

国枫周刊

GRANDWAY WEEKLY



GRANDWAY

2025 年第 1 期

总第 805 期

2025/01/10



北京国枫律师事务所（北京-上海-深圳-成都-西安-杭州-南京-苏州-香港）

Grandway Law Offices (Beijing-Shanghai-Shenzhen-Chengdu-Xi'an-Hangzhou-Nanjing-Suzhou-Hong Kong)

地址：北京市东城区建国门内大街26号新闻大厦7层

Address: 7/F Beijing News Plaza No.26 Jianguomenneidajie,

邮编：100005

Dongcheng District, Beijing, China, 100005

电话：010-66090088/88004488

Tel: 80-10-6609-0088/8800-4488

传真：010-66090016

Fax: 86-10-6609-0016

网址：www.grandwaylaw.com

Website: www.grandwaylaw.com

（本周刊仅供本所内部交流及本所客户参阅之用）

目录 CONTENTS

国枫动态 GRANDWAYLAW NEWS

- ✦ 国枫业绩 | 国枫提供法律服务的万达控股集团有限公司收购南京盛航海运股份有限公司股权案顺利通过经营者集中审查 1
Grandway Law Offices provide legal services for the acquisition of equity in Nanjing Shenghang Shipping Co., Ltd. by Wanda Holdings Group Co., Ltd., has successfully passed the concentration of business review
- ✦ 国枫动态 | 国枫合伙人张宇律师新增获聘自贡仲裁委员会仲裁员 2
Lawyer Zhang Yu, a partner of Grandway Law Offices, has been appointed as an arbitrator by the Zigong Arbitration Commission
- ✦ 年度盘点 | 国枫 2024 年度专业文章 TOP10 3
Top 10 Professional Articles of Grandway Law Offices in 2024
- ✦ 国枫业绩 | 国枫助力海螺材料科技在香港联交所主板成功上市 6
Grandway Law Offices provide legal services for the successful listing of Anhui Conch Material Technology Co., Ltd. on the main board of the Hong Kong Stock Exchange

法制动态 SECURITIES INDUSTRY NEWS

- ✦ 商务部将 28 家美国实体列入出口管制管控名单 8
The Ministry of Commerce has added 28 US entities to its export control list
- ✦ 两部门印发《商标行政执法证据规定》 8
Two departments issue the *Provisions on Evidence of Trademark Administrative Enforcement*
- ✦ 国家金融监管总局印发《金融机构非集中清算衍生品交易保证金管理办法》 8
The State Administration for Financial Regulation has issued the *Measures for the Administration of Margin for Non centralized Clearing of Derivatives Transactions by Financial Institutions*
- ✦ 交通运输部印发《城市轨道交通全自动运行系统运营技术和管理规范》 9
The Ministry of Transport has issued the *Technical and Management Standards for the Operation of Fully Automated Urban Rail Transit Systems*
- ✦ 国家知识产权局印发《专家参与公共决策行为监督管理办法》 9
The China National Intellectual Property Administration printed and distributed the *Measures for the Supervision and Administration of Experts' Participation in Public Decision making*
- ✦ 商务部：欧盟对中国企业调查中采取的相关做法构成贸易投资壁垒 10
Ministry of Commerce: The measures taken by the European Union in its investigation of Chinese companies constitute trade and investment barriers

专题研究 RESEARCH ON CURRENT ISSUES

- ✦ 证券虚假陈述“重大性”中“交易价量明显变化”的认定标准11
The criteria for determining the "significant change in trading price and volume" in
the "materiality" of securities false statements

- ✦ 《医药健康视点周刊（20241230-20250105）》22
News Digest of Healthcare Industries (20241230-20250105)

律所人文 GRANDWAY COMMUNITY

- ✦ 中国人民警察节.....24
Chinese People's Police Day

✦ 国枫业绩 | 国枫提供法律服务的万达控股集团有限公司收购南京盛航海运股份有限公司股权案顺利通过经营者集中审查

Grandway Law Offices provide legal services for the acquisition of equity in Nanjing Shenghang Shipping Co., Ltd. by Wanda Holdings Group Co., Ltd., has successfully passed the concentration of business review

近日，由国枫律师事务所提供法律服务的万达控股集团有限公司（以下简称“万达控股集团”）收购南京盛航海运股份有限公司（以下简称“盛航股份”）股权案，取得国家市场监督管理总局反垄断局不实施进一步审查决定书。



万达控股集团主要业务为资本运营，物业管理，其下属合并报表范围企业在全中国范围的业务主要涵盖原油加工及相关产品（汽油、柴油、液化气、焦炭等）的销售、橡胶产品的生产和销售（主要是轮胎制品）、工业电缆的制造和销售、金属材料/化工产品/煤炭等商品的贸易。



盛航股份系深圳证券交易所主板上市公司（股票代码：001205），深耕危化品水路运输领域，为大型化工企业提供配套物流服务，主要从事液货危险品水上运输业务及液氨供应链业务。本次收购完成后，盛航股份将作为万达控股集团旗下航运板块的主要企业，补齐万达集团在石油化工船运业的空白，完善集团石油化工产业链。

基于交易双方的市场地位以及交易方案，国枫律师事务所律师从申报思路与策略选择、相关市场界定、市场竞争分析、申报沟通各环节为案件提供了全方位法律服务，最终成功协助案件顺利通过审查。

本项目由国枫南京分所戴文东律师、王进律师以及北京总所陈志坚律师主办，北京总所薛玉婷律师对本项目亦有突出贡献。

✦ 国枫动态 | 国枫合伙人张宇律师新增获聘自贡仲裁委员会仲裁员

Lawyer Zhang Yu, a partner of Grandway Law Offices, has been appointed as an arbitrator by the Zigong Arbitration Commission

近日，自贡仲裁委员会为新一届仲裁员颁发聘书，国枫成都办公室合伙人张宇律师通过严格的遴选、考察及审批，受聘担任第六届自贡仲裁委员会仲裁员，任期五年。



自贡仲裁委员会是自贡市人民政府设立的民商事纠纷仲裁机构，于 1997 年成立，以“独立、公正、专业、高效”的理念化解民商事纠纷，保障当事人的合法权益，促进社会和谐稳定。

张宇律师深耕于争议解决（商事仲裁）、劳动人事、“一带一路”东南亚投资等多项专业领域二十余年，为众多国有企业、领事馆、大型外资企业提供了诸多争议解决方面的专项法律服务，凭借其深厚的专业知识和丰富经验，荣获广大客户的高度赞誉。

张宇律师系中华人民共和国司法部涉外律师专家人才库成员，曾获四川省优秀青年律师和成都市优秀律师称号，现任四川省外事专委会委员、成都市律师代表、成都市律协监督与惩戒工作委员会委员、成都市律师执业面试考官、成都市律师调解员、成都市律协“一带一路”国际商事调解中心调解员/外国法查明员、SCLA-GIDI 国际认证专业国际调解员，并同时担任成都、南京、厦门、绵阳、景德镇仲裁委员会仲裁员、成都市郫都区及温江区劳动人事争议仲裁委员会仲裁员等职。张宇律师热衷于法律及仲裁事业，对复杂的商事争议和劳动人事争议案件具有非常丰富的经验。

此次受聘为自贡仲裁委员会仲裁员，是对张宇律师专业能力的肯定与认可。今后，张宇律师将继续发挥专业优势，严格履行仲裁员职责，为仲裁事业贡献更多力量！

✦ 年度盘点 | 国枫 2024 年度专业文章 TOP10

Top 10 Professional Articles of Grandway Law Offices in 2024

日月更征，朝暮轮转。在悄然翻篇的 2024 年，国枫律师敏锐洞察行业趋势，潜精研思，笔耕不辍，在资本市场、争议解决、房地产和建设工程、跨境投资与并购、银行与金融、合规、税务、破产重整与清算等多领域持续输出优质原创文章，在传递“国枫声音”的同时，推动“国枫观察”栏目高质量发展。

感谢所有投稿人的倾情分享，感谢广大读者的信任与陪伴！元启新程，我们精心甄选出 2024 年度深受广大喜爱的专业文章 TOP 10，以飨读者。在新的一年里，国枫律师将继续砥志研思、精进不止，为大家呈现更多优质的专业文章，敬请期待！

* 点击脚注即可跳转原文

人民法院案例库首批公司纠纷案例盘点之一：股东资格确认纠纷（附裁判要旨）¹

作者：何运晨

人民法院案例库首批与公司有关纠纷案例总计 79 个，本文对其中 10 个股东资格确认纠纷进行梳理，帮助大家了解这些案例的特点和裁判趋势。

诉前保全实操要点——基于最高院诉前保全新规的总结²

作者：何海锋、朱泽硕

近期，最高人民法院发布了《最高人民法院关于规范和加强办理诉前保全案件工作的意见》（简称“《诉前保全意见》”）。本文将围绕新规制定背景及亮点展开介绍、分析，并结合诉前保全制度规范体系，对诉前保全的实操要点进行归纳、总结。

新《公司法》视野下投资方主张目标公司履行回购责任的实务探究³

作者：刘元涛

笔者关注到，投资方与标的公司对赌存在不同的裁判结果及操作的难度。本文分析了在新《公司法》视野下投资方与标的公司对赌如何操作能够更好维护自身利益。

¹ https://mp.weixin.qq.com/s/c_Khh6OrW-EraYBFO1Vcog

² <https://mp.weixin.qq.com/s/x94B8l7KDjrhGLEV4Rb-lw>

³ https://mp.weixin.qq.com/s/d23hH6xff4XTpzHYGi_v_g

新《公司法》注册资本限期实缴制下存量公司合规风险及应对方法⁴

作者：朱婧敏、袁琚夏

《中华人民共和国公司法（2023 修订）》正式落地，明确规定全体股东需按公司章程规定自公司成立之日起五年内缴足其认缴的出资额。本文重点探讨除股份公司外在新法实施前已成立且出资期限超过五年的存量公司就新法出资期限规定调整的应对方式及合规风险。

大股东减持新规解读⁵

作者：黄心怡

证监会 5 月 24 日发布了新减持办法，旨在规范市场减持乱象，填补部分监管空白，全文一共 15 个“不得”二字，体现了监管部门对上市公司股份减持实施强监管的决心。

关于初创企业的股权架构设计的建议⁶

作者：高兴

合理的股权架构一方面可以使公司在发展壮大的过程中尽可能地规避法律风险、顺利完成资本运作，另一方面也可以保护创始人的合法权益，实现个人利益与公司利益的共赢。本文立足于初创公司的资本运作需求，从多维度为初创公司的股权架构设计提供相关建议。

IPO 企业股改所涉自然人股东个人所得税处理问题小结⁷

作者：赵伊培

企业股改时将留存收益、资本公积转增股本或资本公积，涉及自然人股东的税务处理。实务中对于税法规定的理解和适用、税务机关的执行标准不一，使得个人所得税的处理多样化。本文通过梳理法规和案例，对 IPO 企业股改时自然人股东税务处理问题进行小结并提出建议。

⁴ https://mp.weixin.qq.com/s/WzwoGMAhNfc5J_imWZ0eKA

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/K7SjqElACZvhr-VPHwIQ8A>

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/uTWEx0T9fC7B-87KkGpsiQ>

⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/YBDYRI6BnEn7mOghwyOX-w>

对赌违约款项支付司法裁判倾向研究及实务建议—— 基于对上海市近五年对赌回购裁判文书的分析⁸

作者：潘君辉、简怡倩

笔者以多个关键词搜索上海市近五年关于对赌回购的裁判文书并展开分析，拟探索上海市近年来就对赌违约款项支付的司法裁判倾向，以期助力非违约方在争议解决中更好地提出诉讼请求、并为投融资方在非诉协议中就股权回购、业绩补偿、违约条款的拟定提出一些思路参考。

新《公司法》有何溯及力？——《新公司法时间效力司法解释》解读（四）⁹

作者：何海锋、陈豪鑫、何运晨、朱泽硕、尹东勇[实习生]

为妥善解决新旧《公司法》及相关规范的衔接适用问题，最高人民法院于2024年6月30日发布《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉时间效力的若干规定》（以下简称“《新公司法时间效力司法解释》”），其已与新《公司法》同步施行。本系列文章旨在对这一司法解释作出解读，以期为新旧《公司法》的平稳过渡和妥当实施提供实务建议。

新《公司法》实施后的减资涉税分析¹⁰

作者：赵寻、郭凯航

本文针对公司法所涉及的三种减资情形（为减轻股东实缴出资义务而减资、减资用于弥补公司亏损、为股东收回投资而减资）的税务处理进行分析，以供公司相关管理者参考。

⁸ <https://mp.weixin.qq.com/s/CD9leB79JyijJVwWyWs7sw>

⁹ <https://mp.weixin.qq.com/s/hROB2tucxiAoQDGC1OpaTw>

¹⁰ https://mp.weixin.qq.com/s/LYmXa8JzoW_XCQl4e97sHw

✦ 国枫业绩 | 国枫助力海螺材料科技在香港联交所主板成功上市

Grandway Law Offices provide legal services for the successful listing of Anhui Conch Material Technology Co., Ltd. on the main board of the Hong Kong Stock Exchange



2025年1月9日，由北京国枫律师事务所提供法律服务的安徽海螺材料科技股份有限公司（以下简称“海螺材料科技”，股票代码：2560.HK）于香港联交所主板上市。海螺材料科技本次全球发行144,974,000股，发行价格为3.00港元/股。



海螺材料科技成立于2018年，是安徽海螺集团有限责任公司旗下一家生产及销售水泥外加剂、混凝土外加剂及其相关上游原材料的精细化工材料供应商。根据相关市场研究资料，海螺材料科技2023年度水泥外加剂销量及收入在中国排名首位。2022年，海螺材料科技被国务院国有企业改革领导小组评为“科改示范企业”标杆企业，并被中国建筑材料企业管理协会授予“2022中国创新建材企业100强”、“2022中国最具成长性建材企业100强”及“2022中国和谐建材企业”称号。



北京国枫律师事务所作为海螺材料科技本次发行上市的发行人中国法律顾问,为其提供了全程专业化法律服务。本项目由合伙人王岩律师负责,签字律师为王岩律师、张明律师、付孟阳律师,项目组成员还包括赵丽华律师、尹琰辉律师等。

感谢海螺材料科技长期以来对国枫的信任与支持,感谢本项目各方中介机构的支持与协作,也感谢为本项目提供指导的各位内核律师及每一位为本项目辛勤付出的国枫同事。再次祝贺海螺材料科技在香港联交所主板成功上市!

✦ 商务部将 28 家美国实体列入出口管制管控名单

The Ministry of Commerce has added 28 US entities to its export control list

1 月 2 日，商务部网站发布《商务部公告 2025 年第 1 号》，公布将 28 家美国实体列入出口管制管控名单。

公告明确，为维护国家安全和利益，履行防扩散等国际义务，商务部决定将通用动力公司等 28 家美国实体列入出口管制管控名单，禁止向 28 家美国实体出口两用物项；正在开展的相关出口活动应当立即停止。特殊情况下确需出口的，出口经营者应当向商务部提出申请。

✦ 两部门印发《商标行政执法证据规定》

Two departments issue the Provisions on Evidence of Trademark Administrative Enforcement

1 月 2 日，市场监管总局于网站公布《关于印发<商标行政执法证据规定>的通知》。

《规定》共二十四条，明确商标注册人，注册商标的独占许可使用人、排他许可使用人及上述主体的委托代理人具有出具是否为权利人生产或者其许可生产的产品辨认意见的主体资格；注册商标的普通许可使用人拥有商标注册人明确授权的，具有出具涉案产品是否为其生产的辨认意见主体资格。当事人对商标侵权事实提出异议的，负责商标行政执法的部门不得仅以权利人辨认意见认定构成商标侵权行为，应当结合其他证据综合判断；其他证据足以证明商标侵权事实的，没有权利人辨认意见也可以认定构成商标侵权行为。

✦ 国家金融监管总局印发《金融机构非集中清算衍生品交易保证金管理办法》

The State Administration for Financial Regulation has issued the Measures for the Administration of Margin for Non centralized Clearing of Derivatives Transactions by Financial Institutions

1 月 6 日，国家金融监管总局网站公布《关于印发<金融机构非集中清算衍生品交易保证金管理办法>的通知》办法自 2026 年 1 月 1 日起施行；变动保证金要求自 2026 年 9 月 1 日起施行。

《办法》共六章三十七条，明确保证金收取条件、保证金要求、合格担保品及管理、争

议解决、跨境交易等方面内容。其中，《办法》明确，初始保证金要求分三个阶段施行。金融机构及其交易对手最近一个年度3月、4月、5月末集团口径非集中清算衍生品平均名义本金高于5000亿元人民币的，自2027年9月1日起实施初始保证金要求；高于3000亿元人民币的，自2028年9月1日起实施初始保证金要求；高于600亿元人民币的，自2029年9月1日起实施初始保证金要求。

✦ 交通运输部印发《城市轨道交通全自动运行系统运营技术和管理规范》

The Ministry of Transport has issued the *Technical and Management Standards for the Operation of Fully Automated Urban Rail Transit Systems*

1月6日，交通运输部网站公布《关于印发<城市轨道交通全自动运行系统运营技术和管理规范（试行）>的通知》。

《规范》在既有ATO（列车自动运行）系统行车、客运、安全评估等管理办法和信号、车辆等运营技术规范的基础上，针对全自动运行系统特有的功能和技术变化进行了规定，共7部分，对信号、车辆、通信、站台门、综合监控五大系统和乘客服务系统在系统联动、接口匹配、参数优化、人机交互等方面，提出了设施设备的基本功能和性能要求；立足全寿命周期安全管理和质量控制，明确了系统集成的工作内容，以及设计联络、综合联调、试运行等阶段的系统接口匹配、安全质量卡控等集成要求。

✦ 国家知识产权局印发《专家参与公共决策行为监督管理办法》

The China National Intellectual Property Administration printed and distributed the *Measures for the Supervision and Administration of Experts' Participation in Public Decision making*

1月3日，国家知产局网站公布《关于印发<国家知识产权局专家参与公共决策行为监督管理办法>的通知》。

《办法》共七章二十五条，明确专家参与公共决策事项管理、专家遴选、专家库管理、评审咨询管理、监督管理等方面内容。《办法》明确，专家有下列情形之一的，视情节轻重，予以约谈提醒、暂停参与知识产权领域公共决策、取消资格等处理：

- （一）未严格按照规定程序和标准进行评审论证；
- （二）未经局有关部门单位同意，以参与公共决策的头衔对外宣传或招揽业务；
- （三）利用参与公共决策便利获取不正当利益；

(四) 参与可能影响咨询意见公正性的活动，接受利益相关方及其请托人的送礼和宴请等；

(五) 违反保密制度，泄露参与公共决策知悉的国家秘密、工作秘密、商业秘密以及其他不应公开的信息，或擅自对外发表与参与公共决策事项有关的意见和言论。

✦ 商务部：欧盟对中国企业调查中采取的相关做法构成贸易投资壁垒

Ministry of Commerce: The measures taken by the European Union in its investigation of Chinese companies constitute trade and investment barriers

1月9日，商务部发布《关于就欧盟依据〈外国补贴条例〉对中国企业调查中采取的相关做法进行贸易投资壁垒调查最终结论的公告》。

商务部于2024年7月10日发布2024年第28号公告，决定就欧盟依据《外国补贴条例》及其实施细则对中国企业调查中采取的相关做法进行贸易投资壁垒调查。现调查结束，根据调查结果和《对外贸易壁垒调查规则》第三十一条规定，商务部认定，欧盟依据《外国补贴条例》及其实施细则对中国企业调查中采取的相关做法存在《对外贸易壁垒调查规则》第三条所规定的情形，构成贸易投资壁垒。

✦ 证券虚假陈述“重大性”中“交易价量明显变化”的认定标准

The criteria for determining the "significant change in trading price and volume" in the "materiality" of securities false statements

海澜、王玉龙

本文探讨了证券虚假陈述诉讼中“交易价量明显变化”的认定标准，分析了《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》对重大性认定的影响，考察了司法实践中不同裁判观点，旨在为构建统一、客观的交易价量波动标准提供参考。

一、问题的提出：虚假陈述“交易价量明显变化”的认定困境

2022年1月21日，最高人民法院发布《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《新司法解释》），明确取消了虚假陈述民事赔偿诉讼的前置程序并明确了重大性标准。

其中第十条规定，“有下列情形之一的，人民法院应当认定虚假陈述的内容具有重大性：……（三）虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化。前款第一项、第二项所列情形，被告提交证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化的，人民法院应当认定虚假陈述的内容不具有重大性。被告能够证明虚假陈述不具有重大性，并以此抗辩不应当承担民事责任的，人民法院应当予以支持。”不同于《九民纪要》中的理性投资者标准[1]，《新司法解释》规定了法律法规推定和客观价格/交易量认定的两种证明路径，实质走向客观价格波动的一元标准[2]。

然而，该法条中对于导致相关证券交易价格或者交易量“明显变化”未作进一步界定，司法裁判文书也呈现出“揭露日跌停”、“揭露日后的某个时间区间累计涨跌幅度”等多种认定标准不一的情形。针对上述问题，本文拟梳理我国目前关于“交易价量明显变化”的现行标准，兼以考察司法实践的不同裁判观点，以期为构建统一、客观的交易价量波动标准提供参考借鉴。

二、实质判断：“价格敏感标准”认定虚假陈述重大性的理论基础

《新司法解释》第十条所规定的由“交易价量明显变化”认定虚假陈述重大性，又被称为“价格敏感标准”。在一个公开有效的证券市场中，公司股票价格是由与该公司有关的所有可获知的重大信息决定的。虚假陈述作为一种公开信息必然会在相关的股票价格中得到反映。投资者信赖市场价格的趋势进行投资，而其所信赖的市场价格反映了虚假陈述的信息。所以，投资者即使不是直接信赖虚假陈述而作出投资决策，也是受反映了虚假陈述的股票价格影响而进行了投资。换言之，投资者系基于对股票市场价格的信赖而作出投资决定，而非基于对特定信息的充分了解和分析。因此，即使投资者不知晓虚假信息的存在，只要该虚假信息对股票的市场价格产生了影响，使其发生扭曲，也可认定相应虚假陈述行为具有重大性[3]。而虚假陈述行为的实施、揭露或者更正往往会对证券市场价格产生最为明显的影响，故通常以实施日、揭露日或者更正日为基础考察股票价量变化。

同理，股票价量未发生明显波动亦可推翻虚假陈述的重大性认定。《新司法解释》第十条第（一）项、第（二）项所规定的法律、监管部门制定的规章和规范性文件中的事件认定具有重大性，属于“可抗辩”的重大性。如果虚假陈述行为人能够提出反证，即证明虚假陈述对股票价格或者交易量没有产生影响，按照股价进行交易的中小投资者也就没有受到虚假陈述影响，从而虚假陈述的重大性认定被推翻[4]。从“法律文件规定事件”的形式认定转向“交易价量明显变化”实质认定，体现出我国司法在维护市场主体利益方面的不断进步与探索。

三、法律规定：我国目前关于“交易价量明显变化”的现行标准

既往司法实践对于重大性要件独立审查的普遍缺失，造成了重大性统一裁判规则的缺失[5]。有关虚假陈述行为重大性“交易价量明显变化”的判断标准，我国目前的立法以抽象概述为主，极少数制定了量化指标，导致司法实践常出现“举棋不定”的情形。

《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）第二章“证券发行”第十九条，规定发行阶段采投资者决策标准：“充分披露投资者做出价值判断和投资决策所必需的信息”。第五章“信息披露”的第八十条和八十一条，概括定义了持续披露阶段的价格影响标准：“发生可能对……股票/债券价格产生较大影响的重大事件”。《上市公司信息披露管理办法》第二十二条规定，“可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件”应

当及时披露。《上市公司重大资产重组管理办法》第三十九条规定，相关信息披露义务人应当“披露可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的相关信息”。以上法条皆是笼统概括地列举规定了重大事件，大部分列举项陷入了“较大影响”一词的循环定义中。

可据以参照的量化认定标准，以证券交易所的《股票上市规则》相关规定为主。以《上海证券交易所交易规则（2023年修订）》为例，其5.4.2条规定，股票、封闭式基金竞价交易出现下列情形之一的，属于异常波动，本所分别公布该股票、封闭式基金交易异常波动期间累计买入、卖出金额最大5家会员营业部的名称及其买入、卖出金额：（一）连续3个交易日内日收盘价格涨跌幅偏离值累计达到±20%的，收盘价格涨跌幅偏离值累计值的计算公式为：收盘价格涨跌幅偏离值累计值=（单只证券期末收盘价/期初前收盘价-1）×100%-（对应指数期末收盘点数/期初前收盘点数-1）×100%。如期间内证券发生过除权除息，则对收盘价格做相应调整；（二）连续3个交易日内日均换手率与前5个交易日的日均换手率的比值达到30倍，并且该股票、封闭式基金连续3个交易日内的累计换手率达到20%的；（三）证监会或本所认定属于异常波动的其他情形。异常波动指标自本所公布的次一交易日或复牌之日起重新计算。可知，目前立法中，证券交易所通常以收盘价格涨跌幅以及换手率作为认定交易价格证券的交易量价变化损失重要判断依据。

四、案例分析：“交易量明显变化”认定标准的司法实践

从相关的司法裁判案例来看，目前尚无对股票交易量价变化的明确标准。根据相关裁判文书，可以梳理出如下几种认定模式：

（一）揭露日/更正日跌停即构成交易价格“明显变化”

揭露日当天的股价走势是判断交易价格明显变化的重要依据。揭露日/更正日跌停说明虚假陈述行为的实施对市场投资者心理影响较大，足以警示投资者并影响投资决策。下述案件均是在揭露日/更正日当日跌停的情况下认定了重大性。

案例	法院关于“交易量价明显变化”的认定
中车金证投资有限公司、江苏保千里视像科技集团股份有限公司证券虚假陈述案 ⁶	根据公开信息，2016年12月29日揭露日前一天即2016年12月28日与2017年4月11日基准日期间，上证指数由3102.24点涨至3288.97点，涨幅为6.02%；深证成指由10187.16点涨至10655.79点，涨幅为4.60%。相反，保千里公司股票价格却出现了4.87%的下跌。因此，一审法院认为，揭露日至基准日之间保千里公司股票下跌未受沪深证券市场系统风险影响，中车公司在此期间的投资损失与保千里公司虚假陈述行为之间存在因果关系。
湖南天润数字娱乐文化传媒股份有限公司与吴海波证券虚假陈述案 ⁷	本案中，天润数娱公司所涉的虚假陈述内容属于证券法第八十条第二款规定的重大事件以及中国证监会《上市公司信息披露管理办法》中要求披露的重大事件，且在虚假陈述揭露日（2019年5月7日）当天天润数娱公司股价跌停，交易价格产生明显变化。故本案虚假陈述的内容具有重大性。
银信资产评估有限公司、江苏保千里视像科技集团股份有限公司等证券虚假陈述案 ⁸	上市公司被证监会立案调查是非常严重的事件，对具体上市公司股价属于重大利空，初次发布之日消息朦胧之时，对市场投资者心理影响较大，足以警示投资者并影响投资决策。事实上，保千里公司股票走势也印证了这一点，2016年12月29日保千里公司首次公告被立案调查当日股票跌停。可以看出，该案中揭露日当天的股价走势是判断交易价格明显变化的重要依据。
王自恩与北京昊华能源股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案 ⁹	昊华能源因虚增资产导致2015年至2018年年报存在虚假记载，因虚假陈述实施日当天，昊华能源股票价格上涨4.62%，且成交量较前几个交易日大幅增长，在上市公司未能证明实施日后股票价格或者交易量未发生明显变化下，最终认定虚假陈述行为具有重大性。

(二) 选取揭露日/更正日后的某个时间区间，考察连续多个交易日的累计涨跌幅度

时间区间的长度选择在一定程度属于法官的自由心证范畴，各个法院呈现出不同的选择标准。总体来讲，司法实践中选取的区间包括揭露日/更正日当日及次日、揭露日/更正日当日及后 2 个交易日、揭露日/更正日前后 5 个交易日、揭露日/更正日至基准日期间、揭露日/更正日后 30 个交易日。

案例	法院关于“交易量价明显变化”的认定
山西路桥股份有限公司与王某证券虚假陈述责任纠纷案 ¹⁰	山西路桥公司的虚假陈述行为被央视报道及证监会处罚后，连续 3 个交易日股票收盘价格跌幅偏离值达 14.69%，构成股票价格异常波动。原审判决综合考虑了虚假陈述和大盘下跌的双重影响，以及被上诉人购买某 ST 股，本身存在的较大的投资风险等因素，判决山西路桥公司按被上诉人投资损失的 20%承担赔偿责任并无不当，本院予以维持。
贵州长征天成控股股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案 ¹¹	第二、价格敏感标准，是指以该事实对于证券价格是否会产生较大影响作为判定其是否具有重大性的标准，通过不实披露行为前后的价格变化可判断其是否构成重大事件。天成控股揭露日 2017 年 4 月 24 日前一交易日 4 月 21 日的收盘价为 9.77 元，2017 年 4 月 24 日的收盘价为 8.79 元，4 月 25 日的收盘价为 7.91 元，4 月 26 日停盘，4 月 27 日收盘价为 7.51 元，4 月 28 日收盘价为 7.13 元。2017 年 4 月 24 日天成控股公司发布《业绩更正公告》后，该股票交易价格连续两个交易日跌幅 10%，ST 后连续两个交易日跌幅 5%，连续四个交易日跌停，业绩更正报告发布前后天成控股的股价发生巨大变化，由此可知，该事件对股票价格产生了较大的影响。

(三) 选取揭露日/更正日后的某个时间区间，考察该区间内股票价格和同期大盘走势之间的差异幅度

在揭露日/更正日后的某个时间区间内，倘若股票价格和同期大盘走势基本相同，则证明股票价格或者交易量受到同期大盘的影响，股价走势、交易量与同行业基本保持一致，不认定为“交易量价发生明显变化”，反之亦然。

案例	法院关于“交易量价明显变化”的认定
季春静与高升控股股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案 ¹²	2018年9月27日盘后，高升控股发布公告称：其于2018年9月27日收到中国证监会《调查通知书》，因涉嫌信息揭露违法违规，中国证监会决定对高升控股进行立案调查。2018年9月28日（揭露日），高升控股跌停，交易价格变化明显，而同期深证综合指数和（申万）通信行业指数涨幅显著，（申万）通信配套服务行业指数跌幅轻微。可见，该次揭露对于公司股票的交易价格产生了明显的影响，对投资者的购买意愿亦造成较大影响。
柯志程等与安徽华信国际控股股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案 ¹³	虽然揭露日当天被告华信国际公司股价下跌2.31%，同期大盘上涨0.63%，但嗣后两日，被告华信国际公司股价连续上涨，其中第一日上涨超过同期大盘。总体而言，揭露日以及后续两日，被告华信国际公司股价并未出现高于大盘的明显下跌。 在揭露日至基准日期间，华信国际公司虽然股价下跌，但跌幅小于同期大盘。
周江林、安徽德豪润达电气股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案 ¹⁴	第一个虚假陈述行为揭露日至基准日期间，德豪润达公司股价走势与同行业基本保持一致……第三个虚假陈述行为揭露日至基准日期间，德豪润达公司的股票价格是大幅上涨的，涨幅高达39.57%，远高于小家电行业的同期涨幅7.33%。德豪润达公司揭露日前后股票交易价格和交易量没有明显变化，换手率在正常范围内波动。

立信会计师事务所、金亚科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案 15	<p>证券虚假陈述行为的重大性，是指公司行为对投资决定的可能性影响，主要包括投资者投资意愿等，其主要衡量指标可以通过该行为对证券交易价格和交易量的影响来判断。本案中，金亚科技公司发布《关于收到中国证监会立案调查通知书的公告》后，金亚科技股价在停牌前的三个交易日均跌停，下跌幅度高达 27%，而同期深圳创业板指数仅下跌 6%。由此可见，金亚科技公司披露的上述事项，已对投资者购买或抛售金亚科技股票的意愿产生影响，同时也对金亚科技股票的交易价格产生了明显影响。</p>
--------------------------------------	--

（四）在诱多/诱空型虚假陈述情形下，股价变动趋势与虚假陈述行为对投资者的投资决策影响是否一致，若未体现出诱多/诱空效果甚至与诱多/诱空效果相反，不认定具有重大性

诱多型虚假陈述行为将导致实施日后股价或者交易量明显上升，揭露或更正后，股价明显下跌，交易量上升。若虚假陈述实施日当天及之后多个交易日股价变动趋势与该虚假陈述行为对投资者的投资决策影响相反的，则一般不认定为具有重大性[16]。诱空型虚假陈述行为则将导致股价或者交易量呈现与上述内容相反的涨跌趋势。

案例	法院关于“交易量价明显变化”的认定
柯志程等与安徽华信国际控股股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案 ¹⁷	<p>被告首次实施虚假陈述行为是在 2016 年 3 月 1 日，2016 年 4 月 15 日复牌后，被告华信国际公司股价并未明显上涨或维持不动，而是连续三个交易日跌停。这说明虚假陈述未体现出诱多的效果。被告第二次虚假陈述行为系其在发布的《2016 年年度报告》中未按规定披露关联交易、虚增 2016 年度营业收入和利润。……公布《2016 年年度报告》后，公司股价连续 8 个交易日下跌。被告第三次虚假陈述行为系其在发布的《2017 年年度报告》中未按规定披露关联交易、虚增 2017 年度营业收入和利润以及未及时披露对外担保……公布《2017 年年度报告》后，公司股价连续 13 个交易日下跌。由此可见，被告华信国际公司在上述诱多型虚假陈述行为实施后并未导致股价明显上涨，市场对其的反应是相反的。</p>

王国际、新疆汇嘉时代百货股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案 ¹⁸	根据原审法院查明的事实，本案中汇嘉时代公司及其全资子公司新疆汇嘉时代小额贷款有限公司与新疆汇嘉投资(集团)有限公司等关联方于2018年1月至2019年1月期间发生关联交易29,690万元的行为，已由中国证券监督管理委员会新疆监管局调查认定，并且新疆汇嘉时代小额贷款有限公司出借的关联交易款项均已收回并取得利润。而汇嘉时代公司的股价在上述认定的揭露日至基准日期间并未出现大幅下跌情形，反而整体呈上升趋势，这表明汇嘉时代公司的虚假陈述并未导致其公司股票交易价格或者交易量明显变化，故本院二审认定虚假陈述的内容不具有重大性并无不当。
胡文中、新里程健康科技集团股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案 ¹⁹	其根据恒康医疗公司三则公告发布前一日及当日股票交易情况，……6月7日（第一个虚假陈述实施日）较前一交易日上涨0.63%；2013年6月13日（第二个虚假陈述实施日）较前一交易日上涨7.31%；6月24日（第三个虚假陈述实施日）较前一交易日下跌2.54%。结合公告发布后投资者对于“利好”的认可度，并不足以认定恒康医疗股票交易价格或者交易量发生了明显变化，故恒康医疗公司虚假陈述的内容并不具有重大性。

（五）剔除其他因素导致的股价变动，判断虚假陈述是否具有重大性

司法实践中认定股价和交易量发生明显变动的同时，一般将其他导致股价变动的企业资产重组失败、经营风险公告、退市警示公告等重大因素剔除，进而判断虚假陈述行为是否具有重大性。

案例	法院关于“交易量价明显变化”的认定
柯志程等与安徽华信国际控股股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案 ²⁰	<p>纵观被告华信国际公司从2016年3月1日至2018年10月11日期间的整体走势，被告华信国际公司的股价主要受到证券市场系统风险和其自身资产重组失败的重大影响，虚假陈述行为并未导致其股价明显变化。……停牌期间发生的2015年、2016年股市大盘风险、被告华信国际公司自身的资产重组失败等因素，造成了复牌后的第一次股价大幅度下降。第二次大幅度下降发生于被告华信国际公司再次宣布重组失败并于2018年4月25日复牌后、揭露日2018年8月23日之前。此次股价大幅度下降是被告华信国际公司资产重组失败，控股股东上海华信公司所持股票质押、被司法冻结，以及被告上海华信公司出现资金问题等因素所造成。整体而言，被告华信国际公司提供证据证明其虚假陈述行为并未导致股价或交易量明显变化，其有关虚假陈述的内容不具有重大性的抗辩成立。</p>
周某红、某某科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案 ²¹	<p>某某环境第一次更正的2017年年度报告虚假记载与被中国证监会江苏监管局行政监管的虚假记载在数额上并不一致，后者需更正数额高于某某环境2017年年度报告中的利润总额，也高于某某环境实际更正的数额，而某某环境发布可能被暂停上市风险提示的直接原因系后者，并非某某环境实际应更正的虚增利润数额，考虑实践中证券市场对于股票可能被暂停上市的反应强度远高于对年度报告虚假记载的反应强度，本案难以认定某某环境2019年1月10日之后的股价下跌与其虚假记载的利润数额有直接关联性，故周某红主张的案涉虚假陈述的内容具有重大性无法予以支持。</p>

<p>吴某某、新疆天某公司等证券虚假陈述责任纠纷案²²</p>	<p>新疆天某公司于 2023 年 4 月 25 日、4 月 27 日连续发布了多个重大利空消息及上市公司经营风险公告。结合上述分析，2023 年 4 月 28 日后新疆天某公司股票价格虽然存在连续下跌的情形，但在很大程度上应系新疆天某公司集中发布的重大利空消息、上市公司经营风险公告所导致，并非案涉证券虚假陈述行为所直接造成。结合新疆天某公司同期发布的停牌公告、2022 年年度报告、2023 年第一季度报告、不分配利润的专项说明等信息，即新疆天某公司在股票被停牌，营业收入、净利润、现金流量净额、每股收益均大幅下降，并公告不分配利润的情况下，本院认定新疆天某公司在本案中所涉证券虚假陈述行为不具有重大性。</p>
<p>沈华勇、美都能源股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案²³</p>	<p>美都能源 4 月 15 日（揭露日）还发布了《关于公司股票可能被实施退市风险警示的第三次提示性公告》及《关于控股股东的一致行动人所持部分股份可能被动减持的预揭露公告》两则利空消息，……结合美都能源于 2020 年 4 月 24 日、25 日、27 日至 30 日集中公布审计机构出具无法表示意见的审计报告、2019 年年报显示净利润为负、股票价格低于面值 1 元、部分银行账户冻结、收到浙江证监局及上海证券交易所监管工作函等一系列重大利空消息，该信息的揭露行为对股价下跌的影响并不明显。……结合美都能源于 2020 年 5 月 16 日就提前锁定退市结局并公告于 2020 年 5 月 28 日停牌，该信息的揭露行为对股价下跌的影响并不明显。……可见，上述虚假陈述行为的揭露并未造成交易价格或交易量的明显变化。</p>

五、结语：走向统一、客观的交易价量波动标准

“交易价量明显变化”是证券虚假陈述重大性认定的核心。《新司法解释》的颁布，推

动证券虚假陈述重大性认定走向客观价格波动的一元标准,也体现出最高人民法院对域外法治的最新借鉴、统一裁判权的持续努力及民事诉讼定位的不懈探索[24]。然而,由于目前立法未对“交易价量明显变化”规定具体量化标准,在司法裁判认定中呈现出多种不一的裁判观点,造成“同案不同判”的审理困境。因此,有必要完善证券虚假陈述“重大性”中的“交易价量明显变化”认定标准,走向统一、客观的裁判规则,以期在公平与效率的权衡中为市场主体提供良好交易环境,为服务国家金融战略实施和系统性风险防范奠定制度基础。

[1]《九民纪要》第85条规定,“重大性是指可能对投资者进行投资决策具有重要影响的信息”。

[2]参见林文学、付金联、周伦军:《〈关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定〉的理解与适用》,载《人民司法》2022年第7期,第48页。

[3]参见(2017)沪01民初943号民事判决书。

[4]参见樊健:《证券虚假陈述民事责任中的价格影响理论:理论反思与实践争议》,载《财经法学》2023年第5期,第37页。

[5]参见严加武、陆文川:《虚假陈述重大性的司法认定》,载《金融法苑》2021年第3期,第65页。

[6]参见(2019)粤民终2080号民事判决书。

[7]参见(2023)湘民终162号民事判决书。

[8]参见(2020)粤民终1744-1747等号民事判决书。

[9]参见(2022)京74民初2826号民事判决书。

[10]参见(2020)晋民终843号民事判决书。

[11]参见(2020)黔民终71号民事判决书。

[12]参见(2022)京74民初2849号民事判决书。

[13]参见(2021)沪74民初1895号民事判决书。

[14]参见(2022)粤04民初76号民事判决书。

[15]参见(2021)川民终176号民事判决书。

[16]参见彭冰:《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》,载《法律适用》2022年第5期,第57页。

[17]参见(2021)沪74民初1895号民事判决书。

[18]参见(2023)新民申157号民事判决书。

[19]参见(2022)甘民终499号民事判决书。

[20]参见(2021)沪74民初1895号民事判决书。

[21]参见(2023)冀民终736号民事判决书。

[22]参见(2024)新民终45号民事判决书。

[23]参见(2022)浙05民初135号民事判决书。

[24]同引注4,第75页。

✦ 《医药健康视点周刊（20241230-20250105）》

News Digest of Healthcare Industries (20241230-20250105)

如今，医药健康领域的发展可谓日新月异。本所始终坚守在行业一线，特别推出《医药健康视点周刊》，为您提供医药健康领域最新的法律法规、资本市场项目动态以及行业热点，帮助您在这个充满机遇与挑战的行业中保持清晰的前瞻视野和稳健的发展步伐。《医药健康视点周刊》每周一期，敬请期待！

www.grandwaylaw.com
北京 上海 深圳 成都 西安 杭州 南京 苏州 香港

目 录

01 / 新规解读 Analysis of Laws

- 新版医保药品目录 2025 年 1 月 1 日起正式施行
- 《中药标准管理专门规定》上线
- CDE 发布《评价胰岛素类药物药代和药效动力学的正葡萄糖钳夹试验指导原则》的通告
- CDE 发布《腺相关病毒载体基因治疗产品非临床研究技术指导原则》的通告
- CDE 发布《嵌合抗原受体 T 细胞治疗血液淋巴系统恶性肿瘤临床试验技术指导原则（试行）》的通告
- CDE 发布《预防用猴痘疫苗临床试验技术指导原则（试行）》
- CDE 发布《脑膜炎球菌疫苗临床试验技术指导原则（试行）》的通告
- 药品追溯码的全国监管应用

03/ 市场资讯 Market News

- IPO
- 再融资
- 投融资

06/ 行业热点 Topical issues

- 司美格鲁肽咀嚼软糖上市，每月 246 美元
- 信达生物/葆元医药 ROS1 抑制剂获批新适应症
- 吉利德长效 HIV 疗法今日在中国获批上市
- 安斯泰来抗 CLDN18.2 单抗佐妥昔单抗在中国获批
- 医疗器械网络销售合规治理年度总结报告会在京召开
- 国家药监局公布 4 起药品网络销售违法违规典型案例

阅读全文

扫描下方二维码阅读

国枫《医药健康视点周刊

(20241230-20250105)》全文：



往期回顾

扫描下方二维码阅读

国枫《医药健康视点周刊》往期内容：



✦ 中国人民警察节
Chinese People's Police Day



经党中央批准、国务院批复，自 2021 年起，将每年 1 月 10 日设立为“中国人民警察节”。人民警察节的设立，充分体现了以习近平同志为核心的党中央对人民警察队伍的关心关怀，是党和国家对人民警察队伍忠诚履职、英勇奋斗、牺牲奉献的充分肯定，是对人民警察队伍的极大鼓舞和激励鞭策。

今天是第 5 个中国人民警察节，全国公安机关和广大公安民警通过升警旗、唱警歌、重温入警誓词和举行职业荣誉仪式、召开警民座谈会等一系列庄重热烈的庆祝活动，充分展现新时代新征程上公安事业新发展新进步，激励广大公安民警不断增强职业荣誉感归属感，切实将习近平总书记和党中央的关心关怀转化为强大动力，全力推进公安工作现代化，更好履行党和人民赋予的神圣职责，奋力为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供坚强安全保障。

1 月 10 日上午，公安部举行了庄重的升警旗仪式，300 余名干部代表整齐列队，伴随着中国人民警察警旗冉冉升起，全体人员高唱《中国人民警察警歌》，并向警旗敬礼。升警旗结束后，全体人员面向警旗，高举右拳，重温公安机关人民警察誓词，铮铮誓言响彻现场。

当日，公安部还通过召开新闻发布会、开展主题宣传、联合推出特别节目、组织融媒体直播、发布优秀公安民警事迹等，集中展示全国公安机关和广大公安民警强化政治担当、忠诚履职尽责，为全力维护国家安全和社会稳定、守护人民幸福和安宁作出的新贡献、取得的新成效。



连日来，各地公安机关和广大公安民警结合本地实际，因地制宜组织一系列丰富多彩的庆祝活动。上海、湖北、甘肃等地公安机关紧密结合“人民公安从这里走来”主题宣传活动，组织公安民警走进警察博物馆、警史馆、荣誉长廊等学习参观，进一步传承弘扬党的优良革命传统，凝聚奋进力量。北京、天津、江西、新疆等地公安机关通过举办英模事迹报告会、表彰仪式等，积极营造学习先进、争当先进浓厚氛围。山东、江苏、四川、重庆、广西等地公安机关推出系列主题报道、召开发布会和开展警营开放日活动等，全面介绍和展示公安工作和队伍建设取得的新成就。黑龙江、吉林公安机关将警察节庆祝活动与冬季冰雪旅游秩序维护相结合，积极营造文明有序旅游环境，全力护航冰雪旅游。辽宁、安徽、湖南、青海等地公安机关积极开展向公安烈士、因公牺牲民警辅警家属和因公伤残民警辅警走访慰问活动，传递组织的关爱关心。海南、广东、陕西等地公安机关推出“敬礼·警旗”主题活动等，促进警民共建、汇聚平安合力。浙江、福建、河南、云南、贵州、宁夏等地公安机关制作推出《大山里的警察》《我的名字》《人间道》《忠诚铸平安 奋进新征程》《守护者》等一批主题海报、短视频作品，营造了庆祝警察节的浓厚氛围。铁路、民航公安机关，海关缉私部门和国家移民管理部门结合警种特色，组织开展了形式多样的庆祝活动。香港、澳门警务部门代表赴内地参加警察节系列活动，并与公安特勤部门开展演练交流。

警察节期间，广大公安民警不畏严寒、冲锋在前，始终坚守在防风险、保安全、护稳定、促发展第一线，以维护政治安全和社会稳定的实际行动庆祝节日。河北、山西、内蒙古、兵团公安机关积极开展“百万警进千万家”“警民恳谈”等活动，组织民警深入社区农村企业学校，认真听取民声民意，积极推动解决群众“急难事”、企业“烦心事”。西藏公安机关全力投入日喀则定日县 6.8 级地震抢险救援工作，持续组织开展救助群众、应急处突和治安巡逻防控各项工作，积极会同相关部门加强路面清理、道路抢修和秩序维护，加强街面和居民安置点的巡逻防控，确保重点部位交通顺畅，全力维护良好社会治安秩序。

文章来源：中华人民共和国公安部官网