

# 汉坤法律评述

2026年6月5日

北京 | 上海 | 深圳 | 杭州 | 武汉 | 海口 | 香港 | 新加坡 | 纽约 | 硅谷 | 伦敦

## Nasdaq 新增 IM-5101-4：针对疑似市场操纵交易的退市裁量权

作者：林邦 | 王宇 | 庞烨

美国证券交易委员会（SEC）已于 2026 年 6 月 3 日加速批准 Nasdaq 规则变更 SR-NASDAQ-2026-009，新增 Nasdaq Listing Rule IM-5101-4，Delisting in Connection with Trading Indicative of Potential Manipulation。该规则明确赋予 Nasdaq 在特定情况下基于投资者保护和公共利益，对已上市证券启动退市程序的裁量权。SEC 批准令未设置延迟生效安排，因此该规则已于 2026 年 6 月 3 日获批后生效。

### 一、规则概览

IM-5101-4 适用于已在 Nasdaq 上市的证券。当某一证券出现可能显示潜在市场操纵的交易活动，且 SEC 已依据《1934 年证券交易法》第 12（k）条对该证券实施临时停牌时，Nasdaq 可以依据 Rule 5101 行使裁量权，在其认为退市对保护投资者属必要时，将该证券退市。根据第 12（k）条，SEC 在其认为公共利益和投资者保护需要时，可以通过命令临时暂停某一证券交易，暂停期限最长不超过十个工作日。

该规则的一个重要特点是：即使相关发行人及其证券在形式上仍满足 Nasdaq 的所有适用上市要求，Nasdaq 仍可在符合规则条件时行使该退市裁量权。换言之，IM-5101-4 不是传统意义上的“财务指标不达标”或“持续上市标准不达标”规则，而是针对交易异常、流动性结构、市场操纵风险和投资者保护的定性审查工具。

### 二、并非自动退市机制

IM-5101-4 并不规定一旦 SEC 实施第 12（k）条临时停牌，Nasdaq 即必须或自动将该证券退市。SEC 第 12（k）条停牌是 Nasdaq 适用 IM-5101-4 的前提条件之一；在此前提满足后，Nasdaq 仍须基于个案情况，结合所有相关事实和情形进行裁量判断，并考虑发行人提交的缓释性材料。

因此，该规则更准确地说是一项“有触发门槛的裁量退市规则”，而不是机械式退市按钮。Nasdaq 需要判断发行人继续保留上市公司地位是否会使投资者暴露于不适当的市场操纵风险，以及退市是否为保护投资者的必要手段。

### 三、Nasdaq 将考虑的主要因素

因素类别	主要内容
发行人所在地及法律环境	公司所在地的法律救济机制、美国股东在该司法辖区可获得的救济、垄断性法规、数据隐私法、其他可能影响监管执法的外国法律、尽职调查可行性，以及当地监管透明度。
控制人或重大影响人所在地及背景	如果有个人或实体对公司具有重大影响力，Nasdaq 可考虑该个人或实体所在地的类似法律和监管因素。
公众流通量、股权分布和交易模式	公司证券的公众流通量、股权分散程度、交易形态、流动性是否充足，以及是否存在持股或交易过度集中、异常波动或重大价格变动无法合理解释的情况。
第三方社交媒体活动或类似推广安排	是否存在第三方社交媒体活动、网络推广、荐股群组、营销活动或其他旨在影响证券价格和需求的类似安排。
公司重大信息披露与交易波动之间的关系	公司是否发布了重大新闻或公告，以及该等披露是否足以解释相关交易活动。
近期证券发行安排	公司近期是否发行证券，以及发行条款，包括折扣幅度、相关股份是否可转售，以及公司是否就该等发行取得股东批准，即使原本可能存在适用 Nasdaq 股东批准要求的豁免。
专业顾问和中介机构因素	公司顾问的相关情况，包括审计师、承销商、律师事务所、经纪商、清算机构或其他专业服务提供者，特别是该等顾问是否曾受到监管审查、审查结果如何，以及新设顾问机构的负责人是否曾任职于具有监管历史问题的机构。
顾问过往交易记录	公司顾问是否参与过其他证券出现令人关注或高度波动交易模式的交易。
管理层和董事会的美国上市公司经验	公司管理层和董事会是否熟悉美国上市公司要求，包括 Nasdaq 规则和美国联邦证券法下的监管和报告义务。
监管转介或监管关注	是否存在 FINRA、SEC 或其他监管机构就公司、公司顾问或公司证券交易作出的转介、关注或记录，以及该等事项的结果。
持续经营审计意见	公司目前或近期是否存在持续经营审计意见，以及公司维持持续经营的计划。
公司治理和诚信相关因素	是否存在其他可能影响公司董事会、管理层、重要股东或顾问信誉和完整性的因素。
其他重大信息	公司提交或相关记录中存在的任何其他重大信息，无论该等信息是缓释性的还是令人关注的。

### 四、第三方操纵风险也可能触发规则关注

IM-5101-4 的一个值得注意的内容是即使潜在操纵股价行为似乎由与公司无已知关联的第三方推动时，Nasdaq 仍有可能适用该规则，即使 Nasdaq 无法认定公司或任何相关个人参与了该等行为。规则背后的监管逻辑是，若某一证券容易被第三方操纵，可能反映其公众流通量、投资者基础或市场交易兴趣不足，难以支撑公平、有序市场所需的深度和流动性。

与此同时，Nasdaq 也将考虑公司提交的证据，包括公司证券是否具有足够公众流通量、投资者基础或交易兴趣，以支持公平、有序的市场。

## 五、程序保障

如果 Nasdaq 决定依据 M-5101-4 退市，Nasdaq Staff 将根据 Rule 5810 (c) (1) 发出退市决定的通知。公司可以根据 Rule 5815 请求复核。公司可向 Nasdaq Hearings Panel 寻求复核，该等上诉将暂停相关停牌或退市行动；公司还可进一步向 Nasdaq Listing and Hearing Review Council 申诉，并最终根据《交易法》第 19 (d) 条向 SEC 寻求救济。

该程序安排为 Nasdaq 作出退市决定提供了公平程序。公司在 Nasdaq 审查是否退市期间，有机会提交支持继续上市的证据和陈述；若收到退市决定的通知，公司将收到书面事实依据，并可在仍保持上市状态的情况下提出上诉。

## 六、对美国资本市场的意义

从市场建设角度看，IM-5101-4 体现了 Nasdaq 和 SEC 对市场质量、投资者信心和上市标准完整性的持续关注。具有实质意义的上市标准对金融市场和投资公众至关重要，因为交易所需要通过上市和持续上市标准筛选真正具备足够公众流通量、投资者基础和交易兴趣的公司，从而促进公平、有序市场。

该规则并非旨在抬高优质发行人进入美国资本市场的门槛，而是针对极端异常交易、潜在操纵和结构性流动性缺陷提供更清晰的监管工具。长期来看，该规则有利于更有力地识别和剔除容易被操纵的证券，有助于减少“劣币噪音”对市场定价、投资者信任和发行人声誉的侵蚀。对于治理规范、信息披露透明、股权结构清晰、专业顾问可靠且具备真实市场需求的发行人而言，更健康的市场生态反而有助于其与高风险发行人区分开来，降低市场对整体小型上市公司或跨境发行人的泛化折价。

换言之，IM-5101-4 的核心政策功能，是让 Nasdaq 的持续上市制度不仅关注数字指标，也能够回应异常交易和操纵风险这类更隐蔽的市场结构问题。一个能更快识别操纵风险、更有效保护投资者的市场，更有利于诚实、合规、具备长期发展计划的发行人进入并留在美国资本市场。这对真正希望通过美国资本市场进行透明融资、扩大股东基础并提升国际能见度的公司而言，是监管栅栏变清晰，而不是护城河变更深。

## 七、结语

IM-5101-4 扩展并细化了 Nasdaq 在持续上市阶段处理潜在市场操纵风险的裁量框架。其关键触发条件包括：证券出现显示潜在操纵的交易活动、SEC 已根据《交易法》第 12 (k) 条实施临时停牌，以及 Nasdaq 认定退市对保护投资者属必要。该规则允许 Nasdaq 在公司形式上仍满足上市标准的情况下采取行动，但并不建立自动退市机制，而是要求 Nasdaq 基于所有相关事实和情形作出个案判断，并为发行人提供提交材料和申请复核的程序渠道。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 林邦

电话： +86 10 8524 5826

Email: [steve.lin@hankunlaw.com](mailto:steve.lin@hankunlaw.com)

### 王宇

电话： +852 2820 5656

Email: [wangyu@hankunlaw.com](mailto:wangyu@hankunlaw.com)

### 庞焯

电话： +86 21 6080 0968

Email: [peter.pang@hankunlaw.com](mailto:peter.pang@hankunlaw.com)