

## 证券交易所层面 ESG 信息披露 制度的构建\*

吴紫君\*\*

**摘要:**国际投资者将上市公司 ESG 信息披露情况作为其可持续发展的重要考量因素。我国资本市场中 ESG 制度尚在起步阶段,根据国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》有关精神,以及证监会关于建立健全上市公司 ESG 信息披露制度的要求,证券交易所作为上市公司与投资者之间的重要纽带,率先搭建上市公司 ESG 制度以提升我国上市公司的国际竞争力与治理能力,显得具有现实必要性。可以考虑通过制定 ESG 信息披露指南的方式加快我国 ESG 信息披露制度建设。

**关键词:**ESG 信息披露制度 证券交易所

### 引 言

2020 年 9 月,国家主席习近平在第 75 届联合

---

\* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

\*\* 华东政法大学经济法学院博士研究生,上海证券交易所法律事务部员工。

国大会一般性辩论上表示,中国力争在2030年前二氧化碳排放达到峰值,在2060年前实现碳中和。资本市场可以通过丰富绿色金融产品、培育绿色投资者、拓宽绿色产业直接融资渠道、吸引长期外资等方式发展绿色金融市场,推动实现碳中和目标〔1〕。而引入并构建“环境、社会和治理”(Environment, Society and Governance, ESG)信息披露制度将有助于上市公司强化对绿色环保和社会责任的意识与披露,根据国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》有关精神,以及证监会进一步明确要建立健全上市公司ESG信息披露制度来看,证券交易所作为上市公司与投资者之间的重要纽带,率先搭建供上市公司适用的ESG制度以提升我国上市公司的国际竞争力与治理能力,显得具有现实必要性。

## 一、证券交易所层面 ESG 制度的兴起

随着责任投资和绿色金融概念的兴起、发展与完善,国际上越来越多理性投资者的目光不再仅局限于上市公司的财务收益及财务报表等,而认为上市公司未来的可持续发展和企业的稳定性与ESG信息的联系越来越紧密。关于ESG的定义,其中E(Environment)指公司在环境方面的具体管理机制、信息披露及负面事件等;S(Society)指平等对待利益相关者、维护公司发展的社会生态系统,如人权、劳工、健康等;G(Governance)指公司治理,具体可包含治理环境、治理结构、治理机制等综合形成和作用的结果。〔2〕各国政府和多边机构,包括联合国、经济合作与发展组织、二十国集团、国际证券委员会组织(IOSCO)、国际会计准则理事会(IASB)、世界交易所联合会和国际标准化组织(ISO),都在推动ESG信息披露改革,以帮助资本市场更准确地为环境

---

〔1〕 参见 *Path to a Green China: The Role of Capital Markets in Decarbonising the Future*, 载 <https://focus.world-exchanges.org/articles/china-decarbonising-markets>, 2021年9月1日访问。

〔2〕 参见操群、许骞:《金融“环境、社会和治理”(ESG)体系构建研究》,载《金融监管研究》2019年第4期。

和社会风险定价,并鼓励企业对其运营的外部影响承担更大的责任。

### (一) 国际可持续证券交易所 ESG 制度的搭建

2006年由联合国前秘书长安南发起设立联合国责任投资原则机构<sup>[3]</sup>(The United Nations – supported Principles For Responsible Investment, UNPRI),鼓励和支持签署成员采纳责任投资原则。<sup>[4]</sup> UNPRI自成立以来,吸引了1800多个签署方的支持,签署方承诺遵守六项自愿原则,其中第一项就是将ESG问题纳入投资分析和决策中。同时,为呼应责任投资与企业可持续发展等概念的兴起,联合国贸易和发展会议(United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD)与UNPRI于2008年在联合国日内瓦总部与投资者、金融信息提供者、全球各证券交易所以及公共政策官员举行了两次会议,<sup>[5]</sup>呼吁将可持续披露条款纳入上市要求。上述会议促成了时任联合国秘书长潘基文先生于2009年提出可持续证券交易所倡议(Sustainable Stock Exchange Initiative, SSEI),用以创建一个更可持续的、稳定的和包容的经济秩序。

可持续证券交易所的倡议提出后,经过多年与UNPRI、UNCTAD、全球证券交易所、全球主要机构投资者等合作交流,SSEI于2015年公布了《向投资者披露ESG信息的示范指南》<sup>[6]</sup>(以下简称《ESG信息披露示范指南》),《ESG信息披露示范指南》被定位为提供给证券交易所指导发行人的一项自愿性工具。鉴于ESG信息与投资者作出投资决策的相关性越来越大,《ESG信息披露示范指南》列出了用于披露ESG数据的商业案例以及明确了具体披露的基本原则(见表1),并建议ESG信息披露

[3] UNPRI是由联合国环境规划署金融行动机构(UNEP Finance Initiative, UNEP – FI)与联合国全球契约机构(United Nations Global Compact, UN GC)合作成立的一项投资者计划,参见<https://www.unpri.org/>,2020年11月20日访问。

[4] 参见倪受彬、赵明:《从ESG的角度看强制环境信息披露义务与公司治理创新》,载谢庚、徐明主编:《多层次资本市场研究》第2辑,中国金融出版社2020年版。

[5] 参见SSEI, *History*, <https://sseinitiative.org/about/>,2020年11月20日访问。

[6] 参见SSEI, *Model Guidance on Reporting ESG Information to Investors*, <https://sseinitiative.org/wp-content/uploads/2019/12/SSE-Model-Guidance-on-Reporting-ESG.pdf>,2020年11月10日访问。

可采用与 UNPRI 类似的指标体系,<sup>[7]</sup>通过披露与行业平均值和历史数据的比较结果,来突出具体指标数据的排名功能。

表 1 《ESG 信披示范指南》内容概要

条目		内容概要
概览	1.1 ESG 会在哪些方面对公司产生影响?	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 融资渠道</li> <li>- 节约公司成本和提高生产力</li> <li>- 进行风险管理</li> <li>- 提高经营收益、拓展市场渠道</li> <li>- 维护品牌价值与商誉</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 获得执业许可</li> <li>- 人力资源价值</li> <li>- 招募新员工和留住老员工</li> <li>- 公司被收购的估值</li> <li>- 收购其他高质量公司能力</li> </ul>
	1.2 为什么要从 ESG 角度进行披露?	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.2.1 投资者对于 ESG 感兴趣</li> <li>1.2.2 提前应对监管政策变化</li> <li>1.2.3 增强财务业绩</li> </ul>
原则	2.1 责任与监督	公司董事会在公司整合和监督方面发挥着至关重要的作用。因为公司董事会负责公司战略发展方向,所以将 ESG 因素融入公司发展战略中是董事会应尽的职责之一
	2.2 目的清晰	<ul style="list-style-type: none"> <li>2.2.1 支持公司发展战略</li> <li>2.2.2 识别和理解投资者</li> </ul>
	2.3 相关性与重大性	<ul style="list-style-type: none"> <li>2.3.1 确定(公司发展)主要方向</li> <li>2.3.2 采用相关指标,投资者更喜欢在恰当语境中阅读指标数据,如对比可比公司历史沿革和行业趋势、公司发展目标、业务数据比例、行业平均水平、财务业绩等</li> </ul>
	2.4 可访问性/可获得度	正确的自愿披露保证了投资者获取具有相关性高、易获取性、可比性、时效性的信息。熟悉目标投资者并适时对他们所关心的 ESG 报告信息进行精确更新,对公司是有裨益的
	2.5 声誉与响应	<ul style="list-style-type: none"> <li>2.5.1 强健的(公司)内部 ESG 数据搜集和管理流程</li> <li>2.5.2 致力于可持续性完善</li> <li>2.5.3 评估和保障机制</li> </ul>

资料来源:SSEI 官网,笔者整理。

[7] See Kevin E. Davis, Benedict Kingsbury & Sally Engle Merry, *Introduction: Global Governance by Indicators*, in *Governance by Indicators 3* (Kevin E. Davis et al., eds., 2012).

## (二) 全球各证券交易所构建 ESG 制度的情况

证券交易所作为证券发行人和投资者之间的交汇点,在资本市场上占有重要的地位,其既提供了信息发现、价格形成和具体交易的基础设施,又制定了具体的上市公司治理标准。<sup>[8]</sup> 在早期资本市场中缺乏一个原则框架的情况下,由各证券交易所率先推广并构建 ESG 制度是国际上的一个成功的尝试。实践中,自 SSEI 发起的两年后,在 2012 年的第三全球会议上,大多数证券交易所认识到 ESG 信息披露采取全球统一原则框架的必要性,并率先有 5 家证券交易所或证券监管机构(巴西证券交易委员会、巴西证券期货交易所、伊斯坦布尔证券交易所、约翰内斯堡证券交易所、纳斯达克证券交易所)明确承诺在其资本市场上将持续推进 ESG 披露的建设。<sup>[9]</sup> 随着上市公司的 ESG 信息逐渐被全球投资者视为配置资本的一项考量因素,各国的证券交易所纷纷加入 SSEI,旨在通过该相互学习的平台,增强多方合作,不断促进 ESG 理念的发展。<sup>[10]</sup>

截至 2020 年 11 月 10 日最后访问 SSEI 官方数据库之日,<sup>[11]</sup> 全球已有 104 家证券交易所加入 SSEI,包括我国的上海证券交易所(以下简称上交所)、深圳证券交易所(以下简称深交所)、香港特别行政区联交所(以下简称港交所);境外成熟市场中,包括纳斯达克交易所、纽约证券交易所(以下简称纽交所)、德国证券交易所、伦敦证券交易所(以下简称伦交所)等。据笔者统计,在加入 SSEI 的 104 家证券交易所中,有 55 家证券交易所(如上交所、深交所、港交所、伦交所、纳斯达克交易所等)专门制定了与 ESG 有关或者包含 ESG 披露规则的信息披露指南,有 24

---

[8] 参见 OECD, *The Evolving Role of Stock Exchanges in Asia: Standard - Setting, Supervision and Enforcement of Disclosure Obligations and Corporate Governance Rules* (2018), <http://www.oecd.org/corporate/The - Evolving - Role - of - stock - Exchanges - in - Asia. pdf>, 2020 年 11 月 5 日访问。

[9] 参见 2012 *SSE Global Dialogue*, <https://sseinitiative.org/sse - event/2012 - sse - global - dialogue/>, 2020 年 11 月 20 日访问。

[10] 参见陈宁、孙飞:《国内外 ESG 体系发展比较和我国构建 ESG 体系的建议》,载《发展研究》2019 年第 3 期。

[11] 参见 *SSEI Databases*, <https://sseinitiative.org/exchanges - filter - search/>, 2020 年 11 月 10 日访问。

家证券交易所将 ESG 相关的披露作为其上市规则之一(如港交所、伦敦泛欧交易所、新加坡证券交易所等)。其中,伦交所、纳斯达克交易所等颇多证券交易所较为重视 ESG 信息披露,不仅在官网中向投资者宣传 ESG 的理念,还沿用了 SSEI 提供的《ESG 信披示范指南》中的原则及内容单独制定了可供上市公司执行的 ESG 披露指南。总体来看,世界各证券交易所对 ESG 的披露要求多以鼓励自愿披露和“不遵守即解释”的半强制披露原则为主,少数证券交易所对特定事项要求强制披露。部分境外各证券交易所逐渐开始明确关于 ESG 信息披露的具体要求,并且进一步从指标化、量化等角度制定或细化 ESG 信息披露制度。

## 二、境外证券交易所关于构建 ESG 制度的路径

近年来,IOSCO 在其《证券监管的目标和原则》中不断强调证券市场的三个关键因素:保护投资者,确保市场公平、有效和透明,以及降低系统性风险,而 ESG 信息可能对上述三项关键因素产生重大的影响<sup>[12]</sup>。因此,证券市场各发行人关于 ESG 信息的披露不断增加。据 IOSCO 观察发现,无论是基于自愿性信息披露,还是基于强制性信息披露,ESG 信息披露的总体水平在逐渐提高;但是经横向比较后仍能发现,由于不同市场对于 ESG 信息披露的重视程度不同、披露要求不同、披露框架不同等因素,导致了不同发行人间 ESG 披露质量的差别。下文将从证券交易所构建 ESG 信息披露制度的角度,聚焦于成熟证券市场中两类 ESG 信息披露的具体实践,即自愿性披露与半强制性披露制度的构建,试图为境内证券交易所 ESG 信息披露制度的构建提供一些启示。

### (一) 自愿性披露 ESG 信息

在美国证券市场中,纽交所尚未发布 ESG 信息披露规则或指南性文件,纳斯达克交易所对 ESG 信息披露采取自愿性原则,其于 2017 年、2019 年分别发布了《ESG 信息披露指南 1.0》《ESG 信息披露指南 2.0》。

---

[12] 参见 IOSCO Statement, *Statement on Disclosure of ESG Matters by Issuers*, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD619.pdf>, 2021 年 6 月 28 日访问。

纳斯达克交易所强调关于 ESG 信息的披露完全是自愿的过程,既不存在披露的奖励,也不存在未披露的处罚。纳斯达克交易所主席 Nelson Griggs 认为,<sup>[13]</sup>对于当前市场经济环境下面临的更多选择与机会把握,需要更多的数据来推动作出相关的决策,其中 ESG 数据信息便是其中至关重要的工具。因此,从纳斯达克交易所发布的《ESG 信息披露指南 2.0》来看,其建立了环境、社会、企业治理三个维度,且每个维度下对应 10 项具体披露指标的体系,每一项披露指标通过提出问题、量化指标、细化要求等多元化形式以便上市公司理解与适用,并建议上市公司需参照指南提供的维度和披露指标以“回答或解释”的形式,每年披露一次 ESG 信息。

尽管美国监管机构已意识到了 ESG 信息在资本市场中发挥的作用越发重要,但迄今为止,美国证券交易委员会(SEC)一直没有回应投资者提出的 ESG 信息披露改革的要求<sup>[14]</sup>,SEC 目前对于美国上市公司的 ESG 信披要求主要是以临时公告的方式来处理披露问题的,如 2020 年 3 月,SEC 公司财务监管部发布的《SEC 关于新型冠状病毒肺炎(COVID—19)第 9 号信息披露指南》<sup>[15]</sup>,并注明该信披指南不具备法律效力,既未改变或修订适用法律,也未针对任何主体提出新的或额外的义务,属于自愿性信息披露。2016 年,作为对联邦信息披露制度进行全面审查的一部分,SEC 就一项已研究了长达数十年的规则,即旨在“现代化和简化”上市公司信息披露义务的 S-K 条例中适用于上市公司的信息披露要求的有效性征求公众意见,其中便首次涉及了 ESG 问题对投资者是否重要以及目前的 ESG 信息披露框架是否已经足够等两方面

---

[13] 参见 ESG Reporting Guide 2.0, *A Support Resource for Companies*, <https://www.nasdaq.com/docs/2019/11/26/2019-ESG-Reporting-Guide.pdf>, 2020 年 10 月 28 日访问。

[14] 参见 Virginia Harper Ho, *Nonfinancial Disclosure & the Costs of Private Ordering*, 55 AM. BUS. L. J. 407, 425-30 (2018)。

[15] 参见 *CF Disclosure Guidance: Topic No. 9*, <https://www.sec.gov/corpfin/coronavirus-covid-19>, 2021 年 6 月 1 日访问。

向投资者征求意见<sup>[16]</sup>。通过该征求意见,SEC收到了25,000多条回复,其中有80%的投资者敦促SEC改进上市公司在公开文件披露ESG信息的方式<sup>[17]</sup>。2019年,SEC修订了S-K条例,尽管其提供了颇多务实的条款以简化公司信披报告、减少重复和冗余的信息,但是对于公司如何向市场提供关于ESG的相关信息基本上未作规定,仅在若干规定中规定了涉及ESG信息的要求,如强制性环境披露、MD&A以及风险因素披露等。因此,总体来看,尽管美国证券监管机构一直就ESG信息披露要求与制度标准化而努力,并在近年中一直将其视为重要工作之一,但目前ESG信息披露仍以自愿披露为主,证券交易所对此制定了较为具体全面的披露指南以供市场主体适用,而部分相关的强制性披露要求则散见于不同规则的不同章节下。

同样在采取以自愿性信息披露为主的英国证券市场中,伦交所根据SSEI制定的《ESG信披示范指南》制定了《ESG披露指南》,<sup>[18]</sup>并认为当下不应再讨论主动性披露与强制性披露的问题,发行人应当注重向投资者提供具有创造性和现实意义的信息——而ESG正是该类信息。因此,伦交所的《ESG披露指南》概括列明了ESG披露的八大要点,并配有具体的指导案例,以期给市场的披露主体提供指导与参考。具体而言,伦交所公布的指南的八大要点可高度概括为:ESG与经营策略和业务模式要具有相关性;关注投资者“重大性”;ESG所披露的数据要具备清晰性、完整性、一致性、可靠性;可比性;可在年报中披露ESG数据或者单独发布ESG报告;上市公司应在遵循监管要求的同时实现有效沟通;发行人应积极传达在提供绿色产品及服务以助力低碳经济转型方面的工作;随着绿色债券市场的发展,投资者有意投资于能带来环保收益的业务及项目。

---

[16] 参见 Brent J. Fields, *Secretary of the Securities and Exchange Commission, in Response to the Business and Financial Disclosure Required by Regulation S - K: Concept Release*, 81 Fed. Reg. 23,916, 23,919 (Apr. 22, 2016), at Section IV. F (“Disclosure of Information Related to Public Policy and Sustainability Matters”)

[17] 参见 Virginia Harper Ho, *Disclosure Overload? Lessons for Risk Disclosure & ESG Reform from the Regulation S - K Concept Release*, 65 VILL. L. REV. 67 (2020)。

[18] 参见伦敦证券交易所ESG信息披露指南,载 [https://sseinitiative.org/wp-content/uploads/2016/02/ESG\\_Guidance\\_Report\\_LSEG.pdf](https://sseinitiative.org/wp-content/uploads/2016/02/ESG_Guidance_Report_LSEG.pdf), 2020年11月20日访问。



综上所述,英美两地证券市场中,涉及与 ESG 相关的需强制性披露的信息散见于不同的规则中,仅纳斯达克交易所及伦交所在证券交易所指南层面,单独为企业就如何进行 ESG 信息披露制定了简明、清晰、导向明确的指南文件,给予发行人与投资者以明确的可预期性与可执行性。

## (二) 半强制性披露 ESG 信息

港交所自 ESG 概念兴起时便给予了重视,自 20 年前引入各类公司治理标准和 ESG 报告指引,<sup>[19]</sup> 一直致力于长期的可持续发展研究,而“不遵守就解释”即港交所要求上市公司进行 ESG 信息披露的一项标志性要求。整体来看,港交所制定的《主板上市规则》,包括《企业管治守则》、《企业管治报告》和《环境、社会及管治报告指引》,规定了公司进行 ESG 信息披露的基本要求。近年来,港交所加深对 ESG 信息披露的重视,不断加强对上市公司 ESG 信息披露的监管力度,其于 2019 年 5 月修订了《主板上市规则》及相关附录;并于 2021 年 4 月 16 日再次刊发咨询文件,拟进一步修订《企业管治守则》及《企业管治报告》,此次修订建议中引入了企业文化、董事会独立性、多元化政策,以及 ESG 披露等多项新内容。上述各项建议已于 2022 年 1 月 1 日生效。

从现行有效的制度规则来看,对于公司治理报告部分,港交所《主板上市规则》附录 14——《企业管治守则》及《企业管治报告》<sup>[20]</sup> 划分了强制披露和推荐披露两类要求。为增加透明度,强制披露要求适用于发行人年报所涵盖会计期间的企业管治常规、董事的证券交易、董事会、主席及行政总裁、非执行董事、股东权利、投资者关系等 11 项信息,以及尽量包括会计期间末至刊发年报之日前的重大事项。此外,对于高管的持股权益、投资者关系和管理功能等 3 项披露要求,港交所规定发行人无

---

[19] 参见香港交易所, *Making Inroads into Good Corporate Governance and ESG Management*, December 2020, [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Corporate-Governance-Practices/Practitioners\\_insights.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Corporate-Governance-Practices/Practitioners_insights.pdf?la=en), 2021 年 6 月 1 日访问。

[20] 参见香港交易所《主板上市规则》附录 14——《企业管治守则》及《企业管治报告》, 载 <https://cn-rules.hkex.com.hk/規則手冊/附錄-十四-《企業管治守則》及《企業管治報告》>, 2020 年 10 月 30 日访问。

须强制披露,所需披露的详尽程度,视发行人业务活动的性质及复杂性而定。

对于环境与社会责任事项,港交所在《主板上市规则》附录 27——《环境、社会及管治报告指引》中作了具体规范。<sup>[21]</sup> 内容有三:一是强化董事会对 ESG 管理的信披要求。该指引明确了港交所对于 ESG 信息采取强制披露规定与“不遵守就解释”原则相结合的披露体系,并明确强制披露应当遵守“重要性、量化、一致性及平衡”三项原则。其中,将董事会对于 ESG 事务的管理上升为强制披露规定。具体而言,强制要求董事会披露的声明文件内容包括:(1)董事会对环境、社会及管治事宜的监管;(2)董事会的环境、社会及管治管理方针及策略;(3)董事会如何按环境、社会及管治相关目标检讨进度,并解释如何与发行人业务有关联。二是加大“不披露就解释”原则的适用范围。除上述强制披露事项外,该指引在环境层面,设有 4 个一般披露指标和 13 个对应的关键绩效指标;社会层面,设有 8 个一般披露指标和 23 个对应的关键绩效指标。其中,该指引将社会层面关键绩效指标的披露责任由原先的“建议披露”全部提升至“不遵守就解释”,该修订意见不仅获得了市场 88% 的赞成率,也体现了港交所对于社会风险的重视,并希望借此提升发行人对社会问题可能造成的影响的关注度。三是提高披露的时效性。发行人必须每年披露与其年报同期的 ESG 信息,ESG 报告可由发行人在其年报中披露,也可以单独报告的形式披露,并且无论以上述何种形式,均应当在港交所网站和发行人网站上披露发布。该规定意味着发行人应当同步准备年报及 ESG 报告,较此前要求 ESG 报告不晚于年报发布后 3 个月披露的规定而言,该规定进一步提高了时效性。

### 三、境内上市公司 ESG 信息披露的实践情况

2019 年 12 月 28 日,第十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过

---

[21] 参见香港交易所《主板上市规则》附录 27——《环境、社会及管治报告指引》,载 <https://cn-rules.hkex.com.hk/規則手冊/附錄-二十七-環境、社會及管治報告指引>,2020 年 10 月 30 日访问。

过了修订后的《证券法》，并已于 2020 年 3 月 1 日起施行。新《证券法》第 84 条回应了证券市场对于新经济、新业态、新形势产业与经营模式的涌现及迭代所带来的自愿披露需求增加的现实问题，首次引入了自愿信息披露制度，鼓励信息披露义务人自愿披露与公司相关的重要信息，方便投资者更加深入地了解上市公司。<sup>[22]</sup> 上市公司通过自愿披露信息，不仅可突出公司的核心竞争优势、拉近与投资者的关系，而且可在现有强制信息披露的固有框架之外进行个性化信息披露，尤其是 ESG 信息披露，使投资者能多维度深层次地了解和分析上市公司经营情况。《证券法》第 84 条规定，从立法角度，给予了证监会、证券交易所进一步细化制定自愿信息披露规则明确的上位法依据；从操作角度，明确了信息披露义务人进行自愿披露应当遵守的三大原则，即相关性——与投资者作出价值判断和投资决策有关；一致性——不得与依法披露的信息相冲突；审慎性——不得误导投资者。对于 ESG 制度的规则制定路径而言，证券交易所可在《证券法》第 84 条规定下，将 ESG 信息披露纳入自愿信息披露体系内，进一步探索细化并制定可供上市公司执行的 ESG 信息披露制度。

### （一）境内 ESG 相关规则制度的现状

目前，境内沪深证券交易所对于 ESG 制度体系的建立尚在探索阶段，尚未出台单独具体的 ESG 规则或指标体系。从已有的政策实践来看，证监会和环保部（现生态环境部）于 2017 年 6 月制定的《关于共同开展上市公司环境信息披露工作的合作协议》、2018 年 9 月证监会修订的《上市公司治理准则》，强化了上市公司在环境保护、社会责任方面的带头作用。与此同时，在证券交易所的规则层面，深交所于 2006 年 9 月制定了《上市公司社会责任指引》，<sup>[23]</sup> 并在《主板上市公司规范运作指引》《中小企业板上市公司规范运作指引》《创业板上市公司规范运作指引》中对 ESG 的披露进行规定，明确上市公司应当积极履行社会责任，在年

---

[22] 参见王瑞贺、程合红主编：《中华人民共和国证券法释义》，中国民主法制出版社 2020 年版。

[23] 深圳证券交易所《上市公司社会责任指引》于 2006 年 9 月 25 日发布实施，于 2010 年 7 月 28 日因深圳证券交易所《主板上市公司规范运作指引》《中小企业板上市公司规范运作指引》的发布失效。

度报告中披露社会责任履行情况,并鼓励披露社会责任报告;2020年9月,深交所发布修订《上市公司信息披露工作考核办法》,其中明确提出“是否主动披露环境、社会责任和公司治理(ESG)履行情况,报告内容是否充实、完整”可作为考核加分的依据,进一步加强了ESG信披在公司考核方面的重要性。上交所于2008年5月发布了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,鼓励上市公司及时披露特色做法及取得的成绩;于2020年修订并实施的《上海证券交易所科创板股票上市规则》(以下简称《科创板上市规则》)专门规定了“社会责任”,明确了上市公司应当在年度报告中披露履行社会责任的情况,并视情况编制和披露社会责任报告、可持续发展报告、环境责任报告等文件;于2020年9月制定的《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》(现更名为《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指引第2号——自愿信息披露》,以下简称《自愿信披指引》)专门规定了“环境、社会责任和公司治理”,明确了科创公司可以根据法律规则的规定,在披露环境保护、社会责任履行情况和公司治理一般信息的基础上,根据所在行业、业务特点、治理结构,进一步披露环境、社会责任和公司治理方面的个性化信息。

上述政策实践及证券交易所规则均体现了资本市场对于ESG信息披露的高度重视,也为证券交易所进一步制定出台ESG信息披露指南搭建了良好的基础。

## (二)国际视域下A股上市公司ESG表现情况

衡量上市公司在ESG方面的具体表现时多借助各ESG评级体系。国际市场中,MSCI和富时罗素作为向全球投资者提供全球指数及相关衍生金融产品标的的知名指数公司,均十分重视ESG,不仅搭建了独立的ESG评级体系,还开发了丰富的ESG指数产品以供全球领先的机构投资者作出决策。其中,MSCI作为第一家根据行业重要性对上市公司进行ESG评估的指数公司,其搭建的ESG指数产品体系的宗旨为整合、价值与影响力,其运行时间最长的ESG指数(MSCI KLD 400)距今已有

30 年的历史,<sup>[24]</sup>自 1994 年以来回报率均超过基准数。

2018 年 6 月 1 日,A 股正式纳入 MSCI 新兴市场指数,这是 A 股国际化发展的里程碑事件,也是我国资本市场对外开放的标志性时刻。截至 2021 年 1 月 30 日,经笔者整理统计 MSCI 对于 A 股前二十大市值上市公司的 ESG 评级情况(见表 2)可见,目前评分多集中于 CCC 到 BB 两级,没有上市公司达到 AA 和 AAA 两级;20 家上市公司中,ESG 评分在全球同行业上市公司中处于落后水平的占 35%,另有 65% 处于居中水平。A 股纳入 MSCI 之路历久弥坚,但在国际资本市场和投资者越发重视的 ESG 领域表现不佳,若能及时补足相关短板,在境内证券市场构建可供执行的 ESG 制度,将进一步扩大 A 股对国际投资者的吸引力。

表 2 MSCI 对于 A 股 ESG 的评分统计

序号	股票名称	MSCI 之 ESG 评分						MSCI 评级结论	
		CCC	B	BB	BBB	A	AA		AAA
1	贵州茅台		√						同行业落后
2	工商银行			√					同行业居中
3	中国平安					√			同行业居中
4	招商银行				√				同行业居中
5	建设银行					√			同行业居中
6	五粮液		√						同行业落后
7	农业银行				√				同行业居中
8	宁德时代					√			同行业居中
9	中国银行			√					同行业居中
10	中国人寿			√					同行业居中
11	中国石油	√							同行业落后
12	中国中免			√					同行业居中

[24] 参见 ESG 指数,载 MSCI 官方网站, <https://www.msci.com/esg-indexes>, 2021 年 1 月 28 日访问。

续表

序号	股票名称	MSCI 之 ESG 评分						MSCI 评级结论
		CCC	B	BB	BBB	A	AA	
13	比亚迪					√		同行业居中
14	海天味业		√					同行业落后
15	迈瑞医疗			√				同行业居中
16	恒瑞医药		√					同行业落后
17	兴业银行					√		同行业居中
18	顺丰控股	√						同行业落后
19	平安银行			√				同行业居中
20	中国石化		√					同行业落后

资料来源:笔者根据 MSCI 官网信息整理。

### (三)注册制下上市公司 ESG 信息披露表现

我国资本市场此轮注册制改革将信息披露视为证券市场有效配置资源和投资者作出投资决策的基础,而科创板作为我国资本市场注册制改革的试验田,在科创板上市的企业主要面向世界科技前沿、经济主战场以及国家重大需求,是主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。因此,统计分析科创板上市公司 ESG 的披露实践情况具有一定的代表性,可以反映代表我国新经济、新业态、新模式的上市公司在可持续发展方面的治理情况。截至 2020 年 12 月 31 日,经笔者统计整理科创板上市公司的公告发现,共有 10 家科创板上市公司在披露年度报告的同时,单独披露了社会责任报告,其中依据上交所业务规则编写的占 50%,依据或者参考港交所《主板上市规则》编写的占 30%,其余为参考国际组织的相关标准体系或中国社科院的指南。纵向比较上述 10 份社会责任报告,特点有二:一是依据港交所《主板上市规则》附录 27——《环境、社会及管治报告指引》编写的报告,ESG 相关信息较为全面,投资者可读性较强,能在一定程度上突出其作为上市公司的核心竞争优势;二是依据证券交易所现有业务规则编写的社会责任报告对比国际其他资本市场上市公司披露的 ESG 报告而言,在披露维度、数据指标和投资者可读性等方面均略显单薄。

#### 四、境内证券交易所 ESG 制度的构建路径

通过上文对证券交易所层面 ESG 的兴起与发展实践做的详细论述,可以发现,与国际、我香港特别行政区实践相对比,境内证券交易所 ESG 制度的构建尚在起步阶段。尽管境内证券交易所 ESG 制度尚未出台,但随着资本市场的改革开放,A 股纳入 MSCI、富时罗素指数,境内外各 ESG 评级体系对于 A 股上市公司在 ESG 方面的表现早已给出了多份“成绩单”。无论是国际上 MSCI 的 ESG 评级给出的那份较为一般的 A 股成绩单,还是较为平稳的科创板上市公司 ESG 实践情况,均是在目前尚缺乏可供操作的规则的基础上做出的。反之,若境内证券交易所可以尽快填补这块制度上的“空白”,则给予了境内上市公司在 ESG 方面明确的完善与进步空间,从而可进一步提升资本市场的国际认可度。对此,笔者试着从完善境内证券交易所 ESG 制度构建的角度提出如下若干建议。

##### (一) 单独制定证券交易所层面的 ESG 信息披露指南

为贯彻落实新《证券法》第 84 条关于自愿性信息披露的规定,上交所已制定发布《自愿信披指引》,旨在进一步明确自愿信息披露的具体要求、披露内容和注意事项,为上市公司提供更有针对性和指导性的规范建议。该指引的行文方式与体例结构较以往证券交易所制定的规则指南有明显不同,一方面结合了自愿信息披露的监管实践,另一方面借鉴 SEC 制定指南类文件的经验,通过原则阐述和案例示范的模式,向上市公司提供更有针对性和指导性的规范建议。同样地,如上文所述,SSEI、纳斯达克交易所、伦交所制定的 ESG 信披指南类文件,均以问题导向、重大性原则为脉络,并辅有案例示范,搭建了 ESG 自愿性信息披露指南。因此,为提高制度的市场认可度、接受度及可操作程度,境内证券交易所在制定 ESG 制度时,可充分吸收借鉴已有经验的境内外经验,制定一份对于上市公司以及投资者而言,可读性高、可操作性强的 ESG 制度。待 ESG 自愿信息披露积累了一定的实践与监管经验,可以借鉴我国香港特别行政区市场在逐步就上市公司特定的薄弱环节及焦点领

域向“不遵守即解释”等半强制性规则过渡,逐步强化信息披露责任。

## (二)统一 ESG 信息披露的格式与形式

进一步来看,ESG 体系包含信息披露、表现评级和投资指导三个方面。鉴于目前境内外市场在表现评级方面已建立多套评级指标系统,同时,ESG 投资理念亦得到了投资者的广泛认可,因此,在信息披露方面,由证券交易所制定科学、具体的 ESG 信息披露指南(或格式指引),不仅是目前上市公司提出频率最高的建议,<sup>[25]</sup>亦是提高上市公司信息披露质量的有效途径。具体而言,可充分依托 SSEI、UN PRI 等国际组织制定的 ESG 示范指南所提出的原则及框架,并参考借鉴英国、美国等市场成熟的规则指南内容,先制定 ESG 自愿性信息披露指南,明确 ESG 信息披露的内容、范围、程度及原则。考虑到量化的过程可利于投资者比较分析,可进一步结合现有监管实践搭建 ESG 信息披露指标体系,建议上市公司根据指标体系量化披露其 ESG 信息,如排放物种类及数据、雇员受培训时间、社会贡献范围等共性问题。同时鼓励行业组织进一步制定细化的 ESG 信披指导文件,来推动上市公司实践自愿信息披露,提升 ESG 信息的披露意愿与重视程度,为投资者提供更具针对性和有效性的决策信息。此外,证券交易所可通过 ESG 信息披露指南来明确 ESG 信息披露的具体格式与形式,一方面降低上市公司信息披露的成本,另一方面提高投资者获取信息的有效性。

## (三)证券交易所设立 ESG 工作组及专家咨询委员会制度

从纳斯达克交易所关于 ESG 理念的践行实践来看,其除制定具体信息披露指南外,还从内部治理角度着手,在纳斯达克集团董事会层面单独下设“提名和 ESG 委员会”,明确该董事委员会的使命是通过有效和可持续的实践不断服务于其客户、股东、员工和受其影响的组织,对于环境、社会政策和社会项目负有监督义务并承担相应责任,通过“ESG 工作小组”多维度向上市公司提供技术、专业指导,帮助企业了解 ESG 的复杂性并将其作为业绩和品牌建设的宝贵机会。由此可见,纳斯达克交易所从内部治理到外部制度均将 ESG 理念的执行与实践融会贯通。

---

[25] 参见金圆桌 ESG 课题组、严学锋:《上市公司 ESG 信披困局》,载《董事会》2020 年第 6 期。



对于境内证券交易所而言,尽管未实行公司制的治理机制,但是可以借鉴境外的内部治理理念,尝试在交易所内部建立 ESG 工作小组并明确内部职责与治理理念,一方面给市场主要参与主体提供 ESG 信息披露方面的指导,另一方面优化完善交易所自身的 ESG 治理。此外,沪、深交易所在设立专家委员会制度方面已有成熟实践,如在上交所层面,设有指数专家委员会,<sup>[26]</sup>以加强指数编制和维护的科学性与权威性;设有科技创新咨询委员会,<sup>[27]</sup>就国内外科技创新及产业化应用的发展动态、科技属性等工作需要提供咨询意见等。在深交所层面,亦设有指数专家委员会等。由此,境内交易所可设立 ESG 专家委员会,在前期制度建立阶段提供专业支持与意见咨询,在后期制度执行环节提供有效与可持续发展完善的指导意见。

(编辑:厉旭东)

---

[26] 详见上海证券交易所《关于发布〈上海证券交易所指数专家委员会工作规程〉的通知》(上证函[2020]2033号),2020年9月15日。

[27] 详见上海证券交易所《关于发布〈上海证券交易所科技创新咨询委员会工作规则〉的通知》(上证发[2019]20号),2019年3月1日。