

第二章 下市緩衝機制

第一節 下市緩衝機制法令規範

據 1999 年初中國大陸國家計委投資研究所的調查報告顯示，中國大陸虧損公司的比例從 1995 年至 1997 年分別為 5.26%，5.85%，5.5%，而 1998 年甚至高達 9.16%(可能受全球金融風暴影響)。中國證監會，面臨證券市場虧損公司不斷攀升的現象，於 1998 年提出了解決辦法，即對於連續虧損公司的股票實施 ST 與 PT 制度，希望透過變更交易方式的制裁，提昇整體上市公司的營運效率，並作為下市機制的權宜辦法。茲將中國大陸 ST 與 PT 機制相關規範說明如下：

中國大陸上交所與深交所於 1997 年頒佈『證券交易所股票上市規則』，自 1998 年 1 月 1 日正式實施。『證券交易所股票上市規則』第九章為『上市公司狀況異常期間的特別處理』，包括最近二年連續虧損或最近一年每股淨值低於股票面值(一元人民幣)的財務狀況異常；自然災害或重大事故使公司生產經營活動基本終止三個月內不能回復；涉及訴訟或有賠償金額超過淨資產；主要銀行帳號被凍結公司無法正常經營等。

中國證監會對證券交易所實施的 ST 制度，對於交易通信系統的安全與攸關信息的即時揭露有下列要求：(1)證券交易所應要求上市公司在特別處理之前，須在指定報刊¹刊登關於特別處理之公告。(2)特別處理股票的報價日漲跌幅限制為 5%。(3)在特別處理的股票前加上「ST」的標記，並且要求有條件的會員²使用有「ST」標記的股票行情閃爍顯示或者另用屏幕顯示。(4)指定報刊不得將特別處理股票與其他股票行情混合刊登，應專版刊登。(5)中報須審計。特別處理若改善則「摘帽」恢復正常上市，未改善則被暫停上市，暫停上市 1999 年起允許進行特別轉讓服務，若未改善則「摘牌」(De-Listing)終止上市。

依據中國大陸『公司法』第 4 章第 157 條，上市公司有下列情形，由國務院證券管理部門決定暫停其股票上市：(1)公司股本總額與股權分布等發生變化不再具備上市條件³。(2)公司不按規定公佈其財務狀況或對財務會計報告作虛假記

¹ 中國證券報、上海證券報與證券時報。

² 依據屠光紹(2000)主編之「市場監管-架構與前景」一書，所謂會員條件包括(1)經主管部門批准設立具有經營證券業務資格的金融機構。(2)註冊資本在人民幣一千萬元以上。(3)具良好信譽與經營業績。(4)組織機構與業務人員符合證券主管機關與證交所規定的條件。(5)遵守證交所章程與業務規則，按規定繳納各項會員經費。

³ 中國大陸『公司法』上市條件包括：(1)設立至少滿三年，且最近三年連續盈利。(2)公司股本總額至少達人民幣 5000 萬元。(3)原有企業改組設立股份有限公司，持有股票面值達人民幣 1000

載。(3)公司有重大違法行為。(4)公司最近三年連續虧損。依據中國大陸『公司法』第4章第158條，上市公司有前述第157條(2)與(3)所列情形，經查實後果嚴重者，或者有(1)與(4)情形之一，在限期內⁴未能消除，不具備上市條件者，由國務院證券管理部門決定終止其股票上市。另外公司決議解散、被行政主管部門依法責令關閉或者被宣告破產，亦由國務院證券管理部門決定終止其股票上市。

截至1997年年報公佈為止，依據陸劍橋(1999)與陳華東(2000)的研究顯示，連續二年虧損的公司因為策略性調控盈餘，因此皆能在第三年順利扭虧，沒有任何公司因此法令暫停上市，此規範自1994年7月1日公司法實施後可說形同虛設。但1998年年報公佈後，蘇三山、雙鹿電器、農墾商社、渝鈦白等四家公司皆因連續三年虧損，面臨暫停上市的懲處。當時，中國證監會為了考慮廣大投資大眾的權益，並給予上市公司再次改善營運的機會，對暫停上市處理細則具體規範，提供特別轉讓的服務，相關法源與規範如下：

滬深兩地證交所，根據中國大陸『公司法』⁵，『證券法』⁶和『證券交易所股票上市規則』的有關規定，於1999年7月3日，分別發佈了『股票暫停上市有關事項的處理規則』和『上市公司股票暫停上市處理規則』，對股票暫停上市提供了特別轉讓服務。相關規定包括：(1)公司股票簡稱前要冠以「PT」字樣。(2)投資人只能在每個星期五開市時間內申請轉讓委託(不包括9:15至9:25的集合競價申報時間)。(3)申報價格不得超過上一次轉讓價格的5%，否則即為無效申報。⁷(4)每個星期五收市後，證交所對有效申報按照集合競價方式進行撮合成交，並向有關會員發出成交回報。(5)轉讓信息不在交易行情中顯示，由指定報刊設立專門版面在次日公告。(6)PT公司股票不計入指數計算，成交量與成交金額等數據不列入市場統計。

中國大陸證券市場於1998年採取ST與PT制度乃客觀條件尚不允許實施下市機制前的過渡性措施。2001年2月22日，中國證監會發佈了『虧損上市公司

元以上的股東人數至少為1000人，向社會公開發行的股份至少為公司股份總數的25%；如果公司股本總額超過人民幣4億元者，其向社會公開發行的股份比例至少達15%。(4)公司在最近3年內無重大違法行為，財務報告無虛假記載。

⁴ 依據上交所與深交所『股票上市規則』第10章暫停上市與終止上市處理規則，寬限期長達三年，但2001年2月22日以後，依據中國證監會新發佈的『虧損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法』的規定，寬限期改為一年。

⁵ 中國大陸『公司法』第4章第157條暫停上市與第158條終止上市相關規定。

⁶ 中國大陸『證券法』第3章第49條規定，上市公司喪失公司法規定的上市條件，其股票依法暫停上市或終止上市。

⁷ 2000年6月17日，滬深兩地交易所發佈公告，PT股取消跌幅限制。

暫停上市和終止上市實施辦法』，對連續三年虧損的上市公司，就暫停上市、恢復上市和終止上市的基本條件、法律程序、信息揭露、和處理權限等事宜做出了更詳盡明確的規定。

其中，改變最大為上市公司出現連續三年虧損的情況，經證交所實施停牌做出暫停上市決定後，上市公司必須在指定報刊與網站公告暫停上市事件，之後 45 天之內可以向證交所申請寬限期以延長暫停上市的期限，寬限期自暫停上市之日起為 12 個月。在暫停上市期間，公司仍應依法履行上市公司有關義務，證交所可以為投資者提供特別轉讓的服務。暫停上市的公司寬限期內第一個會計年度盈利，年報公佈後即可向中國證監會提出恢復上市的申請。若暫停上市的公司寬限期內第一個會計年度繼續虧損，或者其財務報告被會計師出具否定意見或拒絕表示意見的審計報告，由中國證監會做出其股票終止上市的決定，證交所自該公司公佈年報之日起，停止股票特別轉讓服務。後續，中國證監會對於『虧損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法』加以修訂，自 2002 年 1 月 1 日起，廢除 PT 機制。

第二節 台灣相關法令概述

對照觀之，過去台灣證券交易所，依照公司設立年限、實收資本額、獲利能力、資本結構、股權分散等條件，將上市公司分為第一類股⁸、第二類股⁹、第三

⁸ 依據『台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則』，符合第一類股的條件包括(一)設立滿五年。(二)最近二個會計年度決算之實收資本額均在新台幣六億元以上。(三)營業利益及稅前純益最近三個會計年度均為正數，且最近三個會計年度均無累積虧損，並符合下列標準之一者：(1)營業利益及稅前純益佔年度決算之實收資本額比率，最近二年度均達 10% 以上者。(2)營業利益及稅前純益最近二年度均達新台幣一億二千萬元以上，且均不低於年度決算之實收資本額 6% 者。(3)營業利益及稅前純益最近二年度中一年度符合上述第一標準，另一年度符合上述第二標準者。(4)營業利益及稅前純益佔年度決算之實收資本額比率，最近五年度均達 5% 以上者。(四)最近一年度盈餘分派前之淨值占資產總額之比率須達三分之一以上。(五)記名股東人數在二千人以上，其中持有股份一千股至五萬股之股東人數不少於一千人，且其所持股份合計佔發行股份總額百分之二十以上或滿一千萬股者。

⁹ 依據『台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則』，符合第二類股的條件包括(一)設立滿三年。(二)最近二個會計年度決算之實收資本額均在新台幣三億元以上。(三)營業利益及稅前純益最近一個會計年度決算無累積虧損，並符合下列標準之一者：(1)營業利益及稅前純益佔年度決算之實收資本額比率，最近年度均達 10% 以上者。(2)營業利益及稅前純益佔年度決算之實收資本額比率，最近二年度均達 6% 以上；或最近二年度平均達 6% 以上，且最近一年獲利能力較前一年度為佳。(3)營業利益及稅前純益佔年度決算之實收資本額比率，最近五年度均達 3% 以上者。(四)記名股東人數在一千人以上，其中持有股份一千股至五萬股之股東人數不少於五百人，且其所持股份合計佔發行股份總額百分之二十以上或滿一千萬股者。

類股。¹⁰1997年7月1日，主管機關鑒於第一、二類股分類意義不大，因此加以取消。至於上市公司因跳票、停工、虧損等情況陷入財務困境時¹¹，管制機關鑒於其財務風險提高，為了保護投資大眾與迫使管理當局立即改善營運績效，因此以全額交割、停止交易、終止上市等方式加以懲處。相關管制說明如下：

依據『台灣證券交易所股份有限公司營業細則』第49條的規定，上市公司若淨值已低於實收資本額二分之一、向法院聲請重整者、存款不足遭銀行退票、無法如期償還債務、董監事累積超過三分之二以上受停權之假處分裁定、全體董事變動二分之一以上致未達現行上市股權分散標準、無正當理由未如期召開股東常會、董監事或總經理最近三年內違反誠信原則、違反上市公司重大訊息查證暨公開相關章則規定、會計師認為管理階層在會計政策之選擇或財務報表之揭露有所不當或因查核範圍受限出具保留意見等事宜，皆可能被列為全額交割股，遭變更交易方式的處分。

投資者委託券商買賣全額交割股時需同時繳足買進價款或繳驗賣出股票，即現款現券圈存與一般股票第二天交割有所不同。主管機關原意係認為財務困難公司的股票風險過大，因此透過暫停信用交易以抑制其股票過度流通與波動。另外，全額交割股為財務狀況異常公司，對整體市場股價走勢不具代表性，因此並未納入發行量加權股價指數的計算。至於交易時間(週一至週五早上九點至下午一點半)、漲跌停板幅度(7%)、交易行情顯示與撮合方式，全額交割股與一般股票並無差異。

台灣上市公司淪為全額交割股之後，依據『台灣證券交易所股份有限公司營業細則第50條』¹²的規定，若是在法定期限內無法解決退票事宜、清償債務、公告申報財務訊息、或違反契約規範，將遭停止交易的處分。再者，上市公司若

¹⁰ 依據『台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則』，符合第三類股的條件包括(一)實收資本額在新台幣二億元以上。(二)最近一會計年度及最近期財務報告之淨值不低於實收資本額三分之二。(三)經中央目的事業主管機關出具其係屬科技事業之明確意見書者，且產品開發成功並具市場性。

¹¹ 林嬋娟、洪櫻芬與薛敏正(1997)指出，台灣早期財務困難公司集中於1981-1986年共25家，當時正逢石油危機，財務結構不健全及投資擴充不當的公司紛紛發生跳票與停工事件，紡織業居冠，包括新東、鴻通、丸億、新奇、展群等財務危機公司大多已破產倒閉。林佳穎(2002)指出1998年亞洲金融風暴時，安峰鋼鐵、東隆五金、新巨群、國產汽車、瑞聯集團等多家借殼上市的集團，大股東以股票質借款盲目投資，股價大跌時，面臨保證金追繳壓力時，利用企業與子公司資金護盤解套，引發資金調度不足的財務危機。

¹² 依據『台灣證券交易所股份有限公司營業細則第50條』的規定，上市公司若變更交易後三個月內仍未能清償債務與解決退票事宜、檢送書表資料記載不實、財務資訊未依法令期限辦理公告申報、會計師無法表示意見或出具否定意見、違反上市公司重大訊息查證暨公開相關章則情節重大者、違反申請上市時出具之承諾、興建之工程發生重大延誤或有重大違反特許合約之事項者，則可能遭停止交易的處分。

財務繼續惡化導致淨值為負、解散、破產、營業停擺等事由，依據『台灣證券交易所股份有限公司營業細則第 50-1 條』¹³的規定，則將被迫終止上市。

綜上所述，兩岸下市緩衝機制異同點包括：

- (1) 皆考慮會計資訊與非會計資訊，但是台灣由於證券市場其他公司治理機制相對成熟，因此會計資訊權重相對較小。
- (2) 兩岸會計基礎管制依據有所差異，中國大陸包括連續虧損與淨值門檻，台灣主要依據為每股淨值。其中淨值門檻，乃累積多年的存量數據，透過單期盈餘操控成效有限，加上盈餘管理具有迴轉的特性，會計期間拉長對淨值的影響將自動抵銷，但虧損門檻容易透過盈餘管理加以規避，因此本文認為中國大陸上市公司透過盈餘管理規避變更交易懲處的誘因相對較大。
- (3) 變更交易方式不同，台灣要求現款現券全額交割，中國大陸因為尚未允許融資融券機制，主要透過漲跌幅縮減抑制股價過度波動，但漲跌幅縮減可能有利市場莊家掌控盤勢，產生反向的磁鐵效果。
- (4) 面臨下市危機，台灣較尊重市場機制，政府介入較少，但大陸上市公司控股股東為政府，因此不乏行政救濟或資產重組題材，降低管理當局實質改善績效的壓力與動因，也造成投資大眾對於 *ST* 與 *PT* 股有轉機的預期。

兩岸下市緩衝機制設計原意皆希望營造理性投資的環境與提昇上市公司質量，但由於監管心態、法規依據、懲處手段不同，實質經濟意涵有所差異。

¹³ 依據『台灣證券交易所股份有限公司營業細則第 50-1 條』的規定，上市公司若遭撤銷登記或解散、淨值為負、破產重整、金融機構拒絕往來、營業全面停頓、營業範圍重大變更、重大違反上市契約規定、停止交易六個月後仍有停止買賣各款情事、上市特別股發行總額低於新台幣二億元、申請上市時財務報告有虛偽隱匿經設算扣除後不符合上市獲利條件者，則可能遭終止上市的處分。