

ESG 信息披露的实施评价与制度完善^{*}

吕成龙^{**} 鲍思彤^{***}

摘要：国际上,ESG 信息披露框架规则、法律责任与评价机制方兴未艾,我国大陆地区自 2026 年起将对部分重要上市公司的 ESG 信息披露作强制性要求。这一要求目前已获得上市公司积极响应,如绝大多数上证 180 和深证 100 成分股上市公司在 2025 年已积极践行此要求,这为 2026 年全面实施及之后规则完善提供了参考锚点。从实证情况观察,我国 ESG 信息披露依然存在信息定量化不足、指标设计合理性存疑等问题,这要求我们应进一步实现定性与定量披露、统一框架与行业特色、国际标准与本土需要之间的制度平衡。同时,参鉴境外 ESG 实施机制的经验,ESG 信息披露法律责任应建立在科学的信息分类标准之上,区分事实类、预测类与广告类信息,以此促进信息披露自愿性与审慎性的齐头并进。最终,通过 ESG 信息披露法律机制的不断完善,为新质生产力的实现提供制度支点。

关键词：新质生产力 ESG 信息披露 可持续发展 企业社会责任

环境、社会和公司治理(Environmental, Social and Governance, ESG)是促进上市公司新质生产力发展的重要支点,而信息披露的法律责任构建及完善是促进上市公司 ESG 发展的关键法律制度。我国大陆地区在 ESG 规则制定与适用方面近年来取得了显著进展,国务院国资委办公厅 2023 年发布《关于转发〈央企控股上市公司 ESG 专项报告编制研究〉的通知》;^①2024 年 5 月,财政部发布《企业可持续披露准则——

^{*} 本文为“证券监管介入上市公司治理的体系性构造研究”(项目批准号为 21CFX077)的阶段性成果。

^{**} 深圳大学法学院副教授、博士生导师。

^{***} 深圳大学法学院研究生。

^① 刘倩、栗玉平:《ESG 信息披露进入新阶段——国资委进一步规范央企控股上市公司 ESG 信息披露》,载中华人民共和国财政部网站, https://bj.mof.gov.cn/ztdl/czysjg/jyjl/202310/t20231030_3913704.htm, 2025 年 10 月 7 日访问。

基本准则(征求意见稿)》;^①2024 年,上海、深圳和北京三大证券交易所发布 ESG 披露指引,如《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 14 号——可持续发展报告(试行)》就要求上证 180 指数、科创 50 指数样本公司以及境内外同时上市的公司应当按照该指引及其相关规定披露《上市公司可持续发展报告》或者《上市公司环境、社会和公司治理报告》。^②

一、ESG 信息披露框架的全球发展

(一) ESG 信息披露的全球发展

ESG 的提出建立在可持续发展的理念与倡议之上,非一时之风。2004 年,在联合国全球契约组织(United Nations Global Compact)具有里程碑意义的报告《有心者胜》(Who Cares Wins)中,ESG 的概念被正式提出。^③此后,ESG 又被超过六十个国家及国际组织关注并制定了相应报告框架,由此,如何借助非财务报告来促进对企业环境和社会风险的评估、促进全球可持续发展成为各主要国家和地区的重要议题。^④不容否认的是,ESG 以至于此前的企业社会责任(Corporate Social Responsibility, CSR),自提出之时就伴有激烈的争论,^⑤至今也并未达成充分的共识。究其原因,在于对公司目的的不同理解,有观点秉持股东利益最大化,^⑥有观点认为公司不应只追求股东利益并提及多利益相关者治理,^⑦也有文章中提及了一种早期观点,认为公司理应将社会责任定位于管理目标而不论利润如何,^⑧也有学者采取了折中观点,将提高“风险调整后收益”的 ESG 投资称为“风险回报 ESG”(Risk-return ESG),即通过对风险的有效规避而实质上有利于公司及股东利益的增

① 《关于征求〈企业可持续披露准则——基本准则(征求意见稿)〉意见的函》,载会计准则委员会网站, <https://www.casc.org.cn/2024/0527/256555.shtml>, 2025 年 10 月 7 日访问。

② 《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 14 号——可持续发展报告(试行)》(上证发[2024]33 号)。

③ United Nations Global Compact, Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World, World Bank (June 2004), <https://documents1.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>.

④ Virginia Harper Ho & Stephen Kim Park, ESG Disclosure in Comparative Perspective: Optimizing Private Ordering in Public Reporting, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol.41, No.2, 2019, pp.252-254.

⑤ 肖红军:《关于 ESG 争议的研究进展》,载《经济学动态》2024 年第 3 期。

⑥ A. A. Berle, Jr., Corporate Powers as Powers in Trust, Harvard Law Review, Vol.44, No.7, 1931, p.1049.

⑦ Lynn Stout, The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public, San Francisco, CA: Berrett-Koehler Publishers, 2012, p.4.

⑧ Dorothy S. Lund & Elizabeth Pollman, The Corporate Governance Machine, Columbia Law Review, Vol.121, No.8, 2021, p.2566.

加。^①我国也有学者提出 ESG 与现代公司法的演进方向具有一致性,其将成为促进公司永续发展的新制度工具。^②值得注意的是,从实证法的角度来看,欧盟、美国和我国大陆地区等重要的经济市场,都已经在以正式制度推进 ESG 的发展和实施,国际组织也在不断更新和发展 ESG 信息披露标准,这些都成为我们不能忽视的现实与潮流,为进一步检思 ESG 的角色与实施提供了新的观察角度。

一方面,从国际组织的层面来看,由国际财务报告准则基金会(International Financial Reporting Standards Foundation)发起组建的国际可持续准则理事会(International Sustainability Standards Board,ISSB)在2021年联合国气候变化大会上正式启动,以制定与国际财务报告准则相协调的报告框架为目标,在气候披露标准委员会、气候相关财务披露工作组、价值报告基金会的综合报告框架、基于行业的 SASB (Sustainability Accounting Standards Board,SASB)标准、世界经济论坛的利益相关者指标的加持下,可谓“含着金汤匙出生”,颁布之初即获得全球关注。2023年即发布《国际财务报告准则 S1 号——可持续相关财务信息披露一般要求》(IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information)和《国际财务报告准则 S2 号——气候相关披露》(IFRS S2 Climate-related Disclosures),IFRS S1 和 S2 两个文件的颁布使其具有了与国际会计准则理事会(The International Accounting Standards Board,IASB)共通的语言,为进一步促进 ESG 信息的披露进行了重要铺垫。由此,气候相关财务信息披露工作组的披露框架也功成身退。鉴于 ISSB 披露标准刚刚起步,其在行业标准上仍然需要借助其他早先的披露框架,如在行业标准上其可嵌入 SASB 的 77 个具体行业指标。当然,目前来看,全球报告倡议组织(Global Reporting Initiative,GRI)的报告框架仍然是全球使用最为广泛的披露框架,涵括了通用标准、行业标准和议题标准。在 ISSB 公布之前,GRI 和 ISSB 的关系就已经被关注。客观而言,ISSB 可持续性披露标准和 GRI 标准可以被视为两个相互关联的支柱性报告框架,其各有所长并可结合成一个全面的公司报告制度以披露可持续性信息。^③

另一方面,从重要市场的立法来看,ESG 近年来获得了显著的进展。2022 年欧盟颁布了《企业可持续发展报告指令》(Corporate Sustainability Reporting Directive,

① Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee, Stanford Law Review, Vol.72, No.2, 2020, pp.397-399.

② 朱慈蘊、吕成龙:《ESG 的兴起与现代公司法的能动回应》,载《中外法学》2022 年第 5 期。

③ IFRS, ISSB and GRI Provide Update on Ongoing Collaboration, IFRS (23 June 2022), <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2022/06/issb-and-gri-provide-update-on-ongoing-collaboration/>.

CSRD)。^① 相比而言,CSRD 与之前《非财务报告指令》(Non-Financial Reporting Directive)相比有不少重大变化,披露范围、披露强制性和披露的精细度皆有扩大,强制要求将可持续发展报告取代现有的非财务报表并嵌入年报中。2023 年,欧盟通过了首批 CSRD 文件,并授权欧洲财务报告准则咨询组以专业咨询机构的身份制定《欧洲可持续发展报告准则》(European Sustainability Reporting Standards,ESRS),共计有 12 份具体的准则,涵括一般要求、一般披露、气候变化、污染、水和海洋资源、生物多样性和生态系统、资源利用和循环经济、消费者和终端用户、商业操守等内容。在欧盟监管市场发行证券的企业,或者满足员工人数超过 250 人、资产总额超过 2 000 万欧元、净营业额超过 4 000 万欧元之三项标准中任意至少两项的非上市企业,抑或是在欧盟的净营业额超过 1.5 亿欧元且在欧盟至少有一家子公司或分支机构非欧洲企业,^②都会被纳入强制信息披露的企业范畴内。此外,这些企业还必须遵守欧洲可持续报告准则进行披露,^③GRI 等仍然可以作为补充或参考。从美国市场来看,ESG 的推进面临较大挑战,2024 年,美国证券交易委员会(the Securities and Exchange Commission,SEC)正式通过了《面向投资者的气候相关信息披露的提升和标准化》(The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors),^④但是反对声音仍然十分强大,“第五巡回上诉法院在 Liberty Energy Inc.和 Nomad Proppant Services LLC 对披露新规提起的诉讼中,批准了暂缓实施披露新规。”在我国台湾省,自 2025 年起,全体上市公司将需要编制永续报告书,要参考 GRI 与 SASB 准则编制年度报告以及相应行业指标。此外,为与国际标准接轨,公司可参考 SASB 提供的行业指标披露信息。整体来看,欧洲市场对 ESG 报告的推进更加积极,这与其主流意见对 ESG 的看法有关,其本身更看重可持续发展,深层次地关注商业与社会、社区和人权等领域的相互影响,关注长期主义和利益相关者主义。

(二) 全球 ESG 信息披露框架的实施特点

第一,ESG 信息披露并非完全属于新事物。一方面,ESG 信息披露在诸多具体的指标上涉及此前的上市公司信息披露要求,以环境信息为例,在 SEC 制定《面向投资

① Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022.

② Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013.

③ European Union, Sustainable Finance: Commission welcomes political agreement on company sustainability reporting, European Commission (22 June 2022), https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/mex_22_3966.

④ U.S. Securities and Exchange Commission, SEC Adopts Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors, U.S. Securities and Exchange Commission (6 March 2024), <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-31>.

者的气候相关信息披露的提升和标准化》之前,美国早已对环境污染相关财务事项的披露有强制性规定。事实上,环境信息披露的争论早在 1970 年美国首部主要环境法——国家环境政策法(National Environmental Policy Act)制定时便已开始,^①该法与联邦程序法一并要求 SEC 采取适当措施考虑环境影响。1973 年,SEC 发布了 5386 号公告,对定期报告(Form 10-K)和临时报告(Form 10-Q)业务描述和法律诉讼部分要求进行了修改,如相关纠纷诉讼涉及政府或罚款超过 10 万元则必须予以披露。^②规则 S-K(Regulation S-K)提供了更加详细的信息披露要求。^③2010 年,SEC 公布了《气候变化相关披露指南》(Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change),要求上市公司在其定期报告中评估并披露气候变化相关的重大风险。在社会层面,2021 年,SEC 批准了纳斯达克股票市场针对董事会多样性披露、董事会招聘服务两项提案发布的拟议规则变更。^④在我国,我们对上市公司环境污染的披露要求也由来已久。不仅如此,根据《企业环境信息依法披露管理办法》等环保类规范的规定,非上市的重点排污单位、实施强制性清洁生产审核的企业也需要履行环保信息披露的义务。职能部门要依托政府网站等设立企业环境信息依法披露系统,集中公布企业环境信息依法披露内容,供社会公众免费查询。对于社会责任部分,2006 年深圳证券交易所发布的《上市公司社会责任指引》拉开了上市公司自愿披露社会责任报告的帷幕。可以看到,尽管不同证券场所关注的侧重点与具体法律要求并不相同,但 ESG 所涉及的不少内容并非新事物。

第二,ESG 信息披露强制性相对有限。即便目前来看,ESG 的强制披露仍属于较为有限的范围:欧盟针对公共利益关联较大公司强制性披露的进程自 2014 年开始,由成员国自行决定报告形式和标准,这与欧洲长期以来的群体主义思维密切相关。^⑤在我国香港地区,上市公司 ESG 信息披露历经“建议披露”“遵守或解释”及至部分“强制披露”(如管治架构、排放物、雇佣等)多个发展阶段,在 IFRS S1 和 S2 发布的背景下,香港交易所依旧采取分阶段、分类别的方法,大型股发行人、主板发行人(大型

① [美] 丹尼尔·R.曼德尔克:《美国〈国家环境政策法〉:经验与问题评述》,卢锺译,载《甘肃政法学院学报》2018 年第 5 期。

② March Sadowitz, Environmental Disclosure: What Is Required and What Is Needed, Environmental History Review, Vol.16, No.4, 1992, pp.71-72.

③ See 17 CFR § 229.402.

④ NASDAQ, Nasdaq's Board Diversity Rule: What Companies Should Know, NASDAQ (28 February 2023), <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/Board%20Diversity%20Disclosure%20Five%20Things.pdf>.

⑤ Claus Offe, The European Model of "Social" Capitalism: Can It Survive European Integration? The Journal of Political Philosophy, Vol.11, No.4, 2003, pp.443-444.

发行人除外)和 GEM(Growth Enterprise Market,创业板)发行人在 2025 年 1 月 1 日或之后开始的财政年度,皆需要强制披露范围 1 和范围 2 的温室气体排放数据,对于范围 1 和范围 2 之外的其他温室气体排放则采取“不遵守就解释”、强制披露、自愿披露等方案。^① 我国大陆地区,三大证券交易所要求上证 180 指数、科创 50 指数、深证 100 指数、创业板指数样本公司及境内外同时上市的公司应当最晚在 2026 年首次披露 2025 年度可持续发展报告,鼓励其他上市公司自愿披露。^② 整体来看,强制性 ESG 信息披露不管是基于披露本身,还是基于特定事项的披露,从全球主要市场来看都处于比较有限的状态。

第三,ESG 信息披露长期缺乏统一的披露框架。从前文的研讨不难看到,ESG 披露框架的兴起时间并不长,不同的国际组织、不同的证券场所采取的披露框架并不统一,这也是 ISSB 标准筹备之时即广受关注的原因所在,我国财政部《可持续发展基本准则》以 IFRS S1 为基础并充分考虑我国国情,我国台湾省在 IFRS S1 和 S2 标准颁布后,迅速提出了接轨方案,香港地区对温室气体排放也迅速接纳了 IFRS S2 的标准,最大限度地将披露规定与 ISSB 标准保持统一。如前所述,ISSB 报告框架与 GRI 框架如何进一步统一协调是未来一段时间的重要议题。总之,统一化的信息披露框架是进行评价的基础所在,否则缺乏可比性指标的评价体系也难以获得市场认可,而市场的认可度则直接关切到各界对 ESG 价值的评判。

基于上述特点,ESG 信息披露在全球主要市场的实施情况差异较大,监管者与市场参与者持有较多的观望立场。如果从深层次的原因来看,这与不同国家和地区对政府与市场关系的理解有一定关系,Stavros Gadinis 和 Howell E. Jackson 教授此前将证券市场的监管模式分为三种,即灵活型规制,政府合作型规制和政府主导型规制,^③ 三种模式下政府的介入程度由浅至深,这与不同市场的发展历史和法律传统又密切相关。因此,在 ESG 信息披露中,美国、英国呈现出十分谨慎的态度,个人主义色彩强烈,而欧盟、新加坡等拥有政府监管传统的地区和国家对 ESG 的强制披露相对积极,集体思维明显。因此,ESG 在全球范围内的实施深刻镶嵌于各自的特色与传统之中,

① 《香港交易所环境、社会及管治框架下气候信息披露的实施指引》,载中国香港交易所网站,https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Environmental-Social-and-Governance/Exchanges-guidance-materials-on-ESG/guidance_enhanced_climate_dis_c.pdf,2025 年 10 月 7 日访问。

② 《三大交易所正式发布 ESG 报告编制指南》,载生态中国网,https://www.eco.gov.cn/news_info/58918.html,2025 年 10 月 7 日访问。

③ Stavros Gadinis & Howell E. Jackson, Markets as Regulators: A Survey, Southern California Law Review, Vol.80, No.6, 2007, pp.1239-1240.

并不见得有高下之别。

二、我国 ESG 信息披露的实施现状与难点

（一）我国 ESG 信息披露的特点

尽管 ESG 与 CSR 有显著不同,但两者对企业环境与社会责任的关注,使得我们可以透过此前 CSR 的披露来阐述 ESG 信息披露机制的特点。鉴于三大证券交易所发布《可持续发展报告(试行)》强制要求特定部分上市公司披露 ESG 信息,2025 年绝大部分公司已经开始披露可持续发展报告。为进一步验证企业披露的实践情况,我们在上海证券交易所和深圳证券交易所网站以“ESG 报告”与“可持续发展报告”进行检索,并对上证 180 和深证 100 指数成分公司进行比对,收集到 275 份 2024 年度企业社会责任报告。绝大部分上市公司已经披露了 ESG 报告,仅个别上市公司尚未披露,如某集团在 2024 年年度报告中明确表示“不适用单独披露社会责任报告、可持续发展报告或 ESG 报告”。因此,综合此前 CSR 实施情况及现有政策来看,ESG 报告呈现出四个方面的特点:

第一,相对柔和的披露要求和监管模式。此前,我国对企业社会责任的报告并无强制要求,2006 年《上市公司社会责任指引》鼓励企业自发披露该报告。从既有研究来看,各界对此评价持有积极态度,获得了一定的社会共识。2016 年,中国人民银行等七部委联合颁布《构建绿色金融体系的指导意见》,要求逐步建立和完善上市公司强制性环境信息披露制度,^①重点排污单位等特定公司被赋予了强制披露义务。目前,三大证券交易所发布的《可持续发展报告(试行)》也仅要求部分指数成分股上市公司披露 ESG 报告。因此,从这个意义上来说,我国 ESG 的实施思路是相对柔和且恰当的,未对一般上市公司以至于非上市公司造成经济负担。

第二,ESG 信息披露指标设计体现了国际性与本土性。证券交易所指引共涉及 21 个议题,分为环境、社会和治理三大方面:环境方面涉及 8 个议题,即气候变化、污染物排放、废弃物处理、生态系统与生物多样性保护、环境合规管理、能源利用、水资源利用以及循环经济。在社会层面,共包含 9 个议题,分别为乡村振兴、创新驱动、科技伦理、供应链安全、平等对待中小企业、产品和服务的安全与质量、数据安全与客户

^① 《关于构建绿色金融体系的指导意见》,载生态环境部网站,https://www.mee.gov.cn/gkml/hbb/gwy/201611/t20161124_368163.htm,2026 年 3 月 16 日访问。

隐私保护以及员工相关议题。其中,乡村振兴、科技伦理具有本土特色,但议题的企业通用性值得检讨,如“科技伦理”对非科技类公司而言适用性有限,如华利集团在报告中写明“科技伦理适合从事生命科学、人工智能等科技伦理敏感领域的企业,不适用华利集团”。可持续发展治理相关的议题较少,包括尽职调查、利益相关方沟通、反商业贿赂与反贪污以及反不正当竞争四个方面。除通用性问题外,还存在重合性问题,如“污染物排放”与“废弃物处理”在披露要求上存在一定的交叉与模糊。从实例来看,“爱尔眼科”在《2024 年度可持续发展报告》中将这两个议题及废水管理都放在了排放物管理这一大标题下,“北方华创”和“北新建材”的报告中将废弃物包含在了污染防治之下,这也凸显了设置 ESG 行业指标的重要性和紧迫性。

第三,ESG 报告依然存在定性化强、量化欠缺的问题。冯果教授此前对 2018 年 2 097 份 CSR 报告的研究发现,将近 20%的企业社会责任报告在 10 页及以下篇幅,充满了象征性的口号和原则,涵括具体指标的定量披露少之又少,存在“报喜不报忧”的选择性披露问题。^① 横向来看,披露信息的可比性也不强,甚至出现了“同形”现象。^② 前述 2024 年上市公司 ESG 报告相比过去而言,虽然有所改进,但披露不充分、缺乏第三方鉴证等增信行为的问题仍然突出,具言之:一方面,相当一部分企业披露仍停留在定性描述层面,缺乏量化数据和具体案例。这样的报告能够提供的 ESG 信息比较有限,甚至容易引发市场对“洗绿”行为的质疑。如某汽车制造类上市公司的 2024 年度社会责任报告全文篇幅仅有 6 页。当然,也有部分企业重视 ESG 信息披露,除严格按照监管要求进行披露外,还会结合其他国际标准的议题扩展披露范围,如:公牛集团《2024 年度可持续发展报告》的编制依据不仅有《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 14 号——可持续发展报告(试行)》,还有联合国《可持续发展目标(SDGS)企业行动指南》以及全球可持续发展标准委员会《可持续发展报告标准》,撰写了 100 页的详尽内容。不过,是否篇幅越长越好呢?譬如,有一家银行类上市公司公布的社会责任报告篇幅有 209 页,投资者是否可能因信息过载而忽略重要风险指标或实质性议题?当然,这个问题与投资者结构具有密切关系,不能一概而论。另一方面,在第三方鉴证方面,多数企业并未引入独立机构的评级披露。只有少数企业提供相关信息,但所选机构差异较大,缺乏统一标准。其中,晶澳科技的披露

① 冯果:《企业社会责任信息披露制度法律化路径探析》,载《社会科学研究》2020 年第 1 期。

② 杨汉明、吴丹红:《企业社会责任信息披露的制度动因及路径选择——基于“制度同形”的分析框架》,载《中南财经政法大学学报》2015 年第 1 期。

十分全面,其 ESG 报告列出了包括中证指数、万得、商道融绿、明晟(MSCI)、标普全球(S&P Global)、晨星 Sustainalytics(Morningstar Sustainalytics)、路孚特(Refinitiv)和艾科维迪(EcoVadis)在内的多家评级机构的评估结果。究其原因,我们尚未建立起一个更加细致、统一的信息披露框架,对指标选取与定量化未予以明确要求。

第四,ESG 报告的经济效益尚待学术研究。鉴于上述披露的自愿性、非统一性、非定量化等特点,ESG 报告与此前 CSR 报告对于企业经济收益的增加并未呈现出显著的效应,也许对企业声誉的提升亦难以起到有效作用。同时,鉴于自愿性披露同样要遵循信息披露真实、准确和完整的要求,该等报告所提供的有效信息含量比较有限。在只有单方报告机制而缺乏评价奖励机制的安排下,ESG 信息披露很容易变成“独角戏”。这一现象的出现也与投资机构的投资指导原则有关,其首先要维护和促进投资基金项目参与者之利益,而此种利益往往是短期的与现实的,而 ESG 对企业发展的推动也许是长期的,其间即产生了经济效益鸿沟。可以说,评价激励端的相对欠缺进一步加剧了 ESG 信息披露的困难。

(二) ESG 信息披露框架的制度难点

ESG 信息的实施特点是我们继续推进制度改革的起点,为促进新质生产力的发展,ESG 信息披露任重道远。在实施进一步 ESG 信息披露工作过程中,我们要着重把握实施难点,以下四组关系尤为重要:

第一,定性描述与定量数据协同发展,定性描述对于阐释发展实质和预测判断未来具有不可取代的作用,而定量统计是提升披露准确度、有效性的基础,这一点已经有不少论述。以《可持续发展报告(试行)》为例,其要求披露范围 1 和范围 2 的温室气体排放量,但温室气体的排放量和换算为二氧化碳当量公吨数的方法至关重要,为此该文件第 26 条也要求公司披露核算温室气体排放量所依据的标准、方法、假设或计算工具,说明排放量的合并方法,并且鼓励公司借助第三方机构对公司温室气体排放等数据进行核查或鉴证。不过,只有经过较长一段时间的实践,市场才能对排放量计算方法等形成更加普遍的共识,待此共识形成之后,指标的可比性将会迅速转换为 ESG 评级机构的分数,有利于市场投资者以此作为决策信息。

第二,国情特色与国际接轨的问题,不管是从欧盟,还是我国香港地区的既有实践来看,其都体现了对国际标准的关注,也强调成员国与本土现实的嵌入。因此,我国三大证券交易所《可持续发展报告(试行)》在接纳国际标准的基础上,又嵌入了科技伦理、平等对待中小企业、乡村振兴等具有本土价值的评价指标。但本文认为,ESG 的目

标与 CSR 并不相同,其理应强调影响企业发展前景的风险和机遇,这是促进企业自发自觉向 ESG 指标靠拢的内在动力,如果仍然强调单方面的社会贡献和输出,恐怕对于追求营利性的企业来说会消减其动力。因此,在指标的设置方面,我们应当检思——该指标对于促进企业的可持续发展是否具有重要性?若否,我们不宜将其作为 ESG 评价指标,以免稀释 ESG 对新质生产力的推动作用,同时避免业界对 ESG 的不当评价。

第三,商业秘密与全面披露的关系。对 ESG 信息披露在一定范围内的强制性要求会使得商业秘密与全面披露的关系凸显,信息是证券市场的血液,信息挖掘者可以从信息碎片中拼凑出完整的图景。因此,诸如用电量等数据看似不具有重大性,但实际上对于推测制造业类企业的产能具有重要参考价值。在 ESG 信息披露的过程中,同样会涉及此类问题。如企业温室气体排放量的变化,可能是企业生产技术的重大革新,但尚达不到法定信息披露要求,此等信息对于企业参与市场竞争等具有一定的秘密性,其是否可以以商业秘密为由豁免披露,值得进一步讨论,理应结合商业实践对《可持续发展报告(试行)》的强制披露指标与商业秘密的关系逐一检讨。

第四,一般披露与行业差异。ISSB 目前只提供了一般披露框架,而 SASB 已经对 77 个行业的特定披露事项予以规定,可见目前国际披露框架也面临行业化的工作。如前所述,不同行业 ESG 的披露理应有不同特点,我们应当制定相应的 ESG 行业分类目录与标准。即便是传统行业,也应当制定更加精细的评价标准,如有企业界人士就此举例,传统的火电行业本身也可节能减排,如利用智能电网、对发电端传输端需求端等进行智能匹配等,不能概而论之。^① 值得警惕的是,我们不能以地域作为 ESG 评价标准制定的区分条件。也许有观点认为,东部企业与中西部企业在 ESG 标准上应当有所不同,但若以此为标准进行区分,不仅容易导致“朝底竞争”的制度套利,而且不利于鼓励企业真正关注 ESG 因素。因此,在对 ESG 披露的推进工作中,如何制定具有针对性的行业标准十分重要。

三、我国 ESG 信息披露制度的完善建议

(一) ESG 披露框架的完善要点

第一,要建立统一的可持续披露标准。当前全球 ESG 信息披露面临的核心挑战

^① 谭楚丹:《落实“双碳”战略重要抓手!金融机构共话 ESG:大势所趋,亟待构建中国特色评价体系》,载证券时报网,https://news.stcn.com/sd/202111/t20211104_3833607.html,2025 年 10 月 7 日访问。

之一是相关披露标准的种类纷繁复杂,包括 GRI、SASB、ISSB、ESRS 等,这些标准在指标口径、计算方法、报告结构上存在显著差异。这种差异导致不同企业依据不同标准进行信息披露,部分企业甚至进行趋利避害式的选择性披露,显著增加了投资者的识别与分析成本,也使企业自身面临较大的合规不确定性和披露负担。在缺乏统一、权威披露体系的情况下,企业极易出现选择性披露、模糊性表述等行为,甚至滋生“漂绿”问题,损害市场对 ESG 信息真实性与可靠性的信任基础。欧盟 ESG 制度改革的实践表明,法律的强制性与披露标准的统一性是提升 ESG 披露有效性的制度基石。通过 CSRD 指令引入具有法律效力的标准体系,欧盟建立起横向一致、纵向细化的可持续信息披露机制,为提升信息透明度和降低交易成本提供了制度保障。实践中,强制性信息披露并不必然带来过高的合规成本。若立法采取分批次、分阶段的推进方式,对不同类型的公司采取不同的披露要求、合理设置信息披露豁免规定,则合规成本可能未必很高。^① 事实上,ESG 信息披露并非企业承担慈善责任的工具,而是其在理性基础上实现风险控制与回报优化的重要制度安排。^② 因此,推动建立统一化的强制披露框架,实为完善市场治理结构、增强资本市场韧性之所需。此外,统一可持续发展信息披露的概念表述也至关重要。研究样本显示,当前企业使用的报告名称存在多种表述,如“环境、社会及治理报告”“ESG 报告”“社会责任报告”“可持续发展报告”。这种术语混乱现象不仅造成信息检索困难,更阻碍了报告的可比性分析。推动核心概念表述的标准化,是提升 ESG 信息可用性的基础环节。同时,研究样本揭示的各企业披露的篇幅差异显著也使得投资者不易进行快速比较,建议统一篇幅的范围,这样既能避免内容过于冗长导致重点模糊,又可防止篇幅过短造成信息披露遗漏。

第二,ESG 披露框架与标准的呈现方式应兼顾行业应用需求。财政部与生态环境部于 2025 年 4 月 27 日联合发布《企业可持续披露准则第 1 号——气候(试行)》的征求意见稿体现了这一趋势,在气候相关信息的披露、温室气体排放核算标准、碳配额交易对财务报表的影响、企业应对气候变化创新举措等方面,充分考虑了我国相关法规制度和企业实际。但并非所有企业都需要或能够适用统一指标。例如东方盛虹在其《环境、社会及治理报告》中明确说明,公司业务不涉及生命科学等科技伦理敏感

① 楼秋然:《ESG 信息披露:法理反思与制度建构》,载《证券市场导报》2023 年第 3 期。

② 《2024 中国 ESG 发展白皮书》,载财新智库网站,<https://promote.caixin.com/upload/esg30whitepaper2024.pdf>, 2025 年 10 月 7 日访问。

领域,因此未应用该指标。华利集团、格力电器也在报告中指出,科技伦理指标主要适用于从事生命科学、人工智能等科技伦理敏感领域的企业,不适用于其他企业。鉴于上述企业实践反映出的行业差异,对于科技伦理这类特定指标,应明确限定其适用范围,将其指定适用于那些确实涉及生命科学、人工智能等科技伦理敏感领域研究与开发活动的企业,以实现披露要求与行业实际应用需求相匹配。此外,某些议题存在概念边界模糊或实践重叠的问题,若相关问题并非源于企业对概念理解存在差异或不足,则将污染物排放与废弃物处理这两项高度关联的议题整合为一个综合性议题,可能更具可行性和实践意义。

第三,加强独立第三方机构对 ESG 信息的外部审验,删除或合并部分不符合公司实际发展情况的指标。目前,我国仅有少部分企业经过了如 MSCI 明晟、华证等第三方评级机构的外部审验,大部分 ESG 报告的信息披露未进行任何外部审验,这表明当前 ESG 信息披露的独立验证水平亟待提升。

(二) ESG 信息披露有效实施的机制保障

ESG 信息披露框架的有效性取决于市场与监管两个维度,缺一不可。一方面,从市场维度来看,市场能否有效地借助 ESG 信息来评价企业发展中的重大风险与机遇,是决定 ESG 生命力的根本。从目前国际评级机构来看,其所重视的是财务相关的 ESG 风险和机遇。如 MSCI ESG 评级,共设置了 10 个主题下的 33 个议题,十个主题包括气候变化、自然资本、污染和废弃物、环境机遇、人力资本、产品责任、利益相关者异议、社会机遇、企业治理和企业行为。根据其既定的方法论,围绕上述议题评估后,会予以从 AAA 级到 CCC 级不等的评分。^① 富时罗素的评分由总体评分及其下层支柱、主题风险敞口和评分构成,支柱和主题基于超过 300 个独立指标评估构建并且反映每家公司的独特情况,涵括生物多样性、气候变化、污染与资源、水安全、客户责任、健康与安全、人权与社区、劳工标准、反腐败、公司治理、风险管理和税务透明度之具体议题。^② 鉴于评级机构的行为属于市场行为,其评价指标的制定亦需在市场竞争中得以检验,且其和主要 ESG 信息披露框架呈现出共通性,因而,我们在此不对其评价指标展开过多讨论。当然,鉴于评级机构在证券市场中的作用,我们需要对其治理和行为予以法律规制,防范诸如 2007 年全球次贷危机时评级机构评级虚高、评价失灵的

^① 《ESG 评级方法论》,载 MSCI 官网,https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI+ESG+Ratings+Methodology_CN.pdf,2025 年 10 月 7 日访问。

^② 《ESG 评分》,载富时罗素网站,<https://www.lseg.com.cn/zh/ftse-russell/esg-scores>,2025 年 10 月 7 日访问。

情况发生。目前,已经有国家和地区对此予以针对性的规则制定,如香港证监会与国际资本市场协会(International Capital Market Association)在2024年发布了ESG评级和数据产品供应商行为准则草案,评级供应商可以填写自我评核文件(Self-attestation Document),说明其基于行为准则采取的行动。^①

信息披露有效性的另一方面是公私执法机制的完善。信息披露的真实、准确、完整和及时是保证其有效的关键,因此,不管是强制性披露,还是自愿性披露都要慎之又慎,一旦涉及“重大性”就会同时面临公共与私人执法,进而将招致严重的法律后果,这也是为何美国对ESG信息披露极其保守的原因,因为诉讼一经提起,可能面临股价损失和巨额的和解金,这在推崇股东至上的美国证券市场是较难推进。2023年,全球最大铁矿石生产商之一淡水河谷公司Vale S.A.因ESG信息的虚假和误导性披露而被SEC提起诉讼并达成巨额罚款的和解协议。^②不过,这也从反面说明了执法对信息披露有效性的支撑作用,即只有在强大法律责任威慑的情况下,信息披露义务人才会更加仔细地对待信息披露事项。从我国的情况来看,我们对自愿性披露的规定相对薄弱,2002年制定的《上市公司治理准则》^③第88条规定:“上市公司除按照强制性规定披露信息外,应主动、及时地披露所有可能对股东和其他利益相关者决策产生实质性影响的信息,并保证所有股东有平等的机会获得信息。”同时,从执法实践观察,针对自愿性信息披露的执法是比较少的,更何况各类《企业社会责任报告》本身呈现出一定的口号化、形式化特征。这两个因素叠加之后,各界对企业所披露的《企业社会责任报告》的有效性关注有限,使得上市公司对其的重视度也变得有限,使得该报告没有起到足够的经济作用。

此外,需要说明的是,信息披露有效性的构建亦有公司法的路径,证券法并非唯一选择。英国《2006年公司法》第415及414CA(A1)要求公司原则上每年公布策略报告和董事会报告,而策略报告中则要求包括非财务信息及可持续发展信息(non-financial and sustainability information)。2013年,《2006年公司法(策略及董事报告)规章》[Companies Act 2006 (Strategic Report and Directors' Report) Regulations]进一步要求前述公司必须在董事报告中披露温室气体排放的总吨数。英国的公开上市

^① SFC welcomes industry-led public consultation on voluntary code of conduct for ESG ratings and data products providers, SFC (17 May 2024), <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=24PR89>.

^② See SEC, *Brazilian Mining Company to Pay \$55.9 Million to Settle Charges Related to Misleading Disclosures Prior to Deadly Dam Collapse*, SEC (28 March 2023), <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-63>.

^③ 《上市公司治理准则》(证监发[2002]1号)。

公司原则上必须披露;非公开发行公司则只有在被认定为大型非上市公司时才需要披露。^① 若不满足上述要求,则可能招致公司法上的法律责任。

(三) ESG 披露信息的类型划分

信息披露执法的关键在于“重大性”的认定。目前,我国采取了客观标准和主观标准并行的认定方式,除证券法明确列举的重大事件外,主观判定标准在正式规范中也得到了肯定,如早先《上市公司信息披露管理办法》(2021 年修订)第 12 条规定:“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。”《科创板上市公司持续监管办法(试行)》第 8 条要求:“科创公司和相关信息披露义务人应当及时、公平地披露所有可能对证券交易价格或者投资决策有较大影响的事项。”类似信息披露要求在规范性文件和自律规则层面并不少见,不过,各类事件之“重大性”是否能够证成仍然需要通过民事诉讼、行政处罚及复议、行政诉讼程序等最终认定。如此一来,这与境外市场对重大性的认定也是殊途同归,凡是对投资者决策具有重大性的信息,信息披露义务人均应当予以披露。但是,信息披露文件所涉信息量巨大,除典型的重大性信息之外,亦有其他海量信息,如何与非典型的重大信息区别出来,是激励信息披露义务人进行充分信息披露的关键所在。换言之,若信息披露动辄被认定为具有重大性且需要承担法律责任,这对信息披露义务人而言,其信息披露的最佳策略可能是尽量“三缄其口”,也可能是附加大量的额外说明信息而导致信息过载,这两种情况都不利于促进市场有效性的提升。因此,我们需要对披露信息的性质进行界定,并且设置有所区别的法律后果,方能形成有效激励并且准确评价行为人的责任。

美国在信息披露法律责任构建方面有一定经验,公私执法使其在信息披露领域积累了不少重要案例,有一定参考意义。从美国的经验来看,信息披露义务人披露的信息可以分为三种类型:第一,具有重大性的信息,如在 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* 案中,^② 发行人隐瞒信息对理性投资人(reasonable investor)决策之具有实质影响可能性(substantial likelihood)的信息,被认为具有重大性,这一点无须赘述。第二,事实推测性信息。事实推测类信息是基于既有事实对未来情景的一种预测,在 *In re Stone & Webster, Inc., Securities Litigation* 案中,^③ 法院认为关于“预期运营、股息和资本支出需求”的陈述是对未来经济表现的预测,这一类信息与重大性信息的区别在于

^① The Companies (Directors' Report) and Limited Liability Partnerships (Energy and Carbon Report) Regulations 2018, SI 2018/1155.

^② See *TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438(1976).

^③ See *In re Stone & Webster, Inc., Securities Litigation*, 414 F. 3d 187, 212-213 (1st Cir. 2005).

其属于尚未发生之事件。第三,适当夸张的广告,商业社会中广告适当夸张是普遍存在的,在 *City of Monroe Employees Retirement System v. Bridgestone Corporation*, *Puffery Doctrine* 案中,^①Bridgestone 及其子公司 Firestone 生产的轮胎存在严重安全缺陷。美国上诉法院第六巡回法庭审查发现在 2000 年 2 月初,得克萨斯州休斯敦一家电视台报道称,三辆配备 Firestone 轮胎的探险者轿车的乘客在翻车事故中身亡,而 Bridgestone 在 1996 年年报中称其销售世界上最好的轮胎,并在年底公开发布的书面声明称其“没有理由相信其轮胎有任何问题”,充分表示了对其轮胎“充满信心”。关于 Bridgestone 的以上声明,法院认为属于自我吹捧和对未来的信心的声明,因此构成无关紧要的意见,据此驳回了基于这些声明的诉讼请求。法院承认夸大广告(*puffery*)的存在,即某些模糊性陈述不具备可诉性。但是,如果公司已知负面事实的存在仍继续发布积极而虚假的言论,这类说法即使形式上属于夸张的广告,也可能构成可诉的信息披露,如在 *In Re Medimmune, Inc. Securities Litigation* 案中,^②法院裁定制药公司 MedImmune 高管关于“使用其产品治疗的结果在所有功效参数上都具有高度统计学意义”和“数据极其好”的声明可能具有误导性,可以继续进入诉讼;在 *Cohen v. Prudential-Bache Securities, Inc.*案中,^③法院认为证券经纪人向客户表示她“将获得非常强劲的现金流,且初始投资毫无风险”这一表述,不能被当作无关紧要的夸大其词而不予理会。

在此,我们可以对我国的信息披露分类进行比较分析。从既有的分类来看:第一,根据强制性的不同,我们可将 ESG 披露分为强制信息披露和自愿信息披露。第二,根据是否属于事实,可以分为事实性信息与观点类信息,而观点往往指向未来发展事项,观点类信息中的前瞻性信息(*looking-forward information*)在美国法与我国法下皆被承认,我国称为预测性信息。此种区分的意义并不在于观点类信息天然豁免信息披露的责任,而是由此区分不同的责任构成要件,前瞻性信息在美国也广受虚假陈述民事诉讼的威慑,发行人在披露时亦需十分谨慎。第三,根据披露的时点不同,可以分为定期披露和临时披露,就 ESG 信息披露而言,不管是嵌入年度报告,还是与年度报告分别披露,都属于定期报告的范围,而在定期报告之外,若发生具有重大性的 ESG 所涉事项,则应以临时报告的方式披露。鉴于强制性披露与自愿性披露属于

① See *City of Monroe Emps. Ret. Sys. v. Bridgestone Corp.*, 399 F.3d 651 (6th Cir. 2005).

② See *In Re Medimmune, Inc. Securities Litigation*, 873F.Supp.953(D.Md.1995).

③ See *Cohen v. Prudential-Bache Securities, Inc.*, 713F.Supp.653(S.D.N.Y.1989).

披露与否的选择,以及定期报告与临时报告的一般性,我们在此最重要的分类方式就是事实性信息和观点性信息的区分,这直接关乎信息披露义务人的责任。

具言之,事实类信息是指 ESG 披露的基于已经发生事实的披露,如温室气体的排放量、污染物排放量、员工和高级管理人员性别占比等情况等,这些数据具有客观性和历史性,一旦有人为干预即属于数据篡改,因此,信息披露义务人应当如实全面披露。需要说明的是,鉴于核算方法的差异,客观事实数据也会呈现出较大的差异,因此,这正是 IFRS S1 对一般披露予以规范的价值所在。随着 ESG 信息披露工作的开展,各方需尽快对各类核算方法达成进一步共识,以此作为可比性的基础。另一方面,观点类信息既包括对历史事实信息的评价,也包括对未来的前瞻或预测,前者所涉信息量较为有限,且在历史数据基础上也难以有过分偏离,而对于未来的预测信息则要重点关注,前瞻性信息披露在美国与“安全港规则”(safe harbor rule)相匹配,我国亦有类似的规则。基于此,我们需要将 ESG 中的预测性信息与事实性信息区别开来,同时要甄别出哪些属于显而易见的广告类信息。

(四) 不同类别信息的甄别方法与区别责任

第一,对于已经发生的、具有重大性的信息,应当继续秉持在虚假陈述中我国已经确立的重大性认定规则,基于重大事件的列举、投资者决策标准和价格敏感标准的综合判断,已经形成了一套有益的判断方法,由于相关重大事件已经发生,此时应当秉持“实质大于形式”的观点,对上市公司的披露提出更高的要求。在此种情况下,即便上市公司所披露的信息不具有事后视角下的重大性,对上市公司造成的影响和产生的成本都是相对有限的,基于投资者保护之目标,此种“实质大于形式”的判断方法应予采纳。

第二,预测类的信息对于投资者独立认识公司投资价值,减少其对证券分析师乃至市场谣言的盲目信赖具有重要意义^①。根据证券法(2019 年修订)第 84 条第 1 款的规定,“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。”可见,我国立法在原则上允许预测性信息的披露,但同时强调真实性与一致性,以避免投资者受到误导。与历史性信息不同,预测性信息指向未来事项,其真实性在披露时无法直接验证,因而天然存在较大的不确定性和争议。一方面,预测性信息的披露可能为投资者提供决策价

^① 高振翔:《证券预测信息“安全港”制度:美国经验与中国镜鉴》,载《证券市场导报》2023 年第 6 期。

值,另一方面,也可能因过度乐观或误导而引发法律风险。美国判例对预测性信息的违法责任,通常采取两步审查:其一,回到全文语境判断该预测是否因风险提示而不再具有误导性,第九巡回法庭在 *In re Worlds of Wonder Securities Litigation* 案中指出,^①只有当风险提示具体精准且直接对应相关预测或未来估计时,才可能发挥消解误导的作用。反之,仅以“证券投资风险很高”等笼统警示并不足以排除证券欺诈主张。其二,对预测、判断常见的属性进行审查,最高法院在 *Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund* 案中强调,理性投资者会将意见理解为包含一定信息基础与调查过程的暗示,如果发行人遗漏了与该暗示相冲突的重大事实,意见即可能因遗漏而具有误导性,但是否构成误导仍须结合具体语境整体判断。^② 为避免企业因预测落空而面临过重的诉讼压力,美国在《1995 年私人证券诉讼改革法案》中引入了安全港规则^③。根据该规则,若企业在预测信息披露中满足以下任一情形,即可获得责任豁免:其一,被认定为前瞻性陈述,并附有重要的警示性声明,列明可能导致实际结果与前瞻性陈述中的结果存在重大差异的重要因素;其二,该前瞻性陈述属于非重要事项(immaterial);其三,原告不能证明该陈述是在实际知悉其虚假(actual knowledge)情况下作出的。该规则在一定程度上平衡了投资者保护与企业合理预期披露之间的关系。

第三,对于广告类信息,若仅有适当夸张,可不必设置法律责任。在商业社会中,企业常会用模糊、主观、积极的语言宣传产品或公司形象,如“我们是行业领先者”“产品世界一流”“客户最信赖的品牌”等。如在前述 *City of Monroe Employees Retirement System v. Bridgestone Corporation* 案中,这些带有夸张性质的广告,无论就其本身还是结合上下文来看,都缺乏一个理性投资者可以参考的标准;此类用“优质”或“最佳”或受益于积极营销来描述产品的陈述过于模糊,与可衡量的指标脱节,无法传达任何理性人士所认为的对证券投资决策重要的信息。这类说法缺乏具体性,理性投资者不太可能依赖其作出投资决策,单独来看可能是无伤大雅的夸大其词或仅仅是意见陈述,通常不被认为构成虚假陈述或违反信息披露义务。不过,若此类表述构成强调并诱导他人依赖该重要事实陈述的一部分,依然可能会被提起诉讼。换言之,单独审视这类模糊、乐观的广告类信息,往往不会认定其本身违反了信息披露义

① See *In re Worlds of Wonder Sec. Litig.*, 35 F.3d 1407 (9th Cir. 1994).

② See *Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Constr. Indus. Pension Fund*, 575 U.S. 175 (2015).

③ Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737 (1995).

务,而将这些陈述与具体、重要的硬信息捆绑,并利用前者来粉饰、放大后者,从而诱导投资者对硬信息产生超出其本身支持范围的积极预期时,则违反了信息披露义务而具有可诉性。

ESG 信息披露与发展新质生产力的内在逻辑高度嵌合,通过 ESG 信息披露将促进新质生产力的不断发展,有重大的实践价值,并非仅是一种治理潮流。尤其在经济转型的大背景下,一定要下定决心来促进新质生产力的发展。因此,在部分强制披露 ESG 信息的背景下,ESG 信息披露具有重要的引导作用。但是,ESG 信息披露的法律责任应当被进一步检视,避免责任的泛化或者过于严苛。为此,我们应当区分 ESG 信息披露的具体类型,结合信息披露的具体性质来判定相应法律责任,尤其在鼓励 ESG 信息披露的初期阶段,要考虑企业的披露成本与披露规范的逐渐凝聚,不宜立刻以强势立场来追究 ESG 信息披露责任。由此,为制度的发展与实践完善提供一定的容错空间,助力企业向新质生产力转型,从而持续促进资本市场的实质发展。

(责任编辑:沙 含 王昕宸)