



推动可持续信息披露， 金融机构可先行先试

Financial Institutions Take the Lead in Sustainable Information Disclosure

刘均伟 金成 潘海怡

摘要：近年来，海内外监管部门正逐步推动可持续信息的高质量披露，上市公司主动披露可持续信息的意愿逐年提升。但目前A股上市公司的可持续信息披露质量，从可比性、一致性等方面仍存在较大提升空间。结合国际经验，我们提出，可以优先引导金融机构提升投资层面的可持续信息披露质量，再通过投资激励，让企业主动提升。而监管部门则可以跨部门协作，构建起常态化披露平台、利用资产所有者的“杠杆效应”，可进一步提升施策效率。

关键词：ESG 可持续信息 信息披露 投资激励

Abstract: Domestic and overseas regulators have been promoting high-quality sustainability-related disclosure and listed companies have been increasingly willing to disclose sustainability-related information. However, there is considerable room for improvement in the comparability and consistency of sustainability-related disclosures. Drawing on the experience of the global market, this paper proposes that financial institutions should improve the quality of sustainability-related disclosure, using investment to incentivize companies. At the same time, regulators can build a cross-departmental coordination mechanism and a fundamental database for sustainability-related disclosure. Regulators can also make use of asset owners to encourage financial institutions to improve the quality of sustainability-related disclosure.

Keywords: ESG, Sustainability-Related Information, Information Disclosure, Investment Incentive

刘均伟，中金公司执行总经理，金融工程首席分析师；金成，中金公司 ESG 分析师；潘海怡，中金公司 ESG 分析师。



引言

近年来，可持续发展理念在海内外逐渐深入人心，国际组织和海内外政府机构开始将可持续发展理念从原先的倡议逐渐转变为实质性的行动路线。对于监管部门和政策制定者，实质性推动可持续发展的第一步就是识别出可持续发展机遇，而为了更好地识别可持续发展机遇，则需要收集目前市场主体的可持续信息。

在整个可持续信息的“价值链”中，披露环节是基础（屠光绍和王德全，2022），可持续信息披露的完整度、客观性、可比性都会影响可持续发展的政策实施、投资激励等方面的效果。针对企业的可持续信息披露，众多国际组织、政府部门、交易所以及一些团体分别提出了一系列可持续信息披露标准，新政策的发布数量逐年增长。特别是2021年，全球各国、各地政府的可持续信息披露政策颁布数量超过20个。

从近年来各国监管部门发布的大量可持续信息披露政策可以看出，监管者表现出了很大的决心去推动提升企业的可持续信息披露质量。从整个可持续信息披露的价值链来看，可持续信息披露最终的主体是企业。我们认为，提升企业的可持续信息披露的数量和质量需要经历下列几个步骤。

第一步，激发企业的可持续信息披露意愿。不同地区的监管部门实现方式不同，部分国家、地区（如欧盟、中国香港等）通过立法，强制上市企业披露，而部分国家、地区（如美国、日本等）则鼓励企业主动披露可持续信息。

第二步，制定可持续信息披露的披露标准或指南。国际证监会组织（IOSCO）对高质量可持续信息披露的要求是一致性（consistency）、可比性（comparability）和可靠性（reliability），而我国《证券法》在“信息披露”章节表述为“真实、准确、完整”，表达了相似的含义。已有国际组织（如UNGC、GRI、TCFD等）、监管部门（如欧盟委员会、各交易所等）发布了一系列可持续信息披露标准和指南，帮助企业披露高质量的可持续信息。

第三步，可持续信息被充分纳入投资流程。基于企业层面充足、可靠的可持续信息披露，资产所有者、资产管理机构在投资过程中实施ESG整合策略，社会资金更多地投向有助于可持续发展的资产和项目。

近年来，随着我国资本市场国际化进程逐步推进，证监会最新发布的《上市公司投资者关系管理工作指引》也将ESG信息纳入了上市公司与投资者沟通的主要内容^①，通过发布CSR报告、ESG报告等形式主动披露可持续信息的A股上市公司

^① <http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2022-04/16/5685513/files/1722c7b4f7254274b6c55e3b60d65e27.pdf>.



比例逐年提高^①。但从整体的披露内容来看，上市公司披露可持续信息时参照不同的披露指南，报告中客观信息披露比例较低，可比性和一致性相对欠缺。信息披露质量的欠缺导致了投资决策中纳入ESG因素的难度大，ESG投资产品“漂绿（greenwashing）”发行的概率增大。

由此可见，如何提升我国企业的可持续信息的披露质量是目前我国证券监管者重点考虑的问题之一。借鉴目前的国际经验，提升企业可持续信息披露质量可能存在两种途径。

第一种途径是参照欧盟或中国香港的经验，针对各行业的特点，制定详细的披露规则并强制上市公司进行披露。实证研究显示，强制的ESG信息披露能提升整体的ESG报告质量，分析师对上市公司的盈利预测会更准确，尾部风险发生的概率也会下降（philipp et al., 2021）。

全面强制披露的可比性和一致性较高，能够扩大可持续信息披露的覆盖面，ESG投资者能以较低的成本获得结构化的企业可持续信息。但在实际操作中，制定规则的监管者将面临非常高的成本：与财务指标不同，可持续发展议题与市场所在的经济、社会、文化环境紧密相关，直接照搬国际的可持续信息披露框架，并强制要求所有的企业进行披露可能会存在“水

土不服”，而自主制定需要较长时间的沟通和验证。面对需要强制披露的各项议题，企业也将面临较高的披露成本，对于一些数据外部可得性较差的议题，企业信息披露的随意性较大。因此，现阶段可能不是强制所有的企业或上市公司披露可持续信息的合适时机。

第二种途径是通过金融机构的资金驱动可持续发展信息披露。监管通过对金融机构、金融产品设立相应的规则和沟通机制，要求金融机构披露其资产层面的可持续信息，而这些可持续信息由被投资企业提交给金融机构。资金驱动机制在现阶段可能无法将可持续信息披露覆盖到所有的企业，损失了部分可持续信息的可比性和一致性，但这些信息的可靠性相对高于上面一种途径。

因此，我们认为，金融机构是当下的“破局者”——推动提升可持续信息披露质量的重要角色。监管部门可以推动金融机构在可持续信息披露方面先行先试，鼓励金融机构披露资产层面的可持续信息，从而借助资金链的引导，形成可持续信息的价值链。

我国可持续信息披露现状和挑战

监管现状和挑战

目前我国的监管部门展现了较高的意

^① 资料来源：中国ESG研究院《中国ESG发展报告2021》。



愿，国家部委、证券交易所发布了一系列政策文件，推进企业可持续信息披露的规范化和透明度。但目前来看，在具体实施和推进过程中，监管部门如要进一步深化可持续信息披露相关的政策，仍面临较多挑战。

首先是对披露框架、披露标准的选择。与财务信息披露不同，全球尚未对可持续信息披露达成统一的框架，而且可持续发展理念在不同的地区、不同的时代，社会的关注点都是不同的。我国正在逐步形成可持续信息披露的标准体系，各地区、各行业团体积极参与可持续信息披露标准建设的过程。不过已发布的可持续信息披露标准侧重点有所差异，缺乏普适性。从目前的实践来看，上市公司实际披露可持续信息时仍更多地参照国际标准或交易所的指南。因此，如何选择、整合出一个接轨国际标准又能兼顾中国特色的可持续发展披露规则是监管面临的挑战之一。

其次是监管力度的选择。目前在A股市场，大部分企业仍基于自愿原则披露可持续信息，只有特定的企业（如科创50成分股^①、央企控股上市公司^②等）必须披露ESG报告。目前，监管也并未明确企业的

可持续信息披露具体内容。未来，对于何种类型的企业必须披露？哪些议题必须披露？哪些议题鼓励披露？这些问题都是目前监管部门在规则制定中需要进一步明确。

最后是对应的奖惩机制。目前针对上市公司的可持续信息披露质量设立相应的奖惩机制尚未完善。无论是强制还是非强制披露的A股上市公司，目前都没有足够的动力去完善可持续信息的披露质量，这也导致了目前A股可持续信息的可比性较差。

企业以及金融机构的现状和挑战

随着监管对可持续信息披露政策的加强、可持续发展理念进一步推广，A股上市公司可持续信息披露意愿逐年提升。根据中诚信绿金的统计，2022年，披露可持续信息的A股上市公司占比为30.18%，比2021年上升了2.31%^③。但目前来看，A股上市公司及金融机构的可持续发展信息披露仍存在以下挑战。

首先，可持续信息报告披露口径不一致，数据缺乏可比性。目前A股上市公司的ESG/CSR报告，较大篇幅是较积极的文字概述，对于负面信息的披露较少。对于一些定量指标的披露，可持

① 上海证券交易所《关于做好科创板上市公司2021年年度报告披露工作的通知》。

② 国务院国资委《提高央企控股上市公司质量工作方案》。

③ 资料来源：证券时报网（http://www.stcn.com/kuaixun/qzs/202206/t20220628_4696334.html）。



续信息披露指标缺乏统一的统计口径，以常见的环境项下指标“综合能耗”为例，部分上市公司选择只披露母公司的数据、部分选择纳入所有的子公司，甚至有部分并没有披露该项指标具体纳入的主体。数据可比性问题增加了ESG评级机构采集和处理ESG数据的难度，使得国际评级机构对我国企业的ESG评级结果并没有真实、有效地反映企业真实的可持续发展水平。

其次，目前企业可持续信息的披露成本普遍较高。以收集“范围二”碳排放数据这一工作为例，由于各地区的电力部门缺乏标准化、常态化的温室气体排放披露渠道，上市公司需要所有分支机构盘查出其生产、用电等过程直接和间接产生的温室气体排放量。与发电部门沟通、核查和收集统计的工作耗时耗力，而对于企业本身披露该项指标的收益却不怎么显著。

由此可见，我国仍然缺乏一个清晰的可持续信息披露规则指引和奖惩机制。机制的缺失，使得无论是可持续信息披露的监管者还是披露者，在提升现有的可持续信息披露时，将会面临较高的成本，也会丧失主动提升的意愿。我们认为，借鉴国际的成熟经验，指引我国的金融机构对可持续信息披露进行先行先试，或许能以较低的成本、较快的速度打破目前的僵局。

金融机构先行先试可持续信息披露的可行性

金融机构具备较特殊的行业属性和市场地位，是政策的中介、信息的中介、资金的中介。我们认为，借助金融机构的中介地位，能多维度提升企业的可持续信息披露质量。金融机构是持牌经营企业，在政府、监管机构的监督下开展业务，自然金融机构与监管者的沟通相比其他企业更频繁，监管政策通过金融机构的传导也更高效率。因此，监管部门颁布的政策，金融机构都可以快速响应，并通过自身的投融资、信贷业务传导至实体企业。

不仅如此，金融机构汇聚了大量多元化学科背景的高学历人才，具备较高水平的研究能力。金融机构能高效地利用现有的信息优势和研究资源，指引企业更高效地披露高质量的可持续信息。

目前，可持续投资较成熟的几个国家和地区都已经通过设立相应的规则和指引，增强金融机构在资产层面的可持续信息披露质量。表1中，我们把目前在可持续信息披露监管方面相对成熟的六个国家、地区与金融机构相关的可持续信息披露政策文件，按不同的实施力度分为三类，即：自愿披露、半强制披露（“不遵守就解释”原则）和强制披露。

这些文件的共同点在于，都在指引金融机构披露其在投资过程中的可持续信息以及相应的风险管理措施。其中，新加坡



与法国发布的政策法规要求金融机构对资产层面的气候、环境风险信息进行详细披露，而其他的政策文件则更偏向于要求机构投资者披露在其投资流程中是如何具体纳入可持续信息的。随着2022年欧盟《可持续金融披露条例》进入第二阶段，以可持续发展为重点的资管机构及其相应的金融产品被强制要求报告资产层面的碳足迹等十多个关键风险议题。国际上趋于严格

可持续信息披露政策也将进一步推动欧盟企业可持续信息披露质量的提升。

基于上述分析，我们认为，我国的金融机构具备可持续信息披露先行先试的基础，而国际经验也表明，监管部门对于金融机构、金融产品的可持续信息披露要求逐渐趋于严格，这也能促使金融机构进一步行动起来，促使企业提升可持续信息的披露质量。

表 1 全球主要国家、地区的金融机构可持续信息披露政策一览表

强制性	国家/地区	部门	政策法规	需要披露的内容	最新发布年份
自愿披露	新加坡	金融管理局 (MAS)	《环境风险管理指引》	资产的环境风险信息	2022
	日本	金融厅 (FSA)	《尽责管理守则》	机构投资者对上市公司的可持续发展经营的管理信息	2020
“不遵守就解释”	法国	立法议会 (Legislation)	173-VI《绿色增长能源转型法》	资产层面气候以及其他ESG相关的风险	2021
	英国	金融管理局 (FCA)	《尽责管理守则》	资管机构对尽责管理十二项守则的具体遵守方式	2020
强制披露	欧盟	立法议会 (Legislation)	《可持续金融披露条例》 (SFDR)	资管机构在投资决策流程中对ESG风险的整合策略，以及他们如何考虑所投资资产的ESG风险对投资组合带来的主要不利影响	2021
	中国香港	证券及期货事务监察委员会 (SFC)	《基金经理行为守则》 (FMCC)	基金经理将气候相关风险纳入投资、风控流程的具体措施	2021
	新西兰	国会 (Parliament)	《金融行业（气候相关披露及其他事项）修正案 2021》	强制符合要求的金融机构按照TCFD建议披露气候相关信息	2021

资料来源：各国、地区监管机构官方网站，IOSCO, Financial Sector (Climate-related Disclosures and Other Matters) Amendment Bill^①，中金公司研究部。

① https://www.parliament.nz/en/pb/bills-and-laws/bills-proposed-laws/document/BILL_109905/financial-sector-climate-related-disclosures-and-other.



结论与政策建议

本文将我国可持续信息披露质量提升的主要瓶颈总结为企业目前缺乏明确的指引和合理范围内的激励。针对该问题，本文提出，由于金融机构与监管沟通较紧密又具备高水平的研究能力和资源配置能力，由金融机构先行先试，或能高效地推动全市场的可持续信息披露质量提升。

为了更好地激励金融机构先行先试，提升可持续信息的披露质量，我国的监管部门可以通过搭建基础设施、沟通平台、投资激励等形式，推动我国可持续信息披露的高质量发展，具体可以从以下几个方面进行实施。

构建常态化的可持续信息披露机制。目前人民银行已开始逐步构建国家金融基础数据库以打破不同金融基础设施之间存在的数据壁垒。而可持续信息的收集、储存仍处于较为初期的阶段，如能构建起一个相对集中的可持续信息基础数据平台，由金融机构进行定期收集和上传，或许能降低可持续信息披露的整体社会成本。

构建跨地域、跨部门的协调机制。目前我国可持续信息披露相关政策、指引的发布方涵盖了发展改革委、生态环境部、

证券交易所、地方政府、社会团体等各类主体，各类文件缺乏统一的术语规范，对于可持续信息的披露者也存在较大的学习壁垒。如能构建一个跨部门的协调平台（例如可持续金融委员会），在各方能充分发挥自身专业优势的基础上，合作发布可持续信息披露指南，构建相对统一的语言体系，并与市场主体形成常态化的沟通，此举或能有效降低金融机构及企业的可持续信息披露难度，提升披露质量。

利用资产所有者在资本市场中的影响力，发挥资金的引导作用。相比于其他金融机构，资产所有者（如社保资金、主权基金等）作为重要的长线资金，更注重通过投资活动引导经济的可持续发展。资产所有者可以通过在投资流程中构建可持续信息的披露标准，要求其委托的所有资产管理机构强制向其披露资产层面的可持续信息，并持续跟踪、监督资产管理机构践行责任投资的承诺。资产所有者的资金发挥杠杆效应，可以进一步引导资管机构以及所投的上市公司提升可持续信息的披露质量。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献：

- [1]屠光绍,王德全.可持续信息披露标准及应用研究:全球趋势与中国实践[M].上海:中国金融出版社,2022.
- [2]Krueger Philipp, Sautner Zacharias, Tang Dragon Yongjun, Zhong Rui. The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World[R]. Working Paper,2021.