

推动资本市场高质量发展 强化可持续发展报告

侯东德* 凌慕妍**

2025年2月28日,中国证券监督管理委员会2025年第2次委务会议审议通过《上市公司信息披露管理办法》(以下简称《办法》),自2025年7月1日起施行。《办法》根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》等法律、行政法规制定,致力于优化披露内容,进一步提升信息披露的方向性与精准性,规范上市公司及其他信息披露义务人的信息披露行为。持续完善上市公司信息披露制度,确保信息的真实、准确、完整与及时,以满足投资者及其他市场参与者的决策需求。

一、修订背景与重要意义

衔接相关法律规范更新。新公司法于2024年7月1日正式生效,新增和修改了228个条文,其中实质性修改112个条文。典型修改如重新配置公司内部监督力量,基于单层制改革引入董事会审计委员会。因此,需要对现行《办法》与公司法存在的不一致之处进行适时调整,衔接相关规则的更新,确保规范之间的一致性与协调性。

落实注册制全面落地要求。随着注册制全面实施,市场对上市公司信息披露质量提出了更高要求,证券法的基本原理是通过公开的手段达到保护投资者的目的,其基本哲学即为公开。理论上,证券发行的唯一条件就是公开,披露便是公开。证券自身的特殊性导致投资者无法直接评估证券的质量与价值,而投资者对于股票的选择、评估依赖公司财务、经营、发展等相关信息,需要披露义务人真实、准确、完整地公开

* 西南政法大学民商法学院教授。

** 西南政法大学博士研究生。

披露相关信息。而注册制遵循贸易自由主义,实质上为形式审查,即政府不对证券质量进行实质审查与保证。注册制中各主体的职责为:政府制定规则,规定公开的内容、格式,通过形式审查确保发行人的公开符合法律规定的内容和格式;确定公开失真时的民事赔偿责任。披露义务人的职责为依照法律规定诚实公开证券质量,公开失真则承担相应责任。投资者的职责为仔细研读披露的信息,深入分析后作出投资决策,在信息披露真实的前提下自担投资风险。因此,注册制、形式审查与证券法要求的投资者风险自担实际上依循同样的逻辑。注册制强调公开,以信息披露为核心,投资者在决定是否投资时更加依赖披露义务人披露的信息,故应当进一步完善信息披露制度,以适应注册制的需求。

回应监管实践新情况。近年来,监管实践中如上市公司滥用自愿披露“蹭热点”、董监高在定期报告中发表异议声明、信息披露“外包”现象导致保密风险等新问题凸显,使得原有制度与监管实践存在些许不适应,需要通过修订信息披露管理办法回应监管实践中出现的新问题。

顺应经济形势与市场环境变化。在当前复杂的经济形势下,上市公司面临的经营风险不断变化,而部分上市公司在信息披露中未能根据实际风险情况进行调整。同时,信息传播速度过快,信息量过大,导致投资者难以有效筛选和处理信息。在网络舆情影响下,投资者更容易被他人情绪与行为所影响,引发羊群效应,由此对上市公司股价的影响便更为显著。此次修订通过强化风险揭示要求、明确非交易时段发布信息的要求等方式应对经济形势与市场环境变化带来的挑战,推动强信心、稳预期目标实现。

此次修订坚持问题导向,着力解决实践突出问题,吸收近年来信息披露监管的实践经验,对信息披露的内容和要求进行了优化和完善。如,强化风险揭示要求,明确行业经营信息披露要求,增加可持续发展信息披露等内容,强化信息披露的针对性,使得信息披露制度更具系统性、科学性,能够更好地满足投资者的信息需求。同时,允许在非交易时段发布重大信息,优化了信息披露的时点,提高了信息披露的及时性,增强了信息披露的有效性。有助于降低信息不对称程度,投资者能够更全面、准确地了解上市公司的经营状况和风险情况,更加理性地作出投资决策。修订明确了监管重点,增加对信息披露“外包”行为、承诺披露主体等方面的监管要求。相关规定更具刚性与力度,能够有效提升监管效能,更有力地保护投资者,增强投资者对资本市场的信心。

二、条文梳理与体系梳理

一是从微观角度,即条文内容角度对修订要点进行梳理。《办法》第一章的修订要点如下:一是确立暂缓、豁免披露制度。上市公司经营过程中涉及商业秘密等信息,过早或不当披露某些信息可能对公司正常的经营活动产生不利影响。暂缓、豁免披露制度允许上市公司公司在特定情况下对商业秘密、重大战略规划等信息保密,能够保护公司核心竞争力与商业利益。该规定旨在平衡信息披露的透明性与公司保密需求之间的关系,同时兼顾市场稳定和投资者保护,体现了监管政策的灵活性和适应性。目前证监会正在研究起草《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》。二是扩大履行披露义务的公开承诺的主体范围。新增收购人、资产交易对方、破产重整投资人等相关方为公开承诺主体。该规定通过主体范围的扩大,拓宽反映渠道,获取更准确全面的披露信息;明确各方主体责任边界,有利于监管机构针对性监管,提升监管效率。三是衔接新公司法组织机构模式变化的相关规定,删除监事会、监事相关表述。需要明确的是,新公司法组织机构模式选择是从类似于并列双层制结构转变为选择制模式,允许公司自行选择是否设立监事会,并非取消监事会或监事,故《办法》部分条文仍存在相关表述。四是明确非交易时段发布信息的要求。该规定允许上市公司在必要时及时传递重要信息,确保市场的高效运作,保障投资者的平等知情权,确保所有投资者在市场开盘后同步获取重要信息,避免因信息提前泄露而导致的不公平交易。

《办法》第二章的修订要点如下:一是提高风险揭示披露标准。这一规定有助于提高披露内容的充分性。强化风险揭示的根本原因仍是减少信息不对称,让投资者在充分了解上市公司风险的基础上理性决策,减少因信息不对称引发的市场波动,增强资本市场的透明度和公信力。风险因素是一个动态因素,要求上市公司反映迅捷,根据实际情况及时更新风险信息,确保投资者能够及时了解公司最新的风险状况,包括但不限于经营风险、财务风险、技术风险、政策风险。对于上市公司而言,该规定能够督促其更加重视风险管理,建立健全风险预警机制和应对措施,增强公司的可持续发展能力。二是明确行业经营信息披露要求。该规定有助于投资者获取更为翔实的行业经营信息,据此判断上市公司价值与风险。不同行业的关键经营指标、技术壁垒、市场格局差异显著,若不结合行业特性披露信息,投资者难以横向对比企业竞争

力,可能导致决策偏差。在同行业企业均需披露可比性指标前提下,投资者能够便捷地进行横向对比,市场能更高效识别行业龙头与落后企业,促使资本向高效率主体集中。减少信息不对称的同时还能推动行业良性竞争与资源优化配置。三是明确审计委员会对定期报告编制的监督方式。并且将原有关监事会的义务与责任,适应性调整为审计委员会的义务与责任。该规定考虑审计委员会成员的独立性与专业性,基于公司治理结构优化与内部控制双重需求进行完善,旨在确保财务报告真实、准确、完整。

《办法》第三章的修订要点如下:一是优化重大事项披露时点。将披露时点由“董事、监事或者高级管理人员知悉该重大事件发生时”改为“董事或者高级管理人员知悉或者应当知悉该重大事件发生时”。相较于之前的表述,修改后的披露时点更直接地聚焦于关键决策层,减少了信息在内部传递过程中的时间和不确定性,有助于缩短从事件发生到信息披露的时间间隔。同时避免相关义务人以“未知悉”抗辩,规避义务与责任。但“应当知悉”的判断标准较为模糊,存在一定争议。如何确保主观判断的合理性?是否存在界定“应当知悉”的客观依据?判断标准的不明确可能导致责任扩大化风险,相关义务人是否需要未实际接触但“按常理应知”的信息承担责任?二是增加证券异常交易或重大舆情的澄清要求。这一规定旨在督促公司及时调查、澄清。及时澄清可避免连续涨跌停,稳定市场预期。具体指向董事的注意义务,董事应当进行主动核查等行为。深交所、上交所对此细化了应当提交的文件并列明澄清内容。2024年深交所创业板规则还强调,交易所可直接要求公司核实传闻,强化监管主动性。

《办法》第四章主要增加对上市公司信息披露“外包”行为的监管要求。上市公司信息披露外包行为是指上市公司将信息披露文件的编制、审阅以及相关咨询等工作委托给外部机构的行为,此次修订明确禁止将信息披露工作外包给非持牌机构。此前,证监会曾摸底上市公司使用外部信披咨询服务的情况,指出这类服务在实践中已发展多年,属于普遍现象,且已形成头部机构,具有一定市场影响力。本次修订前外部信披咨询服务处于监管盲区,存在如信息泄露等问题,外部机构从业人员的专业水平和经验差异较大,难以保障披露质量。过度依赖外包机构还会削弱公司自身的信息披露能力,长此以往不利于市场整体信息披露质量提升。

《办法》第五章将《办法》处罚金额上限调整至十万元。《办法》第六章明确上市公司应按照证券交易所的规定发布可持续发展报告。上证180指数、科创50指数、

深证 100 指数、创业板指数样本公司以及境内外同时上市的公司将成为首批强制披露主体,需在 2026 年首次披露 2025 年度可持续发展报告。并且,将可持续发展报告放在附则部分,可以理解为其不受《办法》第四章对上市公司“外包”行为规则的约束。从交易所的可持续发展报告编制指南允许第三方机构协助编制报告也可以对这一点进行印证,但仍然要确保公司对内容的最终审核权。其原因在于,我国可持续发展披露还处于发展初期,企业自身的理念缺乏、能力不足,需要一定程度借助专业机构的力量。且禁止外包主要在于防范核心财务信息泄密,而可持续发展报告更多涉及环保等非财务数据数据,外包的风险更低。

二是从宏观角度,即结合历次修订与相关规则进行体系梳理。回溯制度沿革,证监会早在 2007 年 1 月 30 日即出台《上市公司信息披露管理办法》,首次确立信息披露基础制度框架。此后顺应市场发展需求,分别于 2021 年、2025 年完成两次系统性修订。本次修订着重强化规则体系的精细化和适应性,在持续完善披露要求、细化监管标准的基础上,推动信息披露机制动态契合市场变革,有效回应新兴问题与挑战,并对上市公司披露行为实施更严格规范。2024 年 4 月,上交所、深交所与北交所联合发布《上市公司可持续发展报告指引》(以下简称《指引》),同年 12 月,财政部等九部委共同印发《企业可持续披露准则——基本准则(试行)》,进一步夯实可持续披露规范基础。修订后的《办法》与配套更新的《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》(以下简称《年报准则》)以及交易所发布《指引》深度衔接,形成协同的制度体系。该体系以证监会行政规章为顶层设计锚点,以交易所自律规则为实施载体,依托《办法》确立监管底线、《年报准则》细化披露标准、《指引》注入可持续发展要素,形成纵向穿透监管与横向市场约束相结合的治理框架。通过中央监管机构与市场自律组织的职能互补,形成覆盖全面、层次分明的制度衔接机制,有效强化信息披露制度的整体性与协调性。

三、修订亮点及执行要点

值得特别说明的是,此次《办法》将可持续发展报告纳入法定披露框架,明确要求上市公司依据证券交易所规定编制披露相关报告,是里程碑式的重要变化。这一制度性安排不仅实现 ESG 信息披露从自愿倡议向规范约束的质变,统一 A 股上市公司可持续发展信息披露标准,增强不同企业报告的可比性,更推动我国 ESG 信息披露

范式完成与国际主流准则的实质性趋同。监管部门系统推进 ESG 信息披露,将显著提升上市公司透明度,切实保障投资者权益,并为资本市场高质量发展注入新动能。监管机构与公众可依托高质量信息开展社会监督,最终形成市场化的约束激励机制,全面推动经济社会可持续发展。

但目前可持续发展报告制度的落地实施还存在一些难点、堵点。如标准不统一,影响披露质量。统一标尺与细则缺失,不同企业可能采用不同的国际标准或国内分散的行业指引,引发披露内容碎片化、可比性差等问题。且现有责任体系不完善,监管薄弱,“漂绿”行为严重且违规成本低。因此,在政策与法规保障方面,可以通过制定专项法规与标准以及强化监管与责任的方式推动制度落地。例如,统一可持续发展披露标准、结合行业差异细化可持续发展信息类别。引入国际框架(如 GRI、ISSB)作为指导,增强全球可比性,同时为中小企业提供简化框架。缓步开展强制第三方鉴证制度,要求可持续发展报告与财务报告一同接受审计委员会监督,增强可持续信息的可信度。明确披露违规的责任体系,合理界定相关刑事、民事以及行政责任。

此次《办法》的修订是我国资本市场信息披露制度的重要进步,可持续发展报告的写入是一大亮点。未来,上市公司将更好吸纳 ESG 理念,将 ESG 议题结合到风险管理体系中,并视为重要的战略议题。随着制度的不断完善和实践经验的积累,我国资本市场将更加透明、规范,能够为上市公司高质量发展、投资者权益保护和经济社会可持续发展提供强健有力支持。