



2025 年第二十三届“理律杯”全国高校模拟法庭竞赛
第 5 号代表队被告方答辩状

2025 年第二十三届“理律杯”全国高校模拟法庭竞赛

答

辩

状

第 5 号代表队呈递



目录

第一部分 当事人信息	1
第二部分 案件事实与争议焦点	1
第三部分 答辩主张	4
第四部分 法律适用	5
第五部分 实体部分代理意见	7
第一节 绿康公司未披露行政处罚不构成消极虚假陈述，不承担民事赔偿责任	7
一、绿康公司未披露的行政处罚不具有重大性，不构成重大遗漏	7
(一) 依“投资者决策标准”，案涉处罚不属于法定披露的重大事件	7
(二) 依“价格敏感性标准”，案涉处罚不具有重大性	9
(三) 采用单一的事后股价波动变化判断事前信息重大性不具有合理性 ..	11
二、绿康公司未披露行政处罚与原告的投资决策之间不具有交易因果关系	12
(一) 原告非因信赖信息完整性而买卖股票，而是基于公司长期潜力 ..	12
三、绿康公司未披露行政处罚与原告的损失之间不具有损失因果关系	13
(一) 原告损失主要源于证券市场系统性风险等外部因素	13
(二) 证券市场风险等因素所导致的投资者损失应当予以扣除	14
第二节 绿康公司 ESG 报告中“已全面实现全产品线碳中和”的叙述不构成积极虚假陈述，不承担民事赔偿责任	16
一、ESG 报告属于自愿性披露信息且不具有重大性，无须强制披露	16
(一) ESG 报告对于绿康公司而言非法定的强制性披露信息	16
(二) 依“投资者决策标准”，ESG 报告不足以影响一般投资者的决策 ..	17
(三) 依“价格敏感性标准”，ESG 报告未引发单独的重大股价波动 ..	17
二、ESG 报告相关陈述不构成虚假记载、误导性陈述和错误预测的虚假陈述 ..	18
(一) “碳中和”声明符合国内外通行标准，不构成虚假记载	18
(二) ESG 报告对“碳中和”进行了详细阐述，不构成误导性陈述	21
(三) ESG 报告对可再生能源使用比例的预测不构成错误预测的虚假陈述 ..	22
(四) 判断被告是否实施虚假陈述不应以调查报告为依据	25
三、ESG 报告相关陈述与原告的投资行为之间不具有交易因果关系	25
(一) 原告的投资决策系对公司长期价值的看好，而非仅信赖 ESG 报告 ..	25
(二) ESG 报告不具备足以诱导投资者做出投资决策的重大性	26
四、ESG 报告相关陈述与原告的投资损失之间不具有损失因果关系	27
(一) 绿康公司股价下跌主要源于证券市场风险等其他因素	27
(二) 原告的损失计算应扣除证券市场风险等其他因素所致部分	28
第三节 绿康公司不应承担本案全部诉讼费、保全费及律师费	29
第六部分 启示与反思	30
第七部分 附件	31
附件一 律师事务所函	31
附件二 授权委托书	32
附件三 证据目录	33
附件四 知名食品饮料企业 ESG 报告相关信息对比	34
附件五 实体代理意见中的司法案件援引清单	35
附件六 本答辩状副本共十三份	46



第一部分 当事人信息

原告：李明泽

住所地：××省××市×××

身份证号：××××××××××××××××

联系方式：××××××××××

被告：绿康食品股份有限公司

住所地：江苏省苏州市工业园区

统一社会信用代码：××××××××××××××××

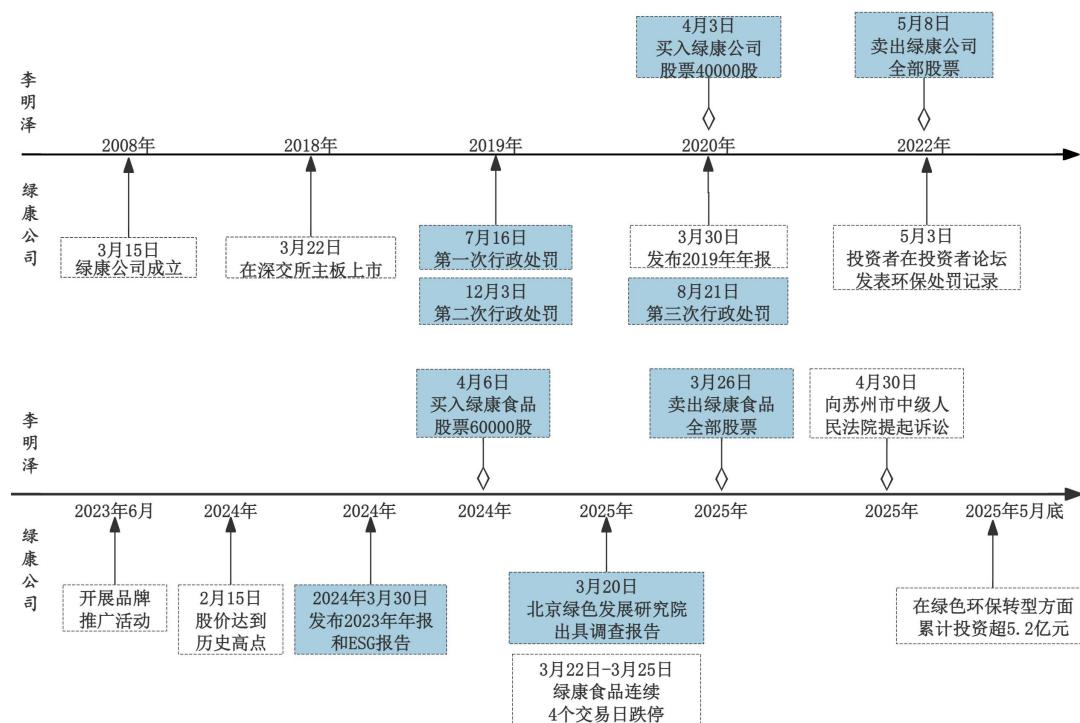
法定代表人：王建华

联系方式：××××××××××

第二部分 案件事实与争议焦点

第一节 案件事实

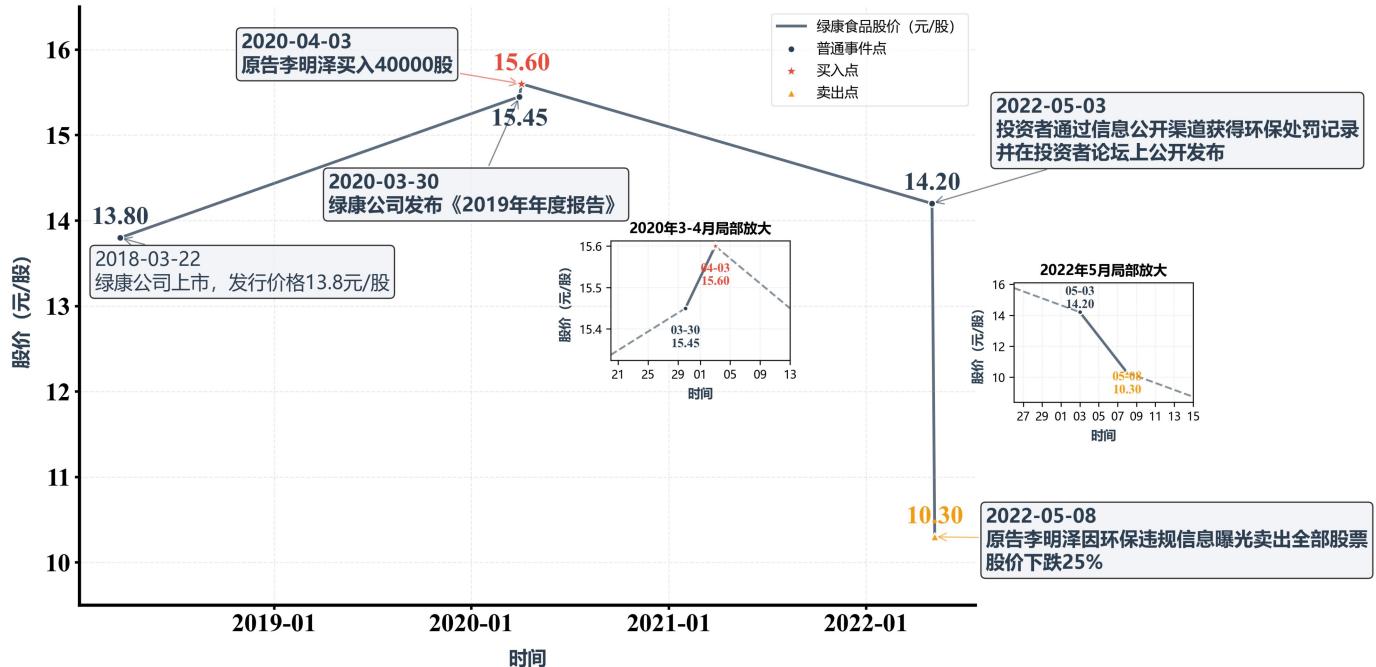
一、本案事实时间轴



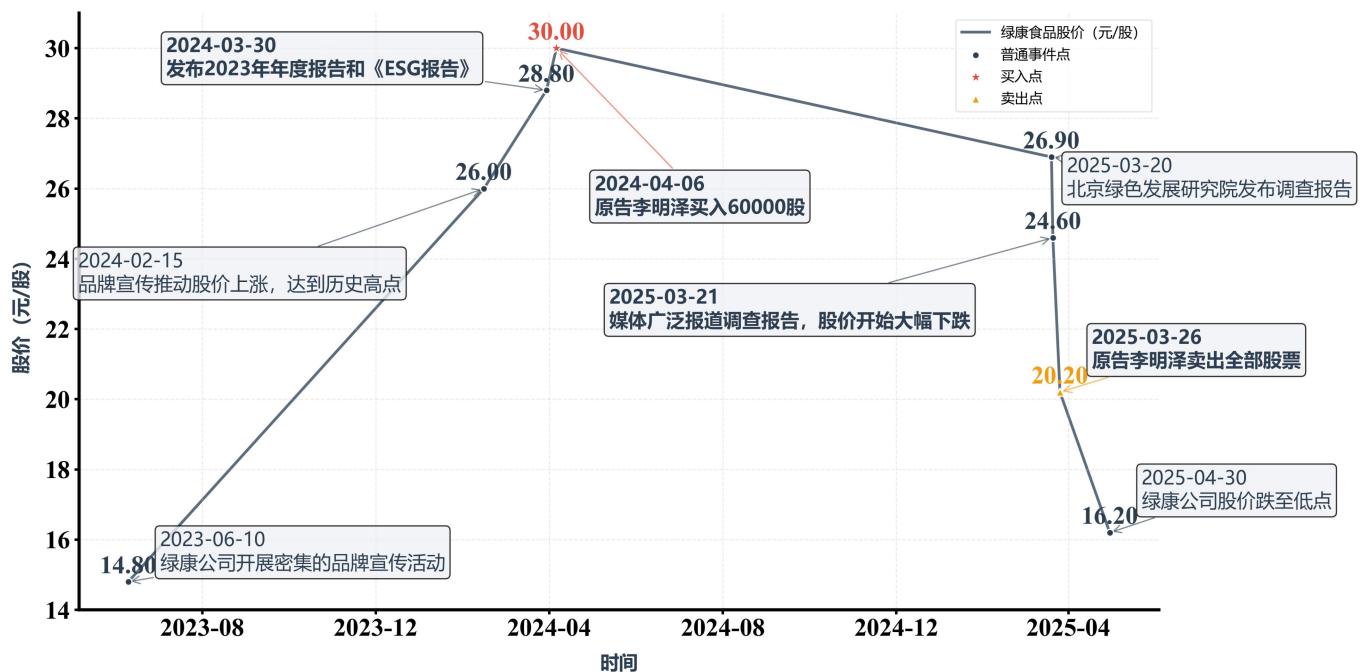


二、本案股价波动图

(一) 绿康公司上市至李明泽第一次卖出股票 (2018. 03. 22—2022. 05. 08)



(二) 绿康公司品牌宣传至绿康公司股价跌至低点 (2023. 06. 10—2025. 04. 30)





三、本案关键事实

(一) 绿康公司未披露环保处罚信息无法构成虚假陈述的关键事实证明

证明事项	时间	关键事实
三次行政处罚所涉金额在绿康公司营业收入或净利润中占比很小并已完成整改	——	绿康公司在江苏、河南、广东等省份设有 12 个现代化生产基地，拥有员工 15247 人，是国内知名快速消费品企业
	2019 年 7 月 16 日	苏州总部被行政处罚 300 万元，最近一个会计年度营业收入 40.5 亿元，净利润 2 亿元
	2019 年 12 月 3 日	洛阳公司被行政处罚 800 万元，最近一个会计年度营业收入 40.5 亿元，净利润 2 亿元
	2020 年 8 月 21 日	济南工厂被行政处罚 470 万元，最近一个会计年度营业收入 53.2 亿元，净利润 3 亿元
	2019 年—2020 年	绿康公司均按照要求对三次环保违规行为进行整改，并支付了相应罚款
政府信息公开网站公布三次行政处罚记录	2022 年 5 月 3 日	投资者通过政府信息公开渠道获得了绿康公司 2019 年至 2020 年间环保处罚记录
李明泽的第一次投资行为及损失与未披露行政处罚信息之间不具有因果关系	2018 年	李明泽从 2018 年就开始看好绿康公司，认为其在绿色食品产业非常有潜力
	2022 年 5 月 8 日	投资者论坛信息发布 3 日后，李明泽才卖出绿康公司全部股票

(二) 绿康公司 ESG 报告无法构成虚假陈述的关键事实证明

证明事项	时间	关键事实
ESG 报告中的相关陈述具有事实基础，不构成虚假记载或误导性陈述	2024 年 3 月 30 日	绿康公司发布 ESG 报告，声称“已在 2023 年底实现全产品线的碳中和”
ESG 报告未单独引发绿康公司的股价明显波动	2024 年 2 月 15 日	绿康食品股价为 26.00 元/股
	2024 年 3 月 30 日	绿康食品的收盘价为 28.80 元/股
	2024 年 4 月 6 日	绿康食品股价为 30.00 元/股
李明泽的第二次投资行为与 ESG 报告之间不具有交易因果关系	2023 年 6 月 10 日—2024 年 2 月 15 日	绿康公司股价因绿色宣传活动持续攀升达到历史高点 26.00 元/股
	2024 年 3 月 30 日	绿康公司发布的 ESG 报告被广泛转载，收获大量关注和好评
	2024 年 4 月 6 日	李明泽在看到这些报告后重拾信心，买入绿康公司股票 60000 股
李明泽的第二次投资损失与 ESG 报告之间不具有损失因果关系	2025 年 3 月 20 日	财经媒体广泛报道北京绿色发展研究院出具的调查报告，负面消息在投资者群体迅速传播
	2025 年 2—4 月	受中美贸易战、中东局势等国际因素影响，A 股市场走势持续低迷



第二节 争议焦点

一、绿康公司未在 2019–2021 年年度报告中披露行政处罚信息是否构成消极虚假陈述

- (一) 绿康公司未披露 2019–2020 年间的行政处罚信息是否构成重大遗漏
- (二) 李明泽第一次投资决策与未披露行政处罚之间是否存在交易因果关系
- (三) 李明泽第一笔投资损失与未披露行政处罚之间是否存在损失因果关系

二、绿康公司在 ESG 报告中的“碳中和”声明是否构成积极虚假陈述

- (一) 绿康公司“碳中和”声明是否构成虚假记载、误导性陈述或错误预测的虚假陈述
- (二) 李明泽第二次投资决策与“碳中和”声明之间是否存在交易因果关系
- (三) 李明泽第二笔投资损失与“碳中和”声明之间是否存在损失因果关系

第三部分 答辩主张

尊敬的审判长、审判员：

根据《中华人民共和国民事诉讼法》第 61 条及《中华人民共和国律师法》第 25 条的规定，第 5 号律师事务所接受本案被告绿康食品股份有限公司的委托，指派我们担任被告的一审代理人，参与本案的诉讼活动。被告代理人现就李明泽与绿康食品股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一案，提出如下答辩主张：

- 一、绿康公司未披露三次行政处罚均不构成消极虚假陈述，不承担民事赔偿责任；
- 二、绿康公司 ESG 报告中“已全面实现全产品线碳中和”的叙述不构成积极虚假陈述，不承担民事赔偿责任；
- 三、绿康公司不承担本案全部诉讼费用、保全费用和律师费。

代理人现根据本案事实和有关法律，发表如下详细代理意见，供法庭参考。



第四部分 法律适用

本案涉及的虚假陈述责任纠纷时间跨度较长，此期间立法沿革所可能导致的法律适用变化，对当事人之间基础法律关系之定性以及相应法律后果均有较大影响，因此在具体陈述被告方代理意见前，需要明确本案中法律适用的溯及力问题。

“法不溯及既往”作为法律适用的基本原则，旨在保护当事人基于旧法秩序产生的明确信赖和利益预期。¹这一原则是法的可预测性和可诉性的体现，是现代法治的原则之一，是对私权利的有效保护。²本案中，绿康公司发布 2019 年、2020 年和 2021 年年度报告时，无法知悉现行法律法规对于当时三次行政处罚披露的具体要求，故对于披露必要性的判断，应当以当时的法律法规进行分析。同理，对于绿康公司 2024 年 3 月发布的 ESG 报告，其内容是否构成虚假陈述，也应适用当时的法律法规。

综上，结合案件事实、溯及力法理原则和赛题规则，被告方将本案应当适用和参照法律法规列明如下，供法庭参考：

规范性文件名称	法规简称	实施时间	发布部门
法律			
《中华人民共和国民法典》	《民法典》	2021.01.01	全国人民代表大会 全国人大常委会
《联合国气候变化框架公约》	——	1992.11.07	
《联合国气候变化框架公约的京都议定书》	——	2005.02.16	
《全国人民代表大会常务委员会关于积极应对气候变化的决议》	——	2009.08.27	
《中华人民共和国证券法》	《证券法》	2020.03.01	
《中华人民共和国民事诉讼法》	《民事诉讼法》	2024.01.01	
司法解释			
《人民法院对外委托司法鉴定管理规定》	——	2002.04.01	最高人民法院
《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》	《虚假陈述若干规定》(2003)	2003.02.01 <i>(已废止)</i>	
《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》	《虚假陈述若干规定》	2022.01.22	
行政法规			
《股票发行与交易管理暂行条例》	——	1993.04.22	国务院
《诉讼费用交纳办法》	——	2007.04.01	
部门规章			
《上市公司信息披露管理办法》	——	2007.01.30 <i>(已废止)</i>	中国证券监督管理委员会
《上市公司治理准则》	——	2018.09.30 <i>(已废止)</i>	

¹ 参见郭峰，陈龙业，蒋家棟：《〈全国法院贯彻实施民法典工作会议纪要〉理解与适用》，载《人民司法》2021年第19期，第32页。

² 参见朱力宇：《关于法的溯及力问题和法律不溯既往原则的若干新思考》，载《法治研究》2010年第5期，第16页。



《上市公司治理准则》	——	2025.03.27	中国证券监督管理委员会 生态环境部 国家发展和改革委员会
《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》	——	2021.06.28 (已废止)	
《碳排放权交易管理办法(试行)》	——	2021.02.01	
《企业温室气体排放报告核查指南(试行)》	——	2021.03.26	
《温室气体自愿减排项目方法学—造林碳汇(CCER—14—001—V01)》	——	2023.10.24	
《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》	——	2012.06.13	
《关于做好2016、2017年度碳排放报告与核查及排放监测计划制定工作的通知》	——	2017.12.04	
《国家发展改革委办公厅关于印发首批碳达峰试点名单的通知》	——	2023.11.28	国家发展和改革委员会
司法解释性质文件			
《最高人民法院关于人民法院民事诉讼中委托鉴定审查工作若干问题的规定》	——	2020.09.01	最高人民法院
行业规定			
《深圳证券交易所股票上市规则》	——	2018.11.16 (已废止)	深圳证券交易所
《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》	——	2020.02.28 (已废止)	
《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第1号——主板上市公司规范运作》	——	2022.01.07 (已废止)	
《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第1号——主板上市公司规范运作》	——	2023.12.15 (已废止)	
《深圳证券交易所交易规则》	——	2023.02.17	



第五部分 实体部分代理意见

第一节 绿康公司未披露行政处罚不构成消极虚假陈述， 不承担民事赔偿责任

《虚假陈述若干规定》明确规定了证券虚假陈述作为一种特殊民事侵权行为，其构成要件主要包括：实施了虚假陈述行为、投资者损失、虚假陈述行为与投资者损失之间存在因果关系。本案绿康公司未披露三次行政处罚信息的行为，不满足上述构成要件。第一，案涉行政处罚信息不具有重大性，该信息依法不属于强制披露的“重大事件”，也未引起股价或交易量显著波动；第二，原告的投资损失主要源于自身投资决策以及证券市场系统性风险等其他因素，与被告行为之间不具有因果关系。

一、绿康公司未披露的行政处罚不具有重大性，不构成重大遗漏

根据《虚假陈述若干规定》第 4 条第 4 款之规定，³重大遗漏，是指信息披露义务人违反关于信息披露的规定，对重大事件或者重要事项等应当披露的信息未予披露。其中，重大性是认定重大遗漏的核心与关键，直接决定了信息披露义务的范围与边界。⁴我国虚假陈述重大性的认定标准主要有两点：一是投资者决策标准，若披露的信息会实质性地影响投资者的交易决策，则该信息具有重大性；二是价格敏感性标准，若披露的信息会对相关股票价格产生实质性的影响，那么该信息具有重大性。⁵本案中，三次行政处罚信息既未对原告的投资决策造成实质影响，也未造成股票交易价格或交易量明显变化，不应认定其具有重大性。

（一）依“投资者决策标准”，案涉处罚不属于法定披露的重大事件

“投资者决策标准”是指如果该信息的披露会实质性地影响投资人的投资决策，则认定该虚假陈述的信息具有重大性。⁶《虚假陈述若干规定》第 10 条第 1 款第 1、2 项⁷系基于证券法与监管部门制定的规章、规范性文件中关于应披露事项的范围来初步判断重大性，接近于“投资者决策标准”。⁸其中，所涉及的法定强制披露事项具体包括《证券法》第 80 条第 2 款、第 81 条第 2 款、《上市公司信息披露管理办法》（2007）第 30 条⁹及《深圳证券交易所

³ 《虚假陈述若干规定》第 4 条第 4 款规定：“重大遗漏，是指信息披露义务人违反关于信息披露的规定，对重大事件或者重要事项等应当披露的信息未予披露。”

⁴ 参见廖升：《虚假陈述侵权责任之侵权行为认定》，载《法学家》2017 年第 1 期，第 144 页。

⁵ 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。

⁶ 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；廖升：《虚假陈述侵权责任之侵权行为认定》，载《法学家》2017 年第 1 期，第 139 页。

⁷ 《虚假陈述若干规定》第 10 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：（一）虚假陈述的内容属于证券法第八十条第二款、第八十一条第二款规定的重大事件；（二）虚假陈述的内容属于监管部门制定的规章和规范性文件中要求披露的重大事件或者重要事项；（三）……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。”

⁸ 参见广东省高级人民法院民二庭课题组：《证券虚假陈述侵权责任纠纷疑难问题研究》，载《法律适用》2025 年第 2 期，第 141 页。

⁹ 《上市公司信息披露管理办法》（2007）第 30 条规定：“发生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，投资者尚未得知时，上市公司应当立即披露，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响。前款所称重大事件包括：……（五）公司发生重大亏损或者重大损失；……（十一）公司涉嫌违法违规被有权机关调查，或者受到刑事处罚、重大行政处罚；……（十六）主要或者全部业务陷入停顿；……”

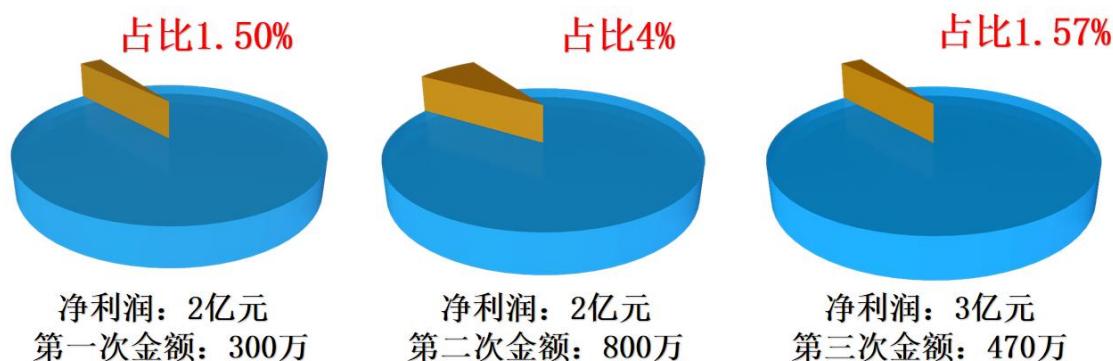


股票上市规则》(2018)第 11.11.3 条¹⁰等规范明确列举的上市公司法定应当披露的事件类型。本案中，绿康公司未披露的三次行政处罚信息处罚金额较小、程度较轻，均不属于以上法律法规明确列举的重大事项。

1. 案涉三次行政处罚金额较小，不构成“重大行政处罚”

根据深交所对重大行政处罚认定标准的回复¹¹以及司法实践普遍做法¹²，通常参照上市公司重大交易披露标准进行量化判断，当上市公司受到的行政处罚具有罚款、没收违法所得等涉及财产罚的，应当就所涉及的财产罚金额适用上市规则的重大交易披露标准，即考察处罚所涉金额占公司相关财务指标的比例。本案中，应当参照适用《深圳证券交易所股票上市规则》(2018) 第 9.2 条¹³规定的交易披露标准判断其是否具有重大性。

首先，以绿康公司最近一个会计年度，即 2018 年度财务数据为基准，对于 2019 年 7 月 16 日作出的第一次行政处罚，该罚款 300 万在 2018 年净利润 2 亿元中占比为 1.5%；对于 2019 年 12 月 3 日作出的第二次行政处罚，该罚款 800 万在 2018 年公司净利润 2 亿元中仅占比约 4%；其次，以 2019 年度财务数据为基准，对于 2020 年 8 月 21 日作出的第三次行政处罚，罚款 120 万元并承担修复费用 350 万元，合计共 470 万元，该金额在 2019 年净利润 3 亿元中仅占比约 1.57%。如下图所示，以上三次行政处罚在金额上均远低于 10% 的披露标准，在公司净利润中占比极小，不构成“重大行政处罚”，不具有重大性。



¹⁰ 《深圳证券交易所股票上市规则》(2018) 第 11.11.3 条规定：“上市公司出现下列使公司面临重大风险情形之一的，应当及时向本所报告并披露：(一)发生重大亏损或者遭受重大损失；……(九)主要或者全部业务陷入停顿；(十)公司因涉嫌违法违规被有权机关调查或者受到重大行政、刑事处罚；……上述事项涉及具体金额的，应当比照适用本规则 9.2 条的规定。”

¹¹ 参见深圳证券交易所网站：“根据本所《股票上市规则》第 11.11.3 条第一款第(十)项的规定，上市公司出现因涉嫌违法违规被有权机关调查或者受到重大行政、刑事处罚时，应及时向本所报告并披露。同时该条第二款规定涉及的具体金额判断标准，应当比照适用《股票上市规则》第 9.2 条的规定。”

https://investor.szse.cn/knowledge/company/disclosure/t20151230_538587.html, 2025 年 9 月 28 日访问。

¹² 参见齐春艳与湖南尔康制药股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，最高人民法院（2020）最高法民申 6806 号民事裁定书；浙江省高级人民法院发布 2024 年金融审判十大典型案例之七：周某诉某公司、某证券公司证券虚假陈述责任纠纷案，浙江省高级人民法院民事判决书；杨志刚诉深圳香江控股股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，广东省广州市中级人民法院（2013）穗中法民二初字第 4 号民事判决书；黄颖诉深圳能源集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，广东省深圳市中级人民法院（2013）深中法商初字第 45 号民事判决书。

¹³ 《深圳证券交易所股票上市规则》(2018) 第 9.2 条规定：“上市公司发生的交易达到下列标准之一的，应当及时披露：(一)交易涉及的资产总额占上市公司最近一期经审计总资产的 10% 以上，该交易涉及的资产总额同时存在账面值和评估值的，以较高者作为计算数据；(二)交易标的(如股权)在最近一个会计年度相关的营业收入占上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的 10% 以上，且绝对金额超过一千万元；(三)交易标的(如股权)在最近一个会计年度相关的净利润占上市公司最近一个会计年度经审计净利润的 10% 以上，且绝对金额超过一百万元；(四)交易的成交金额(含承担债务和费用)占上市公司最近一期经审计净资产的 10% 以上，且绝对金额超过一千万元；(五)交易产生的利润占上市公司最近一个会计年度经审计净利润的 10% 以上，且绝对金额超过一百万元。上述指标计算中涉及的数据如为负值，取其绝对值计算。”



2. 案涉处罚未导致公司“主要或者全部业务陷入停顿”及“重大亏损或者重大损失”

根据《上市公司信息披露管理办法》(2007) 第 30 条第 2 款第 5 项、第 16 项¹⁴和《深圳证券交易所股票上市规则》(2018) 第 11.11.3 条第 1 款第 1 项、第 9 项¹⁵之规定，对于“主要或者全部业务陷入停顿”及“重大亏损或者重大损失”等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，投资者尚未得知时，应当及时披露。本案绿康公司受到的三次行政处罚均不涉及以上情形。

首先，从处罚性质看，案涉处罚均属局部性、可及时整改的瑕疵。本案中，绿康公司总部位于江苏省苏州市工业园区，在江苏、河南、广东、山东、四川等省份设有 12 个现代化生产基地，三次处罚仅反映个别生产基地的特定生产环节，而非公司整体经营方针、核心竞争力的重大不利变化，这些事项具有明确的局部性和可修复性，且已通过限期整改、缴纳罚款、升级设施等措施消除影响；其次，从公司整体业务连续性看，处罚未对生产经营造成实质性中断，被告受处罚的个别车间或产品线的局部问题，并未波及公司其他生产基地和产品线的正常运营。根据案件事实显示，在处罚发生后的 2019 年至 2021 年期间，公司营业收入持续保持从 40.5 亿元至 75.6 亿元的增长态势，净利润也由 2 亿元稳步提升至 6.8 亿元，这充分证明公司的主营业务未受任何实质性影响；最后，从持续性影响看，公司的长期股价最终由基本面决定，而本案所涉历史事件并未改变公司业绩持续向好的基本趋势，正如案件事实所示，处罚事件发生后，公司 2018 至 2021 年营业收入与净利润仍保持连续增长态势，即使是信息披露后，绿康食品的品牌知名度甚至从 2023 年初的 35% 提升至 2023 年底的 52%，品牌好感度也从 41% 上升至 61%。这一积极的市场反馈数据有力地佐证了涉案的历史处罚事件在经过彻底整改后，并未在消费者与投资者心中形成持续的负面印象，公司的核心价值与增长潜力并未因此受损，这充分说明该事件未损伤公司的核心投资价值。

因此，案涉三次行政处罚无论在事项性质、影响范围还是实际后果上，均与“主要或者全部业务陷入停顿”及“重大亏损或者重大损失”等情形存在本质区别。案涉三次处罚仅属于企业在日常经营中出现的、已妥善解决的一般性问题，并未对公司的持续经营能力构成任何实质性威胁或重大损失，不属于上述法规明确要求披露的法定事项。

综上所述，三次处罚金额在公司整体营收与利润中占比极低，不属于“重大行政处罚”，且公司 2018 至 2021 年间净利润保持连续增长态势，可见该处罚后续并未导致公司出现“重大亏损或重大损失”和“主要或者全部业务陷入停顿”，未对投资者后续投资产生持续的负面影响，故三次行政处罚不具有重大性，被告对其不具有法定强制披露义务。也正因此，直到原告起诉，被告虽仍未对年度报告进行更正，但却并未受到证监部门立案调查或处罚。

(二) 依“价格敏感性标准”，案涉处罚不具有重大性

根据“欺诈市场理论”，在公开和成熟的证券市场中，公司证券市场价格反映了市场中有关该公司的所有公开可得之信息。¹⁶“价格敏感性标准”认为价格是由综合市场信息决定，通过不实披露行为实施前后的价格变化可判断其是否构成重大事件。¹⁷《虚假陈述若干规定》

¹⁴ 《上市公司信息披露管理办法》(2007) 第 30 条第 2 款规定：“……（五）公司发生重大亏损或者重大损失；……（十六）主要或者全部业务陷入停顿。”

¹⁵ 《深圳证券交易所股票上市规则》(2018) 第 11.11.3 条第 1 款规定：“（一）发生重大亏损或者遭受重大损失；……（九）主要或者全部业务陷入停顿。”

¹⁶ 参见耿利航，朱翔宇：《证券虚假陈述民事责任纠纷中的价格影响》，载《法学论坛》2023 年第 6 期，第 85 页；石一峰：《违反信息披露义务责任中的交易因果关系认定》，载《政治与法律》2015 年第 9 期，第 90 页。

¹⁷ 参见龚连娣，谢春晖：《证券虚假陈述纠纷中信息重大性的认定》，载《人民司法》2014 年第 12 期，第 55 页。



第 10 条第 1 款第 3 项¹⁸ 规定，被告可以基于股价与交易量实际变化的情况来推翻重大性认定。
¹⁹ 本案中，三次行政处罚信息的披露未造成股票交易价格或交易量显著变化，属于正常波动范围内，未导致股票跌停的严重后果，也未引起股票价格异常波动，不应认定其具有重大性。

1. 三次行政处罚的披露未导致严重跌停后果

在司法实践中，²⁰ 虚假陈述信息揭露后是否达到跌停程度，是判断股票交易价格或交易量是否显著波动的重要依据。本案中，披露后股价虽有下跌，但在整个披露后的交易期间，绿康公司股票从未出现跌停的极端价格波动情形。首先，应当区分真正的重大性信息引发的理性价格重估与市场情绪导致的非理性波动，本案信息披露后股票价格的市场表现，受到持续低迷的 A 股市场环境影响，属于非理性波动。其次，即使本案存在下跌，但未出现跌停后果，证明案涉三次行政处罚信息对市场冲击有限。跌停作为证券市场最极端的单日价格波动机制，其出现通常意味着信息对市场产生了颠覆性影响，本案中未出现跌停，充分证明该信息披露后，市场认为其不足以对公司的基本面价值构成根本性冲击。

因此，从市场反应角度上看，案涉三次行政处罚信息未引发股价跌停，故其本质上不属于对投资者决策有重大影响的信息。

2. 行政处罚披露后股价下跌 25% 仍属于正常范围内，未引起股票的异常波动

根据《深圳证券交易所交易规则》（2023）第 5.4.3 条之规定，²¹ 主板股票和封闭式基金连续三个交易日内日收盘价涨跌幅偏离值累计达到±20% 的，则属于异常波动。

本案中，在 2022 年 5 月 4 日至 5 月 7 日期间，公司股价虽有下跌，但判断其是否异常，还需剔除大盘普涨、普跌以及行业整体波动等外部干扰因素引起的股价波动，计算其收盘价累计涨跌幅。根据《深圳证券交易所交易规则》（2023）第 5.4.3 条所规定的收盘价涨跌幅偏离值累计值的计算公式，²² 因绿康公司主要经营范围为功能性饮料及健康食品的研发、生产和销售，所以选取同期饮料行业指数中与其具有更强关联性的“中证 500 饮料指数（930696）”。由于绿康公司 2022 年 5 月 4 日至 5 月 7 日涨跌幅为-25%，且根据中证 500 饮料指数数据，²³ 同期饮料行业指数区间涨跌幅=（期末收盘价 ÷ 期初收盘价）-1=（23234.568 ÷ 24950.426）-1=-6.88%，故收盘价涨跌幅偏离值累计值=[-25-(-6.88)] × 100%=-18.12%，未达到规定的±20%，不构成股票异常波动。

因此，在 2022 年 5 月 4 日至 5 月 7 日期间，公司股价下跌 25% 虽然表面看幅度较大，但仍未脱离股价正常波动的范围，不属于异常波动，不具有重大性。

¹⁸ 《虚假陈述若干规定》第 10 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。……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。”

¹⁹ 参见广东省高级人民法院民二庭课题组：《证券虚假陈述侵权责任纠纷疑难问题研究》，载《法律适用》2025 年第 2 期，第 141 页。

²⁰ 参见孙某、仁某有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，浙江省高级人民法院（2023）浙民终 736 号民事判决书；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责任纠纷案，湖南省高级人民法院（2023）湘民终 162 号民事判决书；北京金融法院发布投资者保护十大典型案例（2025）之三：某投资者与某上市公司证券虚假陈述责任纠纷案，北京金融法院民事判决书。

²¹ 《深圳证券交易所交易规则》（2023）第 5.4.3 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，……：（一）主板股票和封闭式基金连续三个交易日内日收盘价涨跌幅偏离值累计达到±20% 的，创业板股票连续三个交易日内日收盘价涨跌幅偏离值累计达到±30% 的。……”

²² 《深圳证券交易所交易规则》（2023）第 5.4.3 条规定：“计算公式为：收盘价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%。”

²³ 参见中证指数网站：
<https://www.csindex.com.cn/zh-CN/indices/index-detail/000807#/indices/family/detail?indexCode=930696>，2025 年 9 月 29 日访问。



3. 行政处罚披露后股价下跌 25%并非案涉信息本身带来的，而是市场过度反应的结果

《虚假陈述若干规定》第 10 条在认定重大性时，相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化是由于虚假陈述行为的实施或揭露导致的。本案中，行政处罚公开之后，即 5 月 4 日至 5 月 7 日，累计下跌 25% 的结果不能归咎于三次行政处罚的披露，而应主要归因于市场的过度反应与宏观经济环境的变化。

根据中国证券监督管理委员会发布的市场导报数据，²⁴ 行政处罚披露日（2022 年 5 月 3 日）前 4 个月整体大盘总体趋势下跌 25%，即 2022 年 1-4 月，市场已出现了连续大幅下跌，投资者信心濒临崩溃。又据深证综指（399106）与深证成指（399001）历史数据，2022 年 4 月度累计跌幅为 11.29% 与 9.05%，这意味着在行政处罚披露前，整个市场在一个月内已经蒸发超过十分之一的市值，此时投资者的恐慌情绪已蔓延，市场处于极度脆弱和敏感的状态，任何微小的利空都极易被放大，容易引发非理性的恐慌性抛售，这种滞后且放大的波动是市场噪音，而非信息重大性的体现。更为重要的是，原告并未在信息披露当日（5 月 3 日）立即卖出，而是在股价因信息舆论发酵暴跌后 4 天（5 月 8 日）才卖出，证明原告更多地受到了市场整体暴跌氛围的影响，而非基于对该历史信息的独立理性判断。

类别 日期	深证综指	深证成指
2022 年 1-4 月	-25.74%	-25.82%
2022 年 1 月	-10.58%	-10.29%
2022 年 2 月	2.46%	0.96%
2022 年 3 月	-8.63%	-9.94%
2022 年 4 月	-11.29%	-9.05%

综上所述，依据“价格敏感性标准”，三次行政处罚在投资者论坛披露当日未引发股票价格的即时、显著变化，后续的下跌也不构成股票异常波动，且下跌系市场过度反应和当时严峻的国际国内系统性风险，而非信息本身。因此，该信息不具备法律所要求的重大性。

（三）采用单一的事后股价波动变化判断事前信息重大性不具有合理性

在司法实践中，²⁵ 判断信息是否具有重大性时，一般同时结合“投资者决策标准”和“价格敏感性标准”进行综合认定。前文已论述绿康公司因金额占比较小未达到法定披露标准，不满足“投资者决策标准”。对于“价格敏感性标准”，采用单一的事后股价波动变化判断不具有合理性，理由如下：（1）从理论上看，在“欺诈市场理论”中，重大性的信息会对股价产生影响，但当该理论被反向使用，即如果股价有变化，那么信息就具有了重大性，则明显存在逻辑谬误。²⁶ （2）从事实上看，本案具有时点的特殊性，三次行政处罚信息披露时，A 股市场正处于持续低迷的特定环境。披露后出现的市场剧烈反应，实质上是前期积聚的系统性风险在特定信息触发下的集中释放，并非对信息自身重大性的常态印证。

²⁴ 参见中国证券监督管理委员会网站：http://www.csirc.gov.cn/csirc/c100119/common_list_10.shtml，2025 年 9 月 29 日访问。

²⁵ 参见广东省高级人民法院：《广东法院证券虚假陈述侵权案件审判白皮书（2022-2024 年）》，第 32 页；吴某某诉延安某制药公司证券欺诈责任纠纷案，陕西省高级人民法院（2021）陕民终 1083 号民事裁定书；广东省高级人民法院发布 9 起证券纠纷典型案例（2022-2024 年）之五：倪某诉某上市公司证券虚假陈述责任纠纷案，广东省广州市中级人民法院民事判决书；常世芬诉黄石东贝电器股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案，湖北省武汉市中级人民法院（2016）鄂 01 民初 1270 号民事判决书。

²⁶ 参见王彦光：《证券信息披露中的重大性认定——以“万家文化案”为例》，载《金融法苑》2020 年第 3 期，第 103 页。



绿康公司在判断行政处罚是否构成应披露的重大信息时，其决策基础在于事前相关法律法规的规定。公司无法预见在处罚发生时隔两年之后，市场会遭遇严重系统性风险的冲击，导致披露结果显著偏离一般预期和市场规律。鉴于此特定情形，本案若仅依据事后因市场异常引发的剧烈股价波动反向推定信息重大性，将“价格敏感性标准”作为主要依据，缺乏足够的参考价值和合理性。仅凭事后无法预见的结果来追溯并归责于先前的信息披露行为，将使得上市公司陷入无限的事后追责风险。

综上所述，对三次行政处罚信息重大性的判断，应主要考虑“投资者决策标准”，即依据信息产生时而非事后股价波动时的认知与标准进行判断，故未披露的三次行政处罚信息均不具有重大性。

二、绿康公司未披露行政处罚与原告的投资决策之间不具有交易因果关系

虽然我国在认定交易因果关系时运用“欺诈市场理论”与“信赖推定原则”，²⁷但“欺诈市场理论”仅仅是推定了虚假陈述与证券交易之间存在交易因果关系，被告可以根据实际情况推翻这种推定。²⁸《虚假陈述若干规定》第 11、12 条规定共同构成一种“可抗辩的信赖推定”，其客观效果是将初始的举证责任推给被告。²⁹司法实践中，³⁰法院明确指出《虚假陈述若干规定》采取了“可抗辩的信赖推定”立场，即在有证据表明投资者的买入在主观上并非源于对虚假陈述的信赖因素时，投资决策与虚假陈述之间就没有交易因果关系。

（一）原告非因信赖信息完整性而买卖股票，而是基于公司长期潜力

根据《虚假陈述若干规定》第 12 条第 1 款第 5 项之规定，被告能够证明原告的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系的其他情形的，人民法院应当认定交易因果关系不成立。

1. 案涉三次行政处罚不具有重大性，不足以影响原告投资决策

司法实践中，³¹法院认为虚假陈述内容的重大性是投资者对虚假陈述产生信赖，从而认定交易因果关系的前提。如前文所述，依据“投资者决策标准”，本案三次处罚所涉金额仅占公司净利润的 1.5%~4.07%，远低于 10% 的法定披露阈值，不属于法定“重大事件”范围之内。此外，该信息已妥善解决，未改变公司业绩持续增长的基本面和长期向好的发展趋势，不具有能够影响投资者决策的重大性。同时，在 2019 年第一次行政处罚作出时直至 2025 原告起诉期间，证监会相关机构未在期限内对绿康公司作出行政处罚决定或立案调查，侧面证明三次行政处罚不属于法定应当披露事件，不具有重大性。基于此，原告作出投资决策并非源于对虚假陈述的信赖因素。

2. 原告的投资行为系基于对公司长期潜力的信赖

²⁷ 参见李国光主编：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社 2015 年版，第 246 页；汤欣，李卓卓：《新修虚假陈述民事赔偿司法解释评析》，载《法律适用》2022 年第 3 期，第 66 页。

²⁸ 参见樊健：《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》，载《中外法学》2016 年第 6 期，第 1500 页。

²⁹ 参见朱锦清：《证券法学》（第五版），北京大学出版社 2022 年版，第 225 页。

³⁰ 参见瑞华会计师事务所、周某等证券虚假陈述责任纠纷案，最高人民法院（2021）最高法民申 6708 号民事裁定书；改宏业与中水集团远洋股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，北京市高级人民法院（2021）京民终 802 号民事判决书。

³¹ 参见李某华与江西某某科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，江西省南昌市中级人民法院（2025）赣 01 民初 162 号民事判决书；刘某 1 等与某某公司 1 等证券虚假陈述责任纠纷案，上海金融法院（2023）沪 74 民初 800 号民事判决书；柯某某等诉安徽某某公司国际控股股份有限公司、上海某某公司国际集团有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案，上海金融法院（2021）沪 74 民初 1895 号民事判决书。



原告的投资行为并非基于对信息披露完整性的信赖，其决策的核心依据是公司未来的盈利能力。**本案中**，原告从 2018 年就开始看好绿康公司，认为其在绿色食品产业非常有潜力。其在 2020 年 4 月 3 日的买入行为，是对公司基本面和行业长期发展潜力的持续看好所致，投资逻辑具有一贯性。且案涉行政处罚针对的局部问题已被整改，绿康公司 2018 至 2021 年营收利润双增长也可证明公司经营稳健、持续盈利的基本面。加之，原告在案涉信息披露后虽因抛售绿康公司股票遭受差额损失，但却未立即提起诉讼，而是在 2024 年 4 月再次买入绿康公司股票，可见即便该信息被披露，原告也并未彻底丧失对绿康公司的信心，故该信息不足以构成否决其投资决策的决定性因素，二者之间缺乏必要的因果联系。

三、绿康公司未披露行政处罚与原告的损失之间不具有损失因果关系

司法实践中，³²系统风险系指对证券市场产生普遍影响的风险因素，其特征在于系统风险因共同因素所引发，对证券市场所有的股票价格均产生影响。**本案中**，行政处罚信息披露前市场已呈极端低迷态势，故原告的损失主要由证券市场系统性风险等外部因素引发，与绿康公司未披露行政处罚的行为并无直接关联，二者不具有完全的损失因果关系。

（一）原告损失主要源于证券市场系统性风险等外部因素

证券市场风险，指由普遍性共同因素触发，导致整个证券市场或局部市场、局部行业的股票价格波动而使投资者蒙受损失的风险。³³三次行政处罚披露时间为 2022 年 5 月 3 日，而该时间节点正处于国内国际宏观经济环境剧烈动荡时期，在披露之前，A 股市场早已陷入深度下跌通道，系统性风险持续发酵，并为 5 月初的市场暴跌埋下了伏笔，披露后市场的剧烈反应，是前期积累的系统性风险的集中释放，而非对案涉单一信息的理性回应。

1. 三次行政处罚披露前市场已呈极端低迷态势，系统性风险充分显现

根据证券市场导报发布的深证成指与深证综指市场数据，³⁴在三次行政处罚披露（2022 年 5 月 3 日）前的一整个月，即 2022 年 4 月 1 日至 4 月 29 日市场已出现了连续大幅度下跌。且在整个 4 月总计 19 个交易日中，下跌交易日占比极高，超过三分之二的交易日处于下跌状态，市场承压时间远长于反弹时间。此外，四月多次出现极端暴跌行情，期间甚至出现单日暴跌超过 3%甚至 6%的极端行情，这种毫无抵抗的急跌，并非个别股票的利空，而是整个市场恐慌性抛售的结果。经过一个月的连续下行，深证综指截至 4 月末累计跌幅高达 11.29%，投资者信心遭受严重打击，市场情绪已然降至冰点，这种全局性、无差别、急跌式的市场表现，是宏观经济风险与市场恐慌情绪交织下的典型系统性风险特征，当时宏观经济下行压力，如疫情反复、供应链中断、美联储激进加息预期、国际地缘政治风险（俄乌冲突）与国内市场恐慌情绪交织下的必然结果，而非针对某一公司或行业的特定风险。

深证综指的表现并非孤例，根据中国证券监督管理委员会发布的 2022 年市场快报，³⁵同期 4 月，代表大盘的上证指数同样持续下挫，而代表成长股的创业板指跌幅更为惨烈，4 月累计下跌达 12.80%，科创 50 当月累计甚至下跌达 13.19%。各大主要指数的同步大幅下跌，

³² 参见陈丽华等 23 名投资人诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述侵权赔偿纠纷案，黑龙江省高级人民法院民事判决书；浙江省高级人民法院发布金融审判十大典型案例之二：张某某诉某上市公司证券虚假陈述责任纠纷案，浙江省金华市中级人民法院民事判决书；常世芬诉黄石东贝电器股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案，湖北省武汉市中级人民法院（2016）鄂 01 民初 1270 号民事判决书。

³³ 参见广东省高级人民法院民二庭课题组：《证券虚假陈述侵权责任纠纷疑难问题研究》，载《法律适用》2025 年第 2 期，第 168 页。

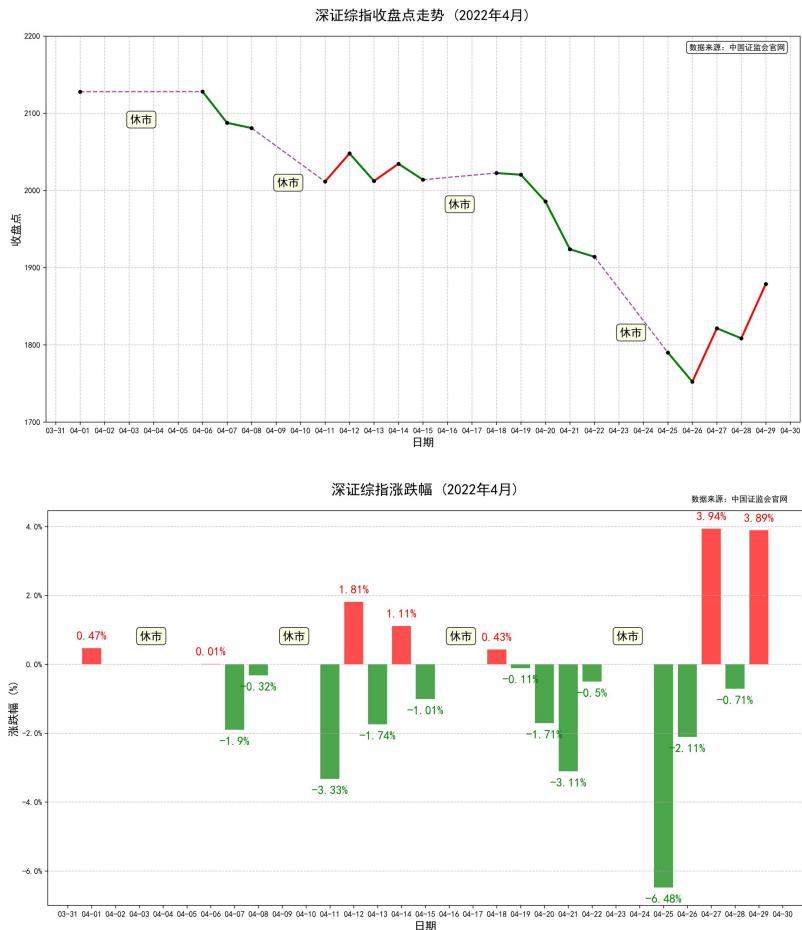
³⁴ 中国证券监督管理委员会网站：http://www.csirc.gov.cn/csrc/c100119/common_list_10.shtml，2025 年 9 月 29 日访问。

³⁵ 中国证券监督管理委员会网站：http://www.csirc.gov.cn/csrc/c100119/common_list_10.shtml，2025 年 9 月 29 日访问。



进一步印证了这是一场席卷整个市场的系统性风险，所有市场参与者均无法避免其冲击。

因此，在投资者论坛公开三次行政处罚记录之前，证券市场已因宏观系统性风险而提前进入并持续处于极端低迷状态，其投资损失应主要由该市场风险所致。



2. 行政处罚公开后绿康公司的股价变化与同期大盘趋势相一致

从时间序列与波动方向上看，绿康公司股价的下跌与市场整体走势同步，虽然行政处罚公开后绿康公司股价出现了大幅下跌，但同期 2022 年 5 月 3 日至 5 月 9 日期间，代表公司所处行业的中证 500 饮料指数持续下跌，累计跌幅约 6.9%，反映 A 股市场整体情况的深证综指与深证成指亦呈现下跌态势。这种方向上的高度同步性表明，股价下跌是在市场整体低迷和食品饮料行业面临特定风险的宏观背景下发生的，尽管个股跌幅因自身因素而大于指数，但其波动节奏与市场同频，并未脱离大盘和行业的基本运行轨道。

综上所述，本案中绿康公司股价的走势与同期大盘趋势吻合，说明其损失主要系证券市场系统风险及行业风险所致，与案涉行为不具有损失因果关系。

(二) 证券市场风险等因素所导致的投资者损失应当予以扣除

根据《虚假陈述若干规定》第 25 条³⁶以及第 31 条第 2 款³⁷，被告的赔偿责任应以实际损

³⁶ 《虚假陈述若干规定》第 25 条规定：“信息披露义务人的赔偿责任范围以投资者因虚假陈述而实际发生的损失为限。”

³⁷ 《虚假陈述若干规定》第 31 条第 2 款规定：“被告能够举证证明原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场对特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的，对其关于相应减轻或者免除责任的抗辩，人民法院应当予以支持。”



失为限，且需扣除由其他因素导致的损失部分。**本案中**，原告的投资损失是由证券市场自身风险、市场对案涉信息的过度反应等因素共同导致，依法应予扣除。

1. 在系统性风险计算中，中证 500 饮料指数作为参照基准具有合理性

首先，该指数与投资标的业务具有高度同质性，绿康公司核心业务之一的“功能性饮料”完全契合该指数的行业范畴，更重要的是，该指数成分股均源自中证 500 指数，代表中国 A 股市场中最具活力的中盘成长型企业，这与绿康企业的企业规模、市场定位及成长特性高度匹配，确保了参照系的可比性。其次，相较于涵盖食品与饮料两大类的宽基行业指数，该指数有效摒除了调味品、肉制品等与绿康饮料业务关联度低的食品类公司股价波动的干扰，这种纯粹性使得计算结果能更精确地度量并扣除真正影响其核心业务的其他行业波动，避免风险度量出现偏差。最后，选用一个与被告公司业务本质、规模层级高度相关的二级细分行业指数，而非宽泛的市场指数，有利于实现损失计算的公平与精准。

2. 基于中证 500 饮料指数，对于系统风险所导致的投资者损失应予以扣除

证券市场的自身风险是导致股价波动的重大因素。如前所述，在案涉期间内，A 股市场经历了显著的整体性波动，特别是自 2022 年以来，受美联储进入激进加息周期、国际地缘政治冲突持续、国内疫情反复等多重宏观不利因素的冲击，证券市场出现了全局性、系统性的下行。因此，由系统性风险所导致的股价下跌部分，理应在本案损失计算中予以剔除。

系统性风险扣除比例的计算，为客观反映市场宏观风险对股价的直接影响，避免其他因素不当纳入，应聚焦投资者论坛公开三次行政处罚记录（2022 年 5 月 3 日）至原告卖出股票（2022 年 5 月 8 日）这一期间。根据中证 500 饮料指数，自 2022 年 5 月 3 日至 2022 年 5 月 8 日，期间交易日的初始收盘价为 24950.43，最后收盘价为 23234.57。³⁸

根据司法实践中的“统一确定系统性风险相对比例法”，³⁹系统性风险影响相对比例=系统性风险直接影响比例÷发行人股票价格跌幅。从投资差额损失中扣除系统性风险相对比例对应的金额即为投资者最终的损失额。**本案中**，系统性风险直接影响比例为期间累计跌幅=（1-对应指数期末收盘点数/期初前收盘点数）×100% = 1-23234.57 ÷ 24950.43 = 6.88%，发行人股票价格跌幅为 1-10.3 ÷ 14.2 = 27.46%，计算可得系统性风险影响相对比例为（6.88% ÷ 27.46%）×100%，计算可得约为 25.05%。

综上所述，仅就损失计算层面，被告恳请法院在核定损失时，扣除系统性风险比例约 25.05%，并进一步综合考量行业性非系统风险及投资者个人决策因素，⁴⁰对最终赔偿金额进行公允扣减，以公正认定被告的赔偿责任范围。

³⁸ 参见中证指数网站：

<https://www.csindex.com.cn/zh-CN/indices/index-detail/000807#/indices/family/detail?indexCode=930696>, 2025 年 9 月 29 日访问。

³⁹ 参见某产业投资股份有限公司、唐某等证券虚假陈述责任纠纷案，广西壮族自治区高级人民法院（2025）桂民终 17 号民事判决书；卢某等诉某科技集团公司证券虚假陈述责任纠纷案，上海市高级人民法院（2019）沪民终 263 号民事判决书；廖劲松诉恒大海龙股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，山东省高级人民法院（2016）鲁民终 1682 号民事判决书。

⁴⁰ 参见应某、海南神农科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，最高人民法院（2021）最高法民申 7870 号民事裁定书；北海某某物产业投资股份有限公司、李某证券虚假陈述责任纠纷案，广西壮族自治区高级人民法院（2024）桂民终 240 号民事判决书；仲某芳与内蒙古西水创业股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，内蒙古自治区高级人民法院（2023）内民终 553 号民事判决书。



第二节 绿康公司 ESG 报告中“已全面实现全产品线碳中和”的叙述

不构成积极虚假陈述，不承担民事赔偿责任

根据《虚假陈述若干规定》第 4 条和第 6 条之规定，⁴¹虚假陈述的类型包括虚假记载、误导性陈述、重大遗漏和错误预测的虚假陈述。本节就原告诉请中“绿康公司 ESG 报告中‘已全面实现全产品线碳中和’的叙述构成虚假陈述”出发，证明绿康公司 ESG 报告中的相关陈述具有事实依据，不构成虚假记载、误导性陈述和错误预测的虚假陈述，被告绿康公司不承担民事赔偿责任，并就虚假陈述中的交易因果关系和损失因果关系等问题进行讨论。

一、ESG 报告属于自愿性披露信息且不具有重大性，无须强制披露

根据《证券法》第 84 条第 1 款⁴²、第 80 条第 1 款和第 81 条第 1 款⁴³之规定，除法定强制性披露信息外，其他自愿性披露信息之所以需要强制披露，关键在于其具有“对投资者决策或者股票交易价格产生较大影响的”重大性特征。所以，重大性决定了一项信息是否重要，从而影响到上市公司信息披露的范围进而决定了上市公司是否具有披露义务。⁴⁴本案中，ESG 报告非法定的强制性披露信息，且在“投资者决策标准”和“价格敏感性标准”下，对投资者决策或者股票交易价格产生的影响较小，不具有重大性，无须强制披露。

（一）ESG 报告对于绿康公司而言非法定的强制性披露信息

目前，我国关于 ESG 信息披露制度的规定已形成了强制性与任意性相结合的体系，⁴⁵即上市公司的 ESG 信息披露义务以鼓励性、自愿性的弹性伦理义务为主，以强制性、可诉性的刚性法律义务为辅。⁴⁶现行《证券法》第 80 条和第 81 条第 2 款规定的“重大事件”并未涵盖 ESG 信息，然而《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》(2021) 第 41 条规定属于环境保护部门公布的重点排污单位的公司或其主要子公司应披露证监会规定的主要环境信息，重点排污单位之外的公司应披露年度报告期内的环境处罚情况，并可以参照对重点排污单位的要求披露其他环境信息，不披露者应充分说明原因。

⁴¹ 《虚假陈述若干规定》第 4 条规定：“信息披露义务人违反法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件关于信息披露的规定，在披露的信息中存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，人民法院应当认定为虚假陈述。虚假记载，是指信息披露义务人披露的信息中对相关财务数据进行重大不实记载，或者对其他重要信息作出与真实情况不符的描述。误导性陈述，是指信息披露义务人披露的信息隐瞒了与之相关的部分重要事实，或者未及时披露相关更正、确认信息，致使已经披露的信息因不完整、不准确而具有误导性。重大遗漏，是指信息披露义务人违反关于信息披露的规定，对重大事件或者重要事项等应当披露的信息未予披露。”

第 6 条规定：“原告以信息披露文件中的盈利预测、发展规划等预测性信息与实际经营情况存在重大差异为由主张发行人实施虚假陈述的，人民法院不予支持，但有下列情形之一的除外：……”

⁴² 《证券法》第 84 条第 1 款规定：“除依法需要披露的信息之外，信息披露义务人可以自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息，但不得与依法披露的信息相冲突，不得误导投资者。”

⁴³ 《证券法》第 80 条第 1 款规定：“发生可能对上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司的股票交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易场所报送临时报告，并予公告，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。”

第 81 条第 1 款规定：“发生可能对上市交易公司债券的交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易场所报送临时报告，并予公告，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。”

⁴⁴ 参见齐斌：《证券市场信息披露法律监管》，法律出版社 2000 年版，第 157 页。

⁴⁵ 参见李燕，肖泽钰：《强制与自愿二元定位下〈证券法〉ESG 信息披露制度的体系完善》，载《重庆大学学报（社会科学版）》2024 年第 30 卷第 2 期，第 196 页。

⁴⁶ 参见刘俊海：《论公司 ESG 信息披露的制度设计：保护消费者等利益相关者的新视角》，载《法律适用》2023 年第 5 期，第 20 页。



⁴⁷这意味着非重点排污单位的公司并不负有法定的强制披露主要环境信息的义务，即使其因环境问题受到行政处罚，也可选择是否披露其他环境信息。

本案中，绿康公司非属环境保护部门公布的重点排污单位，且在 2023 年度中未因环境问题受到行政处罚，所以绿康公司对于相关的环境信息无强制信息披露义务。绿康公司发布 ESG 报告属于自愿披露，是证监会所鼓励倡导的行为。

因此，对于绿康公司而言，ESG 报告涉及的相关环境信息非法定的强制性披露信息，其对 ESG 报告不负有强制信息披露义务。

（二）依“投资者决策标准”，ESG 报告不足以影响一般投资者的决策

依照前文所述，“投资者决策标准”是指市场主体未披露或披露不实的信息是否为投资者决策所必需的，⁴⁸且会显著改变投资者本来所依赖的信息合集，⁴⁹并对投资者的投资行为产生可能的实质性影响。⁵⁰

本案中，在 ESG 报告发布前，原告从 2018 年就开始看好绿康公司，认为其在绿色食品产业非常有潜力，所以才于 2020 年 4 月 3 日以 15.6 元/股的价格买入 40000 股。故在不存在 ESG 报告的情况下，原告作为自然人投资者仍能基于其他市场信息作出投资决策，因此绿康公司发布的 ESG 报告不是一般投资者所必需的信息。此后，原告虽因绿康公司股价波动卖出持有的全部股票，但又于 2024 年 4 月 6 日以 30.00 元/股的价格购入 60000 股绿康公司的股票。原告此次买入行为并非仅基于绿康公司 2024 年 3 月 30 日发布的 ESG 报告，而是 2023 年 6 月至 2024 年 3 月绿康公司持续广泛的绿色宣传报道和大量的绿色转型投入促使其重拾了对绿康公司的信心。故 ESG 报告难以单独改变原告作为一般投资者本来所依赖的市场信息合集，原告不会仅凭 ESG 报告就作出投资决策。

因此，在“投资者决策标准”下，ESG 报告不足以单独影响一般投资者的决策。

（三）依“价格敏感性标准”，ESG 报告未引发单独的重大股价波动

结合前文论述，“价格敏感性标准”认为如果某种公开信息对证券价格产生显著影响，那么该信息就属于重大信息。⁵¹

本案中，绿康公司在 2024 年 3 月 30 日发布了 ESG 报告，当日绿康食品收盘价为 28.80 元/股，与 2024 年 2 月 15 日历史高点 26.00 元/股相比，日均单股价格上涨约 0.064 元。然而 2023 年 6 月 10 日后，经过绿康公司持续的绿色宣传，绿康公司股价便持续攀升，从 14.80 元/股上涨至 2024 年 2 月 15 日历史高点 26.00 元/股，日均单股价格上涨约 0.0448 元。尽管绿康公司发布 ESG 报告后，日均单股价格涨幅约 0.0192 元，但此涨幅并不显著，且若无绿康公司自 2023 年 6 月至 2024 年 3 月 30 日发布 ESG 报告前持续广泛的绿色宣传活动进行品牌知名度和好感度铺垫，仅凭 2024 年 3 月 30 日发布的 ESG 报告难以使绿康公司股价从 14.80 元/股迅速跃升至 28.80 元/股。故案涉 ESG 报告难以引发单独的重大股价波动。

⁴⁷ 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》（2021）第 41 条规定：“属于环境保护部门公布的重点排污单位的公司或其主要子公司，应当根据法律、行政法规、部门规章及规范性文件的规定披露以下主要环境信息：……重点排污单位之外的公司应当披露报告期内因环境问题受到行政处罚的情况，并可以参照上述要求披露其他环境信息，若不披露其他环境信息，应当充分说明原因。……”

⁴⁸ 参见徐文鸣，刘圣琦：《新〈证券法〉视域下信息披露“重大性”标准研究》，载《证券市场导报》2020 年 9 月号，第 72 页。

⁴⁹ 参见龚连娣，谢春晖：《证券虚假陈述纠纷中信息重大性的认定》，载《人民司法》2014 年 12 月，第 55 页。

⁵⁰ 参见廖升：《虚假陈述侵权责任之侵权行为认定》，载《法学家》2017 年第 1 期，第 139 页。

⁵¹ 参见徐文鸣，刘圣琦：《新〈证券法〉视域下信息披露“重大性”标准研究》，载《证券市场导报》2020 年 9 月号，第 72 页。



因此，在“价格敏感性标准”下，案涉 ESG 报告未引发单独的重大股价波动。

综上所述，案涉 ESG 报告对于绿康公司而言非法定的强制性披露信息，且在“投资者决策标准”和“价格敏感性标准”下，案涉 ESG 报告不足以单独影响一般投资者的决策，未引发单独的重大股价波动，故案涉 ESG 报告不具有重大性，属于自愿性披露信息。

二、ESG 报告相关陈述不构成虚假记载、误导性陈述和错误预测的虚假陈述

上市公司所公开的信息可分为描述性信息和预测性信息。描述性信息反映的是上市公司经营活动中的既存事实，一旦公开的信息并不是一种客观存在，有进行捏造、虚构或者因不完整、不准确而具有误导性则属虚假记载或误导性陈述。预测性信息是用上市公司发生的各种既存事实对未来的影响进行分析和判断，反映的是公司经营状况中的既存事实与将来事实之间的联系性。⁵²如果上市公司披露的预测性信息构成《虚假陈述若干规定》第 6 条规定的三种错误预测情形之一，原告可以此为由主张上市公司实施虚假陈述。⁵³

本案中，绿康公司 ESG 报告中的“碳中和”声明不构成虚假陈述，温室气体核算和购买碳汇项目用于抵消碳排放作为描述性信息真实、准确、完整，不具有误导性，不构成虚假记载和误导性陈述，且对可再生能源使用比例的预测不构成错误预测的虚假陈述。

(一) “碳中和”声明符合国内外通行标准，不构成虚假记载

根据《虚假陈述若干规定》第 4 条第 2 款之规定，⁵⁴虚假记载，是指信息披露义务人披露的信息中对相关财务数据进行重大不实记载，或者对其他重要信息作出与真实情况不符的描述。虚假记载是一种积极的虚假陈述行为，⁵⁵即客观上没有发生或无合理基础的事项被信息披露文件加以杜撰或予以剔除。⁵⁶判断上市公司所公开的描述性信息是否具有真实性，可从客观性、一致性和规范性三个方面判断。⁵⁷

本案中，为证明 ESG 报告中的“碳中和”声明不构成虚假记载，应当证实温室气体核算和购买碳汇项目用于抵消碳排放具有真实性，与其所反映的事实之间具有一致性。

1. 采用“范围一”排放作为核算基础符合国内披露准则的通行要求

国际上，温室气体核算体系（GHG Protocol）中的《温室气体核算体系：企业核算与报告标准》规定了企业层面量化和报告温室气体排放组织边界、报告范围、核算方法等。该标准详细定义了对温室气体核算与报告所设定的三个“范围”。范围一是指企业实际控制范围内的排放（即直接排放），范围二为企业所消耗的外购电力产生的排放（即电力的间接排放），范围三为其他间接排放。各企业须至少分别核算并报告范围一和范围二的排放信息。⁵⁸

⁵² 参见廖升：《虚假陈述侵权责任之侵权行为认定》，载《法学家》2017 年第 1 期，第 142—143 页；朱谦：《虚假陈述行为的表现形式及其认定》，载《政法论丛》2001 年第 2 期，第 59 页；吕明瑜：《论上市公司信息公开的基本原则》，载《中国法学》1998 年第 1 期，第 39—40 页。

⁵³ 《虚假陈述若干规定》第 6 条规定：“原告以信息披露文件中的盈利预测、发展规划等预测性信息与实际经营情况存在重大差异为由主张发行人实施虚假陈述的，人民法院不予支持，但有下列情形之一的除外：
(一) 信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示的；(二) 预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理的；(三) 预测性信息所依据的前提发生重大变化时，未及时履行更正义务的。前款所称的重大差异，可以参照监管部门和证券交易场所的有关规定认定。”

⁵⁴ 《虚假陈述若干规定》第 4 条第 2 款规定：“虚假记载，是指信息披露义务人披露的信息中对相关财务数据进行重大不实记载，或者对其他重要信息作出与真实情况不符的描述。”

⁵⁵ 参见郭峰，程啸：《虚假陈述证券侵权赔偿》，法律出版社 2003 年版，第 186 页。

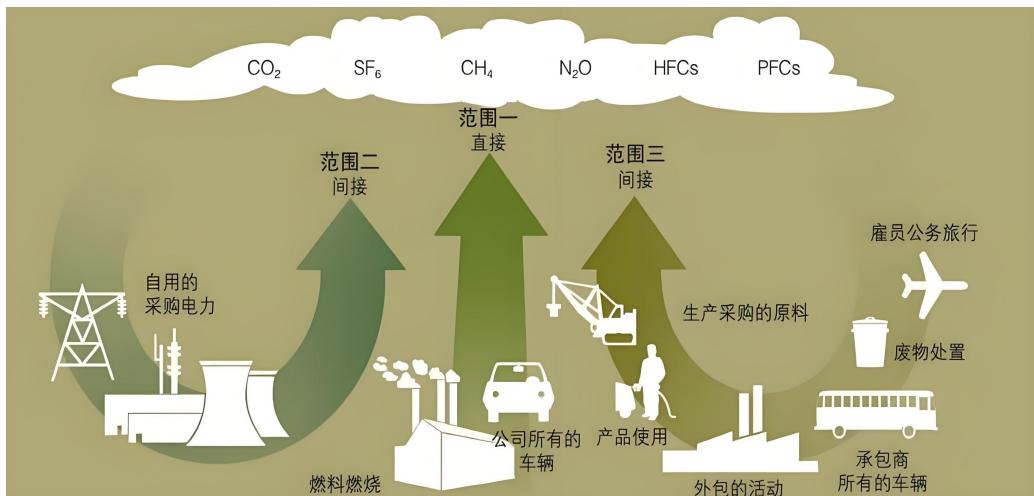
⁵⁶ 参见李国光：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社 2015 年版，第 237 页。

⁵⁷ 参见吕明瑜：《论上市公司信息公开的基本原则》，载《中国法学》1998 年第 1 期，第 39 页。

⁵⁸ 参见世界可持续发展工商理事会，世界资源研究所：《温室气体核算体系：企业核算与报告标准(修订版)》，许明珠，宋然平主译，经济科学出版社 2012 年版，第 25 页。



在我国，对于全国重点排放企业温室气体排放报告的核查、信息公开等内容，《关于做好 2016、2017 年度碳排放报告与核查及排放监测计划制定工作的通知》⁵⁹《碳排放权交易管理办法（试行）》⁶⁰和《企业温室气体排放报告核查指南（试行）》⁶¹均作出了相应规定。对于非重点排放企业，则主要参考《省级温室气体清单编制指南（试行）》⁶²以及国外具体行业的温室气体核算指南等文件。当核算主体为具有法人资格的生产企业时，企业需核算和报告在运营上有控制权的所有生产场所和设施产生的温室气体排放，即范围一的排放信息。⁶³



（图片来源：《温室气体核算体系：企业核算与报告标准（修订版）》）

本案中，北京绿色发展研究院出具的调查报告中认为绿康公司 ESG 报告中的“碳中和”仅计算了范围一的自身生产环节的直接排放，完全忽略了范围二的外购电力的间接排放和范围三的其他间接排放。然而，绿康公司作为一家食品公司，非属全国重点排放企业，国家对其无温室气体排放报告信息公开的强制要求。且依据国际和国内标准，企业无核算并报告范围三排放信息的强制义务。另外，考虑到范围一排放信息受绿康公司实际控制，对于投资者评估绿康公司环保投入和直接风险最为重要，范围二外购电力间接排放信息存在输配损耗，难以获得直接准确的数据，故绿康公司仅披露范围一的排放信息具有一定的合理性。

因此，尽管绿康公司未计算范围二和范围三的排放，但由于范围三排放非强制披露信息，且为避免披露不准确的范围二排放信息对投资者造成误导，绿康公司可选择仅披露范围一的排放信息，其采用“范围一”排放作为核算基础符合国内披露准则的通行要求。

2. 购买碳汇进行抵消是国内外公认的合规减排手段

⁵⁹ 《关于做好 2016、2017 年度碳排放报告与核查及排放监测计划制定工作的通知》规定：“2016、2017 年度碳排放报告与核查及排放监测计划制定有关工作的范围涵盖石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸、电力、航空等重点排放行业（具体行业子类参见附件 1）中，2013 至 2017 年任一年温室气体排放量达 2.6 万吨二氧化碳当量（综合能源消费量约 1 万吨标准煤）及以上的企业或者其他经济组织。”

⁶⁰ 《碳排放权交易管理办法（试行）》第 10 条规定：“重点排放单位应当控制温室气体排放，报告碳排放数据，清缴碳排放配额，公开交易及相关活动信息，并接受生态环境主管部门的监督管理。”

第 25 条规定：“重点排放单位应当根据生态环境部制定的温室气体排放核算与报告技术规范，编制该单位上一年度的温室气体排放报告，载明排放量，并于每年 3 月 31 日前报生产经营场所所在地的省级生态环境主管部门。排放报告所涉数据的原始记录和管理台账应当至少保存五年。重点排放单位对温室气体排放报告的真实性、完整性、准确性负责。重点排放单位编制的年度温室气体排放报告应当定期公开，接受社会监督，涉及国家秘密和商业秘密的除外。”

⁶¹ 《企业温室气体排放报告核查指南（试行）》规定：“本指南规定了重点排放单位温室气体排放报告的核查原则和依据、核查程序和要点、核查复核以及信息公开等内容。”

⁶² 《省级温室气体清单编制指南（试行）》第一章能源活动一、概述（一）化石燃料燃烧活动排放源界定规定：“火力发电厂的化石燃料燃烧排放应该计算在电厂所在地，尽管其生产的电力并不一定在本地消费。”

⁶³ 参见卢露：《碳中和背景下完善我国碳排放核算体系的思考》，载《西南金融》2021 年第 12 期，第 22 页。



根据《联合国气候变化框架公约》⁶⁴和《全国人民代表大会常务委员会关于积极应对气候变化的决议》⁶⁵，“碳汇”是指从大气中清除温室气体、气溶胶或温室气体前体的任何过程、活动或机制。根据载体的类型，分为森林碳汇、海洋碳汇、湿地碳汇和农作物碳汇等。此外，《联合国气候变化框架公约的京都议定书》认可通过购买和销售碳排放权来实现减少温室气体的排放，也即支持国家之间进行碳汇交易。⁶⁶

在我国，根据《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》第 5 条⁶⁷、第 6 条⁶⁸和第 22 条⁶⁹之规定，企业可在经国家主管部门备案的交易机构内购买国家核证自愿减排量，且用于抵消碳排放的减排量在交易完成后将被国家登记簿予以注销，故企业所购买的国家核证自愿减排量一般用于当期抵消碳排放。此外，《碳排放权交易管理办法（试行）》第 42 条⁷⁰明确指出国家核证自愿减排量包括对我国境内林业碳汇的温室气体减排效果进行量化核证后，并在国家温室气体自愿减排交易注册登记系统中登记的温室气体减排量。

另外，对于自愿减排项目减排量的核算，《温室气体自愿减排项目方法学—造林碳汇（CCER—14—001—V01）》第 6.2.1 条规定，⁷¹在年均降水量≤400mm 的地区开展的造林项目、在国家重点生态功能区开展的造林项目和属于生态公益林的造林项目，均免予论证其项目的额外性，直接有资格申请碳汇收益，用于抵消碳排放。

本案中，绿康公司购买了 500 万元碳汇项目用于抵消碳排放，该交易行为在经国家主管部门备案的交易机构内进行，且该碳汇项目的减排量应已经国家核证，故其可将该碳汇项目的减排量用于当期抵消碳排放。此外，由于该碳汇项目主要是在内蒙古和甘肃的植树造林项目，属于在年均降水量≤400mm 的地区开展的造林项目，可免予论证该项目的额外性，故绿康公司可直接申请碳汇收益。所以，北京绿色发展研究院认为绿康公司“将未来减排效果用于当期抵消”，其错误地将碳汇项目的物理周期与法律属性混为一谈。绿康公司购买的是内蒙古和甘肃植树造林项目的国家核证自愿减排量，而非需要数十年长大的树苗。

因此，由于购买碳汇进行抵消是国内外公认的合规减排手段，故绿康公司的当期抵消行为是完全符合国内外碳市场规则的标准操作。

⁶⁴ 《联合国气候变化框架公约》第 4 条 1. (d) 规定：“促进可持续地管理，并促进合作、酌情维护和加强《蒙特利尔议定书》未予管制的所有温室气体的汇和库，**包括生物质、森林和海洋以及其他陆地、沿海和海洋生态系统。**”

⁶⁵ 《全国人民代表大会常务委员会关于积极应对气候变化的决议》规定：“实施重点生态建设工程，增强碳汇能力。继续推进植树造林，积极发展碳汇林业，增强森林碳汇功能。采取保护性耕作、草原生态建设等措施，增加农田和草地碳汇。”

⁶⁶ 《联合国气候变化框架公约的京都议定书》第 6 条第 1 款规定：“……附件一所列任一缔约方可以向任何其他这类缔约方转让或从它们获得由旨在任何经济部门削减温室气体的各种源的人为排放或增强各种汇的人为清除的项目产生的任何排放削减单位。……”

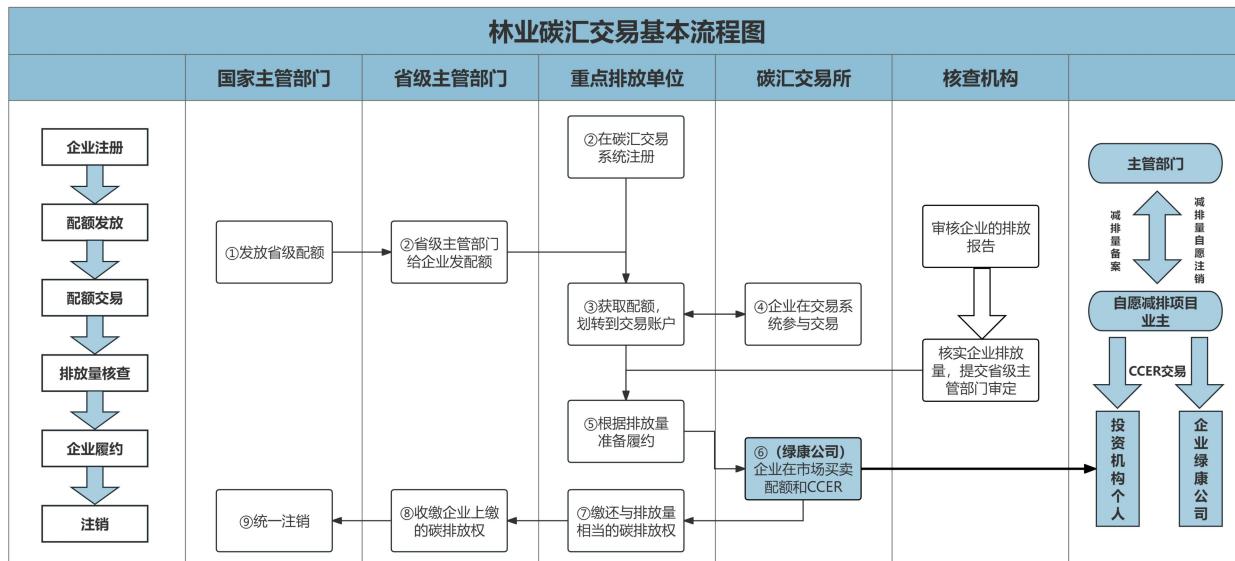
⁶⁷ 《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》第 5 条规定：“国内外机构、企业、团体和个人均可参与温室气体自愿减排量交易。”

⁶⁸ 《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》第 6 条规定：“国家对温室气体自愿减排交易采取备案管理。参与自愿减排交易的项目，在国家主管部门备案和登记，项目产生的减排量在国家主管部门备案和登记，并在经国家主管部门备案的交易机构内交易。中国境内注册的企业法人可依据本暂行办法申请温室气体自愿减排项目及减排量备案。”

⁶⁹ 《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》第 22 条规定：“自愿减排项目减排量经备案后，在国家登记簿登记并在经备案的交易机构内交易。用于抵消碳排放的减排量，应于交易完成后在国家登记簿中予以注销。”

⁷⁰ 《碳排放权交易管理办法（试行）》第 42 条规定：“本办法中下列用语的含义：……（四）国家核证自愿减排量：是指对我国境内可再生能源、林业碳汇、甲烷利用等项目的温室气体减排效果进行量化核证，并在国家温室气体自愿减排交易注册登记系统中登记的温室气体减排量。”

⁷¹ 《温室气体自愿减排项目方法学—造林碳汇（CCER—14—001—V01）》第 6.2.1 条规定：“以保护和改善人类生存环境、维持生态平衡等为主要目的的公益性造林项目，在计入期内除减排量收益外难以获得其他经济收入，造林和后期管护等活动成本高，不具备财务吸引力。符合下列条件之一的造林项目，其额外性免予论证：a) 在年均降水量≤400mm 的地区开展的造林项目；注：年均降水量≤400mm 的地区可参考《国家林业局关于颁发<“国家特别规定的灌木林地”的规定>（试行）的通知》（林资发〔2004〕14 号）。……”



综上所述，绿康公司采用“范围一”排放作为核算基础符合国内披露准则的通行要求，且其购买的 500 万元碳汇项目用于当期抵消碳排放也是国内外公认的合规减排手段，故作为绿康公司发布的 ESG 报告中的描述性信息，二者符合客观实际，非虚假编造，具有一致性、客观性和规范性，应当认定二者具有真实性。因此，由于绿康公司的“碳中和”声明中的描述性信息符合国内外通行标准与行业惯例，具有真实性，故其不构成虚假记载。

(二) ESG 报告对“碳中和”进行了详细阐述，不构成误导性陈述

根据《虚假陈述若干规定》第 4 条第 3 款之规定，⁷²误导性陈述，是指信息披露义务人披露的信息隐瞒了与之相关的部分重要事实，或者未及时披露相关更正、确认信息，致使已经披露的信息因不完整、不准确而具有误导性。学界普遍认为误导性陈述具有两大特点：一是多解性，即对披露的信息有多种理解与解释。二是非显见性，即披露的信息在内容上的不准确并非显而易见。⁷³误导性陈述的表现形式包括：（1）以偏概全型。以个别情况代表整体情况，从而掩饰整体情况的真相。（2）矫枉过正型。对有关问题和风险的应对、防范措施严重不实事求是，反而变弊为利。（3）语义模糊或晦涩型。使用模棱两可，易生歧义，或使人难以读懂的术语，使投资者进行猜测，或无法理解，以掩盖行为人的真实情况。⁷⁴

本案中，为证明绿康公司 ESG 报告中“碳中和”声明不构成误导性陈述，下文从误导性陈述的非显见性和多解性出发，对 ESG 报告详细阐述了碳中和的实现路径以及“全产品线”表述旨在概括整体成就进行依次论证。

1. ESG 报告详细阐述了绿康公司碳中和的实现路径，不具有非显见性

为实现我国 2030 年碳达峰，2060 年碳中和的目标，应当进一步优化能源结构，加大宣传绿色环保意识，健全产业链体系，推动产业链绿色升级，并完善碳排放交易价格机制。⁷⁵

⁷² 《虚假陈述若干规定》第 4 条第 3 款规定：“误导性陈述，是指信息披露义务人披露的信息隐瞒了与之相关的部分重要事实，或者未及时披露相关更正、确认信息，致使已经披露的信息因不完整、不准确而具有误导性。”

⁷³ 参见范健，王建文：《证券法》（第二版），法律出版社 2010 年版，第 188 页；吕明瑜：《论上市公司信息公开的基本原则》，载《中国法学》1998 年第 1 期，第 43 页。

⁷⁴ 参见郭锋，程啸：《虚假陈述证券侵权赔偿》，法律出版社 2003 年版，第 187 页。

⁷⁵ 参见徐政，左晨吉，丁守海：《碳达峰、碳中和赋能高质量发展：内在逻辑与实现路径》，载《经济学家》2021 年第 11 期，第 69 页。



本案中，绿康公司 ESG 报告中已说明其在 2023 年底实现全产品线的碳中和目标的路径为采用清洁生产技术、使用可再生能源、实施绿色包装策略以及购买高质量碳汇项目，高度符合我国“双碳”目标的实现路径，且上文已论证绿康公司采用“范围一”排放作为温室气体核算基础以及购买碳汇项目用于抵消碳排放符合国内外通行标准与行业惯例，具有真实性，故绿康公司 ESG 报告详细阐述了 2023 年碳中和目标的实现路径，关于实现路径的信息真实、准确、完整，不具有非显见性，原告主张的“以偏概全型”误导性陈述不成立。

因此，案涉 ESG 报告详细阐述了绿康公司 2023 年碳中和目标的实现路径，并未以个别情况代表整体情况，不具有非显见性，故绿康公司 ESG 报告中的“碳中和”声明不构成“以偏概全型”误导性陈述。

2. “全产品线”表述旨在概括绿康公司整体环保成就，不具有多解性

“全产品线”属于概括性、修饰性用语，法律并未明确规定其含义，故其非严格的法律术语。在商业实践中，贵州茅台《2024ESG 报告》、五粮液《2024ESG 报告》和伊利《2024 可持续发展报告》等知名食品饮料企业的环境信息报告中均使用了“所有产品”、“产品线”、“全产业链”等表述（见附件四），其中“产品线”的含义为企业的主营业务产品，而“全产业链”是指涵盖上游产品原材料供应、中游产品加工与制造、下游产品销售与服务的完整链条。企业在 ESG 报告中使用这些商业用语旨在概括性展示企业整体环保成就，树立品牌形象。且这些用语的含义在商业语境中具有公认的理解，行业和公众对此存在统一的认知。

本案中，绿康公司 ESG 报告中“已实现全产品线碳中和”的表述其核心在于传达“碳中和行动已覆盖公司所有核心业务产品”这一整体性成就，这是一种概括性的、战略性的宣告，而不是一个绝对化的、技术性的承诺，其符合商业语境下公认的理解，一般投资者均能识别其宣传属性，不会产生绝对化的信赖。此外，绿康公司也详细阐述了“2023 年全产品线碳中和”的实现路径，披露了“2023 年全产品线碳中和”的真实情况，且其在绿色转型方面的投入是真实的，截至 2025 年 5 月底，公司在环保设备升级、清洁生产技术改造、可再生能源项目等方面的累计投资已超过 5.2 亿元，足以证明绿康公司 ESG 报告中“碳中和”声明的善意。故“全产品线”表述不具有多解性，绿康公司也非以此来掩盖其碳中和目标真实的实现情况，原告主张的“语义模糊或晦涩型”误导性陈述不成立。

因此，由于“全产品线”表述在行业和公众中具有普遍且统一的认知，其不具有多解性，且绿康公司使用“全产品线”表述旨在概括公司整体环保成就，而非掩盖其自身碳中和的真实情况，故绿康公司 ESG 报告中的“碳中和”声明不构成“语义模糊或晦涩型”误导性陈述。

综上所述，绿康公司发布的 ESG 报告详细阐述了 2023 年碳中和目标的实现路径，且其中的“全产品线”表述旨在概括绿康公司整体环保成就，而非掩盖其自身碳中和的真实情况，故绿康公司的“碳中和”声明不具有非显见性和多解性，不构成误导性陈述。

（三）ESG 报告对可再生能源使用比例的预测不构成错误预测的虚假陈述

《虚假陈述若干规定》第 6 条引入了预测性信息安全港规则，⁷⁶明确规定披露文件中的预测性信息和最终的实际经营情况不一致甚至出现重大差异，不构成虚假陈述而免责，同时规定了三项免除责任的例外条款。⁷⁷预测性信息，习惯上也称为“软信息”，⁷⁸主要集中在前

⁷⁶ 参见朱锦清：《证券法学》（第五版），北京大学出版社 2022 年版，第 213 页；李有星，钱颖瑜，孟盛：《证券虚假陈述侵权赔偿案件审理制度研究——新司法解释的理解与适用高端论坛综述》，载《法律适用》2022 年第 3 期，第 174 页。

⁷⁷ 《虚假陈述若干规定》第 6 条规定：“原告以信息披露文件中的盈利预测、发展规划等预测性信息与实际经营情况存在重大差异为由主张发行人实施虚假陈述的，人民法院不予支持，但有下列情形之一的除外：

（一）信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示的；（二）预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理的；（三）预测性信息所依据的前提发生重大变化时，未



瞻性说明，如盈利预测、估算、前景展望等。⁷⁹预测性信息的特点是陈述者往往缺乏现有数据或者客观事实证实其陈述的客观公允性，主要基于估计和评价，具有对未来判断的或然性，对使用者来说是高度相关却可靠性较低的信息。⁸⁰

本案中，为证明该预测非错误预测，不构成虚假陈述，下文将从我国现行预测性信息安全港原则下的三项免除责任的例外条款出发，论证 ESG 报告已对影响预测实现的重要因素进行充分风险提示、可再生能源使用比例的预测所依据的信息数据基础合理以及在可再生能源使用比例的预测依据的前提发生重大变化时，绿康公司具有履行更正义务的意愿。

1. ESG 报告已对影响预测实现的重要因素进行充分风险提示

根据《上市公司治理准则》(2018) 第 91 条第 2 款之规定，上市公司自愿披露的预测性信息，应当提示可能出现的不确定性和风险。此后《上市公司治理准则》(2025) 第 85 条第 2 款沿用了这一规定。⁸¹《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》(2020) 则对自愿披露预测性信息进行了更为严格的规定，自愿披露预测性信息时，应当以明确的警示性文字，具体列明相关的风险因素，提示投资者可能出现的不确定性和风险。⁸²然而，2022、2023 年的《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 1 号——主板上市公司规范运作》不再强制要求上市公司披露预测性信息时以明确的警示性文字具体列明相关的风险因素，而相对宽松地规定上市公司对其发布的信息应当充分提示相关事项可能存在的重大不确定性和风险。⁸³

司法实践中，法院认可上市公司对预测性信息进行简单而格式化的风险提示以达到充分提醒投资者的效果，且认为不应对上市公司的提示注意义务做过高要求，应符合客观实际。⁸⁴而在商业实践中，三只松鼠、良品铺子、伊利等食品饮料企业 2024 年的社会责任报告或可持续发展报告中均有对报告中的信息数据进行必要的提示说明(见附件四)，可见企业的 ESG 报告中存在对不确定性和风险的必要的提示说明是十分常见的，甚至是一种行业惯例。

本案中，绿康公司 ESG 报告中承诺到 2025 年公司可再生能源使用比例将达到 70%，这属于绿康公司自愿披露的预测性信息，应提示可能出现的不确定性和风险。尽管本案并未明确指出绿康公司 ESG 报告中对影响可再生能源使用比例的预测实现的重要因素进行了充分风险提示，但绿康公司在可再生能源项目上的持续投入是真实的，且根据行业惯例，可推定其 ESG 报告对可再生能源使用比例的预测的不确定性和风险进行了充分必要的提示说明。

及时履行更正义务的重大差异，可以参照监管部门和证券交易场所的有关规定认定。”

⁷⁸ 参见齐斌：《证券市场信息披露法律监管》，法律出版社 2000 年版，第 176 页。

⁷⁹ 参见范健，王建文：《证券法》(第二版)，法律出版社 2010 年版，第 188—189 页。

⁸⁰ 参见王从容，李宁：《法学视角下的证券市场信息披露制度若干问题的分析》，载《金融研究》2009 年第 3 期，第 182 页。

⁸¹ 《上市公司治理准则》(2018) 第 91 条第 2 款，《上市公司治理准则》(2025) 第 85 条第 2 款规定：“自愿性信息披露应当遵守公平原则，保持信息披露的持续性和一致性，不得进行选择性披露，不得利用自愿性信息披露从事市场操纵、内幕交易或者其他违法违规行为，不得违反公序良俗、损害社会公共利益。自愿披露具有一定预测性质信息的，应当明确预测的依据，并提示可能出现的不确定性和风险。”

⁸² 《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》(2020) 第 5.2.24 条规定：“自愿披露预测性信息时，应当以明确的警示性文字，具体列明相关的风险因素，提示投资者可能出现的不确定性和风险。”

⁸³ 《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 1 号——主板上市公司规范运作》(2022) 第 7.5.2 条第 1 款，《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 1 号——主板上市公司规范运作》(2023) 第 7.5.2 条第 1 款规定：“上市公司在互动易平台发布信息的，应当谨慎、客观，以事实为依据，保证所发布信息的真实、准确、完整和公平，不得使用夸大性、宣传性、误导性语言，不得误导投资者，并充分提示相关事项可能存在的重大不确定性和风险。”

⁸⁴ 参见刘某与上海飞乐音响股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案，上海市高级人民法院(2021)沪民终 384 号民事判决书；金某某、广东某股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，广东省广州市中级人民法院(2024)粤 01 民初 1439 号民事判决书；李某海与某某科技(集团)股份有限公司、窦某文等证券虚假陈述责任纠纷案，甘肃省兰州市中级人民法院(2023)甘 01 民初 161 号民事判决书；朱某诉某软件公司证券虚假陈述责任纠纷案，上海金融法院(2022)沪 74 民初 2814 号民事判决书。



2. 可再生能源使用比例的预测所依据的信息数据基础合理

根据《证券法》第 84 条第 2 款之规定，发行人作出公开承诺的，应当披露。不履行承诺给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。⁸⁵尽管承诺主体在作出承诺时往往具有较强的履行意愿，但其能否“履行承诺”不仅受到承诺主体主观因素的影响，也可能受到市场因素、政策因素等客观因素的限制。且由于预测性信息固有的主观性与不确定性，不应以其是否与嗣后实际发生事实相左作为判断其是否构成错误预测的标准，而是应该判断预测性信息所依据的编制基础是否合理。⁸⁶

本案中，绿康公司在 ESG 报告中公开承诺，到 2025 年公司可再生能源使用比例将达到 70%，这是绿康公司对未来可再生能源使用所做出的具有自我约束意图的主观预测，属于预测性信息。然而北京绿色发展研究院的调查报告显示 2025 年绿康公司可再生能源的实际使用比例仅为 27.8%，远低于其此前的公开承诺。但不能仅因预测性信息与将来发生的事实在内容不一致就自动认为其构成虚假陈述，需要判断绿康公司可再生能源使用比例的预测所依据的信息数据基础是否合理。绿康公司在 2023 年实现全产品线碳中和时就已采取使用可再生能源的方法减少碳排放，其在可再生能源项目上的投入是真实且持续的，故基于 2023 年实现全产品线碳中和的经验，绿康公司已对可再生能源使用等碳中和的实现路径进行了充分的调查分析，具有合理理由相信其在 ESG 报告中的公开承诺在其持续努力下能够兑现。然而受市场因素影响，公司生产依靠当地电网供电属于一般企业生产常态，绿康公司更无法阻止当地电网使用火力发电，故绿康公司未实现 ESG 报告的公开承诺不能完全归责于其自身。

因此，基于绿康公司对可再生能源使用等实现路径的充分调查以及其持续在可再生能源项目上的投入，应当认为其对可再生能源使用比例的预测所依据的信息数据基础合理。

3. 绿康公司具有履行更正义务的意愿

预测性信息一旦由于客观条件变化，导致原先预测的合理假设基础出现变化或不存在，使预测性信息变得不真实或具有误导性时，披露人有义务及时披露并更正预测性信息，并予以必要的解释和说明，使其不会误导投资者。⁸⁷更新义务有两种情形，第一，如果披露在做出时就是误导的，披露者事后知道这一情况后，有义务对此进行更正；第二，信息在披露的当时是真实的，但后来发生的事件使原先的陈述具有了误导性，上市公司也应及时更正。⁸⁸

本案中，绿康公司 ESG 报告中对 2025 年公司可再生能源使用比例的预测，与北京绿色发展研究院调查报告显示的实际使用比例存在较大出入。这是因为原先绿康公司预测的合理假设基础出现变化，使得可再生能源使用比例的预测变得不真实，故绿康公司应当负有更正义务。然而，绿康公司并未明确表示拒绝履行关于可再生能源使用比例的承诺，其仍然在可再生能源项目上进行持续性的投入。且依据案件事实，绿康公司发布年度报告的时间为每年的 3 月 30 日，但北京绿色发展研究院的调查报告却提前于 2025 年 3 月 20 日公开，造成绿康公司未及时进行更正的假象，故其无法排除绿康公司具有履行更正义务的意愿。

⁸⁵ 《证券法》第 84 条第 2 款规定：“发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等作出公开承诺的，应当披露。不履行承诺给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。”

⁸⁶ 参见程茂军：《上市公司信息披露法律规制研究——以中小投资者信息需求为视角》，中国法制出版社 2019 年版，第 189—192 页；赵昊：《预测性信息虚假陈述民事责任研究》，载《金融法苑》2023 年总第 110 辑，第 250 页；龚澄渝：《公开承诺的法律定位与责任框架论——〈证券法〉第八十四条第二款的适用》，载《金融法苑》2021 年总第 105 辑，第 72—73 页。

⁸⁷ 参见朱锦清：《证券法学》（第五版），北京大学出版社 2022 年版，第 213 页；李有星，康琼梅：《论证券信息自愿披露及免责事由》，载《社会科学》2020 年第 9 期，第 108 页；王通平，钱松军：《论证券市场信息披露误导性陈述的界定》，载《证券市场导报》2016 年 9 月号，第 78 页；张保华：《上市公司预测性信息披露制度研究》，载《法律适用》2003 年第 4 期，第 20 页。

⁸⁸ 参见王从容，李宁：《法学视角下的证券市场信息披露制度若干问题的分析》，载《金融研究》2009 年第 3 期，第 185 页。



因此，在可再生能源使用比例的预测依据的前提发生重大变化时，绿康公司仍然持续对可再生能源项目进行资金投入，且无法排除绿康公司在 2024 年年度报告中进行更正预测性信息的可能，故应当认定绿康公司具有履行更正义务的意愿。

综上所述，由于绿康公司 ESG 报告已对影响可再生能源使用比例的预测实现的重要因素进行充分风险提示，且其所依据的信息数据基础合理，加之在可再生能源使用比例的预测依据的前提发生重大变化时，无法排除绿康公司具有履行更正义务的意愿，故绿康公司 ESG 报告对其可再生能源使用比例的预测不构成错误预测的虚假陈述。

（四）判断被告是否实施虚假陈述不应以调查报告为依据

首先，北京绿色发展研究院受单方委托，缺乏中立性。本案中，北京绿色发展研究院受公益环保组织的委托，对绿康公司的碳中和声明进行调查。然而，这些公益环保组织在委托调查前就对该碳中和声明持质疑态度，与绿康公司立场冲突，故其委托北京绿色发展研究院出具的调查报告因利益关联而致其公正性和中立性存疑，不符合司法鉴定应当由双方协商委托或法院指定的中立程序要求。⁸⁹其次，北京绿色发展研究院非法院指定的司法鉴定机构，不具有权威性。在证券虚假陈述案件中，为确定涉及虚假陈述的相关证据的真实性和准确性，应由法院指定专业的监督机构进行鉴定。⁹⁰本案中，北京绿色发展研究院为单方委托的非属社会鉴定机构名册的鉴定机构，其出具的调查报告不具有权威性。最后，北京绿色发展研究院调查报告未显示其鉴定标准和数据来源，其内容的真实性和准确性存疑。因此，判断被告是否实施虚假陈述不应以北京绿色发展研究院调查报告为依据，而应由法院指定的司法鉴定机构对绿康公司 ESG 报告进行权威鉴定。

三、ESG 报告相关陈述与原告的投资行为之间不具有交易因果关系

根据前文所述，我国在认定交易因果关系时采用信赖推定原则，但是如果被告能证明虚假陈述并没有影响市场价格，或其他可以获取的信息削弱了该陈述在市场中的影响力，或投资者事实上并没有信赖市场价格，而是出于其他原因买卖证券，就能否定交易因果关系的成立。⁹¹本案中，为证明 ESG 报告相关陈述与原告的投资行为之间不具有交易因果关系，结合案件事实，应从原告的投资决策非基于单纯信赖 ESG 报告和 ESG 报告不具备足以诱导投资者做出投资决策的重大性这两方面进行分别论证。

（一）原告的投资决策系对公司长期价值的看好，而非仅信赖 ESG 报告

根据信赖推定原则所确立的交易因果关系举证责任的倒置，被告应当证明原告的投资决策与案涉 ESG 报告之间的信赖关系不存在，原告是基于对公司长期价值的看好才进行投资。

1. 原告购入股票前绿康公司股价已因绿色宣传活动持续大涨

绿康公司股价持续大涨是原告购入绿康公司股票的主要原因。本案中，在原告购入绿康公司股票前，绿康公司通过持续的绿色宣传活动和绿色转型投入，其股价从 14.80 元/股逐步上涨到 26.00 元/股。若无前期持续的绿色宣传，仅凭 ESG 报告，难以使股价迅速跃居历史新高，原告也不会单纯信赖 ESG 报告而不考虑长期投资价值就做出投资决策。因此，基于

⁸⁹ 《最高人民法院关于人民法院民事诉讼中委托鉴定审查工作若干问题的规定》第 3 条规定：“人民法院选择鉴定机构，应当根据法律、司法解释等规定，审查鉴定机构的资质、执业范围等事项。当事人协商一致选择鉴定机构的，人民法院应当审查协商选择的鉴定机构是否具备鉴定资质及符合法律、司法解释等规定。”

⁹⁰ 《人民法院对外委托司法鉴定管理规定》第 3 条规定：“人民法院司法鉴定机构建立社会鉴定机构和鉴定人名册，根据鉴定对象对专业技术的要求，随机选择和委托鉴定人进行司法鉴定。”

⁹¹ 参见范健，王建文：《证券法》（第二版），法律出版社 2010 年版，第 352 页；盛焕炜，朱川：《证券虚假陈述民事赔偿因果关系论》，载《法学》2003 年第 6 期，第 100 页。



被告一系列绿色环保宣传活动带来的良好股价走势，原告才选择追高买入绿康公司股票。

2. 原告自述的投资理由宽泛

原告并未明确指出其投资决策是基于单纯信赖绿康公司 ESG 报告。本案中，原告自述其“看到这些报道以后，重拾了对绿康公司的信心”，才于 2024 年 4 月 6 日追高购入绿康公司股票。结合案件事实，促使原告重拾对绿康公司信心的报道未被明确，应将其理解为影响原告投资决策的信息合集，包括绿康食品的品牌知名度和品牌好感度迅速上升、股价持续数月上涨并创下历史新高在内的多重利好信息，而非仅指绿康公司 ESG 报告。因此，由于原告自述的投资理由宽泛，故难以认定其仅因 ESG 报告中的单一陈述就做出投资决策。

综上所述，由于原告购入股票前绿康公司股价已因绿色宣传活动持续大涨，且其自述的投资理由宽泛，难以认定其单纯信赖绿康公司 ESG 报告就做出投资决策，其投资决策系基于对绿康公司长期价值的看好，故原告的投资决策与绿康公司 ESG 报告之间不存在信赖关系，二者之间的交易因果关系也不成立。

（二）ESG 报告不具备足以诱导投资者做出投资决策的重大性

在确定交易因果关系上，需要依赖于重大性的证明来推定信赖，进而推定交易因果关系成立。证明重大性，则需要证明虚假陈述对价格的影响。⁹²前文已对 ESG 报告不具有强制信息披露的重大性，属于自愿性披露信息进行论证，故以下将从 ESG 报告中的“碳中和”声明非孤立的承诺，其自身不具有误导性以及 ESG 报告发布后绿康公司股价未出现异常波动这两方面，论述 ESG 报告不具备足以诱导投资者做出投资决策的重大性。

1. ESG 报告中的“碳中和”声明并非孤立的承诺

ESG 报告中的“碳中和”声明具有事实基础，并非孤立的承诺。本案中，绿康公司 ESG 报告中关于“已实现全产品线碳中和”的叙述系基于采用清洁生产技术、使用可再生能源、实施绿色包装策略以及购买高质量碳汇项目等措施和在绿色转型方面持续大量的资金投入，以及“碳中和先锋企业”的企业形象，其详细阐述了公司 2023 年碳中和目标的实现路径，并概括总结了公司整体环保成就，符合国内外通行标准和行业惯例，对投资者的投资决策不具有误导性。因此，ESG 报告中的“碳中和”声明并非孤立的承诺，其具有真实、准确、完整的事实基础和信息依据。

2. ESG 报告发布后绿康公司股价未出现显著波动

在“价格敏感性标准”下，案涉 ESG 报告未引发绿康公司股价的显著波动。本案中，绿康公司于 2024 年 3 月 30 日同时发布 2023 年年度报告和 ESG 报告，当日绿康食品收盘价为 28.80 元/股。然而由于此前绿康公司持续的绿色宣传活动和绿色转型投入，绿康公司股价持续攀升，已在 2024 年 2 月 15 日达到历史新高点 26.00 元/股。所以，绿康公司 ESG 报告发布时正处于绿康公司股价攀升时期，多重利好消息共同推动绿康公司股价持续上涨并创下历史新高。且从 ESG 报告发布后到原告于 2024 年 4 月 6 日购入绿康公司股票时，绿康公司仍继续在电商平台上对产品进行绿色宣传，并重新设计了绿色说明的产品包装，推动绿康公司股价在原告购入时上涨至 30.00 元/股。因此，ESG 报告发布后，绿康公司股价上涨属于多重利好消息下正常的攀升现象，也即 ESG 报告的发布并未使绿康公司股价出现显著波动。

综上所述，ESG 报告中的“碳中和”声明具有事实基础，并非孤立的承诺，且其发布后绿康公司股价未出现异常波动，其股价上涨属于多重利好消息下正常的攀升现象，故 ESG

⁹² 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 58 页。



报告不具备足以诱导投资者做出投资决策的重大性，无法以此推定原告的投资决策与 ESG 报告之间的信赖关系存在，所以二者之间的交易因果关系无法推定成立。

四、ESG 报告相关陈述与原告的投资损失之间不具有损失因果关系

如前文所述，对于损失因果关系的推定，被告主要可以从四个方面进行抗辩：一是他人操纵市场；二是证券市场风险；三是证券市场对特定事件的过度反应；四是上市公司经营环境。⁹³本案中，ESG 报告陈述与原告投资损失之间不具有损失因果关系，绿康公司无须承担损害赔偿责任。被告将从证券市场风险、证券市场对特定事件的过度反应和上市公司外部经营环境三方面进行抗辩，另原告的损失计算应扣除证券市场风险等其他因素所致部分。

（一）绿康公司股价下跌主要源于证券市场风险等其他因素

确定损失因果关系需要考虑介入原因，即在被告行为之后介入原先因果关系链条的第三人行为或外在事件。若在被告侵权行为之后介入一个新的、独立的因素，中断了原告损失与被告原先行为之间的因果关系，此时被告无须对其行为承担责任。⁹⁴《虚假陈述若干规定》第 31 条第 2 款规定之“证券市场的风险、证券市场对特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素”即为介入原因。本案中，中断原告的投资损失与绿康公司 ESG 报告相关陈述之间的损失因果关系的介入原因为证券市场对北京绿色发展研究院的调查报告的过度反应、2025 年 2-4 月 A 股市场走势低迷以及市场对 ESG 投资理念的理性认识加深。

1. 绿康公司股价大跌是市场受媒体渲染的过度反应

绿康公司股价大跌的直接原因是证券市场对媒体渲染后的北京绿色发展研究院调查报告的过度反应。本案中，北京绿色发展研究院的调查报告对绿康公司 ESG 报告中“碳中和”声明的真实性提出质疑。随后，经过财经媒体的广泛报道与大肆渲染，这些负面信息在投资者群体中迅速传播，绿康公司股价开始大幅下跌，从 2025 年 3 月 21 日的开盘价 26.85 元/股跌至 2025 年 4 月 30 日的 16.2 元/股。由于北京绿色发展研究院的调查报告作为利空消息骤然冲击市场，且其中“碳中和”的调查数据的可信度也仍然存疑，但在财经媒体的夸大渲染下，投资者对突发消息产生恐慌，引发短期内的股票抛售，导致绿康公司股价大跌。

2. 绿康公司股价下跌的重要原因系同期 A 股市场整体低迷

绿康公司股价下跌与同期 A 股市场普跌密切相关。本案中，受中美贸易战、中东局势等国际因素的影响，A 股市场在 2025 年 2-4 月走势低迷。结合证监会发布的证券市场月报数据，⁹⁵深证综指与深证成指在 2025 年 1-4 月累计跌幅分别为 2.14% 和 4.94%，深交所 A 股上市公司股价整体呈下跌态势。绿康公司作为深交所主板上市公司，属于 A 股上市公司，在同期 A 股市场普跌的背景下，绿康公司股价下跌属于正常现象。因此，受同期 A 股市场整体低迷的影响，绿康公司股价下跌，而非由于绿康公司此前发布的 ESG 报告中的相关陈述。

类别 日期	深证综指	深证成指
2025 年 1-4 月	-2.14%	-4.94%
2025 年 1 月	-2.37%	-2.48%

⁹³ 参见李有星，钱颖瑜，孟盛：《证券虚假陈述侵权赔偿案件审理制度研究——新司法解释的理解与适用高端论坛综述》，载《法律适用》2022 年第 3 期，第 180 页。

⁹⁴ 参见廖升：《诱空虚假陈述侵权责任之因果关系》，载《法商研究》2016 年第 6 期，第 122 页。

⁹⁵ 参见中国证券监督管理委员会网站：<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100120/c7556405/content.shtml>，2025 年 9 月 29 日访问。



2025 年 2 月	5. 97%	4. 48%
2025 年 3 月	-0. 99%	-1. 01%
2025 年 4 月	-4. 46%	-5. 75%

3. 绿康公司股价下跌与市场对 ESG 投资理念的理性认识加深密不可分

随着投资者逐渐理性对待 ESG 投资概念，整个 ESG 投资板块估值回调明显。根据沪深 300 碳中和指数、中证民企 ESG 50 指数和中证 800 ESG 基准指数 2025 年 2-4 月的数据显示，⁹⁶自 3 月 18 日起，ESG 概念板块开始下跌，到 4 月 7 日跌至 2025 年最低点。**本案中**，绿康公司股价自 2025 年 3 月 20 日至 4 月 30 日一直处于下跌状态，许多基于 ESG 投资理念的机构投资者开始大量抛售绿康公司股票，一些专门投资环保概念股的基金更是将绿康食品从投资组合中完全剔除。除北京绿色发展研究院的调查报告使投资者产生过度反应外，同期整个 ESG 投资板块遭遇估值回调，使基于 ESG 投资理念的机构投资者和专门投资环保概念股的基金开始对 ESG 概念股持审慎态度，加剧了绿康公司股价的下跌。因此，市场对 ESG 投资理念的理性认识加深所带来的同期 ESG 投资板块整体估值回调是绿康公司股价下跌的重要原因。

综上所述，绿康公司股价下跌主要源于证券市场对北京绿色发展研究院调查报告的过度反应、同期 A 股市场整体低迷和市场对 ESG 投资理念的理性认识加深等因素，它们中断了 ESG 报告陈述与原告投资损失之间的损失因果关系，故绿康公司无须承担损害赔偿责任。

（二）原告的损失计算应扣除证券市场风险等其他因素所致部分

证券市场风险作为介入原因，独立地造成原告的投资损失，因而在确定被告的损害赔偿范围时，因证券市场风险切断了虚假陈述行为与投资者损失之间的法律因果关系，其造成的损失部分应当排除在外。⁹⁷《虚假陈述若干规定》第 31 条第 2 款明确规定原告的损失计算应扣除证券市场风险等其他因素所致部分。

对于原告第二次投资差额损失的证券市场风险扣除比例的计算，应以“中证长三角生态绿色一体化发展示范区 50 指数（931234）”作为参照基准。首先，该指数的成分股为长三角生态绿色一体化发展示范区的代表性上市公司证券，而绿康公司所在的江苏省苏州市工业园区不仅入选了国家首批碳达峰试点名单，⁹⁸还正处于该指数所覆盖的核心区域，二者地理区位完全匹配，受共同区域政策与市场环境的影响。其次，该指数作为一个跨行业的综合性指数，包含绿色环保等各类企业，通过对比绿康公司股价与该指数的跌幅，可以有效地将区域性的经济衰退风险从总损失中扣除。最后，该指数以“生态绿色”为定位，其表现一定程度反映了市场对于区域绿色经济发展前景的预期，与绿康公司所处的 ESG 行业环境直接相关。

根据该指数，⁹⁹自北京绿色发展研究院 2025 年 3 月 20 日发布调查报告至原告 2025 年 3 月 26 日卖出绿康公司股票，期间交易日的初始收盘价为 1647. 55，最后收盘价为 1559. 75。

又依前文“统一确定系统性风险相对比例法”，即系统性风险影响相对比例=系统性风险直接影响比例÷发行人股票价格跌幅。**本案中**，系统性风险直接影响比例为期间累计跌幅=（1-对应指数期末收盘点数/期初前收盘点数）×100%=1-1559. 75÷1647. 55=5. 33%，绿康公

⁹⁶ 参见中证指数网站：

<https://www.csindex.com.cn/zh-CN/indices/index-detail/000807#/indices/family/detail?indexCode=931234>，2025 年 9 月 29 日访问。

⁹⁷ 参见廖升：《诱空虚假陈述侵权责任之因果关系》，载《法商研究》2016 年第 6 期，第 122 页。

⁹⁸ 《国家发展改革委办公厅关于印发首批碳达峰试点名单的通知》，发改办环资〔2023〕942 号，2023 年 11 月 28 日发布。

⁹⁹ 参见中证指数网站：

<https://www.csindex.com.cn/zh-CN/indices/index-detail/000807#/indices/family/detail?indexCode=931234>，2025 年 9 月 29 日访问。



司股票价格跌幅约为 $1-20.2 \div 26.9 = 24.91\%$ ，故系统性风险影响相对比例约为 $(5.33\% \div 24.91\%) \times 100\% = 21.4\%$ 。因此，原告第二次的投资损失计算应扣除系统性风险比例约 21.4%。

综上所述，仅就损失计算层面，被告恳请法院在计算原告差额损失时，扣除系统性风险相对影响比例约为 21.4%。

第三节 绿康公司不应承担本案全部诉讼费、保全费及律师费

一、绿康公司不应承担本案全部诉讼费

根据《诉讼费用交纳办法》第 29 条之规定，¹⁰⁰诉讼费用由败诉方承担。**本案中**，如前所述，绿康公司未实施任何虚假陈述行为，其对原告的损失无需承担民事赔偿责任，故本案诉讼费用依法应由原告自行承担。

二、绿康公司无需承担本案全部保全费

根据《民事诉讼法》第 100 条第 1 款之规定，¹⁰¹财产保全应以存在判决难以执行之现实风险或者造成当事人其他损害为前提。**本案中**，财产保全申请缺乏必要性与正当性，被告资产结构稳健，不存在转移资产或丧失偿付能力的情形，原告在缺乏充分证据证明存在保全紧迫性的情况下申请保全，显属不当。同时，鉴于被告民事责任依法不成立，该保全申请应当构成申请错误，由此产生的保全申请费及可能造成的损失均应由申请人自行承担。

三、绿康公司不应承担本案全部律师费

根据最高人民法院《“关于国家考虑律师费由败诉方承担责任问题”的答复》，我国规范律师费收取的主要依据是国家发展改革委、司法部 2006 年共同颁布的《律师服务收费管理办法》。根据该办法，¹⁰²实践中主要采取“谁请律师谁花钱”的做法。¹⁰³**本案中**，原告为实现其诉讼目的而委托律师参与诉讼，所产生的律师费理应由其自行承担。

综上所述，根据法律规定，结合本案事实和上述答辩，原告的诉讼请求缺乏事实和法律依据，请求法院依法驳回原告的全部诉讼请求，并判令原告承担本案全部诉讼费用。

¹⁰⁰ 《诉讼费用交纳办法》第 29 条规定：“诉讼费用由败诉方负担，胜诉方自愿承担的除外。部分胜诉、部分败诉的，人民法院根据案件的具体情况决定当事人各自负担的诉讼费用数额。”

¹⁰¹ 《中华人民共和国民事诉讼法》第 100 条第 1 款规定：“人民法院对于可能因当事人一方的行为或者其他原因，使判决难以执行或者造成当事人其他损害的案件，根据对方当事人的申请，可以裁定对其财产进行保全、责令其作出一定行为或者禁止其作出一定行为；当事人没有提出申请的，人民法院在必要时也可以裁定采取保全措施。”

¹⁰² 参见最高人民法院网站：《“关于国家考虑律师费由败诉方承担责任问题”的答复》，<https://www.court.gov.cn/zixun/xiangqing/6259.html>，2025 年 9 月 29 日访问。

¹⁰³ 参见某甲证券股份有限公司与山东某某股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，山东省高级人民法院（2024）鲁民终 72 号民事判决书；叶某利、吉林某某精制股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案，吉林省辽源市中级人民法院（2023）吉 04 民初 3 号民事判决书；深圳某股份有限公司、贾某某证券虚假陈述责任纠纷案，广东省深圳市中级人民法院（2023）粤 03 民初 7169 号民事判决书。



第六部分 启示与反思

一、优化“二元理论”适用规则，提高“重大性”认定准确性

我国《证券法》关于“重大性”认定的一般规定包括“投资者决策标准”和“价格敏感性标准”。¹⁰⁴我国“重大性”二元认定标准一方面加强了对投资者利益的保护，提升信息披露的有效性和实质，另一方面注重股价的实际变化，相对更具有客观性和准确性。但针对未披露行政处罚而引发的虚假陈述责任纠纷而言，我国新《证券法》对“重大性”的“二元理论”标准认定仍存在模糊性与主观性。

在“投资者决策标准”方面，理性投资人所需具备的注意义务难以界定，上市公司、一般投资人和司法机关对相同的投资信息会做出不同的判断，许多纠纷多以事后损害结果的片面视角反推当时具有“重大性”，无形扩大信息披露义务人的义务范围，造成企业合规风险过度等问题。为此，需确定其目的是发挥原则性、包容性的指导和兜底作用，法院在适用时要结合个案情况具体分析，参考会计师事务所、证券行业咨询机构等第三方专业意见，明确投资者义务范围，减少主观性；同时将“投资者决策标准”规则置于“价格敏感性标准”之后，即在股价大幅下跌，证券市场环境复杂，系统性风险计算困难等导致“价格敏感性标准”难以运用时，发挥“投资者决策标准”的兜底作用来认定“重大性”。

在“价格敏感性标准”方面，行政处罚信息在政府公开渠道可查，但由于我国证券市场效率不足，一般投资者难以觉察，事后“揭露”的消息可能掺杂负面炒作或主观臆断，同时股价受市场宏观因素、行业动态、公司其他披露信息等共同作用，使得股价波动难以归因于一个特定信息，测算结果缺乏准确性与可靠性。因此，司法实践中应同时考量事先情况和事后结果，避免事后视角的偏差影响；关注可能影响股价波动的因素并适当排除，如行业政策和投资理念的变化，建立股价波动与特定信息之间的直接因果关系，并由专业部门构建更精细的测算模型，从而提高“价格敏感性标准”的精确性与科学性。

二、统一 ESG 报告碳中和认定标准，赋能企业绿色环保转型

ESG 报告是一种将环境、社会与治理因素纳入投资决策与企业经营，积极响应可持续发展理念的投资和经营方式。近年来，许多投资者注重绿色环保理念，加之国家出台法律法规鼓励企业披露 ESG 信息，ESG 报告逐渐被上市公司广泛运用。我国 ESG 信息披露制度是由外国引入，明显表现出不适应性。一是我国 ESG 信息披露制度尚未形成系统、成熟的制度体系；二是我国与欧美等 ESG 信息披露发展较早的国家的市场环境存在差异，导致国内上市公司难以在较短时间内适应 ESG 信息披露的要求。¹⁰⁵而在“碳中和”认定方面标准不统一的问题突出，容易引发虚假陈述纠纷，挫伤企业绿色环保转型的积极性。

首先，由证监会、市场监管局等专业部门制定符合中国市场状况的 ESG 信息披露标准，明确碳中和认定的具体指标、计算方法、披露要求等，既要顺应我国“双碳”目标和绿色发展理念，也要符合国际发展趋势，防止与国际市场脱节。其次，引入现代智能技术提高监管效能，如大数据、区块链等技术，实时监测和自动核算碳排放数据，保证计算数据的准确性和客观性。最后，建立统一的碳中和数据平台，提供具体的填报指南和计算工具，帮助企业核算范围一、二、三的碳排放，减轻企业碳中和计算负担，促进信息共享与对比，提升认定标准的统一性。

¹⁰⁴ 参见徐文鸣，刘圣琦：《新〈证券法〉视域下信息披露“重大性”标准研究》，载《证券市场导报》2020 年 9 月号，第 72 页。

¹⁰⁵ 参见侯东德，韦雅君：《上市公司 ESG 信息披露框架的构建——基于新发展理念的视角》，载《财经法学》2023 年第 5 期，第 7 页。



第七部分 附件

附件一 律师事务所函

第 5 号律师事务所 函

××律民字（2025）第×号

苏州市中级人民法院：

根据《中华人民共和国律师法》及其他法律的相关规定，本所接受 绿康食品股份有限公司 委托，指派 ××A、××B 律师为 李明泽诉绿康食品股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一案 中 绿康食品股份有限公司 一审阶段的诉讼代理人。

特此函告。



附：

1. 授权委托书一份；
2. 联系方式： ××A: ××××××××××；
××B: ××××××××××。

(注：本函用于民事、刑事附带民事诉讼案件，向人民法院、人民检察院提交)



附件二 授权委托书

委托人：绿康食品股份有限公司

住所地：江苏省苏州市工业园区

统一社会信用代码：××××××××××××××××

法定代表人：王建华

联系方式：××××××××××

受托人：第 5 号律师事务所

姓名：××A 单位：第 5 号律师事务所 职务：专职律师

联系电话：××××××××××

姓名：××B 单位：第 5 号律师事务所 职务：专职律师

联系电话：××××××××××

现委托上列受委托人在李明泽诉绿康食品股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一案中，作为委托人的一审诉讼代理人，委托权限选择下列第（二）项：

一、一般委托。

二、特别授权委托，权限包括：

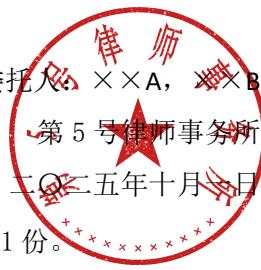
- (1) 代为起诉、立案、反诉、应诉、答辩、管辖权异议、上诉、撤诉；
- (2) 代为调查、收集相关证据材料、举证、质证；
- (3) 代为承认、放弃、变更诉讼请求
- (4) 代为和解；进行调解；代为出庭
- (5) 代为申请财产保全；
- (6) 代为缴纳、退领诉讼费、保全费、签收本案法律文书等；

代理权限自签订之日起至一审诉讼审结时止。

委托人：绿康食品股份有限公司



受委托人：××A, ××B



注：委托书一式三份，由委托人、律师事务所各持 1 份，交人民法院 1 份。



附件三 证据目录

序号	证据名称	证明事项
第一组		
1	绿康公司 2018 年至 2021 年营业收入和净利润的财务报表	证明三次行政处罚不具有“重大性”
2	江苏省生态环境厅作出的《行政处罚决定书》	
3	河南省市场监督管理局作出的《行政处罚决定书》	
4	山东省生态环境厅作出的《行政处罚决定书》	
5	绿康公司完成三次环保违规行为整改并支付罚款的证明文书	
第二组		
6	三次行政处罚记录在政府信息公开网站上的截图	证明李明泽的第一 次投资损失与绿康 公司未披露行政处 罚之间不具有交易 因果关系
7	原告李明泽买入绿康食品股票 40000 股时的流水记录	
8	原告李明泽卖出 40000 股绿康食品股票时的流水记录	
9	2022 年 4 月和 5 月深证综指、深证成指、申万一级和绿康 公司的股价变化数据	
第三组		
10	绿康公司发布的《企业社会责任暨 ESG 报告》	证明绿康公司 ESG 报告中的碳中和陈 述具有事实基础， 不构成虚假记载或 误导性陈述
11	北京绿色发展研究院出具的对 ESG 报告的调查报告	
12	2025 年 3 月和 4 月绿康公司股价变化的数据	
第四组		
13	原告李明泽买入绿康食品股票 60000 股时的流水记录	证明李明泽的第二 次投资损失与绿康 公司 ESG 报告的碳 中和陈述之间不具 有因果关系
14	原告李明泽卖出 60000 股绿康食品股票时的流水记录	
15	2022 年 4 月和 5 月深证综指、深证成指和绿康公司的股价 变化数据	



附件四 知名食品饮料企业 ESG 报告相关信息对比

报告信息 企业	全产品线	全产业链	必要的风险提示
贵州茅台	/	公司围绕上游酿造环境及酿造原料研究、中游酿造过程解析，以及下游产品品质保障与废弃物处理，构建覆盖全产业链的完善研发体系，实现全产业链协同发展。	为保证信息的延续性，部分内容适当追溯以往年度。 六大风险： 战略风险、市场风险、财务风险、运营风险、法律风险、舆情风险。
五粮液	/	实施质量效益型、质量规模效益型、品牌价值效益型三大步发展战略，逐步迭代形成“从一粒种子到一滴美酒”全产业链一体化质量管理模式。	本报告尽可能确保信息准确，所披露数据和案例均来自本公司及下属子公司的正式文件和统计报告。 风险类型： 碳排放监管风险、价格波动风险、环境合规风险……
伊利	伊利制定了覆盖全集团、全产品类型的 2025 可持续包装战略目标，并规划了详尽的实施路径，积极研发可持续包装材质和技术，推动可持续包装整体目标的实现。	合作牧场智能化改造全面落地，累计为产业链上下游合作伙伴提供 1,696.4 亿元资金支持。2024 年，伊利环保总投入超 2 亿元，“ 2050 年前实现全产业链碳中和 ”是我们不变的承诺。	为增强报告可比性和前瞻性，部分内容覆盖时间段有所延伸。本报告所引用的数据和案例均来自公司统计报告或公开文件。
三只松鼠	在“品销合一”网络型组织协同下，推动供应链创新升级，面向全渠道持续交付高端性价比的全品类产品，实现业绩“重回百亿”，并保持良性增长。	支撑食品行业产业链上下游企业产品研发、采购、生产、销售、物流等环节全过程信息协同，促进食品行业产业链上下游高效贯通。	为增强报告内容可比性和完整性，部分内容超出该时间范围。 本报告披露的数据与 2024 年年度报告不一致的，均为年度报告所载为准。
良品铺子	/	良品铺子积极推进“三产融合”战略，整合产业链上下游资源，例如带动云南昭通等多地特色产业发展，为农民增收致富开辟新路径，为实现乡村振兴贡献力量。	本报告依照客观、真实、透明的原则，详细披露良品铺子在经济、环境、社会可持续发展过程中的履责情况。



附件五 实体代理意见中的司法案件援引清单

根据最高人民法院于 2020 年 7 月 31 日发布的《最高人民法院关于统一法律适用加强类案检索的指导意见（试行）》，对于缺乏明确裁判规则或者尚未形成统一裁判规则的，需要进行类案检索。以下为被告方诉讼代理人针对本案实体部分代理意见相关问题所进行的类案检索结果，供合议庭参考：

案件名称	案号	发文机关	文书摘录
人民法院通常以所涉罚款金额大小认定其是否足以影响投资者的决策， 认定所涉行为是否具有重大性			
齐春艳与湖南尔康制药股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	(2020)最高法民申 6806 号	最高人民法院	本案中，尔康制药公司 2015 年年度财务报表虚增营业收入和虚增净利润，分别占当期合并报表披露营业收入和披露净利润的 1.03% 和 2.62%，较 2014 年度该部分仅分别提高了 1.3 和 5.5 个百分点，没有对公司的业绩和重要财务指标产生实质影响。
周某诉某公司、某证券公司证券虚假陈述责任纠纷案——浙江省高级人民法院发布 2024 年金融审判十大典型案例之七	/	浙江省高级人民法院	法院认为，某公司虽未按规定披露其于 2022 年 6 月 20 日为全资子公司的债务提供 800 万元最高额担保，但从某公司 2022 年度报告来看，担保金额 800 万元未达到该公司当年度经审计总资产或净资产任何一项规定指标的 10%，对理性投资者的交易决策影响有限。
杨志刚诉深圳香江控股股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案 (经典案例)	(2013)穗中法民二初字第 4 号	广东省广州市中级人民法院	信息重大性的界定方法……第三种意见认为，法院应审查相关信息对投资者决策的影响程度，进而认定是否构成重大事件。其基本方法是对涉案信息进行定量分析，判断不实披露部分占企业总体信息的比重，进而判断涉案信息是否足以对理性投资者的决策产生影响。本案最终采取第三种意见，通过分析……所涉及的金额对被告利润总额、资产总额、负债及所有者权益总额、所得税费用、净利润等报表项目的影响比例，认定其不足以对投资者产生错误诱导，因而不构成虚假陈述。
黄颖诉深圳能源集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	(2013)深中法商初字第 45 号	广东省深圳市中级人民法院	本院认为……经对比可见，上述财务会计违规问题所涉及的金额与被告总资产比例很少，造成的影响较小，尚不足以影响投资者对投资被告



			公司的判断，也不足以达到《中华人民共和国证券法》所规定的对“重大事件”作出违背事实真相的虚假记载、误导性陈述、或者在披露信息时发生重大遗漏、不正当披露信息的行为。
虚假陈述信息揭露后是否达到跌停程度，是判断证券交易价格或交易量是否显著波动的重要依据			
孙某、仁某有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	(2023)浙民终736号	浙江省高级人民法院	本院认为，仁某控股的虚假陈述行为于2021年7月15日揭露后，当日和次日连续两个交易日股价跌停。根据《若干规定》第十条第一款第三项的规定，本案虚假陈述的揭露已导致仁某控股的交易价格产生明显变化，应当认定其内容具有重大性。……一审判决认定事实清楚，适用法律正确，实体处理并无不当，应予维持。
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责任纠纷案	(2023)湘民终162号	湖南省高级人民法院	关于焦点二。证券虚假陈述若干规定第十条规定：“……”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。天润数娱公司关于虚假陈述揭露日为2019年2月27日，案涉虚假陈述行为的揭露并未导致天润数娱公司的股票交易价格或者交易量产生明显的变化，故虚假陈述行为内容不具备重大性的辩称，依据不足，不予采信。
某投资者与某上市公司证券虚假陈述责任纠纷案——北京金融法院发布投资者保护十大典型案例（2025）之三	/	北京金融法院	法院经审理认为，……从股价变动情况看，在揭露上述虚假陈述行为之后，某上市公司股票跌停，交易价格变化明显，而同期相关指数跌幅轻微，且某上市公司提供的证据不足以证明虚假陈述未导致交易价格发生明显变化，故可以认为该次披露对于公司股票的交易价格产生了明显的影响，对投资者的投资决策亦造成较大影响，符合法律和司法解释规定的具有“重大性”的情形。法院综合考虑市场风险与非市场风险对股票价格的



			影响，对某投资者的实际投资损失进行合理认定，判决某上市公司赔偿投资者投资损失，并驳回某投资者主张过高部分的诉讼请求。
判断信息是否具有重大性时，一般同时结合“投资者决策标准”和“价格敏感性标准”进行综合认定			
吴某某诉延安某制药公司证券欺诈责任纠纷案	(2021)陕民终1083号	陕西省高级人民法院	认定证券虚假陈述行为是否具有“重大性”，应当从对投资人的决策产生影响或对证券市场的价格影响两个方面判断。足以影响投资者的投资决策和市场交易价格的，即可确认虚假陈述行为具有“重大性”。证券市场系统风险是否存在，可以通过证券市场大盘指数和行业板块指数的波动情况作出判断。证券虚假陈述损失的计算涉多个学科和领域，可委托专业机构进行精确化核算。
倪某诉某上市公司证券虚假陈述责任纠纷案——广东省高级人民法院发布9起证券纠纷典型案例(2022-2024年)之五	/	广东省广州市中级人民法院	《虚假陈述司法解释》取消虚假陈述侵权民事赔偿前置程序后，被诉虚假陈述行为是否具备重大性是人民法院需要首先审查的问题。《虚假陈述司法解释》第十条规定了投资者决策标准与价格影响标准相结合的认定标准，实施日与揭露日的证券价格变化是认定虚假陈述是否具备重大性的主要证据。在重大性的认定上，人民法院应充分考量虚假陈述行为的情节、性质、当事人的过错程度，合理把握司法裁量尺度。
常世芬诉黄石东贝电器股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案	(2016)鄂01民初1270号	湖北省武汉市中级人民法院	实施日、揭露日、基准日、重大性及系统风险的认定，均要结合虚假陈述的具体类别。理性投资者决策标准侧重于明确披露信息的类型，价格判断标准侧重于判断是否构成侵权。因果关系作为联系侵权行为与损害之间重要的逻辑纽带，它不仅属于侵权行为法基本规定内容，而且构成了其他几乎所有赔偿责任构成要件的基础。在类型分析基础上确定时间点，采取“折合双标准综合说”判断重大性。肯定交易和损失的因果关系，要用相关系数法则取得指数进而衡量系统风险。



在有证据表明投资者的买入在主观上并非源于对虚假陈述的信赖因素时， 投资决策与虚假陈述之间就没有交易因果关系			
瑞华会计师事务所、 周某等证券虚假陈述 责任纠纷案	(2021) 最高法民 申 6708 号	最高人民 法院	关于原审对案涉虚假陈述行为与 投资人损失之间的因果关系认定是否 正确的问题。根据《若干规定》第十 八条的规定，在虚假陈述实施日至揭 露日期间进行相关股票交易的投资 者，被推定为是基于对虚假陈述的信 赖而进行交易。本案中，……本院认 为，虽然投资者购买中安科公司股票 可能出于多种原因，但瑞华事务所在 本案中未能提供切断投资者的投资策 略与其实施的虚假陈述之间的交易因 果关系，即周某、李某购买中安科公 司股票并非基于对虚假陈述信赖的相 关证据，故瑞华事务所的该项再审申 请理由，不能成立，本院不予采信。 而对于本案计算投资人损失的方法和 结果，在二审庭审中，各方当事人已 经明确表示没有异议，现瑞华事务所 又主张采用多因子模型计算损失系认 定事实错误，且没有提出证据予以证 明，本院亦不予采信。
改宏业与中水集团远 洋股份有限公司证券 虚假陈述责任纠纷案	(2021) 京民终 802 号	北京市高级 人民法院	本院认为，虚假陈述行为人对其行 为给投资者造成的损失须承担赔偿 责任。作为侵权行为的构成要件，必 须认定侵权行为与损害后果之间具 有因果关系，即虚假陈述行为影响了投 资者的交易决定，虚假陈述行为与投 资者的交易决定没有因果关系时，行 为人不负赔偿责任。若干规定第十八 条确定了以“推定信赖”原则来确定 投资损失与虚假陈述之间因果关系存 在与否的判断标准。只要若干规定第 十八条设定的有关基础事实得到证 明，就可以推定该因果关系存在。若 干规定第十九条采取了“可抗辩的推 定信赖”的立场，规定虚假陈述行为 人可以就投资者对基础事实的证明提 出反证，以证明投资者的损失与虚假 陈述之间不存在因果关系。即在有证 据证明投资者的买入，在主观上并非 源于对虚假陈述的信赖因素时，投资 损失与虚假陈述之间没有因果关系。



虚假陈述内容的重大性是投资者对虚假陈述产生信赖，从而认定交易因果关系的前提			
李某华与江西某某科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	(2025) 赣01民初 162号	江西省南昌市中级人民法院	综上，案涉虚假陈述的实施、揭露并未对证券市场理性投资者的投资决策及股票交易价格、交易量产生实质影响。依照《虚假陈述若干规定》第十条的规定，应认定案涉虚假陈述的内容不具有重大性。 虚假陈述内容的重大性是投资者对虚假陈述产生信赖，从而认定交易因果关系的前提。 本案中，某某科技发布被债权人申请破产重整的提示性公告已被市场知悉，且已反映在股票价格上面，应当认定某某科技被债权人申请破产重整系股票交易价格及交易量明显变化的关键因素。故案涉虚假陈述与李某华的交易行为不具有因果关系，李某华要求某某科技赔偿损失，于法无据。
刘某1等与某某公司1等证券虚假陈述责任纠纷案	(2023) 沪74民初 800号	上海金融法院	重大性是判断证券虚假陈述侵权责任是否成立的前提要件，个中原因在于，相较于普通市场交易，证券市场对信息披露义务人向公众披露信息提出了更高要求，以最大限度消除信息不对称，但如果事无巨细一律披露，反而易造成信息泛滥，形成市场“噪音”，不利于投资者识别有价值的信息，故重大性标准的引入成为必要。若虚假陈述内容不具有重大性，则对股票价格和证券市场没有实质影响，也无法建立投资者对虚假陈述行为的推定信赖，信息披露义务人可直接据此主张免责。在满足重大性要件后，方需审查因果关系成立与否以及赔偿责任范围问题。
柯某某等诉安徽某某公司国际控股股份有限公司、上海某某公司国际集团有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案	(2021) 沪74民初 1895号	上海金融法院	具体分析如下：……整体而言，安徽某某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。 虚假陈述内容的重大性是投资者对虚假陈述产生信赖，从而认定交易因果关系的前提 ，在虚假陈述内容不具有重大性的情况下，相关民事责任不应由安徽某某公司、上海某某公司承担。故法院依法作出如上裁判。



系统风险系指对证券市场产生普遍影响的风险因素，其特征在于系统风险因共同因素所引发，对证券市场所有的股票价格均产生影响			
陈丽华等 23 名投资人诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述侵权赔偿纠纷案	/	黑龙江省高级人民法院	关于第二点。《虚假陈述赔偿规定》第十九条第（四）项规定，被告举证证明原告的损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致的，人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系。此条虽将系统风险作为免除民事责任的条件之一，但对系统风险这一概念未作明确定义，双方当事人也对系统风险有不同的理解，故应依据通常理解确定系统风险的含义。 证券业通常理解，系统风险是指对证券市场产生普遍影响的风险因素，其特征在于系统风险因共同因素所引发，对证券市场所有的股票价格均产生影响，这种影响为个别企业或行业所不能控制，投资人亦无法通过分散投资加以消除。 ……
张某某诉某上市公司证券虚假陈述责任纠纷案——浙江省高级人民法院发布金融审判十大典型案例之二	/	浙江省金华市中级人民法院	依据证券业通常之理解，系统风险系指对证券市场产生普遍影响的风险因素，其特征在于系统风险因共同因素所引发，对证券市场所有的股票价格均产生影响，这种影响为个别企业或行业所不能控制，投资人亦无法通过分散投资加以消除。该上市公司受大盘、行业指数下行影响出现大幅“补跌”，一审酌定系统风险对投资者损失影响比例为 60%。此外，上市公司筹划重大资产重组停牌期间，披露的营业收入、净利润同比均大幅降低，再加上重大资产重组失败等利空信息，必然也会导致复牌后股价的下跌。因此一审法院酌情认定上述利空公告、投资风险等其他因素对投资者损失的影响比例为 5%。综上，张某某在本案中的投资差额损失扣除系统风险及非系统风险对投资差额损失的影响比例 65%后，上市公司对该部分实际损失承担民事赔偿责任。
常世芬诉黄石东贝电器股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案	(2016) 鄂 01 民初 1270 号	湖北省武汉市中级人民法院	(二) 本案的侵权行为与投资者的交易行为没有因果关系。交易因果关系是指违法行为影响了投资者的交易决定。而本案中，股票的下跌是市



			<p>场风险造成，虚假陈述行为与原告的投资行为没有因果关系。理由是：一方面，从证券市场的系统性风险来看，所谓证券市场风险是指对证券市场产生普遍影响的风险因素，其特征在于系统风险因共同因素所引发，对证券市场所有的股票价格均产生影响，这种影响为个别企业或行为所不能控制，投资人亦无法通过分散投资加以消除。……</p>
司法实践采用“统一确定系统性风险相对比例法”计算系统性风险			
某产业投资股份有限公司、唐某等证券虚假陈述责任纠纷案	(2025)桂民终17号	广西壮族自治区高级人民法院	<p>扣除系统性风险的具体计算方法。“同步指数对比法”的原理，是从投资者第一笔有效买入开始，假设投资者买卖涉案股票时，同时买入卖出相同数量的指数，每一笔交易均同步对应指数的买入卖出，指数的价格取交易当日的收盘指数。揭露日后卖出的或持有股票的，假设也同步卖出或持有对应的指数。具体计算方法是，将每个投资者持股期间的市场指数的跌幅与个股跌幅进行对比，用“相对比例法”扣除证券市场系统性风险的影响。其中：个股涨跌幅=(个股买入均价-个股卖出均价或个股基准价)/个股买入均价。指数涨跌幅=(指数买入均价-指数卖出均价或指数基准价)/指数买入均价。证券市场系统性风险扣除比例=指数平均跌幅/个股跌幅。</p>
卢某等诉某科技集团公司证券虚假陈述责任纠纷案	(2019)沪民终263号	上海市高级人民法院	<p>关于本案中证券市场系统风险应如何计算，法院认为：1. 计算证券市场系统风险扣除比例，其目的在于将系统风险从股价变化的影响因素中加以剔除，而统一扣除比例的方法无法反映整体市场风险与单一股价变化的相对关系，故同时考察指数变化与股价变化的“同步指数对比法”更具合理性。即从投资者第一笔有效买入日起，假设投资者买卖某科技股票时，同时买入卖出相同数量的指数，每一笔交易都同步对应指数的买入卖出，指数的价格取交易当日的收盘指数。揭露日后卖出或持有股票的，假设也同步卖出或持有相应的指数。将每个</p>



			<p>投资者持股期间的个股跌幅与参考指数（上证综合指数、申万一级行业指数和申万三级行业指数）的平均跌幅进行对比，用相对比例法扣除系统风险的影响。具体计算方法为：个股跌幅=（个股买入均价-个股卖出均价或个股基准价）÷个股买入均价；指数跌幅=（买入期间的指数均值-卖出期间的指数均值或揭露日到基准日期间的指数均值）÷买入期间的指数均值；指数平均跌幅=（上证综合指数跌幅+申万一级指数跌幅+申万三级指数跌幅）÷3；证券市场系统风险扣除比例=指数平均跌幅÷个股跌幅。</p>
廖劲松诉恒天海龙股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	(2016)鲁民终1682号	山东省高级人民法院	<p>本院认为：……在揭露日至基准日期间，以行业板块“化学纤维A股总市值”为参照对象，按照揭露日至基准日期间化学纤维A股的下跌幅度/揭露日至基准日期间恒天海龙的下跌幅度计算，系统风险的影响因素为76.67% (23%/30%)；以大盘“深市A股流通总市值”为参照对象，揭露日至基准日期间深市A股的下跌幅度/揭露日至基准日期间恒天海龙的下跌幅度计算，影响因素为33.33% (10%/30%)。如果综合考虑化学纤维板块和大盘的影响因素，系统风险的影响比例约为55%，即[(33.33%+76.67%)/2]。本案中，廖劲松投资股票的损失与恒天海龙公司的虚假陈述行为存在一定的因果关系，但应同时考量化学纤维板块和大盘对恒天海龙股票的影响，将上述证券市场系统风险的因素扣除。综合以上因素，廖劲松最终投资差额损失=9400元×(1-55%) =4230元。</p>
对于系统风险及非系统性风险所导致的投资者损失应当予以扣除			
应某、海南神农科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	(2021)最高法民申7870号	最高人民法院	<p>根据二审法院查明的事实，……二审判决基于诱多型虚假陈述的性质特征，将神农科技公司虚假陈述行为实施日、揭露日和基准日前后的股价波动与深证成指、创业板指数的涨跌情况进行综合对比分析，认定神农科技公司股价的下跌应是系统风险及非</p>



			系统风险共同作用的结果，而非由神农科技公司虚假陈述行为所致，依据充分。本案符合《证券虚假陈述若干规定》第十九条第四项规定的情形，二审判决在查明事实的基础上认定神农科技公司的虚假陈述行为与应某的投资损失之间不存在因果关系，并无不当。
北海某某物产业投资股份有限公司、李某证券虚假陈述责任纠纷案	(2024)桂民终240号	广西壮族自治区高级人民法院	《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》(法释〔2022〕2号)第三十一条规定：“……”该规定对证券市场系统性风险和非系统性风险进行了区分，并对后者进行了不完全列举。所谓证券市场系统性风险，是指由普遍性共同因素触发，导致整个证券市场或局部市场的股票价格波动而使投资者蒙受损失的风险，来源于上市公司外部，具有客观性和不可分散性，故对应的损失应从虚假陈述责任中扣除。而非系统性风险，是指由个别股票自身因素所带来的使投资者蒙受损失的风险，该风险通常只影响某一只股票的价格，对其他股票不产生影响，主要包括经营风险、财务风险、信用风险、道德风险等，一般指向可识别的具体事件，如新产品开发失败、重大协议谈判失败、诉讼损失等。实际上，企业经营等证券市场非系统性风险往往是导致投资者损失的最常见的风险因素，应属上述法条“其他因素”的范畴，因此对于非系统性风险所导致的投资者损失，也应予以扣除。对上市公司而言，其披露的信息直接影响股价走势。在虚假陈述案件的实施日至基准日期间，上市公司可能会披露与虚假陈述行为无关的重大事件信息，这些与虚假陈述行为无关的重大事件信息属于非系统性风险，所导致的投资者损失不在法定的赔偿范围之内，应当予以扣除。
仲某芳与内蒙古西水创业股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷	(2023)内民终553号	内蒙古自治区高级人民法院	本院认为：根据《虚假陈述规定》第三十一条，“……被告能够举证证明原告的损失部分或者全部是由他人操



案			纵市场、证券市场的风险、证券市场对特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的，对其关于相应减轻或者免除责任的抗辩，人民法院应当予以支持。”本案中，……此后，案涉股票连续多个交易日大幅下跌。该接管情况对案涉公司经营环境具有较大影响，属于影响股价下跌的重要非系统风险因素，叠加西水股份前期积累了较大涨幅有回调风险，故案涉损失属于多因一果。
上市公司可对预测性信息进行简单而格式化的风险提示以达到充分提醒投资者的效果			
刘某与上海飞乐音响股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案	(2021) 沪民终 384号	上海市高级 人民法院	其次，从飞乐音响公司2017年7月13日发布的《2017年半年度业绩预增公告》内容来看，该公告披露的业绩预增系预测性信息，相较于客观事实陈述，对预测性信息能否构成虚假陈述，应作更加严格、审慎的认定。一方面，飞乐音响公司在该业绩预增公告中明确告知“本期业绩预告的财务数据未经注册会计师审计”及“本次业绩预告为初步测算”等内容，并提示“具体准确的财务数据以公司正式披露的2017年半年度报告为准，敬请广大投资者注意投资风险”。即在披露该项预测性信息时，飞乐音响公司已对构成业绩预增的基础财务数据可能存在不准确等重要因素作出了一定程度的风险警示。另一方面，……因此，就本案而言，飞乐音响公司发布的《2017年半年度业绩预增公告》虽然被认定为不准确，但在飞乐音响公司已就影响该预测实现的因素进行明确风险提示的情形下，该业绩预增公告并不能当然构成虚假陈述，一审法院结合本案实际情况所作认定并无不妥。
金某某、广东某股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	(2024) 粤01民初 1439号	广东省广州市中级人民法院	《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》第六条规定：“原告以信息披露文件中的盈利预测、发展规划等预测性信息与实际经营情况存在重大差异为由主张发行人实施虚假陈述的，人民法院不予支持，但有下列情形之一



			<p>的除外：（一）信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示的；（二）预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理的；（三）预测性信息所依据的前提发生重大变化的，未及时履行更正义务的。前款所称的重大差异，可以参照监管部门和证券交易场所的有关规定认定。”根据上述法律规定，上市公司发布的业绩预告等预测性信息，具有内在的不确定性和风险，只要上市公司不存在上述三种法定情形，即上市公司发布的预测性信息依据合理的编制基础并进行充分风险提示，且对于重大情形变化进行及时更正，即使业绩预告与实际经营情况存在重大差异的，也不构成虚假陈述。</p>
李某海与某某科技 (集团)股份有限公司、窦某文等证券虚 假陈述责任纠纷案	(2023) 甘01民初 161号	甘肃省兰州 市中级人民 法院	<p>关于预测性信息是否存在《虚假陈述司法解释》第六条的除外情形的问题。第一，《业绩预告》明确记载了“本次业绩预告是根据公司财务部门初步测算做出，具体数据以公司2021年度报告披露的财务数据为准。敬请广大投资者谨慎决策，注意投资风险。”为内容的风险提示，前述内容表明财务数据未经审计，能够证明某某股份公司在发布预测性信息时伴随有警示性提示，使投资者对预测性陈述的信赖有所降低，满足风险提示的要件，应当认定某某股份公司进行了提示说明。第二，预测性信息的编制基础应根据制定时的客观情况和会计准则进行认定，不能仅以实际情形与预测性信息存在差异为由认定预测信息所依据的基本假设、选用的会计政策等明显不合理。原告仅以《业绩预告》中预测2021年度公司将实现扭亏为盈，而在其后发布的《业绩预告修正公告》中预测2021年度公司将继续亏损从而存在重大差异为由，认定预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理，不符合《虚假陈述司法解释》第六条的规定。</p>



朱某诉某软件公司证券虚假陈述责任纠纷案	(2022) 沪74民初 2814号	上海金融法院	第二,《业绩预报公告》《业绩快报公告》是否对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示。从事实进展来看,两公告发布时,某软件公司自身可能也并未预见到相应销售合同存在无法确认收入的风险。……对于同一事项的会计处理具有非唯一性,将系争营业收入直接调减也仅为会计处理中的一种,不排除存在其他会计调整的方式。在此情况下,认为某软件公司应在两公告披露时将案涉销售合同的情况作为重要因素向社会公众进行特别提示,系对上市公司的过高要求,也不符合客观实际。
实践中主要采取“谁请律师谁花钱”的做法			
某甲证券股份有限公司与山东某某股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	(2024) 鲁民终72号	山东省高级人民法院	……某甲公司可以自行起诉,律师费并非必然损失,不应承担。对其他证据无异议。对某乙公司等的证据同中兴华事务所的质证意见。各方对某甲公司提交的证据四无异议,一审法院予以确认。……四、关于某甲公司要求赔偿其所支付律师费应否支持的问题。某甲公司要求各被告连带赔偿其所支付律师费7万元,因无合同和法律依据,不予支持。
叶某利、吉林某某精制股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案	(2023) 吉04民初 3号	吉林省辽源市中级人民法院	9. 认定原告请求某某证券、某某信用评级及某某所承担连带赔偿责任及请求各被告共同承担原告所支付的律师费,缺乏事实及法律依据。
深圳某股份有限公司、贾某某证券虚假陈述责任纠纷案	(2023) 粤03民初 7169号	广东省深圳市中级人民法院	本院认为,……《虚假陈述侵权规定》第二十五条规定:“信息披露义务人在证券交易市场承担民事赔偿责任的范围,以原告因虚假陈述而实际发生的损失为限。原告的实际损失包括投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税。”因利息损失、律师费不属直接损失,故原告对利息、律师费的主张没有法律依据,本院不予支持。……

附件六 本答辩状副本共十三份