下市指標觸及下市情形未在法定期限內披露年報	/	/	/	因連續虧損、淨資產為負、營業收入低於 1,000 萬元、被出具否定或無法表示意見審計報告等情形其股票被暫停上市	因連續虧損、淨資產為負、營業收入低於 1,000 萬元、被出具否定或無法表示意見審計報告等情形其股票被暫停上市	/

				後,未在法定期限內批露年度報告	後,未在法定期限內批露年度報告	
未改正財務會計報告中的重大差錯或虛假記載	四個月	四個月	四個月	六個月	六個月	六個月
未在法定期限內披露年度報告或中期報告	四個月	四個月	兩個月	六個月	六個月	三個月
連續 120 個交易日股票累計成交量過低	/	/	/	僅發行 A 股的主板上市公司出現連續 120 個交易日(不含停牌交易日)通過本所交易系統實現的股票累計成交量低於 500 萬股的,其 A	連續 120 個交易日累計成交量低於 300 萬股	連續 120 個交易日累計成交量低於 100 萬股

股股票將直接終止上市;僅發行 B 股的主板上市公司連續 120 個交易日(不含停牌交股票累計成交量低於 100 萬股的,其 B 股股票將直接終止上市;既發行 A 股又發行 B 股的主板上市公司連續 120 個交易日(不含停牌交易日)同時出現通

				過本所交 易系統實 現的 A 股 股票累計 成交量低 於 500 萬 股、B 股股 票累計成 交量低於 100 萬股 的，其 A 股、B 股股 票將直接 終止上市		
連續 20 個交易日每 日收盤價均低於每 股面值	/	/	/	僅發行 A 股的上市 公司出現 連續 20 個 交易日(不 含停牌交 易日)，每 日 A 股股 票收盤價 均低於每	連續 20 個 交易日每 日收盤價 均低於面 值	連續 20 個 交易日每 日收盤價 均低於每 股面值

股面值的，其 A 股股票將直接終止上市；僅發行 B 股的上市公司連續 20 個交易日(不含停牌交易日)每日 B 股股票收盤價均低於每股面值的，其一股股票將直接終止上市；既發行 A 股有發行 B 股的上市公司同時出現連續 20 個交易日(不含停牌交

				易日)每日 A 股、B 股 股票收盤 價均低於 每股面值 的,其 A 股、B 股股 票將直接 終止上市		
連續 20 個交易日股 權分佈 不符合上市條件	方案公 佈後六 個月仍 不符合 上市條 件	方案公 佈後六 個月仍 不符合 上市條 件	方案公 佈後六 個月仍 不符合 上市條 件	暫停上市 後六個月 仍不符合 上市條件	暫停上市 後六個月 仍不符合 上市條件	暫停上市 後六個月 仍不符合 上市條件
公司股本總額發生 變化不再具備上市 條件	一旦發 生,即暫 停上市	一旦發 生,即暫 停上市	在本所 規定的 期限內 不能達 到上市 條件,即 暫停上 市	在本所規 定的期限 內仍不能 達到上市 條件	在本所規 定的期限 內仍不能 達到上市 條件	在本所規 定的期限 內仍不能 達到上市 條件
宣告破產	/	/	/	被法院宣	被法院宣	被法院宣

				告破產	告破產	告破產
公司解散	/	/	/	公司因故解散	公司因故解散	公司因故解散
36個月累計受到交易所公開譴責3次	/	/	/	/	36個月內 3次	36個月內 3次
未在規定期限內補充恢復上市申請資料	/	/	/	未能在30個交易日 內)補充提交恢復上市申請資料	未能在30個交易日 內補充提交恢復上市申請資料	未能在30個交易日 內補充提交恢復上市申請資料
因財務指標或審計意見類型被暫停上市後不具備申請恢復上市的條件	/	/	/	因連續虧損、淨資產為負、營業收入低於1,000萬元、被出具否定或無法表示意見審計報告等情形其股票被暫停上市後，未在法定期限內	因連續虧損、淨資產為負、營業收入低於1,000萬元、被出具否定或無法表示意見審計報告等情形其股票被暫停上市後，未在法定期限內	提出恢復上市申請的基準年度被出具非標準審計意見、淨資產為負

				批露年度 報告	批露年度 報告	
--	--	--	--	------------	------------	--

資料來源：<http://www.szse.cn/main/images/2012/06/29/20120629113136109.pdf> (最後瀏覽日：2014年1月15日)

第二節 新法實施修訂相關配套辦法規定

第一項 上海證券交易所

上海證券交易所堅持「穩中求進」之原則，持續進行證券市場改革，並全方位考量證券市場內各主體利益之訴求。一方面堅持市場化改革方向，積極穩妥地推進新下市制度各項具體工作，以期順利實現改革預期目標；另一方面充分尊重歷史背景，對新的下市制度推出前已暫停上市公司作出合理安排，以穩定投資者預期，保證新、舊下市制度能順利過渡。

2012年12月，上海證券交易所正式對外發布四項上市公司下市配套的業務規則，簡稱「下市配套業務規則」，分別為《風險警示板股票交易暫行辦法》、《下市整理期業務實施細則》、《上市公司股份轉讓暫行辦法》與《上市公司重新上市實施辦法》等。此次發布之四項規則細針對2012年7月7日修訂發布的《股票上市規則》的細膩化與落實，其主要目的是要建立起相對完整順暢之市場化下市機制，亦即當此業務規則發布後，上市公司之下市制度則將依次從風險警示、暫停上市、下市整理、恢復上市、終止上市和重新上市等步驟與程序，可充分揭露上市公司下市的風險，亦有助於投資人做出合理的投資決策，有效保護投資人之利益。以下為該四項配套業務規則內容作介紹與說明。

1. 《風險警示板股票交易暫行辦法》

《風險警示板股票交易暫行辦法》於2013年1月1日起正式開始實施，但考慮到元旦休市之因素，風險警示板實際將於2013年1月4日正式開始運行。進入風險警示板交易的股票包括ST公司、*ST公司

以及進入下市整理期公司的股票。

風險警示板相關股票在交易安排、市場監控措施、投資者適當性管理、行情顯示及交易資訊公開等五個方面與其他股票有明顯區別。

在交易安排方面，(1)第六條規定，風險警示股票和下市整理股票投資者只能使用限價委託，而不能使用市價委託；(2)第七條規定，風險警示股票漲跌幅限制設置為 $\pm 5\%$ ，下市整理股票為 $\pm 10\%$ 。

在市場監控措施方面，(1)第八條後段規定，風險警示股票增加了一種交易異常波動情形，亦即風險警示股票當日換手率若達到30%的，則屬於異常波動，交易所則可對其實施盤中停牌，直至當日收盤前5分鐘；(2)第十條規定，限制單一帳戶當日累計買入風險警示股票數量不得超過50萬股。

而在投資者適當性管理方面，於第十三條規定：(1)投資者必須通過書面或電子形式簽署《風險警示股票風險揭示書》後，才能申請購買風險警示股票；簽署《下市整理股票風險揭示書》後，才能申請購買下市整理股票；(2)投資者每次申請買入下市整理股票的委託前，必須閱讀並確認風險提示。

在行情顯示方面，風險警示板的股票交易資訊獨立於其他股票的交易資訊。風險警示股票以及下市整理股票的交易資訊在相關股票行情中分別予以獨立顯示。

在交易資訊公開方面，第八條前段規定，對於風險警示股票，連續三個交易日內日收盤價格漲跌幅偏離值累計達到 $\pm 15\%$ 的，交易所將分別公告該股票交易異常波動期間累計買入、賣出金額最大五家會員營業部的名稱及其買入、賣出金額；第十一條規定，對於下市整理股票，證券交易所將專門公佈其當日買入、賣出金額最大的五家會員證券營業部的名稱及其各自的買入、賣出金額。投資者可以在上海證券交易所網站

之「資訊披露->交易資訊披露->交易公開資訊」欄目進行查詢，披露內容位於交易公開資訊披露的「十九、下市整理的證券」一節。

事實上，關於中國大陸之「風險警示板股票(Special Treatment，簡稱 ST)」，就台灣證券市場而言，有類似之概念的「變更交易方法股票」，俗稱「全額交割股」。亦即台灣掛牌之上上市公司出現例如：公司淨值已低於 1/2 股本、會計師查核簽證意見為「非無保留意見」或對「繼續經營假設有疑慮」等符合台灣證券交易所股份有限公司營業細則第 49 條所列之情事，該公司股票列為變更交易方法股票。當投資人欲買進變更交易方法股票(全額交割股)時需先繳交全額股款，證券經紀商才會接受委託，代為買進；投資人欲賣出變更交易方法股票(全額交割股)時也要先繳交股票，經紀商才會接受委託代為賣出，且不接受信用交易。其目的就是要提醒投資該類股票相對的風險更高。

然而相較中國大陸「風險警示板股票」與台灣「變更交易方法股票」交易的處理模式，很明顯地，中國大陸在交易安排、市場監控措施、投資者適當性管理、行情顯示及交易資訊公開等諸多方面更為細膩體貼，更能保護投資人之權益。

2.《下市整理期業務實施細則》

設立下市整理期的主要目的是為了在上市公司終止上市前為投資者設置退出機制，並揭露相關風險。除《下市整理期實施細則》允許的過渡期例外安排外，上市公司的股票被作出終止上市的決定後，應按規定進入下市整理期，在上海證券交易所設置的風險警示板交易，漲跌幅限制為±10%。

下市整理期之相關股票在交易期限、風險防範及交易資訊披露等三個方面有特別之規定。

在交易期限方面，第七條規定，進入下市整理期的股票實際可交易時間是三十個交易日，期間公司股票全天停牌的，不計入三十個交易日內。但全天停牌的交易日總數最多不能超過 5 個交易日(第八條)，以防止出現「停而不下」的情況。

在風險防範方面，主要採取兩方面措施防範市場炒作：一、規定股票進入下市整理期交易的公司不得籌畫或實施重大資產重組(第十九條)；二、向投資者充分披露下市風險，提醒投資者理性投資，提醒方式包括首次買入下市整理股票的投資者，需以書面或電子形式簽署《下市整理股票風險揭示書》；客戶提出買入下市整理股票的委託時，會員應當採取有效方式向客戶充分提示風險；公司將按規定多次以公告方式披露其股票將下市的風險。

在資訊披露方面，第十一至第十四條規定，上市公司股票進入下市整理期後，公司及其相關資訊披露義務人仍應履行相關義務，公司需分別於其股票進入下市整理期前、整理期交易首日、整理期交易前二十個交易日中的每五個交易日、最後五個交易日的每日進行公告。另外，上海證券交易所還要求會員在每個交易日的開市前向客戶提示相關股票的剩餘交易日等資訊，投資者在進行下市整理期股票交易時，應尤其注意上市公司以及會員的各類風險提示資訊，並仔細閱讀本次發佈的《下市整理期實施細則》。

對於新修訂《股票上市規則》發佈前暫停上市的公司，第十六條規定，如其股票被上海證券交易所決定終止上市，一般情況下也將直接在規定的時間內進入下市整理期⁹³。但考量已暫停公司的停牌時間較長，

⁹³ 在新舊法施行之際的銜接問題，主要的作法如下：對於 2012 年 1 月 1 日前已暫停上市的公司，上海證券交易所根據原規則在 2012 年 12 月 31 日前對其作出恢復上市或者終止上市的決定。新規則實施後，下市標準中涉及淨資產、營業收入和審計意見類型等 3 項指標的，以上市公司 2012 年的年報資料為最近一年數，以 2011 年、2012 年的年報資料為最近兩年數，最近三年數及最近四年數以此類推。新規則實施後，上市公司股票未被實施下市風險警示處理就直接觸及暫停上市標準或者終止上市標準的，給予 60 個交易日的股票轉讓期。60 個交易日結束後，上海證券交易

為防範下市整理期股票因重組題材而過度炒作，第十七條規定，若公司在其股票被上海證券交易所作出終止上市決定後仍處於重大資產重組過程中，公司在上海證券交易所對其股票作出終止上市決定之日後，應以股東大會決議的形式選擇是否進入下市整理期交易並終止重大重組事項。換句話說，股票被決定終止上市後仍處於重大資產重組中的公司是否進入下市整理期，由公司在規定的時間內召開的股東大會作出選擇。若股東大會決議公司股票進入下市整理期交易，必須在同一議案中決定終止公司的重大資產重組事項，否則其股票將不能進入下市整理期交易。第二十條規定，公司未在規定的期限內召開股東大會的，其股票不進入下市整理期交易，上海證券交易所於規定期限屆滿後的五個交易日內，直接對公司股票直接撤牌強迫下市。

3.《下市公司股份轉讓暫行辦法》

根據上海證券交易所之《股票上市規則》規定，上市公司股票被終止上市後，公司可以選擇並申請將其股份轉入上海證券交易所設立的下市公司股份轉讓系統進行股份轉讓，其主要目的是為下市公司提供股份轉讓及資訊披露等服務，包括投資者適當性管理、轉讓服務、行情披露、資訊披露、清算交付、轉讓行為監督、權益分派等。

《股份轉讓暫行辦法》分為總則、轉讓服務、資訊披露、暫停、恢復和終止轉讓、投資者適當性管理、轉讓行為監督、異常情況處理、其他事項和附則等九章。主要是根據下市股份轉讓系統市場組織架構所對應的事項設置。

為減輕下市公司負擔，方便投資者參與股份轉讓，《股份轉讓暫行辦法》在相關機制設計上遵循了經濟性、便利性原則。下市股份轉讓系

統不設置代辦券商，所有券商均可接受客戶委託；為降低下市公司資訊披露成本，掛牌資訊披露可以電子方式進行，應當在公司網站、中國證監會指定的非上市公眾公司資訊披露平台和上海證券交易所進行資訊披露，無需在報紙上刊登公告。同時為防止市場炒作，《股份轉讓暫行辦法》設計了嚴格的股份轉讓限制措施和投資者適當性管理措施⁹⁴。

下市公司股份轉讓系統服務之標的公司僅限於上海證券交易所交所與下市公司。根據上海證券交易所現行《股票上市規則》的 14.3.8 規定，上市公司被終止上市後，選擇下市公司股份轉讓系統且與上海證券交易所簽署《股份轉讓服務協定》的，其股份進入下市公司股份轉讓系統掛牌轉讓。下市公司股份轉讓系統在股份轉讓安排、資訊披露要求、投資者適當性管理等方面與上交所主板有所區別，投資者需予以特別關注。第七條規定，下市公司股份轉讓系統每週提供不超過 3 次股份轉讓服務。同時對股份轉讓作了具體限制：一、每天只提供一次集中撮合競價，不提供連續競價(第十五條)；二、漲跌幅限制為 5%(第十四條)；三、只能使用限價委託(第十條)。

《股份轉讓暫行辦法》第二十二至第二十五條規定了下市公司資訊披露的基本要求，下市公司的資訊披露事項包括定期報告和重大事項公告，資訊披露管道為公司網站、中國證監會指定的非上市公眾公司資訊披露平臺和上海證券交易所。

下市公司股份轉讓系統強化了投資者適當性管理：第三十六條規定，要求個人投資者必須具備 3 年以上股票投資經驗，證券帳戶及資金帳戶總資產不低於 50 萬元等條件。第三十七條規定，不具備上述條件的投資者，僅能通過下市公司股份轉讓系統賣出其所特有的下市公司股份。同時第三十九條規定，要求券商建立投資者資質審查制度，對投資

⁹⁴ 周松林，上交所就發佈退市制度配套業務規則徵求意見稿答記者問，中國證券報、中證網，2012 年 12 月 17 日。

者進行前端控制，形成合格投資者名單。第四十二條規定，投資者在下市公司股份轉讓系統進行股份轉讓活動，應當遵守法律行政規章以及有關業務規則的規定，不得從事內幕交易和市場操縱等違法違規行為。第四十三條規定，對於存在或者可能存在異常轉讓情形的，上海證券交易所將視情況開展調查並採取相應監管措施。

若公司違反《股份轉讓服務協議》或有重大違法行為等情況下，上海證券交易所可以暫停其股份轉讓；公司重新上市或者被吸收合併、公司解散、依法被撤銷、破產等情況下，上海證券交易所可以終止其股份轉讓。另外，公司若未能按照規定及時履行資訊披露義務的，應當申請暫停股份轉讓。

4. 《下市公司重新上市實施辦法》

根據上海證券交易所之《股票上市規則》的規定，於該所掛牌之上市公司的股票被終止上市後，如符合規定的條件，可向上海證券交易所申請重新上市。而建立重新上市制度的目的，是讓符合條件的下市公司能夠再次回到主板市場進行交易，以便在不同層次的市場之間建立起能上能下的市場機制，促進下市制度的順暢實施。

《重新上市實施辦法》共分為總則、申請條件與受理程序、審核與決定、重新上市安排、資訊披露以及附則等六章，主要是按照重新上市的階段進行編排，並將資訊披露單獨列在一章。

關於可申請重新上市的公司範圍，《重新上市實施辦法》亦明確規定上海證券交易所上市公司被終止上市後，符合規定條件的，可以申請其股票重新上市。同時，考量先前情況，於《重新上市實施辦法》實施前其股票已被上交所終止上市的公司，若符合規定條件的，亦可以申請重新上市。另外，《重新上市實施辦法》明確規定申請重新上市的時間

間隔要求，凡下市公司符合《上市規則》規定的申請條件的，可在其股票進入上海證券交易所下市股份轉讓系統或者其他場外交易市場轉讓之日起屆滿一個會計年度後，提出重新上市申請；但對於不配合下市工作的，上海證券交易所在 36 個月內不受理其股票重新上市申請，公司重新上市未獲上海證券交易所同意的，再次提出申請的最低間隔期是 6 個月。

下市公司申請重新上市的審核程序，與暫停上市公司的恢復上市類似，包括下市公司申請、交易所受理、交易所上市委員會審核以及交易所決定等步驟。在審核與決定程序方面，上海證券交易所上市委員會對下市公司的重新上市申請進行審議，並作出獨立的專業判斷並形成審核意見。上海證券交易所依據上市委員會的表決結果和審核意見，對重新上市申請作出同意或者不同意的決定。

《重新上市實施辦法》對各環節的具體期限也有明確規定，例如第十七條規定，上海證券交易所收到重新上市申請後的是五個交易日做出是否受理其申請之決定，不含公司補充資料的十五個交易日；第十九條規定，上海證券交易所審核並作出決定的時間是 60 個交易日，不含補充資料的三十個交易日。另外，亦於第十八條規定，若上海證券交易所決定不同意公司的重新上市申請，公司仍可以於六個月申請要求覆核。

在資訊披露方面，《重新上市實施辦法》第三十七條至第三十九條規定，堅持以資訊披露為中心披露制度，要求申請人在上海證券交易所受理其申請後，應在上海證券交易所網站披露重新上市申請書(申報稿)、重新上市保薦書、法律意見書。公司還需及時披露重大審核進度資訊以及申請期間公司發生的其他重大事項。另外，上海證券交易所也強化仲介機構在下市公司重新上市申請中的作用，對仲介機構的專業意

見提出了具體要求。規定了推薦報告書、推薦工作底稿及法律意見書應當具備的主要內容。

在重新上市安排方面，主要有兩個方面的規定：一、時間規定：第二十六條規定，公司的重新上市申請獲得同意後，應當在三個月內與上海證券交易所簽訂重新上市協議，與及時辦理股份重新確認、登記、託管等相關手續。二、對重新上市股票的限售規定：第三十一條至第三十五條，對公司不同類型的股票視其性質和來源的不同，作相應的限售處理⁹⁵。

第二項 深圳證券交易所

隨著資本市場發展改革的腳步，原有的下市制度暴露出上市下市標準，下市程序冗長等弊端，未能充分發揮市場「優勝劣汰」的功能；而且經過二十多年的發展，多層次資本市場體係已初步形成，市場結構和功能日趨完善。市場各方對改革和完善下市制度的呼聲也越來越強烈。中國證券市場與證券法制的發展，從開始以來便處於一個變動的狀態。由於新舊體制的磨擦和調整、市場的運作理性未臻成熟、法規相較滯後，使得上市公司下市制度的運作難以建構在一個理性自由市場的規範之上。同時，證券市場被政府作為一種行政治理的模式以為對待，使得上市公司本身就是一項資源，政府行為的介入遠勝於市場行為本身，促使下市的運作行為或其行動有著更多的弔詭與不確定風險。⁹⁶

在廣泛徵求市場各方意見的基礎上，深圳證券交易所相繼發布了《關於完善創業板下市制度的方案》及《關於改進和完善主機板、中小企業板上市公司下市制度的方案》，並根據方案內容修訂發布了《深圳證券交易所股票上市規則(2012

⁹⁵ 王璐，建立相對完整順暢地上市公司市場化退市機制，上海證券報，2012年12月17日。

⁹⁶ 王文杰，中國上市收購制度：立於經濟體制結構上的檢視，萬國法律第146期，(2006年4月)，頁24。

修訂)及《深圳證券交易所創業板股票上市規則(2012年修訂)》與《深圳證券交易所交易規則(2012修訂)》。

其中，《深圳證券交易所交易規則(2012修訂)》新增5條、刪除1條、修訂3條，主要修訂內容有下列三點：一、增加「下市整理期間交易事項」章節，明確下市整理期股票進入「下市整理板」另板交易的具體事項，包括期間實行10%的價格漲跌幅限制、證券交易公開資訊每日單獨披露、不納入異常波動指標計算、不納入深圳證券交易所指數計算等。二、取消股票交易異常波動公告的例行臨時停牌。為提高市場效率，取消了股票交易異常波動公告例行停牌的規定，保留資訊披露義務人履行異常波動公告義務。三、將新股首日價格穩定機制等現行規定納入本《交易規則》。

下市制度改革著眼於當前資本市場發展的實際情況和長遠需要，本著解決現行下市制度存在之問題，完善下市標準體系，明確市場預期，抑制炒作績差股，有利於風險化解與平穩下市的指導思想，補強原有下市制度存在的漏洞，明確了恢復上市和重新上市標準，形成了市場化、多元化的下市指標體系。同時，為了保證新舊制度的平穩銜接和過渡，在充分擷取市場各方尤其是中小型投資人意見的基礎上，並考慮到市場的承受能力，按照穩步推進下市制度改革的原則，區別對待存量和增量公司，對新舊制度規則作出妥善安排，亦即新規則發布前已暫停上市的上市公司，其恢復上市和終止上市等事項適用原規則；新規則發布後，上市公司觸及淨資產為負、營業收入低於1,000萬元人民幣和年度會計報告被出具否定意見或無法表示意見等下市指標的，不追溯計算以前年度數據，以公司2012年的年報數據為最近一個會計年度的年報數據。主板上市公司觸及股票累計成交量過低、股票成交價連續低於面值等下市標準的，自《股票上市規則》施行之日起適用。

重新上市制度和下市整理期制度也是下市制度改革的重要組成部分。重新上市制度是疏通下市管道、舒緩下市壓力的重要途徑。下市整理期乃借鑒國際先進

成熟市場和創業板的做法，通過另板交易的方式，充分揭示風險，同時使投資者在下市前仍有必要 的交易機會。重新上市制度和下市整理期制度作為下市制度改革整體架構中重要的制度安排和設計，實現「穩中求進」的原則，既給予市場緩衝期以釋放風險，又透過風險控制措施，防範惡意炒作，最大限度地降低新下市制度的實施成本，保證下市制度改革的順利實施，促使下市行為市場化、正常化、常態化⁹⁷。為進一步完善下市制度，落實下市制度改革方案，深圳證券交易所就下市公司重新上市和下市整理期業務分別擬定了相關的「下市整理期特別規定」與「重新上市實施辦法」。以下為該兩項辦法與規定之詳細說明：

1. 「下市整理期特別規定」

下市整理期制度適用於其股票被本所作出終止上市決定的上市公司，其中包括「股票上市規則」發布前已暫停上市並被本所決定其股票終止上市的公司。在「股票上市規則」中，借鑒借殼上市等標準，從公司的財務狀況、持續經營能力、公司治理、內控規範等方面對公司申請重新上市的具體條件進行要求和規定。在此基礎上，「重新上市實施辦法」進一步明確了在受理與審核公司重新上市申請時的一些關注重點，包括公司是否符合國家產業政策、環境保護、土地管理、行業反壟斷等規定，是否存在同業競、關聯交易等問題。公司及其董監近三年內是否受到刑事處罰、行政處罰或證券交易所紀律處分等情況，同時要求保薦人就此發表明確意見。

下市整理期一方面既給予投資者必要的交易機會，同時又防範惡意炒作增加市場風險，採取了三項風險警示和防範措施，主要包括：一、第五條規定，進入下市整理期間的股票其證券簡稱均更改為「XX 退」，即時行情另板揭示。二、第十四條規定，針對下市

⁹⁷ 張莉，深圳證券交易所退市整理期業務特別規定(徵求意見稿)答問記者，中國證券報-中證網，2012年12月17日。

整理期的上市公司特殊的下市風險，要求公司每五個交易日發布一次下市風險提示公告，並在最後五個交易日每日發布一次下市風險提示公告，且深圳證券交易所可視情況增加披露次數，要求公司及時就市場傳聞進行澄清說明。為進一步向市場提示下市整理期股票下市風險，要求公司在其公告正文中對「最後交易日」、「剩餘交易日」進行特別提示。三、通過券商系統前端控制，要求投資者在首次買入下市整理期股票之前，必須簽訂書面或者電子的風險揭示書，保證投資者對相關風險已充分知悉。

然而若已進入重組程序中的公司，為防止類似「末日輪」的市場投機炒作，「下市整理期特別規定」對涉及重大資產重組公司作出特別安排，第十三條規定上市公司在下市整理期間不得籌劃、實施重大資產重組等事項。對於已處於重大資產重組籌劃階段或重大資產重組進程中的公司，根據第二十條規定，遵循公司自治原則，經由股東大會審議表決，可選擇其股票進入下市整理期交易並終止重大資產重組等事項，或者選擇不進入下市整理期交易而繼續籌劃或推進重組進程，決議須經出席會議股東所持表決權的三分之二以上通過。為保障中小投資者表達訴求的機會和權利，特別要求公司提供網絡投票方式。2012年1月1日前已暫停上市公司如處於重大資產重組籌劃階段或重大資產重組籌畫階段或重大資產重組進程中的，將參照執行。

2. 「重新上市實施辦法」

重新上市制度第二條規定，係適用於深圳證券交易所主板和中小企業板股票終止上市後再向本所申請上市的公司。下市公司通過改善經營等方式，符合「股票上市規則」規定的重新上市條件的，

可提出重新上市申請。根據「重新上市實施辦法」第九條規定，所有下市公司應在股票終止上市後進入場外交易市場至少十二個月後方可提出重新上市申請。第十條規定，公司申請重新上市，應當經公司董事會審議同意後提交股東大會作出決議。股東大會就該事項作出決議，股東大會應就該事項作出決議須經出席會議的股東所持表決權三分之二以上通過。第十六條規定，深圳證券交易所將在受理公司股票重新上市申請後的六十個交易日內，作出是否同意其股票重新上市的決定。在此期間，如深圳證券交易所要求公司提供補充資料，公司補充資料的時間不計入上述期限，但累計不得超過三十個交易日。同時，根據第十七條，如深圳證券交易所聘請會計師事務所或律師事務所等機構對公司申請資料的真實性進行調查核實，其調查核實期間亦不計入上述期限。第十九條規定，深圳證券交易所在作出同意公司重新上市決定後的兩個交易日內通知公司，並報中國證監會備案。另外，為保證公司重新上市後穩定運作，避免大股東和管理層股份減持對市場的影響和衝擊，「重新上市實施辦法」借鑑首次公開發行公司上市的相關規定，於第二十七與第二十八條規定公司控股股東及實際控制人所持股份三年內不能流通，公司董監事與高階經理人所持股份在重新上市後的一年內不能流通。此外，公司重新上市後，如股東所持股票在下市前為有限售條件且限售期限尚未屆滿，則該有限售條件流通股的限售期限將連續計算直至限售期滿。如股東所持股票為未經股權分置⁹⁸改革的非流通股票，公司重新上市後仍不可流通，直至股權分置改革實施完

⁹⁸ 所謂股權分置，是指上市公司股東所持向社會公開發行的股份在證券交易所上市交易，稱為流通股，而公開發行前股份暫不上市交易，稱為非流通股。這種同一上市公司股份分為流通股和非流通股的股權分置狀況，為中國內地證券市場所獨有。股權分置，是指中國由於特殊的歷史成因和環境發展，在證券市場上市的公司，普遍形成可流通與不可流通的「兩種不同性質的股票」。特殊的成因在於：為保持公有制佔主導地位，又要發展資本市場。這兩類股票的股份性質、價格形成機制、流通權利不同，但在公司投票權與分紅相同。王文杰，股權分置下的中國上市公司治理—以控制股東為核心的檢視，政大法學評論，第 122 期（2001 年 8 月），P201-296。

成且限售期屆滿。同時，如股東所持股份為公司股票重新上市前六個月內新增發行且限售期尚未屆滿的，至少自公司股票重新上市後十二月內不能流通。

深圳與上海證券交易所的下市制度改革的方向和思路總體上是一致的，總體框架和主要下市條件基本相同，但在風險警示和下市後續安排方面存在一定差異。在風險警示方面，深圳主板、中小企業板通過設置下市風險警示標識*ST的方式進行相關公司的風險警示，而上海證交所通過設置下市風險警示標識*ST以及風險警示板的方式向投資者警示風險。在下市後續安排方面，深圳證交所公司股票終止上市後可以選擇全國性的場外交易市場外或者其他符合條件的區域性場外交易市場掛牌轉讓，而上海證交所公司股票終止上市後可以選擇全國性的場外交易市場外或者其他符合條件的區域性場外交易市場掛牌轉讓，也可以申請將其股票轉入上海證交所設立的下市公司股份轉讓系統進行股份轉讓。兩市結合自身情況，在具體制度安排上進行差異化探索，有利於穩妥推進下市制度改革。⁹⁹

⁹⁹ 參見深圳交易所關於完善退市制度方案答記者問內容。

第五章 結論

第一節 下市制度的沿革歷程係因中國資本市場變化

一個完整的證券市場，需要公司上市和公司下市這兩套法律制度來共同構建，只有同時具備上市和下市這兩套法律制度的證券市場，才是一個雙向開放，有進有出的完全市場，才可能通過不斷吸引優質公司願意加入上市，同時透過不斷地淘汰劣質公司下市這樣一個「吐故納新」的動態調整過程，來實現證券市場資源優化配置之功能。

中國下市制度經歷了一個從無到有，逐步發展和改善的過程。在 1992 年之前，證券市場或證券交易所最主要的肩負的任務就是儘快擴大上市融資功能，所以無論是在立法層面或理論層面都未能關注到上市公司下市法律制度的問題。1992 年到 2001 年 2 月正式推出下市制度以來，做了多次下市制度的修改嘗試，其中包括 ST 制度、PT 制度以及連續六年虧損終止上市，這為後來正式確定上市公司下市方式積累大量的經驗和基礎。2001 年 2 月至 2005 年間，下市制度正式確立，對於探索中的一些措施不斷進行改進，包括改為四年連續虧損為終止上市標準，取消 PT 制度、實施*ST 制度，提供終止上市的公司後續出路等，基本確立中國現行過渡式下市制度的輪廓。2005 年以後，法律制度變更相對減少，對於下市制度變更相對減少，對於下市制度的修訂更是細枝末節的問題，沒有太大的變化，下市制度基本上穩定下來。自 2001 年 4 月 PT 水仙公司被終止上市以來，滬深兩市累計下市的上市公司數量為 75 家，和超過 2000 家的上市公司總數相比，占比為 3%。在上市公司資源稀少的條件下，越是瀕臨下市，越有希望上演「不死鳥」神劇。這種逆向淘汰，也造成了 A 股市場炒作小型股、績差股的畸形現象。對比國外成熟市場，以納斯達克市場為例，每年因各種原因被迫下市的企業為數不少，年均下市率高達 8%，此外，紐約證交所每年的下市比例也在 6%左右。下市企業數量與上市企業的數量相當，市場處於動態平衡狀態中。雖然中國的下市制度不斷得以完善，但是整體的年均下市率卻不見有效地增加，下

市制度的整體執行效率不高是關鍵性因素。同時，由於一些地方政府的間接性干預，每年均會出現一大批該下市而不下市的上市企業。地方政府以稅收優惠、減免利息費用等當屬地方補貼上市企業的主要方式。近幾年，地方對上市企業的補貼力度有增無減。

隨著中國證券市場日益運作，主管機關才漸漸開始正視上市公司下市法律制度的相關問題。尤其是中國大陸由計畫經濟體制轉向市場經濟體制過渡的過程中，在資源逐漸市場化的背景下，政府仍然保持對市場經濟運作中的干預和管制，使行政權力能以市場化的形式全面參與分配。在經濟發展中的事務並不全是由政府所能處理的，對於上市公司控制權的行使而發生的種種衝突的調控，有時也遠遠超出了政府的能力極限，而監管者往往針對公司運作所發生的問題做出各種規章、意見、暫行辦法、通知等等，以期填補公司法上的缺失，並對現狀缺陷進行調整，有點像是門診式的治療效果，治標而不治本。但其立法位階太低，應急對策性的意味太濃，而失卻長遠的周延性規範，行政色彩太濃，也使得與具體規範完整的公司治理的需求有著許多落差。

因此，鑑於上述諸多狀況，此次修法對於現有的下市規範以及其周邊配套法規，作一全盤之修正。期許使得中國證券市場能發揮保持吐故納新、動態平衡的合理狀態，促進優勝劣汰機制的形成，進而提高上市公司的整體品質，保護中小投資者的合法權益。

第二節 新法的亮點以及具體可行的內容

中國證券市場長期以來給外界的印象就是一直存在「下市」難的問題，此次新法修訂最主要的亮點在於主管機關針對「上市公司下市標準單一、下市程序相對冗長，未有效發揮優勝劣汰的功能」等問題，著手在上市公司下市條件部分增加許多定量標準與定性標準，目的在於使得執行上市公司「下市」的可操作性提高，減少人為操縱而無法下市的阻礙。

以上海證券交易所為例，其中在下市之定量標準的部分，增加上市公司淨資產不得為負值、全年營收不得低於 1,000 萬人民幣、該公司股票連續 120 個交易日累積成交量不得低於 500 萬股、連續 20 個交易日成交價每日收牌價不得都低於每股面值等條件。在下市之定性標準的部分，增加上市公司財務報告被連續出具否定意見或無法表示意見時，要求下市。上述增加與調整之下市標準均表明新的上市公司下市標準係以「定量標準為主、定性判定為輔」之基調，進而能使證券市場發揮吐故納新、動態平衡的合理狀態。

重新上市制度和下市整理期制度也是此次下市制度改革的重要亮點之一。重新上市制度是疏通下市管道、舒緩下市壓力的重要途徑。而下市整理期係借鑒國際先進成熟市場和創業板的做法，通過另板交易的方式，充分揭示風險，同時使投資者在下市前仍有必要交易機會。而且此次修法主管機關對於那些少數上市公司暫停上市後為避免部分公司通過不當操縱資產重組或重整程序拖延而規避下市之長期「停而不退」，甚至透過調節財務指標的方法「死灰復燃」的怪像，嚴格規定公司申請恢復上市之程序，明確規定上市公司暫停上市後補充提供其恢復上市申請資料的時間累計不得超過 30 個交易日。同時為遏制上市公司暫停上市後通過各種方式規避下市，參照首次公開發行和再融資的計算方法，以扣除非經常性損益前後的淨利潤孰低作為盈利判斷標準來斷定是否允許該公司申請恢復上市。

新法最後一個亮點即是，上市公司也可以根據自身業績情況以及發展需要，主動提出下市申請並終止上市。在中國，過去上市公司發生下市情形係多數被迫被主管機關要求下市，此開創之舉賦予上市公司更多自主的選擇權利，亦即當該上市公司評估若繼續保持上市交易的地位已經不利於公司自身發展時，給予該上市公司自願下市申請的權利。

第三節 配套法規輔助性與監管周延性以保護投資者

此次修法，主管機關為能確保新、舊之下市制度能順利過渡，發布上市公司下市配套相關業務規則其輔助性功能，實為將原有的《股票上市規則》再細膩化與落實化，其主要目的是要建立起相對完整順暢之市場化下市機制。新法之上市公司下市制度則依次為風險警示、暫停上市、下市整理、恢復上市、終止上市和重新上市等步驟與程序，期許能充分揭露上市公司下市的風險，亦有助於投資人做出合理的投資決策，有效保獲投資人之利益。

若就上市公司下市配套相關業務規則其輔助性功能以對投資者保護進一步而言，風險警示股票及下市整理股票交易資訊係在股票行情中分別予以獨立顯示。風險警示股票和下市整理股票投資者只能使用限價委託，而不能使用市價委託。風險警示股票漲跌幅限制為 $\pm 5\%$ 、下市整理股票為 $\pm 10\%$ 。同時投資人必須通過書面或電子形式簽署《風險警示股票風險揭示書》或《下市整理股票風險揭示書》後，才能申請購買風險警示股票或下市整理股票，以確認投資人實際瞭解該類股票之高風險。下市公司股份轉讓系統每天只提供一次集合競價，不提供連續競價、漲跌幅限制為 5%、只能使用限價委託。至於重新上市股票則有嚴格限制出售規定。上述諸如此類相關繁瑣複雜與特殊的交易手續，實實在在地為確保投資人對該種股票投資風險有相當程度的認識，以期有效保獲投資人之利益。

若就上市公司下市配套相關業務規定對證交所監管之周延性而言，其配套相關業務規定對從風險警示、暫停上市、下市整理、恢復上市、終止上市和重新上市等各階段均有明確之規範，例如股票處於風險警示期間主管機關特別著重監控股票是否交易有異常波動情形、限制單一帳戶買入風險警示股不得超過 50 萬股。而股票進入下市整理期時則著重於股票實際可交易時間是三十個交易日，以防止出現「停而不下」的情況。

同時規定股票進入下市整理期交易的公司不得籌畫或實施重大資產重組，以防範市場炒作該股票。於下市公司重新申請上市時，強化仲介機構(如：會計師或律師事務所)在下市公司重新上市申請中的作用，對仲介機構的專業意見提出

了具體要求，規定推薦報告書、推薦工作底稿及法律意見書應當具備的主要內容。

整體言之，新法所推出之相關配套法規的輔助性功能無疑正面提昇對投資者之保護與強化證交所監管周延性。

第四節 新下市制度符合國際通行標準和監管規範

此次新法修訂在下市標準條件與相關配套辦法規定增加許多定量標準（客觀標準）與定性標準（主觀標準），目的在於使得執行上市公司「下市」的可操作性提高，尤其是減少為「退而不出」留下人為解釋法律條文空間，進而避免被人為操縱而無法下市的阻礙。如同先前所論述，全世界主要先進國家的證券市場對其上市公司「下市」的標準，原則都可分為客觀標準與主觀標準兩大類，但就單一各國家或單一特定證券市場而言，並不會涵蓋所有主、客觀標準的下市標準（於第三章第六節所論述），而往往是各個國家或市場通常都會結合當地政治、經濟與文化的差異，而發展出多種多樣的下市標準。因此，以中國大陸現今金融改革開放的歷程與市場氛圍整體言之，新法修訂後之「下市制度」原則符合現行國際通行下市標準和監管規範。然而，修法後新的「下市制度」是否能發揮其有效功能，則需要解決中國地方政府法治理念層面的障礙—缺乏證券法治信仰，市場主要功能定位錯誤，上市制度行政化與股權結構不合理，相關市場主體利益失衡等問題。

參考文獻

一、專著

1. 王文杰，嬗變中之中國大陸法制（第三版），國立交通大學出版社，2011年2月。
2. 王文杰，國有企業公司化改制之法律分析，中國政法大學出版社，1999年5月。
3. 井濤，退市法律研究，上海交通大學出版社，2004年6月。
4. 甘培忠，公司控制權的正當行使，2006年9月。
5. 周友蘇，新證券法論，法律出版社，2007年4月。
6. 何清漣著，現代化的陷阱—當代中國的經濟社會問題，今日中國出版社，1998年9月4刷。
7. 薛波主編：元照英美法律詞典，法律出版社2003年5月版，第393頁。
8. 鄭彧，證券市場有效監督的制度選擇-以轉軌時期我國證券監管制度為基礎研究，法律出版社，2012年7月。
9. 2010年中國證券期貨統計年鑑，學林出版社，2010年9月。
10. Lawrence M. Friedman 著，李瓊英、林欣譯，《法律制度》，中國政法大學出版社，1994年6月。

二、期刊、論文、報章

1. 王文杰，中國證券市場虛假陳述的背景成因及其民事救濟制度考察，東吳法律學報，第22卷第2期，2010年10月。
2. 王文杰，股權分置下的中國上市公司治理—以控制股東為核心的檢視，政大法學評論，第122期（2001年8月）。
3. 王文杰，中國上市公司收購制度：立於經濟體制結構上的檢視，萬國法律第146期，（2006年4月）。
4. 小宮隆太郎，《日中企業的比較》，《經濟社會體制比較》1986年第3期。
5. 王佐發，我們需要什麼樣的退市制度，收錄於證券法苑（第七卷），法律出版社，2011年11月。。
6. 王愛萍，上市公司退市法律制度研究，山西財經大學碩士學位論文，2006年3月。
7. 王璐，建立相對完整順暢地上市公司市場化退市機制，上海證券報，2012年12月17日。
8. 王曦，中國上市公司退市風險預警問題研究，西南大學碩士學位論文，2012年4月。
9. 王艷梅，我國上市公司退市法律制度研究，西南政法大學碩士學位論文，2008

年 4 月。

10. 任婷婷，完善我國上市公司退市標準的若干思考，復旦大學碩士學位論文，2012 年 4 月。
11. 李自然、成思危，完善我國上市公司的退市制度，金融研究，2006 年第 11 期。
12. 李牧林，我國上市公司退市法律制度研究，湖南師範大學碩士學位論文，2008 年 4 月。
13. 李斌，關於我國上市公司退市制度的思考，安徽大學學報(哲學社會科版)，第 26 卷第 3 期 (2002 年 5 月)。
14. 李榮，關於進一步完善我國上市公司退市機制的幾點思考，商業研究，2003 年 11 月總第 271 期。
15. 周瑋，中國上市公司退市機制有效性研究，西南財經大學管理學博士學位論文，2011 年 4 月。
16. 周松林，人民日報點評退市制度:建議讓造假機構賠償股民損失，人民網，2012 年 12 月 26 日，人民日報海外版。
17. 周松林，關於完善上海證券交易所上市公司退市制度的方案徵求意見稿答記者問，中國證券報，2012 年 5 月 2 日，A12 版。
18. 周松林，關於完善主板、中小企業板上市公司退市制度的方案徵求意見稿答記者問，中國證券報，2012 年 5 月 2 日，A12 版。
19. 周松林，上交所就發佈退市制度配套業務規則徵求意見稿答記者問，中國證券報、中證網，2012 年 12 月 17 日。
20. 夏軍，我國上市公司退市法律制度研究，西南政法大學碩士學位論文，2007 年 4 月。
21. 舒寧，我國上市公司退市機制的法律研究，中國政法大學碩士學位論文，2002 年 5 月。
22. 徐暉，上市公司的策略性退市研究-以 UT 斯達康公司為例，浙江工業大學碩士學位論文，2008 年 3 月。
23. 倪勇，中國股票市場退出機制研究，復旦大學管理學博士學位論文，2004 年 11 月。
24. 陳品澄，我國上市公司退市法律制度研究，東北財經大學碩士學位論文，2011 年 11 月。
25. 陳俊鋒，我國上市公司退市法律制度研究，復旦大學碩士學位論文，2010 年 10 月，頁 7-8。
26. 姚麗娟，上市公司退市法律問題，山西財經大學碩士學位論文，2011 年 3 月。
27. 張凱，矯正中國證券市場的制度缺陷，中外管理導報，2001 年第 6 期。
28. 張莉，中外退市機制比較及其啟示，南方金融，2002 年 1 月。
29. 張莉，深圳證券交易所退市整理期業務特別規定(徵求意見稿)答問記者，中

國證券報-中證網，2012 年 12 月 17 日。

30. 張德富、王昌銳，中美上市公司退市機制的比較與分析，環球瞭望，2003 年 2 月商業會計。
31. 高國華，推動發行註冊制改革嚴格退市制度是關鍵，金融時報，2013 年 11 月 30 日，第 7 版。
32. 溫震，我國上市公司退市法律制度研究，中國政法大學碩士學位論文，2003 年 5 月。
33. 陶鴻業，上市公司退市法律制度研究，暨南大學碩士學位論文，2006 年 5 月。
34. 萬靜，PT 水仙之死的思考，法制日報，2001 年 5 月 23 日，第 3 版。
35. 覃豐，論上市公司退市的法律規則，貴州大學碩士學位論文，2008 年 4 月。
36. 楊宏鈞，美國下市私有化交易之研究-以少數股東保護為中心，中興科技法律研究所碩士學位論文，2010 年 1 月，頁 12-17。
37. 新電子科技，卷期 164，1991 年 11 月，頁 60。
38. 蔣大興，公司如何死亡-公司退市監管政策改革，法學評論，2005 年第 2 期。
39. 榮晉，完善我國上市公司退市法律制度研究，湖南大學碩士學位論文，2006 年 4 月。
40. 翟浩，上市公司退市：理論分析與制度構建，華東政法大學博士學位論文，2012 年 5 月。
41. 鄭運民、熊靜波，關於我國上市公司退市機制的法律思考，法學 2001 年第 8 期。
42. 劉佳，我國股票市場退市機制研究，河北大學經濟學碩士學位論文，2010 年 5 月。
43. 劉懿，我國上市公司退市機制的法律制度研究，湖南大學碩士學位論文，2002 年 1 月。
44. 謝品，我國上市公司退市機制的法律研究，江西財經大學碩士學位論文，2006 年 10 月。

三、外文文獻

- 1、 Bryan A. Garner, Black's Law Dictionary, Ninth edition, WEST A Thomson Reuters business, 2009, p. 493.
- 2、 Ettore Croci & Alfonso Del Giudice, Delisting, Controlling Shareholders, and Firm Performance in Europe , <http://ssrn.com/abstract=1548515> p.8 (最後瀏覽日：2014 年 1 月 13 日)
- 3、 Jonathan Macey , Maureen O' Hara & David Pompilio, Down and Out in the Stock Market : The Law and Economics of the Delisting Process , 51 J. L. & Econ. 683 , 691(2008) .
- 4、 Katharina Pistor & Chenggang Xu, Governing Stock Markets in Transition Economies: Lessons from China , 7 Am. L. Econ. Rev. 196 (2005)

- 5、 Nicholas Lew & Ian Malcolm Ramsay, Corporate Law Reform and Delisting in Australia , <http://ssrn.com/abstract=947192> (最後瀏覽日：2014 年 1 月 13 日)
- 6、 NYSE Listed Company Manual 802.01(A,B,C,D) ,
<http://nysemanual.nyse.com/LCM/Sections/> (最後瀏覽日：2014 年 1 月 13 日)
- 7、 Richard Allen Posner , 蔣兆康翻譯、林毅夫校正，法律的經濟分析，
<http://ds.eywedu.com/falvjingji/009.htm> (最後瀏覽日：2014 年 1 月 13 日)
- 8、 Susan Chaplinsky & Latha Ramchand, What drives delisting of foreign firms from U.S. Exchanges? , Int. Fin. Markets, Inst. and Money 22 (2012) 1126-1148。

四、網頁資料

1. 上海證券交易所網址 <http://www.sse.com.cn/>
2. 中國人民共和國中央人民政府網址 <http://www.gov.cn/>
3. 中國百度百科 <http://www.baidu.com>
4. 台灣商業週刊網址 <http://www.businessweekly.com.tw>
5. 台灣證券交易所網址
http://www.twse.com.tw/ch/statistics/statistics_list.php?tm=02&stm=001
6. 台灣證券櫃檯買賣中心網址 <http://www.otc.org.tw/ch/index.php>
7. 紐約證交所網站 <https://nyse.nyx.com/>
8. 深圳證券交易所網址 <http://www.szse.cn/>