

2025 年第二十三届“理律杯”全国
高校模拟法庭竞赛

被 告 代 理 意 见 书

- 第 39 号代表队被告方呈递



目录

第一部分 当事人信息	1
第二部分 基本事实及争议焦点	1
第三部分 法律适用	3
第四部分 实体部分代理意见	4
 第一节 绿康公司不应就未披露行政处罚信息承担损害赔偿责任	4
一、绿康公司未披露不具重大性的行政处罚信息不构成虚假陈述	4
(一) 处罚信息对投资者决策的影响微弱	5
1.处罚金额占公司年度净利润较小，财务影响极其有限	5
2.公司受处罚后彻底整改，基本面未受影响	5
3.三次处罚彼此独立，公司不存在结构性治理缺陷	6
(二) 处罚信息与股价变动的关联微弱	7
二、李明泽所受损失与绿康公司未披露行政处罚信息缺乏因果关系	8
(一) 交易因果关系依法不成立	8
1. 交易因果关系的信赖推定可被反证推翻	8
2. 行政处罚信息是否披露不影响李明泽的买入决策	9
(1) 绿康公司基本面长期向好，投资者决策不因信息披露与否而改变	9
(2) 李明泽系因看好公司长远价值而买入股票，与信息披露与否无关	10
(3) 李明泽在公司第三次受处罚前买入股票，与该信息披露与否无关	10
(二) 损失因果关系依法不成立	10
1. 李明泽的部分损失源自市场过度反应	11
2. 李明泽的部分损失源自自身未尽审慎义务	12
3. 李明泽的部分损失源自行业系统性风险	13
 第二节 绿康公司不应就《ESG 报告》中陈述承担损害赔偿责任	15
一、绿康公司在《ESG 报告》中的陈述不构成虚假陈述	15
(一) 《ESG 报告》中全产品线碳中和的相关陈述不构成虚假陈述	15
1. 碳中和的相关陈述属于自愿性披露信息	15
2. 碳中和的相关陈述真实、准确、完整	16
(1) 碳中和的相关陈述系基于公司真实的环保投入而作出	16
(2) 碳排放核算标准的分歧不构成事实层面捏造，非主观欺诈	16
(3) 公司购买的碳汇项目减排量真实，用以抵消碳排放量合规	17
3. 关于碳中和的广告和包装系不受证券法调整的商业宣传行为	18
(二) 《ESG 报告》中企业前景的展望不构成虚假陈述	20
1. 可再生能源使用比例的展望属于预测性信息而非公开承诺	20
(1) 展望缺乏具体的义务与责任，不构成公开承诺	20
(2) 展望的实现与否受制于客观条件，符合预测性信息的本质特征	20
2. 可再生能源使用比例的展望合乎对预测性信息披露的规范要求	22
(1) 预测落空时，信息披露人可基于安全港规则免责	22
(2) 公司展望符合安全港规则的构成要件	22
二、李明泽所受损失与《ESG 报告》中陈述缺乏因果关系	24
(一) 交易因果关系依法不成立	24
(二) 损失因果关系依法不成立	25
1. 李明泽的部分损失源自证券市场风险	25
2. 李明泽的部分损失源自市场过度反应	25
3. 李明泽的部分损失源自自身未尽审慎义务	26



第五部分 启示与反思	28
一、构建适应 ESG 特性的信息披露规则体系	28
二、以投资者决策标准为主综合认定 ESG 信息重大性	28
三、在激励新兴领域发展与防范“漂绿”间寻求平衡	29
第六部分 附件	31
附件一 所函	31
附件二 授权委托书	32
附件三 证据目录	33
附件四 类案检索汇总	34
附件五 我国信息披露重大性相关规范列举	42
附件六 我国 ESG 披露法规范进程	43
附件七 绿康公司碳汇项目信息及购买记录	45



第一部分 当事人信息

原告：李明泽，男，汉族，XXXX年XX月XX日生，户籍地址XX省XX市XXX，公民身份证号码：XXXXXXXXXXXXXXXXXX，联系电话：XXXXXXXXXX。

被告：绿康食品股份有限公司，统一社会信用代码XXXXXXXXXXXXXXXXXX，注册地址江苏省苏州市工业园区，法定代表人：王建华，职务：董事长，联系电话：XXXXXXXXXX。

委托诉讼代理人：XXX，理律律师事务所律师。

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，理律律师事务所接受本案当事人绿康食品股份有限公司（以下简称“绿康公司”）的委托担任其一审代理人，参与本案的诉讼活动。代理人现就本案发表如下代理意见：

一、绿康公司未披露三次行政处罚的行为不构成虚假陈述。

二、绿康公司发布的《企业社会责任暨 ESG 报告》不属于虚假陈述。

根据法律规定，结合本案事实，绿康公司代理人认为，原告的诉讼请求缺乏事实与法律依据，请求法院依法驳回其部分诉讼请求，并判令原告承担本案的全部诉讼费用。

第二部分 基本事实及争议焦点

第一节 基本事实

一、李明泽第一次投资失败始末

2018 年 3 月 22 日，绿康食品股份有限公司（以下简称“绿康公司”）在深圳证券交易所主板成功上市。自上市以来公司经营状况良好，2018 年至 2021 年营业收入和净利润持续增长。

2019 年 7 月 16 日，绿康公司苏州总部第三生产车间因废水排放问题被江苏省生态环境厅处以罚款 300 万元，并责令整改。公司及时完成整改并支付罚款。

2019 年 12 月 3 日，绿康公司河南洛阳分公司因使用未经批准的色素被河南省市场监督管理局处以罚款 800 万元，并吊销该产品生产许可证。公司积极整改并支付罚款。

2020 年 3 月 30 日，绿康公司发布《2019 年年度报告》，未披露 2019 年的两次行政处罚。公司认为处罚金额较小且问题已整改，未对公司基本面产生实质性影响，因此不具披露必要性。

2020 年 4 月 3 日，投资者李明泽以 15.6 元/股的价格买入 40000 股绿康公司股票。

2020 年 8 月 21 日，绿康公司山东济南工厂因固体废物处置问题被山东省生态环境厅处以罚款 120 万元，并承担生态修复费用 350 万元。公司积极整改并支付罚款。

2022 年 5 月 3 日，部分投资者通过非官方渠道（投资者论坛）公开绿康公司 2019 至 2020 年间两次行政处罚信息，当日收盘价 14.20 元/股。

2022 年 5 月 4 日至 7 日，受市场系统性风险、投资者情绪过度反应及“市场噪音”影响，绿康公司股价异常波动、下跌 25%。

2022 年 5 月 8 日，李明泽以 10.30 元/股卖出全部股票。

二、李明泽第二次投资失败始末

2023 年 6 月，绿康公司启动品牌推广活动，总投资 5000 万元，旨在提升品牌形象。活动产生积极效果，品牌知名度和股价上升。

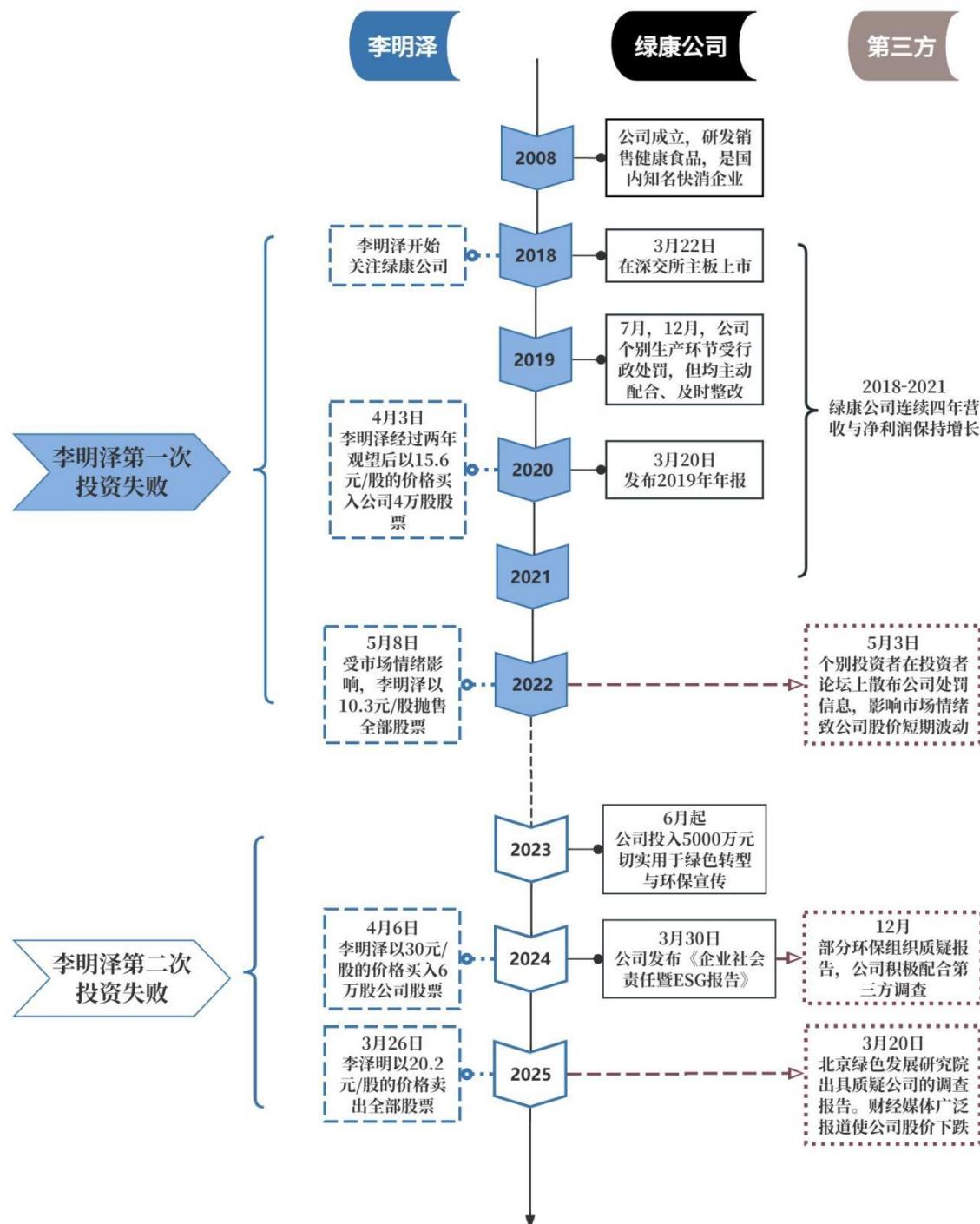
2024 年 3 月 30 日，绿康公司发布《2023 年年度报告》及《企业社会责任暨 ESG 报告》，自愿披露碳中和成果及未来减排承诺，报告基于公司真实环保投入。当日收盘价 28.80 元/股。

2024 年 4 月 6 日，受股价上涨趋势驱动，李明泽以 30.00 元/股买入 60000 股股票。

2025 年 3 月 20 日，北京绿色发展研究院发布调查报告，质疑绿康公司碳中和声明的计算方式。当日收盘价 26.90 元/股。2025 年 3 月 26 日，李明泽以 20.20 元/股卖出全部股票。



图 1 案件事实梳理时间轴



第二节 纠纷焦点

一、被告未披露三次行政处罚的行为是否构成虚假陈述

(一) 未披露信息是否具有《证券法》意义上的重大性

(二) 原告第一次损失与被告未披露行政处罚信息行为间是否具有因果关系

二、被告发布 ESG 报告的行为是否构成虚假陈述

(一) 被告发布的《企业社会责任暨 ESG 报告》是否属于虚假陈述

(二) 原告第二次投资损失与被告行为间是否具有因果关系



第三部分 法律适用

根据赛题事实、溯及力法理原则和赛题规制，被告方将本案应当适用和参照的法律法规等列明如下，供法庭参考。

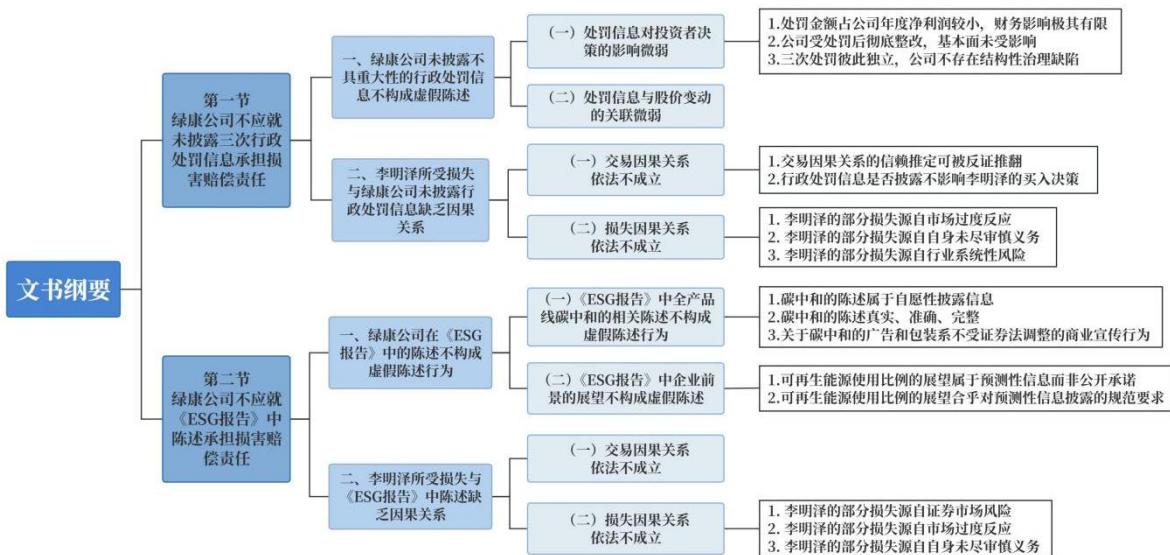
表 1 本状主要法律文件索引

效力级别	规范性文件名称	简称	制定主体	施行日期	时效性
法律	《中华人民共和国证券法》	《证券法》	全国人大常委会	2020.03.01	现行有效
	《中华人民共和国民法典》	《民法典》	全国人大	2021.01.01	现行有效
司法解释	《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》	最高人民法院	2022.01.22	现行有效
行政法规	《股票发行与交易管理暂行条例》	/	国务院	1993.04.22	现行有效
部门规章	《上市公司信息披露管理办法》	/	中国证监会	2025.07.01	现行有效
	《上市公司证券发行管理办法》(2020年)	/	中国证监会	2020.02.14	废止或失效
	《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》(2020年)	/	中国证监会	2020.02.14	废止或失效
	《首次公开发行股票并上市管理办法》(2022年)	/	中国证监会	2022.04.08	废止或失效
	《上市公司信息披露管理办法》(2021年)	/	中国证监会	2021.03.18	废止或失效
	《非上市公众公司信息披露管理办法》	/	中国证监会	2025.03.27	现行有效
	《公司债券发行与交易管理办法》	/	中国证监会	2023.10.20	现行有效
	《证券期货投资者适当性管理办法》(2020年)	/	中国证监会	2020.10.30	废止或失效
	《企业环境信息依法披露管理办法》	/	生态环境部	2022.02.08	现行有效
	《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第3号——定向发行说明书和发行情况报告书》	/	中国证监会	2025.03.27	现行有效
部门规范性文件	《上市公司治理准则》(2018年)	/	中国证监会	2018.09.30	废止或失效
	《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年)	/	中国证监会	2021.06.28	废止或失效
	《上市公司监管指引第4号——上市公司及其相关方承诺》	/	中国证监会	2025.03.27	现行有效
	《深圳证券交易所股票上市规则》	/	深圳证券交易所	2025.04.25	现行有效
行业规定	《深圳证券交易所创业板股票上市规则》	/	深圳证券交易所	2025.04.25	现行有效
	《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》	/	深圳证券交易所	2020.02.28	废止或失效



第四部分 实体部分代理意见

图 2 文书纲要



第一节 绿康公司不应就未披露行政处罚信息承担损害赔偿责任

一、绿康公司未披露不具重大性的行政处罚信息不构成虚假陈述

信息披露是注册制下证券市场有效配置资源和投资者理性决策的基础，为平衡投资者保护与市场效率，我国立法对证券市场信息披露内容的范围作出明确限制。《证券法》第 80 条第 1 款规定¹，仅对具有重大性的信息才有披露要求；《虚假陈述若干规定》第 10 条规定，只有虚假陈述内容具有重大性才承担民事侵权责任。可见，重大性概念涉及披露信息范围、内容和方式的确定以及虚假陈述民事责任构成，是信息披露制度的基础性范畴之一。²据此，对被告是否构成虚假陈述的判断，应以未披露的行政处罚信息是否具有重大性为依据。

从实定法看，我国现行法律框架的重大性认定呈现“投资者决策标准”与“价格敏感性标准”二元标准适用格局。在我国信息披露重大性相关规范列举内容中³，频繁出现“对投资者决策有重大/较大影响”⁴“对价格产生重大/较大影响”⁵等措辞，分别对应“投资者决策标准”和“价格敏感性标准”这两项标准——前者认为足以改变理性投资者决策信息组合的信息才符合重大性标准，后者认为可能影响价格的信息才是重大性信息。此外，《虚假陈述若干规定》同样兼采投资者决策与价格敏感性标准，第 10 条规定⁶的主要阐述内容如下：第 1 款是应当认定重大性的情形，三项内

¹ 《中华人民共和国证券法》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。”

² 参见郭峰主编：《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 623 页。

³ 参见附件五“我国信息披露重大性相关规范列举”。

⁴ 参见《上市公司信息披露管理办法》第 12 条、《上市公司证券发行管理办法》第 52 条、《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》第 42 条、《首次公开发行股票并上市管理办法》第 41 条等等。

⁵ 参见《中华人民共和国证券法》第 80 条、《股票发行与交易管理暂行条例》第 60 条、《上市公司信息披露管理办法》第 23 条、《公司债券发行与交易管理办法》第 54 条、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》第 4.3.3 条、《深圳证券交易所股票上市规则》第 4.5.4 条等等。

⁶ 《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 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）虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化。前款第一项、第二项所列情形，被告提交证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化的，人民法院应当认定虚假陈述的内容不具有重大性。被告能够证明虚假陈述不具有重大性，并以此抗辩不应当承担民事责



容分别对应“属于《证券法》明确列举的重大事件”“具有中国证监会信息披露要求上的重大性”“符合价格敏感性标准而具有重大性”，结合《证券法》和证监会相关规定进行体系解释，其重大性认定包含投资者决策标准和价格敏感性标准；第 2 款是对第 1 款的 1、2 项重大性认定的推翻，即被告可通过证明陈述不符合价格敏感标准来推翻重大性的认定；第 3 款是对第 1 款的三项重大性认定的推翻，即被告无论是依据哪一标准，只要能充分证明其陈述实质上不具有重大性，就可以推翻重大性认定。从解释论出发，投资者决策标准是重大性认定的根本标准。证券市场的价格变动，并非孤立现象，而是广大投资者在接收信息后，进行价值重估并做出买卖决策的集体结果。由此可见，价格波动仅是这一复杂决策过程的“表象”或“结果”，投资者决策本身才是市场运行的“实质”。投资者决策标准以投资者为核心，深刻反映证券市场的运作机制，也与证券法保护投资者合法权益的立法宗旨高度契合，因此它是重大性认定的根本标准。综上，本案中重大性认定应综合考察投资者决策标准与价格敏感性标准，并将投资者决策标准作为根本标准。

（一）处罚信息对投资者决策的影响微弱

1. 处罚金额占公司年度净利润较小，财务影响极其有限

案涉行政处罚金额占年度净利润比例较小，财务影响极其有限。首先，本案中，被告于 2019、2020 年的未披露行政处罚的金额分别为 1100 万、470 万元，分别仅占对应年度绿康公司净利润的 3.67%、0.94%，占公司净资产的比例更是微乎其微。根据《证券法》第 81 条第 2 款第 7 项规定，超过公司年末净资产 10% 的才是重大损失，属于应当披露的重大事件。而本案金额占比远未达到 10%，距离应当披露的界限相去甚远。进一步地，实证研究表明，当违规成本占公司净利润比例低于 5% 时，理性投资者通常不会将其视为“影响公司价值的负面信息”，因其既不改变公司的现金流状况，也不冲击核心业务的盈利模式。⁷实务层面，在浙江省高院审理的典型案例“周某诉某公司、某证券公司证券虚假陈述责任纠纷案”中，由于公司未按规定披露的 800 万元处罚信息金额未达到当年度经审计总资产或净资产中任何一项规定指标的 10%，不足以对公司带来重大财务风险，对理性投资者的交易决策影响有限，法院认定信息不具有重大性⁸。在香江控股案、深能源公司案⁹中，因涉诉财务会计违规行为的受处罚金额占公司业务比例小（不超过 1%），不足以影响投资者决策，法院认定该信息不具有重大性¹⁰。本案中，绿康公司自上市以来经营状况良好，2018 年至 2021 年连续四年营业收入保持增长，分别为 40.5 亿元、53.2 亿元、65.8 亿元和 75.6 亿元；2018 年至 2021 年年度净利润分别为 2 亿元、3 亿元、5 亿元和 6.8 亿元，亦呈持续增长态势。本案所涉行政处罚金额未对绿康公司业绩和重要财务指标产生实质影响，不足以影响理性投资者决策。

表 2 绿康公司 2019—2020 年年度净利润与处罚金额

年份	年度净利润（亿元）	处罚金额（万元）	处罚金额占净利润比例
2019	3.0	1100	3.67%
2020	5.0	470	0.94%

2. 公司受处罚后彻底整改，基本面未受影响

案涉行政处罚属偶发性事件且已彻底整改，未影响公司持续性经营，没有动摇公司基本面。首先，在三次环保违规行为发生后，绿康公司均彻底整改并支付相应罚款，反映公司的纠错态度良好，对应采取措施以避免后续不利影响。其次，本案被告的遗漏内容比较轻微，案涉行政处罚属偶发性事件且已彻底整改，不会影响公司业绩和基本面。被告的轻微遗漏行为，显然不同于上市公司全面财务造假这种对于上市公司资产价值及正常业务经营造成实质影响的行为，其对投资者判断财务、

任的，人民法院应当予以支持。”

⁷ 参见邢会强：《证券欺诈规制的实证研究》，中国法制出版社 2016 版，第 191 页。

⁸ 《浙江省高级人民法院发布 2024 年金融审判十大典型案例》，北大法宝 2025 年 9 月 11 日，

<https://www.pkulaw.com/pal/a3ecfd5d734f711d65b7da6053dcf4f0d4bc6e0fa8d4ecddbd9fb.html>, 2025 年 10 月 7 日访问。

⁹ 参见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；广东省深圳市中级人民法院（2013）深中法商初字第 47 号民事判决书。

¹⁰ 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 137-139 页。



业务和经营状况等影响能力极为有限。在及时整改后，绿康公司 12 个生产基地正常运营，甚至在 2023 年实现营业收入、年度净利润及股价均创新高，有力地印证该等违规行为未对公司的持续经营能力、财务状况和盈利水平产生实质性不利影响。此外，被告的轻微遗漏行为并非出于主观的恶意隐瞒，而是基于处罚金额占比小、已整改且未造成任何实际不利影响的认识，合理推定该信息未达到重大性标准，不具有披露必要性，因此未在年度报告中予以披露，该做法事实上减少了与上市公司基本面及重要资产无关的市场“噪音”，有利于市场效率提高和投资者有效决策。

3.三次处罚彼此独立，公司不存在结构性治理缺陷

从被处罚行为的内容与性质来看，三起事件彼此在环节和管理上相互独立，分属 ESG 不同维度的管理议题。公司治理机制有效响应，未出现系统性的治理失灵，且在绿色转型方面投入 5.2 亿元之多。故不应整体否定绿康公司的品牌信誉与企业价值。

首先，三起事件在企业运行环节和管理上彼此独立。一方面，三起事件分别发生于企业运营流程中的不同环节，彼此独立。具体而言，废水排放问题处于生产流程的末端处理环节，涉及污染物达标排放的管控；固体废物倾倒属于废弃物处置环节的管理不当；违规使用色素处于原材料采购与准入管控环节，属于前端供应链质量审查的疏漏。上述问题分属不同运营节点，反映出企业在高速发展过程中，对多环节、跨流程的管理精细化水平仍存在提升空间。被告作为一家处于成长期的企业，始终积极应对和整改生产经营各环节中出现的各类问题，并未在同一环节中反复发生同类疏漏，这说明案涉事件属于企业治理不断完善过程中的局部性和阶段性问题，而非整体性的治理机制问题。另一方面，三起事件发生在绿康公司在不同省份的生产基地，且时间跨度较大，反映的是局部运营管理的疏漏，而非总部战略的偏离。根据我国《公司法》，分公司在日常经营中享有一定自主权，其违规行为虽然最终由作为法人的总公司承担法律责任，但仍属于分公司管理团队的失职所致。因此，河南洛阳分公司色素事件以及山东济南工厂固体废物处置不当事件，属于区域性管理团队在执行总部的食品安全制度时出现的操作偏差，不应据其行为后果直接推定总公司的管理失职。

其次，具体到被告各项行为的社会危害性与实际影响程度，三行为均未达到动摇企业品牌形象或投资者信心的程度：其一，就两次废弃物处理而言，其处于生产下游环节，并不反向影响生产上游环节的食品生产质量。绿康公司产品品质稳定、健康安全，长期以来深受消费者信赖，偶发的环境违规行为并未改变其产品的市场竞争力与口碑积累。其二，就违规使用色素行为而言，该事件属行政管理性违规，并未造成实质性健康损害。根据《卫生部关于〈食品添加剂琼脂（琼胶）〉等 97 项食品安全国家标准的公告》，柠檬黄铝色淀本身属国家允许使用的食品添加剂。涉事产品在销售期间未引发任何消费纠纷或健康投诉，亦可佐证其未对公众健康产生实际影响。从更宏观的角度观察，案涉三项行为在 ESG 框架下分别对应不同议题，不应混为一谈。ESG 是 Environmental、Social 和 Governance 的缩写，是关注企业环境、社会、公司治理绩效的一种评价标准，分别对应企业责任的不同维度。本案中，“废水排放”与“固废倾倒”属于环境（E）范畴内的污染物管理与资源使用问题；而“违规使用色素”则属于社会（S）范畴中的产品安全与消费者健康议题。故不能宽泛的将三次处罚性质统一归为“环保”，而应根据 ESG 相关国际惯例予以区分。

再次，绿康公司作为一家拥有 12 个生产基地、15000 余名员工的大型食品企业，在改革发展及多元化经营过程中，难以完全杜绝所有运营环节的细微疏漏，而且，任何改革都难以一蹴而就，其能否改革成功的关键在于企业是否能够正视问题、投入资源彻底整改。自 2019 年 7 月废水排放事件后，公司管理层已下定决心推动合规体系建设，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投资已超过 5.2 亿元，并努力建设覆盖全链条的食品安全风险防控机制。案涉事件是改革过程中的“遗留问题”，已在公司整改中得到彻底解决。

此外，涉案事件不足以显著改变投资者决策所依据的信息总和。判断信息披露是否具有重大性，关键在于理性投资者若知悉该等未被披露信息，是否有很大可能显著改变其可得信息的“整体综合”，进而影响其改变投资决策。¹¹绿康公司向市场所呈现的“信息总和”，主要包括 2018 年至 2021 年

¹¹ 参见汤欣、张然然：《虚假陈述民事诉讼中宜对信息披露“重大性”作细分审查》，载《证券法苑》（第 28 卷），法律出版社 2020 年版，第 260-261 页。



持续强劲的营业收入与利润增长、良好的品牌声誉，以及在“绿色食品”这一朝阳产业中的领先地位。相较于公司整体积极的基本面，三起孤立且已完全纠正的行政处罚，不足以显著改变公司向市场呈现的信息总和，故不会影响理性投资者改变投资决策。

综上，绿康公司作为拥有多处生产基地的大型企业，在快速成长过程中不可避免会遇到局部性、偶发性经营问题，本案中，所有处罚均被迅速整改的事实，恰恰证明了绿康公司治理体系的有效响应能力，并未出现公司治理层面的系统失灵风险，公司运营整体向好。三起处罚事件属局部性的操作问题，彼此独立，社会危害性有限，且绿康公司已表现出诚恳的整改态度和有效的治理能力，基本面长期向好，故上述事件不具备影响理性投资者投资决策的重大性基础。

（二）处罚信息与股价变动的关联微弱

《虚假陈述若干规定》第 10 条明确将价格敏感作为认定重大性的标准之一，但绝不应将其理解为，只要股价发生大幅变动信息即具备重大性。其原因在于，第一，价格本身可能无法准确反映信息。适用价格敏感性标准”的前提是半强式有效市场¹²的存在，然而，在弱式有效市场中，价格可能无法及时、准确、完整地反映所有公开信息，其可靠性将大打折扣。第二，价格易受市场噪音干扰。市场往往是后见之明，很难准确界定市场何时得知与吸收遗漏的事实，股价的变动不能简单直接归因于特定信息的披露，否则会陷入机会主义和事后之明。¹³此外，根据揭露日后市场的实际价格反应判断信息重大性，属于事后视角。这使得信息披露义务人难以在披露时点前准确预见信息最终是否以及会在多大程度上影响市场价格，给信息披露义务的履行带来了不确定性，故片面依价格认定重大性对信息披露义务人可能有失公允。正因如此，解释论和司法实践中才往往对两大标准进行通盘考虑，并以投资者决策为核心。如在上海金融法院（2021）沪 74 民初 1895 号民事判决书中，法院通过考察长达六年期间 A 公司的股票价格走势，并充分考虑在此期间股票受到公司资产重组、重组失败以及停牌等多重因素的影响，结合具体事实，证明股价变动主要源于市场风险，而非被披露的特定信息本身，最终认定不具有重大性。¹⁴

具体到本案，从市场反应的归因分析来看，处罚信息公开后的股价波动，主要源于同期资本市场整体性波动及投资者情绪化的过度反应，而与信息本身的内在价值关联性较弱。首先，被告股价下跌行业性系统性险影响。被告公司所受三次行政处罚的信息披露时点，恰逢大盘市场和食品饮料板块整体下行，被告股价下跌与整体市场环境走势一致。其次，被告股价下跌受投资者情绪和市场过度反应影响。根据行为金融学中的过度反应假说，在市场情绪高涨时，投资者可能过度乐观，推动股价上涨；而在市场情绪低迷时，投资者可能过度悲观，导致股价下跌。相关实证研究¹⁵进一步表明，投资者对意外和戏剧性的新闻事件会反应过度，从而对股票横截面收益产生显著影响，这一规律在估值主观性强、套利难度高的股票交易中体现尤为明显。而我国证券市场方兴未艾，有足够的能力和动力去收集、分析、定价和交易公开信息的投资者所占比例尚且较小，故市场对特定事件反应过度的可能性较高。¹⁶前已详述，本案所涉所涉行政处罚属于历史性、偶发性事件，不改变公司当前经营基本面与未来盈利能力，理性投资者在知悉全部背景后，应能识别信息的陈旧性质与有限影响，市场却仍出现较大波动，恰恰证明该反应是投资者过度悲观的情绪主导的、非理性的，不能作为认定信息本身具有价格敏感性的可靠依据。在我国大盘市场和行业板块市场股价普遍下跌的背景下，投资者已经逐渐生发出恐慌情绪，而此时投资者论坛又传递出绿康公司的负面消息，两种因素叠加之下，投资者对短期、局部的负面消息作出过度反应，致使被告股价发生异常的大幅下跌。

¹² 半强势有效市场是有效市场假说中的一种形态，在此市场假设下，投资者无法通过技术分析或基础分析获取超额收益，但内幕信息可能带来异常回报。半强势有效市场处于弱式有效市场（仅反映历史信息）与强式有效市场（包含所有公开及内部信息）之间。

¹³ 参见汤欣、张然然：《虚假陈述民事诉讼中宜对信息披露“重大性”作细分审查》，载《证券法苑》2020 年第 28 卷，第 262 页。

¹⁴ 参见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，上海金融法院（2021）沪 74 民初 1895 号民事判决书。

¹⁵ Malcolm Baker & Jeffrey Wurgler, Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns, 61 J. Fin. 1645 (2006). Werner F. M. De Bondt & Richard Thaler, Does the Stock Market Overreact?, 40 J. Fin. 793 (1985).

¹⁶ 参见樊健：《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》，法律出版社 2021 版，第 170 页。



因此，被告股价下跌 25%，实质上是对陈旧信息的情绪化过度反应，不能反向证明信息在当时具有重大性。综上，被告股价的短期下跌，本质上是对市场系统性风险的同步反应以及投资者恐慌情绪释放的结果，而非针对被告未披露行为的理性评估。

小结

1. 结合实定法与解释论，重大性认定需综合考察投资者决策标准与价格敏感性标准，并以投资者决策标准为核心。
2. 案涉行政处罚信息对投资者决策影响微弱，且与股价变动关联微弱，不符合重大性认定的两大标准，因此，被告未披露行为不构成虚假陈述。

二、李明泽所受损失与绿康公司未披露行政处罚信息缺乏因果关系

本案中，原告第一次投资损失与被告未披露 2019 年至 2020 年期间行政处罚信息的行为之间缺乏因果关系，理由如下。

(一) 交易因果关系依法不成立

1. 交易因果关系的信赖推定可被反证推翻

《虚假陈述若干规定》第 11 条确立了“推定信赖”原则¹⁷。但这种推定是可抗辩、可推翻的，如有证据显示被诉虚假陈述并不符合实质的“合理信赖”要件——虚假陈述足以对投资者的交易决策产生诱导作用，这种推定的信赖则可能被推翻。

首先，从现行规范的体系脉络来看，第 11 条的初步证据规则建立在一种盖然性之上，即在大多数情况下，在此期间内的交易可能确实受到了虚假陈述的影响。但这种盖然性不应掩盖实质法理内核，尽管交易行为发生在此期间内，投资者的决策亦可能完全未受到虚假陈述行为的影响。作为印证，《虚假陈述若干规定》第 12 条明确规定了被告可主张交易因果关系不成立的多种情形，¹⁸其中第 2 项和第 3 项实质是在阐明，当原告的交易行为系受虚假陈述以外的因素影响时，不应认定原告的交易行为与虚假陈述间存在因果关系。这体现了第 11 条系推定而非拟制，并非不可动摇，允许被告通过举证证明投资者的交易决策并未受到虚假陈述的实质影响而推翻。

其次，从学理层面来看，“推定信赖”原则源于“欺诈市场理论”，而该理论存在局限性。“欺诈市场理论”的核心在于，将股票的市场价格当作被告虚假陈述行为与原告信赖之间因果关系链条中的一个环节，仅要求原告证明自己对股票市场价格的真实性存在信赖，而无需证明他实际受到被告虚假陈述行为的直接影响，¹⁹以此改善以往原告所处的举证困难的劣势境况。该理论立基于“有效市场假说”，然而市场并非总是有效的。行为经济学的研究表明，并不存在能够完美体现股票内在价值的市场：一方面，投资者对股票价值判断各有标准，股票价格会受投资者主观因素的影响。另一方面，无论是普通投资者还是机构投资者，均会不同程度地表现出非理性的一面，其可能受市场的各种“噪音”影响，进而存在过度反应、“羊群效应”等各种非理性行为和认知偏差，使得股票价格偏离其基本面价值。²⁰进一步地，即便承认有效市场的存在，其有效性也因股票、市场等而有所不同。分析师覆盖率、做空兴趣、买卖价差、市值等因素都会影响信息对价格的融入度，进而

¹⁷ 《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 11 条规定：“原告能够证明下列情形的，人民法院应当认定原告的投资决定与虚假陈述之间的交易因果关系成立：（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。”

¹⁸ 《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 12 条规定：“被告能够证明下列情形之一的，人民法院应当认定交易因果关系不成立：（一）原告的交易行为发生在虚假陈述实施前，或者是在揭露或更正之后；（二）原告在交易时知道或者应当知道存在虚假陈述，或者虚假陈述已经被证券市场广泛知悉；（三）原告的交易行为是受到虚假陈述实施后发生的上市公司的收购、重大资产重组等其他重大事件的影响；（四）原告的交易行为构成内幕交易、操纵证券市场等证券违法行为的；（五）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。”

¹⁹ 参见焦津洪：《“欺诈市场理论”研究》，载《中国法学》2003 年第 2 期，第 110 页。

²⁰ 参见耿利航：《欺诈市场理论反思》，载《法学研究》2020 年第 6 期，第 130 页。



影响市场的有效性。在有效性较低的市场中适用“欺诈市场理论”正当性不足。²¹鉴于“欺诈市场理论”的种种局限，我国实定法并未放弃“合理信赖”要件，而只是通过建立投资者信赖股票价格，进而信赖原告虚假信息披露的一种可以推翻的推定机制，使得举证责任倒置——如果被告能够提出相反的证据，证明虚假信息披露没有对股票市场价格产生影响，或者原告进行交易是基于其他原因，或者即使原告知道信息虚假仍然会进行交易等等，上述推定就可以被推翻。

再次，司法实践中，法院对“信赖推定”也采取实质性审查标准。法院在认定交易因果关系时，从信息是否具有“重大性”、行为是否会改变理性投资者对公司价值的基本判断等角度，深入探究虚假陈述行为是否实质上诱导了投资者的交易决策。在“上海金融法院、中国证券监督管理委员会上海监管局联合发布十个涉证券虚假陈述案例之二：投资者诉某装备技术公司证券虚假陈述责任纠纷案”中，尽管被诉虚假陈述行为发生在原告交易行为前，但上海金融法院仍基于“被诉虚假陈述行为在市场反应上并未起‘诱多’效果”“买入行为距离虚假陈述行为实施日过长”“具有其他影响原告交易行为程度更大的因素”等理由，认定原告的交易行为与被告的虚假记载不具有因果关系。²²综上，《虚假陈述若干规定》第 11 条规定的交易因果关系要件是可抗辩、可推翻的推定，对交易因果关系进行判断时应实质审查虚假陈述是否足以对投资者的交易决策产生诱导作用。

2. 行政处罚信息是否披露不影响李明泽的买入决策

正如前文所述，《虚假陈述若干规定》第 12 条前四项所列明的情形²³，系立法者为纠正第 11 条信赖推定可能存在的偏差所提供的具体抗辩路径。第 5 项系一项兜底性条款，其核心功能在于使规则保有一定弹性，以涵盖其他可能从实质上否定交易因果关系的情形。本案情形虽与第 12 条列明情形不符，但完全符合第 5 项兜底条款的立法本意，原告的交易行为与被告的未揭露行为之间缺乏实质性的被诱导与诱导关系，不构成“诱多型虚假陈述”，应当认定交易因果关系不成立。

（1）绿康公司基本面长期向好，投资者决策不因信息披露与否而改变

案涉行政处罚未对被告的基本面和投资价值产生重大不利影响，并不会影响理性投资者对其的投资决策。**首先，对于理性投资者而言，公司的基本面状况应系其作出投资决策的主要依据。**“内在价值理论”认为，投资应基于对公司基本面的深入分析，即其持续竞争优势、管理层品质、净资产收益率等内在因素，而非市场短期波动。投资者应被视为企业的所有者，其决策应立足于企业的长期盈利能力。**司法实践中，法院亦认同基本面系影响投资者投资决策的主要因素。**例如，在“A 公司破产重整案”中²⁴，法院以案涉重大事件影响公司基本面来肯定该事件与投资者买入决策间的因果关系。因此，在判断某事件或行为是否足以影响投资者作出投资决策时，该事件或行为是否会对公司基本面产生实质性影响系重要的、主要的考量因素。**具体到本案，行政处罚未对被告基本面产生重大不利影响。**前已详述，被告 2019 年所受处罚合计 1100 万元，仅占当年净利润 6.8 亿元的 1.61%，远低于“5%”²⁵这一比例阈值。该信息不会对公司财务状况、核心业务等基本面产生实质性影响。**事实层面的佐证在于，其一，2018 年至 2021 年，被告营业收入连续四年保持增长，涉案行政处罚并没有影响被告持续创收的趋势与能力；其二，案涉环保违规行为发生后，被告均按监管部门要求支付了相应罚款并进行整改，未出现因违规导致生产基地停工、生产线关停或被限制经营等严重影响公司运营的情形，甚至公司在 2021 年仍实现 75.6 亿元营收与 6.8 亿元净利润的历史新高，这足以证明被告的经营状况、持续发展能力等基本面并未受处罚的实质性干扰；其三，涉事处**

²¹ 参见林晓镍：《金融类案诉讼争点与裁判指引》，法律出版社 2023 年版，第 186 页。

²² 参见上海金融法院、中国证券监督管理委员会上海监管局联合发布十个涉证券虚假陈述案例之二：投资者诉某装备技术公司证券虚假陈述责任纠纷案——重大事件切断交易因果关系的认定，上海金融法院（2023）沪 74 民初 1022 号一审判决书。

²³ 同前文脚注 18。

²⁴ 参见 A 公司破产重整案——证券合规系列文章之上海地区首例基于重大事件否定交易因果关系的证券虚假陈述案件评析，北大法宝

<https://www.pkulaw.com/pfnl/08df102e7c10f206e4445577e6c3b52d595ae51b38951f85bdfb.html?keyword=%E5%9F%BA%E6%9C%AC%E9%9D%A2%20%E8%99%9A%E5%81%87%E9%99%88%E8%BF%B0>，最后访问于 2025 年 10 月 7 日。

²⁵ 关于该阈值，同前文脚注 7。



罚分别针对苏州总部第三车间和洛阳分公司，属偶发性、局部性事件，而非公司的深层次的、系统性的治理或诚信问题，不影响公司整体投资价值。总而言之，鉴于处罚并未动摇公司基本面，于理性投资者而言，此等信息披露与否不足以实质性影响其对企业的价值判断与相应投资决策。

(2) 李明泽系因看好公司长远价值而买入股票，与信息披露与否无关

具体到原告自身，李明泽的买入决策源于对公司长远价值的独立判断，与被告未披露行为并无关联。从时间维度看，原告的投资决策建立在对公司基本面和行业前景的长期跟踪与研究基础上，并非依赖于诉涉未披露信息。被告自上市以来经营状况良好，旗下众多品牌在消费者中享有较高知名度，2018年至2021年连续四年营业收入保持增长且年度净利润在同行业中排名前列。因此，原告自2018年起便持续关注并看好被告公司，认为其在绿色食品产业非常有潜力，此时间点远早于2019-2020年行政处罚事件的发生。2020年4月3日，原告购入被告公司股票，表明其在作出投资决策前已对被告公司进行了长达两年的持续观察和研究。前述两个时间跨度，体现出原告的投资行为系基于对公司基本面和“绿色食品产业”赛道的长期判断，与其保有的“产业潜力”信念有关，而非完全依赖于某一时点的信息披露状态。证券交易具有复杂性，投资者的交易往往是受多重因素综合影响，当存在明显的独立投资逻辑时，应当审慎认定行为与投资决策间的因果关系。²⁶本案中，原告的“产业潜力”信念构成其投资决策的核心动因，应肯定该独立逻辑链的存在。在案涉行政处罚不足以实质影响被告基本面的情况下，该独立逻辑链的存在使得原告所作投资决策受案涉行政处罚的影响相较于一般理性投资者而言要更微小，更应否定被告未披露行为与原告投资决策间的因果关系。综上，原告基于自身投资判断实施的买入行为完全符合《虚假陈述若干规定》第12条第5项“交易行为与虚假陈述无因果关系”的兜底情形，足以推翻第11条中的信赖推定。

(3) 李明泽在公司第三次受处罚前买入股票，与该信息披露与否无关

基于与第一、二次行政处罚相同的原因，被告未披露第三次行政处罚信息的行为亦不足以影响原告的买入决策。此外，该未披露行为与原告买入行为在时间逻辑上也不存在因果关系，符合《虚假陈述若干规定》第12条第1项否定交易因果关系的抗辩事由。根据《虚假陈述若干规定》第12条第1项²⁷，当原告的交易行为发生在虚假陈述实施之前，人民法院应当认定交易因果关系不成立。本案中，原告于2020年4月3日购入股票，而被告第三次处罚的事实发生在近五个月后的2020年8月21日，被告对该次处罚负有信息披露义务的起点是处罚发生之日，其未披露行为的实施日最早也只能在2020年8月21日之后²⁸。换言之，原告的买入行为发生时，第三次处罚尚不存在，前者在时间逻辑上不可能受到被“遗漏”的后一信息之影响。这可从另一个视角佐证，被告未披露第三次行政处罚信息与原告买入行为间的因果关系不成立。

(二) 损失因果关系依法不成立

学术界普遍认为，交易因果关系解决的是责任成立问题，即虚假陈述是否影响了投资者的交易决策；而损失因果关系解决的是责任范围问题，即投资者的损失在多大程度上可归责于该虚假陈述。²⁹二者虽属因果关系中的不同层次，但在逻辑上紧密关联，即交易因果关系不成立时，投资者的交

²⁶ 参见邢会强：《证券欺诈规制的实证研究》，中国法制出版社2016版，第189页。

²⁷ 《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12条第1项规定：“被告能够证明下列情形之一的，人民法院应当认定交易因果关系不成立：（一）原告的交易行为发生在虚假陈述实施前，或者是在揭露或更正之后；”

²⁸ 《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7条第3款规定：“因未及时披露相关更正、确认信息构成误导性陈述，或者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。”《上市公司信息披露管理办法》第13条规定：“年度报告应当在每个会计年度结束之日起四个月内，中期报告应当在每个会计年度的上半年结束之日起两个月内，编制完成并披露。”结合被告惯用的信息披露方式为发布公司年报，可得被告第三次处罚应当披露的最晚时间为2020年4月30日。理论上，实施日为4月30日过后的第一个交易日2020年5月6日（5月1日至5月5日恰逢劳动节假期）。但由于本案中，被告2020年年度报告系何时发布尚不清晰，无法确定第三次处罚信息未披露行为的实际实施日。仅能明确该未披露行为理论上的实施日应在第三次处罚发生（2020年8月21日）至2020年年报截止发布日后的第一个交易日（2020年5月6日）期间。

²⁹ 参见彭冰：《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》，载《法律适用》2022年第5期，第57页。



易行为与虚假陈述无关，损失因果关系自无成立基础；即便交易因果关系成立，也不必然推导出损失因果关系成立。根据《虚假陈述若干规定》第 31 条³⁰，损失因果关系的成立与否需要法院进一步审查损失与行为之间的实质关联程度，若被告能够举证证明原告的损失部分或全部系由虚假陈述外的因素所致时，可相应减轻或免除其赔偿责任。³¹前已详述，被告未披露行政处罚信息的行为与原告的买入决策之间交易因果关系不成立，在此前提下，损失因果关系自然无从建立。即便就交易因果关系按下不表，原告的损失也系由市场对“噪音信息”的过度反应、自身过错及行业系统性风险共同引发的结果，与被告未披露行为之间缺乏损失因果关系，不应完全归责于被告。

1. 李明泽的部分损失源自市场过度反应

2022 年 5 月 3 日，部分投资者通过非正式渠道获取被告历史上的环保处罚记录，并在投资者论坛中发布。在此影响下，被告股价从 2022 年 5 月 4 日至 5 月 7 日下跌 25%。“市场噪音”理论指出，在金融市场中，存在大量与基本面无关、仅由投资者情绪驱动的、未经验证的信息（即“市场噪音”）。此种信息会干扰投资者决策，引发非理性交易行为，从而导致资产价格暂时偏离。³²本案情形与该理论高度契合，投资者论坛所揭露信息符合“市场噪音”三个基本特征——传播渠道非官方性、与基本面无关性以及导致价格异常性。

首先，投资者论坛系匿名、开放的讨论平台，非《证券法》规定的法定信息披露渠道。自规范层面观之，《虚假陈述若干规定》第 8 条指出，揭露日的认定须满足“在具有全国性影响的媒体上公开”这一法定要件³³。司法实践中，法院更是对“具有全国性影响的媒体”进行严格解释，要求媒体具备权威性、公信力和广泛的市场影响力。例如，在新疆某研究院股份有限公司、张某甲等证券虚假陈述责任纠纷案中，法院明确指出“揭露媒体须在证券市场行业内具有一定知名度”³⁴。而本案中的投资者论坛显然不符合前述要求，一方面，论坛实际上系个体投资者匿名讨论交流、自由表达的平台，内容未经任何专业性审核或验证，缺乏权威性与公信力；另一方面，论坛受众有限，不具备全国性影响力。由是可见，投资者论坛属于典型的“噪音”传播渠道。

其次，论坛所传播的信息与被告基本面无关。一方面，论坛传播的系被告公司 2019 至 2020 年间的历史处罚信息，处罚发生之时距信息传播时已相隔近三年。且正如前文所述，相关处罚金额微小、问题已彻底整改，并未对被告 2022 年的持续经营能力、财务状况产生任何实质性影响。因此，该信息完全不具有影响理性投资者价值判断的实质内容。另一方面，投资者论坛这一非正式信息揭露渠道所揭露的信息偏离公司基本面的真实情况。有学者认为，若仅仅是一般自然人通过贴吧等平台来散布一些信息，由于这些信息的真实性极度存疑，即使其公开后影响了股票价格，法院也不能据此认为该散布信息的行为构成揭露。³⁵司法实践亦否定此类非正式渠道的揭露效力，法院对通过非正式信息渠道发布的信息认可度不高，认为揭露“缺少权威性”。³⁶此外，论坛信息的内容虽部分源于政府信息公开渠道，但经二次传播后已然变形。其一，前已述及，论坛信息发布主体多为匿名，且不受资质审查、筛选，在发布信息时难以保持客观中立的态度，多带有主观色彩，表述存在夸大可能；其二，论坛讨论缺乏上下文，易导致碎片化、片面化，信息在讨论过程中具有失真、偏离本意的可能；其三，论坛环境具有情绪传染性和放大性，易引发信息的情绪化传播和表达。

³⁰ 《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 31 条规定：“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。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。”

³¹ 参见陈洁：《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》2003 年第 10 期，第 53 页。

³² See Robert J. Shiller: “From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1.

³³ 《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 8 条规定：“揭露日是指虚假陈述在具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，需满足首次性、公开性及警示性。”

³⁴ 参见新疆某研究院股份有限公司、张某甲等证券虚假陈述责任纠纷案，新疆维吾尔自治区高级人民法院（2024）新民终 46 号二审判决书。

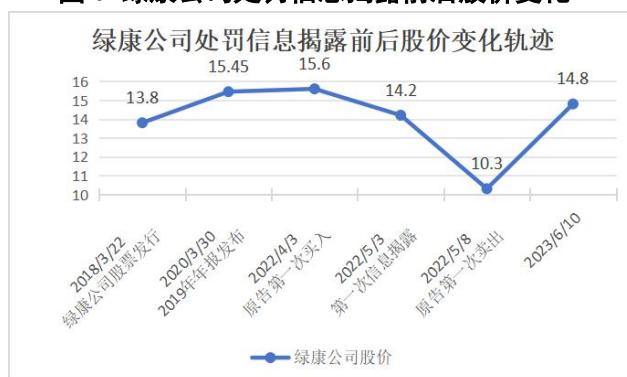
³⁵ 参见樊健：《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》，法律出版社 2021 年版，第 179 页。

³⁶ 参见张勇健：《论虚假陈述侵权行为的几个时间点》，载《法律适用》2003 年第 4 期，第 11 页。



再者，论坛发布信息后，被告股价异常波动。先是短期内急剧下跌 25%，又于 2023 年 6 月 10 日自然回升至 14.8 元/股（见图 1）。该异常波动正是“市场噪音”引发市场过度反应所造成的价格暂时偏离。被告股价下跌发生在投资者论坛“揭露”所谓的“处罚信息”后，系论坛散布噪音信息触发市场恐慌性抛售的结果。理论层面，投资者无法做到完全理性，其决策常受情绪、认知偏差以及市场传闻等影响。因此，当市场中出现未经证实的消极信息（“消极市场噪音”）时，投资者容易产生恐慌情绪，进而引发市场过度反应，导致价格出现剧烈波动。³⁷具体到本案数据层面，从李明泽 2022 年 5 月 8 日第一次抛售股票到 2023 年 6 月 10 日，被告股价由 10.30 元/股在短短一年时间内自然回升至 14.8 元/股，“V 型”反弹轨迹，清晰地证明了此前 25% 的下跌系噪音交易者非理性行为导致的价格暂时偏离，并非公司基本面恶化的结果。因此，本案符合《虚假陈述若干规定》第 31 条第 2 款中所列明的“原告损失是因证券市场对特定事件的过度反应”这一抗辩情形，原告的损失不应归责于被告的未披露行为，应当依法减免被告责任。

图 3 绿康公司处罚信息揭露前后股价变化³⁸



2. 李明泽的部分损失源自自身未尽审慎义务

《证券期货投资者适当性管理办法》第 4 条第 1 款明确宣导，投资者在证券市场中应“根据自身能力审慎决策，独立承担风险”³⁹。这意味着，除信息披露义务人应依法披露信息外，投资者在证券市场中亦应审慎进行作出交易决策，其需要对信息来源保持基本的警惕，对市场价格的异常波动具备基本的理性判断能力。⁴⁰而在本案中，原告李明泽其决策过程中存在三点明显疏忽。第一，对信息传播渠道非官方性的忽视。如前所述，投资者论坛系匿名、开放的讨论平台，不具备法定信息披露媒体的权威性与公信力。原告作为市场参与者，理应知悉法定信息披露渠道与民间讨论平台的本质差异，并能够合理分辨出论坛的非官方性；第二，对信息内容与基本面明显脱节的失察。对于论坛所揭露的处罚信息，原告理应能够根据信息所涉及处罚发生的时间、被告 2018 至 2021 年的营业收入和年度净利润数据等洞察出其与被告基本面的明显脱节。第三，对股价异常波动的盲目反应。投资者论坛揭露所谓的“处罚信息”后，被告股价在 2022 年 5 月 4 日到 5 月 7 日短短数个交易日日内重挫 25%，此幅度已远超市场正常波动范围，原告理应审慎斟酌是否确要卖出，而非盲目“杀跌”。根据《民法典》第 1173 条⁴¹确立的“过失相抵”制度，基于“为自己行为负责”的公平理念，个人对自身利益负有合理的照顾义务。由于《民法典》系调整平等民事主体间人身和财产关系的一

³⁷ See Robert J. Shiller: “Irrational Exuberance”, Princeton University Press 2017, 224-225.

³⁸ 数据来源于案件事实，股价单位为元/股。

³⁹ 《证券期货投资者适当性管理办法》第 4 条第 1 款规定：“投资者应当在了解产品或者服务情况，听取经营机构适当性意见的基础上，根据自身能力审慎决策，独立承担投资风险。”

⁴⁰ 《证券期货投资者适当性管理办法》第 4 条第 1 款的适用并非仅限于金融产品销售领域，而可以延伸适用于信息披露领域。该规定的背后的逻辑系基于证券交易买卖双方之间的信息不对等地位，法律通过设定专业方（卖方）的更高义务来平衡双方地位，但这种平衡并不意味着要绝对地、过度地保护处于劣势的一方，在信息优势方已尽其义务的基础上，信息劣势方应审慎作出决策、独立承担证券市场风险。信息披露领域与金融产品领域同处于证券市场中，面临着证券市场的多种风险，且信息披露领域中也存在信息不对等的双方。故该逻辑迁移至信息披露领域亦具有正当性、“卖者尽责，买者自负”原则同样适用于信息披露领域。

⁴¹ 《中华人民共和国民法典》第 1173 条规定：“被侵权人对同一损害的发生或者扩大有过错的，可以减轻侵权人的责任。”



般法，该制度可广泛适用于各种民事损害赔偿责任领域。本案中，原告未能合理照顾自身利益，盲目信赖“小道消息”而未能审慎甄别股价变动的异常性，相应损失不应归责于被告。

3. 李明泽的部分损失源自行业系统性风险

(1) 2022 年 5 月期间食品饮料板块受行业系统性风险影响，总体行情下行

股票作为一种有价证券，除具有流动性之外，还具有风险性、波动性特征，其决定了投资股票高风险、高收益的特性。被告公司主营业务为坚果炒货、烘焙食品与功能饮料等快消品的生产。2022 年 5 月期间，受疫情影响，国内多地采取疫情防控措施，严重抑制了商超、便利店等线下消费场景（见表 2），对以休闲食品为主要产品的快消品公司造成普遍冲击。这一宏观背景导致投资者对消费板块盈利预期转向悲观，资金从食品饮料板块持续流出。除国内因素外，2022 年 5 月美联储宣布加息 50 个基点，这一举动引发全球资本回流美元，资产的国际流动性收紧，对包括 A 股在内的新兴市场造成显著压力，进一步传导至食品饮料行业市场⁴²。在国内疫情防控政策对线下消费的冲击以及全球经济政策变化带来的资本市场压力下，该时期食品饮料行业股价整体呈下降趋势。需要强调的是，系统性风险造成的后果具有普遍性，无法为个别企业或行业所控制的。作为投资者，李明泽理应承担此种市场外部客观因素所带来的风险，故相应损失依法不应由被告承担。

表 3 2022 年 5 月社会消费品零售总额⁴³

指标	社会消费品零售总额当期值(亿元)	社会消费品零售总额累计值(亿元)	社会消费品零售总额同比增长(%)	限上单位消费品零售额当期值(亿元)	限上单位消费品零售额累计值(亿元)	限上单位消费品零售额同比增长(%)	限上单位消费品零售额累计增长(%)	
数据	33547.0	171689.3	-6.7	-1.5	12713.0	64614.0	-6.5	-0.9

(2) 关于系统性风险的扣除计算

在系统性风险计算方法的选取上，被告方采用“同步指数对比法”。理由在于，其一，统一扣除比例的方法（无论是法院酌定还是参考指数）无法反映整体市场风险与单一交易品种价格变化的相对关系，不能真实反映不同投资者经历的市场风险，可能会导致形式公平而实质不公平的结果。相比之下，同时考察指数变化与价格变化的“同步对比法”更具合理性和科学性⁴⁴；其二，方法选用了 3+X 指数作为市场风险对比的指数，该指数包括上证综指、申万一级行业指数和申万三级行业指数，既考虑了大盘的影响，又比对了同行业以及与个股最密切相关行业的影响，在市场风险影响程度的判定上更严谨；其三，经过反复验证，该方法确定的市场风险比例的结果与投资者的真实损失情况更接近。⁴⁵司法实践中，法院亦普遍认同采用该方法，如在“李媛、广东柏堡龙股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”中，广州市中级人民法院认为，中证中心选取具有代表性的行业指数作为参考指数，并同步采用“同步指数对比法”测算投资者证券市场系统风险扣除比例，可以更合理计算不同时期买入公司股票的各投资者因市场系统性风险受到的损失。⁴⁶

“同步指数对比法”的核心测算逻辑是将个案股价和同期证券市场指数进行对比，确定证券市场风险对个案股价波动的影响比例。在参考指数选取上，该方法确立了“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（后二者统称为行业指数），这三类指数是必选指数。其中，综合指数包括上证综指、深证综指、创业板综指，系争股票根据其上市板块选择一

⁴² 参见环球时报：《四十年来最激进，美储以加息收官 2022》，环球时报

<https://finance.huanqiu.com/article/4AuDExoBIKB>，最后访问于 2025 年 10 月 7 日。

⁴³ 中华人民共和国国家统计局.国家数据-2022 月度数据【EB/OL】.【2022】.中华人民共和国国家统计局，<https://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=A01>，最后访问于 2025 年 10 月 7 日。

⁴⁴ 参见林晓镍：《金融类案诉讼争点与裁判指引》，法律出版社 2023 年版，第 240 页。

⁴⁵ 参见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 号二审判决书。

⁴⁶ 参见李媛、广东柏堡龙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（2023）粤 01 民初 1479 号一审判决书。



个相关的综合指数作为参考指标；行业指数在国内主要的三个指数中证指数、国证指数和申万指数中选择。“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，属于可选指数。在系统性风险的计算时间段上，该方法以第一笔有效买入日到基准日前最后一笔卖出日或基准日为考察区间。在参与计算指数的选取上，该方法提供了不同情况下组合指数参与系统风险扣除计算的判定方法，其一，综合指数下跌，说明存在全局性系统风险，三种参考指数均参与计算；其二，综合指数上涨，且一级行业指数下跌，说明存在行业性的系统风险，故仅一级行业指数、三级行业指数参与计算；其三，综合指数和一级行业指数均上涨，且三级行业指数下跌，说明存在局部性的系统风险，故仅三级行业指数参与计算。最后，该方法的具体计算规则为，从投资者第一笔有效买入开始，将每个投资者持股期间的综合指数、行业指数的平均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风险的影响。该规则可转化为更为直观的计算公式，即证券市场系统风险扣除比例=组合指数平均跌幅/个股跌幅。其中，组合指数平均跌幅是将案件选取的参考指数分别计算出涨跌幅后，按照前文组合指数的判定规则判定纳入证券市场系统风险比例计算的指数涨跌幅数值，计算出参考指数的平均跌幅。即组合指数平均跌幅=(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。⁴⁷

本案中，在综合指数的选取上，因被告系在深圳证券交易所主板上市，故被告方以深证成指（399001）作为参考指数；在一级行业指数的选取上，因被告的主要经营范围为休闲食品、功能性饮料及健康食品的研发、生产与销售，属于主要消费领域，故被告方以中证全指主要消费指数（000990）作为参考指数；在三级行业指数的选取上，因被告产品涵盖坚果炒货、烘焙食品、功能饮料三大品类，故被告方以中证全指食品指数（H30192）作为参考指数。通过该三种指数间的对比（表 3）得出，在原告买入日 2020 年 4 月 3 日至卖出日 2022 年 5 月 8 日期间，综合指数与一级行业指数皆上涨，三级行业指数下跌，符合前述系统性风险认定规则中的第三种情况，说明此时存在局部性的风险，仅三级行业指数参与计算。结合具体计算公式可得，在原告买入日 2020 年 4 月 3 日至 2022 年 5 月 8 日间，证券市场系统性风险扣除比例=-5.87%/-33.97%≈0.17%。

表 4 个股、综合指数、行业指数涨跌幅对比⁴⁸

指标	买入日（2020 年 4 月 3 日）	卖出日（2022 年 5 月 8 日）	期间涨跌幅
绿康食品（002756）	15.6 元/股	10.3 元/股	-33.97%
深证成指（399001）	10110.11 点	10809.88 点	6.92%
中证全指主要消费指数（000990）	14615.86 点	17509.83 点	19.79%
中证全指食品指数（H30192）	7556.87 点	7113.14 点	-5.87%

综上，原告的部分投资损失系由原告自身过错、市场对“噪音信息”的过度反应及行业系统性风险造成，与被告的未披露行为无关，应当予以扣除。

小结

1. 原告买入决策系基于对公司的长期看好所作出的独立判断，未受未披露信息的诱导，与被告未披露行为间的交易因果关系不成立。
2. 原告损失系由自身过错、市场噪音及系统风险导致，与被告未披露行为间的损失因果关系不成立，应依法减免被告责任。

⁴⁷ 参见潘扬、山东东方海洋科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，山东省青岛市中级人民法院（2021）鲁 02 民初 2332 号民事判决书。

⁴⁸ 因卖出日 2022 年 5 月 8 日为星期日，处于交易所休市期间，无有关指数数据。鉴于卖出日前一个交易日既有相关数据可供计算参考，又不会因处于案涉系统性风险计算时间段外而受其他风险的干扰，故被告代理人建议选取该日指数数据作为替代。



第二节 绿康公司不应就《ESG 报告》中陈述承担损害赔偿责任

一、绿康公司在《ESG 报告》中的陈述不构成虚假陈述

(一) 《ESG 报告》中全产品线碳中和的相关陈述不构成虚假陈述

1. 碳中和的相关陈述属于自愿性披露信息

被告发布的《企业社会责任暨 ESG 报告》(以下简称《ESG 报告》)属于证券法中自愿性披露信息。现行法律规范上，2019 年我国《证券法》第 84 条第 1 款⁴⁹在肯定强制性信息披露制度的同时，引入了自愿性信息披露制度，允许并鼓励发行人自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息。

首先，在规范文义层面，2024 年 3 月 30 日被告发布《ESG 报告》时，ESG 报告系明文规定的企业自愿性披露信息。第一，法规范进程上，我国 ESG 信息披露制度经历了自愿披露到自愿披露与强制披露相结合的发展历程，⁵⁰2025 年 5 月 1 日前，ESG 报告中的碳中和目标属于自愿披露的企业展望，非强制性财务信息。《上市公司治理准则》(2018 年修订)第 95 条规定，上市公司应当依照法律法规和有关部门的要求披露社会责任信息，⁵¹该条为参引性条款，对此，一方面，《证券法》第 81 条第 2 款并未将 ESG 信息列入“重大事件”范畴，另一方面，证监会发布的《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 年修订)鼓励公司自愿披露有利于保护生态、防治污染、履行环境责任的相关信息，⁵²《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》(2020 年修订)第 8.3 条也规定了公司社会责任报告为自愿性披露内容。⁵³《上市公司可持续发展报告指引(试行)》首次对上证 180 指数、科创 50 指数、深证 100 指数、创业板指数等重要市场指数样本公司以及境内外同时上市的公司的可持续发展信息披露作出强制要求，而该规范系自 2025 年 5 月 1 日起方才施行。第二，信息披露主体上，《企业环境信息依法披露管理办法》中应当履行环境信息披露义务的企业主要是重点排污单位、实施强制性清洁生产审核的企业、上一年度因生态环境违法行为承担过法律责任的上市公司和发债企业；《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 年修订)将应当披露环境信息的主体限定于属于环保部门公布的重点排污单位的公司或其主要子公司，对于其他企业则以鼓励披露为主。⁵⁴由此可见，被告作为报告发布上一年度无环保处罚记录的非重点排污单位，发布《ESG 报告》系进行自愿性信息披露，即使后来有关规定要求强制披露，也不应以后见之明苛责勇敢走在行业前列的被告公司。

其次，在实质特征上，被告发布的《ESG 报告》符合自愿性披露信息的定义与特征。《证券法》第 84 条第 1 款将自愿性披露信息确定为“依法需要披露的信息之外”的“与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息”。“依法需要披露的信息”是指强制性信息披露的对象，因“对投资者决策或者股票交易价格产生较大影响”的重大性而需要强制披露。重大性决定了信息是否重要，进而决定了上市公司是否负有披露义务。⁵⁵至于“与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息”的要求，是对自愿性披露信息范围的界定，相较“交易价格产生较大影响的重大事件”以及证券法

⁴⁹ 《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。”

⁵⁰ 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》，《重庆大学学报（社会科学版）》2024 年第 2 期，第 198 页。

⁵¹ 《上市公司治理准则》(2018 年修订)第 95 条规定：“上市公司应当依照法律法规和有关部门的要求，披露环境信息以及履行扶贫等社会责任相关情况。”

⁵² 《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 年修订)》第 41 条第 2 款规定：“鼓励公司自愿披露有利于保护生态、防治污染、履行环境责任的相关信息……。鼓励公司自愿披露在报告期内为减少其碳排放所采取的措施及效果。”

⁵³ 《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》(2020 年修订)第 8.3 条规定：“上市公司应当积极履行社会责任，定期评估公司社会责任的履行情况，自愿披露公司社会责任报告。”

⁵⁴ 参见董战峰、吴慧聪、贾真等：《中国 ESG 政策探索与实践进展研究》，载 2024 年《中国环境管理》第 1 期，第 7-15 页。

⁵⁵ 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。



第 19 条第 1 款关于“充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息”⁵⁶，不难看出，前者对于所披露信息与投资者决策、股票交易价格间内在关联，也即信息重要性程度的要求，显然有所降低。易言之，上述关联性要求的强度决定了自愿性披露信息区别于强制性披露信息的非重大性特征。⁵⁷进一步地，某一信息是否重大很大程度上取决于信息披露时的社会状况、宏观政策目标等因素，⁵⁸《上市公司信息披露管理办法》（2021 年修订）第 14 条、第 15 条、第 22 条和《证券法》第 81 条以列举的方式规定了上市公司强制性定期披露与临时披露的内容，其中会计数据、财务指标、董监高任职情况等事项均对公司发展状况和市场评估具有重大影响。本案中，被告的 ESG 报告系对公司环保措施、生产技术等的报告，形式上不属于法定重大事件范围，实质上不涉及公司重大决策与人员变动，不与所有者权益直接或间接相关，在重要性程度上远不及前述强制性信息披露的内容。因此，其性质上当属自愿性披露信息。综上所述，无论从规范文义抑或实质特征维度，被告均不负有披露案涉 ESG 相关信息的义务。在此基础上，被告对《ESG 报告》所涉信息的披露，系积极响应国家“绿水青山就是金山银山”号召，践行低碳生产社会责任的表现，“已实现全产品线的碳中和目标”这一陈述自不例外。

2. 碳中和的相关陈述真实、准确、完整

自愿性信息披露是证券市场信息披露制度的组成部分，也应遵循《证券法》第 78 条第 2 款和《上市公司信息披露管理办法》第 5 条第 2 款“真实、准确、完整”的一般要求⁵⁹。其中，真实性要求信息必须基于客观事实，杜绝虚构或误导性陈述；准确性则强调表述的精确性，确保数据、结论等关键要素清晰明确，避免模糊或歧义；完整性则要求企业全面披露相关信息，不得选择性隐瞒可能影响投资者判断的重要内容。⁶⁰进一步地，自愿披露的信息具有选择性和个性化的特征，就“陈述的完整或准确”而言，应当对其施以低于强制信披水平的要求。⁶¹本案中，被告“已实现全产品线的碳中和目标”的陈述合乎上述要求，理由如下。

（1）碳中和的相关陈述系基于公司真实的环保投入而作出

首先，绿康公司基于巨额真实投入和专业判断作出了详细透明的披露。具体而言，被告投入巨资升级环保设备，大幅降低了单位产品的碳排放量；积极解决废水、固废等历史问题，应用清洁生产技术，推动生产工艺绿色化；投资建设光伏等清洁能源项目，开发可再生能源，已在环保设备升级、技术改造等方面累计真实投资超 5.2 亿元，巨额真实投入证明公司正在积极推进绿色转型。对于剩余无法避免的排放，被告通过购买经国际核证碳标准认可的碳汇进行抵消。基于上述巨额投入与持久努力，公司笃信《ESG 报告》中披露的信息均属真实。在此基础上，被告在报告中详细透明地披露了碳中和的方式方法、应用技术、具体数据，不存在选择性披露行为，因而有理由相信所披露信息符合完整性的要求。

（2）碳排放核算标准的分歧不构成事实层面捏造，非主观欺诈

标准选用上，温室气体核算标准本身具有非强制性，原告方所谓的“虚假陈述”本质上是关于碳核算方法的分歧，而非事实层面的捏造，被告不具有欺诈的主观故意。

首先，北京绿色发展研究院核算依据的温室气体核算标准不具有强制约束力。本案中，研究院

⁵⁶ 《证券法》第 19 条第 1 款规定：“发行人报送的证券发行申请文件，应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息，内容应当真实、准确、完整。”

⁵⁷ 参见陈洁：《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 72-73 页。

⁵⁸ 参见北京大学法学院课题组：《自愿性信息披露制度比较研究》，载蔡建春、卢文道主编：《证券法苑》第 33 卷，法律出版社 2021 年版，第 163 页。

⁵⁹ 《证券法》（2019 修订）第 78 条第 2 款规定：“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。”《上市公司信息披露管理办法》（2021 修订）第 5 条第 2 款规定：“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。”

⁶⁰ 参见陈洁：《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 79-80 页。

⁶¹ 2011 年证监会《信息披露违法行为行政责任认定规则》（证监会公告〔2011〕11 号）第 9 条规定，误导性陈述是指信息披露义务人在公开披露信息时作出的陈述不完整或不准确，致使或者可能致使投资者对此陈述产生误解从而影响其投资决策的信息披露违法行为。强制性信息披露是发行人的法定义务，因此，判断发行人是否违反信息披露义务是以客观结果为标准的。



在进行调查时，系基于国际通行碳排放核算标准对公司的碳中和声明进行评估，而非依托我国已生效的法律法规。须指出的是，国际标准只有在被特定法域的法律明确采纳后，才对该地区的企业具有强制约束力。目前国际通行的碳排放核算标准系《温室气体核算体系》（GHG Protocol），其本身并非强制的国际公约，而是由世界资源研究所（WRI）和世界可持续发展工商理事会（WBCSD）等非政府组织牵头，与政府、企业合作开发的自愿性指南。在该标准被各国政府接纳以前，其划定的三个范围均不属于强制披露内容。况且，被告报告于 2024 年发布，根据法不溯及既往的法理，不应用后来的标准⁶²苛责主动承担社会表率的被告。

其次，全球碳核算标准正处于发展阶段，被告发布信息时该领域远未实现稳定和统一。第一，《ESG 报告》发布时国际上关于碳排放的核算标准尚未统一。2025 年 9 月 9 日国际标准化组织(ISO)、温室气体议定书(GHG Protocol)、世界资源研究所(WRI)与世界可持续发展工商理事会(WBCSD)联合倡议，宣布建立具有里程碑意义的合作伙伴关系，以协调其现有的温室气体(GHG)标准组合，共同制定新的温室气体排放核算和报告标准。GHG 官网报道显示，在该次联合倡议前，温室气体标准一直是各组织、各标准体系独立制定，涵盖范围和验证指南各不相同。由此可知，直到此次 ISO - GHG Protocol 新合作伙伴关系建立，世界范围内碳核算标准才开始初步向整合与共同开发方向转变。⁶³第二，《ESG 报告》发布时我国境内采何种计算标准亦不明晰。生态环境部在其 2025 年 6 月发布的《产品碳足迹管理体系建设进展报告（2025）》中指出，“2024 年 8 月发布的《温室气体产品碳足迹量化要求和指南》（GB/T 24067-2024）国家标准规定了产品碳足迹的研究范围、原则和量化方法等，填补了我国产品碳足迹核算通用标准的空白，为各方研究编制具体产品碳足迹核算标准提供指导。”⁶⁴这也变相说明以往标准可能存在“混乱”并需要协调。在国内、国际均无确定标准可依的大背景下，被告勇担表率披露 ESG 信息，选择国际通行准则之一是无奈之举，绝非刻意引起混淆的误导行为。

（3）公司购买的碳汇项目减排量真实，用以抵消碳排放量合规

被告购买并用于抵消的碳汇，是基于国家认可的碳汇交易机制，由专业第三方机构核证并签发的碳信用。该行为完全符合国内外碳市场的通行规则与会计准则。需要特别指出的是，减排量须经认定方可交易。首先，从定义上看，根据《联合国气候变化框架公约》（UNFCCC）以及《京都议定书》的相关条款，增加森林的固碳量作为一种减排手段和机制，可被转化为商品进行交易；而林业碳汇系指经过有资格的第三方机构核证之后的减排量，其可作为排放权交易的标的。⁶⁵具体而言，依照《联合国气候变化框架公约》（UNFCCC）第 17/CP.7 和第 19/CP.9 号决议的要求，减排量须经相关机构审核、监测、计量和签发核准后，才可进行交易。⁶⁶其次，从交易条件上看，由于林业碳汇项目的实施目的是通过森林的固碳功能降低大气中二氧化碳的浓度，从而抵消温室气体的排放，因此只有超过项目未实施时的碳储量的部分碳汇量才能用于抵消温室气体排放，才具有商品的特性而可以进入碳市场进行交易。此外，从认证条件上看，减排量的认证需要通过具有资质的第三方认证机构进行。第三方认证机构主要负责对碳汇项目的设计进行可行性分析，对基线数据和项目事前预估数据的准确性进行核算。林业碳汇项目的减排量只有符合可测量、可报告、可监测的“三可”

⁶² 2025 年 4 月 27 日，财政部，生态环境部发布《关于征求〈企业可持续披露准则第 1 号——气候（试行）（征求意见稿）〉意见的函》。2024 年 9 月 29 日，国家市场监督管理总局，国家标准化管理委员会发布《温室气体排放核算与报告要求 第 25 部分：食品、烟草及酒、饮料和精制茶企业》，2025 年 4 月 1 日起实施。

⁶³ Release: ISO and GHG Protocol Announce Strategic Partnership to Deliver Unified Global Standards for Greenhouse Gas Emissions Accounting, 载 <https://ghgprotocol.org/blog/release-iso-and-ghg-protocol-announce-strategic-partnership-deliver-unified-global-standards>, 最后访问于 2025 年 10 月 7 日。

⁶⁴ 中华人民共和国生态环境部：《产品碳足迹管理体系建设进展报告（2025）》，2025 年 6 月，第 5-7 页。

⁶⁵ Conference of the Parties to the United Nations Framework Convention on Climate Change, 2003, *Modalities and procedures for afforestation and reforestation project activities under the clean development mechanism in the 1st commitment period of the Kyoto Protocol*, FCCC/CP/DEC/2003/19/CP.9, in *Report of the Conference of the Parties on its 9th session, held at Milan from 1 to 12 December 2003*, FCCC/CP/2003/6/Add.2, 30 March 2004, pp. 13-31.

⁶⁶ 参见康艳兵、熊小平、赵盟：《碳交易本质与制度框架》，载《中国发展观察》，2015 年第 10 期，第 32-35 页。



技术要求，才具备成为交易标的的条件。⁶⁷易言之，未经认定的减排量完全不可能被投放进市场，故其他企业根本无从知晓和购买，更无法将其作为减排量计入企业报告。

图 4 林业碳汇项目开发交易简要流程图



本案中，被告购买的并非树木未来的减排效果，而是由专业机构核证签发的、即时的、可交易的碳信用额度。第一，碳汇交易购买的是信用额度而非树木减排量本身。减排量与碳信用额度并非同一概念，碳汇交易机制的核心在于通过专业的计量和核证项目未来的减碳潜力，将减排量量化和现值信用化为当前可交易的信用产品。被告公司作为买方，购买和使用的是这一现时的产品。第二，碳信用额度的数值具备第三方核证机构审核的权威性与合规性。碳信用额度需经由国家备案认可的第三方核证机构，依据国家发改委发布的《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》（发改气候〔2012〕1668号）及其相关方法进行严格审核。该审核过程已经科学地评估并确认了项目在整个周期内的预期减排总量，且核证机构已据此签发了相应的信用额度。因此，在签发瞬间，这些额度即代表了一份确定的、可即时用于抵消的减排量。被告公司使用这些经过权威核证的额度进行抵消，是完全合规和正当的。第三，被告公司会计处理合法合规。在会计处理上，企业碳排放报告遵循报告期匹配原则，即核算的是本报告期（如2024年度）内的碳排放量。相应地，用于抵消的碳信用也必须是在本报告期内购买的额度，且计算后应立刻注销。尽管碳汇项目的效果是长期的，基于项目产生的碳信用额度仅能用以抵消当年的碳排放量，具有时限性，这种在同期内清缴抵消的会计处理，符合全球通行的碳会计准则。综上，北京绿色发展研究院并非具备官方资质的第三方调查机构，其调查结论的可靠性本就存疑，况且其报告的指控源于对碳市场交易机制的误解。被告购买了由权威第三方核证签发的即时碳信用产品，在正确的报告期内进行了合规的会计抵消处理，交易与抵消过程全部公开、透明、有据可查，完全遵循市场规则，在《ESG报告》中关于碳汇项目购买的陈述也全部真实、准确，不属于虚假记载。退一步来讲，即便所购买减排量确未经过核准，此等错谬也不应归责于被告。被告在公开交易的市场上买进减排量，对官方交易所售卖碳汇项目的合规性具备合理信赖，对于核准的合法性不负审查义务，且被告也支付了符合市场价格的合理对价，故不应将第三方官方机构的过错转移由被告承担。最后，即便认为被告《ESG报告》中的表述可以更加严谨或完善，这也仅仅属于国内无明确法规依据背景下无奈的表述瑕疵，而非故意的虚假陈述。从被告持续数年、投入数亿的真金白银进行环保改造可以看出，被告推动绿色转型的决心是真诚的、一贯的。

3. 关于碳中和的广告和包装系不受证券法调整的商业宣传行为

被告开展的企业形象宣传和产品包装换新属于商业宣传的范畴，而非证券法上的信息披露。在“陈亮与北汽福田汽车股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷”一案中，北京金融法院认为，北汽福田公司在其官网上发布的“福田汽车品牌价值突破1800亿元”“中国500最具价值品牌证书”等宣传信息并不属于法律、法规、监管部门规章等规范性文件有关需要强制披露的重大事项，不属于

⁶⁷ 参见张小全、武曙红：《中国 CDM 造林再造林项目指南》，中国林业出版社 2006 年版。



构成证券虚假陈述所要求的信息披露行为；且证券虚假陈述行为需要具备“虚假性”，即所披露的信息是不真实的或因不完整、不准确而具有误导性，行为人应当具备主观欺诈性。⁶⁸由此可见，对宣传信息的定性需要既需要判断信息本身的内容是否属于强制性披露事项，也需要考察行为人主观是否具有欺诈性。本案中，首先，法律规范上，企业形象宣传和产品包装革新不符合信息披露标准。《证券法》第 80 条第 2 款以列举的形式规定了强制需要披露的重大事件，商业宣传不属于其中明确列出的需要强制予以披露的事项。其次，在主观层面，被告有巨额实质投入和善意实践作为支撑，不具有主观欺诈恶意。被告确实投入 5.2 亿元巨资升级生产工艺、购买绿色电力、支持碳抵消项目，且在相关产品的详情页面详细介绍了公司零碳生产工艺，对于碳中和的英文表示还作了细致的中文说明，被告主观上毫无隐瞒故意，尽最大努力让消费者了解被告公司的技术和产品。因此，被告开展的企业形象宣传和产品包装革新不属于虚假陈述，对于不属于信息披露的广告宣传，要适用《消费者权益保护法》《广告法》和《反不正当竞争法》而非《证券法》的规制逻辑。

第一，被告的商业宣传不会导致理性消费者的误解，属于允许的商业吹嘘范畴。市场本身具有识别和筛选信息的能力，理性的消费者和投资者通常不会仅依赖单一的广告语作出决策。⁶⁹在美国 Swartz v. Coca-Cola Co. 案中，可口可乐公司在其塑料瓶产品上标注“100% recyclable”，并宣传公司致力于减少塑料污染，作为原告的消费者指控该声明系属虚假，具有误导性。法院认为，判断声明是否虚假需基于普通理性消费者的理解，可口可乐的环保承诺属于企业吹嘘，理性消费者不会依赖其作为事实保证，故不适用证券法标准。⁷⁰具体到本案中，从一个理性消费者的观念出发，其在看到“碳中和”相关包装和宣传时，会将之理解为企业基于自身绿色生产基础作出的商业宣传，不会将产品包装或电商店铺的宣传语等同于正式的信息披露。从信息获取的便利性出发，被告不仅在显著位置放置标识，更在详情页提供了详细的实现路径说明，进一步确保了感兴趣的用户能便捷地获取完整信息，避免产生误解。

第二，要严格区分广告宣传与信息披露的不同要求，被告已尽到广告法下的透明度义务。被告详细介绍了为实现碳中和所采取的零碳生产工艺、碳足迹核算方法以及经专业机构认证的碳抵消项目，提供了让消费者深入了解的依据，避免了笼统的欺骗性。不同的立法目的决定了规制的力度与严格程度，对于广告宣传而言，只要陈述有客观投入支撑，且不会误导理性消费者，即不违法；而信息披露主要受《证券法》约束，关注信息是否完整、准确，是否会影响理性投资者的决策，要求更高程度的严谨性和全面性。若以证券信息披露的重大性标准来苛求商业广告宣传，即混淆了两种不同的法律范畴。即使法庭认为该商业宣传存在一定模糊性，被告的行为也完全出于善意且具有实质内容支撑，如前所述，被告与北京绿色发展研究院报告的计算方式差异系因国内尚无统一明确标准，这与构成欺诈所需的主观恶意截然相反。被告公司践行了实质性的投入，为行业绿色环保、低碳减排作出了积极表率，法律不应、也不会惩罚一个基于实质投入而进行环保宣传的企业，若仅因宣传中存在技术性分歧或阶段性成果未被完美呈现，便轻易冠以虚假宣传的指控，将严重挫伤企业投身于社会公益事业和向消费者传达环保努力的积极性。市场监管的宗旨应是维护公平的竞争环境，而非以事后之明的严苛标准，去扼杀企业在宣传中进行探索和表达的热情，这最终损害的是消费者的知情权和选择权，也与国家“双碳”政策背道而驰。

小结

1. 不论是从规范文义看，还是从实质特征看，关于碳中和的陈述都属于自愿性披露信息。
2. 关于碳中和的陈述系基于公司真实的环保投入作出，碳汇项目的减排量真实、计算方式合规，核算标准的差异系方法层面的分歧而非事实层面的捏造，故关于碳中和的陈述真实、准确、完整、透明，不构成误导性陈述。

⁶⁸ 参见陈亮与北汽福田汽车股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，北京金融法院（2022）京 74 民初 602 号。

⁶⁹ See Barbara Ballan & Jason J. Czarnecki, Disclosure, Greenwashing, and the Future of ESG Litigation, 81.

⁷⁰ See Swartz v. Coca-Cola Co., No. 21-cv-04643, 2022 WL 17881771, at *1-2 (N.D. Cal. Nov. 18, 2022); see also Endlessly Refreshing: Coca-Cola North America Rolls Out Bottles Made from 100% Recycled PET Plastic, COCA-COLA Co. (Feb. 10, 2021), <https://perma.cc/TUN3-XJ5J>.



(二) 《ESG 报告》中企业前景的展望不构成虚假陈述行为

被告发布的《ESG 报告》中，关于“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”的论述系对未来规划的预测性信息，应适用预测性信息的安全港规则，不构成虚假陈述行为。

1. 可再生能源使用比例的展望属于预测性信息而非公开承诺

(1) 展望缺乏具体的义务与责任，不构成公开承诺

ESG 声明不满足《上市公司监管指引第 4 号——上市公司及其相关方承诺》中的法定形式要件，因此不构成法律上的承诺。应当明确的是，一个公开允诺应当具备表示价值，即允诺人应当明确自身负有何种义务，并明确义务违反时自身承担何种责任。

首先，从现行规范上看，《上市公司监管指引第 4 号——上市公司及其相关方承诺》第 5 条和第 6 条明确规定了“承诺”应具备的要件。其中，履约方式、履约时限、履约能力分析、履约风险及防范对策等被明确列举为承诺应当包括的内容。⁷¹对该条款作解释可见，我国上市公司承诺依据其内容是否完备，可以分为完备承诺和不完备承诺。完备承诺包括了承诺的时间、设定义务的内容、履行的期限等，内容明确具体，具有较为完备的效果意思；内容不完备的承诺则不包含承诺的具体履行方式、时间期限，实际上欠缺法效意思，不构成单方民事法律行为。因此，有观点认为，上市公司承诺内容不完备的“软性承诺”，没有履行时间、履行条件等具体内容的“承诺”，本质上不是单方允诺，在一定意义上仅仅是承诺人“诚意”的表达，投资者并不因此取得请求承诺人履行的权利。⁷²具体到本案中，其一，被告《ESG 报告》并没有提及实现目标的具体路径。报告仅提出了“70%”和“净零排放”的宏观目标，但未阐明实现该目标的具体路径、技术方案、投资计划、分年度计划、时间节点（如分年度计划）等履约方式，对于如何提升至 70%、需要多少投资等问题都没有作出具体清晰的承诺。其二，报告中没有任何关于违反承诺的责任条款，因此，被告的表述不具备表示价值，系为自身设定的积极的发展规划和企业愿景，其初衷是向市场传递公司绿色发展的决心和方向，而非设立一项受法律约束的、可被强制执行的法律义务。其次，自类型化的视角观之，被告《ESG 报告》不属于常见的公开承诺情况。根据沪、深交易所股票上市相关规则，上市公司有义务将公司和其他相关信息披露义务人的承诺情况单独摘出报送交易所备案，并在交易所网站公开披露。自 2012 年起，沪、深交易所专版披露上市公司大股东、董监高等作出公开承诺的情况。以深交所官网为例，其在“监管信息公开”的页面下专门开辟了“承诺事项及履行情况”板块用于披露上市公司承诺，且交易所目前是按照实践中公开承诺的具体事项进行分类。⁷³截至目前，深交所披露的主板承诺十三个类别，⁷⁴其中没有任何一类包含和被告《ESG 报告》相同的对未来结果推测的内容形式，故从形式层面来看，被告《ESG 报告》也不属于公开承诺。

(2) 展望的实现与否受制于客观条件，符合预测性信息的本质特征

进一步地，可再生能源比例达 70% 的规划不仅没有表示价值，也没有受法律拘束的意思。

首先，从概念上看，信息披露不仅包括已经发生的、结果客观确定的事实性信息，而且包括尚

⁷¹ 《上市公司监管指引第 4 号——上市公司及其相关方承诺》第 5 条第 1 款规定：“承诺人作出的承诺应当明确、具体、可执行，不得承诺根据当时情况判断明显不能实现的事项。”第 6 条规定：“承诺人的承诺事项应当包括以下内容：（一）承诺的具体事项；（二）履约方式、履约时限、履约能力分析、履约风险及防范对策；（三）履约担保安排，包括担保方、担保方资质、担保方式、担保协议（函）主要条款、担保责任等（如有）；（四）履行承诺声明和违反承诺的责任；（五）中国证监会要求的其他内容。……”

⁷² 参见陈亦聪、武俊桥：《上市公司承诺履行与上市公司诚信塑造》，载《证券法苑》2012 年第 7 卷，第 316-330 页。

⁷³ 参见龚澄渝：《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》，载彭冰主编：《金融法苑（2021）》（总第 105 辑），中国金融出版社 2021 年版，第 57-58 页。

⁷⁴ 参见深圳交易所官方网站：<https://www.szse.cn/disclosure/supervision/promise/index.html>，最后访问于 2025 年 10 月 7 日。截至 2025 年 9 月 29 日，深交所披露的主板承诺类别共包括股份限售承诺，股份增持承诺，股份减持承诺，业绩承诺及补偿安排，股份回购承诺，向流通股股东追送股份或现金承诺，股东一致行动承诺，募集资金使用承诺，分红承诺，关于同业竞争、关联交易、资金占用方面的承诺，不进行重大资产重组承诺，稳定股价承诺，其他承诺十三个大类。“其他承诺”中也不包含与本案案情类似的“承诺”。



未发生或结果尚未确定的、蕴含主观色彩的预测性信息，如发行人对未来业绩的预测、未来发展规划等。⁷⁵预测性信息既包括通常提及的财务信息，即对未来业绩的预测，也包括上市公司的未来发展信息（含经营性信息、社会性信息）。⁷⁶现行规范上，我国《证券法》并未界定预测性信息的概念，《虚假陈述若干规定》也仅仅以“盈利预测、发展规划等预测性信息”的表述形式简单列举了两种预测性信息的常见形式，证券监管领域同样并未就预测性信息设置统一的特别法规则，关于不同环节所涉不同类型预测性信息的规定，散见于各类规范性文件之中。因此，需要从预测性信息的本质特点出发界定其概念。鉴于在信息披露人发布预测性信息时，其准确性仍然受到嗣后事项之影响，预测性信息区别于事实性信息的本质特征就在于其准确性在披露时尚不可被合理验证，信息的不确定性无法在此时被合理消除。本案中，被告《ESG 报告》中“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”的论述，系披露时公司基于既有信息并经合理分析作出，可能会受到政策风险、技术风险、市场风险、不可抗力风险等多种风险的影响，其实现绝非仅依赖于公司自身的主观意愿和努力，可见在发布之时其准确性尚不可被合理验证，其不确定性无法通过披露时的可用信息或手段被彻底消除，因此属于预测性信息。

其次，从实现可能性上界分，预测性信息是对未来“结果”的推测，而公开承诺则是对未来的“行为”的自我约束。⁷⁷上海金融法院审理的“刘某 1 等与某某公司 1 等证券虚假陈述责任纠纷”一案中法院也有类似裁判观点。法院认为，预测性信息通常是基于客观情况的未来预测，但最终预测结果能否实现与预测行为人自身主观意愿关联较小，而多受制于客观环境的变化，该类信息自始带有一定的不确定性，即便事后与实际经营情况存在差异，信息披露义务人在提示风险、预测基础合理并及时更正的情况下可适用“安全港”规则免责。⁷⁸该案中，高管个人增持股票承诺是一个仅关乎个人决策和财务能力、封闭且确定的行为，其实现更多取决于承诺人自身的主观意愿及努力程度，所以被认定为承诺。从反面解释可知，对于受制于客观环境的预测性信息，应适用更宽容的“安全港”规则，而非等同于对个人承诺的刚性要求。

再次，本案中，被告在《ESG 报告》中所称的“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”，是对公司未来经营结果的一种乐观预测和战略展望。该结果的实现，绝非仅依赖于公司自身的主观意愿和努力。作为一个宏观、复杂、长期的战略性目标，其实现更多受制于客观环境的变化。国家可再生能源补贴政策、国家电网的清洁化进程带来的政策风险、光伏储能技术成本与绿色电力采购价格带来的经济风险、供应链不稳定性带来的市场风险、生产基地改造出现的不可抗力执行风险等等客观存在的、被告无法完全控制的风险，使得 ESG 目标自始充满了不确定性，因而一个理性的投资者不会认为，公司意在为自身设定一个绝对的拘束。对比前述“刘某 1 等与某某公司 1 等证券虚假陈述责任纠纷”一案，被告虽然有努力实现的主观意愿，并已采取了切实行动，但这绝不意味着被告能为一个未来的、宏观的结果提供百分之百的确定性担保。这既是商业常识，也是法院所认可的“预测性信息自始带有的不确定性”。若被告公司承诺的是“我们将投资 X 亿元建设光伏项目”或“我们将与 Y 公司签署购电协议”，或可被认定为对未来的承诺；而“实现某个比例目标”是对行为可能产生的最终结果的预测，二者性质截然不同。原告试图用约束个人的标准来审判一个公司的战略愿景，是在混淆两种完全不同性质的行为。

综上所述，被告《ESG 报告》中的相关陈述缺乏《监管指引第 4 号》所要求的明确履约路径与违反责任条款，且结果的实现高度依赖外部客观环境，不具有法律上的强制约束力，不构成法律意义上的“承诺”，而应认定为预测性信息。

⁷⁵ 参见赵昊：《预测性信息虚假陈述民事责任研究》，载彭冰主编：《金融法苑（2023）》（总第 110 辑），中国金融出版社 2023 年版，第 242 页。

⁷⁶ 参见郭峰：《前景性信息披露与安全港司法规则》，载《法律适用》2024 年第 4 期，第 37 页。作者在文中认为预测性信息是前景性信息的一种，不过鉴于司法实践中的普遍称谓，为统一表述，答辩状中将包括译文在内的“预测性信息”与“前景性信息”统一称为“预测性信息”。

⁷⁷ 参见徐明、李敬宜：《证券市场公开承诺法律性质及民事责任再解》，载《中国政法大学学报》2025 年第 2 期，第 240-241 页。

⁷⁸ 参见刘某 1 等与某某公司 1 等证券虚假陈述责任纠纷，上海金融法院（2023）沪 74 民初 800 号民事判决。



2. 可再生能源使用比例的展望合乎对预测性信息披露的规范要求

(1) 预测落空时，信息披露人可基于安全港规则免责

预测性信息具有区别于事实性信息的鲜明特征，在其产生方法、确定性程度、向投资者呈现的内容上均与传统信息披露意义上的事实性信息存在巨大差异。预测性信息更多着眼于未来的情况，是公司对未来事实的估计和推测，⁷⁹包含浓厚的主观色彩。由于事物从来不可能完全按照计算发展，预测性信息不准确性是不可避免的，因此不能像历史性信息一样设置统一的、刚性的披露标准。⁸⁰因此，法律对预测性信息的准确性要求，相较于事实性信息应更为宽松，即现行法中规定的预测性信息应适用安全港规则。预测性信息虽也需满足准确性原则，但预测性信息是公司管理层以现有信息为基础对未来事实作出的主观预测，本身即蕴含着不确定性与主观性，在被作出时无从验证其准确性，更难苛求预测能够达到“准确”的标准，故预测性信息虚假陈述认定不能简单套用认定事实性信息虚假陈述时采用的准确性标准，否则意味着对上市公司课以过重的义务披露义务与法律责任，从而可能抑制发行人披露预测性信息的积极性。⁸¹2022 年最高人民法院发布的《虚假陈述若干规定》创设安全港规则，该规定第 6 条列出了纳入安全港司法规则保护的预测性信息的基本类型——发展规划信息、盈利预测信息。在有关规范性文件中，发展规划信息一般称为发展战略、经营计划，⁸²基于此，发展规划信息是上市公司已经制定的、有一定依据的、比较切实可行的发展计划与安排。有观点认为，自愿披露的反映新经济、新业态、新技术、新生活的未来性信息（如 ESG 信息），除了具有不确定性外，还具有不成熟性、实验性、风险性，故可以将符合重大性标准的信息纳入安全港司法规则保护，如 ESG 信息。⁸³

(2) 公司展望符合安全港规则的构成要件

《虚假陈述若干规定》第 6 条规定了适用安全港规则需要满足的三个条件：披露预测性信息的发行人在同时满足充分提示风险、基于合理编制信息以及及时履行更正义务三项条件的情形下，免于承担虚假陈述民事责任。⁸⁴

首先，关于警示性陈述，《上市公司治理准则》第 91 条第 2 款规定“应当明确预测的依据，并提示可能出现的不确定性和风险”，也即仅仅笼统要求预测性信息中应涵盖警示语言。《虚假陈述若干规定》第 6 条第 1 款第 1 项的表述为，应当“对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示”。“重要因素”意味着这些因素可以实际影响预测性陈述能否实现。至于“充分的风险提示”的认定标准，《虚假陈述若干规定》及相关监管规则并未明确。⁸⁵虽然目前对于警示性陈述是否需要是实质性的、全面性的多有争议，但被告发布《ESG 报告》时现行法规范尚不明晰，于情于理也不能苛求被告公司的披露形式。司法实践中，对于警示性陈述的认定也显示出宽容的态度。在“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”中，飞乐音响在业绩预增公告中只披露了简单而格式化的风险提示，上海市高级人民法院即认定其能够对投资者产生实质性的风险提示作用，故不构成虚假陈述。⁸⁶具体到本案中，《深圳证券交易所自律监管指南第 2 号——公告格式》所规定的公告格式中包含了专门的风险提示格式指引，被告依照该指南的规定格式编制《ESG 报告》，

⁷⁹ 参见蒋顺才、刘雪辉、刘迎新：《上市公司信息披露》，清华大学出版社 2004 年版，第 138 页。

⁸⁰ 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 82 页。

⁸¹ 参见赵昊：《预测性信息虚假陈述民事责任研究》，载彭冰主编：《金融法苑（2023）》（总第 110 辑），中国金融出版社 2023 年版，第 244-245、250 页。

⁸² 参见《上市公司证券发行注册管理办法》第 40 条；《公司法》第 67 条第 1 款第 3 项、第 120 条第 2 款。

⁸³ 参见郭锋：《前景性信息披露与安全港司法规则》，载《法律适用》2024 年第 4 期，第 43-44、55 页。

⁸⁴ 《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 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。”

⁸⁵ 参见陈洁：《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 82-83 页。

⁸⁶ 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。



根据要求在其中作出风险提示，已然履行法定的风险提示义务。

其次，关于合理的编制基础，由于预测性信息固有的主观性与不确定性，判断其是否不实不宜采事后视角，以其是否与嗣后发生事实相左作为判断标准。而应以预测性信息作出时作为判断的基本时间，⁸⁷将判断标准锁定在预测性信息是否具有合理的编制基础之上。**自语词的一般含义观之**，“合理的编制基础”仅着眼于客观层面作出预测的依据，而不考虑管理层等在编制信息时的主观状态。如果预测性信息所依据的编制基础是不合理的，则满足不实标准，进而满足虚假陈述行为要件。**具体而言，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，**其一是编制基础存在虚构，其二是编制基础选取不当**。**就前者而言**，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程度，则信息披露义务人可能因此承担虚假陈述责任。但本案中，被告作出预测所依据的编制基础并非虚构，其在报告所披露的其当前已采取的举措真实可查，为技术改造、绿色低碳所投入的 5.2 亿元与所购买的高质量碳汇项目现实存在，计算自身碳排放情况所采用的方式合理且符合会计学理论。**就后者而言**，如同基础资料虚假，编制基础选取不当也会造成预测性信息的不合理或不可靠。但本案中，被告所选取的技术改造与绿色投入、碳汇项目购买等编制基础与其“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”的预测密切相关，直接关系该预测能否实现，故不存在选取不当的问题。至于国家政策、行业形势等外部风险，并非被告所能控制。被告于发布《ESG 报告》时已尽最大努力全面收集并分析了市场信息，故应肯定报告编制基础的合理性。综合上述所言，案涉预测性信息具有合理的编制基础，不应仅因其与嗣后现实状况有所偏差而认定其不实，进而认为被告存在虚假陈述。

再次，关于及时的更正，《虚假陈述若干规定》第 6 条第 1 款第 3 项规定，预测性信息所依据的前提发生重大变化时，信息披露人应及时履行更正义务。从反面来解释，若预测性信息所依据的前提保持不变，并未发生重大变化，信息披露人即无需履行更正义务。如前所述，被告所作出的预测系基于其对技术改造和绿色环保的真实投入、购买的高质量碳汇项目以及科学合理的碳排放计算方式等。**需要注意的是**，被告发布《ESG 报告》时，国内碳排放计算标准尚未明确，故被告选取国际通行标准进行计算。而《ESG 报告》发布后至北京绿色发展研究院发布真实性存疑的调查报告之日时，国家仍未出台一个官方的、统一的碳排放计算标准，被告继续采用原有标准进行计算并无不妥，没有及时更正的必要。此外，被告所依据的其他编制基础也没有受内部资金链断裂、外部对有关技术的禁止使用等因素影响而发生重大变化。**由此**，本案情况并不符合《虚假陈述若干规定》第 6 条第 1 款第 3 项的规定，被告不负有及时更正的义务。

最后，也有观点认为，除了以上三个要素，还应纳入心理确知这一要素，将其作为披露人适用安全港规则豁免责任的条件之一。只要披露人在披露预测性信息时并不知晓任何未披露的可能对该信息合理性、准确性产生重大影响的事实，就不必承担虚假陈述责任。该观点具有坚实的法理和实践基础。**其一，在法理层面**，此要素系基于责任自担的考量。我国民法侵权责任构成通常以过错为要件，侵权人主观上存在故意或重大过失系追究其责任的一大正当性来源。民法作为规制平等民事主体间财产关系与人身关系的一般法，自然也适用于证券领域，在证券领域也该遵循“谁有过错谁就应承担相应的责任”这一责任自担原则。当披露人已尽审慎的注意义务却仍未能预见某些未来风险时，其主观上并无过错，不应对这些未来风险所造成的信息偏差承担责任。**其二，在司法实践层面**，法院也倾向于将内心确知作为适用安全港规则的要件之一。在“朱某甲诉中航三鑫股份有限公司等证券虚假陈述纠纷案”中，法院认为对于预测性信息，应从两方面进行审查，一是上市公司披露预测性信息时的主观心理状态，即上市公司当时是否有理由相信预测性信息在其计划下能够逐步实现；二是上市公司在披露时是否做出了警示性提示。⁸⁸对心理确知的判断，在司法实践中可以通

⁸⁷ 赵昊：《预测性信息虚假陈述民事责任研究》，载彭冰主编：《金融法苑（2023）》（总第 110 辑），中国金融出版社 2023 年版，第 250-251 页。之所以作者会以自愿披露的反映新经济、新业态、新技术、新生活的未来性信息的“重大性”作为界分是否可以适用安全港规则的标准，系因为不具有重大性的信息是否披露无关紧要，即便不符合信息披露标准，也不应该对投资者产生民事诉权。如果这类纠纷进入民事诉讼，法院当然需要适用安全港司法规则豁免披露义务人的民事责任。由此可见，此处的“重要性”界分其实没有必要。

⁸⁸ 参见朱某甲诉中航三鑫股份有限公司等证券虚假陈述纠纷案，广东省深圳市中级人民法院（2019）粤 03 民初 2031



过判断行为人主观上是否符合善意来进行。只要预测性信息基于善意作出并具有合理基础，即使其预测与最终事实不符，披露义务人也不承担证券欺诈责任。⁸⁹例如，在“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”中⁹⁰，法院认为预测性信息属于自愿披露，为鼓励披露人自愿披露盈利预测和发展规划等前瞻性信息，不应对披露人施以较重的法律义务。若预测性信息披露人是以善意的主观心态，基于诚信原则作出预测的，所依据的各项基本假设都是合理的，并履行了预先警示和及时更新预测信息义务，即使所作出的陈述与未来实际情况之间有所出入，预测性信息披露人也不必承担证券虚假陈述民事责任。本案中，被告系基于善意作出案涉预测，主要体现在三方面，第一，被告披露动机纯粹。被告响应国家“双碳”战略号召，披露其在绿色食品产业的发展规划，其初衷系拥护国家政策、向市场传递其致力于国家可持续发展的正面形象，主观上一心向好，并无通过虚假陈述误导市场、牟取不当利益的意图；第二，如前所述，被告在作出预测时并不知晓任何足以导致其预测依据发生重大变化的事实；第三，被告所作预测具有合理的编制基础，已然履行审慎的注意义务，不应苛责其精准预见所有未来风险。综上，被告主观上无可责难之处，即便其所作出的预测日后未能完全实现，也应受到安全港规则的保护，不应认定为虚假陈述。

二、李明泽所受损失与《ESG 报告》中陈述缺乏因果关系

如前所述，关于《ESG 报告》，被告并没有实施虚假陈述行为。同时，原告第二次投资损失与被告《ESG 报告》中披露的内容间缺乏因果关系，详述如下。

（一）交易因果关系依法不成立

正如前文所述，《虚假陈述若干规定》第 11 条信赖推定可被反证推翻，第 12 条的兜底条款的法理本质是，原告的交易决策并非由被告行为诱发。本案中，原告的买入行为系事件驱动型交易，其投资决策并非基于对《ESG 报告》的合理信赖，而是受市场热点情绪驱动的投机行为，符合《虚假陈述若干规定》第 12 条第 5 项兜底条款，依法应当切断因果关系。理论层面来看，行为金融学研究表明，投资者在市场热点的驱动下容易产生“事件驱动型交易”，即仅因某类话题成为市场焦点就盲目跟风买入。⁹¹此时，投资者看重的是重大事件对股价的冲击效应，而非上市公司基本面的价值。⁹²本案中，原告于 2024 年 4 月 6 日买入被告股票，是时恰逢被告“绿色承诺，零碳未来”品牌推广活动密集开展、ESG 概念与公司市场热度高涨，公司股价在这些重大事件的影响以及投资者盲目跟风的推动下持续攀升，从 2023 年 6 月的 14.80 元/股上涨至 2024 年 2 月的 26.00 元/股。个股攀升趋势与 ESG 市场热度的叠加，足以独立诱发原告的买入决策。原告作为多次参与证券市场投资活动者，曾于 2022 年因被告股价下跌遭受损失，理应在后续的投资决策中加倍审慎。然而，其却在此情况下以 30.00 元/股的价格高位重仓买入被告股票。此种高价买入行为更多体现了追逐市场热点的投机心态，而非基于对公司基本面的审慎分析而作出。对于这样一个倾向于“追涨杀跌”的非理性投资者而言，案涉《ESG 报告》中的内容对其投资决策的影响力恐不及市场热度风向，据此交易关系可能会被阻断。司法实践亦认同之，在“王志强与中兵红箭股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案”中⁹³，二审法院认为，王志强在证券市场国防军工股大热、被告股价上涨到最高位附近时追高买入系其自行作出的买卖选择、自主作出的交易安排，被告重大资产重组的利好公告与军工板块大热才是诱导其买入被告股票的主要原因，而非案涉虚假陈述行为。由此可得，原告的买入行

号一审判决书。

⁸⁹ 参见郭峰：《前景性信息披露与安全港司法规则》，载《法律适用》2024 年第 4 期，第 51-52 页。

⁹⁰ 参见李某海与某某科技（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。

⁹¹ See Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785-818.

⁹² 参见合规小兵：《证券虚假陈述民事责任实务解析与操作指引》，法律出版社 2024 年版，第 149 页。

⁹³ 参见王志强与中兵红箭股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，湖南省高级人民法院（2021）湘民终 854 号二审判决书。



为系由独立事件驱动的交易行为、系其“跟风炒作”的结果，符合《虚假陈述若干规定》第 12 条中的兜底情形，与被告《ESG 报告》所披露内容间不存在因果关系。

（二）损失因果关系依法不成立

前已详述，影响投资者投资决策及证券交易价格的因素众多，例如，国际经济和国家宏观经济状况、国内外突发事件、各项政策等市场系统性风险会综合影响股票价格；公司发展战略、经营状况、自身声誉、预期发展前景、投机炒作行为、投资者心理因素等非系统性风险也会影响股票价格。根据《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。”**本案中，原告的投资损失系由多重因素共同导致，与案涉信息披露行为之间没有因果关系，法院应当扣除证券市场的风险等因素对投资人损失的影响比例，并委托中证资本市场法律服务中心核定市场过度反应等非系统性风险导致的投资者损失。**

1. 李明泽的部分损失源自证券市场风险

本案实施日至基准日期间，证券市场存在中美贸易战升级、中东局势紧张、大盘股市和同行业板块指数变动、ESG 泡沫风险破裂等证券市场风险，其导致的原告投资损失不应归责于被告。

一方面，2025 年 2 月至 4 月，全球宏观经济政治环境的剧烈变化，对 A 股市场构成了多重外部冲击，证券市场信心低迷。其一，A 股市场因中美贸易战急剧升级而出现大幅震荡。2025 年 2 月，美国宣布对中国商品加征 10% 关税，中国随即采取对等反制措施，至 4 月初，美国已将中国商品关税额外提高了 50%-84%，中国同日宣布对美国商品关税同步升至 84%，引发全球市场恐慌。其二，中东局势紧张成为另一大系统性风险源。中东作为全球重要的石油产区，其地区局势恶化不断推高国际油价，进而加剧了全球通胀与货币政策的不确定性。其具体表现为，国内输入性通胀压力增加、国内货币政策趋紧，企业运营成本提高，A 股市场整体估值被施加了下行压力。在原告主张的损失发生期间，深交所大盘指数呈下跌趋势，全市场多只个股跌停，同时，食品饮料板块的行业指数普遍下跌。经对比分析，被告个股价格走势与两大指数下跌趋势高度吻合，可见，原告损失主要由上述系统性风险造成，与被告公司的被揭露信息不存在因果关系。

另一方面，ESG 泡沫风险破裂，市场上的非理性溢价逐步消退。首先，原告 2024 年初以高价买入被告股票，其支付价格本身就包含了巨大泡沫，市场溢价严重。该泡沫并非仅仅由被告公司的 ESG 报告催生，而是当时整个市场对 ESG 概念股非理性追涨之结果。其次，原告 2025 年卖出被告股票的时点，正值全球 ESG 投资从“炒概念”狂热期转向“ESG 退烧”的理性回归期，其部分投资损失系由此导致。实证研究表明，ESG 投资的财务收益总体上与传统投资没有明显差异，不能绝对带来超额收益，甚至很多 ESG 投资基金的回报率远逊于传统基金，这促使市场逐步对 ESG 投资概念进行集体理性反思。⁹⁴随着反 ESG 浪潮的全球扩散，全球 ESG 可持续基金频繁出现大规模撤资，亦显著反映了市场对 ESG 投资效果的失望情绪——根据晨星 2025 年第一季度全球可持续基金报告数据，全球 ESG 可持续基金遭遇历史性抛售，净流出规模达 86 亿美元（约合人民币 627 亿元），远超 2022 年俄乌冲突期间的季度峰值，打破了 ESG 投资自 2018 年以来的持续增长趋势。⁹⁵由此可见，ESG 板块的投机性泡沫已然走向破裂，市场上的非理性溢价逐步消退，被告股价受到不利影响，导致原告损失扩大。综上，原告部分投资损失源于整个 ESG 投资赛道的理性回归与泡沫破裂，与被告公司的被揭露信息不存在因果关系。

2. 李明泽的部分损失源自市场过度反应

机构投资者的抛售行为、基金的剔除行为以及第三方无资质报告等引发证券市场过度反应，导致原告损失进一步扩大，该部分损失不应归责于被告。

一方面，机构投资者的大量抛售行为以及专门投资环保概念股的基金的剔除行为，本质均是针

⁹⁴ 参见肖红军：《关于 ESG 争议的研究进展》，载《经济学动态》2024 年第 3 期，第 148-149 页。

⁹⁵ 《全球 ESG 基金遭抛售：86 亿美元撤离背后的深层逻辑与市场重构》，载搜狐网 2025 年 4 月 29 日，https://m.sohu.com/a/890607309_436079?_trans_=010004_pcwzy，最后访问于 2025 年 10 月 7 日。



对 ESG 板块“泡沫破裂”这一市场宏观环境剧变的风险管理措施，并非完全是针对被告披露瑕疵的反应，其引发的市场过度反应不应归责于被告。首先，机构投资者作为证券市场上经验丰富的专业投资者，最先敏锐地察觉到了整个 ESG 板块的估值过高和泡沫风险。其抛售并非仅是针对被告公司披露的瑕疵，而是对整个 ESG 投资主题进行的一次风险重估。同样，专门投资环保概念股的基金面对 ESG 概念整体估值回调风险，为了维持基金收益，也需要迅速收紧整个投资组合的风险敞口，因此作出“完全剔除”出现负面舆情的股票持仓的决策，以避免不确定性。这是遵守基金内部风险防控手册的要求，本质上是基金管理行业审慎原则的体现，并非是完全针对被告行为的反应。其次，涉案机构投资者纷纷跟风抛售的行为属于忽视私有信息、盲目从众的羊群行为，这种羊群行为会放大市场波动，显著增加上市公司股价崩盘的风险。⁹⁶我国资本市场尚处于发展转型阶段，市场机制与投资者结构仍不健全，投机氛围较重。同时，我国机构投资者的数量在近几年快速扩张，部分投资经理专业能力有限、经验不足，在业绩考核压力与职业声誉顾虑之下，更倾向于忽略私有信息而采用跟随其他投资经理的羊群行为。这类行为并非基于信息判断，而是出于从众心理，其非但不能稳定市场，反而会放大市场波动、加剧个股崩盘的风险，与价值投资和市场理性的基本要求相背离。此外，ESG 泡沫风险破裂后，全球 ESG 概念股出现大量撤资趋势，再加之中美贸易战、中东局势紧张、大盘和行业指数下跌等系统性风险的影响，证券市场的其他投资者已经陷入悲观和恐慌情绪。机构投资者和基金的上述行为进一步加剧了投资者恐慌情绪发酵，导致市场反应过度，投资者纷纷跟风出售被告公司股票，股价剧烈下跌，使得原告损失扩大。

另一方面，无资质第三方报告引发的市场过度反应不可归责于被告。首先，北京绿色发展研究院与被告公司就《企业社会责任暨 ESG 报告》内容的观点差异，本质是对技术性计算方法的争议。“碳中和”的核算方法与标准在全球范围内仍处于探索和发展阶段，尚未达成统一，北京绿色发展研究院的报告采用的分析方法与公司所采用者不一致，所得结论自然会存在差异。其次，北京绿色发展研究院并非具备官方资质的调查机构，其出具的调查报告内容真实性、权威性、证据效力均存疑。由于第三方核查机构尚未纳入国家资质管理体系，实践中存在着大量并未经过严格的资质审批、考核和认定程序，也缺乏业务经验的第三方核查机构。⁹⁷并且，重点排放单位的碳排放报告需由经生态环境部或地方生态环境主管部门备案的核查机构进行核查，但在北京市 2017 年碳排放第三方核查机构名单中，未发现“北京绿色发展研究院”。进一步地，北京绿色发展研究院不仅在本案所涉专业领域中没有相应资质，甚至没有从国家认证认可监督管理委员会（CNCA）取得一般性的资质认可。答辩人通过 CNCA 官网的认证机构查询系统检索，发现“北京绿色发展研究院”并非经 CNCA 批准的认证机构，无权颁发具有法律效力的管理体系认证证书（如 ISO 系列环境管理体系认证）或温室气体核查声明，其出具的任何“认证”或“核查”报告均不被 CNCA 认可。由此可知，北京绿色发展研究院非具备官方资质的第三方调查机构，其报告的客观性、方法论及结论的可靠性均未经权威认证，甚至可能含有未经核实的误导性内容。最后，证券市场投资者受北京绿色发展研究院的无资质第三方报告影响，误解被告公司实际情况，作出了与被告公司披露瑕疵行为真实影响不相称的剧烈反应，由此产生的原告损失与被告行为不存在因果关系。

3. 李明泽的部分损失源自自身未尽审慎义务

原告自身存在过错，应遵循风险自负原则。前已述及，《证券期货投资者适当性管理办法》第 4 条第 1 款强调了证券市场投资的风险自负原则；深圳证券交易所《投资者入市手册（2020）》也明确提醒投资者：“公司的长期价值取决于其基本面而非短期事件。投资者应关注公司的基本面状况，而非盲目地‘炒热点’或‘追涨杀跌’。”⁹⁸本案中，原告作为多次参与证券市场投资活动的投资者，罔顾官方警示，非但未证券市场中审慎进行交易活动，反而跟风炒作 ESG 概念股。原告在绿康公司股价大幅上涨至最高位附近时，作出以 30 元/股的价格追高买入的投资决策，其面临的

⁹⁶ 参见许年行、于上尧、伊志宏：《机构投资者羊群行为与股价崩盘风险》，载《管理世界》2013 年第 7 期，第 32-42 页。

⁹⁷ 任洪涛：《“双碳”背景下碳排放数据质量监管的制度省思与法治完善》，载《广西社会科学》2023 年第 2 期，第 15 页。

⁹⁸ 参见深圳证券交易所：《投资者入市手册（股票篇）》，第 97 页。



投资风险自然远高于低位买入的投资者。虽然法律并不限制投资者在哪个指数点位和价位买入股票，也不禁止投资者在股市中追涨杀跌，但投资者自行作出的买卖选择、自主作出的交易安排所带来的风险，原则上应由其自行承担。⁹⁹原告第二次购入绿康公司股票至揭露日期间，证券市场大盘指数、行业指数出现了整体波动情况，被告股价系在证券市场风险和市场过度反应等多重因素影响下呈下跌走势，原告投资损失主要系追高买入所致，该部分损失不在被告公司应承担的赔偿范围内。

图 5 绿康公司第二次揭露前后股价变化轨迹



前已详述，被告认为应采用“同步指数对比法”计算系统性风险扣除比例。本案中，考虑到被告公司所在证券交易所及其产品性质，被告方选取深圳成指（399001）、1000 消费（399385）以及国证食品（399396）分别作为综合指数、一级行业指数、三级行业指数。通过该三种指数间的对比得出，在原告买入日 2024 年 4 月 6 日至卖出日 2025 年 3 月 26 日期间，所选综合指数上涨，一级行业指数与三级行业指数均下跌，符合前述“同步指数对比法”系统性风险认定规则中的第二种情况，说明此时存在行业性的系统风险，仅一级行业指数、三级行业指数参与计算。结合具体计算公式可得，在原告买入日 2024 年 4 月 6 日至 2025 年 3 月 26 日间，证券市场系统性风险扣除比例 =-6.93%/-32.67%≈21.21%。

表 5 三种指数的对比

指标	买入日数值	卖出日数值	期间涨跌幅
绿康食品（002756）	30.00 元/股	20.2 元/股	-32.67%
深证成指（399001）	9394.61 点	10643.82 点	+13.30%
1000 消费（399385）	10722.43 点	10006.84 点	-6.67%
国证食品（399396）	21012.40 点	19501.01 点	-7.19%

小结

- 原告投资损失系由证券市场风险、市场过度反应和其自身过错所致，与被告特定信息被揭露不存在因果关系，应予扣除。
- 系统性风险扣除比例经“同步指数法”计算应为 21.21%，
- 请法庭委托中证资本市场法律服务中心核定非系统性风险导致的投资者损失，并予以扣除。

⁹⁹ 参见王志强与中兵红箭股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，湖南省高级人民法院（2021）湘民终 854 号民事判决书。



第五部分 启示与反思

本案不仅是一起典型的证券虚假陈述责任纠纷，更是我国 ESG 信息披露制度发展过程中的一块试金石。它深刻揭示了在新兴领域规则尚不完善的背景下，司法如何审慎平衡“鼓励创新”与“防范风险”、“卖者有责”与“买者自负”的复杂关系。基于全案审理，被告立足法理、参照国际、结合国情，形成以下四点体系化启示，以期为我国 ESG 信息披露法治生态的完善提供智识参考。

一、构建适应 ESG 特性的信息披露规则体系

ESG 系落实“双碳”政策要求，推动经济社会绿色低碳高质量和可持续发展的重要抓手。随着全球对 ESG 问题的关注，加强企业可持续信息披露逐渐成为大势所趋，ESG 信息披露模式从自愿逐渐转向强制。但须意识到的是，不能对 ESG 信息采取绝对的、一刀切的强制披露模式。首先，ESG 信息具有区别于传统披露信息的独特属性，其包含大量前瞻性、预测性内容。由于预测性内容本身带有的不确定性和主观判断色彩，不宜与传统历史性信息适用完全相同的、刚性的“准确、完整”标准。¹⁰⁰否则无异于强令企业为未知的未来情况提供担保，极大地加重了企业的合规负担与诉讼风险，有违公平原则；其次，绝对的强制披露忽视了企业的异质性和披露成本考量，可能损害市场整体效率。信息的生产具有成本，理想的信息披露制度必须在保护投资者和减轻公司负担之间找到平衡点。¹⁰¹ESG 涉及领域极其广泛，对于不同行业、不同规模、不同发展阶段的企业而言，其具有重大性的 ESG 议题各不相同。若不加以区分地强制所有企业在披露 ESG 信息时适用一套统一的、庞杂的指标，对许多中小企业而言将构成难以承受的合规成本；对投资者而言有可能会获得重复、冗杂、非关键的投资信息，进而产生“信息过载”，妨碍有效决策；再者，保留自愿披露的空间，系鼓励企业创新、培育高质量 ESG 信息的必要机制。ESG 作为一个新兴概念，相关的评估标准、核算方法仍在快速发展中。如果过早地以强制性、标准化的法律框架将其固化，可能会抑制企业在 ESG 实践与报告方面的创新。

目前在我国，ESG 信息披露制度尚处于探索阶段，相关规定分散在证监会、交易所制定的监管文件中。本案所涉争议正是深刻揭示了这一规则供给不足情况与企业实践先行之间的矛盾。基于此并结合前文所述，被告方倡导对于 ESG 信息披露，我国应参照比较法上美国证交会（SEC）2024 年通过的气候相关披露规则（表 5），构建强制披露与自愿披露相结合的差异化规制路径。其中，强制披露应聚焦于那些具有重大性、已形成共识且可可靠计量的核心指标；而对于前瞻性目标、预测性内容、个体化实践以及尚处于探索阶段的信息，则应保留自愿披露的空间。这既是对 ESG 信息特殊性的尊重，也是在推动可持续发展与维护市场效率之间寻求的最佳平衡点。

表 6 美国证交会（SEC）2024 年通过的气候相关披露规则

特性	强制底线	自愿高线
核心内容	治理与风险管理、温室气体范围 1 和范围 2 排放、财务影响、气候目标与转型计划	温室气体范围 3 排放、未来展望性陈述
区分标准	财务重要性，即投资者决策所需的基本信息	前瞻性信息，即投资者的战略视图
目的	建立一致性、可比性、可靠性的披露基线，防止“漂绿”	提供灵活性，鼓励良性竞争和领先实践，同时控制合规成本和政治阻力

二、以投资者决策标准为主综合认定 ESG 信息重大性

如前所述，我国《证券法》对重大性认定采取二元标准，同时规定了“投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息”（投资者决策标准）与对“公司的股票交易价格产生较大影响”的信息（价格敏感性标准）。但当前司法与监管实践中，存在过度依赖价格敏感性标准的简单化倾向，甚至将

¹⁰⁰ 参见陈洁：《证券市场自愿性信息披露的规制》，《法学研究》2025 年第 3 期，第 82 页。

¹⁰¹ 参见朱锦清：《证券法学》（第五版），北京大学出版社 2022 年版，第 108 页。



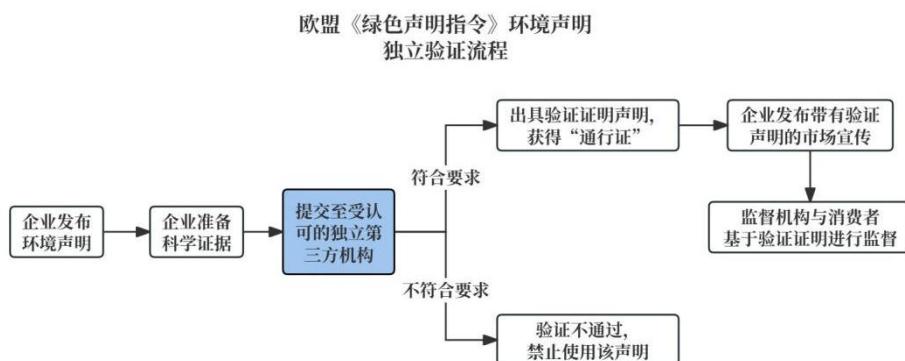
信息披露后股价是否达到特定跌幅阈值作为认定“重大性”的近乎唯一依据。¹⁰²这种“以价定量”的机械做法忽略了市场的复杂性、信息噪音的干扰以及投资者决策的多元性。特别是在 ESG 信息披露场景下，由于公司 ESG 风险在经济与财务方面的表现往往在中长期才较为突出，从短期来看，ESG 信息无法对证券价格造成直接且显著的影响，价格敏感性标准难以适用。¹⁰³本案体现了单纯以股价波动推定重大性的局限性，揭示出信息的重要性应在于其是否可能实质性影响理性投资者对公司价值的基本判断，据此被告方建议人民法院在认定 ESG 信息重大性时应普遍采用审慎和综合的立场，以投资者决策标准为主、价格敏感性标准为辅展开定量与定性分析。其中，需注意以 ESG 投资需求扩展理性投资者标准，对该标准作出与时俱进的解释。当前市场中 ESG 因素越来越多地被投资者视为应对系统性风险的指标，或经营者为避免业务下滑而考虑的风险事项，更有 ESG 投资者愿为公司 ESG 表现在一定程度上放弃单一经济利益，而考量投资整体的最大化利益。因此，随着新兴概念的出现，应不断修正对理性投资者的刻板印象，思考 ESG 信息在多大程度上与投资者投资决策存在关联性。¹⁰⁴由此可避免过度变动既有规范且能认定 ESG 信息的重大性，在信息披露制度中引入 ESG 相关理念。

三、在激励新兴领域发展与防范“漂绿”间寻求平衡

ESG 领域作为新兴领域，相关法律法规与行业标准尚处于发展完善阶段，对于率先响应国家政策、主动承担社会责任、积极探索新领域的行业表率企业，司法与监管应持包容态度，避免因过度严格管控而抑制企业创新转型的积极性。本案中，被告公司在国内碳核算标准尚未统一的情况下，基于超过 5.2 亿元的真实环保投入和符合国际惯例的计算方法进行披露，其初衷是响应国家战略、展示绿色发展决心。对于此类先锋企业，不宜以事后更完善的标准或技术性分歧对其进行苛责，更不应轻易将探索中的表述瑕疵认定为具有主观恶意的“虚假陈述”。ESG 信息披露规则的完善需要在激励企业真实投入与防范“漂绿”行为之间寻求平衡。

首先，坚持实质重于形式原则。监管和司法的重点应放在企业是否进行真实的 ESG 投入与改进，而非仅关注披露文本的措辞严谨性。被告方建议我国可以借鉴欧盟《绿色声明指令》建立的对环境声明独立的验证机制（图 5），通过第三方验证机制来确保信息的真实性与可靠性，同时避免因形式瑕疵而对实质投入企业施加过度惩罚。

图 6 欧盟《绿色声明指令》环境声明独立验证流程图



其次，建立阶梯式责任体系。应结合自我规制与外部监管，对于基于真实投入但在披露细节上存在瑕疵的行为，应以行政指导和整改要求为主，体现法律的激励与引导功能；对于恶意“漂绿”、虚构环保业绩欺诈投资者的行为，则应进行严格管控，并使其承担相应的责任，以维护市场秩序。

¹⁰² 参见陈洁：《虚假陈述虚假陈述民事赔偿制度的新发展理念及其规范实现》，载《法律适用》，2022 年第 3 期，第 48 页。

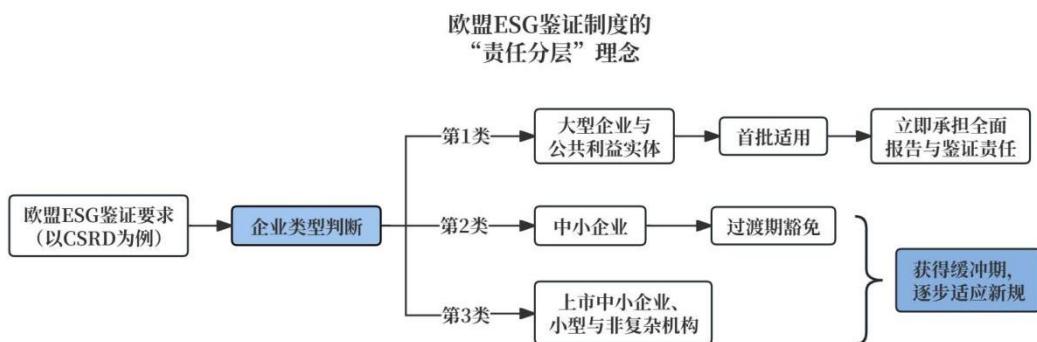
¹⁰³ 参见耿利航、朱翔宇：《ESG 信息披露中的重大性标准》，《山东大学学报（哲学社会科学版）》，2025 年第 1 期，第 205 页。

¹⁰⁴ 参见耿利航、朱翔宇：《ESG 信息披露中的重大性标准》，《山东大学学报（哲学社会科学版）》，2025 年第 1 期，第 205 页。



被告方提倡我国对在新兴领域中进行探索的先锋企业放松管控，建立对善意、有实质投入支撑的企业探索行为的容错机制，在法律责任认定上引入“善意”审查，为善意披露者提供责任豁免。以此防止寒蝉效应的发生，激励更多企业勇于创新、积极践行社会责任，为经济社会的持续发展注入法治保障。¹⁰⁵同时，参考欧盟 ESG 鉴证制度的“责任分层”理念（图 6），渐进式监管在 ESG 信息披露这一新兴领域中进行探索的企业，考虑到初创企业和中小微企业在资金、专业人才和数据结构化能力上的相对劣势地位，对其设置一定的“过渡豁免期”，给予其适应新规的空间。

图 7 欧盟 ESG 鉴证制度的“责任分层”理念



再次，完善预测性信息的“安全港”规则。如前所述，ESG 信息中含有大量的预测性内容，故 2022 年《虚假陈述若干规定》第 6 条确立的安全港规则应当扩展适用于 ESG 领域。只要企业基于合理假设、作出充分风险提示并及时更新信息，即使预测目标未能完全实现，也不应承担虚假陈述责任。比较法上，前文提及的美国证监会建立的气候相关披露规则中也为前瞻性信息设置了安全港规则，以鼓励企业积极披露转型计划。

小结

本案揭示，在高质量发展成为时代主题的背景下，构建既符合国际趋势又立足中国实际的 ESG 信息披露制度并促进其体系化、精细化，不仅是资本市场健康发展的内在要求，更是推动经济社会绿色转型的重要保障。通过立法、司法与监管的协同发力，在保护投资者权益与鼓励企业创新之间找到平衡点，必将为我国“双碳”目标实现和高质量发展注入强劲动力。

¹⁰⁵ 参见张保生、牛馨雨：《预测性信息披露责任与安全港制度探究》，载《财经法学》2023 年第 5 期，第 18 页。



第六部分 附件

附件一 所函

理律律师事务所 函

(2025) 苏 12 民初第 XX 号

江苏省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的委托，指派 XXX 律师为李明泽与绿康公司证券虚假陈述民事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.本所联系方式：025-XXXX-XXXX

代理律师：XXX 律师，电话：XXXXXXXXXXXX

(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

委托单位: 绿康食品股份有限公司 (股票代码 002756)

统一社会信用代码: XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

法定代表人: 王建华, 董事长

联系电话: 512-XXXXXXX

受委托人: XXX, 理律律师事务所律师

执业证号: 1320XXXXXXXXXXXXXX

委托事项:

现委托理律律师事务所律师 XXX 在绿康食品股份有限公司与李明泽证券虚假陈述民事责任纠纷一案中, 作为我司一审诉讼代理人, 委托权限为下列第(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。

委托单位: 绿康食品股份有限公司 (章)

法定代表人:



受委托人: XXX

理律律师事务所

二〇二五年四月二十五日





附件三 证据目录

组别	序号	证据名称	证据内容	证明目的
第一组	1	2019 年两次《行政处罚决定书》	被告因环保违规被处罚共计 1100 万元。	证明处罚金额占当年净利润的比重低，对财务影响小，行政处罚未影响公司基本面。
	2	2020 年《行政处罚决定书》	被告因环保违规被处罚 470 万元。	
	3	公司 2018 至 2021 年年度财务报告	公司从 2018 至 2021 年营业收入和净利润连续增长。	
第二组	4	2020 年 4 月 3 日至 2022 年 5 月 8 日大盘食品饮料行业指数数据	同期深证成指（399001）、中证全指主要消费指数（000990）以及中证全指食品指数（H30192）变动对比	证明股价异常波动与同期局部性系统风险有关，并非由被告虚假陈述造成。
第三组	5	原告第一次买入被告股票记录	显示原告第一次买入时间为 2020 年 4 月 3 日，早于第三次处罚发生日（2020 年 8 月 21 日）	证明原告第一次损失与被告未披露行为间交易因果关系不成立。
第四组	6	《企业社会责任暨 ESG 报告》（2024 年 3 月 30 日发布）	包含“全产品线碳中和目标”陈述及实现路径说明	证明 ESG 报告的“碳中和声明”基于被告真实的环保投入。
	7	公司环保设备投资、碳汇购买合同及付款凭证	显示设备升级、碳抵消项目等具体交易记录	
第五组	8	2025 年全球 ESG 基金资金流出相关报道	如晨星 2025 年第一季度全球可持续基金报告、反 ESG 浪潮报道	证明损失因果关系不成立。
	9	2024 年 4 月 6 日至 2025 年 3 月 26 日大盘食品饮料行业指数数据	同期深圳成指（399001）、1000 消费指数（399385）以及国证食品指数（399396）变动对比	证明股价异常波动与同期行业性系统风险有关，并非由被告虚假陈述造成。



附件四 类案检索汇总

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。

表 7 类案检索表

序号	案名	案号	审理法院	裁判要旨
证明事项：不具有重大性的自愿性披露信息，不构成虚假陈述所要求的信息披露行为				
1	陈亮与北汽福田汽车股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书	(2022)京 74 民初 602 号	北京金融法院	本案中，北汽福田公司在其官网及“上证 e 互动”上发布的“福田汽车品牌价值突破 1800 亿元”“中国 500 最具价值品牌证书”等宣传信息并不属于法律、法规、监管部门规章等规范性文件有关需要强制披露的重大事项，不属于构成证券虚假陈述所要求的信息披露行为。
证明事项：预测性信息适用安全港规则，披露人不必承担虚假陈述民事责任				
2	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一审民事判决书	(2023)甘 01 民初 161 号	甘肃省兰州市中级人民法院	本院认为，预测性信息往往是披露人在缺乏现有数据或者客观事实证实其陈述的客观公允性的情况下，主要基于估计和评价所披露的信息。预测性信息属于自愿披露，为鼓励披露人自愿披露盈利预测和发展规划等前瞻性信息，不应对披露人施以较重的法律义务。若预测性信息披露人是以善意的主观心态，基于诚信原则作出预测的，所依据的各项基本假设都是合理的，并履行了预先警示和及时更新预测信息义务，即使所作出的陈述与未来实际情况之间有所出入，预测性信息披露人也不必承担证券虚假陈述民事责任。
3	朱某甲诉中航三鑫股份有限公司等证券虚假陈述纠纷案	(2019)粤 03 民初 2031 号	广东省深圳市中级人民法院	本院认为，对该类问题（预测性信息）披露，是对将来可能发生问题的预测，具有一定的不确定性，不同于对已经发生的现实问题的披露，实践中不可能做到与后来发生的事完全一一对应。对此，应从下述两方面进行审查：一是看上市公司披露预测性信息时的主观心理状态，即上市公司当时是否有理由真实地相信预测性信息，是否有意出具虚假预测信息误导投资人；二是看上市公司在披露预测性



					信息时是否做了预测具有不确定性的警示性提示。
4	陆某某与西安某 某股份有限公司 证券虚假陈述责 任纠纷一审民事 判决书	(2022)陕 01民初3094 号	陕 西 省 西 安 市 中 级 人 民 法 院	本案中，还应看到某某事务所对西安某某股份有限公司 2021 年年度非经常性损益的判断也是一个不断总结和认识的过程，《2021 年年度报告》确认的酒类流通业务产生的利润及报告期应承担 125 万元成本费用作为非经常性损益予以扣除属于会计处理的范畴，西安某某股份有限公司不具有恶意修正利润的主观故意。	
5	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	(2023)甘 01民初161 号	甘 肃 省 兰 州 市 中 级 人 民 法 院	本院认为，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。	
6	陆某某与西安某 某股份有限公司 证券虚假陈述责 任纠纷一审民事 判决书	(2022)陕 01民初3094 号	陕 西 省 西 安 市 中 级 人 民 法 院	本案中西安某某股份有限公司连续发布《风险提示性公告》，明确警示存在退市风险的情况下，理性投资者应当对于尽到充分风险提示义务、编制基础合理、及时履行更新义务的预测性信息持有更加理性审慎的认识，其所持股票价格下跌引起的损失归责于西安某某股份有限公司披露的预测性信息显然失之偏颇。	

证明事项：警示性陈述可以用简单而格式化的风险提示表达

7	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	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，案涉《行政处罚决定书》认定飞乐音响公司在《2017年半年度报告》《2017年第三季度报告》中存在虚增营业收入、虚增利润的虚假陈述行为，而对2017年半年度、第三季度业绩预增公告仅认定为不准确。即监管部门并未直接认定《2017年半年度业绩预增公告》存在虚假记载的行为。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。
--	--	--	--	---

证明事项：公开承诺具有确定性，应与预测性信息相区别

8	刘某1等与某某公司1等证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书	(2023)沪74民初800号	上海金融法院	本案中，公开增持承诺系由发行人高管以个人名义作出，属于对自身义务的增设和自我权利的约束，其实现应具有相当的确定性，监管部门对此亦要求承诺在作出时即应明确、具体、可执行。在实际履行中，与公司经营业绩的实现不同，增持承诺能否实现更多取决于承诺人自身的主观意愿及努力程度。
---	------------------------------	-----------------	--------	---

证明事项：若投资者的决策非基于对披露信息的信赖，则交易因果关系不成立

9	中国某基金有限公司、金正某公司等证券虚假陈述责任纠纷民事申请再审审查民事裁定书	(2023)最高法民申1952号	最高人民法院	某基金通过股权投资方式成为金某农投的股东，其投资决策依据不是基于对金某集团公开披露信息的信赖（某基金的投资决策基于合作协议约定的固定收益及股权安排），与直接从二级市场上购买股票的外部投资者判然有别。因此，原审判决关于金某集团的虚假陈述行为与某基金的投资决定没有因果关系的认定，有相应的事实和法律依据。
10	某某甲公司、某某乙公司证券虚假陈述责任纠纷民事一审民事判决书	(2022)鲁02民初1721号	山东省青岛市中级人民法院	原告作出专业投资者之所以选择购入某某丁公司17鲁胜01债券，系为履行其与某某丁公司的财务顾问协议、避免违约的需要，也系为收取某某丁公司财务顾问费的需要，而非基于对某某丁公司所公开的虚假陈述信息的合理信赖。故某某甲公司的购买行为与某某丁公司的虚假陈述之间的交易因果关系不能成立。



11	王某、晋亿实业股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书	(2024)浙05民初28号	浙江省湖州市中级人民法院	其次,从王某的交易情况来看,2020年11月23日,王某以5.08元的价格首次有效买入7200股,又于2020年11月25日、12月2日分别以5.25元、5.29元在股价相对高位买入6000股、3800股,后于2020年12月9日、12月11日分别以5.2元、4.96元在股价相对低位卖出10000股、4000股,至2021年1月5日,王某在同一天内以5.28元、5.3元的相对高位价格分两次合计买入10600股。可见,王某在一定程度上存在“追涨杀跌”的投资交易习惯,其买入卖出股票的行为与股票价格密切相关,其投资决定并非依赖上市公司公告的信息作出。因此,王某的投资差额损失与晋亿实业的虚假陈述行为之间不具有因果关系。
12	陈亮与北汽福田汽车股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书	(2022)京74民初602号	北京金融法院	陈亮在本院庭审中自述其从事证券投资已有十余年,作为一名理性投资人,其仅因上市公司发布的所谓品牌价值的宣传信息便决定投资,不符合常理,故依据现有证据亦不能认定北汽福田公司的宣传行为与陈亮的投资行为之间存在交易因果关系。
13	沈华勇、美都能源股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书	(2022)浙05民初135号	浙江省湖州市中级人民法院	属于遗漏型虚假陈述,是否影响投资者的投资决策,不仅需考虑未披露信息本身,还需考虑已经披露的其他信息。如未披露信息并不会使投资者改变对既有信息的判断状况,那么可以认定未披露信息在很大程度上不会对投资者的投资决策产生影响。
证明事项: 揭露主体需具有权威性				
14	新疆某研究院股份有限公司、张某甲等证券虚假陈述责任纠纷民事二审民事判决书	(2024)新民终46号	新疆维吾尔自治区高级人民法院	自媒体公开揭露上市公司虚假陈述能被确定为揭露日应当满足一定条件,一是 自媒体须在证券市场业内具有一定知名度 ;二是自媒体揭露内容与上市公司虚假陈述内容具有相同性;三是市场对自媒体的揭露行为作出了反应,对投资者起到了足够的警示作用。
15	某某公司 1 等	(2022)沪	上海	从揭露的形式来看,上市公司的年报需经会计师事



	与某某公司 2 证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书	74民初2214号	金融法院	务所审计后发布，其内容相对权威，是投资者获取上市公司信息的重要来源以及投资决策的重要依据，对于证券交易价格具有重大影响，历来为市场相关方高度关注，年报信息对于市场具有显著的警示作用。
16	洪某、A 公司等证券虚假陈述责任纠纷民事二审民事判决书	(2024)苏民终1308号	江苏省高级人民法院	该澄清信息随后被《中国证券报》《证券时报网》《中证网》《新浪财经》等具有全国性影响力的媒体所报道。A 公司在互动易平台的澄清回复以及媒体关于 A 公司光刻机并非“芯片光刻机”的报道，内容均清楚明确，具有澄清效果，符合司法解释规定的“首次被公开揭露”的要求。
17	某某甲公司、某某乙公司证券虚假陈述责任纠纷民事一审民事判决书	(2022)鲁02民初1721号	山东省青岛市中级人民法院	从媒体影响力与市场知悉度来看，财新网属于付费会员制平台，各被告亦未提交充分的证据证明该报道的内容在发布日即被市场广泛知悉。而深圳证券交易所网站系具有全国影响性的交易场所网站，且该债券的投资人均系合格投资者，具有高于普通投资者的专业知识和投资经验，该澄清公告足以使得债券市场投资者关注到财新网上述文章中指出的某某丁公司募集说明书造假问题。

证明事项：证券市场风险导致的投资损失，与披露人行为不具有损失因果关系，应予扣除

18	陈某、庞大某某集团股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷民事二审民事判决书	(2022)冀民终692号	河北省高级人民法院	某丁公司所应承担赔偿责任，应与其行为的过错程度以及对市场的危害程度相匹配。本案中，确定虚假陈述行为人赔付比例时，应当扣除投资者因证券市场系统风险造成的投资损失。本案虚假陈述的实施日至揭露日期间，我国证券市场发生了大幅波动，虽然经历了大涨，但也数次触发市场“熔断”机制。上述因素对市场内所有证券均发生价格影响，无法通过投资选择予以规避，故可认定为市场系统风险，应在计算赔偿金额时予以考虑。鉴于影响投资者作出股票投资决定的因素是多方面的，某丁公司的信息披露仅是其中一种因素。股票作为一种有价证券，除具有流动性的特征之外，还具有风险性、波动性的特征。股票的特征决定了投资股票既是一种收益率颇高的投资方式，又是一种高风险的投资方式。作为投资者，不仅要面对市场外部客观因素所带来的整体风险，还要面对某丁公司内部的非系统性风险。综上，虽然被告存在虚假陈述之违法行为，原告亦存在投资受损的事实，两者之间
----	-------------------------------------	---------------	-----------	--



					亦存在因果关系，但原告买卖被告某某集团股票所受损失不能完全归责于被告的虚假陈述行为。
19	付某与某公司等证券虚假陈述责任纠纷再审审查与审判监督民事裁定书	(2023)京民申3177号	北京市高级人民法院		结合某公司1的股票价格以及同期大盘指数的涨跌情况来看，某公司12018年5月30日复牌后股价与该时段的深证成指、行业指数整体走势基本一致，且受到某公司1重大资产重组失败的影响，无法认定该股票股价因处罚行为导致严重下跌。
20	朱某甲诉中航三鑫股份有限公司等证券虚假陈述纠纷案	(2019)粤03民初2031号	广东省深圳市中级人民法院		同期间个股因受经营状况差异、国家政策、市场大势等因素影响，股市大盘和装饰装修类企业股票价格均有不同程度的跌幅。虽然中航三鑫股票的跌幅在被责令整改公告发布后复牌之次日(2018年4月27日)至股票换手率达100%之日(2018年8月7日)期间跌幅比同期大盘的跌幅稍大，但走势基本一致。结合中航三鑫公司在2017年11月1日因可能发生股权变动而停牌重组，后重组失败于2018年4月26日复牌的背景因素，应当认为涉案股票复牌后的价格下跌是多个因素复合作用的结果，……其损失应当系证券投资市场风险等因素影响造成的。
21	朱某玲、肖某莉等与甘肃某某控股(集团)股份有限公司、徐某刚等证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书	(2023)甘01民初178号	甘肃省兰州市中级人民法院		原告作为股票投资者，在其投资购买股票时理应注意到相关的投资风险，对投资风险行为所造成的损失，应由其自行承担。上述某甲公司的自身经营风险因素、投资者自身投资风险因素对某甲公司从实施日到基准日期间的整体股价走势产生了重要影响，与某甲公司的虚假陈述行为被揭露产生叠加效应，共同导致并加剧了某甲公司股价的下跌。因此，本院综合考虑投资者自身投资风险因素、某甲公司自身经营风险因素以及公司股价整体表现，酌定在各投资者的投资损失中应予扣减的非系统风险比例为80%。
22	顾某与某某有限公司公某证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书	(2024)辽01民初572号	辽宁省沈阳市中级人民法院		案涉股票下跌除受到国内宏观经济增速持续下滑，境内资本市场受到的冲击和负面影响以外，随着移动支付的兴起、普及以及数字人民币业务的持续推动，传统的银行业经营模式及支付模式发生显著变化。被告所处的计算机设备(细分金融机具类)受到持续冲击，自2016年以来营业收入及净利润等核心经营数据逐年下滑，股价持续走低。



23	张建红与哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事裁决	(2023)黑民终 137 号	黑龙江省高级人民法院	上市公司股票交易不同于一般商品买卖，股票价格受到诸如大盘走势、所处行业板块以及公司规模、价值、盈利、经营情况等多种因素的持续影响，即便没有虚假陈述，股票交易价格也存在正常的波动，作为理性投资者应当知晓并承担股票市场交易存在的正常风险与相应损失，因此，虚假陈述的责任人仅对因虚假陈述这一证券侵权行为造成的投资者损失承担赔偿责任。如果有证据证明投资者损失的形成存在与虚假陈述无关的其他因素，且这些因素对股票交易价格的波动具有相当的影响，则应当认定这些因素导致的损失不属于虚假陈述行为人的赔偿责任范围。
24	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	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。综合考虑西水公司虚假陈述的恶意程度、股价整体表现情况和全案事实，本院酌定西水公司应赔偿损失 205,465.122 元（342,441.87 元 ×60%）。

证明事项：市场系统风险扣除比例的计算方法

25	李媛、广东柏堡龙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	(2023)粤 01 民初 1479 号	广东省广州市中级人民法院	本案中，案涉虚假陈述行为从实施日到揭露日时间较长，在此期间，证券市场走势波动亦较大。投资者的损失中，部分损失系证券市场系统因素造成，该部分损失应予剔除。至于扣除方式，中证中心选取深证综合指数 399106.SZ，(申万)纺织服饰行业指数 801130.SL，(申万)休闲服装行业指数 851324.SL 为系统风险扣除的参考指数，并采用“同步指数对比法”测算投资者证券市场系统风险扣除比例。本院认为上述指数编制较早，且在证券市场具有较大影响力，可以被选取作为比对指数。而在测算时，中证中心采用“同步指数对比法”测算投资者证券市场系统风险扣除比例，即从投资者第一笔有效买入开始，假设投资者买卖案涉股票时，同时买入卖出相同数量的(申万)行业指数，每一笔交易均同步对应指数的买入卖出，并将每个投资者持股期间的综合指数、行业指数的平均跌幅与个股跌幅进行对比，扣除证券市场系统风险的影响。中证中心具体所采用的计算公式为：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=（指数买入均价-指数卖出均价或指数基准价）/指数买入均价；市场系统风险扣除比例=指数平均跌幅/个股跌幅；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）。本院认为该测算方法可以更合理计算不同时期买入柏堡龙公司股票的各投资者因市场系统风险受到的损失，中证中心以此方法测算系统风险扣除比例，并无不妥。
--	--	--	--	--



附件五 我国信息披露重大性相关规范列举

表 8 我国规范中有关信息披露的重大性的内容列举

规范依据	投资者决策标准	价格敏感性标准
2019 年《证券法》	第 19 条：发行申请文件披露要求	第 52 条：内幕信息 第 80 条：应予报告事项 第 84 条：自愿披露信息
2025 年《非上市公众公司信息披露管理办法》	第 9 条：自愿披露信息 第 11 条：定期报告 第 21 条：临时报告	第 11 条：定期报告 第 21 条：临时报告
2025 年《深圳证券交易所创业板股票上市规则》	第 2.1.10 条：应予公告事项 第 5.1.1 条：信息披露要求 第 5.2.6 条：自愿披露信息	第 2.1.10 条：应予公告事项 第 4.3.3 条：重大事件要求 第 5.1.1 条：信息披露要求
2025 年《上市公司信息披露管理办法》	第 12 条：定期报告披露要求	第 23 条：重大事件披露要求
2025 年《深圳证券交易所股票上市规则》	第 2.2.12 条：自愿披露信息 第 3.3.13 条：招股说明书披露要求	第 4.5.4 条：信息披露要求
2025 年《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第 3 号——定向发行说明书和发行情况报告书》	第 5 条：定向发行信息披露要求	/
2025 年《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第 18 号——定向发行可转换公司债券说明书和发行情况报告书》	第 5 条：定向发行信息披露要求	/
1993 年《股票发行与交易管理暂行条例》	/	第 60 条：应予报告事项
2023 年《公司债券发行与交易管理办法》	/	第 54 条：临时公告
2020 年《上市公司证券发行管理办法》（已失效）	第 52 条：证券发行披露要求	/
2020 年《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》（已失效）	第 42 条：信息披露要求	/
2022 年《首次公开发行股票并上市管理办法》（已失效）	第 41 条：招股说明书披露要求	/



附件六 我国 ESG 披露法规范进程

图 8 我国 ESG 披露有关法律法规等规范的阶段进程

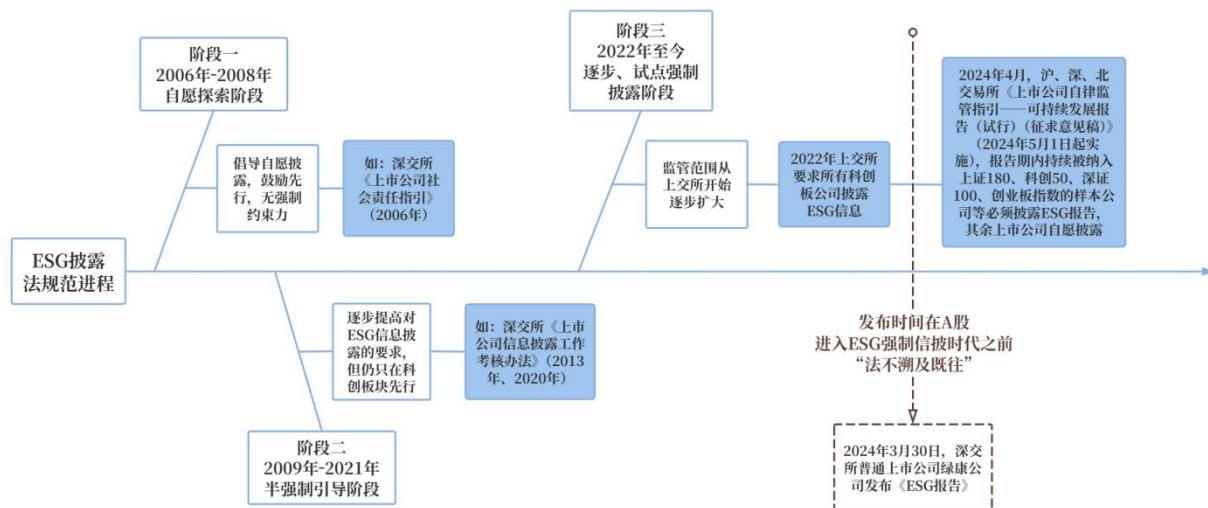


表 9 我国 ESG 披露有关法律法规等规范的阶段进程

阶段	时间范围	主要特征	相应文件
阶段一： 自愿探索 阶段	2006 年至 2008 年	倡导自愿披露，鼓励先行； 以“指引”为主，无强制约束力； 重视“社会责任”与“环境保护”。	2006 年 ，深交所发布《上市公司社会责任指引》，要求上市公司积极履行社会责任， 自愿披露企业社会责任报告 。 2008 年 ，上交所发布《关于加强上市公司社会责任承担工作暨发布〈上海证券交易所上市公司环境信息披露指引〉的通知》与《〈公司履行社会责任的报告〉编制指引》，强化环境与社会责任信披。
阶段二： 半强制引导 阶段	2009 年至 2021 年	在科创板等重点板块先行先试，要求强制披露； 与信息披露考核挂钩，建立激励约束机制； 逐步提高对信息披露的要求。	2010 年 ，深交所发布《关于做好上市公司 2010 年年度报告披露工作的通知》，要求纳入深圳 100 指数的上市公司 披露社会责任报告 。 2013 年 ，深交所发布《上市公司信息披露工作考核办法》，将社会责任报



			<p>告披露与信披考核评级挂钩（未披露不能为 A）。</p>
			<p>2019 年，上交所发布《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 10 份配套规则与指引，对科创板 ESG 信息提出强制披露要求，成为里程碑。</p>
			<p>2020 年， 深交所修订《上市公司信息披露工作考核办法》，将 ESG 报告纳入信披考核加分项； 上交所发布《上海证券交易所科创板上市公司自律监管规则适用指引第 2 号——自愿信息披露》，进一步细化 ESG 信息披露的要求。</p>
阶段三： 逐步、试点强 制披露阶段	2022 年至今	逐步建立统一、规范的披露标准框架； 监管范围扩大至全市场（沪、深、北交易所）。	<p>2022 年，上交所发布《关于做好科创板上市公司 2021 年年度报告披露工作的通知》，要求所有科创板公司披露 ESG 信息，科创 50 指数公司须单独发布 ESG 报告。</p> <p>2024 年 4 月，沪、深、北交易所联合发布《上市公司自律监管指引——可持续发展报告（试行）（征求意见稿）》（2024 年 5 月 1 日起实施），报告期内持续被纳入上证 180、科创 50、深证 100、创业板指数的样本公司，以及境内外同时上市的公司，必须披露 ESG 报告，其余上市公司自愿披露，这标志着 A 股 ESG 信披进入统一的“强制”时代。</p>



附件七 绿康公司碳汇项目信息及购买记录

表 10 绿康公司碳汇项目信息公示-1

项目编号	A11000X	项目名称	甘肃酒泉风沙治理造林碳汇项目
项目状态	已登记	所属省份	甘肃省
项目地理位置	甘肃省酒泉市肃州区北部风沙口治理区	经度	98.514367
纬度	39.743436	方法学	造林碳汇项目方法学
所属行业领域	林业和其他碳汇类型	项目业主	酒泉市生态恢复有限责任公司
审定与核证机构	中环联合（北京）认证中心有限公司	项目计入期	2020-01-01 至 2059-12-31
购买方	绿康食品股份有限公司	购买日期	2023-03-02
本次购买减排量	15,000 吨 CO ₂ 当量	对应注销登记号	CN-VER-20XX-441-XXXXX
用途声明	用于抵消绿康公司 2022 年度部分运营碳排放，以实现产品层面碳中和目标		



表 11 绿康公司碳汇项目信息公示-2

项目编号	A21000X	项目名称	内蒙古和林格尔县防风固沙造林碳汇项目
项目状态	已登记	所属省份	内蒙古自治区
项目地理位置	内蒙古自治区呼和浩特市和林格尔县	经度	111.995
纬度	40.402	方法学	造林碳汇项目方法学
所属行业领域	林业和其他碳汇类型	额外性的论证方式	免予论证
审定与核证机构	中国质量认证中心	开工日期	2018-05-10
登记日期	2023-11-20	项目寿命期限	30 年
计入期开始时间	2021-01-01	计入期结束时间	2050-12-31
预计年均减排量	12,500 吨	预计计入期总减排量	375,000 吨
项目业主	和林格尔县生态林业发展有限公司	建档立卡代码	PPC13021501020018
项目基本情况	内蒙古和林格尔县防风固沙造林碳汇项目为新建的造林项目，位于内蒙古自治区呼和浩特市和林格尔县。项目总造林面积 3000 公顷，主要目的是通过人工造林活动防治土地沙化，改善生态环境，并产生可测量的碳汇效益。本项目选用樟子松、柠条等适生耐旱树种。项目计入期为 30 年，在计入期内，预计年均减排量 12,500 t CO ₂ e，计入期内总减排量 375,000 t CO ₂ e。		
采用的技术与措施	项目采用先进的人工造林和抚育管理技术，包括节水灌溉、土壤改良、病虫害综合防治等，确保林木成活率和生长量，最大化碳汇功能。		



表 12 绿康公司碳汇项目购买记录-1

项目编号	A11000X	项目名称	甘肃酒泉风沙治理造林碳汇项目
项目状态	已登记	所属省份	甘肃省
项目地理位置	甘肃省酒泉市肃州区北部风沙口治理区	经度	98.514367
纬度	39.743436	方法学	造林碳汇项目方法学
所属行业领域	林业和其他碳汇类型	项目业主	酒泉市生态恢复有限责任公司
审定与核证机构	中环联合（北京）认证中心有限公司	项目计入期	2020-01-01 至 2059-12-31
购买方	绿康食品股份有限公司	购买日期	2023-03-02
本次购买减排量	15,000 吨 CO ₂ 当量	对应注销登记号	CN-VER-20XX-441-XXXXXX
用途声明	用于抵消绿康公司 2022 年度部分运营碳排放, 以实现产品层面碳中和目标		



表 13 绿康公司碳汇项目购买记录-2

项目编号	A21000X	项目名称	内蒙古和林格尔县防风固沙造林碳汇项目
项目状态	已登记	所属省份	内蒙古自治区
项目地理位置	内蒙古自治区呼和浩特市和林格尔县	经度	111.995
纬度	40.402	方法学	造林碳汇项目方法学
所属行业领域	林业和其他碳汇类型	项目业主	和林格尔县生态林业发展有限公司
审定与核证机构	中国质量认证中心	项目计入期	2021-01-01 至 2050-12-31
购买方	绿康食品股份有限公司	购买日期	2023-04-02
本次购买减排量	15,000 吨 CO ₂ 当量	对应注销登记号	CN-VER-20XX-421-XXXXX
用途声明	用于抵消绿康公司 2022 年度部分运营碳排放, 以实现产品层面碳中和目标		