

ESG信息披露中的重大性标准

耿利航 朱翔宇

摘要: 伴随公司可持续金融范式转型,ESG信息披露成为理论界与实务界关注的热点问题。但自愿的ESG信息披露市场实践面临披露有效性欠缺的问题,发达资本市场形成了推进ESG信息强制披露制度改革趋势。信息披露制度以重大性标准为基础构建,起源于美国的传统重大性标准仅从经济与财务单一角度出发,给ESG信息强制披露制度改革造成了程序与实体两个层面的阻力。欧盟提出双重重大性标准,认为重大性标准应具备面向投资者和利益相关者的双重意涵,并以此为基础全面推进了ESG信息强制披露制度改革。总结比较国外经验,中国证券法的重大性认定实质采用的价格影响标准在ESG信息披露中存在内生困境,双重重大性的引入又存在披露过载、提升合规成本、诱发道德风险的潜在问题。在ESG信息披露中,重大性认定标准仍需从“理性投资”角度出发,旨在满足ESG理念下投资者异质化信息的需求。

关键词: ESG信息披露;重大性;理性投资者标准;双重重大性标准;价格影响标准

DOI: 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2025.01.016

公司是最广泛参与人类经济活动的组织,但公司股东与其他利益相关者之间存在天然的利益冲突,这就促使立法或监管者不得不考虑这样一个重要命题,即如何引导公司在追求财富最大化的同时向有利于环境、社会与治理(environmental, social and governance, ESG)的方向发展。近年来,ESG问题得到了国际主流资本市场的空前关注,证券市场信息披露制度成为回应ESG理念兴起的重要抓手。为优化中国证券市场ESG信息环境,呼吁构建强制全面的ESG信息披露制度已成为学界的主流观点^①。但问题的另一面却没有得到足够重视,中国学界对于ESG信息披露制度中的重大性标准缺乏专门性研究,似乎认为凡是涉及ESG的信息披露均是理所应当的。与此不同的是,ESG信息披露中的重大性标准问题已成为比较法上的关注焦点,美国与欧盟对ESG信息披露制度改革实践与理论的争议无不围绕重大性标准展开。中国当前正处于ESG信息披露制度改革的十字路口,重大性作为信息披露制度构建的基础概念,对其认定标准的厘清自然是当前首先需要解决的问题。

一、从自愿到强制:ESG信息披露的制度转向

(一)可持续金融范式的转型:从CSR到ESG

ESG以企业社会责任(corporate social responsibility, CSR)为基础而产生,虽然二者的基本内涵具有一致性,且均以利益相关者理论为根基,但就基本范式而言,二者之间在法理意涵、市场实践与法律作用空间上存在不小的差异。

第一,在法理意涵层面,CSR倾向于道德伦理,而ESG更强调责任承担量化。CSR这一概念最早

基金项目: 司法部法治建设与法学理论研究部级科研项目“提升证券市场信息披露有效性之监管规则优化”(20SFB2021);国家建设高水平大学公派研究生项目(留金选[2023]49号)。

作者简介: 耿利航,中国政法大学民商经济法学院教授(北京 100088; gengliahang@hotmail.com);朱翔宇,中国政法大学民商经济法学院、美国加州大学戴维斯分校法学院联合培养博士研究生(北京 100088; zxyllaw@hotmail.com)。

^① 刘俊海:《论公司ESG信息披露的制度设计:保护消费者等利益相关者的新视角》,《法律适用》2023年第5期;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;楼秋然:《ESG信息披露:法理反思与制度建构》,《证券市场导报》2023年第3期等。

可追溯至19世纪30年代伯利教授与多德教授关于公司目的的辩论,伯利教授认为经营者应当为股东的利益行事,而多德教授则认为经营者应当为公司行事,法律允许并鼓励公司存在,原因在于期望其能够承担起社会责任^①。但CSR核心理念的道德伦理色彩浓重,难以落到实处。2004年,联合国全球盟约发布报告《有心者胜》,首次在官方层面提出ESG的概念,并建议公司将ESG分析更好地纳入财务分析、资产管理与证券经纪中,以实际承担起ESG责任^②。自此,ESG理念兴起。

第二,在市场实践层面,ESG缓和了CSR投资与信托法单一利益原则的冲突,并促进了ESG投资的市场繁荣。传统信托法认为,受托人只能为委托人的经济利益负责,而不论其究竟会造成多大的负外部性。而CSR则要求公司首先运用道德伦理标准进行投资,虽然某些投资在单纯的经济标准上可行,但只要不满足道德标准,仍不应投资^③。面对这种冲突,多数资本市场受托人刻意回避CSR投资,以免违反其对投资者的信义义务。而ESG缓和了这种矛盾,该理念认为,公司不仅能够表现在财务上表现得足够好,同时也可在社会责任承担方面做得足够好,进而实现投资的整体利益而非短期利益最大化^④。由此,ESG投资迅速受到市场追捧,市场份额逐渐扩大。

第三,在法律作用空间层面,由于CSR的伦理道德特质倾向,其法律规范的作用空间较小,其往往具有原则性、灵活性和软法性的特征^⑤。由此导致公司社会责任制度难以体系化构建,公司社会责任的实施面临阻碍,难获立法司法认同^⑥。而ESG范式之下,公司可持续性的反映指标被框定在了环境、社会与治理三大可量化方面,法律规范便有了具象化、层级化与体系化的作用空间。

(二)ESG信息披露的现实意义

提升市场效率和强化公司内外部监督是ESG信息披露的核心作用。第一,ESG信息披露能够提升市场效率,保障资本流入可持续的行业与公司。21世纪以来,ESG因素逐渐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^⑦。随着ESG投资市场份额的增加,为保证资金流入真正可持续的行业或公司,投资者对ESG信息的需求自然日益增加。绿色市场建设的基础是信息披露,证券价格所包含并传递的信息越多、越有效,就越能够反映公司未来前景,投资者的ESG投资与预期回报之间的联系就越紧密,资本便能够被分配给ESG绩效最优的企业,反之则会出现柠檬市场问题。

第二,ESG信息披露有助于加强公司内部监督。ESG信息披露有助于消除管理层的信息优势,帮助委托人更充分地了解并监督代理人的履职情况,为ESG投资者直接参与公司治理并实现公司可持续发展提供足够的信息基础,避免出现代理人的商业决策偏离投资者的ESG利益偏好的问题。

第三,ESG信息披露有助于促进公司外部治理。当公司披露信息时,其受众不再仅限于公司内部人,其他利益相关者同样有动机利用这些信息在一定程度上影响公司行为,从而避免信息优势方利用“信息特权”侵害自身利益的情况发生。例如,公司披露了工资、多样性、残疾人比例、技能培训、工作

① Bratton W. W., Wachter M. L., “Shareholder Primacy’s Corporatist Origins: Adolf Berle and the Modern Corporation”, *Journal of Corporation Law*, 2008, 34(1), pp. 99-152.

② UN Global Compact, “Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World”, https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks_who_cares_wins_global_compact_2004.pdf, 访问日期:2024年10月17日。

③ Knoll M. S., “Ethical Screening in Modern Financial Markets: The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment”, *Business Lawyer*, 2002, 57(2), pp. 681-726.

④ Reiser D. B., Tucker A., “Buyer Beware: Variation and Opacity in ESG and ESG Index Funds”, *Cardozo Law Review*, 2020, 41(5), pp. 1921-2018.

⑤ 叶槿平:《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。

⑥ 施天涛:《〈公司法〉第5条的理想与现实:公司社会责任的实施?》,《清华法学》2019年第5期。

⑦ Coffee, Jr. J. C., “The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk”, *Columbia Business Law Review*, 2021, 2021(2), pp. 602-650.

与生活的平衡、安全情况等信息,劳工便可以基于这些信息争取到与自身期待相匹配的工作条件,或在必要时避开那些声誉不佳的雇主^①。

(三)自愿 ESG 信息披露的实践难题

为抢占 ESG 赛道,在机构投资者的“督促”下,大量上市公司加入了自愿披露 ESG 信息的“逐顶竞争”,形成了自我监管的私人秩序^②。私人秩序虽然往往被视为限制公共监管权力,预防“监管俘获”,并降低市场主体合规成本的有效方式^③,却始终未能为市场创造一个有效的 ESG 信息环境,其存在 ESG 信息供给短缺、质量欠佳且可靠性不足的问题。

第一,私人秩序无法给公司施加法定义务。基于私人秩序的 ESG 信息披露大多出现在证券监管机关要求上市公司公开的文件之外,许多关键的 ESG 信息仍不可得。以美国证券市场为例,虽然大型上市公司中披露可持续发展报告的比例已超过了 90%,但 ESG 问题的丰富内涵导致了信息披露的“失焦”,可持续发展最为重要的气候相关信息,尤其是碳排放信息没有得到足够重视^④。在实践中,许多行业披露气候信息的比重不足 20%^⑤,即便披露气候相关信息,也经常会忽略其中的某些关键组成部分^⑥。第二,基于私人秩序披露的 ESG 信息质量欠佳,一致性、可比性不足。市场对 ESG 信息的需求催生了众多 ESG 信息披露框架,但各框架之间在信息重大性评判、披露导向(利益相关者导向还是投资者导向)、披露主体、披露范围、披露方式等众多指标上存在差异^⑦。单一上市公司尚可能选择不同的披露框架进行信息披露,遑论整个市场中的 ESG 信息具有一致性与可比性。第三,基于私人秩序披露的 ESG 信息可靠性不足。许多上市公司堆叠大量经过“自我选择”的信息,将 ESG 信息披露畸形化为提升声誉的自我宣传方式。

(四)ESG 信息强制披露制度改革的全球趋势

ESG 信息强制披露监管规则的构建是解决上述问题的有效路径,提升 ESG 信息披露的强制化程度已成为全球各法域监管机关的主流改革趋势。一方面,强制披露能够为信息披露义务人设立一般性的或底线性的 ESG 信息披露义务,要求上市公司必须以监管规范中的披露框架为基础,在规定时间内和规定文件中进行定性及定量披露。如此一来,便能够有效解决 ESG 信息自愿披露中存在的“搭便车”和“信号传递不畅”问题,提升证券市场中 ESG 信息的可得性、一致性及可比性^⑧。另一方面,ESG 信息强制披露监管规范体系往往包含了专门的鉴证监管规则,这些规则通常要求上市公司在进行相关 ESG 信息披露时,同时披露第三方机构出具的鉴证文件,从而能够大幅提升 ESG 信息的可靠性。

为提升资本市场 ESG 信息环境有效性,各法域监管机关均在大力推进 ESG 信息披露的强制化改革。

① Lipton A. M., “Not Everything Is about Investors: The Case for Mandatory Stakeholder Disclosure”, *Yale Journal on Regulation*, 2020, 37(2), pp. 499-572.

② 比如,美国标准普尔 500 指数上市公司中,已有超过 90% 的公司自愿进行 ESG 信息披露。Boerner H., “The S & P 500® Universe-Setting the Pace for Corporate Sustainability Reporting: 90% Mark Reached!”, <https://ga-institute.com/Sustainability-Update/the-sp-500-universe-setting-the-pace-for-corporate-sustainability-reporting-90-mark-reached/>, 访问日期:2024 年 10 月 17 日。

③ Harper H. V., “Nonfinancial Risk Disclosure and the Costs of Private Ordering”, *American Business Law Journal*, 2018, 55(3), pp. 407-474.

④ Harris M., “ESG should be boiled down to one simple measure: emissions”, <https://www.economist.com/leaders/2022/07/21/esg-should-be-boiled-down-to-one-simple-measure-emissions>, 访问日期:2024 年 10 月 17 日。

⑤ Whieldon E., Almtoft A., Olufunwa A., “Climate disclosures are increasing in the US but still far from what the SEC has proposed”, <https://www.spglobal.com/esg/insights/climate-disclosures-are-increasing-in-the-us-but-still-far-from-what-the-sec-has-proposed>, 访问日期:2024 年 10 月 17 日。

⑥ Peirce H. M., “We are Not the Securities and Environment Commission-At Least Not Yet”, https://www.sec.gov/news/statement/peirce-climate-disclosure-20220321?utm_medium=email&utm_source=govdelivery#_ftn36, 访问日期:2024 年 10 月 17 日。

⑦ 李晓蹊、胡杨麟、史伟:《我国 ESG 报告顶层制度设计初探》,《证券市场导报》2022 年第 4 期。

⑧ 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。

2022年11月,欧盟为优化ESG信息环境,发布了《公司可持续报告指令》(corporate sustainability reporting directive, CSRD),细化了ESG信息强制披露监管规范^①。在美国,证券交易委员会(United States Securities and Exchange Commission, SEC)采取了“逐项推进”的监管模式,设置了多项ESG信息披露监管规则。例如:2009年的《代理披露改进》规则,2012年的《冲突矿物》披露规则,2020年在S-K条例中增加的关于人力资本的信息披露要求,2024年的《加强和标准化面向投资者的气候相关信息披露》规则(简称《新规》)^②。在中国香港地区,港交所于2021年发布《企业管治以及环境、社会及治理(气候信息披露)指引》,提出在2025年之前建立全面的气候信息强制披露框架^③。在新加坡,自2016年起,新交所便大幅提升了上市公司ESG信息披露的强制化程度,修改了《主板规则》并出台《可持续发展报告指南》,要求上市公司依照“遵守或解释”原则披露ESG信息^④。虽然是基于“遵守或解释”原则的披露,但在市场投资者的高度关注下,几乎等同于强制性披露。

二、前提之辨:传统重大性标准对ESG信息强制披露改革的阻碍

重大性概念起源于美国,是信息披露制度构建的基础性概念,直接关涉强制披露的信息范围。判断信息是否具备重大性的标准是理性投资者标准,美国法将理性投资者的形象塑造为经济理性投资者,但也由此造成了ESG信息强制披露制度改革中的程序与实体阻碍。

(一)重大性标准的传统内涵

长久以来,美国证券法虽对重大性这一概念多有提及,但有趣的是,SEC在监管实践中却从未明确这一概念的内涵。重大性标准的学理定义产生于美国联邦最高法院的司法判例,且判例法将理性投资者形塑成经济理性投资者。美国联邦最高法院于1976年在“TSC Industries v. Northway, Inc. 案”(简称“TSC案”)中明确提出了重大性认定的“理性投资者标准”^⑤,即“披露所遗漏的事项极有可能被理性投资者(reasonable investors)认为会显著改变可获取信息的总组合(total mix)”,则该事项就具备重大性。虽然判例法对于理性投资者的形象究竟是广泛参与证券市场的“一般投资人”还是以机构为代表的“专业投资者”存在争议^⑥,但一般观点认为,理性投资者是能够把握整体经济环境,对证券市场及会计准则有基本认知,懂得分散投资风险并了解自身风险承受能力,知悉机会成本、保证金账户的运作机制与货币的时间价值,对附条件成立的信息抱有怀疑的一般性经济理性投资者^⑦。

SEC与美国联邦最高法院在重大性认定上态度保持一致,SEC主导的信息披露法律监管也仅服务于经济理性投资者。在20世纪90年代SEC与自然资源保护协会(Natural Resources Defense Council, NRDC)的诉讼及听证会中,SEC曾公开表示,对于某些仅具备社会重大性但不具备经济重大性的信息,不会进行强制信息披露监管^⑧。

① European Union, “Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022”, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>, 访问日期:2024年10月24日。

② U.S. Securities and Exchange Commission, “The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors”, <https://www.sec.gov/rules-regulations/2024/03/s7-10-22>, 访问日期:2024年10月24日。

③ 香港交易所:《联交所刊发企业管治以及环境、社会及管治(气候信息披露)指引》, https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2021/211105news?sc_lang=zh-HK, 访问日期:2024年10月17日。

④ SGX, “Consultation Paper on Sustainability Reporting: Enhancing Consistency and Comparability”, <https://regco.sg.com/regco/public-consultations/20240307-consultation-paper-sustainability-reporting-enhancing>, 访问日期:2024年10月17日。

⑤ TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976).

⑥ 徐文鸣、刘圣琦:《新〈证券法〉视域下信息披露“重大性”标准研究》,《证券市场导报》2020年第9期。

⑦ 黄朝琮:《环境、社会与治理(ESG)资讯揭露之规范——以重大性之判断为核心》,《台北大学法学论丛》2022年总第122期。

⑧ Williams C. A., “The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency”, *Harvard Law Review*, 1999, 112(6), pp. 1197-1312.

(二)传统重大性标准对 ESG 信息强制披露改革的阻力:以美国法为中心的分析

1. 程序阻力。传统重大性标准首先会在程序层面对 ESG 信息强制披露制度改革造成阻力。一方面,从经济和财务角度出发的重大性标准划定了 SEC 的权力范围。一般观点认为,SEC 的职权范围为“保护投资者,促进资本形成并维持市场公平、有序、高效运行”,而不包括维护更广泛意义上的社会公共利益。但 ESG 信息通常在经济与财务层面不具备或仅具备较少的具体意义,因此在传统重大性标准下,ESG 信息无法在一般意义上被证明能够影响经济理性投资者的价值判断和投资决策,要求公司普遍强制披露这类信息的理由只能是维护社会公共利益。而这在程序上违反美国联邦最高法院在“Util. Air Reg. Grp. v. EPA 案”中确立的“重大问题学说”,SEC 对 ESG 信息披露规则的推行可能因“带来了监管机关权力的巨大和变革性(enormous and transformative)扩张”、但未经“明确的国会授权”而无效^①。

另一方面,ESG 信息强制披露还可能面临违反美国宪法的问题。美国宪法第一修正案明确禁止国会制定任何剥夺言论自由的法律,这意味着不仅不可创设法律禁止主体言论,也不可强迫主体言论。证券市场信息披露可以理解为一种公司言论,为维护资本市场稳定,重大性标准框定的公司言论义务仅限于具备经济和财务意义的信息,超出这一范畴的信息披露监管规则面临违宪风险。在实践中,美国联邦法院曾有判例以违反宪法第一修正案为由判决 SEC 的 ESG 信息披露规则无效。“Nat'l Ass'n of Mfrs. v. Sec. & Exch. Comm'n 案”中^②,原告认为 SEC 于 2012 年发布关于冲突矿产品的披露规则是违宪的强迫商业言论。在联邦法院审理过程中,SEC 无法说明这些规则能否、如何保护投资者或发行人的直接可衡量的经济利益,而只是认为政府利益事关重大。这引起了法官的不满,美国哥伦比亚特区联邦巡回上诉法院认为,监管者的妥善做法是阻止虚假、欺骗性、误导性或暗示非法交易的商业言论的产生,而不应当强制要求公司披露在保护投资者方面有争议的信息。SEC 相关监管规则实为超越自身职权范围的“强迫商业言论”,因与美国宪法第一修正案冲突而无效。

2. 实体阻力。在传统重大性标准之下,SEC 的 ESG 信息强制披露制度改革不仅面临程序阻碍,实体层面的阻力也不小。首先,即便退一步讲,抛开学界关于 SEC 究竟是否有制定 ESG 信息强制披露规则的权力的争议不谈,SEC 也可能欠缺制定相关披露规则的代理能力。在传统重大性标准下,SEC 拥有制定财务信息披露规范的丰富经验,但其缺乏有关可持续性和其他 ESG 问题的规则制定与执法的专业知识。SEC 即便创设 ESG 信息强制披露制度,制度运行效率甚至可能低于市场主导下的 ESG 信息披露私人秩序。有研究分析了美国 ESG 信息披露规则的演进历程,指出 SEC 在进行制度设计时更加倾向使用原则性监管规则替代规则性监管规则,重大性标准模糊不清,无法为市场提供一致、可比较的信息^③。

其次,在传统重大性标准下,ESG 信息强制披露对于上市公司来说无疑是一种额外的负担,监管者必须切实考虑将这些负担分配到不同行业的实际成本。一方面,公司若要实现 ESG 信息披露合规,必须在 ESG 信息的收集、整理、分析方面花费大量金钱,且不可避免地需要聘请相应专业人才,加之可能需同时披露第三方鉴证文件,种种成本之和可能非常高昂;另一方面,ESG 信息披露成为法定义务后,上市公司及高管自然可能因相关信息的遗漏或误导性陈述而面临更大的诉讼风险,若诉讼缠身,公司经营效率必然下降。总之,因 ESG 信息强制披露突破了传统重大性标准下公司财务信息披露的义务范围,由此造成的额外成本是 SEC 的改革阻力之一。

再次,传统重大性标准阻碍了 ESG 信息强制披露有效性的提升,原因在于证券信息披露责任体系围绕传统重大性标准构建,证券虚假陈述责任的成立以相关信息具备重大性为前提。一旦纠纷发

^① Util. Air Reg. Grp. v. EPA, 573 U.S. 302 (2014).

^② Nat'l Ass'n of Mfrs. v. Sec. & Exch. Comm'n, 800 F.3d 518 (D.C. Cir. 2015).

^③ Williams C. A., Nagy D. M., “ESG and Climate Change Blind Spots: Turning the Corner on SEC Disclosure”, *Texas Law Review*, 2021, 99(7), pp. 1453-1486.

生,若原告无法从传统(财务)重大性角度出发证明信息影响了其投资决策和价值判断,被告则可避免承担责任。因ESG信息通常具有非财务特性,即便监管机关设置ESG信息强制披露制度,围绕传统重大性标准构建的信息披露责任体系也难以起到有效的事后规制效果。

三、ESG信息强制披露制度改革中重大性标准的转向与革新

对于ESG信息强制披露制度改革中重大性标准的适用,美国与欧盟采取了不同态度,SEC继续坚持传统重大性标准,改革推进力度有限;而欧盟另辟蹊径创设双重重大性标准,力求全面推进ESG信息强制披露制度改革。

(一)美国的转向:传统重大性标准下ESG信息披露制度改革的有限推进

机构投资者主导和ESG理念的兴起是美国资本市场发展的最新特点。不同于散户投资者,机构投资者向上市公司提出了更高的ESG信息披露要求,原因在于ESG风险在很大程度上与系统性风险重叠,机构投资者多采用多元化投资策略,该策略仅能够很好地分摊非系统性风险,而无法有效防范系统性风险,故通过市场中的ESG信息有效识别系统性风险成为机构投资者的重要课题^①。

在机构投资者的关注压力下,SEC似乎突然意识到,如果不协调投资者利益偏好与公司ESG信息披露强制化程度之间的关系,制度改革必然无法取得重大进展,盲目追求全面的ESG信息强制披露不会有结果。2024年3月,经过两年的征求意见后,SEC最终正式出台了气候信息强制披露改革的《新规》,要求上市公司强制披露以下几类气候信息:(1)公司直接、间接温室气体排放量与排放强度及相关鉴证文件;(2)与气候风险管理相关的公司治理信息;(3)气候风险如何影响公司短期、中期及长期的战略、商业模式和前景;(4)公司识别、评估和管理气候风险与机遇的详细流程;(5)公司与气候相关的目标和衡量目标实现的指标;(6)气候相关风险对公司财务报表的影响。

《新规》以传统重大性标准为基础构建,目标仅限于“保护投资者,促进资本形成并维持市场公平、有序、高效运行”。具体而言,《新规》的立法渊源为气候相关财务信息披露工作组(task force on climate-related financial disclosures, TCFD)提出的TCFD框架,而TCFD在该框架发布之初就前瞻性地指出,其所采用的重大性标准与传统重大性标准保持一致,并警示监管机关与上市公司不要基于对某些气候风险的长期固有认知,就过早地得出这些信息不具备重大性的结论^②。就《新规》的目的与披露内容来看,SEC所期待的是提升证券市场气候相关金融风险的透明度,通过上市公司的气候信息强制披露揭示市场中与气候相关的“金融风险”^③。根据《新规》的定义,证券市场“气候相关的风险”是“气候相关条件和事件对注册人业务、经营结果或财务状况的实际或潜在负面影响”。这些信息本质上还是投资者导向的,而非专门针对其他利益相关者。

结合前述《新规》发布的背景,SEC的改革方案更像是“回应经济理性投资者的顺势而为”。既然众多机构投资者已经将公司在缓解气候风险层面的表现视为预防和缓解系统性风险的重要指标,这些信息便当然具备了经济与财务层面的意义,强制要求上市公司披露这些信息自然也就是SEC的监管职权范围。但事实上,证券市场信息一旦公开,受众当然不限于投资者,也包含了其他利益相关者,SEC此举所谓是“一箭双雕”。

当然,《新规》也受到质疑。有观点从披露内容出发,认为《新规》要求发行人披露的温室气体排放

① Coffee, Jr. J. C., “The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk”, *Columbia Business Law Review*, 2021, 2021(2), pp. 602-650.

② Task Force on Climate-Related Financial Disclosures, “Recommendations of the Task Force on Climate-Related Financial Disclosures”, <https://www.fsb-tcfid.org/recommendations/>, 访问日期:2024年10月17日。

③ 朱翔宇:《证券市场气候信息的强制披露》,《西南民族大学学报(人文社会科学版)》2023年第12期。

信息、公司气候风险管理、气候目标与指标等信息均为非财务信息,超出了传统重大性认定标准的范畴^①。有观点从披露阈值出发,认为《新规》设置的1%的财务影响指标和支出指标的披露阈值属于“明线规则”,将导致发行人披露信息的数量大于质量,投资者无法获取真正重要的信息,这与自身的既往做法冲突^②。SEC专员皮尔斯认为《新规》破坏了美国证券监管框架,“在一些地方忽略了重大性内容,而在另外一些地方又扭曲了重大性标准”^③。甚至有观点认为,《新规》不具有可行性,无法为投资者的投资决策带来真正有用的信息,不过是为满足拜登政府应对气候变化承诺的政治产物^④。

(二) 欧盟的革新:双重大性标准下的全面改革

欧盟与美国采取了不同的ESG信息强制披露改革策略。为消除改革阻力,欧盟提出了双重大性标准,并于2022年12月出台《公司可持续报告指令》(CSRD),全面推进了ESG信息强制披露制度改革。CSRD出台的背景是由于2014年《非财务报告指令》(non-financial reporting directive, NFRD)的市场实践效果不佳。NFRD时期,对于重大性的认定,欧盟法最初采纳财务重大性标准,认为只有具备财务意义的信息才是重大的。这导致在近十年的规范实践中,NFRD未能给欧盟创造一个有效的ESG信息环境^⑤。

在CSRD的授权下,欧洲财务报告咨询组提出了《欧洲可持续发展报告准则》(European sustainability reporting standards, ESRS),ESRS对欧盟ESG信息强制披露制度规范作出了系统性安排。为缓解传统财务重大性标准与ESG信息披露制度之间的体系冲突,欧盟创新性地提出了双重大性标准,大幅提升了ESG信息披露的强制化程度,细化了披露规则并增加了定量指标。ESRS共包含12个组成部分,其中ESRS1(《一般要求》)和ESRS2(《一般披露》)为“总则”,其余为“分则”。“分则”部分采取了“E、S、G”的分类框架,E包含的披露规则有5项,分别为E1(《气候变化》)、E2(《污染》)、E3(《水和海洋资源》)、E4(《生物多样性和生态系统》)、E5(《资源利用和循环经济》);S包含的披露规则有4项,分别为S1(《自身劳动力》)、S2(《价值链中的工人》)、S3(《受影响的社区》)、S4(《消费者和终端用户》);G包含的披露规则有1项(《商业操守》)^⑥。

事实上,双重大性标准在CSRD之前就已被提出。欧盟于2019年出台《关于报告气候相关信息的指引》,其中首次提及双重大性标准,强调重大性标准具备面向投资者和其他利益相关者的双重意涵。ESRS1(《一般要求》)对双重大性进行了更详细的定义:(1)影响重大性。可持续发展事项若能够在短、中、长期对人或环境造成实际或潜在、积极或消极的影响,则具备重大性。其中对人或环境的影响具体包括与环境、社会和治理相关的问题。所谓影响不仅包括由该公司引起或导致的影响,还包括通过公司商业关系传递的与公司自身业务、产品或服务相关的影响,商业关系不仅限于直接的合同关系,还包括企业的上下游价值链。(2)财务重大性。如果可持续发展事项能够或可能造成对公司财务产生(或可能产生)重大影响的风险与机会时,则具备重大性。这些财务影响包括在短、中、长

① Klasa A., Masters B., “Sustainable investing boom prompts fierce fight for talent”, <https://www.ft.com/content/fe5853a4-ba3e-434a-abc0-1b43c094ac85>, 访问日期:2024年10月17日。

② SEC发布的《第99号会计公告》(Staff Accounting Bulletin No.99)早已强调,财务信息披露中不应过度使用百分比法则,而应当基于其他定性因素进行综合判断。SEC Staff Accounting Bulletin No.99, 64 Fed.Reg.45, 150, 45, 152(Aug.19, 1999)。

③ Peirce H. M., “We are Not the Securities and Environment Commission-At Least Not Yet”, https://www.sec.gov/news/statement/peirce-climate-disclosure-20220321?utm_medium=email&utm_source=govdelivery#_ftn36, 访问日期:2024年10月17日。

④ Eccles R., Crowley D. F. C., “Turning Down the Heat on the ESG Debate: Separating Material Risk Disclosures from Salient Political Issues”, <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/09/01/turning-down-the-heat-on-the-esg-debate-separating-material-risk-disclosures-from-salient-political-issues/>, 访问日期:2024年10月17日。

⑤ European Commission, “Summary report of the public consultation on the review of the non-financial reporting directive”, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=PI_COM:Ares\(2020\)3997889](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=PI_COM:Ares(2020)3997889), 访问日期:2024年10月17日。

⑥ EFRAG, “First Set of ESRS”, <https://www.efrag.org/lab6>, 访问日期:2024年10月17日。

期对公司的现金流、发展、经营表现、市场地位、资本成本或融资途径的影响。需要强调的是,双重重大性标准中的影响重大性标准与财务重大性标准并非互斥关系,而是一种对立统一的关系,一条具备影响重大性的信息,亦有可能随着时间推移与市场演进而具备财务重大性,反之亦然。

从应用的实效来看,相比传统财务重大性标准,双重重大性标准在如下几个方面对信息披露制度体系产生影响:第一,扩大了信息受众范围。双重重大性标准不仅认为投资者是信息披露受众,更认为信息披露制度应当为其他利益相关者创造一个更加友好且相对独立的信息环境。第二,扩大了信息披露主体范围。在双重重大性标准下,信息披露义务主体范围不限于上市公司和其他注册人,还包括达到其他条件(包括员工人数、营业额、资产总额、公司性质等)的非上市公司。第三,扩大了ESG信息披露范围并提升了强制化程度。双重重大性标准不仅要求公司披露能够影响证券定价和金融稳定的信息,还要求公司披露完全覆盖E、S、G三个层次的影响重大性信息。第四,扩大了监管机关职权范围。在双重重大性标准下,证券监管机构的权力范围不再主要集中于金融监管,还可能与满足更广泛的政策目标相关,比如通过对公司的监管来应对气候变化、缓解社会问题。

四、中国ESG信息披露中重大性标准的适用路径

(一)中国重大性标准及其在ESG信息披露中的内生困境

《中华人民共和国证券法》对于重大性认定采取了“二元标准”,规定“投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息”(第19条,理性投资者标准),以及对“公司的股票交易价格产生较大影响”的信息(事件)具备重大性(第80条,价格影响标准)。2022年1月发布的《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》,指出了以价格影响标准认定信息重大性的两条路径:(1)可反驳推定路径。若信息(虚假陈述)为证券法及监管机关要求公司披露的重大或重要事项,则推定该信息具备重大性。但如果被告能够举证证明该信息没有对价格造成影响(股价或交易量波动),则该信息不具备重大性。(2)重大性的直接证明路径。若信息不是证券法及监管机关要求公司披露的重大或重要事项,则原告必须证明信息实际上对证券价格造成了影响,否则信息不具备重大性。

与美国“TSC案”中确立的理性投资者标准相比,中国学界和司法实践似乎更重视价格影响标准,认为投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息事实上就是能够对证券价格造成影响的信息,重大性信息并不要求个别股东一定据此交易决策,但必须能够影响群体投资者理性决策的结果,否则要求普遍披露没有意义,而股票价格因此产生的变动正好体现了投资者整体决策的客观结果^①。但价格影响标准以市场具备效率为前提,且证券价格变动趋势实际受到专业理性投资者投资决策的推动,股票定价与散户无关,因此价格影响标准实际上提高了投资者的经济理性程度,将仅具备一般经济理性的散户投资者(甚至是最不老练的投资者)替换为了经济理性程度更高的“专业投资者”^②。由此,价格影响标准划定的信息强制披露范围只会与财务相关性更大,从而可能会给中国ESG信息强制披露制度改革造成更大阻力和障碍。

(二)应当引入双重重大性标准吗?

为缓解上述矛盾,借鉴欧盟双重重大性标准是一个较容易想到的直接解决方案。从利益相关者保护的角度出发,为推进中国ESG信息强制披露制度改革,中国学界多有观点支持引入双重重大性标准^③。然而,且不说双重重大性标准与中国证券法规定相矛盾,即便是在实践中其也有着自身的重大隐患和风险。

① 耿利航、朱翔宇:《证券虚假陈述民事责任纠纷中的价格影响》,《法学论坛》2023年第6期。

② Lipton A. M., “Fact or Fiction: Flawed Approaches to Evaluating Market Behavior in Securities Litigation”, *The Tennessee Journal of Business Law*, 2019, 20(2), pp. 741-776.

③ 刘俊海:《论公司ESG信息披露的制度设计:保护消费者等利益相关者的新视角》,《法律适用》2023年第5期;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。

首先,双重重大性标准可能导致 ESG 信息披露过载。“Basic 案”中,美国联邦最高法院早已警示道:“太低的重大性标准可能会带来过多的信息,导致管理层把股东淹没在大量琐碎的信息之中。”^①相比财务重大性标准,基于双重重大性的披露报告必然会大幅增加信息体量,其中既包含利益相关者导向的影响重大性信息,又包含投资者导向的财务重大性信息。涉及利益相关者的信息范围过于巨大,可能存在数百个利益集合,即便欧盟试图通过 E、S、G 三大框架将其限缩,但规则涉及的信息主题依然过于繁杂,面临披露“失焦”的问题。此外,如何认定信息的影响重大性更无统一标准,有的研究发现,在实践中甚至已经出现 200 多种判断方法^②。公司在应用这些不同判断方法时,信息冗杂琐碎的问题不仅难以避免,一致性、可比性更无法保证。

其次,双重重大性标准可能带来畸高的合规成本。对上市公司来说,双重重大性标准要求董事会及管理层按照特定流程从投资者和利益相关者两个角度出发,定期讨论众多 ESG 相关风险的监督问题。董事会及管理层需要将 ESG 因素整合入公司的业务战略、风险管理和财务监督流程。在这个过程中,公司需要付出提升内部人员相关专业知识的成本。同时,公司可能需要在内部治理结构中增设专门的 ESG 合规部门,以满足监管规则中的信息收集、整理、分析、披露的要求。此外,ESG 信息披露规则必然会引发诸多相关的处罚和诉讼风险。这些都将成为公司合规披露面临的必需成本。而对市场来说,双重重大性标准可能会给区域资本市场的竞争力带来巨大影响,很多不愿意或无法承担双重重大性标准下的 ESG 信息披露合规成本的公司可能会继续保持非公众公司的状态经营,甚至干脆选择“摘牌”经营,抑或在其他应用单一重大性标准的法域上市,从而导致市场活力衰减^③。

最后,双重重大性标准可能诱发道德风险,即对于不具备财务重大性,仅具备影响重大性的 ESG 信息,信息披露义务人更有动机进行虚假陈述,从而导致 ESG 信息披露的可靠性不足。因为对于非投资者群体来说,信息披露制度并未给他们设立专门的救济途径,若公司在影响重大性信息上虚假陈述,利益相关者无法通过民事赔偿制度进行索赔。若行政机关不加强执法强度,公司 ESG 信息披露中的虚假陈述问题可能十分严峻,“洗绿”等问题将难以避免。

(三)中国 ESG 信息披露中重大性标准适用的应然逻辑

1. 价格影响标准的重新定位。对于 ESG 信息披露的制度构建,监管机关应当限缩价格影响标准的适用范围,仅将该标准作为欺诈市场诉讼中重大性事后判断的标准,而不在设计 ESG 信息披露规则时适用,在体系上为 ESG 信息强制披露制度改革扫清障碍。

第一,价格影响标准与中国证券法关注公共利益的政策目标存在冲突。公司经营活动会产生负外部性,而证券法要求发行人普遍公开披露的唯一工具,有能力也有动机通过信息披露机制促使公司将其外部成本内部化,以维护社会公共利益,这也是中国证券法将“维护社会公共利益”作为立法目的之一的根本原因(第 1 条)。但由于公司 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。因此,在价格影响标准下,监管机关设计的一般性披露规则往往只关注股东的经济利益,ESG 信息披露规则普遍欠缺强制性,这与利益相关者主义的发展趋势相悖。

第二,价格影响标准还可能催生“财务特权”。价格影响标准实际上隐含了“经济理性投资者至上”的理念,即公司只对关心公司经济状况的投资者(股东)负有一般性的信息披露义务,由此,这类投资者地位超越了其他任何群体,成为公司关注的核心对象。即便关注 ESG 表现的股东及其他利益相

^① Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

^② Baumüller J., Sopp K., “Double Materiality and the Shift From Non-Financial to European Sustainability Reporting: Review, Outlook and Implications”, *Journal of Applied Accounting Research*, 2022, 23(1), pp. 8-28.

^③ Mahoney P. G., Mahoney J. D., “The New Separation of Ownership and Control: Institutional Investors and ESG”, *Columbia Business Law Review*, 2021, 2021(2), pp. 840-880.

关群体希望公司披露经营造成的环境影响、劳工待遇情况及反腐败情况等,公司完全可以以这些信息与公司经济状况无关为由,而拒绝予以披露。一旦如此,更关注公司经济表现的投资者就可以利用自身的信息优势来影响公司商业活动走向,管理层不会因不关注利益相关者而受到惩戒,这将不断削弱公司对利益相关者的关注程度,从而与ESG理念渐行渐远^①。

2. 以ESG投资需求扩展理性投资者标准。当前信息披露制度之所以无法满足投资者将ESG风险要素充分纳入其投资决策的需要,很大程度上是因为于重大性标准的内涵过于狭隘^②。为解决这一问题,ESG信息披露制度中重大性标准的应然选择是扩张适用理性投资者的财务测试标准,按照投资者对ESG理念的最迫切实际需求来重塑重大性标准,这不仅能够有效避免披露过载,还能够保证投资者获取的信息是可以揭示ESG金融风险并影响其投资决策的关键信息^③。从表面看,ESG信息披露中的重大性认定是立法与司法技术问题,但其本质是政策判断问题,即以信息披露制度为基础,如何通过定价机制引导公司向有利于ESG的方向发展。而如果回到政策原点,全球资本市场空前关注ESG信息披露的根本原因在于ESG投资的迅速发展,市场(投资者)对于这些信息的需求增加,而非信息披露制度要直接服务于其他利益相关者。哈佛大学商学院的研究同样表明,一个行业中,ESG要素从无关紧要到被定义为重大的过程中,监管权力对利益相关者的回应本质上是以企业为媒介的,利益相关者的施压往往会使投资者失去对市场的信任,为了纠正或预防市场失灵,监管者才会进行制度创新^④。因此,ESG信息披露监管应当顺应而非超越市场趋势,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^⑤。因此,若能从“理性投资”的角度出发,思考ESG信息在多大程度上与投资者投资决策存在关联性,并以此修正理性投资者的刻板形象,则可在避免过度变动既有规范的情况下,在信息披露制度中引入ESG相关理念。

事实上,早在1999年,威廉姆斯教授在其著名论文《证券交易委员会与企业社会透明度》中,就前瞻性地将投资者划分为“经济投资者”与“社会投资者”,后者被界定为更广泛地关注企业行为对环境、劳动力及社会等造成影响的投资者,即ESG投资者。但彼时,ESG投资者仅是一个非常边缘的群体(占比约9%)^⑥。而随着资本市场发展,关注ESG的投资者比例大幅增加,监管者应当舍弃原本传统重大性标准塑造的经济理性投资者的形象,并充分尊重资本市场投资者异质性的现实状态。具体来说,应以事实调查方式分析中国资本市场中经济理性投资者与ESG投资者的组成结构,以及不同投资者类型对ESG信息的需求情况,以此修正理性投资者的传统画像,并以之为基础推进ESG信息披露制度改革。总之,历史经验表明,如果不协调可持续性与投资者利益,企业可持续金融发展就不会取得重大进展^⑦。在投资者ESG理念觉醒的时代背景下,监管者回应ESG理念的应然方向是使

① Gordon J. N., “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices”, *Stanford Law Review*, 2007, 59(6), pp. 1465-1568.

② Williams C. A., Nagy D. M., “ESG and Climate Change Blind Spots: Turning the Corner on SEC Disclosure”, *Texas Law Review*, 2021, 99(7), pp. 1453-1486.

③ Jebe R., “The Convergence of Financial and ESG Materiality: Taking Sustainability Mainstream”, *American Business Law Journal*, 2019, 56(3), pp. 645-702.

④ Freiberg D., Rogers J., Serafeim G., “How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors”, *Harvard Business School Working Paper No. 20-056*, https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/20-056_1c21f28a-12c1-4be6-94eb-020f0bc32971.pdf, 访问日期:2024年10月17日。

⑤ 倪受彬:《受托人ESG投资与信义义务的冲突及协调》,《东方法学》2023年第4期。

⑥ Williams C. A., “The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency”, *Harvard Law Review*, 1999, 112(6), pp. 1197-1312.

⑦ Jebe R., “The Convergence of Financial and ESG Materiality: Taking Sustainability Mainstream”, *American Business Law Journal*, 2019, 56(3), pp. 645-702.

证券市场信息环境对投资者和其他利益相关者来说都更加友好,而不是为其他利益相关者专门创造一个信息环境。

3. ESG 信息披露中理性投资者标准适用的具体方式。在信息披露制度中,重大性标准的功能在于形成一般性披露规则和填补一般性披露规则的空白^①。对于 ESG 信息披露,理性投资者标准适用的具体方式可遵循如下路径。首先,在形成强制性 ESG 信息披露规则时,在现阶段可借鉴美国经验,将重点聚焦于气候问题,尤其是温室气体排放的定性和定量披露,做到“有所为有所不为”。ESG 披露要击中的目标越多,击中靶心的机会就越小。全球气候变暖事关人类生存,只有更好地进行气候信息披露才能有助于对抗全球变暖。2020年9月,习近平主席在第七十五届联合国大会上向国际社会作出了“二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值,努力争取2060年前实现碳中和”的郑重承诺^②,积极应对气候问题已经成为中国基本政策。对于气候披露具体规则设计,应以市场实践中接受度最广的自愿披露框架为立法基础。比如,美国《新规》基于TCFD框架创设,欧盟CSRD除了借鉴TCFD框架外,还大幅参考了可持续发展会计准则委员会(SASB)、全球报告倡议组织(GRI)等市场主体供给的自愿披露框架。这种改革逻辑能够有效缓解监管机关在 ESG 信息披露领域“代理能力”不足的问题,并有效降低披露主体的合规成本。

其次,对于其他 ESG 信息披露,可以采取公司自愿披露模式,投资者与发行人直接对话同样能使公司扩大 ESG 信息披露范围和提升有效性,发行人基于市场需要(重大性标准发挥填补功能)的自愿披露能够有效填补一般 ESG 信息披露规则的空白,而为理性投资者提供“量身定做”的信息。但同时,自愿披露必然带来私人诉讼风险的增加,鉴于当前资本市场在 ESG 风险的识别、假设及评估的精确度方面存在固有缺陷,为鼓励发行人积极进行回应市场 ESG 信息需求的自愿披露,可扩大信息披露安全港规则的适用范围。不仅应允许发行人的前瞻性 ESG 信息披露适用《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条设定的安全港规则,也可允许发行人在进行某些特定 ESG 项目及指标的披露时使用安全港规则,比如关于温室气体排放的定量信息。但同时,这会对公共执法提出更高的要求,监管者应以更强的执法手段避免发行人“洗绿”等问题^③。

Materiality Standards in ESG Information Disclosure

Geng Lihang¹ Zhu Xiangyu^{1,2}

(1. Civil, Commercial and Economic Law School, China University of Political Science and Law, Beijing 100088, P.R.China; 2. School of Law (KingHall), University of California, Davis, CA 95611-5201, USA)

Abstract: As the corporate finance paradigm shifts towards sustainability, Environmental, Social, and Governance (ESG) information disclosure has emerged as a focal point in both academic discussions and market practice. While ESG disclosure enables investors and stakeholders to evaluate companies' non-financial performance in areas like environmental impact, social responsibility, and governance. However, the voluntary nature and inconsistent standards of current ESG disclosures often result in limited effectiveness and comparability, hampering accurate

① Georgiev G. S., “Too Big to Disclose: Firm Size and Materiality Blindspots in Securities Regulation”, *UCLA Law Review*, 2017, 64(3), pp. 602-683.

② 《习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上发表重要讲话》,《人民日报》2020年9月23日,第1版。

③ Harper H. V., “Climate Disclosure Line-Drawing & Securities Regulation”, *UC Davis Law Review*, 2023, 56(5), pp. 1875-1920.

evaluation. In response, developed capital markets are progressively implementing mandatory ESG disclosure frameworks based on materiality standards. Materiality acts as a guiding standard in these frameworks, exerting a dual role in shaping general disclosure rules and filling gaps within these rules, directly determining the scope of mandatory ESG disclosure. Traditionally, materiality standards, particularly in the United States, define material information as that which directly impacts financial performance or investor decisions. While aligned with financial reporting norms, this approach limits ESG disclosure by excluding wider environmental and social impacts that are integral to a company's sustainability profile. Consequently, the financial materiality standard has procedural shortcomings and limits investor decision-making. It proves inadequate for mandatory ESG disclosure reforms as it excludes critical sustainability metrics that may not directly impact financial performance. The European Union's innovative "double materiality" standard, broadening materiality to consider both investor-focused and stakeholder-focused impacts. This standard evaluates not only how ESG factors financially impact a company but also how a company's activities affect society and the environment. By embracing this dual perspective, the EU seeks to drive transparency and accountability in ESG disclosures, aligning corporate actions with the Paris Agreement and the EU Green Deal's sustainable development goals. The double materiality standard thus forms the foundation of the EU's progressive ESG disclosure reforms. Comparatively, China's Securities Law adopts a price impact standard to assess materiality, where information is deemed material only if it affects stock prices. Although this standard offers a quantifiable benchmark aligned with financial materiality, it presents challenges in ESG disclosure as it may overlook ESG risks and opportunities that may not immediately affect short-term stock prices. While adopting the EU's double materiality approach could address these limitations, it risks introducing challenges such as information overload, increased compliance costs, and potential moral hazard, where companies selectively disclose favorable ESG data. To address these complexities, this paper proposes that ESG materiality standards should adopt a "rational investment" perspective to meet the diverse information needs of ESG-conscious investors. This approach considers a range of relevant ESG issues, aiming to provide meaningful information for decision-making without overwhelming investors or companies. By focusing on rational investment, materiality standards can better address the varied priorities of investors, balancing the need for comprehensive disclosure with practical concerns in implementation. In summary, as global capital markets advance toward mandatory ESG disclosure frameworks, establishing appropriate materiality standards that meet the information needs of both investors and stakeholders becomes increasingly crucial. The rational investor standard presents a balanced approach to improve transparency and accountability in ESG reporting while promoting sustainable business practices.

Keywords: ESG information disclosure; Materiality standards; Rational investor standards; Double materiality standards; Price impact standards

[责任编辑:岳敏 李清杨]