

# ESG信息披露制度的法权构造论

叶榭平<sup>1</sup>, 林焯犇<sup>2</sup>

(1. 东南大学 法学院, 江苏 南京 211189; 2. 上海财经大学 法学院, 上海 200433)

**摘要:** ESG信息披露制度内蕴权利、权力内容及二者互动呈现的复杂关系, 决定了以“权利-权力”为核心范畴的法权理论对其具有充分的解释力。ESG信息披露制度实践的权利面向, 指涉投资者对非财务信息的知情权、经营者在信息披露框架中的自主决策权、利益相关者为避免自身利益受损而享有的知情权和监督权; 权力面向指涉监管者维护市场秩序的监督管理权。“权利-权力”之失衡是当前ESG信息披露制度存在诸多不足的根源。经营者与监管者的博弈失衡、经营者与投资者的信息壁垒, 以及经营者与利益相关者之间的沟通障碍是其不足的具体表征。针对这些不足, 可以将ESG信息披露制度置于法权理论视野下予以完善, 具体举措包括: 以半强制披露为核心, 构建开放的监管框架; 推动披露机制由单向披露向双向对话转型, 促进投资者与经营者的有效互动; 采取董事会中心主义, 逐步满足利益相关者的信息需求。

**关键词:** ESG信息披露; 法权; 半强制披露; 投资者对话; 利益相关者保护

**中图分类号:** D922.29 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2025)03-0138-15

## 一、问题的提出

ESG自2004年被提出以来, 环境保护、社会责任和公司治理的“三位一体”目标已成为全球企业追求的共同目标。虽然从长期视角看, ESG具有义利并举的特点, 但是在中短期内, ESG与企业的理性经济人定位存在矛盾, 这也是企业存在“漂绿”倾向的内生性原因。为确保企业切实践行ESG理念, ESG信息披露制度要求企业的ESG信息被外界投资者、监管者和利益相关方所了解和掌握, 这是中短期视角下该制度的意义所在。而从长期看, ESG信息披露制度正逐步成为公司提升可持续发展管理能力的关键举措、中介机构进行可持续评级的重要依据, 以及投资者实施可持续投资决策的核心支撑。

ESG信息披露制度作为ESG理论和实践的起点, 备受学界关注。<sup>①</sup>然而, 现有研究多集中于信息披露模式的选择、披露标准的统一等操作性议题, 而对提炼 ESG 信息披露制度的核心范畴这一基础性理论问题关注较少。由于ESG信息披露涉及议题广泛、利益相关者多元、监管路径多样且利益交织复杂, 倘若对其核心范畴缺乏深刻理解和提炼, 将难以对信息披露中的权利

收稿日期: 2025-03-06

**基金项目:** 国家社会科学基金一般项目“环境治理现代化视阈下环境司法权配置研究”(23BFX096); 上海财经大学研究生创新基金资助项目“‘双碳’目标下ESG信息披露的制度型构”。

**作者简介:** 叶榭平(1976—), 男, 福建政和人, 东南大学法学院教授;  
林焯犇(1998—), 男, 福建德化人, 上海财经大学法学院博士生。

① 吴慧聪、董战峰、王可、白雨鑫:《ESG 信息披露的研究现状、热点与展望》,《中国环境管理》2024年第4期。

义务关系作出公正权衡,也难以对ESG信息披露制度建设作出统筹考虑和系统安排。

事实上,当前ESG信息披露制度呈现出体系庞杂而碎片化的特征,根本原因之一正在于缺乏系统性的法学理论框架,对相关法律关系进行有效整合并为制度建构提供理论支撑。各类法律规范之间缺乏体系性与可通约性,在实践中削弱了整体法治效能。例如,环境法、证券法与公司法等部门法分别对ESG信息披露作出差异化规定,不同监管机构则围绕ESG议题实施分割化管理、采纳不同披露模式与标准,导致规则间衔接不畅、规范体系难以协调,从而引发适用困境。<sup>①</sup>简言之,对ESG信息披露的核心范畴和理论框架缺乏深刻思考,是当前ESG信息披露制度建设缺乏整体性和体系性的重要原因。

那么,ESG信息披露的核心范畴为何?我们认为,ESG信息披露制度的核心范畴旨在探索该制度中最具普遍性和概括力的基础概念,这一概念既是分析非财务信息披露制度的“最大公约数”和逻辑起点,也是相关制度构建的指导方案,在认识论和方法论层面均具有重要意义。若能提炼ESG信息披露制度的核心范畴,将可以在理论层面有效整合不同部门法间的差异化规定,构建内在协调、逻辑连贯、动态平衡的ESG信息披露制度体系。法理学对法学核心范畴的理解有二:一是“权利义务说”,强调权利和义务是法的核心范畴;二是“法权中心说”,主张“权利-权力”关系才是法律生活的核心,并提出“法权”概念来统摄二者。<sup>②</sup>虽然ESG信息披露制度涉及权利和义务的相关内容,但其内蕴的公权力参与特征,使法权理论更适合作为研究基点。相对而言,法权理论强调权利与权力的共生协调关系,既不过分偏向自愿披露而削弱监管效能,也不过度倚重公权介入而抑制市场活力,更为契合我国公权惯性强大、私权意识强化的国情。

借助法权理论的整体视角,可以形成对ESG信息披露制度的体系认知。通过本体论、价值论、运行论和实践论四个维度的剖析,该制度的理论基础、价值取向、运作逻辑及实践优化路径被系统化地呈现。四论构成一个层次分明、环环相扣的分析框架,遵循着从过往积淀到现代发展、从理论指引到实践面向、从框架布局到具体操作的递进脉络。

## 二、法权范式下ESG信息披露制度的本体论

### (一)投资者知情权与监管者监管权的异质性分析

区别于聚焦财务绩效的传统投资方法,ESG投资策略以道德投资理念为指导,将投资者的价值判断与企业的非财务表现相结合,并将ESG议题纳入投资流程。为满足投资者对企业非财务信息的需求,企业作为披露主体承担着信息供给的义务。早期将企业ESG表现纳入投资决策的,多为面向特定小众群体的机构投资者。<sup>③</sup>由于其成员数量有限且理念趋同,这类投资者得以成为ESG投资的先行者。然而,受限于规模和影响力,他们在推动ESG信息披露的能力相对不足,难以在更广泛的市场中形成有效影响。随着ESG理念在社会层面蓬勃兴起,为积累声誉资本、吸纳社会流动资金并规避长期投资风险,传统资产管理者逐渐改变了对财务指标的路径依赖,转而采用积极筛选和消极筛选的ESG投资策略,<sup>④</sup>大力投资符合特定ESG标准的公司,并减少对不符合标准公司的投资,从而加速了非财务信息的披露进程。在ESG信息披露制度的发展历程中,贯穿着投资者日益增长的非财务信息需求和经营者提升信息透明度的逻辑主线。

<sup>①</sup>秦天宝:《环境信息依法披露的功能定位与优化路径》,《政治与法律》2025年第2期。

<sup>②</sup>童之伟:《法权中心的猜想与证明——兼答刘旺洪教授》,《中国法学》2001年第6期。

<sup>③</sup>Blaine Townsend. From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing, The Journal of Impact and ESG Investing, 2020,1(1), pp. 2-3.

<sup>④</sup>Kasey Wang. Why Institutional Investors Support ESG Issues, UC Davis Business Law Journal, 2021,22(1), p. 146.

虽然机构投资者强化了投资端对ESG信息的需求,但是由于更广泛的投资群体面临集体行动困境,ESG信息的整体需求仍然不足,尚无法有效倒逼经营者提升信息供给。首先,ESG投资争议较大,阻碍了其主流化进程。关于ESG投资的认识产生了支持论与反对论两种势均力敌的观点。反对论认为,将道德因素纳入投资决策违背了唯一利益规则和审慎投资者规则,缺乏充分的合法性依据。<sup>①</sup>这种观念分歧限制了投资者间的协作,使其难以共同将披露义务覆盖所有披露主体。其次,尽管部分机构投资者尝试通过非正式规制推进信息披露,但这种路径的有效性局限于ESG信息具有经济重要性的情形。不具有即时经济重要性的信息(如气候信息),由于其成本投入与收益回报之间存在显著时滞,短期内难以对财务绩效产生实质影响,因而往往难以引发投资者关注。尽管此类信息对投资者而言可能不具有即时重要性,但对于其他利益相关者而言却可能至关重要。最后,即便是具有经济重要性的ESG信息,投资者仍受限于短期收益驱动、资源成本、信息不确定性及市场环境变化等因素,难以长期维系非正式规制的有效性。

投资者面临的集体行动困境,反映了ESG信息披露市场失灵的典型特征,也为政府干预提供了理由。反思非正式规制的局限后,投资者呼吁监管者建立ESG信息披露的公共秩序,包括强制性报告制度、统一标准体系、权威评级与鉴证机制等安排。在行政国家中,政府介入社会经济生活的广度和深度有所增强,<sup>②</sup>监管者统一制定的规范性文件可覆盖多个领域、行业和主体,这种“一对多”的规制结构有利于将ESG披露要求普遍、高效地传达至市场主体。然而,由于主观执法动机不足与客观执法能力有限,监管者在维护公共秩序方面表现出有限的积极性。就主观方面而言,监管者难以充分知悉并统筹考虑投资者和利益相关者的意见进行决策,容易因缺乏民主正当性而陷入合法性危机,致使监管者不愿决策。就客观方面而言,政府干预与管制未必带来帕累托最优的理想结果。由于ESG信息本身具有因人而异、因事而异、因时而异的模糊特性,即便强如政府,也难以确定符合市场要求的披露范围。基于这两方面的考虑,美国联邦证券委员会(简称:SEC)委员曾公开表示,政府作为标准制定者,必须谨记不应以自己的经营和资本配置判断替代发行人和投资者的决策。<sup>③</sup>不过,随着ESG信息披露的规范化进程加快,SEC在2020年将ESG披露确定为新兴关注领域,并在2021年探索制定气候风险和人力资本披露的提案,<sup>④</sup>可见其市场化披露导向在后续有所松动。

## (二)投资者知情权与监管者监管权的协同性分析

投资者知情权与监管者监管权之所以从异质性走向协同性,其根本原因在于监管职责的正当性论证。以SEC为代表的监管者秉持市场化的披露导向,表明投资者知情权与监管者监管权之间存在异质性,这种异质性源于监管者对其监管职责的回避或否定。就监管者干预的应然性问题,可以从规范主义与功能主义两个角度加以证成。从规范主义出发,ESG要素与财务风险、回报间的相关性已有证实,伦敦证券交易所更是将ESG信息纳入投资分析的核心内容。<sup>⑤</sup>ESG信息固有的经济重要性,为传统证券信息披露监管框架拓展适用领域提供了解释空间。在

①肖红军:《关于ESG争议的研究进展》,《经济学动态》2024年第3期。

②颜昌武:《行政国家:一个基本概念的生成及其蕴涵》,《公共行政评论》2018年第3期;刘爱玲:《马克思主义视域下智能技术异化及其应对》,《贵州师范大学学报(社会科学版)》2024年第2期。

③Jay Clayton:《Statement on Proposed Amendments to Modernize and Enhance Financial Disclosures; Other Ongoing Disclosure Modernization Initiatives; Impact of the Coronavirus; Environmental and Climate-Related Disclosure》, <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/clayton-mda-2020-01-30>, 2024年11月21日访问。

④Virginia Harper Ho. Modernizing ESG Disclosure, University of Illinois Law Review, 2022 (1), pp. 281-282.

⑤London Stock Exchange:《Your guide to ESG reporting》, [https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/lseg\\_esg\\_disclosure\\_guide.pdf](https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/lseg_esg_disclosure_guide.pdf), 2024年11月21日访问。

功能主义视野下,政府介入披露市场并非行政性垄断的表现,而是对市场机制的补充完善。即便是在监管权力运作活跃的财务报告制度中,亦存在监管主体与行业机构间的协同配合,监管行为并未完全取代市场自律。以上分析完成了监管职责的正当性论证,使投资者知情权与监管者监管权的协同作用具备可能性,但是仍需要分析二者协同的具体表现。

在ESG信息披露制度下,投资者知情权与监管者监管权在目的、手段和功能三个维度具备高度一致性。其一,强化经营者的责任意识、提高治理透明度,是投资者和监管者的共同目标。投资者和监管者同处于一个信息黑箱之中,二者对企业运行决策的信息需求具有高度的一致性。例如,温室气体排放、污染防治措施和资源消耗指标等环境信息,既是ESG投资决策的关键依据,也是环境行政执法所依赖的事实基础。<sup>①</sup>其二,监管者的正式监管与投资者的非正式规制之间并非替代关系,而是一种共生关系。按监管介入程度由浅入深,可以将二者关系划分为“尊重-认可-合作-委托-授权”,其中“认可”“合作”和“委托”三种形态,体现出正式监管与非正式规制的协同并行。<sup>②</sup>可见,正式监管并不必然对非正式规制形成挤压效应。其三,正式监管与非正式规制之间的共生关系源于二者功能上的互补性。一方面,非正式规制能够缓解正式监管成本高昂的劣势。尽管公共执法具备规模、技术与协调优势,但其高昂的执行成本在ESG治理等涉及众多主体的议题中尤为突出。信息披露制度通过构建有效的信息与激励机制,可实现执法成本的社会化分担,避免制度成本过度集中于行政机关。值得注意的是,自英国实施碳排放信息强制披露制度以来,纳入披露范围的企业在未显著影响财务表现的前提下,有效减少了碳排放,<sup>③</sup>充分验证了披露制度在提升环境绩效、降低执法成本方面的可行性。另一方面,正式监管亦可弥补非正式规制在合法性方面的内在不足。虽然投资者实质上扮演了ESG治理的规制者角色,但其行为缺乏制度化的民意基础,合法性存疑。<sup>④</sup>为提升其治理正当性,应当引入规范的行政程序并强化公众问责机制,强化投资者在ESG治理中的合法性和公众信任度。正因如此,欧盟《可持续报告指令》第9点权衡理由明确指出,企业投资者是可持续信息的关键接收者之一,<sup>⑤</sup>体现了监管者对投资者在ESG治理中核心地位的认可。

### 三、法权范式下ESG信息披露制度的价值论

ESG信息披露的法权结构围绕着权力与权利的平衡进行配置,二者虽同为法律保护的社会利益,但在法律现象层面彼此独立。监管者、投资者、利益相关者与经营者在ESG信息披露制度中,分别具有内容有别、效果相关的利益诉求。

#### (一) 监管者维护的市场秩序价值

ESG信息披露监管涉及不同权力主体的权限划定与职能协作问题。从职能配置的角度看,环境保护、社会责任与公司治理三大领域涉及多个监管部门的职能范围,单一监管主体难以覆盖各维度监管的专业需求,这也造成了ESG信息披露监管中多头监管的普遍现象。多头监管现象不利于提炼统一监管目标,在异质目标之间容易产生协同难题,并可能导致监管重叠、监管

①叶榭平、林源桦:《论减污降碳协同增效的环境法典表达》,《湖南师范大学社会科学学报》2024年第6期。

②Virginia Harper Ho, Stephen Kim Park, ESG Disclosure in Comparative Perspective: Optimizing Private Ordering in Public Reporting, University of Pennsylvania Journal of International Law, 2019, 41(2), p. 284.

③Benedikt Downar, Jürgen Ernstberger, Stefan Reichelstein, Sebastian Schwenen, Aleksandar Zaklan. The Impact of Carbon Disclosure Mandates on Emissions and Financial Operating Performance, Review of Accounting Studies, 2021, 26(5), p. 1137.

④郑少华、王慧:《ESG的演变、逻辑及其实现》,《上海财经大学学报》2024年第4期。

⑤叶榭平:《可持续金融实施范式的转型:从CSR到ESG》,《东方法学》2023年第4期。



真空和监管套利等问题。实现统一监管的关键在于明确核心监管者,使其在统筹政策目标的基础上,有效协调各监管主体的职责分工。信息披露历来是证券法的重要规制对象,证券监管机构负有维护资本市场秩序、保护投资者权益和制定信息披露规则等基本职能,通常被视为最适宜担任ESG信息披露统一监管主体的机构。<sup>①</sup>然而,ESG信息披露在性质和内容上显著区别于传统的财务信息披露,证券监管机构能否胜任其监管职责,有待进一步分析。

关于证券监管机构是否应承担ESG信息披露监管职责,理论界形成了两种对立的观点。其一,反对论主张对证券监管机构的职能进行限缩解释,排除其ESG信息披露监管职责。从必要性角度来看,ESG信息具有显著的公共属性,主要指向社会福利目标,已超出传统证券监管围绕投资者保护、市场效率、竞争促进与资本形成等核心职能的范畴。<sup>②</sup>从可行性角度看,证券监管机构普遍缺乏足够的民意基础与规制资源,其介入社会福利目标存在合法性和能力的局限。若贸然拓展其职能,不仅可能模糊其与其他职能部门的边界,<sup>③</sup>还可能抑制企业上市意愿,导致上市公司数量锐减,进而不当限制投资者的投资选择空间。机构投资者尚可通过私人工具拓展投资组合,但中小投资者则可能因市场选择受限而面临更大损失。其二,支持论从广义的证券法目的出发,认为信息披露监管不仅服务于投资者保护这一狭义目的,更应回应公众问责、实现公共利益等广义目的。基于此要求,证券监管机构应当突破财务信息的传统界限,将披露范围拓展至企业社会责任领域。<sup>④</sup>上述两种观点在认知层面上进行了有益分析,有必要将视野转向实践层面加以考察。

功能适当原则要求国家任务所对应的权力应配置于具备相应功能优势的机关,<sup>⑤</sup>从实践层面出发,证券监管机构具备担负ESG信息披露监管职能的功能优势。其一,不同于反对论的理论预设,证券监管机构突破了技术中立的定位,逐渐将社会责任和公益目标纳入其职能范围。美国、欧洲及新西兰等国家和地区普遍呈现出将ESG信息披露监管权上收至证券监管机构的趋势,<sup>⑥</sup>我国亦呈现出由生态环境部主导向以证监会为核心的监管模式转变。<sup>⑦</sup>其二,证券监管机构履行ESG信息披露监管职责,并未导致其职责定位模糊,反而划清了披露监管和公共执法间的边界。相较于公共执法直接服务于政策目标的强制执行,披露监管更侧重于通过信息传递,间接影响市场主体的行为,引导其作出理性选择。

ESG信息披露监管本质上是对证券信息披露监管的延伸与拓展,亦应遵循证券法关于信息披露监管边界的基本规范,以确保合法性与规范性。为回应国家权力介入的正当性问题,证券法确立了均衡性原则,要求监管者作为中立主体,在市场供需双方的利益诉求之间实现适当权衡。<sup>⑧</sup>ESG信息披露监管的核心机制,是通过经营者设定法定信息披露义务,以保障投资者的信息知情权。监管权的介入以市场失灵范围为限,只有当市场失灵导致投资者在信息市场

①彭雨晨:《ESG信息披露制度优化:欧盟经验与中国镜鉴》,《证券市场导报》2023年第11期。

②Paul G. Mahoney, Julia D. Mahoney. The New Separation of Ownership and Control: Institutional Investors and ESG, Columbia Business Law Review, 2021 (2), p. 873.

③Samantha M. Mariani. Environmental, Social, and Governance (ESG) Matters: Can the SEC Mandate Disclosure? Should the SEC Mandate Disclosure?, Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy, 2023, 37(1), p. 381.

④Cynthia A. Williams. The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency, Harvard Law Review, 1999, 112(6), p. 1305.

⑤张翔:《我国国家权力配置原则的功能主义解释》,《中外法学》2018年第2期。

⑥袁瑞璟:《法经济学视角下ESG信息强制披露的边界与制度创新》,《南方金融》2024年第4期。

⑦陈夏阳:《中国ESG监管的规制困境与优化进路》,《江淮论坛》2025年第2期。

⑧李冀、杨忠孝:《政府干预在证券市场强制信息披露中的边界》,《南方金融》2017年第2期。

中处于信息不对等地位时,监管权方可适度介入,强化对知情权的保护。简言之,ESG信息披露监管并不以片面支持供方或需方权利诉求为目标,而是致力于通过中立、公正的信息披露机制,维护资本市场整体秩序的稳定性和有效性。

## (二)投资者产生的风险调整受益需求

在信息市场中,投资者是一个广泛且异质的概念范畴,可根据信息依赖程度和运用水平,将其类型化为五类:噪声交易者、流动性交易者、做市商交易者、内部人交易者和信息交易者。<sup>①</sup>前四类投资者对ESG信息的依赖度较低,唯有信息交易者通过收集和分析信息进行投资决策,是ESG信息披露制度的核心需求方和主要受益者。信息交易者可进一步细分为两类:一类是因道德或伦理偏好进行投资的主观偏好型投资者,另一类是基于风险收益调整逻辑作出理性选择的客观决策型投资者。

虽然ESG信息披露制度在一定程度上回应了主观偏好型投资者的道德诉求,但此类投资者并非法律意义上的制度主体,其权益实现通常是间接的。例如,美国《有毒物质排放清单法案》要求排污主体公开报告化学物质的排放情况,促使企业基于环境声誉考量,主动披露环保方面的积极信息<sup>②</sup>彰显了ESG信息披露制度在实现道德主张方面的潜力。然而,ESG信息披露制度内蕴的“抑负”逻辑,即通过揭示可持续风险来约束企业行为,这一逻辑有别于道德主张所要求的“增益”导向,这是主观偏好型投资者难获法律主体地位的缘由。若不加甄别地将道德诉求纳入披露制度,易造成制度的泛道德化,弱化其中立性与交往功能,甚至使监管者超越中立者角色,迫使经营者符合特定的道德主张或政治期待,将信息披露异化为公共执法工具。

相比之下,客观决策型投资者对ESG要素保持漠然,更关注其市场中的定价情况,尤其是错误定价所带来的套利机会。通过深入分析ESG信息,该类投资者能够识别并利用市场非效率。例如,在市场低估某企业ESG表现时,他们可提前投资,并在市场修正定价后获取超额收益。这种行为逻辑与传统投资一致,但ESG投资更重视ESG要素所隐含的潜在风险。<sup>③</sup>因此,客观决策型投资者虽为ESG信息披露制度的关键需求方与主要受益者,但其信息需求并不涵盖全部ESG信息,而是聚焦与市场定价相关的实质性信息。因此,只有当ESG信息具有经济重要性时,投资者的非正式规制机制才会显现出有效性。

## (三)利益相关者具有的利益防损主张

利益相关者理论源于对股东至上理论的反思。股东至上理论主张企业应以股东利益最大化为核心目标,但在实践中常以牺牲公共利益为代价追求自身利益。为矫正企业将内部成本外部化的不公正行为,利益相关者理论将民主治理逻辑引入商业决策,强调应赋予利益相关者在公司治理中的主体地位。<sup>④</sup>利益相关者是指受公司经营决策影响或可能受其影响的主体,包括但不限于客户、员工、供应商、股东、债权人、社区和公众。由于涉及主体广泛,且不同领域的利益相关者之间存在诉求的差异,其内部呈现出明显的主体间性,难以抽象出统一的价值导向。

在ESG信息披露制度下,利益相关者关注的焦点和诉求存在差异,可以采用类型化的方法揭示差异点。以利益相关者与股东价值的依附程度为标准,可将其区分为依附于股东长期价值

①汪青松:《强制披露制度的投资者保护功能反思》,《现代财经(天津财经大学学报)》2008年第6期。

②David W. Case. Corporate Environmental Reporting as Informational Regulation: A Law and Economics Perspective, University of Colorado Law Review, 2005, 76(2), p. 386.

③Max M. Schanzenbach, Robert H. Sitkoff. Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience, Stanford Law Review, 2020, 72(2), p. 438.

④彭雨晨:《董事ESG监督义务的法理逻辑与规范构造》,《财经法学》2023年第6期。

的工具型利益相关者与独立于股东价值的本位型利益相关者。<sup>①</sup>前者的利益诉求与股东长期价值高度一致,可视为经营者或投资者权利的反射利益,通过经营者践行股东至上原则及投资者积极行使股东权利得以实现,无须借助ESG信息披露制度。而本位型利益相关者虽不排除在部分情形下与股东长期价值趋同,但其整体上对股东价值的依附性较弱,因此更有赖于ESG信息披露制度予以关注与回应。

本位型利益相关者的利益实现面临着股东至上主义与利益相关者优先主义之间的矛盾,ESG背景下大有将利益相关者利益置于优先地位的趋势。然而,利益相关者优先主义忽视了其诉求与经营者资源之间的匹配程度,往往导致经营者受限于资源条件,将ESG沉默作为一种战略选择。ESG沉默加剧了经营者与利益相关者之间的信息不对称,损害了二者间的信任与合作关系,变相减损了对利益相关者的保护力度。<sup>②</sup>为防止利益相关者优先主义走向泛化,应当适度回归股东至上主义,在公司规模与资源承载能力的基础上,合理确定社会责任内容,<sup>③</sup>并对利益相关者优先主义施加必要的合法性约束。

现有研究大多从整体角度探讨利益相关者的利益诉求,虽然有助于简化分析结构,但不利于揭示其内部的观念差异,使不同主体的利益诉求难以充分实现。以利益相关者诉请的利益内容为分类依据,其诉求可以分为“利益增进”和“防止损害”两方面,后者应当在ESG信息披露制度中予以重点考虑,以下分述之。

第一,要求经营者额外分配资源以满足利益相关者的“利益增进”主张,在合法性与合理性方面均难以经受严格审查。从合法性角度看,股东至上原则下,公司被视为股东的私人财产,若将改善社会福利的目标转化为经营者的法定义务,实际上构成变相征收,将原本应由国家承担的社会责任转嫁至股东,使其在纳税之外额外承担负担。<sup>④</sup>从合理性角度看,要求经营者在商业决策中兼顾利益相关者的诉求,可能会压缩公司利润与股东分红空间,加剧经营者与相关群体之间的利益冲突。即便企业有意回应相关利益诉求,也面临利益相关者识别、诉求排序及手段适配等一系列现实障碍。

第二,“不得伤害他人”的利益相关者理念与“不得从风险中获利”的商业理念相契合,体现了公司法引入社会责任的初衷。公司法通过社会责任规范,旨在限制企业为追求短期利润而侵害非股东利益相关者的合法权益。<sup>⑤</sup>此种保护机制并不否定企业的盈利动机,而是强调不得以牺牲他人固有权利为代价进行获利。正是这种“保护固有利益”的底线共识,决定了ESG信息披露制度的功能定位,即通过制度设计实现对潜在风险的预防及实际损害的救济。

#### (四)经营者对披露成本的权衡考量

既有研究已经关注到经营者ESG信息披露行为背后的“成本-收益”结构,即只有当披露收益高于披露成本时,经营者才有动力披露客观、真实ESG信息;反之,经营者倾向于选择ESG沉默。<sup>⑥</sup>这一理论假设固然符合经营者的理性经济人定位,但是忽视了ESG信息披露给经营者带来的收益是一个不确定的变量。由于缺乏统一的量化标准,当前关于ESG信息披露与经营者收

①Lynn S. Paine. What Does “Stakeholder Capitalism” Mean to You? <https://hbr.org/2023/09/what-does-stakeholder-capitalism-mean-to-you>, 2024年11月21日访问。

②肖红军、丁凤茹:《ESG沉默的诱因、后果与治理》,《研究与发展管理》2025年第2期。

③邹星光:《公司利益相关者保护的务实路径:重申股东至上原则》,《环球法律评论》2024年第4期。

④张万洪、任文佑:《利益相关者保护的共同善维度——兼评新〈公司法〉第20条》,《华东政法大学学报》2024年第5期。

⑤吴维铨:《公司法上社会责任条款司法化的逻辑与再塑》,《法学研究》2024年第3期。

⑥彭雨晨:《强制性ESG信息披露制度的法理证成和规则构造》,《东方法学》2023年第4期。



益之间关系的研究多停留在相关性分析阶段,尚不足以证成二者间的因果联系。<sup>①</sup>作为类比,ESG信息披露在提升企业价值方面的作用,相较于股权回购等传统的股东价值管理工具,显得较为有限。即便企业有融资需求或希望降低融资成本,亦可通过股权回购等方式实现相关目标,无须舍近求远地依赖于不确定的ESG信息披露。

对于经营者而言,ESG信息披露的潜在收益具有不确定性,而有关成本则相对确定,并在很大程度上影响披露决策方向。经营者在披露或不披露、多披露或少披露、真披露或假披露的选择中,均面临成本权衡问题。具体而言,披露成本包括两部分:一是信息生产的直接成本,二是因过度披露而产生的隐性成本。而不披露并非零成本的选择,其代价包括:信息不透明引发的融资成本上升,以及未遵守信息披露规范带来的合规风险。<sup>②</sup>当披露成本低于不披露成本时,披露ESG信息成为经营者的理性选择。实际上,监管者采取的正式规制提高了企业不披露环境信息(E)的合规成本,而投资者采取的非正式规制提高了企业不披露治理信息(G)的市场成本,使得这两方面的信息披露情况优于社会信息(S)部分。<sup>③</sup>相反,当披露的成本高于不披露的成本时,经营者选择不披露ESG信息更具经济合理性。在ESG监管薄弱、投资市场不成熟的条件下,选择披露意味着承担披露成本,而不披露则可能规避法律责任、竞争压力及声誉损失等额外负担。上述对披露与不披露的成本分析,揭示了经营者在作出ESG信息披露决策时的理性权衡逻辑,这一逻辑同样适用于多披露或少披露、真披露或假披露的行为选择。因此,经营者更关注ESG信息披露制度所带来的成本负担,而非潜在收益。

#### 四、法权范式下ESG信息披露制度的运行论

ESG信息披露制度的运行论旨在从法权结构出发,梳理该制度下的法权矛盾,包括公权力与私权利之间的制度博弈,以及不同私权利主体之间的协作困境,二者的共同交汇点在于经营者。其一,经营者需要接受监管者通过法律、行政手段施加的信息披露义务,内蕴权力对权利的规训逻辑。其二,面对来自投资者和利益相关者的多样化ESG信息诉求,经营者需对不同信息诉求作出针对性回应,体现出权利对权利的监督回应逻辑。因此,以下内容将以经营者为逻辑起点,分别检视经营者与其他法权主体的互动情况。

##### (一)经营者与监管者的博弈失衡

经营者与监管者围绕信息披露数量和质量展开互动,形成ESG沉默策略与ESG监管策略的对抗。经营者基于披露决策的成本权衡,倾向于采取ESG沉默策略,即通过减少披露或模糊表达,规避法律责任和市场压力。而监管者试图通过ESG监管策略提升披露的数量与质量,但由于监管效能受限,难以有效遏制ESG沉默策略。

增加ESG信息供给数量的关键在于提高经营者不披露ESG信息的决策成本,监管者可通过强制性或自愿性措施实现这一目标,但二者均面临不同的实效难题。其一,自愿性措施对监管能力提出了过高要求,在监管者处于信息劣势的情况下,缺乏可操作性。虽然自愿性措施通过软法规范的引导和激励,能够降低经营者主动披露的制度成本,反向提高不披露信息的代价,但其有效性依赖于监管者精准把握经营者对披露成本的权衡结构,这与监管者处于信息劣势的现实相悖。基于监管者在ESG信息获取方面的信息劣势,境外ESG监管模式更倾向于采纳硬

①李诗、黄世忠:《从CSR到ESG的演进——文献回顾与未来展望》,《财务研究》2022年第4期。

②廖志敏、陈晓芳:《强制披露理论依据之批评》,《北京大学学报(哲学社会科学版)》2009年第5期。

③吴文芳、孙健论:《论ESG信息的强制披露范围——以员工保护信息为例》,《上海大学学报(社会科学版)》2025年第3期。



法工具,辅以软法规范。<sup>①</sup>其二,强制性措施带来的信息增量效果具有不确定性。虽然监管者设定的强制披露规范有助于提高不披露ESG信息所要承担的合规成本,激励经营者披露更多信息,但经营者仍可能采取防御性合规策略,<sup>②</sup>仅消极满足最低披露标准,而不进行额外的信息披露。从历时角度看,强制性措施相较于无要求的状态,确实提升了信息披露的总量。但从共时角度看,强制性措施只是设定了基本门槛,难以激励企业提供更丰富且优质的信息。

高质量的ESG信息,本质上要求所披露内容为“真”,而监管者对于“真”的界定与判断能力,存在明显局限。现有研究尚未明确界定ESG信息质量标准,但从对“漂绿”行为的批判中,可窥见对内容真实性的基本要求。“真”是一个多维度的概念,ESG信息的“真”包括终极意义的真、经验科学的真、共识协商的真和逻辑自洽的真。<sup>③</sup>然而,在上述四个维度上,监管者均面临难以克服的局限。其一,披露监管以信息不完全为前提,监管者对ESG信息的掌握具有模糊性和滞后性,难以对ESG信息的真实性做出最终判断。其二,ESG信息中掺杂大量臆测性、定性和前瞻性内容,缺乏客观、定量和历史数据支撑,<sup>④</sup>监管者难以进行有效比对和真实性验证。其三,监管者自身可能出于政绩考量,更倾向使用可量化指标展示监管成效,而忽视ESG信息中的共识性与质量性要素。其四,ESG信息披露制度本身呈现出碎片化、分散化与部门化的结构特征,进一步助长了经营者的选择性合规策略,使其趋向于采纳对自身最有利的监管要求,架空整体制度的一致性与协调性。

## (二)经营者与投资者的沟通障碍

根据信号理论,经营者披露ESG信息的核心目的是向资本市场传递区分性信号,使投资者能够识别表现优异与不佳的两类主体。经营者与投资者的沟通可划分为信息发送、接收核验与互动反馈三个环节。第一环节中,经营者须以投资者为导向开展信息披露。第二环节关注投资者对信息的解读与核验。第三环节则意在推动双方建立长期协作的信任机制。此三阶段划分有助于系统剖析经营者与投资者沟通失灵的表现及成因。

在信息发送环节,经营者作为最接近ESG信息的一方,需依据重要性原则进行筛选,但该原则具有争议性和模糊性,可能导致信息选择偏差,削弱披露内容的实质有效性与可比性。综合不同法域实践,重要性原则可以分为单一重要性原则和兼顾外部影响的双重重要性原则。前者以满足投资者需求为核心,但未充分考虑投资者群体内部的异质性。在投资市场日趋集中化的背景下,机构投资者与个体投资者在信息内容、深度、标准化与价值导向方面存在明显差异。机构投资者追求投资组合的整体收益最大化,而个体投资者则更关注单只股票的短期回报,<sup>⑤</sup>前者导向的信息披露实践可能忽视后者利益诉求。可见,即使单一重要性原则相对明确,实践中仍难协调不同投资者的多元化需求。相比之下,双重重要性原则要求同时披露财务重要性与影响重要性信息,虽兼顾了信息全面性的要求,但忽视了投资者信息处理能力的边界。非财务信息的大量涌入易导致市场信息冗余,<sup>⑥</sup>提升信息收集与分析成本,且量化与验证影响重要性信息的过程对投资者提出了更高的能力要求。

①朱晓勤:《高质量发展引领下ESG信息披露的规制优化》,《厦门大学学报(哲学社会科学版)》2024年第3期。

②李传轩、安妮:《企业ESG信息披露漂绿规制的反身法路径》,《江淮论坛》2025年第1期。

③李睿:《凡“真”四种与法权理论》,《东方法学》2014年第2期。

④黄世忠:《ESG报告的“漂绿”与反“漂绿”》,《财会月刊》2022年第1期。

⑤John C. Coffee, Jr. The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk, Columbia Business Law Review, 2021(2), p. 610.

⑥黄世忠、叶丰滢:《可持续发展报告的双重重要性原则评述》,《财会月刊》2022年第10期。

在信息接收与核验环节,投资者无论依赖自身能力还是依赖中介机构解读ESG信息,均难以充分识别信息背后的实质内容。首先,不同投资者的信息解读能力存在差异。机构投资者作为典型的信息交易者,具备更强的收集与分析能力,而一般投资者则更依赖财务数据和短期市场表现,缺乏理解ESG信息的能力与意愿。其次,即便信息交易者具备较强解读能力,ESG信息本身在披露方法、标准与内容上缺乏统一,限制了其在公司间的横向比较与评估。<sup>①</sup>最后,中介机构的介入并未显著提升信息解读效果。一方面,经营者可能迎合评级机构偏好而采取“漂绿”策略,导致信息呈现系统性偏差。另一方面,评级方法混杂多元价值取向与标准,透明度、科学性与可比性均存不足,难以为投资者提供有效的决策支持。

在互动反馈环节,经营者与投资者的互动形态主要为单向的“披露-接收”模式,缺乏实质性的双向沟通,导致信息供需双方错位。理想状态下,经营者应当基于投资者关切披露针对性信息,投资者则通过评价反馈机制形成沟通闭环。然而,该理想模式难以实现,主要面临以下三方面障碍。其一,合规导向导致经营者的披露行为趋向于满足形式要求和量化标准,投资者的真实信息需求被边缘化。其二,投资者的集体行动困境强化了单向披露的路径依赖。当信息交易者付出成本要求经营者公开披露特定ESG信息时,其他投资者可以无偿获益。为了防止“搭便车”的行为,对ESG信息有需求的投资者倾向于通过行使股东权利的方式获取ESG信息,而不是依赖公开的信息披露渠道。<sup>②</sup>其三,信息更新义务不明,导致双向互动缺乏可操作性。即使投资者有意通过信息披露渠道与经营者展开互动,但在信息更新义务的适用范围及强制效力不明确的情况下,双向互动的有效性存疑。

### (三)经营者与利益相关者的沟通失语

相较于经营者与投资者之间尚可依托以经济重要性为导向的信息披露平台进行有限互动,经营者与利益相关者之间的沟通则因缺乏有效的制度保障而更显薄弱。尽管欧盟《企业可持续尽职调查指令》积极推动构建以利益相关者为导向的信息披露制度,标志着双重重要性原则向实践迈出重要一步,但该原则的具体操作规范仍有待明晰。可以预见,在中短期内,双重重要性原则与单一重要性原则将长期并存,<sup>③</sup>ESG信息披露制度仍将在单一重要性原则的路径依赖下运行。当前的ESG信息披露制度以经济重要性为核心、以投资者为主要信息需求方,在一定程度上能够回应工具型利益相关者的关切,但对本位型利益相关者的核心诉求回应不足。本位型利益相关者所关注的生态环境治理、职工待遇改善、法律规范遵守等议题,虽然与投资者长期财务收益存在轻度正相关性,但往往需要经营者短期内增加成本投入,难免与投资者对短期财务绩效的偏好相冲突。<sup>④</sup>在此内在利益冲突下,本位型利益相关者难以有效要求经营者披露相关信息,而经营者亦缺乏回应其诉求的激励,最终造成双方信任的持续流失。

ESG信息披露制度作为证券信息披露制度的延伸,其对本位型利益相关者信息需求的回应不足,并不能简单归因于法律漏洞,而应从部门法的功能分工加以理解。首先,将本位型利益相关者融入现有公司法及证券法的建议,<sup>⑤</sup>虽看似能够一并解决利益相关者权益保障的问

①刘江伟:《公司可持续性与ESG披露构建研究》,《东北大学学报(社会科学版)》2022年第5期。

②Virginia Harper Ho. Nonfinancial Risk Disclosure and the Costs of Private Ordering, American Business Law Journal, 2018, 55(3), p. 410.

③IrisH-YChiu、程磊、林琳:《欧盟可持续金融议程——可持续性衡量标准发展的双重重要性治理》,《经贸法律评论》2022年第3期。

④Ann M. Lipton. Not Everything Is About Investors: The Case for Mandatory Stakeholder Disclosure, Yale Journal on Regulation, 2020, 37(2), pp. 528-529.

⑤白牧蓉、张嘉鑫:《上市公司ESG信息披露制度构建路径探究》,《财会月刊》2022年第7期。

题,但忽视了公司内部治理法律和外部公共政策法律间的功能分工及内在边界。<sup>①</sup>在现有法律体系下,本位型利益相关者的有关诉求已通过环境法、劳动法、消费者权益保护法等外部法律得以表达,并可通过外部法律的强制机制加以实现。其次,本位型利益相关者的信息需求并非证券信息披露制度所能有效承载。若强行纳入,可能造成披露信息量膨胀、投资者处理效率下降等问题。同时,利益相关者将面临自证经济重要性的悖论。最后,即便利益相关者成为ESG信息披露制度的法律主体,亦未必能与经营者展开有效互动。承认内外部法律的分工,并不意味着应由外部法垄断对利益相关者的信息供给。实际上,大量利益相关者为获取ESG信息,不得不以投资者身份诉诸证券信息披露制度,反映出外部法律在信息供给方面的不足。然而,受制于更为显著的集体行动困境及与经营者之间松散的互动关系,利益相关者与经营者难以形成稳固的沟通机制。

## 五、法权范式下ESG信息披露制度的实践论

法的作用在于平衡法权结构,实现法权最大限度的保存与增值。ESG信息披露制度的法权实践,应当立足上述的法权构造与内在矛盾,统筹考虑监管者、经营者、投资者及其他利益相关者的多元利益诉求,进而为迈向多元主体合作共治的治理格局提供制度指引与规范支撑。

### (一)以半强制披露为抓手:构建监管者与经营者互动的开放监管框架

以监管介入ESG信息披露制度的强弱程度为标准,披露模式可类型化为强制披露、半强制披露与自愿披露三类。在自愿披露实践因企业自由裁量权失控而发生效果偏误的情况下,ESG信息披露制度的研究和实践呈现出强制化趋向,呼吁监管者在统一披露标准上有所作为。理论上,只有当监管者提出的披露要求合理适度,并兼顾制度实施成本与预期收益时,强制化路径方能有效达成政策目标。然而,运行论阐述的监管者与经营者博弈失衡的问题,反向揭示了“监管者万能”的观点缺乏现实依据。

ESG信息披露监管制度的科学构建和监管力量的介入程度之间,具有既非必然、又非不可能的偶联性特质。首先,现有强制化倾向确实意识到监管者在监管制度中扮演着至关重要的角色。如果将信息市场比作多元变化的舞蹈作品,监管者便是作品的编排者,负责设定舞台的表演规则和整体框架。其次,倘若监管者过分强化自身编排能力,经营者将异化为牵线木偶,虽然动作看似规整,却失去了灵韵与生机。值得注意的是,在财务信息披露制度中,监管者经常替代投资者进行价值判断,但是监管力度的强化并未明显改进披露信息的质量。<sup>②</sup>最后,监管者无法替代市场作出ESG信息披露的最优决策,只能退而求次地提供兜底行动准则和行为规范,而非细化烦琐的操作要求,从而为发挥市场力量留有制度空间。

基于对“监管-市场”二元对立的反思,ESG信息披露监管模式应突破“强监管-弱市场”与“弱监管-强市场”的极端范式,转向监管者和经营者协同的共治模式。在这一理论指引下,兼具稳定性与灵活性的半强制披露制度,有望成为推动制度演进的重要实践路径。

第一,半强制披露制度作为介于自愿披露制度与强制披露制度之间的制度类型,能够将两者纳入一个相互协调、互为补充的制度框架,从而有效发挥各自的比较优势。自愿披露制度和强制披露制度构成功能补强关系,前者通过实践反馈优化强制披露标准、拓展适用范围,后者通过设定最低要求和统一规范,为自愿披露提供制度保障与方向引导。<sup>③</sup>作为二者之间的中间制度安排,半强制披露制度有助于协调二者关系,具体表现有二。其一,通过设定最低披露要

①施天涛:《〈公司法〉第5条的理想与现实:公司社会责任何以实施?》,《清华法学》2019年第5期。

②郭雳:《注册制下我国上市公司信息披露制度的重构与完善》,《商业经济与管理》2020年第9期。

③邱铎:《构建强制性ESG信息披露制度:理据与进路》,《现代经济探讨》2024年第6期。



求,适度限制经营者的自由裁量空间,缓解自愿披露中普遍存在的信息不透明、标准不一等问题。其二,通过保留一定的选择空间,弱化强制披露的刚性要求,更好适应不同经营者的实际需求,激励其提升信息供给的数量与质量。

第二,半强制披露制度引入解释性概念,遵循“或披露或解释”的实践方式,凭借独特的交往理性,超越了自愿披露制度和强制披露制度间的简单折衷。若经营者选择不披露特定信息,需就其不披露的理由进行说明。这一非强制性的对话结构打破了监管者与被监管者之间的主客对立,体现了哈贝马斯所倡导的程序主义沟通理念,<sup>①</sup>能够在一定程度上缓解信息披露实践中的对抗因素,强化监管者与经营者之间的理解与理性沟通。值得注意的是,《企业可持续披露准则——基本准则(试行)》(简称:《基本准则》)第27条对可持续信息的豁免条款新增“应当充分说明原因”的规定,意在防止企业滥用豁免机制,规避本应披露的信息。可见,我国监管立场不拘泥于信息的结果性披露,而是同样强调信息披露过程的透明度与合理性。

### (二)以双向沟通为导向:重塑投资者与经营者之间的信息传递机制

解决经营者与投资者沟通障碍的关键在于优化信息披露合约,信息披露合约是对信息处理完整链条的约定与规范,涵盖信息供给与信息需求两大关键环节。供需环节的区分虽然具有理论认知意义,但在实践中呈现出复杂的“双向互动”形态。单方面强调供给最优或需求最强,均难以有效提升信息流通效率。为此须立足整体主义,统筹ESG信息的供需两端,实现更高效的信息传递和利用。

在信息供给环节,应推动经营者的披露行为由单一面向监管者转向同时回应投资者的需求。投资者的非正式规制与监管者的正式规制分别塑造了经营者的投资者导向和合规导向,二者虽不必然对立,但在实践中可能发生矛盾,并常以牺牲投资者导向为代价。以社会责任信息披露为例,我国政府自上而下要求企业制作社会责任报告,企业为规避行政监管而趋向组织结构和行为的同质化,导致不同企业报告内容高度相似,<sup>②</sup>间接削弱了信息对投资者的重要性。为更好满足投资者的信息需求,须从两方面对披露行为加以规范与引导。

第一,应构建专门的ESG安全港规则,为经营者提供合理的免责预期,降低因错误陈述可能担责的法律风险,激励其主动、持续地履行披露义务。我国现行安全港规则在免责标准上并用客观免责与严格免责的模式,导致ESG信息披露主体面临的免责门槛过高,有待调整优化。其一,应将主观要件纳入ESG安全港规则的适用条件。依据披露主体的主观意图,区分“主动虚假陈述”与“被动遗漏”,<sup>③</sup>对后者可适用较为宽松的免责标准。其二,应适当放宽安全港规则的适用条件,将现行“同时满足”多项要件的刚性要求,调整为“择一适用”或“灵活组合适用”,<sup>④</sup>以提升规则的可操作性和适应性。

第二,优化披露方式,采取整合披露的形式,对定性和定量信息提出可比性要求。其一,整合披露有助于统筹ESG信息与财务信息之间的关系,节约制度运行成本,应当成为信息披露形式上的基本规范。从我国上市公司ESG信息披露实践来看,多数公司仍采用独立披露形式,即单独发布ESG报告或社会责任报告。独立披露形式客观上增加了经营者的披露成本,也提高了投资者的信息解读难度,确有必要推动向整合披露形式的转型,要求ESG报告与公司年度财务报表同步发布,并强化ESG信息与财务数据之间的交叉核验机制。其二,以提升信息的可比性

<sup>①</sup>季卫东:《法律程序的形式性与实质性——以对程序理论的批判和批判理论的程序化为线索》,《北京大学学报(哲学社会科学版)》2006年第1期。

<sup>②</sup>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》,《中南财经政法大学学报》2015年第1期。

<sup>③</sup>Aneil Kovvali. ESG and Securities Litigation: A Basic Contradiction, Duke Law Journal, 2024, 73(6), p. 1274.

<sup>④</sup>袁瑞璟:《法经济学视角下ESG信息强制披露的边界与制度创新》,《南方金融》2024年第4期。

为导向,统筹安排定性与定量信息的披露。虽然定性与定量信息呈现方式有别,但二者在衡量企业ESG绩效上具有功能一致性,均应服务于信息可比性这一基本信息质量要求。值得注意的是,《基本准则》第14条已确立信息可比性的原则性要求,第26条则分别对定性和定量信息的披露作出具体安排:对于定性信息,若有助于信息使用者理解报告期内的可持续信息,企业应当披露与该类信息相关的可比内容;而定量信息的可比性,主要通过提供上期对应数据予以保障。其三,确立经营者的信息更新义务,避免信息滞后和失真。随着市场和监管环境的变化,已披露的ESG信息可能失去参考价值。通过经营者信息更新义务的履行,既能确保信息的及时性和准确性,<sup>①</sup>还有助于促进经营者与投资者之间进行有效互动,从而加深双方的信任关系。

在信息需求环节,提高投资者对信息的检索和处理能力是重中之重。当下ESG信息披露实践存在的问题并非完全源于供给端,需求端也在其中发挥着重要作用。一方面,个人投资者在我国投资者结构中占有较大比重且主要进行短期投资,导致经营者更注重短期业绩,不重视以长期价值为导向的ESG信息披露。<sup>②</sup>另一方面,即使是在机构投资者占据主导地位的美国,虽然投资者不断呼吁监管者出台ESG信息披露的相关规范,但是除了请愿之外,机构投资者尚缺乏实质行动。<sup>③</sup>为此,未来应从以下两方面着力,加强投资者获取与解读ESG信息的能力。

第一,对机构投资者设定信息披露义务,要求其详尽说明在获取、处理与分析所投资企业ESG信息过程中所采用的方法与程序。欧盟于2019年出台的《可持续金融披露条例》要求机构投资者披露两方面的信息,其一,从“外在视角”说明ESG因素如何影响投资价值与回报;其二,从“内在视角”披露投资行为本身对环境和社会可持续发展目标可能产生的不利影响。<sup>④</sup>如果不披露相关投资决策信息,机构投资者可能面临失去终端投资者信任的风险,进而在市场竞争中处于不利地位。可见,此类信息披露义务有助于提升机构投资者运用ESG信息的能力与积极性。鉴于我国金融行业发布ESG报告的比例已相对较高,未来可考虑要求金融机构披露其在投资组合管理中对ESG信息的具体运用情况,通过机构投资者的披露实践,促进其他投资者对ESG信息的认知和获取意愿。

第二,以保护投资者利益为导向,建立并完善ESG信息鉴证制度。当前投资者难以仅凭企业披露的ESG信息作出合理的投资判断,有待ESG增信机构提供专业支持。我国尚未建立专门的ESG信息鉴证制度,未来可优先在上市公司中开展试点,并借鉴ESG信息披露中“遵守或解释”原则,对于未进行ESG信息鉴证的,应当作出合理解释。<sup>⑤</sup>在积累相应的实践经验后,进一步考虑将半强制要求转变为全面的强制性鉴证义务,以提升ESG信息的真实性与可比性,更好地服务于投资者保护与资本市场高质量发展。

### (三)以董事会为核心:完善回应利益相关者信息需求的内部治理机制

虽然利益相关者理论证成了经营者回应利益相关者信息需求的应然性基础,但该理论未在实然层面明确回答利益相关者的具体构成、不同信息需求的优先级排序及其满足方式等关键问题。满足利益相关者信息需求的宏观论断,有赖于微观实现机制加以支撑。依据资源基础理论与冗余资源理论,企业回应多元化信息需求的能力受到其资源禀赋、组织能力与战略选择

①程茂军:《试论上市公司自愿性信息披露的法律规制》,《证券法苑》2017年第2期。

②侯东德、韦雅君:《上市公司ESG信息披露框架的构建——基于新发展理念的视角》,《财经法学》2023年第5期。

③Amanda M. Rose. A Response to Calls for SEC-Mandated ESG Disclosure, Washington University Law Review, 2021, 98(6), pp. 1827-1828.

④Gaia Balp, Giovanni Strampelli. Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience, European Business Organization Law Review, 2022, 23(4), p. 880.

⑤袁康:《ESG投资中的利益冲突及其规范路径》,《江汉论坛》2024年第9期。

的制约,<sup>①</sup>离开企业实际能力的过度要求,可能削弱披露的有效性与可持续性。董事会作为公司战略制定与资源配置的核心决策主体,具备统筹内部资源约束与回应外部利益相关者期望的结构性优势。2023年修订的《公司法》亦为其在关照利益相关者利益方面提供了更为明确的制度空间。其中,第20条引入了利益相关者保护条款,要求公司在经营活动中充分考虑包括利益相关者利益与社会公共利益在内的多元目标;第180条则明确了董事信义义务的体系构成,包括忠实义务与勤勉义务,二者共同构成董事促进公司整体利益最大化的基本职责。

在利益相关者的信息需求和解读能力不确定的现实下,董事会无法通过单一、标准化的信息披露方式进行回应,只能退而求其次,在公司治理结构中预留利益相关者表达信息需求的制度性通道,为未来建立以利益相关者为导向的信息披露机制奠定基础。具体可以从以下两方面展开。第一,将尊重、保护利益相关者的内容纳入董事义务体系。作为履行合规义务的重要一环,利益相关者依据的外部法律规范可以被转化并内嵌于董事义务体系之中。基于合规义务和信义义务的分别要求,<sup>②</sup>董事应当同时满足利益相关者与投资者的信息需求,二者不可偏废。第二,引入ESG尽职调查制度,在公司内部治理结构中为利益相关者的接近与参与预留制度化通道。欧盟《公司尽职调查与公司问责制倡议》要求具有较大社会影响力的企业在公司内部建立一套动态、持续的尽职调查机制,以识别、评估并应对其在环境、人权和公司治理等方面可能带来的不利影响,并在利益相关者的实质性参与下,制定并持续更新《尽职调查战略》。<sup>③</sup>ESG尽职调查制度的优势在于提供了一个兼具稳定性与适应性的制度框架。一方面,规范化的程序设计有效限制了经营者在信息披露中的自由裁量。另一方面,民主化的商谈机制则能够灵活回应不断变化的利益相关者关切,从而提升信息披露的针对性与可信度。结合欧盟经验和我国国情,我国未来可采取渐进式路径,逐步扩大ESG尽职调查制度的适用范围。在主体范围上,根据不同公司社会影响力的强弱差异,应遵循“国有公司-公众公司-所有公司”的渐进逻辑。在利益相关者的范围上,应坚持从“直接影响”到“间接影响”的扩展路径,优先回应职工、消费者等直接关联主体的利益诉求,进而覆盖社区、社会组织等广泛利益相关者。在互动方式上,应当遵循由“单向信息接收”向“双向沟通互动”的演进脉络,通过前期的信息公开,为后续与利益相关者开展实质性沟通奠定制度基础。

## 六、结 语

当前我国存在非财务信息披露制度碎片化的问题,建构ESG信息披露制度体系的关键在于找到能够统领各类非财务信息披露制度的“理论公约数”,方能实现不同非财务信息披露规范之间的衔接配合。本文初步检验了法权理论作为“理论公约数”的可能性,本体论阐释了ESG信息披露制度产生的核心法权关系,价值论分析了不同主体在ESG信息披露制度下的差异化诉求,运行论阐释了ESG信息披露制度的冲突表现及其成因,实践论尝试描绘出ESG信息披露制度未来发展的可能方向。虽然ESG信息披露制度的法权分析框架已初步构建,但是尚需结合具体适用场景,在主体互动结构、程序流程安排、披露内容标准等领域上展开更具针对性和系统性的研究。

<sup>①</sup>Wong Wai-Khuen, Teh Boon-Heng, Tan Siow-Hooi. The Influence of External Stakeholders on Environmental, Social, and Governance (ESG) Reporting: Toward a Conceptual Framework for ESG Disclosure, Foresight And Sti Governance, 2023, 17(2), pp. 12-13.

<sup>②</sup>汪青松、宋朗:《合规义务进入董事义务体系的公司法路径》,《北方法学》2021年第4期。

<sup>③</sup>Snehita Singh, Irene-marie Esser, Iain MacNeil. Board Decision-Making and Stakeholder Protection, National Law School Business Law Review, 2023, 9(2), pp. 26-27.



## The ESG Information Disclosure System from the Perspective of Rights-power Legal Theory

Ye Wenping<sup>1</sup>, Lin Yuanben<sup>2</sup>

(1. School of Law, Southeast University, Jiangsu Nanjing 211189, China;

2. School of Law, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Summary:** Identifying the core mainstay of the ESG information disclosure system is the theoretical premise for its systematic arrangement. The complex relationship between rights and power in the ESG information disclosure system suggests that the rights-power legal theory provides a more comprehensive explanatory framework. The rights dimension of ESG information disclosure practice refers to investors' right to know regarding non-financial information, corporate managers' autonomy in decision-making within the information disclosure framework, and stakeholders' right to know and supervise to protect their own interests. The power dimension refers to regulators' supervisory and management power to maintain market order. The conflict between rights and power is the driving force behind the development of the ESG information disclosure system, specifically manifested as the adversarial cooperative relationship between investors and regulators. The imbalance between rights and power is the main reason why the current ESG information disclosure system cannot operate effectively. Specific manifestations of these shortcomings include the imbalanced interaction between corporate managers and regulators, information barriers between corporate managers and investors, and communication obstacles between corporate managers and stakeholders. To address these shortcomings, the ESG information disclosure system can be improved from the perspective of rights-power legal theory. Specific measures include that: First, in accordance with the principle of "disclose or explain", establish a semi-mandatory information disclosure system to promote a shift in the relationship between corporate managers and regulators from strategic interaction to collaborative governance. Second, based on the theoretical paradigm of holism, the information supply side and demand side should be coordinated by optimizing corporate managers' information provision methods and enhancing investors' ability to search and process information, thereby promoting communication and dialogue between corporate managers and investors. Third, adopting the board-centered approach, incorporate the content related to stakeholder protection into the system of director obligations, and establish an ESG due diligence system guaranteeing stakeholders' participation and expression of concerns, so as to gradually promote substantive interaction between corporate managers and stakeholders.

**Key words:** ESG information disclosure; rights-power legal theory; semi-mandatory disclosure; investor dialogue; stakeholder protection

(责任编辑: 倪建文)