



2025 年第二十三届“理律杯”全国高校模拟法庭竞赛

起 诉 状

第 1 号代表队原告方呈递



目录

第一部分 当事人基本信息	1
第二部分 诉讼请求	1
第三部分 案件事实与争议焦点	1
第四部分 法律适用	3
第五部分 程序部分代理意见	4
第六部分 实体部分代理意见	5
第一章 被告未披露行政处罚信息应承担虚假陈述赔偿责任	5
第一节 被告绿康公司未披露行政处罚信息构成重大遗漏	5
一、本案行政处罚属于明确规定的披露事项	6
（一）涉案处罚属于应当披露的重大行政处罚	6
（二）涉案处罚信息属于应当披露的行业信息	7
二、本案行政处罚对投资者决策和股价变动有重大影响	8
（一）投资者决策标准和价格敏感性标准应综合适用	8
（二）本案处罚信息在上述标准下具有重大性	9
三、被告后期整改不构成重大性信息披露义务的豁免	11
（一）重大性事件出现即产生披露义务	11
（二）后期整改不能豁免披露义务	11
第二节 处罚信息与原告李明泽的投资行为具有交易因果关系	12
一、交易因果关系推定成立具有合理的理论基础	12
二、原告投资行为与虚假陈述之间的交易因果关系成立	12
（一）被告绿康公司实施了虚假陈述	12
（二）原告李明泽交易的是与虚假陈述直接关联的证券	13
（三）原告李明泽在虚假陈述实施日后、揭露日前实施交易行为	13
第三节 处罚信息与原告李明泽的损失具有损失因果关系	14
一、本案损失因果关系推定成立	14
二、原告李明泽的损失未受其他风险因素影响	14
（一）原告的损失未受系统风险的影响	15
（二）原告的损失未受非系统风险的影响	16
第二章 被告不当披露 ESG 报告应承担虚假陈述赔偿责任	17
第一节 被告绿康公司信息披露行为属于自愿性信息披露	17
第二节 被告绿康公司自愿披露行为受《证券法》规制	18
一、自愿性信息披露应当受到法律规制	18
（一）规制自愿性信息披露是保护投资者的必然要求	18
（二）规制自愿性信息披露是防范不当行为的重要保障	19
二、自愿性信息披露应当遵循相关披露规则	19



(一) 自愿性信息披露应遵循一般披露规则	19
(二) 预测性信息披露应遵循特殊披露规则	20
第三节 被告绿康公司自愿性信息披露行为存在违法性	20
一、被告全产品线实现碳中和的适用标准	21
(一) 被告应达到实现全产品线碳中和的相关标准	21
(二) 被告所采用的国际标准需高于国内现存的推荐性标准	21
二、被告全产品线碳中和不符合上述标准	22
(一) 被告未按照法定范围计算碳排放量	22
(二) 被告未按照法定方式进行林业碳汇抵消	22
(三) 被告可再生能源比例远低于其宣传水平	23
三、被告披露行为违反自愿性信息披露规则	24
(一) 该披露行为违反自愿性信息披露的一般规则	24
(二) 该披露行为违反预测性信息披露的特殊规则	24
四、被告披露的 ESG 报告信息具有双重重大性	24
(一) 被告披露的 ESG 报告信息具有财务重大性	25
(二) 被告绿康公司披露的信息具有影响重大性	26
第四节 被告不当披露 ESG 报告与原告的损失具有因果关系	27
一、被告虚假陈述行为与原告投资行为存在交易因果关系	27
(一) 原告李明泽在被告虚假陈述实施日后买入股票	27
(二) 原告李明泽在被告虚假陈述揭露日后卖出股票	27
二、被告虚假陈述行为与原告的损失存在损失因果关系	27
(一) 原告的损失未受系统风险的影响	27
(二) 原告的损失未受非系统风险的影响	28
第三章 被告绿康公司应当赔偿原告李明泽的经济损失	29
第一节 被告应当承担原告因虚假陈述产生的交易差额损失	29
第二节 被告应承担本案全部诉讼费用、保全费用和律师费	29
一、被告应承担本案全部的诉讼费用	29
二、被告应承担本案全部的保全费用	29
三、被告应承担本案全部的律师费	29
第七部分 启示与反思	30
第八部分 附件	31



第一部分 当事人基本信息

原告：李明泽；住所地：××省××市××

身份证号：××××××××××××××××；联系电话：1××××××××××

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；联系电话：1××××××××××

第二部分 诉讼请求

1. 请求判令被告绿康食品股份有限公司赔偿因其未在公告文件中披露 2019 年至 2020 年期间受到的环保部门及市场监管部门行政处罚信息导致原告产生的差额损失。
2. 请求判令被告绿康食品股份有限公司赔偿因 2024 年 3 月 30 日发布的《企业社会责任暨 ESG 报告》中关于“已实现全产品线碳中和”的虚假陈述导致原告产生的差额损失。
3. 请求判令被告绿康食品股份有限公司承担本案全部诉讼费用、保全费用及律师费。

第三部分 案件事实与争议焦点

第一节 案件事实

一、案件基本事实

事实一：原告与被告基本事实关系

原告李明泽是一名股票市场投资者兼 ESG 投资偏向者，李明泽从 2018 年就开始看好绿康公司并两次购买其股票，后因绿康公司实施环境方面虚假陈述抛售股票，因此产生损失。

被告绿康食品股份有限公司是绿色食品生产公司，公司于 2018 年 3 月 22 日在深圳证券交易所主板成功上市，公司规模大且盈利高，享有较高知名度。而后因未披露三次环境问题行政处罚和 ESG 报告虚假陈述被揭露导致股价大幅下跌，使投资者造成损失。

事实二：被告绿康公司因未披露三次重大行政处罚导致原告损失

2019 年 7 月 16 日，公司违法排放含重金属废水，被江苏省生态环境厅罚款 300 万元，并责令限期整改；2019 年 12 月 3 日，公司使用未经国家批准的人工合成色素，被河南省市场监督管理局罚款 800 万元，并吊销该产品的生产许可证；2020 年 8 月 21 日，公司因固体废物处置不当，被山东省生态环境厅罚款 120 万元，并承担生态修复费用 350 万元。

以上三次环境问题行政处罚绿康公司均未披露，原告于 2020 年 4 月 3 日买入股票，后绿康公司未披露行为在投资者论坛被曝光，原告于 2022 年 5 月 8 日卖出全部股票。

事实三：被告绿康公司在 ESG 报告中虚假陈述导致原告损失

在前期进行大规模的绿色宣传后，绿康公司于 2024 年 3 月 30 日发布了《企业社会责任暨 ESG 报告》，声称其已在 2023 年底实现了全产品线的碳中和目标，并承诺 2025 年公司可再生能源使用比例将达到 70%，到 2030 年实现企业运营层面的净零排放。

2025 年 3 月 20 日，北京绿色发展研究院出具的调查报告显示其碳中和计算缺陷：其一，碳排放只计算范围一却忽略范围二和三；其二，将减排效果需数年的碳汇项目作为当年的减排量进行抵消；其三，可再生能源实际使用比例仅为 27.8%，远低于其宣传的绿色形象。原告于 2024 年 4 月 6 日购入股票，在调查报告被报道后于 2025 年 3 月 26 日将全部股票卖出。



二、被告绿康公司股价变化示意图



如图所示，系列 1 为绿康公司股价柱形示意图，系列 2 为绿康公司股价折线示意图

三、时间轴

图 1：原告李明泽第一次进行股票交易时间轴

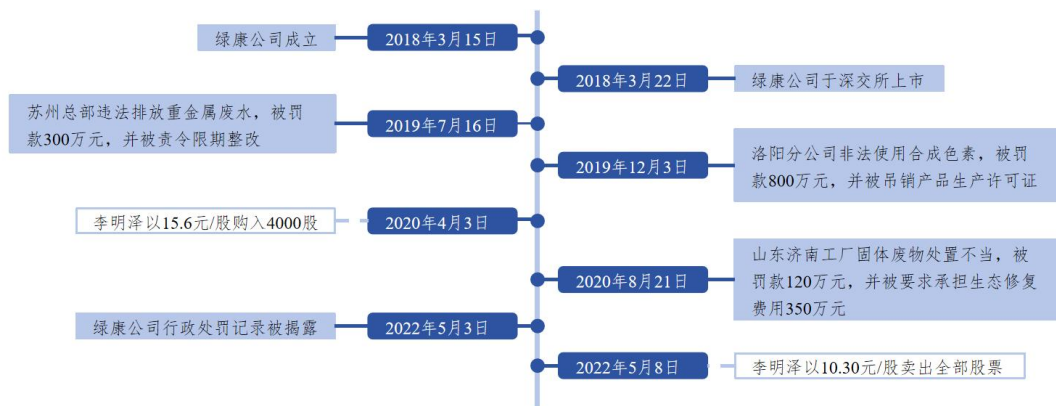
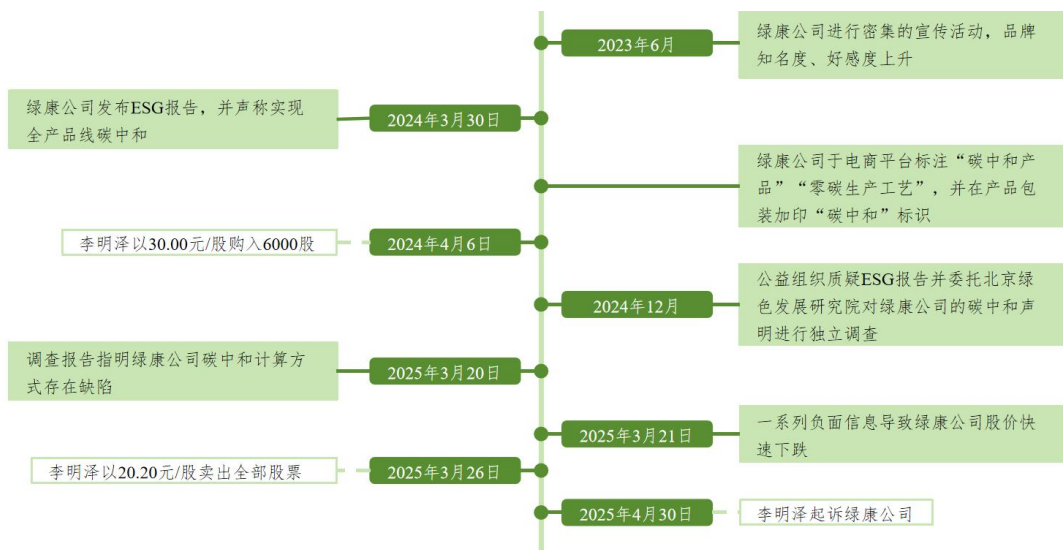


图 2：原告李明泽第二次进行股票交易时间轴





第二节 争议焦点

一、绿康公司未披露三次行政处罚是否属于虚假陈述

- (一) 绿康公司未披露的三次行政处罚是否具有重大性
- (二) 本案实施日和揭露日如何确定
- (三) 本案虚假陈述交易因果关系和损失因果关系能否成立

二、绿康公司 ESG 报告内容是否存在虚假陈述

- (一) 绿康公司 ESG 报告内容是否属于自愿性披露信息
- (二) 绿康公司所披露的 ESG 报告内容是否具有重大性
- (三) 绿康公司是否实现全产品线碳中和

三、绿康公司应当如何承担赔偿责任

第四部分 法律适用

本案适用的法律、司法解释、部门规章、行业规范等文件如下表所示：

效力级别	名称	发布机关	实施日期
法律	《中华人民共和国民法典》	全国人民代表大会	2021.01.01
	《中华人民共和国证券法》	全国人大常委会	2020.03.01
	《水污染防治法》	全国人大常委会	2018.01.01
	《中华人民共和国食品安全法》	全国人大常委会	2018.12.29
	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》	全国人大常委会	2016.11.07
	《中华人民共和国能源法》	全国人大常委会	2025.01.01
	《中华人民共和国民事诉讼法》	全国人大常委会	2024.01.01
司法解释	《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》	最高人民法院	2022.01.21
部门规章	《上市公司信息披露管理办法》	证监会	2025.07.01
	《企业环境信息依法披露管理办法》	生态环境部	2022.02.08
	《生态环境行政处罚办法》	生态环境部	2023.07.01
	《清洁发展机制项目运行管理办法》	国家发改委等	2011.08.03
	《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》	生态环境部	2023.10.19
部门规范性文件	《上市公司治理准则》	证监会	2025.03.27
	《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》	证监会	2025.07.01
	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 57 号》	证监会	2023.02.17
	《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》	证监会	2025.07.01
其他			
条约	《<联合国气候变化框架公约>京都议定书》	联合国	2005.02.16



	《联合国气候变化框架公约》	联合国	1992.11.07
部门工作文件	《碳达峰碳中和标准体系建设指南》	国家标准化管理委员会等	2023.04.01
行业规定	《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》	深圳证券交易所	2025.05.15
	《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 3 号——可持续发展报告编制》	深圳证券交易所	2025.01.17
	《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 17 号——可持续发展报告》	深圳证券交易所	2024.05.01

第五部分 程序部分代理意见

一、本案符合法定起诉条件

《中华人民共和国民事诉讼法》（以下简称《民事诉讼法》）第一百二十二条¹规定了起诉必须符合的四项条件，诉讼请求与事实理由上文已具体阐述，本案其他各项条件均满足，具体论证如下：

（一）本案原告和被告均符合法定起诉条件

原告李明泽是与本案有直接利害关系的公民。根据《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《虚假陈述司法解释》）第二十四条规定²：“发行人在证券发行市场虚假陈述，导致原告损失的，原告有权请求按照本规定第二十五条的规定赔偿损失。”**本案中**，被告由于未披露三次环保处罚信息与“已实现全产品线碳中和”的虚假陈述导致原告受损失，因此原告有权要求请求被告赔偿损失。绿康公司是本案明确的被告，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》（2022 修正）第二百零九条规定：“原告提供被告的姓名或者名称、住所等信息具体明确，足以使被告与他人相区别的，可以认定为有明确的被告。”**本案中**，被告绿康公司有明确注册资本，系依法成立并在深圳证券交易所主板上市的股份有限公司，符合“有明确的被告”的法定要求。

（二）本案属于人民法院受理民事诉讼的范围和受诉人民法院管辖

第一，本案属于人民法院受理民事诉讼的范围。根据《民事诉讼法》第三条规定：“人民法院受理公民之间、法人之间、其他组织之间以及他们相互之间因财产关系和人身关系提起的民事诉讼，适用本法的规定。”本案系信息披露义务人在证券交易场所发行、交易证券过程中实施虚假陈述引发的侵权民事赔偿案件，属于人民法院受理民事诉讼的范围。第二，本案属于受诉人民法院管辖。根据《民事诉讼法》第二十九条规定，“因侵权行为提起的诉讼，由侵权行为地或者被告住所地人民法院管辖”，被告绿康公司总部位于江苏省苏州市工业园区，故苏州市中级人民法院作为被告绿康公司住所地有管辖权的法院，对本案具有管辖权，且本案不存在管辖权争议，符合“属于受诉人民法院管辖”的要求。

二、原告在法定期限内提起诉讼

¹ 《民事诉讼法》第一百二十二条：“起诉必须符合下列条件：（一）原告是与本案有直接利害关系的公民、法人和其他组织；（二）有明确的被告；（三）有具体的诉讼请求和事实、理由；（四）属于人民法院受理民事诉讼的范围和受诉人民法院管辖。”

² 《虚假陈述司法解释》第二十四条规定：“发行人在证券发行市场虚假陈述，导致原告损失的，原告有权请求按照本规定第二十五条的规定赔偿损失。”

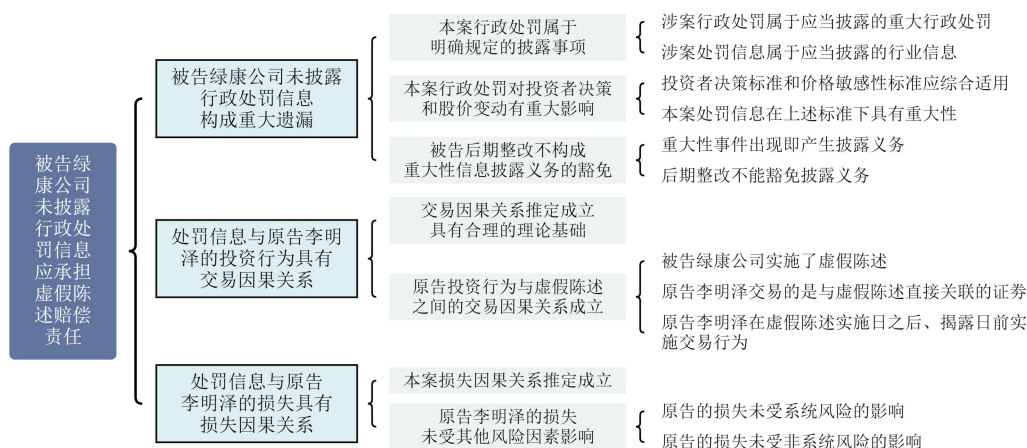


根据《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）第一百八十八条规定³，具体到证券市场上，投资者知道或者应当知道虚假陈述之日，是其知道或者应当知道权利受到损害以及义务人之日。**本案中**，原告的起诉未超过诉讼时效。**第一**，原告第一次股票交易，2022 年 5 月 3 日被告绿康公司的环保处罚信息通过投资者论坛公开，故诉讼时效自 2022 年 5 月 3 日起算，显然在三年诉讼时效期间内。**第二**，原告第二次股票交易，2025 年 3 月 20 日北京绿色发展研究院发布调查报告，被告碳中和虚假陈述的事实被揭露，故诉讼时效自 2025 年 3 月 20 日起算，原告李明泽于 2025 年 4 月 30 日提起诉讼，未超过诉讼时效。

第六部分 实体部分代理意见

第一章 被告未披露行政处罚信息应承担虚假陈述赔偿责任

2022 年最高人民法院发布《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《虚假陈述司法解释》），将虚假陈述致投资者损失归为民事侵权案件，并采用针对性侵权认定要件加以确认，具体分为：被告实施虚假陈述行为、被告虚假陈述与原告投资行为具有交易因果关系、被告虚假陈述与原告损失具有损失因果关系、被告承担何种过错责任。本文围绕上述四个要件展开，被告绿康公司符合上述要件，应承担虚假陈述赔偿责任。



第一节 被告绿康公司未披露行政处罚信息构成重大遗漏

虚假陈述侵权构成要件之一即被告实施虚假陈述行为。《虚假陈述司法解释》将虚假陈述行为分为虚假记载、误导性陈述、重大遗漏。其中重大遗漏指信息披露义务人违反相关信息披露的规定，对重大事件或者重大事项等应当披露的信息未予披露。⁵重大遗漏之所以被归为虚假陈述，本质上是因为遗漏的事项具有重大性，形成重要的信号，导致投资者无法获得真正关键的信息，进而基于错误的假设做出投资判断。因此，对行政处罚信息的重大性

³ 《民法典》第一百八十八条规定：“向人民法院请求保护民事权利的诉讼时效期间为三年。法律另有规定的，依照其规定。但是，自权利受到损害之日起超过二十年的，人民法院不予保护，有特殊情况的，人民法院可以根据权利人的申请决定延长。诉讼时效期间自权利人知道或者应当知道权利受到损害以及义务人之日起计算。法律另有规定的，依照其规定。”

⁴ 《最高人民法院关于证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件诉讼时效衔接适用相关问题的通知》，（法〔2022〕36 号），2022 年 1 月 29 日发布。

⁵ 《虚假陈述司法解释》第四条：“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……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。”



认定成为本案的关键点之一。

一、本案行政处罚属于明确规定的披露事项

《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）规定发行人对重大信息有强制披露义务，并在《证券法》第八十条详细列举了相关重大事件。《虚假陈述司法解释》第十条第一款对“重大事件”进一步说明，分为以下三种情形：“（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）虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券价格或者交易量产生明显的变化。”**本案中，行政处罚属于上述重大情形之二，即“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”。**

（一）涉案处罚属于应当披露的重大行政处罚

证监会颁布的《上市公司信息披露管理办法》（2025）（以下简称《信息披露管理办法》）第二十三条⁶明确指出，公司受到其他有权机关重大行政处罚，应当在临时报告中披露。本案三次行政处罚均属于“其他有权机关重大行政处罚”，应当予以披露。

1. 重大行政处罚应从多维角度进行判断

证券法领域认为“重大行政处罚”应当予以披露，其本质是因为行政处罚事项本身属于“需要披露的重大事项”，即只要行政处罚事项中的相关信息对个股或者市场产生重要影响，则应当披露。基于此，对行政处罚是否重大的衡量，既要关注行政违规行为本身，也要关注处罚结果。而行政处罚结果包括声誉罚、财产罚、人身罚、行为罚、资格罚多种形式，故对其衡量不应只关注罚款金额。因此，对于重大行政处罚的认定，本案将从多个角度进行考量，具体而言分为以下角度：**违规案件本身是否疑难复杂、处罚是否适用从重情节、处罚金额是否较大**。只要行政处罚具备以上任一情形，则属于“重大行政处罚”，应当进行披露。

2. 涉案行政处罚具有以上重大情形

本案被告所受行政处罚属于案件本身疑难复杂情形，适用从重处罚情节，且受处罚金额较大，皆具备重大情形，属于“其他有权机关的重大行政处罚”，具体论证如下：

第一，从处罚主体上看，行政违规案件本身疑难复杂，具备重大情形。

在行政处罚领域，违规行为本身重大的，将触发特定的程序，以此来更好规制已被认定为具有较高复杂性和社会敏感性的重大案件。《中华人民共和国行政处罚法》（以下简称《行政处罚法》）针对重大行政处罚提出“重大处罚决定法制审核”⁷，并在第五十八条⁸指出“重大处罚决定法制审核”的适用情形之一即为“案件情况疑难复杂”。**本案中**，作出行政处罚的主体具有特殊性，表明被告行政处罚案件本身疑难复杂。根据《行政处罚法》第二十二条⁹，行政处罚本应由违法行为发生地的行政机关管辖。《生态环境行政处罚办法》第十五条¹⁰、《市场监督管理行政处罚程序规定》第十五条¹¹对管辖进一步细化，均指出当下级部门认为

⁶ 《信息披露管理办法》第二十三条第二款：“前款所称重大事件包括：……（十六）公司或者其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员受到刑事处罚，涉嫌违法违规被中国证监会立案调查或者受到中国证监会行政处罚，或者受到其他有权机关重大行政处罚……”

⁷ 袁雪石等主编：《〈中华人民共和国行政处罚法〉释义》，中国法制出版社 2021 年版，第 323-327 页。

⁸ 《行政处罚法》第五十八条第一款：“有下列情形之一的，在行政机关负责人作出行政处罚的决定之前，应当由从事行政处罚决定法制审核的人员进行法制审核；未经法制审核或者审核未通过的，不得作出决定……（三）案件情况疑难复杂、涉及多个法律关系的……”

⁹ 《行政处罚法》第二十二条：“行政处罚由违法行为发生地的行政机关管辖。法律、行政法规、部门规章另有规定的，从其规定。”

¹⁰ 《生态环境行政处罚办法》第十五条第一款：“下级生态环境主管部门认为其管辖的案件重大、疑难或者实施处罚有困难的，可以报请上级生态环境主管部门指定管辖。”

¹¹ 《市场监督管理行政处罚程序规定》第十五条第三款：“下级市场监督管理部门认为依法由其管辖的案件



其所管辖的案件重大、疑难或者实施处罚有困难，难以办理的，可以报请上级主管部门管辖。本案违法行为发生地分别为苏州市、洛阳市、济南市，行政处罚本应该由对应的市级主管部门管辖，实际却由江苏省生态环境厅、河南省市场监管局、山东省生态环境厅作出，即全部由上级主管部门管辖，可见案件本身疑难复杂，属于应当适用“重大处罚决定”审核机制的情形。因此，被告受到的行政处罚为重大行政处罚，理应以披露。

第二，从处罚情节上看，行政处罚适用从重处罚，具备重大情形。

《行政处罚法》在多个条款中出现“从重处罚”字眼，即从处罚结果视角出发，若适用了从重处罚情形，则可推知处罚方式具有重大性，所涉行政处罚为重大行政处罚。本案被告洛阳分公司食品安全违法被吊销生产许可证。据被告违规行为，《中华人民共和国食品安全法》可适用的法条有二，分别为第一百二十三条、一百二十五条，而以上规定皆指出“情节严重的，吊销许可证”。由此可知，被告绿康公司被吊销生产许可证属于情节严重情形，适用了从重处罚。因此，被告因食品安全违法所受行政处罚属于重大行政处罚，应当予以披露。

第三，从处罚金额上看，行政处罚金额较大，具备重大情形。

作为衡量处罚是否重大的因素之一，行政处罚金额通常设置罚款区间，根据“过罚相当原则”对违规主体处以不同的罚款数额，以此来体现涉案主体的违规恶劣程度以及处罚的严重程度。本案行政处罚金额较大，体现被告过错之严重、违规性质之恶劣，被告所受行政处罚为重大行政处罚。首先，在同种环保处罚中，涉案行政处罚金额已经远超一般处罚水平，处罚金额较大。我方在巨潮资讯网和北大法宝检索相关种类的行政处罚并对处罚金额进行汇总分析（详见附件三），发现违法排污类、食品安全违法类以及固体废物污染类行政处罚金额大多为50万以下。而本案中行政处罚金额分别为300万、800万、120万，远高于同种处罚金额水平，三次处罚金额均位居同领域前列，处罚金额较大。因此，从处罚金额来看，涉案行政处罚为重大行政处罚。其次，根据其他部门规章进行类推，涉案行政处罚金额较大，已达到环境信息披露标准。《企业环境信息依法披露管理办法》第七条¹²、第八条¹³规定，因生态环境违法行为被依法处以十万元以上罚款的，应当披露环境信息。结合信息披露原理，只有具备重大性的信息才存在披露必要，故生态环境违法罚款达到十万元以上则会对市场产生重大影响。本案行政处罚金额分别为300万、800万、120万，远超十万元基准。因此根据法秩序统一性理论，可推知被告所受行政处罚具有重大性。

3. 涉案行政处罚因具有重大情形而属于重大行政处罚

基于上述内容，涉案行政处罚在违规行为本身以及处罚结果上均具有重大情形。不仅案件本身疑难复杂，而且在处罚情形、处罚金额上皆体现从严处理。上述各种重大情形叠加，行政处罚的重大性毋庸置疑。因此案涉行政处罚属于重大行政处罚，应当进行披露。

（二）涉案处罚信息属于应当披露的行业信息

证监会作出的《信息披露管理办法》第十六条指出，“上市公司应当充分披露可能对公司核心竞争力、经营活动和未来发展产生重大不利影响的风险因素。上市公司应当结合所属行业的特点，充分披露与自身业务相关的行业信息和公司的经营性信息。”本案中，环保类违规属于上述“风险因素”“相关行业信息”，对被告的影响重大，理应披露。

一方面，绿色健康是被告公司的核心竞争力，对其经营活动以及未来发展有着不可估量的作用，而一旦发生重大环境污染、食品安全事故，必然会对被告公司的企业形象以及企业声誉产生重大不利影响。因此涉案处罚信息属于应当披露的重大不利风险因素。另一方面，

存在特殊原因，难以办理的，可以报请上一级市场监督管理部门管辖或者指定管辖。”

¹² 《企业环境信息依法披露管理办法》第七条：“下列企业应当按照本办法的规定披露环境信息：……（四）符合本办法第八条规定的发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具的企业……”

¹³ 《企业环境信息依法披露管理办法》第八条：“上一年度有下列情形之一的上市公司和发债企业，应当按照本办法的规定披露环境信息：……（二）因生态环境违法行为被依法处以十万元以上罚款的……”



被告公司以绿色健康食品生产为主营业务，却在公司总部分部、不同生产环节多次出现环保类违规情形，甚至在被责令整改后仍然拒不改正，在明知的情况下仍然违法排污、污染环境，情节恶劣。因此涉案处罚信息必然属于与被告公司主营业务相关的行业信息，应当进行披露。

二、本案行政处罚对投资者决策和股价变动有重大影响

结合上述《虚假陈述司法解释》对三种重大性情形的规定，“重大性”情形之三即实质判断标准为“相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化”。而关于重大性实质衡量标准，当前世界上主要分为“投资者决策标准”以及“价格敏感性标准”。这两种标准并非泾渭分明。从理论上来说，市场信息的传递是灵敏的、连续的，对投资者决策有重大影响的信息一般也会影响证券价格；同样，对证券价格有重大影响的信息，很难想象投资者对此会不为所动¹⁴；从法律规定上来说，我国《证券法》及相关法律法规同时涉及到以上两种标准。结合我国实际国情以及两个标准的内在逻辑，本案对处罚信息重大性的判定应当综合投资者决策标准和价格敏感性标准共同衡量。

（一）投资者决策标准和价格敏感性标准应综合适用

投资者决策标准又称一般理性人标准，指如果信息的披露会实质影响理性投资人的交易决策，那么该信息可认定为具有“重大性”。一般认为，投资者决策标准最早发源于美国 1976 年的 TSC 案：如果一个理性的投资者将会在决定如何投票时认为遗漏的事实是重要的，那么它就是重大的。¹⁵该标准不断细化，在 1988 年的 Basic 案中得到最终确认。这一标准在我国法律体系中亦有所体现，如《信息披露管理办法》第十二条¹⁶、《证券法》第八十四条¹⁷。实践中¹⁸也有诸多法院采用该标准对重大性进行衡量。**价格敏感性标准**又称影响市场标准，采取定量方式，只要某种信息的公开可能对证券交易价格产生较大影响，该信息就具有重大性。¹⁹该标准最早出现于“美国证券交易委员会诉得克萨斯州硫磺公司案”²⁰中，法院将“相关信息的披露会导致股票价格大幅度涨跌”作为判定重大性的标准之一。之后，欧盟、英国等国家借鉴美国法的相关经验，采用“价格敏感性标准”。我国信息披露立法体系也包含此标准，如《证券法》第八十条第一款²¹，《信息披露管理办法》第二十三条²²。实践中²³，大多数案件采用此标准。

尽管《虚假陈述司法解释》规定重大性判断标准为“导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化”，但是投资者决策标准和价格敏感标准实则内在统一、不可割裂，具体

¹⁴ 郭锋等主编：《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注》，中国法制出版社 2020 年版，第 415 页。

¹⁵ See TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449, 96 S. Ct. 2126, 2132, 48 L. Ed. 2d 757 (1976).

¹⁶ 《信息披露管理办法》第十二条第一款：“上市公司应当披露的定期报告包括年度报告、中期报告。凡是对投资者作出价值判断和投资决策有重大影响的信息，均应当披露。”

¹⁷ 《证券法》第八十四条第一款：“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。”

¹⁸ 参见辽宁省大连市中级人民法院(2020)辽 02 民初 401 号；广东省高级人民法院(2022)粤民终 2092 号民事判决书；广东省高级人民法院(2021)粤民终 2190 号民事判决书；北京金融法院(2022)京 74 民初 1227 号民事判决书。

¹⁹ 陈洁：《证券市场自愿性信息披露的规制》，载《法学研究》2025 年第 3 期。

²⁰ See SEC v. Tex. Gulf Sulphur Co. 401 F.2d 833(2d Cir.1968).

²¹ 《证券法》第八十条第一款：“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。”

²² 《信息披露管理办法》第二十三条第一款：“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。”

²³ 参见上海金融法院(2022)沪 74 民初 2895 号；北京金融法院(2022)京 74 民初 2826 号；广东省深圳市中级人民法院(2024)粤 03 民初 13 号。



体现为以下两个方面：

1. 投资者决策标准是价格敏感性标准的价值前提

证券市场构建规则的导向是投资者风险自负，即“买者尽责，买者自负”。当信息对投资者决策造成影响时需要披露该信息，这是证券市场强制信息披露的前提。此前提下，投资者自担风险才顺理成章。如果不谈对投资者决策的影响只以价格变动为标准，则会脱离证券法强制信息披露的逻辑起点和价值前提，无法触及信息披露实质，在实践中出现以下漏洞。

一方面，证券市场的信息错综复杂、瞬息万变，证券价格的变化受到多重因素的影响。当两个具备重大性的信息同时出现在证券市场上时，若一个为利空消息、一个为利多消息，则这两个重大消息效果可能相互抵消，使得两个兼具重大性、影响投资者决策的信息，无法在价格上得到体现。故价格未剧烈变动不代表具有重大性的消息不存在。另一方面，证券价格的变动不只受到真正重大性信息的影响，还可能受到“噪音信号”的影响。这些噪音信号不会左右理性投资者的判断，却使得股价在“非理性”投资者的驱动下发生剧烈变动。故价格出现剧烈变动，不代表具有重大性的消息必然存在。因此，对于信息重大与否的衡量，不应该也不可能脱离投资者决策标准，只关注价格变动会偏离信息披露制度构建的本质目的。

2. 价格敏感性标准是投资者决策标准的客观具象

价格敏感性标准适用的前提是有效市场理论，该理论认为所有投资者可获得的信息都会立即体现在证券价格中。因此，若一个信息具有重大性，会对理性投资者产生决策影响，则投资者会将其内心感受通过买卖行为客观化，呈现在实际层面即为股票价格发生波动。如前所述，投资者决策标准从信息披露的逻辑前提上回应了信息重大性的判断问题，但在实际操作中，“理性投资者是否认为信息重要”具有高度的抽象性、可解释性和包容性，其更贴切于兼具指导和兜底作用的“原则”而非可以直接适用的“规则”²⁴。在此基础上，结合投资者决策标准的外在表现，价格敏感标准应运而生。该标准依赖客观的价格数据，通过度量分析，能够得出相对确定、直观且说服力较强的结论，具有显著优势。因此，价格是否异常波动是理性投资者是否受到决策影响的外在显化，赋予重大性概念以客观外在表现形式。

（二）本案处罚信息在上述标准下具有重大性

两个标准实质上相互关联、相互影响。本案兼采以上两个标准进行衡量。结合案情，涉案行政处罚信息既影响投资者决策，又使得价格明显波动，其重大程度不言而喻。

1. 处罚信息对投资者决策具有重大影响

第一，处罚信息属于一般情况下理性投资者决策参考的信息。一个理性投资者在做出投资决定时是否可能会考虑特定信息，则应当根据该信息公开前的情形加以判断，具体而言，应当考虑如下因素：（1）系争事项或事件对整个公司活动所带来的预期影响；（2）信息与金融商品价格的主要决定因素之间的相关性；（3）信息来源的可靠性；（4）影响金融商品价格的市场变量²⁵。本案中，被告公司主营绿色健康食品，却出现污染类、食品安全类违规情形，处罚信息必定会对公司形象以及整个公司的活动带来不良影响；处罚信息一旦公布，将动摇投资者对被告公司的信任，进而影响证券价格和交易量；同时，处罚信息由生态环境厅和市场监督管理局作出，信息来源可靠。因此，该处罚信息完全覆盖一般理性投资者决策时考虑的特定信息，对投资者决策有重要影响。

第二，处罚信息属于绿色食品行业理性投资者决策参考的信息。绿色食品行业的投资者不同于一般行业的理性投资者，企业的绿色健康程度所受关注度更高，甚至是投资者考量

²⁴ 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年第9期。

²⁵ 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。



的首位因素。根据期望效用理论，人们在做出决策时会综合考虑各种可能结果的发生概率及其对应的效用值，并选择能够最大化预期总效用的那个选项。这里的“效用”指的是个人从某一结果中获得的主观满足感或价值评估，而非单纯的货币收益。对于在绿色食品行业进行投资的理性投资者，其关注点不仅是能否获得货币收益，还包括能否助力国家绿色事业发展的社会责任感等其他价值评估。因此，所投资企业是否有良好的绿色发展前景是该行业投资者必然考虑的因素。本案中行政处罚皆属于环保类处罚，对绿色食品行业的投资者来说，此类行政处罚属于其进行投资决策时的直接考量因素。被告隐瞒环保类处罚信息，将使该行业理性投资者对被告公司的绿色形象、绿色前景产生重大误认，无法作出合理的投资决策。因此，该处罚信息会对绿色食品行业理性投资者的决策产生重要影响。

2. 处罚信息的揭露导致股价发生明显波动

《虚假陈述司法解释》对价格敏感性标准有一定的细化，主要关注虚假陈述的实施、揭露或者更正日价格变动情况，实践中²⁶亦是如此。由于被告公司隐瞒了重大利空消息，在实施日，投资者以及证券市场对此消息并不知晓，实施日的股价在外观上不会受此消息影响，因此，本案主要参考揭露日附近的股价变动情况进行判断。

第一，处罚信息于 2022 年 5 月 3 日被揭露。

根据《虚假陈述司法解释》第八条，“虚假陈述揭露日是指虚假陈述在具有全国性影响的报刊、电台、电视台或监管部门网站、交易场所网站、主要门户网站、行业知名的自媒体等媒体上，首次被公开揭露并为证券市场知悉之日”。在认定揭露日时，应当从五个方面综合考虑，分别为揭示的首次性、广泛性、一致性、警示性、权威性²⁷。本案中，2022 年 5 月 3 日，被告公司的环保处罚记录首次被公众知晓，符合揭露的首次性；负面消息在网上公开发表，传播范围广泛，符合揭示的广泛性；揭露日股价迅速下跌 25%，对市场产生强警示信号，符合揭示的警示性；投资者论坛在投资者群体间的影响力高，其面向不特定投资者，可被普通投资者广泛访问，符合揭露的权威性。因此，处罚信息的揭露日为 2022 年 5 月 3 日。

第二，根据实际情况，处罚信息揭露后股价变动极大。

综合考量被告绿康公司股价变动的绝对变动情况以及相对于同行业、同期大盘的相对变动情况，可知被告公司的股价出现极大波动。从绝对变动情形来看，2022 年 5 月 4 日至 5 月 7 日期间，深交所证券跌幅榜前五名的跌幅分别为 64.82%、35.93%、35.87%、27.04%、20.00%²⁸。对标本案，被告绿康公司的跌幅可以排到全深交所上证股票跌幅最严重的第五名，可见其股价下跌之剧烈。处罚信息被揭露前，被告公司长期经营状况良好；处罚信息被揭露后，被告公司的股价出现明显的大幅下跌，显然属于“股价明显变化”情形。从相对变动情形来看（详见附件四），以 2022 年 4 月 29 日至 5 月 9 日为参考期间，深交所食品饮料板块绝大部分时间都呈现上涨趋势²⁹，深证综指、深证成指、上证指数以及沪深 300 走势与食品饮料板块的走势基本一致。故同时期无论是相关行业还是整个股市都呈现向好趋势，大背景良好。在此背景下，被告绿康公司作为国内知名食品饮料生产企业，其发展本应向好，股价本应呈现上涨趋势，但在处罚信息被揭露后，被告公司的股价不仅没有按照行业发展趋势上涨，反而短时间迅速下跌，且下跌 25%，跌幅极大，足以看出该公司股价发生明显变化。

第三，根据行业常理，处罚信息会对股票价格产生重大影响。

在绿色食品行业中，“漂绿”行为被认为是影响股价的重要因素之一。“漂绿”作为业内

²⁶ 参见湖北省高级人民法院（2017）鄂民终 700 号民事判决书；新疆维吾尔自治区高级人民法院（2022）新民终 1 号民事判决书；北京市高级人民法院（2023）京民终 771 号。

²⁷ 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。

²⁸ 参见深圳证券交易所网站，<https://www.szse.cn/market/trend/archive/index.html>，2025 年 9 月 21 日访问。

²⁹ 参见东方财富网，<https://www.eastmoney.com/>，2025 年 9 月 21 日访问。



用语，指夸大、虚构或隐瞒其经营活动、服务和产品等相关环境信息，对消费者、投资者等形成误导³⁰。根据《南方周末》公布的“中国漂绿榜”榜单（详见附件五），“漂绿”的典型行为之一即是绿色企业出现环保违规、受到相关处罚，以及受到处罚后未完全披露。而研究表明，“漂绿”行为会显著影响股价崩盘风险，且公司“漂绿”程度的增加会显著增加公司的崩盘风险。³¹因此，一旦绿色企业实施“漂绿”行为被投资者所知，按照行业常理，该公司的股价会大幅下跌。

本案中，被告绿康公司隐瞒环保违规信息不予披露，属于典型的“漂绿”行为，一旦公布必然会使股价明显变化。**从主体性质来看**，被告绿康公司自诩为绿色环保企业，旗下“绿康”“清泉”等绿色品牌享有较高知名度，被告属于典型绿色企业。**从漂绿行为来看**，绿色示范企业受到环保处罚即可认定为“漂绿”；受处罚的金额在同处罚类型中居于前列也可认定为“漂绿”；受到的环保处罚未披露、披露不完全亦属于“漂绿”。被告公司集齐了上述所有漂绿情形，属于典型的漂绿行为。按照行业常理推断，此类行为一旦被公众所知，绿色声誉必然一落千丈，股价崩盘风险极高。因此，处罚信息对股价的影响极大，应当予以披露。

三、被告后期整改不构成重大性信息披露义务的豁免

（一）重大性事件出现即产生披露义务

《信息披露管理办法》第二十三条第一款指出，“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。”该规定体现信息披露的及时性要求以及披露义务产生的前提，即重大性事件出现就意味着披露义务的产生。而披露事项是否具有重大性，《虚假陈述司法解释》已明确列出三种情形，上市公司是否对虚假陈述相关事项本身进行弥补或改正不属于重大性判定因素。

（二）后期整改不能豁免披露义务

结合相关规定，如果一个信息具有重大性但可以不披露，那该信息必须属于法定的豁免情形，而本案中被告的后期整改并不符合。《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》第五条、第七条明确了披露义务的豁免情形，皆着眼于事项本身，具体分为以下两种：一类是国家秘密或者其他公开后可能违反国家保密规定、管理要求的信息，统称国家秘密；另一类是商业秘密或者保密商务信息，统称商业秘密。对于商业秘密，列举了允许豁免的情形。而本案中，被告的受处罚信息本身既不属于国家秘密，也不属于商业秘密。至于其后期的整改，并不属于披露事项本身，而是属于后期的弥补措施。被告以整改为借口，实则是在将行为发生时以及行为发生后的两个不同事件混为一谈，混淆视听。因此，后期整改不属于信息披露的法定豁免事项。

小结：处罚信息具有重大性。**从相关规定上看**，该处罚信息属于明确规定需要披露的重大行政处罚以及行业信息；**从衡量标准上看**，该处罚信息在实然和应然的角度上都会对投资者决策以及价格变动产生重大影响；**从抗辩事由上看**，被告绿康公司不具有豁免披露义务的情形。故处罚信息属于《虚假陈述司法解释》第十条第一款重大性认定的情形二、三，充分体现了处罚信息的重大性以及披露的必要性。被告应披露而未披露，实施了虚假陈述行为。

³⁰ 参见中国环境网站，<https://res.cenews.com.cn/hjw/news.html>，2025 年 9 月 27 日访问。

³¹ 游万海等：《“多言寡行”环境责任表现对股价崩盘风险影响研究：基于投资者情绪的中介效应》，载《中国管理科学》2024 年第 7 期；关泰宇等：《ESG 漂绿对股价波动性的影响研究》，载《会计之友》2025 年第 3 期。



第二节 处罚信息与原告李明泽的投资行为具有交易因果关系

证券法领域对发行人虚假陈述致投资者损害的侵权因果关系予以特殊规定，其内在结构可以分为两个层次：交易因果关系和损失因果关系。其中，交易因果关系指投资者基于对行为人虚假陈述的信赖实施了证券交易，如果没有行为人的虚假陈述就不会有投资者证券交易的发生。³²本案中被告绿康公司处罚信息未披露的虚假陈述行为与原告李明泽投资行为之间的交易因果关系推定成立。

一、交易因果关系推定成立具有合理的理论基础

根据信息不对称理论以及证券价格影响因素复杂的现实情形，按照传统的一般民事侵权认定要件，依靠受害人证明其损失直接由施害者的侵权行为导致，变得非常困难：一般侵权行为致人损害是侵权行为直接导致损害结果的发生，但虚假陈述致人损害中，表面上是投资者自己的交易行为才导致损害的发生；一般侵权行为致人损害中的侵权行为促成损害结果发生的关系一般比较直观，但虚假陈述行为的促成作用与市场风险、原告自身因素等掺杂在一起，哪一个因素起着明显促成作用实际难以确认。³³

20 世纪 80 年代初，美国着眼此困境，为保护证券投资者创立新的法学理论“**欺诈市场理论**”，1988 年美国最高法院在 Basic 案中正式采纳该理论。欺诈市场理论依托有效市场理论产生，即在法律健全、功能良好、透明度高且竞争充分的市场中，所有可获得的信息，包括历史数据、公开信息和内部消息，都会即时反映在证券价格中³⁴。既然所有不真实的和具有欺诈性的信息都反映在证券的市场价格上，那么，所有接受了该证券的市场价格从事交易的投资者都可以被看作是信赖了所有的信息，即实现了“**信赖推定**”。所以，投资者无须证明自己直接信赖了虚假陈述行为才进行投资；只要证明其所投资的证券价格受到虚假陈述行为的影响而不公正，即可认为投资者的损失与虚假陈述行为之间存在因果关系。³⁵我国《虚假陈述司法解释》亦承认该观点。**具体到本案**，被告绿康公司的重大信息会经过市场机制的运作反映到股价中，其虚假陈述给股价造成的影响已经蕴含在其股价变动中，原告李明泽基于被告公司虚高的股价做出投资，可视为基于该公司的虚假陈述作出投资行为。因此，被告处罚信息未披露的虚假陈述行为与原告投资行为之间的交易因果关系推定成立。

二、原告投资行为与虚假陈述之间的交易因果关系成立

《虚假陈述司法解释》第十一条指出原告的投资决定与虚假陈述之间的交易因果关系成立的条件有三，“（一）信息披露义务人实施了虚假陈述；（二）原告交易的是与虚假陈述直接关联的证券；（三）原告在虚假陈述实施日之后、揭露日或更正日之前实施了相应的交易行为，即在诱多型虚假陈述中买入了相关证券，或者在诱空型虚假陈述中卖出了相关证券。”本案符合以上三个条件，被告的虚假陈述行为与原告的投资行为存在交易因果关系。

（一）被告绿康公司实施了虚假陈述

虚假陈述行为存在是虚假陈述民事救济的事实基础，也是交易因果关系的基本前提。本案处罚信息具有重大性，属于应当披露的重大事项。被告作为信息披露义务人，应当披露而未披露，且在处罚信息被公众知晓后没有任何及时回应，构成重大遗漏，实施了虚假陈述。

³² 陈洁：《证券虚假陈述侵权损害赔偿中因果关系的认定机制》，载《中国社会科学院大学学报》2023 年第 10 期。

³³ 陈洁：《论证券民事赔偿中因果关系的推定——以虚假陈述引发的侵权损害赔偿为中心》，载 2006 年首届中国法学博士后论坛论文集。

³⁴ 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。

³⁵ 奚晓明、贾纬：《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》，载《证券法律评论》第 3 卷。



（二）原告李明泽交易的是与虚假陈述直接关联的证券

投资者交易的是与信息披露义务人虚假陈述直接关联的证券，这是证明投资者与虚假陈述之间具有交易因果关系的最直接、最重要的事实。本案中，被告公司发行“绿康食品”股票，该股票属于“证券”之一。该股票与被告绿康公司的主营业务联系密切，被告披露的相关信息会直接在股价上显现出来。因此，该股票与被告的虚假陈述行为直接关联。

（三）原告李明泽在虚假陈述实施日后、揭露日前实施交易行为

学界认为³⁶，投资者只有在虚假陈述影响期间实施相应的交易行为才能推定交易因果关系的成立，具体分为两个方面：一是交易时间上，投资者应当在虚假陈述影响期间，即虚假陈述实施日后、揭露日前进行交易；二是交易方向上，交易方向需要与虚假信息类型相匹配，即诱多型虚假陈述中原告交易方向只能是买入³⁷。本案原告交易行为符合以上两个要求。

在交易时间上，原告交易行为符合推定成立要求。原告李明泽正是在虚假陈述实施日后、揭露日前买入，该交易行为在虚假陈述影响股价的区间发生。一方面，此次虚假陈述行为属于连续性虚假陈述行为，实施日为 2019 年 7 月 19 日。综合相关研究与实践³⁸，多个虚假陈述行为存在同一指向，对市场的影响发生重叠，此种情况实为同一虚假陈述呈现连续状态。本案中被告公司三次行政处罚被遗漏存在同一指向，即保持被告绿康公司环保形象，且对市场的影响重叠，使得本应该下降的股价处于虚高状态并不断得到巩固。因此，三次行政处罚未披露属于同一虚假陈述行为。《虚假陈述司法解释》第七条规定，“虚假陈述实施日，是指信息披露义务人作出虚假陈述或者发生虚假陈述之日。”本案中，该连续性虚假陈述行为首次作出为第一次行政处罚未披露。根据《信息披露管理办法》第二十三条³⁹、第二十五条⁴⁰以及第六十三条⁴¹，行政处罚于 2019 年 7 月 16 日作出，被告绿康公司本应该于两个交易日内，即 7 月 18 日之前进行披露。根据《虚假陈述司法解释》第七条，因未及时披露重大事件或者重要事项等构成重大遗漏的，以应当披露相关信息期限届满后的第一个交易日为实施日。7 月 18 日期限届满，被告虚假陈述实施日为 7 月 19 日。另一方面，此次虚假陈述行为的揭露日为 2022 年 5 月 3 日。基于上述论证，被遗漏的处罚信息于 2022 年 5 月 3 日在投资者论坛上广泛传播，当日为揭露日。综上，原告李明泽符合交易时间要求。行政处罚遗漏的虚假陈述实施日为 2019 年 7 月 19 日，揭露日为 2022 年 5 月 3 日，而原告于 2020 年 4 月 3 日买入，完全符合在虚假陈述实施日后、揭露日之前进行交易行为的要求。

在交易方向上，原告交易行为符合推定成立要求。绿康公司实施了隐匿重大利空消息的诱多型虚假陈述行为，而原告在诱多型虚假陈述发生后，买入被告公司的股票，交易方向与虚假信息类型相匹配，体现原告李明泽对虚假信息的信赖，符合交易方向的要求。

小结：从理论基础上看，被告绿康公司未披露行政处罚信息的虚假陈述，与原告李明泽的交易行为之间存在交易因果关系，符合相关原理；**从法律规定上看，**原告交易行为符合法

³⁶ 陈洁：《证券虚假陈述侵权损害赔偿中因果关系的认定机制》，载《中国社会科学院大学学报》2023 年第 10 期。

³⁷ 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。

³⁸ 贾海东、冯果多：《多行为并存情形下证券虚假陈述的裁判规则研究》，载《证券市场导报》2023 年第 5 期；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。

³⁹ 《信息披露管理办法》第二十三条第一款：“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。”

⁴⁰ 《信息披露管理办法》第二十五条第一款：“上市公司应当在最先发生的以下任一时点，及时履行重大事件的信息披露义务：（一）董事会就该重大事件形成决议时；（二）有关各方就该重大事件签署意向书或者协议时；（三）董事、高级管理人员知悉或者应当知悉该重大事件发生时。”

⁴¹ 《信息披露管理办法》第六十三条：“及时，是指自起算日起或者触及披露时点的两个交易日内。”



定成立的三个条件。因此，被告绿康公司的虚假陈述与原告李明泽的投资行为之间存在交易因果关系。

第三节 处罚信息与原告李明泽的损失具有损失因果关系

损失因果关系的认定本质是要受害投资者证明行为人的虚假陈述造成了损害结果，并证明损害结果产生的因素。⁴²根据《虚假陈述司法解释》第三十一条⁴³，学界和实践⁴⁴均认为在交易因果关系成立的前提下，可以直接推定损失因果关系成立。

一、本案损失因果关系推定成立

一方面，交易因果关系成立可直接推定损失因果关系的成立。《虚假陈述司法解释》将虚假陈述民事责任中因果关系的认定拆分为交易因果关系和损失因果关系两部分，分别对应事实因果关系（即**责任成立因果关系**）和法律因果关系（即**责任范围因果关系**），⁴⁵该两部分的判断之间很大部分是重叠的。交易因果关系的证明以投资者因交易受损为前提，是为了更好厘清虚假陈述行为对投资者损失的作用力而设置的双重因果关系结构。⁴⁶因此《虚假陈述司法解释》第十一条关于交易因果关系推定的条件中虽然没有明确提及投资者损失问题，但实质上隐含了投资者必须因虚假陈述遭受了损失，否则无损失即无救济。⁴⁷另一方面，法院对于损失因果关系的确定实质上是对投资者损害范围的确定，而非对因果关系进行认定。当虚假陈述的交易因果关系推定成立后，法院将对投资者的损害范围进一步确认。在对损失因果关系抗辩进行审查时，更多是事实判断问题，当存在证券市场风险与其他风险因素，即按照“多因一果”的规则认定应当扣除的比例。故我国区分交易因果关系和损失因果关系是为了在实务中更好的理清事实与确定损害范围，而非将两者截然区分。

综上，交易因果关系和损失因果关系是一脉相承的，客观上不可能在推定了交易因果关系成立之后不推定损失因果关系的存在。正因有交易因果关系的推定，才允许被告进行赔偿责任免除或减轻的抗辩。因此，当虚假陈述交易因果关系成立时可推定损失因果关系的成立。

二、原告李明泽的损失未受其他风险因素影响

实践中对虚假陈述案件损失赔偿通常考虑相关市场风险因素，据《虚假陈述司法解释》第三十一条第二款：“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。”起草人解读为应将“证券市场的风险”视为系统风险，而他人操纵市场、证券市场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则属于非系统性风险。⁴⁸本案上述风险因素均不存在。

⁴² 杨峰：《操纵证券市场民事责任因果关系认定规则之完善——从对美国、日本相关规定的比较出发》，载《法商研究》2006年第6期。

⁴³ 《虚假陈述司法解释》第三十一条：“人民法院应当查明虚假陈述与原告损失之间的因果关系，以及导致原告损失的其他原因等案件基本事实，确定赔偿责任范围。”

⁴⁴ 参见上海金融法院(2025)沪74民初2422号、上海市高级人民法院(2020)沪民终294号、北京市高级人民法院(2020)京民终591号、最高人民法院(2021)最高法民申7407号、最高人民法院(2019)最高法民申6538号。

⁴⁵ 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。

⁴⁶ 侯东德、张丽萍：《证券虚假陈述侵权损害赔偿中损失因果关系的认定》，载《湖北社会科学》2024年第11期。

⁴⁷ 陈洁：《证券虚假陈述侵权损害赔偿中因果关系的认定机制》，载《中国社会科学院大学学报》2023年第10期。

⁴⁸ 徐宇翔：《全面注册制视域下证券虚假陈述“重大性”要件司法认定研究——以462份裁判文书和45份处罚决定为分析样本》，载《法律适用》2023年第8期。



（一）原告的损失未受系统风险的影响

证券市场系统风险，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。⁴⁹国内现主要有四家机构接受委托进行损失核定，其中中证资本市场法律服务中心（以下简称“中证法服”）是由证监会批准设立的公益性机构，其“同步指数对比法”是较为成熟的系统风险量化方法，司法实践中应用较多⁵⁰，法院采纳比例高。故为保障本案中核算证券市场风险的公平性与权威性，本案对于证券市场系统风险的相关计算将采用中证法服的“同步指数对比法”进行计算。同步指数对比法的运用需要先明确案件中投资差额损失计算方式，本案损失差额采取移动加权平均法进行计算。

1. 本案损失赔偿中不涉及基准价格的计算

根据实践案件⁵¹中证法服出具的《损失测算意见书》中载明差额损失算法公式⁵²，移动加权平均法在部分案件中涉及基准数的计算，而本案不涉及。本案中原告李明泽于 2020 年 4 月 3 日第一次买绿康公司股票，2022 年 5 月 8 日第一次卖出全部股票，原告在买入前未有持仓股数。《虚假陈述司法解释》规定的基准日⁵³是在揭露日之后 10 个-30 个交易日之间，李明泽在披露日（2022 年 5 月 3 日）后的 10 日之前将股票卖出，故本案不涉及基准数的计算。因此本案买入均价为 15.6 元，本案卖出均价为 10.30 元。

2. 本案计算比例可说明绿康公司不受系统风险影响

中证法服关于系统风险采用“同步指数法”进行计算，计算所得的比例若为正值，则可以按照该比例扣除一定赔偿数额；若为负值，则不存在可扣除的赔偿比例。该法采用了“3+X”组合参考指标体系，“3”代表综合指数、一级行业指数和三级行业指数，这三类指数是必选指数。本案中的综合指数指深证综指，行业指数采用市场上相对权威、应用较广的申万指数。“X”代表热点比较突出的反映系争股票特点的概念指数，由同花顺 iFinD 提供。根据被告经营性质，本案一级行业指数选取“食品饮料”行业指数，本案三级行业指数与绿康公司最为匹配的为“软饮料”行业指数、“零食”行业指数或“烘焙食品”行业指数。

证券市场系统风险扣除比例涉及个股跌幅和指数跌幅计算，根据“同步指数对比法”计算原理：个股跌幅=(个股买入均价-个股卖出均价)/个股买入均价；指数跌幅=(指数买入均价-指数卖出均价)/指数买入均价。上述公式中，个股（指数）买入均价、个股（指数）卖出均价与前文计算买入和卖出均价的方法一致。指数跌幅计算将投资者每笔买入或卖出案涉股票的价格替换为所选取参考指数的当日收盘数值即可。证券市场系统风险扣除比例=指数平均跌幅/个股跌幅。此公式按前文“3+X”组合指数的判定规则进行计算，指数平均跌幅=(参考指数 1 跌幅+参考指数 2 跌幅+……+参考指数 N 跌幅)/N，N 代表参与计算的指数的数量。

本案中李明泽买入股票时为 2020 年 4 月 3 日，卖出股票时 2022 年 5 月 8 日。5 月 7 日至 8 日为休市日，故本案以 2020 年 4 月 3 日，开市日 2022 年 5 月 6 日和 5 月 9 日收盘价(元/股)进行计算。基于本案个股跌幅： $(15.6-10.30)/15.6=0.3397$ ，下表为详细数据及其计算结果⁵⁴：

⁴⁹ 陈广辉：《证券虚假陈述侵权损失核定的路径选择》，载《政法论坛》2023 年第 6 期。

⁵⁰ 参见上海市高级人民法院（2021）沪民终 384 号；重庆市高级人民法院（2022）渝民终 874 号；北京市高级人民法院（2023）京民终 872 号；广东省高级人民法院（2024）粤民终 635-675 号；广西壮族自治区高级人民法院（2025）桂民终 17 号。

⁵¹ 林某与某股份公司、杨某证券虚假陈述责任纠纷案，山东省青岛市中级人民法院，（2024）鲁 02 民初 1046 号民事判决书。

⁵² (买入均价-卖出均价)*揭露日有效持股余额在揭露日至基准日期间卖出股数+(买入均价-基准价)*揭露日有效持股余额在揭露日至基准日期间未卖出股数。

⁵³ 《虚假陈述司法解释》第二十六条第二款：“在采用集中竞价的交易市场中，自揭露日或更正日起，被虚假陈述影响的证券集中交易累计成交量达到可流通部分 100%之日为基准日。”

⁵⁴ 参见同花顺网站，<https://www.10jqka.com.cn/>，2025 年 10 月 3 日访问。



证券市场系统风险扣除比例计算					
数据统计					
指数名称		2020 年 4 月 3 日	2022 年 5 月 6 日	2022 年 5 月 9 日	指数涨跌幅计算 (前为 5 月 6 日, 后为 5 月 9 日)
深证综指 (399106)		1689.57	1859.39	1865.92	-0.1005 或 -0.1043
一级市场指数 (申万指数)	食品饮料 (801120)	15006.97	21877.18	21621.37	-0.4578 或 -0.4408
证券市场系统风险扣除比例=指数平均跌幅/个股跌幅					
以 5 月 6 日计算			$(-0.1005-0.4578)/2/0.3397=-0.82$		
以 5 月 9 日计算			$(-0.1043-0.4408)/2/0.3397=-0.80$		

表 1：被告绿康公司未披露重大行政处罚所涉系统风险扣除比例计算表

因本案三级市场指数即“软饮料”行业指数、“零食”行业指数和“烘焙食品”行业指数，在 2021 年 12 月 13 日才上市，故无买入日的收盘价，该三者指数不纳入本次计算。

当证券市场系统风险扣除比例为正值时才存在可扣除项，而本案计算所得为负值，故本案不存在可扣除的证券市场风险比例。

(二) 原告的损失未受非系统风险的影响

非系统风险因素也可纳入赔偿扣除比例之中，但因非系统风险构成元素对于损失影响的原因力权重尚不清晰，中证法服对非系统风险并未进行测算，只有非证监会批准设立的两所机构采用“事件分析法”对非系统风险进行分析。一方面，法条中列明的他人操纵市场、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等重大事件本案均不具备，下文将详细阐述。另一方面，本案无可参与计算的其他重大事件。

首先，本案不存在他人操作市场风险。国务院《禁止证券欺诈行为暂行办法》将操作行为界定为：“以获取利益或者减少损失为目的，利用其资金、信息等优势或者滥用职权操纵市场，影响证券市场价格，制造证券市场假象，诱导或者致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定，扰乱证券市场秩序。”由已知条件可知，本案并未出现以上情形。

其次，本案未产生证券市场的过度反应。实践中通常将股票巨幅下跌认定为过度反应，而换手率达到 100%交易速度的快慢可直观衡量市场是过度反应还是反应不足。美国法上采用基准价来校正市场过度反应带来的超额赔偿，我国规定集中交易的换手率 100%是确定基准日的基本标准。若在揭露日后 10 个交易日内就达到换手率 100%的，很可能出现过度反应；若超过 30 个交易日换手率仍未达到 100%的则可能为市场反应不足。本案从揭露日 2022 年 5 月 3 日起算，10 个交易日后换手率大致在 11%⁵⁵。且本案中从揭露日 2022 年 5 月 3 日之后，5 月 4 至 7 日 4 个交易日内跌 25%，平均每日跌 6.25%，根据计算 5 月 8 日跌 3.29%。故虽然揭露日后股票下跌波动较大，但平稳下降，交易中未出现过度反应现象。

最后，上市公司的内外部经营风险需被告举证说明。本案中被告绿康公司无法举证其存在内外部经营风险，以及该风险足以对市场股价波动产生重大影响。

关于本案责任承担问题，由于证券市场存在信息不对称，投资者相较于上市公司明显处于信息弱势地位，若要求投资者举证证明被告主观过错，将大幅增加维权难度，不利于保护中小投资者权益。因此，本案采取特殊的过错认定方式即无过错责任。《证券法》第八十五条规定：“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临

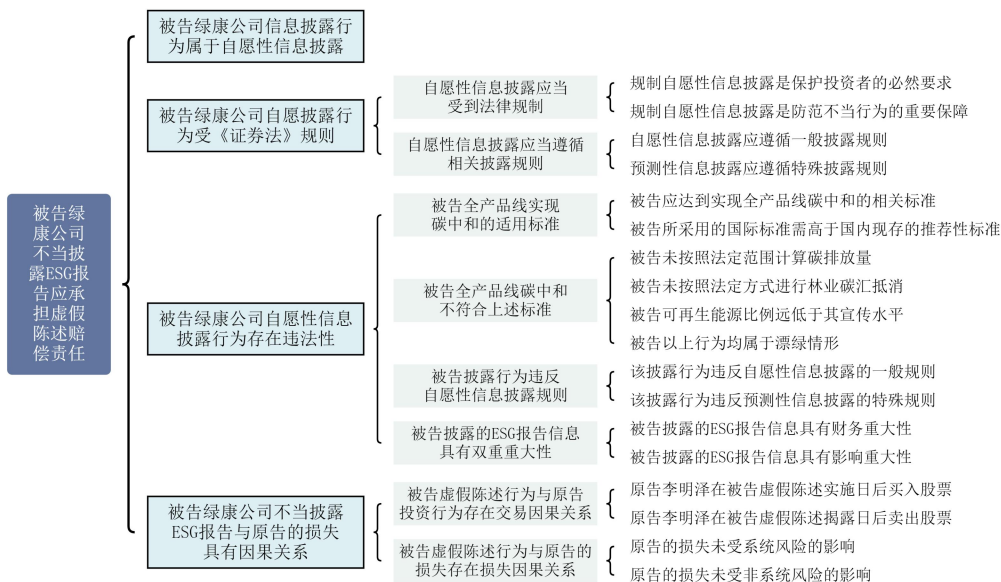
⁵⁵ 参见东方财富网，<https://www.eastmoney.com/>，2025 年 10 月 3 日访问。



时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任。”根据《中华人民共和国证券法释义》⁵⁶，该条规定的“信息披露义务人应当承担赔偿责任”指由于投资者的损失是由信息披露义务人违规披露造成的，不论信息披露义务人主观上有无过错，对投资者因此遭受的损失，都应当予以赔偿。在司法裁判中，法院也承认在证券虚假陈述侵权法律关系中，发行人承担的是无过错责任，发行人对此是否明知、有无过错均不影响侵权责任的承担。⁵⁷ **本案中**，无论绿康公司在未披露三次行政处罚信息时是否存在主观过错，只要其未按规定披露信息的行为导致投资者遭受损失，就应当承担无过错责任。

小结：本案交易因果关系成立既可推定损失因果关系成立。同时通过计算本案系统风险比例为负值，本案不受非系统风险影响，可知李明泽的全部损失确系绿康公司造成。无论绿康公司未披露三次行政处罚是否存在主观过错，绿康公司对于李明泽因此遭受的损失应承担无过错责任。

第二章 被告不当披露 ESG 报告应承担虚假陈述赔偿责任



第一节 被告绿康公司信息披露行为属于自愿性信息披露

被告绿康公司披露的 ESG 报告包括两部分信息，即“已在 2023 年底实现了全产品线的碳中和目标”的碳中和信息与“到 2025 年公司可再生能源使用比例将达到 70%，到 2030 年实现企业运营层面的净零排放”的预测性信息，这两部分信息均属于自愿性信息，论证如下：

被告绿康公司披露碳中和信息与预测性信息均不属于强制性信息披露。《信息披露管理办法》规定了应当披露的定期报告与临时报告⁵⁸。 **本案中**，绿康公司披露的碳中和信息与预测性信息均不属于《上市公司信息披露管理办法》（2025 修订）中定期报告与《上市公司信

⁵⁶ 王瑞贺主编：《中华人民共和国证券法释义》，法律出版社 2020 年版，第 182-184 页。

⁵⁷ 参见广东省广州市中级人民法院（2020）粤 01 民初 2171 号判决书；新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市中级人民法院（2021）新 01 民初 975 号判决书；山东省高级人民法院（2024）鲁民终 291 号判决书。

⁵⁸ 《信息披露管理办法》第二十三条：“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：……”



息披露管理办法（2025 修订）》中临时报告的相关规定，因此其属于自愿性信息。

被告披露的碳中和信息作为环境类信息属于自愿性披露信息。《证券法》第八十四条界定了自愿性信息的范围，即除依法需要披露的信息之外，投资者作出价值判断和投资决策有关的信息。相关规定⁵⁹指出上市公司可以在年度社会责任报告中披露“公司环境保护方针、年度环境保护目标及成效”。使用“可以”这一授权性表述，而非“应当”“必须”等义务性表述，体现了信息披露的自愿性；另一规定⁶⁰采用“鼓励”一词，体现倡导性，这意味着公司对于此类环境信息的披露拥有自主选择权，可根据自身实际情况自行决定是否披露。**本案中**，被告发布的 ESG 报告中声称“已在 2023 年底实现了全产品线的碳中和目标”是对 2023 年被告环保领域成果表述，属于上述规定的年度环境保护成效。因此，ESG 报告中的碳中和信息属于自愿性信息。

被告披露的可再生能源信息作为预测性信息属于自愿性披露信息。目前我国法律法规并未明确规定预测性信息的定义，《虚假陈述司法解释》第六条仅列举出了预测性信息的两种形式，即盈利预测和发展规划。⁶¹我国最高人民法院“鼓励并规范发行人自愿披露前瞻性信息等软信息”⁶²，这意味着发行人在满足一定条件下，对预测性信息的披露享有一定的自由度，进一步说明了预测性信息的披露是自愿性的。本案中，被告 ESG 报告中承诺的“到 2025 年公司可再生能源使用比例将达到 70%，到 2030 年实现企业运营层面的净零排放”，本质是对公司中长期环保经营方向的规划性表述，与《虚假陈述司法解释》第六条中“发展规划”的内涵一致，因此该承诺属于《虚假陈述司法解释》第六条规定的“发展规划”，即属于预测性信息。据前文所述，由于鼓励披露的预测性信息属于自愿性信息，因此被告绿康公司 ESG 报告中的预测性信息属于自愿性信息。

小结：被告绿康公司 ESG 报告包含“绿康食品已在 2023 年底实现了全产品线的碳中和目标”的碳中和信息与“到 2025 年公司可再生能源使用比例将达到 70%，到 2030 年实现企业运营层面的净零排放”的预测性信息，**这两部分信息均属于自愿性信息。**

第二节 被告绿康公司自愿披露行为受《证券法》规制

《证券法》第八十四条规定：“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。”由此可见，自愿性信息披露行为受到法律的规制。

一、自愿性信息披露应当受到法律规制

（一）规制自愿性信息披露是保护投资者的必然要求

目前我国仍以中小投资者为主，其缺乏长期价值投资的理念，相对于机构投资者，更关

⁵⁹ 《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》（2025 年修订）8.8 条：“上市公司可以根据自身实际情况，在公司年度社会责任报告中披露或者单独披露如下环境信息：（一）公司环境保护方针、年度环境保护目标及成效……”

⁶⁰ 《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》（2025 修订）第四十一条：“鼓励公司结合行业特点，主动披露积极履行社会责任的工作情况，包括但不限于：公司履行社会责任的宗旨和理念……环境保护与可持续发展……”

⁶¹ 《虚假陈述司法解释》第六条：“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。”

⁶² 《最高人民法院民二庭负责人就〈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〉答记者问》，载中国法院网，<https://www.chinacourt.org/article/detail/2022/01/id/6497453.shtml>。



注影响上市公司股价短期涨跌的信息，因而很容易被上市公司所披露的选择性信息所误导。上市公司倚仗自身的信息不对称优势，习惯性地“报喜不报忧”，对公司股价不利的信息避重就轻地披露或者不披露，或者同一事项只披露分析对公司有利的一面，不披露或不充分披露可能的风险，信息披露具有较大的选择性。更有甚者，不仅相关风险提示遮遮掩掩、语焉不详，未能明确预测的依据、面临的障碍或不利因素、存在的不确定事项、无法达到预期时的损失等，还利用自愿性信息披露公告模糊“利好”，迎合市场热点、炒作概念，对投资者形成误导，使风险提示流于形式。⁶³而投资者由于信息获取渠道有限、专业分析能力不足，从而难以辨别上市公司披露的信息真伪，被不准确、不完整得信息误导，最终沦为信息质量缺陷的受损群体。⁶⁴因此，为了保护投资者的利益，应对自愿性信息披露进行规制。

（二）规制自愿性信息披露是防范不当行为的重要保障

目前我国上市公司自愿性信息披露意愿不强、披露的信息质量不高、披露的信息准确性不够。仍存在片面迎合短期市场热点、炒作概念，或没有从与其他信息相互关联的角度全链条、成体系地解读披露信息的整体价值，仅是孤立的事实描述。部分自愿披露的信息存在“炒冷饭”的情况，如事件发生近一个月后才予以披露，披露时间过于滞后，信息的时效性大打折扣。并且上市公司往往会通过“蹭热点”来拉抬股价，可能伴随着市场操纵、内幕交易等违规行为，这会扰乱市场的正常秩序，阻碍证券市场健康投资导向的形成⁶⁵。因此，为了避免诸如此类的违法违规行为的产生，需要规制自愿性信息披露行为。

二、自愿性信息披露应当遵循相关披露规则

（一）自愿性信息披露应遵循一般披露规则

《信息披露管理办法》第五条⁶⁶规定了信息披露义务人披露自愿性信息时应遵守的规范，根据学界观点，自愿性信息披露是证券市场信息披露制度的组成部分，也应符合《证券法》关于信息披露的规范要求⁶⁷。

首先，自愿性信息应具有真实性、准确性、完整性。根据《证券法》第七十八条规定⁶⁸，真实性是指披露的信息内容必须如实反映发行人和证券交易有关的客观实际情况，不得有虚假记载。准确性是指信息披露义务人披露信息时，对有关情况所作的陈述和提供的数据与实际情况应当符合，或者是合乎逻辑的推测，其内容、表述方式应当确切。完整性是指披露信息的文件应当齐全，符合法定要求，每份文件的内容应当完整，不得有重大遗漏。⁶⁹**其次**，应保持信息披露的持续性和一致性，不得选择性披露。根据《信息披露管理办法》第五条规定⁷⁰，自愿性信息披露必须与强制性信息披露保持内容上与形式上的一致性。不得选择性披露指的是企业不能仅公开对自身有利的信息，而故意忽略或隐藏对其不利的信息。**最后**，自

⁶³ 方重：《上市公司自愿性信息披露监管》，载《中国金融》2021年第9期。

⁶⁴ 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2期。

⁶⁵ 林益：《上市公司“蹭热点”争议及其监管》，载《金融法苑》第106辑。

⁶⁶ 《信息披露管理办法》第五条：“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。信息披露义务人自愿披露的信息应当真实、准确、完整。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。信息披露义务人不得利用自愿披露的信息不当影响公司证券及其衍生品种交易价格，不得利用自愿性信息披露从事市场操纵等其他违法违规行为。”

⁶⁷ 陈洁：《证券市场自愿性信息披露的规制》，载《法学研究》2025年第3期。

⁶⁸ 《证券法》第七十八条规定：“信息披露义务人披露的信息，应当真实、准确、完整，简明清晰，通俗易懂，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”

⁶⁹ 王瑞贺主编：《中华人民共和国证券法释义》，法律出版社2020年版，第163-165页。

⁷⁰ 《信息披露管理办法》第五条第二款：“信息披露义务人自愿披露的信息应当真实、准确、完整。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。”



愿性信息不得误导投资者。《虚假陈述司法解释》第四条⁷¹规定了误导性陈述。**第一**，信息披露义务人在主观上必须基于善意。所谓善意，是指信息披露义务人在自愿披露时，必须基于自己的认知确信该信息不会误导投资者或者不应知道该信息会误导投资者。在具体行为上，这种善意主要体现在，信息披露义务人不存在选择性披露、“蹭热点”等情况。**第二**，自愿性信息披露客观上不能产生误导投资者的效果。⁷²

（二）预测性信息披露应遵循特殊披露规则

预测性信息作为自愿性披露信息除遵守一般披露规则外也应遵循自身的特殊规则。《虚假陈述司法解释》第六条指出若被告不构成虚假陈述，则需遵循以下规则：

首先，信息披露义务人应当规范表达警示性陈述。《虚假陈述司法解释》第六条⁷³与《上市公司治理准则》第八十五条⁷⁴对预测性信息警示性陈述提出要求：一是明确预测的依据，二是提示不确定性与风险。《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 17 号——可持续发展报告（试行）》（以下简称《可持续发展报告指引》）第八条⁷⁵也有类似的规定。

其次，预测性信息应当具备合理的编制基础。《虚假陈述司法解释》第六条规定预测性信息依据的编制基础应合理。从市场实践来看，预测性信息编制基础不合理通常包括两种情形：一是编制基础存在虚假信息。预测性信息依据的基础资料属于历史性信息，如果该基础资料的虚假达到重大性程度，则信息披露义务人可能因此承担虚假陈述责任。二是编制基础选取不当。编制基础选取不当客观上表明信息披露义务人存在过错，但基于自愿性信息披露的“自愿性”特征，还有必要考察其过错程度。不存在故意或重大疏忽的，应纳入免责范围。

最后，信息披露义务人应当及时履行更正义务。《信息披露管理办法》第六十三条规定，及时是指自起算日起或者触及披露时点的两个交易日内。根据学界观点⁷⁶，在预测性信息披露过程中，当情况发生重大变化，导致已披露的预测性信息不真实、不准确或不完整，或者已披露的预测难以实现的，信息披露义务人应及时进行更新。

小结：自愿性信息披露应遵循一般披露规则：信息披露义务人自愿披露的信息应当真实、准确、完整，保持信息披露的持续性和一致性，不得进行选择性披露，不得与依法披露的信息相冲突，不得误导投资者。本案绿康公司披露的碳中和信息应遵循以上规则。预测性信息披露应遵循特殊披露规则：预测性信息披露义务人应当规范表达警示性陈述、及时履行更正义务，预测性信息应当具备合理的编制基础。本案绿康公司披露的可再生能源信息应遵循预测性信息披露的特殊规则。

第三节 被告绿康公司自愿性信息披露行为存在违法性

根据学界观点，当自愿性信息披露瑕疵因具有重大性而构成虚假陈述时，投资者可以就

⁷¹ 《虚假陈述司法解释》第四条：“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。”

⁷² 陈洁：《证券市场自愿性信息披露的规制》，载《法学研究》2025 年第 3 期。

⁷³ 《虚假陈述司法解释》第六条：“信息披露文件需要对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示。”

⁷⁴ 《上市公司治理准则》（2025 修正）第八十五条：“鼓励上市公司除依照强制性规定披露信息外，自愿披露可能对股东和其他利益相关者决策产生影响的信息。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。”

⁷⁵ 《可持续发展报告指引》第八条规定：“披露主体在《可持续发展报告》中披露财务影响、温室气体减排目标等需要估算的信息或预测性信息的，应当基于合理的基本假设和前提，并对可能影响估算准确性或预测实现的重要因素进行充分的风险提示。估算或预测性信息所依据的假设和前提发生重大变化的，应当及时披露。”

⁷⁶ 陈洁：《证券市场自愿性信息披露的规制》，载《法学研究》2025 年第 3 期。



因此虚假陈述而遭受的损失要求行为人承担民事赔偿责任。⁷⁷本案中，被告绿康公司声称其在符合国际标准的前提下，实现了“全产品线碳中和”，而实际却实施了虚假陈述，给投资者李明泽造成损失。基于全产品线与碳中和的定义标准和履行义务，被告违背相关义务，违反了自愿性信息披露规则，且被告披露的 ESG 报告信息具有财务重大性和影响重大性。因此，被告绿康公司应承担虚假陈述的民事赔偿责任。

一、被告全产品线实现碳中和的适用标准

（一）被告应达到实现全产品线碳中和的相关标准

一方面，国家标准对“产品线”有明确定义。根据国家标准 B/T 41865-2022 中 3.16 条⁷⁸，产品线是由功能相似、销售对象相同或价格范围相近的系列相关产品组成的集合。该标准 6.1.1 条⁷⁹更进一步规定了全产品线的界定范围包括产品的开发、生产和市场销售阶段，社会各界⁸⁰也广泛认可该标准对产品线的定义。本案中，绿康公司产品涵盖坚果炒货、烘焙食品、功能饮料三大品类，每一品类都至少可构成一条产品线。

另一方面，被告需遵守我国碳中和标准体系建设。碳中和是指一个组织、团体或个人在一段时期内二氧化碳的排放量，通过森林碳汇、人工转化、地质封存等技术抵消，从而实现二氧化碳的净零排放。⁸¹根据《碳达峰碳中和标准体系建设指南》，“碳中和标准体系包括基础通用标准子体系、碳减排标准子体系、碳清除标准子体系 and 市场化机制标准子体系等 4 个一级子体系。”⁸²本案中，碳排放量范围计算隶属基础通用标准体系，碳汇等碳排放交易隶属市场化机制标准体系，节能体系、清洁能源使用建设隶属碳减排标准体系，同样企业也需要遵循以上标准体系的规范要求。因此若被告未按标准进行碳排放核算、进行节能清洁能源建设、进行碳排放交易和产品市场营销，传递虚假、夸大或误导性信息，即构成虚假陈述。

（二）被告所采用的国际标准需高于国内现存的推荐性标准

国家鼓励企业积极采用国际标准，但采用国际标准需要遵循相关规范。根据我国《企业标准化促进办法》第八条⁸³，此条主要说明三点规范要求：**第一**，企业采用国际标准来参考作为企业标准的，该国际标准需要与我国法律法规和强制性标准要求相符合，不得与我国强制性标准和法律法规相冲突；**第二**，企业所采用的国际标准所达到的效果需要兼顾多方效益，维护环境安全，保障经济效益、社会效益、质量效益，需要履行一定的社会责任；**第三**，当没有法律法规与强制性标准要求时，企业所采用的国际标准应当高于国家推荐性标准。被告绿康公司声称自己符合碳中和的国际标准，因此被告绿康公司将国际标准作为自己企业标准应当高于国内推荐性标准，否则将构成虚假陈述⁸⁴。

⁷⁷ 陈洁：《证券市场自愿性信息披露的规制》，载《法学研究》2025 年第 3 期。

⁷⁸ 《软件与系统工程产品线工程与管理参考模型》第 3.16 条：“一组产品或服务，具有相同的明确定义和管理的通用和可变的特征，且依赖相同的领域架构满足特定市场的通用和可变需求。”

⁷⁹ 《软件与系统工程产品线工程与管理参考模型》第 6.1.1 条：“产品线范围定义产品线的成员产品及其主要（外部可见）的通用和可变特征，从经济角度分析产品，并控制和规划产品线及其产品的开发、生产和市场营销。”

⁸⁰ Kotler, Philip, et al. Marketing Management, 16th ed. Pearson Education, 2021.

⁸¹ 中国石油勘探开发研究院：《邹才能院士：碳中和目标下中国新能源使命》，载碳中和发展研究院官网 2024 年 3 月 25 日，<https://ricn.sjtu.edu.cn/Web/Show/1169>。

⁸² 《碳达峰碳中和标准体系建设指南》，国标委联〔2023〕19 号，2023 年 4 月 1 日发布。

⁸³ 《企业标准化促进办法》第八条：“制定企业标准应当符合法律法规和强制性标准要求。制定企业标准应当有利于提高经济效益、社会效益、质量效益和生态效益，做到技术上先进、经济上合理。鼓励企业对标国际标准和国内外先进标准，基于创新技术成果和良好实践经验，制定高于推荐性标准相关技术要求的企业标准，支撑产品质量和服务水平提升。”

⁸⁴ 参见山东省高级人民法院（2014）鲁民一终字第 278 号；北京市高级人民法院（2017）京民终 454 号；湖北省高级人民法院（2018）鄂民申 1411 号；福建省高级人民法院（2022）闽民终 1290 号；最高人民法院（2023）最高法民终 359 号；山东省高级人民法院（2024）鲁民终 457 号。



二、被告全产品线碳中和不符合上述标准

（一）被告未按照法定范围计算碳排放量

被告绿康公司声称其环保措施符合国际通行标准，只计算范围一的碳中和计算方法完全符合国际标准的要求。但经查明，被告不仅不符合国内标准，也不符合国际通行标准。

1. 被告碳排放计算方式不符合国内标准

我国国内标准规定企业在碳排放计算中至少应当将范围一和范围二计算在内。首先，根据我国《企业可持续披露准则第 1 号——气候（试行）》⁸⁵第二十八条：“企业应当按照范围一、范围二和范围三温室气体排放。”文件附录中详细阐明范围一、二和三的具体排放要求⁸⁶；其次，根据我国《温室气体排放核算与报告要求——食品、烟草及酒、饮料和精制茶企业》（以下简称《报告要求》），“本指南考虑的排放源类别包括化石燃料燃烧排放、工业生产过程排放、废水厌氧处理排放以及净购入使用电力、热力排放。”从文义而言，化石燃料燃烧排放、工业生产过程排放属于企业直接排放范畴，应纳入范围一排放，净购入使用电力纳入范围二排放。根据北京绿色发展研究院出具的《2023 年度企业社会责任暨 ESG 报告》，被告仅计算了自身生产环节的直接排放，即范围一，却完全忽略了外购电力的间接排放（范围二排放）以及供应链上游排放和产品使用阶段排放（范围三排放），严重违反以上国内标准。被告绿康公司为国内知名的快速消费品企业，营业收入额和利润额高达亿元，其公司规模大，技术精湛，有条件核算所有范围的温室气体排放，却在开发、生产制造环节刻意忽略范围二和范围三排放范围，被告绿康公司能为而不为，刻意逃避披露义务，确系虚假陈述。

2. 被告所依据的国际标准不符合国家规定

一方面，被告所依据的国际标准未高于我国推荐性标准。上文《报告要求》于我国 2015 年发布实施，现已成为国家推荐性标准，该《报告要求》又明确要求应该披露范围一和范围二，故被告选择的国际标准中至少与该标准一致或高于该标准。而被告声称其符合国际标准只计算范围一的标准，与国内标准产生冲突，未高于我国推荐性标准。另一方面，现行国际通用标准均要求至少披露范围一和范围二。比如 GHG Protocol 标准和 ISO 14064 标准⁸⁷明确规定企业至少分别核算并报告范围一和范围二的排放信息，同时鼓励披露范围三排放信息。PAS 2060 标准⁸⁸中将企业范围一、范围二和范围三排放信息均纳入披露要求当中。以上标准在国际中较为通用，为世界权威机构制定，具有普遍参考性。故被告称其碳中和计算方法完全符合国际标准的要求系错误表述，不可采信。

（二）被告未按照法定方式进行林业碳汇抵消

现今我国碳交易市场存在两种交易类型：一是基于配额的碳交易类型，属于强制性减排交易机制；二是基于项目的碳交易类型，即自愿减排交易机制（CEER），交易产品为国家核证自愿减排量，林业碳汇项目和可再生能源项目是 CEER 的重要组成部分。⁸⁹其中造林碳汇项目通过增加森林面积和森林生态系统碳储量实现 CO₂ 清除，是减缓气候变化的重要途径。

⁸⁵ 《企业可持续披露准则第 1 号——气候（试行）》，财办会〔2025〕17 号，2025 年 4 月 27 日发布。

⁸⁶ 《企业可持续披露准则第 1 号——气候（试行）》附录：“范围一包括由企业拥有或者控制的排放源所产生的直接温室气体排放；范围二包括企业所消耗的外购电力、蒸汽、供暖或者制冷产生的间接温室气体排放；范围三包括企业价值链中发生的间接温室气体排放（不包括在范围二温室气体排放中），包括上游和下游排放。”

⁸⁷ ISO 14064-1:2018, Greenhouse gases—Part 1: Specification with guidance at the organization level for quantification and reporting of greenhouse gas emissions and removals, clauses 4.3.2 and 6.2.3.

⁸⁸ PAS 2060:2014, Specification for the demonstration of carbon neutrality, clauses 6.2 and 7.3.

⁸⁹ 谭柏平：《温室气体自愿减排交易机制立法优化与制度再完善》，载《北京航空航天大学学报（社会科学版）》2025 年第 3 期。



第一，被告绿康公司林业碳汇抵消方式不符合国内标准。

绿康公司碳汇抵消方式不符合我国林业碳汇项目方法学。我国从 2000 年后通过《京都协定书》下的清洁发展机制（CDM）开展林业碳汇项目，之后我国开始结合国情对国际方法进行本土化调整，随后 2023 年我国新发布《温室气体自愿减排项目方法学造林碳汇（CCER—14—001—V01）》⁹⁰完善了相关指标，根据该方法学 6.6 条计算公式如下，其中 t 为年数：

$$CDR_t = (\Delta C_{PROJ,t} - \Delta C_{BSL,t} - LK_t) \times (1 - K_{RISK})$$

从此公式可知，碳汇项目的减排效果以年数为变量，需要综合考量项目清除量、基准线清除量、侧漏量和非持久性风险扣除率等众多因素，而绿康公司却将其作为当年的减排量进行全部抵消，未按照法定方式进行碳汇抵消，未在产品线交易营销环节做到真正的碳中和，涉嫌漂绿行为，确系虚假陈述。

第二，被告绿康公司林业碳汇抵消方式不符合国际标准。

一方面，被告采用的国际标准未高于国内推荐性标准。根据上文所述，我国的林业碳汇方法学早在 2023 年即颁布，该方法学中的碳汇抵消计算规则是以年份为变量，绿康公司未按年份进行碳汇项目抵消计算，其所采取的国际标准未高于国内推荐性标准，应当采取国内标准。另一方面，本案中被告不符合国内和国际清洁发展机制（CDM）要求。我国《清洁发展机制项目运行管理办法》明确在中国开展清洁发展机制项目应符合中国的法律法规。⁹¹CDM 项目首先必须满足国际公认的标准，《京都协定书》第十二条⁹²为 CDM 项目的可选标准规定了三个基本原则，其中明确规定项目必须产生“真实的、可测量的、长期的缓解气候变化的效益”。本案中绿康公司将减排效果需要数年甚至数十年才能实现的碳汇项目作为当年减排量进行抵消，将长期效益转化为短期效果，不符合 CDM 认可的减排方式。

（三）被告可再生能源比例远低于其宣传水平

根据我国《中华人民共和国能源法》（以下简称《能源法》），我国正对相关领域制定并组织实施可再生能源在能源消费中的最低比重，企业应当承担可再生能源电力消纳责任。⁹³其中，我国正加快推进重点领域可再生能源的替代应用，同时加快在造纸、印染、食品加工等领域推广可再生能源中低温热利用。⁹⁴被告绿康公司身为绿色食品生产公司，应当积极承担可再生能源电力消纳责任，并如实地披露期可再生能源使用比例。

被告绿康公司不合理夸大其可再生能源使用比例。根据我国 2025 年各省可再生能源电力消纳责任权重统计，绿康公司总部江苏省为 27.5%，其他基地省份河南省 36.2%，山东省 26.2%，广东省 31.6%；根据 2025 年重点用能行业绿色电力消费比例，例如电解铝行业、钢铁行业、多晶硅行业、水泥行业的绿色电力消费比例大致均在 25%-40%之间。⁹⁵故企业可再

⁹⁰ 《生态环境部办公厅关于印发〈温室气体自愿减排项目方法学造林碳汇（CCER—14—001—V01）〉等 4 项方法学的通知》，（环办气候函〔2023〕343 号），2023 年 10 月 24 日公布。

⁹¹ 《清洁发展机制项目运行管理办法》第三条：“在中国开展清洁发展机制项目应符合中国的法律法规，符合《公约》、《议定书》及缔约方会议的有关决定，符合中国可持续发展战略、政策，以及国民经济和社会发展的总体要求。”

⁹² 《京都协定书》第十二条第五项：“每一项目活动所产生的减少排放，须经作为本议定书缔约方会议的《公约》缔约方会议指定的经营实体根据以下各项作出证明：……（b）与减缓气候变化相关的实际的、可测量的和长期的效益……”

⁹³ 《能源法》第二十三条：“国务院能源主管部门会同国务院有关部门制定并组织实施可再生能源在能源消费中的最低比重。国家完善可再生能源电力消纳保障机制。供电企业、售电企业、相关电力用户和使用自备电厂供电的企业等应当按照国家有关规定，承担消纳可再生能源发电量的责任。国务院能源主管部门会同国务院有关部门对可再生能源在能源消费中的最低比重目标以及可再生能源电力消纳责任的实施情况进行监测、考核。”

⁹⁴ 《国家发展改革委等部门关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》，发改能源〔2024〕1537 号，2024 年 10 月 18 日发布。

⁹⁵ 《国家发展改革委办公厅、国家能源局综合司关于 2025 年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通



生能源绿色消费比例在 25%-40%属于正常水平,但绿康公司声称自己 2025 年达到 70%的陈述,明显宣传过高,让投资者和消费者产生了过高期待。但其可再生能源实际使用比例仅为 27.8%,环保建设实际投入远低于宣传水平,确系虚假陈述。

三、被告披露行为违反自愿性信息披露规则

(一) 该披露行为违反自愿性信息披露的一般规则

一方面,被告绿康公司实施了虚假记载行为,进行了选择性披露,不符合真实性、准确性、完整性要求。被告作为绿色食品生产公司,在计算碳排放量过程中刻意隐瞒范围二和范围三排放,不实进行碳汇抵消,虚假宣传其可再生能源比例,与公司实际经营状况严重不符,只对相关事实进行选择披露,完全违背自愿性披露信息真实、准确、完整的要求。

另一方面,被告绿康公司披露的自愿性信息对投资者产生了误导。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。在主观上,被告绿康公司恶意误导投资者。被告作为国内知名食品企业,对碳中和核算标准、碳汇项目属性、自身能源结构具有明确认知,却仍披露存在明显缺陷的信息,主观上并非善意。在客观上,被告绿康公司产生了误导投资者的效果。被告在 ESG 报告封面醒目地印有“碳中和先锋企业”的标识,且在天猫、京东、拼多多等电商平台的店铺首页显著位置放置了“碳中和产品”的标识,在包装加印了绿色的碳中和英文标识和中文说明,并大量投放绿色宣传广告,这使得像原告一样的普通投资者产生了被告已实现碳中和的误解,使投资者产生不合理的预期。

(二) 该披露行为违反预测性信息披露的特殊规则

第一,被告绿康公司未规范表达警示性陈述。如前文所述,警示性陈述需要明确预测的依据和提示不确定性与风险。一方面,被告并未披露预测的依据。被告未说明“70%”可再生能源比例具体计算依据,未说明 2030 年实现净零排放的具体技术依据,其承诺不具备可信度。另一方面,被告未提示不确定性与风险,当前可再生能源实际比例仅 27.8%,与 2025 年 70%的目标相差 42.2 个百分点,且 9 个基地依赖火电电网。如此巨大差距属于应提示风险,但被告未提示现状与目标差距过大的风险,让投资者误以为目标易达成。

第二,被告绿康公司不具备合理的编制基础。如前文所述,预测性信息编制基础不合理通常包括编制基础存在虚假信息和编制基础选取不当。一方面,本案被告的编制基础存在虚假信息。被告未如实依据可再生能源实际使用比例仅为 27.8%的客观历史事实,以“虚假的高比例可再生能源使用现状”作为预测编制基础。另一方面,被告的编制基础选取不当。预测性信息的编制需基于“合理的基本假设”,如增长速度假设、资源投入假设、外部环境假设等,且假设需贴合行业规律与公司实际。但被告在预测“2025 年可再生能源比例达 70%”时,选取的基本假设完全脱离实际,且不可能因疏忽而遗漏,无法免责。

第三,被告绿康公司未及时履行更正义务。一方面,被告在调查报告对公司股票交易价格产生较大影响后,并未在两个交易日内及时澄清,更加剧了市场股票的变动,加重了投资人的损失。⁹⁶另一方面,被告未持续更新预测性信息进展。被告此前披露的可再生能源使用比例等预测性信息具有持续性,但其在调查报告广泛传播后并未对这些信息进行持续更新,投资者无法得知公司是否有补救措施,加重了投资者损失。

四、被告披露的 ESG 报告信息具有双重重大性

传统的投资者决策标准与价格敏感性标准不适用于 ESG 领域。根据学界观点,《证券法》

知》,发改办能源〔2025〕669 号,2025 年 7 月 1 日发布。

⁹⁶ 陈洁:《证券市场自愿性信息披露的规制》,载《法学研究》2025 年第 3 期。



第八十五条对信息披露“重大性”的认定仍固守传统财务指标（如营业收入、净利润），而气候转型风险、供应链人权保障等非财务因素的动态重大性特征未获立法回应。⁹⁷ESG 信息的重大性不能单纯由财务指标来衡量。因此，欧盟在 ESG 领域采用了双重重大性标准，我国深交所发布了《可持续发展报告》，亦采用此标准。

欧盟于 2019 年出台《关于报告气候相关信息的指引》，首次提及双重重大性标准，强调重大性标准具备面向投资者和其他利益相关者的双重意涵。《欧洲可持续发展报告准则第 1 号——一般要求》（ESRS1）对双重重大性进行了更详细的定义：（1）影响重大性。可持续发展事项若能够在短、中、长期对人或环境造成实际或潜在、积极或消极的影响，则具备重大性。其中对人或环境的影响具体包括与环境、社会和治理相关的问题。（2）财务重大性。如果可持续发展事项能够或可能造成对公司财务产生（或可能产生）重大影响的风险与机会时，则具备重大性。这些财务影响包括在短、中、长期对公司的现金流、发展、经营表现、市场地位、资本成本或融资途径的影响。⁹⁸我国深交所《可持续发展报告指引》第五条⁹⁹规定了双重重大性：第一是财务重大性，即是否预期在短期、中期和长期内对公司商业模式、业务运营、发展战略、财务状况、经营成果、现金流、融资方式及成本等产生重大影响；第二是影响重大性，即企业在相应议题的表现是否会对经济、社会和环境产生重大影响。以上两种重大情形具备其一则具有重大性。

（一）被告披露的 ESG 报告信息具有财务重大性

在财务重大性方面，我国深交所《可持续发展报告指引》规定：“可持续发展议题对不同公司的影响程度可能有所不同，公司应当结合行业特点、自身情况，通过下列方式判断相关影响是否重大：可持续发展相关议题预期在短期、中期或长期内对披露主体商业模式、业务运营、发展战略、财务状况、经营成果、现金流、融资方式及成本等的影响的重大性，可以从影响发生的可能性以及财务影响的程度两方面判断。”本案中，被告绿康公司自愿披露的碳中和信息属于可持续发展相关议题，该信息具有财务重大性，具体分析如下：

1. 基于影响发生可能性之判断

据学界观点，企业 ESG 表现下滑会显著增强企业的股价崩盘风险¹⁰⁰，“漂绿”程度越高其股价波动越剧烈¹⁰¹。本案中，上文所述的被告所有违法行为均属于“漂绿”行为，“漂绿”行为曝光之前，被告发布 ESG 报告并进行了一系列的绿色宣传，导致股价上涨；“漂绿”行为曝光之后，股价短期内从 26.90 元/股跌至 24.60 元/股且连续 4 个交易日跌停，足可以看出“漂绿”行为导致股价剧烈变动。这种剧烈的股价反应，表明该信息对股价的影响具备高度可预期性，符合“影响发生可能性高”的判断标准。

2. 基于财务影响程度之判断

被告披露碳中和信息导致股价异常波动。《深圳证券交易所交易规则》¹⁰²第 5.4.3 条规

⁹⁷ 叶榭平：《ESG 诉讼的兴起：以信息披露治理为中心》，载《政治与法律》2025 年第 8 期。

⁹⁸ 耿利航、朱翔宇：《ESG 信息披露中的重大性标准》，载《山东大学学报（哲学社会科学版）》2025 年第 1 期。

⁹⁹ 《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 17 号——可持续发展报告（试行）》第五条：“披露主体应当结合自身所处行业和经营业务的特点等情况，在本指引设置的议题中识别每个议题是否预期在短期、中期和长期内对公司商业模式、业务运营、发展战略、财务状况、经营成果、现金流、融资方式及成本等产生重大影响（以下简称财务重要性），以及企业在相应议题的表现是否会对经济、社会和环境产生重大影响（以下简称影响重要性），并说明对议题重要性进行分析的过程。披露主体经识别认为本指引设置的议题对于其既不具有财务重要性，也不具有影响重要性的，应当按照本指引第七条的规定进行解释说明……”

¹⁰⁰ 姜宾、马晨：《企业 ESG 表现下滑与股价崩盘风险》，载《当代财经》2025 年第 1 期。

¹⁰¹ 何诚颖、吕越、冯鲍：《企业 ESG 表现对股价波动的影响——基于市场参与者行为的分析》，载《财贸经济》2025 年第 2 期。

¹⁰² 深圳证券交易所关于发布《深圳证券交易所交易规则（2023 年修订）》的通知 5.4.3 条：“股票、封闭式



定“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，属于异常波动。”本案中，随着被告绿康公司的负面信息在投资者群体中迅速传播，被告绿康公司的股价大幅下跌，2025 年 3 月 21 日，绿康食品开盘价为 26.85 元/股，收盘价为 24.60 元/股，随后连续 4 个交易日跌停。此处的跌停指的是下跌幅度为 10%。选取前三个交易计算，由于 $1 - (1 - 10\%)^3 = 27.1\% > 20\%$ ，因此，被告披露碳中和信息导致的股价波动属于异常波动。我方以 3 月 21 日附近绿康公司股价涨跌幅为指标，与食品饮料板块、同期大盘进行对比（详见附件四）。可以看出，自 3 月 21 日被告 ESG 信息虚假陈述被揭露后，**股价剧烈下跌，而食品饮料行业、大盘走势皆在上涨**，足以看出证券市场风险对股价走势无必然影响，被告股价发生剧烈波动全因其虚假陈述导致，对财务的影响达到了重大的程度。

（二）被告绿康公司披露的信息具有影响重大性

在影响重要性方面，深交所《可持续发展报告指引》第五十九条规定：“披露主体对经济、社会和环境的实际或潜在影响的重大的性，可以从影响的规模（即影响的大小程度）、范围（即影响的广泛程度）和不可补救性（抵消或弥补伤害的难度）三方面判断。”

1. 基于该信息影响规模之判断

根据我国《深圳证券交易所上市公司自律监管指南第 3 号——可持续发展报告编制》（以下简称《可持续发展报告编制》）中对于规模的定义与说明，“影响的规模是指影响的大小程度。对于负面影响，其影响规模可能取决于是否导致公司违反应当遵守的法律法规等，也可能取决于影响发生的背景。”**本案中**，被告绿康公司碳中和信息影响规模大，符合影响重大性标准。在法律法规遵守方面，被告实施虚假陈述违背了《证券法》等相关法律法规；在影响发生背景方面，当前我国正大力推进“双碳”战略，资本市场对 ESG 信息的关注度显著提升，在此背景下，绿康公司作为国内知名绿色环保企业虚假披露会导致其他企业效仿，对该行业造成重大负面影响，进而阻碍整个行业绿色转型进程。

2. 基于该信息影响范围之判断

根据深交所《可持续发展报告编制》中对于范围的定义与说明，“影响的范围是指影响的广泛程度。对于负面影响，其范围例如受影响的个人数量或环境破坏的区域范围。”**本案中**，在受影响的个人数量方面，当被告虚假信息被曝光后，股价大幅下跌，许多个人投资者与机构投资者遭受损失，受影响人数众多。在区域范围方面，被告绿康公司股价被揭露后大幅下跌，这表明被告的虚假碳中和信息对资本市场产生了巨大的负面冲击。财经媒体广泛报道此事，受影响人群覆盖全国各省市，引发了全社会对企业环保信息真实性的关注和质疑，产生了广泛的负面影响。

3. 基于该信息不可补救性之判断

根据深交所《可持续发展报告编制》中对于不可补救性的定义与说明，“对于负面影响，其不可补救性是指抵消或弥补伤害的难度。”**本案中**，被告违规将 500 万元碳汇项目作为当年减排量抵消。且其仅核算范围一排放，会导致实际碳排放量远远高于披露数据。一方面，这些留存在大气中的温室气体会持续加剧气候恶化，对区域生态系统产生长期干扰；另一方面，植树造林项目需数十年后才能逐步抵消当年超额排放，这意味着超额碳排放的环境损害将持续存在，无法通过短期补救措施消除。

小结：被告绿康公司碳中和计算错误，**未实现全产品线碳中和**，在 ESG 报告中传播虚假

基金竞价交易出现下列情形之一的，属于异常波动，本所分别公布其在交易异常波动期间累计买入、卖出金额最大五家会员证券营业部或交易单元的名称及其各自累计买入、卖出金额：（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。收盘价涨跌幅偏离值累计值的计算公式为：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%如期间内证券发生过除权除息，则对收盘价做相应调整……”



记载和误导性陈述内容，属于“漂绿”情形，实施了虚假陈述行为。其行为违背了自愿性信息披露规范，且该披露信息具有财务重大性和影响重大性，应当受到法律规制。

第四节 被告不当披露 ESG 报告与原告的损失具有因果关系

一、被告虚假陈述行为与原告投资行为存在交易因果关系

《虚假陈述司法解释》第十一条规定交易因果关系需要满足三个要件，在本篇前文已详细论述了绿康公司在披露 ESG 报告中实施了虚假陈述行为，且李明泽交易的是与虚假陈述直接关联的股票，故下文主要对要件三进行分析。本案中绿康公司实施诱导型虚假陈述，且李明泽在实施日后买入股票，在揭露日后卖出股票，交易因果关系成立。

（一）原告李明泽在被告虚假陈述实施日后买入股票

ESG 报告公布日 2024 年 3 月 30 日为本案实施日。根据《虚假陈述司法解释》第七条，证券交易场所的网站或者符合监管部门规定条件的媒体上公告发布具有虚假陈述内容的信息披露文件日，或在具有全国性影响的媒体上首次公布之日为实施日。**首先**，本案中被告公司在 2024 年 3 月 30 日同时发布了 2023 年年度报告和 ESG 报告，我国《虚假陈述司法解释》第七条规定年度报告应在前述规定渠道披露¹⁰³，故 ESG 报告也在此披露。**其次**，被告 ESG 报告发布后，新浪财经、东方财富、雪球等投资平台广泛转载，以上均为有全国性影响的媒体。**最后**，李明泽在 2024 年 3 月 30 日之后，于 2024 年 4 月 6 日购入股票，满足实施交易条件。

（二）原告李明泽在被告虚假陈述揭露日后卖出股票

北京绿色发展研究院报告发布日 2025 年 3 月 20 日为本案揭露日。根据《虚假陈述司法解释》第八条，虚假陈述揭露日是指虚假陈述在有**全国性影响**的媒体上首次被公开揭露并为证券市场知悉之日。本案均满足揭露日判定的 5 个要件¹⁰⁴，分别为揭示的首次性、广泛性、一致性、警示性和主体权威性。**第一**，本案中 3 月 20 日是该报告首次被揭示日；**第二**，本案财经媒体广泛报道，传播范围广；**第三**，揭示一致性因我国取消前置程序无必然影响；**第四**，本案调查报告的揭示足以向市场传递警示信号，许多 ESG 投资理念机构投资者大量抛售股票，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；**第五**，各全国性影响的财经媒体将事件迅速传播。3 月 20 日为揭露日，而李明泽在 3 月 26 日将股票抛出。

综上，原告在被告虚假陈述实施日买入，揭露日卖出，交易因果关系成立。

二、被告虚假陈述行为与原告的损失存在损失因果关系

如前所述，本案交易因果关系成立可推定损失因果关系成立，且不受相关市场风险影响。

（一）原告的损失未受系统风险的影响

证券市场系统风险，指由普遍性共同因素触发，导致证券市场的股票价格波动而使投资者蒙受损失的风险。国际因素作为国际性影响事件，应当作为系统风险加以考虑。故本次计算将同花顺 iFinD 软件提供，反映中美贸易战影响的“人民币贬值受益”（885840）概念指数，和反映中东局势影响的“俄乌冲突”（885964）概念指数纳入系统风险扣除比例计算。

本案始终贯彻适用同步指数对比法，在该事件中李明泽于 2024 年 4 月 6 日以 30.00 元/股买入股票，于 2025 年 3 月 26 日以 20.20 元/股卖出股票，而实践中 2024 年 4 月 4 日至 7

¹⁰³ 《证券法》第八十六条：“依法披露的信息，应当在证券交易场所的网站和符合国务院证券监督管理机构规定条件的媒体发布，同时将其置于公司住所、证券交易场所，供社会公众查阅。”

¹⁰⁴ 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。



日停市，故本案以开市日 2024 年 4 月 3 日和 4 月 8 日，和 2025 年 3 月 26 日收盘价（元/股）进行计算。基于个股涨跌幅 $= (30-20.2)/30=0.3267$ ，下表为本案详细数据及计算结果：

证券市场系统风险扣除比例计算					
数据统计					
指数名称		2024 年 4 月 3 日	2024 年 4 月 8 日	2025 年 3 月 26 日	指数涨跌幅计算 (前为 4 月 3 日, 后 为 4 月 8 日)
深证综指 (399106)		1767.96	1736.49	2046.12	-0.1573 或 -0.1783
一级市场指数 (申万指数)	食品饮料 (801120)	19606.73	19009.39	17919.98	0.0860 或 0.0573
三级市场指数 (申万指数)	软饮料 (851271)	2608.86	2608.79	3130.94	-0.2001 或 -0.2001
	零食 (851281)	1487.15	1472.46	1628.27	-0.0949 或 -0.1058
	烘焙食品 (851282)	1126.08	1106.15	1161.41	-0.0314 或 -0.0500
概念指数	人民币贬值受 益 (885840)	1355.88	1322.33	1789.14	-0.3195 或 -0.3443
	俄乌冲突 (885964)	947.25	932.48	1064.36	-0.1236 或 -0.1414
证券市场系统风险扣除比例=指数平均跌幅/个股跌幅					
选取的三级市场指数		以 4 月 3 日计算		以 4 月 8 日计算	
软饮料 (851271)		-0.44		-0.49	
零食 (851281)		-0.37		-0.44	
烘焙食品 (851282)		-0.33		-0.40	

表 2：被告绿康公司 ESG 报告虚假陈述所涉系统风险扣除比例计算表

通过上表计算可得，本案证券市场系统风险扣除比例为负值，即无可扣除的系统风险。同时计算结果也说明中美贸易战与中东局势对绿康公司股价变动影响微小，被告绿康公司以此作为抗辩理由并不成立。

（二）原告的损失未受非系统风险的影响

与前文所述一致，本案绿康公司不符合法定三项非系统风险因素抗辩理由。首先，根据现有条件，本案不存在操纵市场情形；其次，本案在原告李明泽第二次抛售股票期间，自披露日后股票连续 4 个交易日跌停，此时股价波动较大，是被告绿康公司的虚假陈述行为被揭露所致，同时本案揭露日为 2025 年 3 月 20 日，自揭露日后 10 日换手率才为 20.5%¹⁰⁵，未达到 100%，也可说明未存在市场的过度反应；最后，被告无法举证其存在内外部经营事项足以引起股价波动。故本案不存在非系统风险。

关于本案过错承担问题，根据上文所述，被告绿康公司应承担无过错责任。绿康公司对环保投入的抗辩无法减轻其责任。本案中被告公司特别强调，其在绿色转型方面的投入是真实的。公司把资金真实投入环保，只能证明其确实存在绿色投入，但并不能否定虚假陈述的客观存在，也不能切断已经成立的因果关系。法院在责任范围阶段只审查“损失是否全部由虚假陈述造成”，而不审查公司“动机是否恶劣”，真实投入绿色项目不属于法定减责、免

¹⁰⁵ 参见东方财富网，<https://www.eastmoney.com/>，2025 年 10 月 3 日访问。



责事由。因此绿康公司承担无过错赔偿责任，无其他免责或减责事由。

小结：该披露行为与李明泽损失交易因果关系成立，损失关系中通过系统风险计算比例为负值，不存在非系统风险影响判断李明泽损失均由绿康公司所致，因此绿康公司需承担无过错责任。

第三章 被告绿康公司应当赔偿原告李明泽的经济损失

第一节 被告应当承担原告因虚假陈述产生的交易差额损失

根据前文所述，本案两次抛售股票均在揭露日后 10 日以内，故本案不涉及基准日以及基准价格的相关计算，根据《虚假陈述司法解释》第二十七条：“原告在实施日之后、揭露日或更正日之前买入，在揭露日或更正日之后、基准日之前卖出的股票，按买入股票的平均价格与卖出股票的平均价格之间的差额，乘以已卖出的股票数量。”

基于原告损失全由被告虚假陈述所致，排除证券市场系统风险和非系统风险，本案因被告未披露行政处罚所造成的交易差额损失为 $15.6 \times 40000 - 10.30 \times 40000 = 212000$ 。本案因被告 ESG 报告虚假陈述所造成的交易差额损失为 $30 \times 60000 - 20.2 \times 60000 = 588000$ 。

故本案绿康公司应当赔偿的交易差额损失为 $212000 + 588000 = 800000$ 元。

第二节 被告应承担本案全部诉讼费用、保全费用和律师费

一、被告应承担本案全部的诉讼费用

《最高人民法院关于适用〈诉讼费用交纳办法〉通知》指出：“诉讼费用由败诉方负担，胜诉方自愿承担的除外。对原告胜诉的案件，诉讼费用由被告负担，人民法院应当将预收的诉讼费用退还原告，再由人民法院直接向被告收取，但原告自愿承担或者同意被告直接向其支付的除外。”**本案中**，被告未披露三次行政处罚与披露碳中和信息均构成虚假陈述，且均导致原告损失，因此法院应当判决原告胜诉，被告绿康公司应为本案的败诉方。我方当事人李明泽无自愿承担的意愿，因此本案诉讼费用应由被告绿康公司承担。

二、被告应承担本案全部的保全费用

根据我国《民事诉讼法》第一百零三条的规定，当事人可因被告的损失行为向法院提出保全措施。我国《诉讼费用交纳办法》第十条规定，当事人向法院申请保全措施时应当缴纳申请费。本案被告虚假陈述使原告遭受损失，属于适用保全措施的情形，故产生的费用损失应由被告承担。**首先**，结合上文所述，我方具有高度胜诉概率，相关费用应由被告承担。**其次**，被告存在转移财产、逃避执行的现实风险。被告作为一家上市公司，资产流动性强，存在较大的群体性赔偿责任风险；同时公司股价暴跌，极易产生转移资产、规避执行的动机。若不采取财产保全措施，将极有可能导致未来生效判决难以执行。**最后**，保全费用申请合理适度。我方申请的财产保全金额严格对应诉讼请求范围内的投资损失，保全费用具有合理性。

三、被告应承担本案全部的律师费

我国《虚假陈述司法解释》将证券市场虚假陈述视为民事侵权行为，而对于侵权责任的认定，“填补损害”是其核心价值理念。本案中，原告相对于被告处于弱势地位，原告因为被告的侵权行为产生一系列财产损失，而律师费用是其维权的必然支出、合理之处，属于因被告侵权行为产生的实际损失。结合“填补损害”理念，被告应当承担原告的律师费用。



第七部分 启示与反思

一、细化强制性信息披露中重大行政处罚认定标准

《虚假陈述司法解释》强调保护投资者权益。在此理念指引下，虚假陈述赔偿诉讼的司法裁判逻辑发生变化，前置程序被废除，畅通了投资者权利救济渠道，但也使得行政处罚重大与否变得模糊难辨，不仅给实践中重大行政处罚的认定带来困难，而且使得部分企业投机取巧、不予披露，损害投资者利益。对此，细化信息披露中重大行政处罚认定标准迫在眉睫。一方面，我国应当参考其他领域对行政处罚重大与否的衡量标准，发展出一套适用于证券领域的认定标准，如受罚款数超过特定数额、达到特定比例时，可认定其具有重大性。另一方面，我国应当融合理性投资者标准以及价格敏感性标准，将其一同视为特殊情况下的兜底性衡量标准。对于这两个标准，前者是后者的逻辑前提，后者是前者的客观显化，二者分别承担定性、度量的功能，理应得到综合运用，不得舍其一而取其一。唯有细化行政处罚重大性认定标准，才能真正达到取消前置程序的真正目的，才能真正保护投资者的权利。

二、完善我国 ESG 信息披露中重大性标准的认定

近年来，ESG 问题愈发得到国际资本市场的关注，证券市场信息披露制度成为回应 ESG 理念兴起的重要抓手。为优化中国证券市场 ESG 信息环境，呼吁构建强制全面的 ESG 信息披露制度已成为学界的主流观点。但问题的另一面却没有得到足够重视，中国学界对于 ESG 信息披露制度中的重大性标准缺乏专门性研究。¹⁰⁶我国 ESG 信息披露仍以自愿为主，缺乏统一标准，导致企业可选择性披露正面信息，隐匿负面信息，如本案被告绿康公司隐瞒行政处罚及夸大碳中和成果。这不仅误导投资者，也损害市场诚信。欧盟的实践为我国提供了重要参考，其通过《非财务报告指引》(NFRD)到《公司可持续报告指引》(CSRD)的迭代，逐步细化双重重大性的适用场景、评估指标及披露格式，实现了从原则倡导到规则落地的转变。我国可借鉴欧盟的实践经验，完善我国 ESG 信息披露体系，从而维护投资者权益、夯实资本市场健康运行基础，促进我国经济高质量发展。

三、加强对企业漂绿行为的监管

随着经济全球化的不断发展，企业追求经济效益的同时也日益重视社会责任和环境影响。信息披露是企业与社会、环境互动的关键桥梁，但也成为企业营造其绿色形象进行“漂绿”的主要途径之一，而我国却缺乏对其相关规制。¹⁰⁷一方面，“漂绿”暂无针对性的监管规则¹⁰⁸。实践中对漂绿也只是参考我国《反不正当竞争法》中对引人误解的商业宣传、《广告法》中对虚假广告、《商标法》中对易误认商标以及《消费者保护法》中消费者知情权的规定进行规制，但总体而言证券市场方面的法律规制仍然比较欠缺。另一方面，我国应当加强对企业“漂绿”行为的监管。我国需要逐步确立企业漂绿行为的监管体系，首先应当建立碳披露强制标准、碳循环周期环评与大数据动态监测；其次对漂绿企业实施失信人限制措施，提高企业失信造假成本；最后强调多元监管主体共同治理，引入第三方核验、媒体监督、消费者集体诉讼，形成多元共治。如此才能让绿色成为高质量发展的底色，助力我国生态建设。

¹⁰⁶ 耿利航、朱翔宇：《ESG 信息披露中的重大性标准》，载《山东大学学报（哲学社会科学版）》2025 年第 1 期。

¹⁰⁷ Walker, Kent, and Fang Wan. “The harm of symbolic actions and green-washing: Corporate actions and communications on environmental performance and their financial implications.” *Journal of business ethics* 109(2012): 227-242.

¹⁰⁸ 彭峰：《ESG “漂绿” 风险与自然保护地体系立法研究》，载《政治与法律》2025 年第 8 期。



第八部分 附件

附件一：律师事务所函和授权委托书

××律师（理律）事务所 函

××理律民字[2025]第×号

××省××市××区人民法院：

根据《中华人民共和国律师法》及其他法律的相关规定，本所接受李明泽个人委托，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李明泽一审阶段的诉讼代理人。

特此函告

××律师（理律）事务所
二〇二五年十月十日

附：

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

（注：本函用于民事诉讼案件，向人民法院提交）



授权委托书

委托人：李明泽，身份证号：××××××××××××××××××

住所地：XX 省 XX 市 XX 区 XX 路 XX 号

联系电话：1××××××××××

受托人：××律师（理律）事务所

姓名：××A，××律师（理律）事务所

执业证号：××××××，联系电话：1××××××××××

姓名：××B，××律师（理律）事务所

执业证号：××××××，联系电话：1××××××××××

现委托上列受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，作为李明泽一审诉讼代理人。

代理人××A、××B 的代理权限为以下第（二）项：

（一）一般代理；

（二）特别授权代理

1. 代为起诉、立案、反诉、应诉、答辩、管辖权异议；
2. 代为调查、收集相关证据材料、举证、质证；
3. 代为和解；进行调节；
4. 代为申请财产保全；
5. 代为缴纳、退领诉讼费、保全费、签收本案法律文书等；

代理权限至一审诉讼审结时止。

委托人：李明泽

受委托人：××A，××B
××律师（理律）事务所
2025 年×月×日

注：本授权委托书一式三份，交人民法院一份，委托人与律师事务所各持一份。



附件二：证据目录

序号	证据名称	证明事项
第一组		
1	原告李明泽的身份证复印件	证明双方当事人均为本案适格诉讼主体
2	被告绿康食品股份有限公司营业执照副本复印件	
第二组		
3	《江苏省生态环境厅行政处罚决定书》（苏环罚〔2019〕XX 号）及罚款缴纳凭证	证明绿康公司在 2019 年至 2020 年间存在 3 次环保违规行为且未在年度报告中披露
4	《河南省市场监督管理局行政处罚决定书》（豫市监罚〔2019〕XX 号）及罚款缴纳凭证	
5	《山东省生态环境厅行政处罚决定书》（鲁环罚〔2020〕XX 号）及罚款缴纳凭证	
6	绿康公司 2019 年、2020 年、2021 年年度报告	
第三组		
7	2022 年 5 月 3 日投资者论坛截图、当日绿康公司股价行情截图、政府信息公开网站中绿康公司的环保处罚记录	证明绿康公司隐瞒的行政处罚信息于 2022 年 5 月 3 日被公开，该信息公开后引发股价下跌，与李明泽的投资损失存在因果关系
第四组		
8	绿康公司“绿色承诺，零碳未来”品牌推广活动相关材料（含央视财经、湖南卫视、浙江卫视等媒体广告片段、广告投放合同、费用支付凭证）	证明绿康公司刻意塑造绿色品牌形象，实施虚假陈述
9	绿康公司《2023 年年度报告》、绿康公司《企业社会责任暨 ESG 报告》	
10	绿康公司在天猫、京东、拼多多等电商平台的店铺首页放置的“碳中和产品”标识截图、产品详情页面截图、产品包装“CARBONNEUTRAL”标识照片	
第五组		
11	李明泽 2024 年 4 月 6 日股票买入交割单（证券账户号：XXXX）、2025 年 3 月 26 日股票卖出交割单	证明北京绿色发展研究院调查报告发布后，绿康公司股价因虚假陈述曝光大幅下跌，与李明泽投资损失存在因果关系
12	北京绿色发展研究院 2025 年 3 月 20 日出具的《关于绿康食品股份有限公司碳中和声明的调查报告》	
13	2025 年 3 月 20 日至 4 月 30 日绿康公司股价行情截图	
第六组		



14	李明泽与律师签订的《委托代理合同》、律师费发票、诉讼保全费缴纳凭证	证明李明泽为本案支出律师费、保全费，该部分费用系因绿康公司虚假陈述导致的合理必要损失，应由绿康公司承担
----	-----------------------------------	---



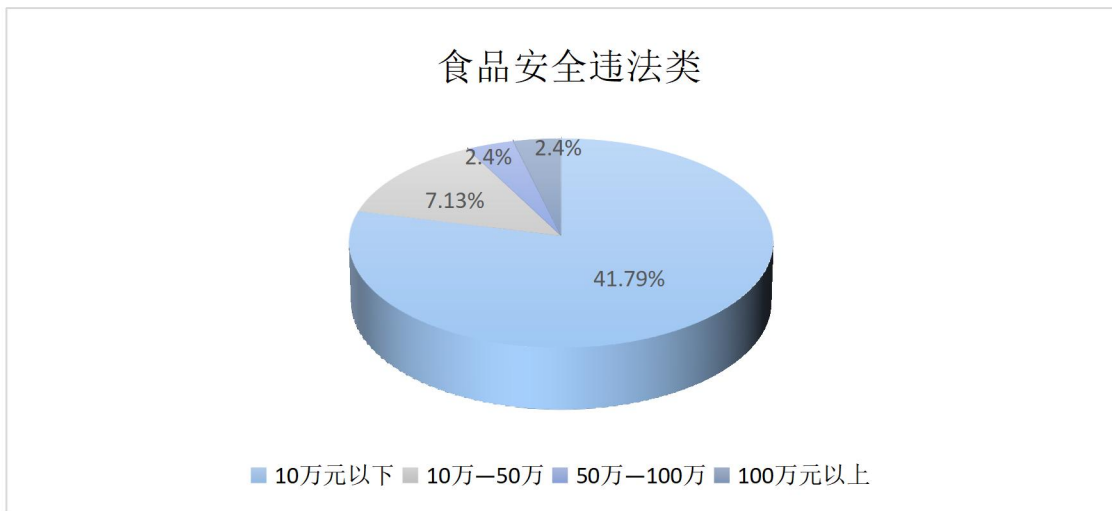
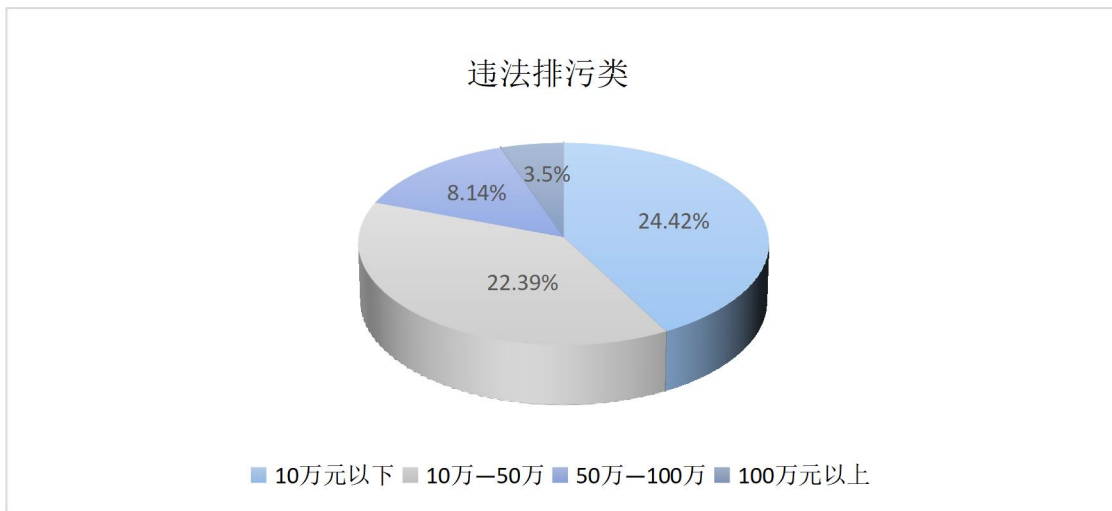
附件三：行政处罚金额分析表

我方在巨潮资讯网以及北大法宝检索本案相关类别的行政处罚，以 2018 年至 2020 年为主要参考区间，以江苏省、河南省、山东省为主要参考地域，每类处罚随机选取 50 件左右的样本。经研究分析，违法排污类、食品安全违法类、固体废物污染类的行政处罚金额绝大多数处于 50 万以下，100 万元以上的情形在同行业内占比较少，已处于同领域的所受处罚重大情形。

表 1 不同金额的行政处罚分布情况

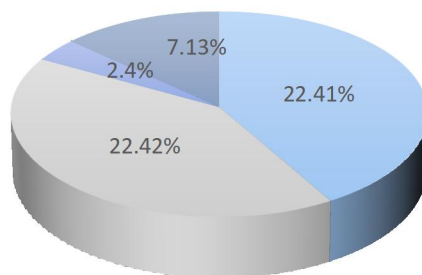
处罚类型 \ 处罚金额	处罚金额				总计
	10 万以下	10 万—50 万	50 万—100 万	100 万以上	
违法排污	24 件	22 件	8 件	3 件	57 件
食品安全违法	41 件	7 件	2 件	2 件	52 件
固体废物污染	22 件	22 件	2 件	7 件	53 件

表 2 不同金额的行政处罚占比情况





固体废物污染类



■ 10万元以下 ■ 10万—50万 ■ 50万—100万 ■ 100万元以上



附件四：虚假陈述被揭露后股价变动情况

一、行政处罚信息被揭露后股价变动情况

（一）从绝对变动情形来看，绿康公司跌幅严重，可排到全深交所跌幅最严重的第五名。

序号	证券代码	证券简称	跌幅%	序号	证券代码	证券简称	跌幅%
1	002260	德奥退	64.82	6	300297	*ST 蓝盾	19.50
2	300338	ST 开元	35.93	7	002403	爱仕达	18.92
3	300392	*ST 腾信	35.87	8	002415	海康威视	18.10
4	300159	ST 新研	27.04	9	300051	ST 三五	17.37
5	300301	*ST 长方	20.00	10	002305	南国置业	15.38

表 3 2022.5.4 - 2022.5.7 深交所证券跌幅前十名

（二）从相对变动情形看，绿康公司与行业、大盘走势皆相差甚远

我方以揭露日附近股价涨跌幅为指标，对比食品饮料行业、深证综指的涨跌幅情况以及绿康公司个股涨跌幅情况，形成大致走向图。从下图中可清楚看出，绿康公司与行业、大盘走势皆差异较大，股价明显变动。

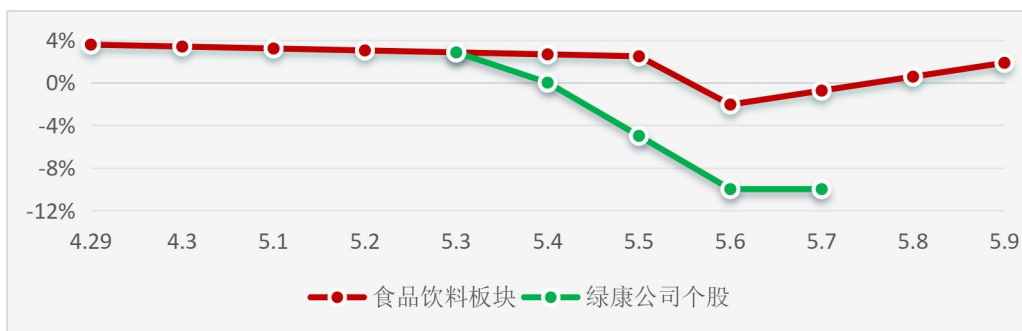


图 1 2022.4.29-5.9 行业趋势与绿康公司个股趋势对比图

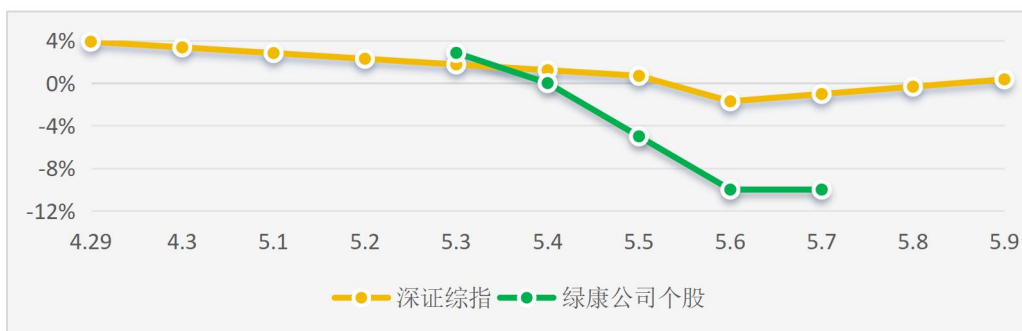


图 2 2022.4.29-5.9 大盘趋势与绿康公司个股趋势对比图



二、ESG 信息虚假陈述被揭露后股价变动情况

与上文一致，我方以揭露日附近股价涨跌幅为指标，对比食品饮料行业、深证综指的涨跌幅情况以及绿康公司个股涨跌幅情况，形成大致走向图。从下图中可清楚看出，绿康公司与行业、大盘走势皆差异较大，股价明显变动。

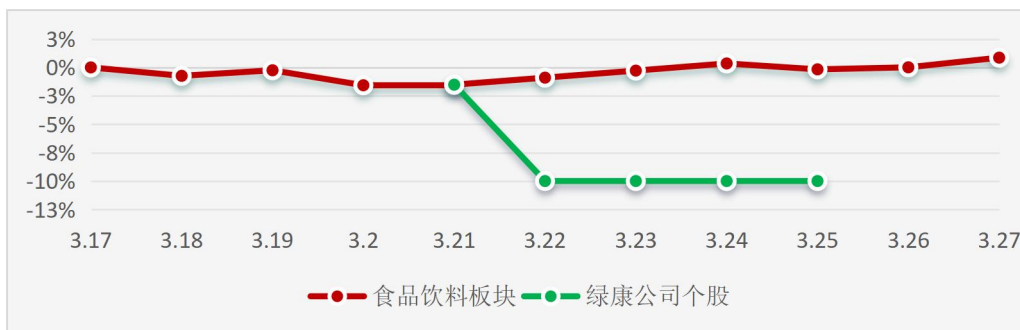


图 3 2025.3.17-3.27 行业趋势与绿康公司个股趋势对比图

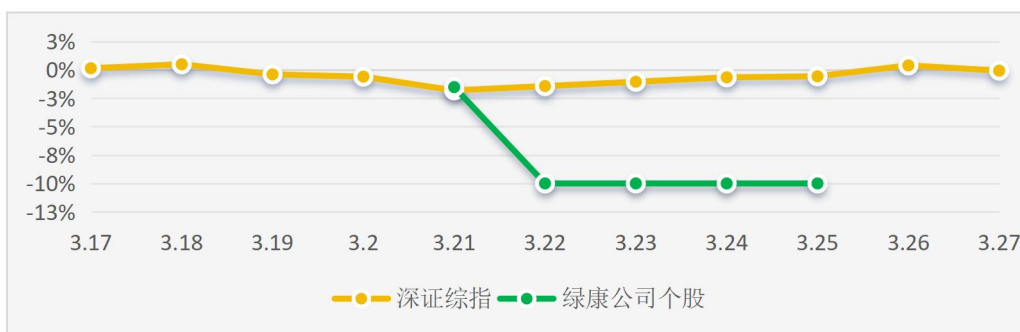


图 4 2025.3.17-3.27 大盘趋势与绿康公司个股趋势对比图



附件五：2022-2024 年中国漂绿榜相关情形汇总

2022 年行政处罚相关漂绿榜单

企业	领域	漂绿情节			评委点评
		企业形象	处罚情形	披露情况	
特斯拉	乘用车	特斯拉上海超级工厂获评 2022 年国家级“绿色工厂”	2022 年 2 月，特斯拉美国工厂因为 废气管控违规 受到 美国环保署处罚	特斯拉 2022 年报告披露的多家供应商存在过往环境违规问题，但 尚未推动这些供应商公开披露整改措施	吃绿色饭，不能砸绿色锅
三元食品	食品	三元食品号称“引领绿色未来”	三元食品旗下北京首农畜牧发展有限公司及分公司收到 多张环保罚单	2022 年度报告中对该行政处罚做了说明，称已整改完毕， 未披露详细信息	作为涉畜食品龙头企业，需要有更加真实的绿色行动
华统股份领域	食品	获得“浙江省绿色企业”称号	2022 年，华统旗下多家企业 多次超标排放污染物 ，收到 企业环保罚单	华统股份 2022 年度报告 对罚单和整改情况做了披露	绿色标榜与环境表现行为差异较大
新华制药领域	化学制药	获评国家级“绿色工厂”新华制药	2022 年，新华制药旗下多家企业受罚， 收到企业环保罚单	2022 年度报告 对罚单和整改情况做了披露	医药企业污染对环境影响大
新希望领域	养殖	绿色发展理念已经融入企业经营	2022 年新希望旗下公司收到多个 企业环保罚单 ，金额、数量均位居养殖领域前茅。	2022 年度报告对罚单和整改情况做了 披露，但未涉及上述罚单	作为饲料龙头企业，需成为更好的行业示范。
中铁股份领域	建筑与工程	曾入选“上市公司 ESG 实践案例”	中铁在 2022 年的 环保处罚金额 位居建筑与工程领域前列。	2022 年度报告 对全年罚单情况做了整体说明 ：处罚事项涉及 30 个工程项目，累计处罚金额约为 163.35 万元，已完成整改。 未详细披露具体罚单	排污、毁林等多项破坏环境行为，影响恶劣。
中国神华领域	煤炭	官网显示，公司核心价值观为“绿色发展、追求卓越”	2022 年，中国神华及旗下子公司多次收到 环保罚单 ， 被处罚金额超过 2000 万元 ，总罚款金额位居煤炭行业之首。	2022 年度报告对罚单和整改情况做了 披露	ESG 影响力排行靠前与其环境表现行为差异较大。



2023-2024 年行政处罚相关漂绿榜单

企业	领域	漂绿情节			评委点评
		企业形象	处罚情形	披露情况	
华菱钢铁	钢铁	坚持“生态优先，绿色发展”，推动公司绿色可持续发展。	2023 年该公司共收到 19 个 环保类罚单 ，金额超 527 万元。	在华菱钢铁年报中， 19 个罚单被浓缩为 3 项披露 。在《2023 环境、社会责任和公司治理报告》中， 称无重大环境突发及环保处罚事件 。	缺乏环保措施，未充分披露环境罚单 ，获评“绿色工厂”等，为典型的漂绿行为。
中国电建	能源、建筑等	以“建设清洁能源 营造绿色环境 服务智慧城市”作为企业使命	2023 年，中国电建子公司或间接持股的多家公司收到多条 环保类罚单	中国电建 未在 2023 年年报、《2023 环境、社会及管制报告》披露 环保处罚相关信息。	中国电建明显没有做好环保合规与披露工作。
陕西煤业	能源	全面构建清洁低碳“绿色生态”	公司子公司或间接持股的多家公司在 2023 年度收到 多条罚单 ，包括未依法取得排污许可证排放大气污染物、违法占地、废水超标排放等。	陕西煤业在年报中对部分处罚进行了较为 详细的披露 ，同时回复南方周末绿色研究中心，废水、废气和废渣等环境污染问题均 已经整改 。	高污染、高耗能的煤炭行业对水资源的攫取和影响大，多家子公司居然存在水污染问题。 达不到基本的环境合规，表现与承诺相背离 。
金风科技	新能源	以“促进可持续发展，构架更美好生活”为宗旨，提出“让零碳更经济”“探索碧水蓝天的奥秘”等口号。	金风科技多家子公司在 2023 年度收到 多条罚单 ，包括毁林、超标排放、未环保险收先投产等。	金风科技在 2023 年年报中 披露了部分罚单 ，但对毁林处罚情况未作披露。	风电企业是碳中和发展方向的代表，本应有更高的要求，起到风向标作用。



2022-2024 年 ESG 信息相关漂绿榜单

企业	领域	漂绿情形		误导效果
		对外声称内容	企业实质表现	
SHEIN	服饰	2022 年 6 月 SHEIN 宣布投入 5000 万美元用于生产者责任延伸基金,致力于解决发展中国家的衣物浪费问题。	SHEIN 在网上商城推出“evoluSHEIN”——使用负责任采购和回收的材料进行设计,但在 SHEIN 香港地区网上商店,部分商品的详情介绍页只在 “材料和细节” 注明了 “可回收材质” ,没有写明回收材料的占比。只捐款,未解决二手衣物的根本问题。	属于将绿色作为营销手段的典型情形。作为成功的快时尚公司,没有系统性考虑衣服循环,可能会起到反向示范作用。
H&M	服饰	H&M 为自己的产品打上了绿色标签	无法为其提供足够清晰的证明,在商品详情页未做详细解释	H&M 涉嫌“环保误导性宣传”,企图误导消费者,以绿为时尚却缺乏诚意
金光集团	造纸	金光集团为造纸龙头企业,承诺“用 1 棵树种 6 棵树”,加强光伏能源、生物质能、外购绿电利用,不断加大经过森林认证的原料采购力度。 唯洁雅“零碳纸”新闻稿称,这是纸巾市场中的首款零碳产品,获得碳中和认证,金光官网唯洁雅页面声称“0 碳 0 刺激”,并用小字标注:0 碳指通过第三方认证承诺碳中和。	盒包装印有“产品碳中和认证”“爱地球也爱你”“可降解材料”“用 1 棵树种 6 棵树”等宣传标语,但包装上未对这些标语作出明确解释,扫描包装上的二维码,也未有明确解释。经查明,相关碳中和证书已过期或被注销。	碳中和产品限定于被认证的该厂区该批次,需在包装上与一般产品做出区分,并 要披露碳足迹、碳减排、碳抵消 等信息。在尚未更新碳中和产品认证的情况下宣传碳中和产品,会误导消费者。
国航	航空	国航声称“净享飞行”为旅客飞行提供“碳中和”服务。该服务建立一站式碳抵消平台,为旅客提供飞行碳足迹计算及国家核证减排量碳抵消服务,旅客可以自愿选择飞行里程或现金支付,参与植树造林等碳减排项目,自主实现“碳中和”飞行。	混淆“碳抵消”和“碳中和”概念。乘客获得的并非“碳中和”证书,而是 “国航自愿碳抵消证书” 。碳抵消与碳中和存在区别。对国航而言,乘客参与抵消的碳排放量也微乎其微。	“碳中和”服务标签具有误导性 ,可能会误导乘客认为,飞机出行虽然碳排放高,但购买碳抵消即可实现“碳中和”飞行,从而更多选择国航的航班出行。且 减排量与国航本身排放差异巨大 ,模糊了企业自身碳排放影响。



汉莎航空	航空	2023 年 7 月，汉莎航空在广告中提到“以更可持续的方式飞行”，提出到 2050 年实现碳中和，尽可能降低航空排放。	汉莎在谷歌投放的广告没有说明“更可持续地飞行”在实践中如何发挥作用。	英国广告标准局认为，欧盟委员会等机构指出了 几种可能具有误导性的绿色声称 ，会误导消费者以为相比其他航空公司，汉莎航空的环境影响更小。不应该把消费者付费碳抵消作为自己的宣传点。
迪卡侬	运动、鞋服	迪卡侬将可持续发展作为关键领域，打造全新的循环商业模式，在重新设计每一款产品时都考虑其对环境的影响；革新生产工艺，采用新型再生材料。	迪卡侬线下门店标注了“生态设计”的产品中，标签上的文字表述存在差异。 有的表达模糊 ，如仅标注“迪卡侬致力于保护我们的地球环境”； 有的未指出环保面料为何种具体成分 ； 有的未指出环保面料比例 。	2022 年，荷兰消费者与市场监管局（ACM）调查发现， 迪卡侬存在误导性的可持续声称 ，对产品使用了“生态设计”等通用术语，但未立即明确说明，使得环保标签成为消费者盲目消费的助推手。



附件六：外国案例参考

序号	案件名称	案号	审理法院	裁判要旨
证明事项：投资者决策标准和价格敏感性标准皆有适用意义				
1	英文版	SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833	(1968) US Court of Appeals for the Second Circuit	<p>In the sense that the materiality of facts is to be assessed solely by measuring the effect the knowledge of the facts would have upon prudent or conservative investors. As we stated in List v. Fashion Park, Inc., 340 F.2d 457, 462, "The basic test of materiality * * * is whether a reasonable man would attach importance * * * in determining his choice of action in the transaction in question. Thus, material facts include not only information disclosing the earnings and distributions of a company but also those facts which affect the probable future of the company and those which may affect the desire of investors to buy, sell, or hold the company's securities.</p> <p>An insider's duty to disclose information or his duty to abstain from dealing in his company's securities arises only in "those situations which are essentially extraordinary in nature and which are reasonably certain to have a substantial effect on the market price of the security if [the extraordinary situation is] disclosed.</p>
	中文版	美国证券交易委员会诉德克萨斯州墨西哥湾硫磺公司	1968 年第二巡回法院	<p>事实的实质性必须仅通过衡量了解事实对谨慎或保守投资者的影响来评估。正如我们在 List 诉 Fashion Park 公司一案中所述，第 340 F.2d 457，462 号，“对实质性……的基本测试是，合理人是否会重视……，以确定他在有关交易中的行动选择。……因此，实质性事实不仅包括披露公司盈利和分配的信息，还包括影响公司未来的可能性和可能影响投资者购买、出售或持有该公司证券意愿的事实。</p> <p>内部人士披露信息的义务或避免交易其公司证券的义务仅在“本质上具有特殊性质且合理确定如果披露（特殊情况）将对证券的市场价格产生重大影响的情况”时才会出现</p>
2	英文版	TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.	(1976) U.S. Supreme Court	This standard is fully consistent with Mills' general description of materiality as a requirement that " the defect have a significant propensity to affect the voting process. "
	中文	TSC 工业公司诉诺斯	1976 年美国最高法院	我们认为与规则 14a-9 的政策最相符的重要性一般标准如下： 如果一个合理的股东非常有可能认为某个遗



	版	威公司		漏的事实在决定如何投票时是重要的, 那么这个标准就是重要的。
3	英文 版	Basic, Inc. v. Levinson	(1988) U.S. Supreme Court	"There must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed ***reasonable investor as having significantly altered the 'total mix' of information made available."*** We now expressly adopt the TSC Industries standard of materiality ***The application of this materiality standard to preliminary merger discussions is not self-evident. Where the impact of the corporate development on the target's fortune is certain and clear, the TSC Industries materiality definition admits straightforward application.
	中文 版	Basic 诉 Levinson 案	1988 年美国 最高法院	披露被遗漏的事实时, 必须有很大的可能性被人看待……合理投资者已显著改变了所提供信息的“总体组合”……我们现在明确采用 TSC 工业的重要性标准。将这一重要性标准应用于初始合并讨论并不是不言而喻的。当公司发展对目标公司命运的影响是确定且明确的时, TSC 工业重要性定义可以简单地应用。



附件七：类案检索表

根据最高人民法院发布的《关于统一法律适用加强类案检索的指导意见（试行）》与《最高人民法院司法责任制实施意见（试行）》要求，为辅助法庭裁判，特此制作下表，明确相关待证事实的引用类案及裁判要点。

序号	案件名称	案号	审理法院	裁判要旨
证明事项：衡量信息重大性时，可采用投资者决策标准				
1	郭峰与大连大福控股股份有限公司、代威证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书	(2020)辽02民初401号	辽宁省大连市中级人民法院	法院认为，被告所有已经披露的信息都应当是原告在决定购买“大连控股”股票时所信赖的对象。在虚假陈述被揭露之前，“大连控股”股票的股价并非正常的价格，而是受虚假陈述的影响处于一种虚高的状态，这已对投资者购买“大连控股”股票的意愿产生了影响，本案被告未披露相关事项和虚假记载的情形构成重大事件，被告的行为属于《证券法》及《若干规定》中规定的“虚假陈述”。
2	王某与周某某焕等证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书	(2022)京74民初1227号	北京金融法院	法院认为，重大性是指违法行为对投资决定的可能性影响，上市公司亦应在应当披露的定期报告中如实披露上述对投资者作出投资决策有重大影响的信息。本案中，华业资本公司公告内容不是基于现有事实，也不存在对未来作出判断和预测，并不属于《虚假陈述司法解释》第六条第一款规定的预测性信息，不具有重大性，并不能认定为虚假陈述行为。
3	中国证监会行政处罚决定书（长生生物科技股份有限公司、高俊芳、张晶等18名责任人员）（(2018)117号）	(2018)117号	中国证监会	中国证监会认为，长生生物作为医药生产企业，产品质量的安全可靠关系到社会公众的健康安全，也关系到社会公众对公司投资价值的判断，可能对长生生物股票交易价格产生重大影响。长生生物的子公司长春长生生产的该疫苗在国家药品抽检中被发现不符合标准规定，全面停产并召回已申报批签发的疫苗，属于《证券法》第六十七条第一款、第二款第（一）项、第（十二）项和《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第40号）第三十条第一款、第二款第（一）项、第（十六）项、第（二十一）项规定的重大事件。长生生物未按规定披露上述对投资者作出投资决策有重大影



				响的信息。长生生物的上述行为，构成《证券法》第一百九十三条第一款所述“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”的违法行为。
证明事项：衡量信息重大性时，可采用价格敏感性标准				
4	林某等与某某公司 1 证券虚假陈述责任纠纷一案一审民事判决书	(2022)沪 74 民初 2895 号	上海金融法院	法院认为，根据《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》第十条的规定，对于系争证券虚假陈述是否具有重大性，应当考量虚假陈述的内容及其导致的股票交易价量变化予以认定。本案中，被告存在未在定期报告中披露关联交易、未及时披露及未在定期报告中披露对外担保的信息披露违法行为。而上述重大担保行为及关联交易合同，均为法律及监管规则中明确规定的对上市公司股票价格产生较大影响的重大事件，上市公司依法必须披露。因此，本案系争虚假陈述的内容符合上述司法解释规定的重大性标准。
5	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一案一审民事判决书	(2022)京 74 民初 2826 号	北京金融法院	法院认为，重大性是指违法行为对投资决定的可能性影响，可从违法行为的性质、对证券交易价格和成交量的影响等方面综合判断。根据《中华人民共和国证券法(2014 年修正)》第六十七条、中华人民共和国证券法(2019 年修正)》第八十条、《证券虚假陈述若干规定》第十条的规定，结合本案中《收购公告》发布当日，昊华能源股票价格即上涨 4.62%且成交量较前几个交易日大幅增长的事实，该《收购公告》构成的虚假陈述符合上述法律和司法解释的规定，应当认定其具有重大性。
证明事项：虚假陈述揭露后导致股价明显变化，应当认定虚假陈述的内容有重大性				
6	张兰香、黄石东贝电器股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书	(2017)鄂 民终 700 号	湖北省高级人民法院	法院认为，重大性是指违法行为对投资者决定的可能影响，其主要衡量指标可以通过违法行为对证券交易价格和交易量的影响来判断。虽然东贝股份公司未披露或未如实、充分披露相关关联交易，但从虚假陈述实施日以及揭露日前后十日东贝 B 股的股价及成交量对比表看出，虚假陈述行为对该股票的成交量



				以及股价均未产生重大影响，其股价以及成交量的走势平稳。故可认定，涉案虚假陈述行为不具有重大性。
7	杜鹏与新疆汇嘉时代百货股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷民事上诉案	(2022)新民终 1 号	新疆维吾尔自治区高级人民法院	法院认为，根据虚假陈述侵权赔偿规定第十条的规定，结合查明的事实，汇嘉时代公司的股票价格在揭露日至基准日期间并未下跌，反而呈上升趋势。即使在杜鹏主张的 2019 年 4 月 30 日至 10 月 29 日期间，交易量即换手率亦未超出正常区间，最高值为 5.27% 仅一天，大多数时间均为 1% 以下。 该虚假陈述未导致证券交易价格、交易量的明显变化，故该虚假陈述不具有重大性。 杜鹏主张汇嘉时代公司赔偿其因虚假陈述而造成损失的诉讼请求不能得到支持。
8	某公司等与庄某证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书	(2023)京民终 771 号	北京市高级人民法院	法院认为，本案中，在同期大盘和行业指数基本平稳的情况下，首个虚假陈述实施日及其后两个工作日，某公司的股票价格由连续下跌转为连续上涨；在揭露日及其后一个交易日，某公司的股票价格连续下跌， 以上事实可以说明案涉虚假陈述的实施和揭露对股票价格产生了明显的影响，一审法院认定案涉虚假陈述具有重大性正确。
证明事项：连续实施虚假陈述行为时，以最早实施的虚假陈述行为确定实施日				
9	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	(2021)沪 74 民初 1895 号	上海金融法院	法院认为，根据《行政处罚决定书》的认定，被告安徽华信公司存在 多个虚假陈述行为，其中最早的虚假陈述行为发生于 2016 年 3 月 1 日《2015 年年度报告》发布之日，该行为一直持续，故实施日应为 2016 年 3 月 1 日。
证明事项：认定交易因果关系后可以直接推定损失因果关系成立				
10	刘某与某某公司 1 证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书	(2025)沪 74 民初 2422 号	上海金融法院	法院认为，某某公司 1 在 2017 年年度报告中的虚假记载行为构成虚假陈述且具有重大性。 投资者在虚假陈述实施日至揭露日期间买入股票并持有至揭露日最终受损，应推定与虚假陈述行为存在交易因果关系。在此基础上，根据相关规定，直接推定损失因果关系成立。 某某公司 1 应赔偿投资者因虚假陈述导致的损失，损失范围包括投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税。
11	许某鑫等诉	(2020)沪	上海市高级	法院认为，在证券虚假陈述责任纠纷中，



	上海普天邮通科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案	民终 294 号	人民法院	当满足《虚假陈述司法解释》第十八条规定的情形时，可推定交易因果关系成立。本案中，普天公司未提供反证推翻该推定，故交易因果关系成立。而一旦 认定交易因果关系，基于虚假陈述行为对股价及投资者决策的影响，在投资者因虚假陈述导致交易并遭受损失的情况下，即可直接推定损失因果关系成立。但被告若能证明损失系其他因素所致，可减轻或免除责任。
12	北汽蓝谷新能源科技股份有限公司与李庚源证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书	(2020)京民终 591 号	北京市高级人民法院	法院认为，北汽蓝谷未披露重大诉讼与担保事项构成证券虚假陈述。 李庚源在两项虚假陈述实施日后、揭露日前买入股票，揭露日后卖出并亏损，符合推定交易因果关系的情形，故认定交易因果关系成立，进而直接推定损失因果关系成立。 虽 2015 年股市有波动，但北汽蓝谷未举证推翻因果关系推定。法院以影响更大的重大诉讼揭露日为基点，按先进先出法及相对比例法算损失，判令北汽蓝谷赔偿李庚源 20712.67 元。
13	宁波圣莱达电器股份有限公司、刘杰等证券虚假陈述责任纠纷民事申请再审审查民事裁定书	(2021)最高法民申 7407 号	最高人民法院	法院认为，圣莱达公司 2015 年年报存在虚假记载构成证券虚假陈述，2017 年 4 月 19 日《立案调查公告》因具备警示性、首次公开性且引发股价波动，应认定为揭露日。 刘杰在实施日至揭露日期间买入股票，符合《虚假陈述若干规定》第十八条情形，推定交易因果关系成立，进而推定损失因果关系成立。 虽存在系统及非系统风险，但原审委托专业机构核算时已纳入该类因素，圣莱达公司未提出更合理核损方法，故原审按核算结果认定其赔偿责任并无不当。
14	广东超华科技股份有限公司、梁健锋证券虚假陈述责任纠纷再审审查与审判监督民事裁定书	(2019)最高法民申 6538 号	最高人民法院	法院认为，超华公司在《2014 年年度报告》中虚增利润，被行政处罚认定构成重大事件虚假陈述，其虚假陈述实施日、揭露日、基准日明确。 黄晶津在实施日至揭露日期间买入股票，揭露日后卖出或持有产生亏损，符合《赔偿规定》第十八条情形，推定交易因果关系成立，进而推定损失因果关系成立。 超华公司虽主张损失系系统风险、非系统风险所致，但未举证证明，且黄晶津首次买入在市场平稳后，故原审未扣除系统风险、



				认定超华公司承担赔偿责任并无不当。
证明事项：法院裁判采用同步指数对比法进行损失因果关系测算				
15	某产业投资股份有限公司、唐某等证券虚假陈述责任纠纷民事二审民事判决书	(2025)桂民终 17 号	广西壮族自治区高级人民法院	法院认为，某公司存在未按规定披露关联交易、担保等虚假陈述行为，实施日为 2017 年 4 月 21 日，揭露日为 2019 年 1 月 24 日，基准日为 2019 年 2 月 19 日。钱某在实施日至揭露日期间买入股票，交易因果关系成立。损失因果关系认定上，采用“3+X”组合参考指数体系为基础的“同步指数对比法”测算系统性风险，扣除比例 1.91%；同时通过事件分析法筛选出 5 个非系统性风险事件，扣除比例 52.01%，据此核定钱某应获赔偿 20123.67 元。
16	刘跃武与上海飞乐音响股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷民事二审案件民事判决书	(2021)沪民终 384 号	上海市高级人民法院	法院认为，本案中，中证法律服务中心采用同步指数对比法扣除证券市场系统风险导致的损失，该方法将投资者每笔买入股票数量与参考指数当日收盘数值对应，把具体交易情况与同期指数变动同步比对，充分考虑不同投资者实际交易情况，客观精准，具合理性。对持有多个证券账户的投资者合并计算损失，公平合理，飞乐音响公司主张分账户计算缺乏依据。一审按人均 3000 元酌定律师费，符合案件情况，并无不当。
17	某公司与徐某等证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书	(2023)京民终 872 号	北京市高级人民法院	法院认为，某公司未披露重要担保信息构成具有重大性的虚假陈述。舒某在实施日至揭露日期间买入股票，应推定交易因果关系成立。某公司主张的其他风险公告及投资者频繁交易等理由，不足以推翻该推定。虚假陈述揭露后股价异动构成损失因果关系。损失计算采纳的同步指数对比法，通过动态加权比对各交易时点的指数波动，精准剥离了系统风险。实际控制人徐某决策并隐瞒担保事项，应承担连带责任。
18	摩登某公司、邹某等证券虚假陈述责任纠纷民事二审民事判决书	(2024)粤民终 635-675 号	广东省高级人民法院	法院认为，关于交易因果关系，投资者在实施日至更正日前买入股票，应推定交易因果关系成立；摩登大道未能举证证明投资者存在明知虚假陈述而投资等法定除外情形，其关于部分投资者后续交易行为可推翻因果关系的主张不能成立。对于损失核定，委托中证法律服务



				中心采用同步指数对比法测算损失并扣除系统风险，方法合理；在摩登大道未能举证非系统风险具体影响比例的情况下，一审酌情扣除 10% 的其他因素所致损失并无不当。
19	某甲股份有限公司, 北京兴某会计师事务所与某乙有限公司等证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书	(2022) 渝民终 874 号	重庆市高级人民法院	法院认为, 某甲股份公司在重大资产重组过程中披露的信息存在虚假记载及重大遗漏, 其行为构成证券虚假陈述。关于交易因果关系, 投资者在虚假陈述实施日后、揭露日前买入证券, 应推定交易因果关系成立。 对于投资损失的核定, 法院认可中证法律服务中心采用的同步指数对比法, 该方法通过将投资者持股期间的个股跌幅与大盘、行业指数平均跌幅对比, 以相对比例扣除系统风险, 计算结果具有合理性。
证明事项: 非系统风险中“重大事件”的认定条件				
20	宁波圣莱达电器股份有限公司、刘杰等证券虚假陈述责任纠纷民事申请再审审查民事裁定书	(2021) 最高法民申 7407 号	最高人民法院	法院认为, 交易因果关系上, 刘杰买入股票在实施日至揭露日间, 推定受虚假陈述诱导, 无需证明虚假陈述为唯一原因。 损失因果关系中, 非系统风险“重大事件”需纳入核损 , 上海高金金融研究院《专家意见书》已考量监管函、退市风险警示、业绩亏损公告等重大事件, 计算方法合理, 圣莱达公司未提更科学核损方法, 其主张不应支持。
21	张晓琴、宁波圣莱达电器股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷民事申请再审审查民事裁定书	(2021) 最高法民申 6304 号	最高人民法院	法院认为, 圣莱达公司需举证证明投资者损失系系统风险等其他因素导致, 方可否定与虚假陈述的因果关系。因双方未提出合理核损方式, 一审法院依职权委托机构核定合法。上海高金金融研究院《专家意见书》, 纳入大盘、行业等共性因素及监管函、退市风险警示等重大事件, 核损更全面合理, 中证中小投服中心《核定意见书》未评非系统风险, 故原审采纳前者并无不当。
22	仲某芳、内蒙古西水创业股份有限公司民事二审民事判决书	(2023) 内民终 553 号	内蒙古自治区高级人民法院	法院认为, 证券虚假陈述责任纠纷中, 认定非系统风险中的“重大事件”, 需结合事件对上市公司经营的实质影响、 是否属于法定应披露范畴及市场反应综合判断 。本案中, 中国银保监会对西水公司子公司天安财险实施接管, 导致天安财险股东大会等停止履职, 直接影响西水公司核心经营, 且该接管事项属



				于可能对股价产生重大影响的法定应披露信息，故认定天安财险被接管构成影响股价的非系统风险“重大事件”。
23	摩登某公司、 邹某等证券 虚假陈述责任 纠纷民事二 审民事判 决书	(2024) 粤 民终 635-675 号	广东省高级 人民法院	法院认为，在认定非系统风险中的“重大事件”时，应综合考察事件性质、市场反应及举证责任。首先，相关公告事项须具备可能对股价产生实质性影响的性质，如控股股东股份被冻结、被动减持等利空消息，或资产出售等重大利好消息。其次，根据《虚假陈述若干规定》第三十一条，应由信息披露义务人承担举证责任，证明该等重大事件与投资者损失之间的具体影响比例；若其未能举证证明具体比例，法院可结合案件情况酌情确定扣除范围。
24	康某、思某股 份有限公司 证券虚假陈 述责任纠纷 二审民事判 决书	(2024) 浙 民终 320 号	浙江省高级 人民法院	法院认为，在认定非系统风险中的“重大事件”时，应综合考量事件性质、市场反应及举证责任分配。首先，相关事件须对上市公司经营状况或投资者决策产生实质性影响，如公司实际经营状况、内控制度缺陷等内部经营环境因素。其次，根据《虚假陈述若干规定》第三十一条，应由信息披露义务人承担举证责任，证明该等重大事件与投资者损失之间的具体因果关系及影响比例；若其未能充分举证，法院可结合案件具体情况酌情确定扣除范围。
证明事项：碳中和不实宣传属于虚假陈述行为				
25	青海某公司 1、青海某公 司 2 合同纠 纷民事二 审民事裁定书	(2023) 青 民申 86 号	青海省高级 人民法院	法院认为，依据生态环境部发布的《碳排放权交易管理办法(试行)》第四十二条，碳排放是指煤炭、石油、天然气等化石能源燃烧活动和工业生产过程以及土地利用变化与林业等活动产生的温室气体排放，也包括因使用外购的电力和热力等所导致的温室气体排放。本案某公司 1 作为某公司 2 的关联公司，使用化石能源煤炭，为某公司 2 生产蒸汽和电力，为碳排放主体，某公司 2 有偿购买使用某公司 1 生产的蒸汽和电力，亦可能造成碳排放。



26	北京草原之盟环境保护促进中心与兴义市上乘发电有限公司环境污染民事公益诉讼上诉案	(2024)黔民终 308 号	贵州省高级人民法院	法院认为，被告上乘公司作为全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位，未履行碳配额清缴义务是对气候稳定的社会公共利益的损害，黔西南州生态环境局对其作出行政处罚决定是合理的。不仅需要行政管理的强有力约束给排放企业形成威慑，也需要民事公益诉讼的方式对环境和社会公共利益实施全面保护。
27	江西新凌能源有限公司与上海齐耀动力技术有限公司建设工程施工合同纠纷案	(2015)赣民一终字第 165 号	江西省高级人民法院	法院认为，CDM 机制下的核证减排量（CERs）收益，必须经过一个严格的国内和国际审批程序，包括向国家主管部门（案涉时期是国家发改委）提交申请并获得批准，之后还需由联合国指定的第三方机构核查并确认实际的减排量，最终才能在碳市场上进行交易。一个未能证明其可以持续、稳定减排的项目，根本不可能通过 CDM 的严格审批和核证流程。因此，其所期望的通过出售碳信用（CERs）来获得的“碳汇抵消”收益，完全没有实现。
证明事项：当国内标准与国际标准冲突时，优先适用国内标准				
28	海某某食品集团有限公司、某某食品（广州）集团有限公司等侵害商标权及不正当竞争纠纷上诉案	(2022)闽民终 1290 号	福建省高级人民法院	法院认为，证据 1、2 共同证明按国家标准，案涉侵权产品应认定为“含乳饮料”，《类似商品和服务区分表》（基于国际分类）可以作为判断类似商品或服务的参考，核心是判断相关公众是否容易产生混淆。
29	金昌恒基伟业电力发展有限公司与江苏中环企业管理有限公司等建设工程施工合同纠纷上诉案	(2023)最高法民终 359 号	最高人民法院	法院认为，根据《中华人民共和国标准化法》第七条规定，国家标准分为强制标准和推荐性标准，其中保障人体健康、人身财产安全的标准及法律行政法规规定强制执行的标准为强制标准，其他为推荐性标准。本案所涉 GB/T20513-2006 属于推荐性国家标准，并非强制适用标准。在此情况下，鉴定机构选取与该推荐性国家标准“等同采用”的国际标准（IEC61724-1-2017）作为鉴定依据，未违反法律规定及标准适用原则，其鉴定标准选择具有合法性与合理性。故该鉴定标准适用方式合法有效，据此作出



				的鉴定意见可作为案件事实认定依据。
30	烟台富美特信息科技股份有限公司与中国质量标准出版传媒有限公司侵害著作权纠纷上诉案	(2024)鲁民终 457 号	山东省高级人民法院	法院认为，在基础设施建设、基本公共服务、社会治理、政府采购等活动中， 鼓励实施推荐性国家标准 。上诉人富美特公司提交的美国国家标准虽可通过公开渠道核实，但其仅为“国际惯例参考”，不具有直接适用效力。依据我国法律及司法解释，推荐性国家标准因“具有独创性、付出创造性劳动”构成著作权法意义上的作品。
31	索尼移动通信产品（中国）有限公司与西安西电捷通无线网络通信股份有限公司侵害发明专利权纠纷上诉案	(2017)京民终 454 号	北京市高级人民法院	法院认为，若国内标准为强制性标准，即使与国际标准冲突，在国内实施相关技术仍需优先适用国内强制标准；若国内标准为推荐性标准，允许当事人在合同中约定适用国际标准，但需满足“不侵犯国内专利权”的前提。
32	临沂天龙吊车起重有限公司与利勃海尔爱茵根有限公司产品质量损害赔偿纠纷上诉案	(2014)鲁民一终字第 278 号	山东省高级人民法院	法院认为，国际标准认证（如 TUV 认证、ECE 标准）仅能证明产品符合德国或欧盟的技术要求，不能直接证明其符合中国国内标准（如《强制性产品认证管理规定》《电气火灾原因技术鉴定方法》），也不能直接作为国内产品质量缺陷的免责依据。虽然国际标准认证可作为“产品基本质量合格”的初步证据，但不能替代国内鉴定结论，需结合国内标准进一步验证， 若与国内标准冲突，以国内标准为准 。
33	武汉东方思创应急装备科技有限公司、武汉市兴城物业管理有限公司财产损失赔偿纠纷再审审查与审判监督民事裁定书	(2018)鄂民申 1411 号	湖北省高级人民法院	法院认为，国际标准与国内标准在“涉案气瓶属于危险品”的认定上无冲突，虽然国际标准对“小型气瓶在办公场所的使用”存在更宽松的规定（如允许特定条件下临时使用），但国内强制性标准（GB15603-1995）明确禁止“在非专用场所贮存化学危险品”， 故优先适用国内标准 ，认定再审申请人的主张“与法律规定及客观事实不符”。
证明事项：在证券虚假陈述侵权认定中，发行人承担无过错责任				
34	黄晓莉、新疆	(2021)新	新疆维吾尔	法院认为，根据《中华人民共和国证券



	天山畜牧生物工程股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷民事一审民事判决书	01 民初 975 号	自治区乌鲁木齐市中级人民法院	法》第八十五条及《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》第二十一条的规定可知，在证券虚假陈述侵权法律关系中， 发行人承担的是无过错责任，资产重组交易对象是否存在刻意隐瞒行为，发行人对此是否明知、有无过错均不影响侵权责任的承担。天山生物公司应当承担由此造成的投资者损失。
35	蒋某良等与李某乙等证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书	(2024)鲁民终 291 号	山东省高级人民法院	法院认为， 某甲公司系涉案股票的发行人 ，其披露的《2015 年年度报告》《2016 年年度报告》《2017 年年度报告》《2019 年年度报告》《2020 年年度报告》《2021 年年度报告》存在虚假记载，致使投资者在证券交易中遭受损失， 依据《中华人民共和国证券法》第七十八条、第八十五条之规定，某甲公司对案涉投资者损失承担赔偿责任。
36	顾华骏、黄梅香等诉康美药业股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案	(2020)粤 01 民初 2171 号	广东省广州市中级人民法院	法院认为，康美药业作为上市公司，披露的《2016 年年度报告》《2017 年年度报告》《2018 年半年度报告》中存在虚假记载，虚增营业收入、利息收入及营业利润，虚增货币资金；披露的《2016 年年度报告》《2017 年年度报告》中存在重大遗漏，未按规定披露控股股东及其关联方非经营性占用资金的关联交易情况，依据《中华人民共和国证券法》（2014 年修正）第六十九条之规定，康美药业对案涉投资者损失承担赔偿责任。
证明事项：中证法服在投资差额损失计算中常采用移动加权平均法				
37	林某与某股份公司、杨某一一审民事判决书	(2024)鲁 02 民初 1046 号	山东省青岛市中级人民法院	法院认为，中证服务中心计算买入均价时使用的是移动加权平均法的计算方法，实际上考虑了从实施日到揭露日整个期间，投资者每次买入股票的价格和数量，同时也剔除了因为卖出证券导致的盈亏。因此，移动加权平均法更为符合实际情况，对从实施日到揭露日期间多次进行交易的投资者的成本认定更合理， 故本院对中证服务中心采用的移动加权平均法予以认可。 本案经计算，原告的投资差额损失=(买入均价-基准价)某基准日持有股数=(20.943-4.37)某 300000=4971900 元。



证明事项：被告应承担诉讼费、保全费和律师费				
38	黄某某诉青岛某置业有限公司、青岛某典当公司、黄某坡合同纠纷案	(2021)最高法民再 191 号	最高人民法院	法院裁定，撤销山东省高级人民法院（2020）鲁民终 1369 号民事裁定及山东省青岛市中级人民法院（2019）鲁 02 民初 19 号民事裁定并指令山东省青岛市中级人民法院对本案进行审理。 山东省青岛市中级人民法院审理认为， 案件受理费 406800 元，保全费 5000 元，由被告青岛虎山置业有限公司负担。
39	湖南某医疗科技有限公司、重庆某医疗设备有限公司侵害发明专利权纠纷民事二审民事判决书	(2024)最高法知民终 978 号	最高人民法院	法院判决，驳回上诉，维持原判， 即案件受理费 12827.66 元，由被告湖南某医疗科技有限公司负担。
40	烟台澳某复合材料有限公司与浙江昱某染化科技有限公司、赵某传等侵害发明专利权纠纷民事二审民事判决书	(2024)最高法知民终 900 号	最高人民法院	法院判决，驳回上诉，维持原判， 即保全费 5000 元，由烟台澳某复合材料有限公司（原审被告）负担。二审案件受理费 31600 元，由烟台澳某复合材料有限公司负担。