

文章编号: 1674-5205(2017)02-0120-(013)

我国上市公司环境信息披露规则研究

——企业社会责任法律化的视角

黄 韬¹, 乐清月²

(1. 上海交通大学凯原法学院, 上海 200030; 2. 武汉大学法学院, 湖北 武汉 430072)

〔摘 要〕 近年来, 环境信息披露逐渐成为了我国上市公司承担企业社会责任的一个新兴重点领域, 更有一些观点主张依托既有的证券法和公司法规则来实现这一领域的企业社会责任法律化。但是, 上市公司环境信息披露法律制度的建构基础与证券法的投资者保护这一立法目标在本质上互不兼容, 这导致了在监督上市公司环境信息披露的过程中, 证券法与环境法这两套制度系统的协调适用存在着不小的难度; 同时, 在既有的公司法关于董事信义义务制度之下, 上市公司环境信息披露规则会引发股东保护和利益相关者保护之间的制度目标冲突。因此, 要在既有的证券法和公司法机制内引入强制性的上市公司环境信息披露机制还存在着不小的制度障碍, 公司社会责任法律化的目标实现并非那么简单。

〔关键词〕 环境信息披露; 上市公司监管; 公司社会责任; 利益相关者; 证券法

Abstract: In recent years, the area of environmental information disclosure has been developing as a way for listed corporations in China to adopt the concept of social responsibility. There are views that proposals to legislate corporate social responsibility must depend on existing legal rules of securities and corporate law. However, the foundation of structuring a legal system on environmental information disclosure by listed corporations is essentially incompatible with the legislative aim of securities law, which mainly focuses on protecting investors. As a result, it is hard to coordinate environmental law and securities law to regulate environmental information disclosure of listed corporations. Moreover, rules on environmental information disclosure by listed corporations would trigger a clash of institutional goals between stockholder protection and stakeholder protection, creating further tension with existing corporate law: via the principle of fiduciary duty. Thus, there are visible institutional barriers to introduce a mandatory environmental information disclosure system for listed corporations via existing securities law and company law. It is not that simple to legislate corporate social responsibility.

Key Words: Environmental information disclosure; Supervision of listed corporations; Corporate social responsibility; Stakeholder; Securities law

中图分类号: DF438 文献标识码: A

DOI:10.16290/j.cnki.1674-5205.2017.02.011

随着环境问题受到公众关注程度的提升, 上市公司环境信息披露法律制度近年来也成为了我国环境法律体系和金融法律体系中的一个新兴发展领域。学术界和实务界已经开始呼吁通过我国既有的证券和公司法律制度来促进上市公司的环境信息披露, 强

化上市公司社会责任承担的法律基础。例如, 中国人民银行研究局与联合国环境署可持续金融项目联合发起成立的绿色金融工作小组在其提出的构建中国绿色金融体系的初步框架中建议“强制性要求上市公司和发行债券的公司披露环境信息”^①。中国金融学会绿色金融专业委员会向《证券法》修订小组提交了书面意见, 建议在《证券法》修正案中增加强制性要求上市公司披露环境信息的法律条款。^{〔1〕} 还有一

收稿日期: 2016-03-13

基金项目: 教育部 2014 年高等学校全国优秀博士学位论文作者专项资金资助项目: (201407) “国际经贸法律规则博弈与中国角色研究”

作者简介: 黄韬(1980—), 男, 上海市人, 上海交通大学凯原法学院副教授、法学博士, 凯原青年学者。

乐清月(1990—), 女, 湖北黄冈人, 武汉大学法学院环境与资源保护法学博士研究生。

^① 具体包括: 证监会和证券交易所应制定有强制性的环境信息披露的规定; 强制性要求上市公司和发债公司按披露标准对关键信息予以定量披露; 发挥中介机构对环境信息披露的评价、监督、引导和激励作用; 强化环境信息披露的监管合作与执法。参见绿色金融工作小组《构建中国绿色金融体系》, 中国金融出版社 2015 年版, 第 69-70 页。

些知名证券诉讼律师共同发布了《证券市场绿色维权宣言》,^[2]主张将证券市场民事赔偿机制适用于上市公司环境信息披露的纠纷^①。

理论上来说,这样做的可能好处就是:在我国,证券法和公司法有着一套已经建立起来的运行机制,再加之上市公司信息披露原本就是证券法的核心规范对象,因此若能把既有法律规则的适用范围进行适当地延伸和扩展,那就可以低成本地将上市公司环境信息披露法律机制予以导入和实施。但是,本文经过分析和论证,发现要在既有的证券法和公司法机制内引入强制性的上市公司环境信息披露机制还存在着不小的制度瓶颈,既无法协调好证券法和环境法的适用,也没有办法很好地解决公司股东保护与利益相关者保护之间的冲突与矛盾。

本文共分为五个部分。第一部分通过比较新近出现的上市公司环境信息披露的制度要求与传统证券法中有关上市公司信息披露法律规则之间的差异,认为上市公司承担环境信息披露的法律义务是公司社会责任法律化的一种典型表现。文章第二部分对我国近年来有关要求上市公司披露环境信息的各层级法律规则进行了简要的回顾和梳理。文章第三部分讨论了环境法与证券法的协调适用难题,即在现有的证券法框架下,要把负有环境信息披露义务的上市公司置于其执法体制之下,是否会存在兼容性的问题。文章第四部分则从公司法上董事信义义务规则的角度出发,探讨了上市公司承担环境信息披露法律义务而带来的协调股东保护与利益相关者保护关系的两难境地。文章第五部分是一个扩展性的结论,认为基于市场利益驱动的自愿性环境信息披露机制有必要成为未来制度选择的重点考虑。

一、作为上市公司社会责任承担形式的环境信息披露

自上世纪 60 年代“公司社会责任(Corporate Social Responsibility, CSR)”这一概念在全球范围内开始广泛流行之后,大型公司(尤其是上市公司)自愿披露其生产经营活动对环境所造成影响的相关信息逐步成为了一种趋势和潮流,以至于学者把这种基于信息披露的自愿环境管制称为治理污染的“第三波”政策^②。

在中国,近年来引发社会严重关切的重大环境事故时有发生^③,在此背景下,政府以及社会公众对于企业环境信息的关注也日益增强。要求企业披露环境信息,这不仅成为了政府进行环境管理的内容,也上升到了公众行使环境知情权的高度,这使得上市公

司通过各种形式进行环境信息披露已经成为其回应外界要求其承担社会责任的一种重要表现形式^④。根据 2013 年《中国上市公司环境责任信息披露评级报告》的统计,上海证券交易所和深圳证券交易所共有 617 家上市公司披露了专门的社会责任报告或者环境责任报告,虽然披露环境信息的上市公司在数量上并不占据多数,但这些上市公司的市值占两大交易所总市值的 87.05%。^{[3][4]}

部分社会组织意识到,金融市场的信息披露机制有可能成为推动中国当下的环境治理公共政策目标的一条有效通道。一个例子是,美国康菲公司与中海油合作开发的蓬莱 19-3 油田于 2011 年 6 月发生溢油事故之后,国内 11 家环保组织除了联名致信漏油事故责任方中海油公司和美国康菲石油公司之外,还同时向香港证券交易所(中海油为香港上市公司)和纽约证券交易所(中海油与美国康菲公司均为纽约上市公司)致函,建议这两家交易所对上市公司没有及时披露环境信息的违规行为进行调查和惩戒。环保组织指责中海油和康菲公司向社会公众隐瞒事故情况长达一个月之久,上市公司的这种行为严重威胁投资人的权益,漠视企业环境社会责任。^{[4][5]}

区别于普通企业,上市公司的一项最基本的法定义务就是信息披露,这是现代证券法律制度的核心所在。自美国 1933 年证券法和 1934 年证券交易法以来的制度设计者之所以将上市公司强制性信息披露作为证券市场法律制度的核心规则,原因就在于投资者保护被确立为证券市场法律制度的最终目标,而立法者相信,“阳光是最好的防腐剂,路灯是最好的警察”。^[6]通过构建有效的强制性信息披露机制,投资者与上市公司之间的信息不对称(informational asymmetries)状况可以得到改善,进而起到遏制上市公司的欺诈行为,提升证券市场的有效性(efficiency)的政

① 上述《宣言》主张将隐瞒环境污染事件的当事人、责任人及上市公司控股股东、实际控制人也列为虚假陈述行为人范围,承担民事赔偿责任。

② 之前的两大政策取向分别是政府管制和市场控制,参见 Tom Tietenberg & Lynne Lewis, *Environmental & Natural Resource Economics*, 10th Edition, Prentice Hall, 2014.

③ 例如,2015 年 8 月 12 日在天津市滨海新区发生危险化学品仓库爆炸事件,数百人受伤;2014 年 4 月 10 日,兰州发生自来水苯超标事件,超过 300 万人受到影响;2011 年 6 月,中国渤海出现油田溢油事故,840 平方公里的海水降至劣四类;2010 年 7 月 3 日,紫金矿业发生有毒废水泄露事件,9100 立方米废水泄入汀江。

④ 与企业生产相关的环境事故在我国的频繁发生也成为了近年来学界主张公司社会责任法律化、制度化的一个重要现实理由。参见杨力《企业社会责任的制度化》,《法学研究》2014 年第 5 期;潘永建《企业社会责任视角下公司环境责任之完善》,《江西社会科学》2015 年第 5 期。

策功能。^[7]

既然证券法所规定的上市公司强制性信息披露义务是服务于投资者保护这一目标的,那自然地,立法者和监管者要求上市公司所披露信息的内容(无论是定期报告还是临时性的披露)一定是和投资者的投资盈亏相关联的信息,简而言之就是公司的财务信息或者会引发公司财务状况变化的其他相关信息,或者说是会导致上市公司股价变化的信息,因为这才是投资者最为关心的。

中国证监会于2006年制定的《上市公司信息披露管理办法》对发行人或者上市公司负有披露义务的信息进行了界定:在一级市场,发行人应当在招股说明书中披露“对投资者作出投资决策有重大影响的信息”(第11条);在二级市场,上市公司应当在定期报告中披露“对投资者作出投资决策有重大影响的信息”(第19条);若“发生可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时”,上市公司则应当通过临时报告的形式进行披露,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响(第30条)。显然,这里要求上市公司所披露的信息均指向的是可能影响股票价格和投资者判断的信息。与之形成对比的是,环境信息披露指的是公司将其在生产经营过程中涉及环境的行为以及对环境的影响进行对外公开的做法。^[8]显然,和基于投资者保护的目标相比,证券法要求上市公司向投资者披露其经营信息的出发点是不同的:上市公司环境信息披露不是只服务于现有或潜在的公司股东(投资者群体),而是面向社会公众的,是其承担社会责任的一种表现。除了投资者之外,可能对上市公司所披露环境信息感兴趣的利益群体还包括了政府部门、公司的供应商、客户、消费者、债权人(比如银行)、内部雇员、所在社区、环保组织,甚至是与上市公司没有任何直接关联的普通社会成员。这些群体扮演了上市公司利益相关者(stakeholder)的角色,在一定外部制度环境中形成了对上市公司行为选择的影响,而环境信息披露就是这种影响的结果。

公司的股东(stockholder)关注的是公司的盈利状况,因此上市公司基于证券法负有披露义务的信息基本上是那些构成对其资产负债表内容形成现实或潜在影响的信息,即会导致企业资产、负债或者所有者权益变化的各种收入、支出和费用。但是,若企业的经营行为所直接或间接造成的环境影响并不会现实或潜在地反映在其资产负债表中,换言之即只是一种“外部成本”(例如企业采用地下水作为生产原料,虽然符合当地的法律要求,但可能造成地貌的潜在破

坏)或“外部收益”(例如企业开发出一种环保设备,它的推广应用可以带来全社会治理污染成本的减少)的状态,那就原则上不会被纳入证券法所要求的披露范围,因为这和投资者保护并不直接相关。但是,恰恰是这些信息构成了上市公司环境信息披露的重点,成为了评判其履行社会责任状况优劣的重要考量基础。由此,我们可以给出这样的判断:上市公司承担环境信息披露的法律义务是公司社会责任法律化的一种典型表现。

二、中国上市公司环境信息披露的法律制度沿革

理论上讲,上市公司的环境信息披露行为可能受到两大外部力量的推动,一是来自于利益相关者的社会压力,一是来自于国家法律的强制性要求。^[9]在中国,由于推动企业承担社会责任的公民社会运动远未成气候,各类环境NGO的活动受到客观条件的限制,因此目前看来,中国上市公司环境信息披露主要推动力量是来源于带有强制性或者准强制性色彩的法律规则要求,具体地说则包括政府部门、金融监管当局以及证券交易所的各项规定或者指令。表1列出了自1997年至今我国涉及上市公司环境信息披露规则的主要法律文件。

表1 关于中国上市公司环境信息披露的主要法律文件

发文时间	发文单位	法律文件名称
1997年1月	中国证监会	《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第一号——招股说明书的内容与格式》
2003年6月	国家环境保护总局	《关于对申请上市的企业和申请再融资的上市企业进行环境保护核查的通知》
2006年9月	深圳证券交易所	《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》
2008年2月	国家环境保护总局	《关于加强上市公司环境保护监督管理工作的指导意见》
2008年5月	上海证券交易所	《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》
2008年12月	上海证券交易所	《上海证券交易所关于做好上市公司2008年年度报告工作的通知》
2008年12月	深圳证券交易所	《深圳证券交易所关于做好上市公司2008年年度报告工作的通知》
2010年9月	环境保护部	《上市公司环境信息披露指南》(征求意见稿)
2014年5月	中国证监会	《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(2014年修订)》

从内容上来看,上述法律文件对上市公司环境信息披露的要求覆盖了上市公司信息披露的各个环节,从申请股票发行和上市环节中的披露要求一直延伸到了公司上市之后的持续性信息披露要求,而后者又

包括了在定期报告(比如年报)中披露公司承担环境社会责任信息的要求,也涉及了基于突发环境事件而触发的临时公告要求。

回顾上述十几年之间中国有关上市公司环境信息披露的法律文本沿革历程,我们大致可以从其中总结出三个基本特点:

其一,早期的规则制定者主要是基于证券法对上市公司信息披露义务的要求,强调的是环境因素对于上市公司股价和投资者承担投资风险的影响;而后才逐步超越既有的证券法视野,从公司社会责任的层面对上市公司提出环境信息披露的要求。

其二,在早期,中国有关上市公司环境信息披露的法律文本主要是为上市公司(尤其是那些经营活动可能给环境带来较大负面影响的上市公司)设定某些强制性的环境信息披露义务。其后的发展趋势是,一方面负有强制性环境信息披露义务的上市公司范围被逐渐拓展(主要是来源于两大交易所的监管规则),同时也开始探索强制性环境信息披露和自愿性环境信息披露相结合的路径,鼓励并引导上市公司自愿地披露其环境信息。

其三,在早期,中国关于上市公司环境信息披露的法律规则多是为公司在发行新股、再融资或者发生重大环境事件时设定公开披露的义务,且这种环境信息披露只是被视为上市公司整体信息披露工作中的一个小环节。其后的发展趋势则是从原先的附属性披露和临时披露逐步导向专门性披露和定期披露,即强调上市公司在定期报告(例如年报)中以专门的披露文件(例如环境责任报告、社会责任报告)来完整地、系统性地披露其环境信息。

三、如何协调适用环境法与证券法?

正如前文所述,上市公司信息披露法律制度的发展是在证券市场规则体系中植入某些环境法律规制的因素,以期达到利用既有的证券市场执法和司法资源来实现环境保护公共政策目标。这样一来,一个不可回避的问题就是,如何协调环境法和证券法这两套原先相对独立的法律体系的适用?我们这里会围绕着上市公司法律责任的认定问题、信息披露的及时性要求与信息披露完整性要求之间的关系以及上市公司环境信息披露义务和地方政府环境信息披露职责的协调难题来展开分析。

首先一个问题就是,既然中国上市公司环境信息披露的运行机制始于外部制度规则的出台,并且到目前为止其运行效果还主要是有赖于上述制度规则的实施状况,那么一个很自然的问题就是:对于这样一

项被寄予了较高期望的信息披露机制,各类制度规则如何保障其权威性?正所谓徒法不足以自行,现实中是否存在有效的法律责任机制来约束和激励上市公司,从而确保这项制度的有效落实呢?

正如前文所述,一国证券法律制度的核心在于确保上市公司重大信息披露的真实、完整和准确,以利于投资者对特定证券投资价值作出判断。因此,对于违反强制性信息披露义务的发行人或者上市公司,各国证券法均会设定明确的法律责任条款,以约束融资者的行为,实现投资者保护的目标。从法律责任的类型上来讲,不外乎是行政责任、民事责任以及刑事责任三种类型。

《中华人民共和国证券法》第193条所规定的“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,责令改正,给予警告,并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款”即是行政法律责任的体现。除了上述行政处罚规定之外,《上市公司信息披露管理办法》第59条还授权中国证监会采取责令改正、监管谈话、出具警示函、记入诚信档案并公布、认定为不适当人选等具有一定强制性的监管措施。

民事责任方面,现行《证券法》第69条为相关主体界定了责任承担的前提和内容,即“发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料,有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、上市公司应当承担赔偿责任;发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外;发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。”在中国证券市场历史上,对于投资者提起的针对上市公司未适当履行信息披露义务的民事赔偿诉讼,法院的立场一度是拒绝受理,但是自《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》于2003年开始实施之后,中国法院开始有条件地受理相关证券市场民事诉讼案件。不仅如此,我国《刑法》对违反证券市场信息披露义务的行为设定了刑事责任。其中设计了两个条文,分别是针对证券发行人的“欺诈发行股票、债券罪”(第160条)以及针对违反持续披露义务的上市公司的

“提供虚假财会报告罪”(第161条)。

形式上来看,中国的证券法律制度对于违反信息披露义务的行为在法律责任方面至少已经有了较为齐备的规则文本体系,具体的执法和司法实践也正处于不断完善的过程之中。那么,现在当我们的讨论主题涉及到环境信息披露这一传统证券法并无特别关注的领域时,我们自然会提出的一个问题就是,既有的证券法律制度中的责任规则可以被用来约束、督促或者激励上市公司向社会公众提供真实、完整和准确的环境信息吗?

行政责任方面,虽然《证券法》第193条的规定指向的是披露义务人没有履行监管当局所规定的信息披露义务,因此从该条法律规则的文义上并不能排除证监会对上市公司未履行环境信息披露实施行政制裁的可能性。但是在《证券法》关于“持续信息公开”一节的规定中,立法者在第67条中对于上市公司有义务进行披露的信息界定为“投资者尚未得知”的“可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件”。也就是说,法律规则基本上还是从投资者保护的角度出发,强调上市公司应当向投资者披露可能影响股价的重大信息。那这里的问题就是,环境信息(例如重大的环境事故)可否被纳入这一范围?

这里我们可以举一个中国证券市场上非常著名的案例。2010年7月3日,上市公司紫金矿业拥有的紫金山铜矿湿法厂发生铜酸水渗漏事故,造成部分汀江水域严重污染,但该公司直至7月12日才发布公告,瞒报事故为期9天。^⑩对这一行为,中国证监会在后来的行政处罚决定书中认为“在对环境产生重大影响的重大的事件发生后,作为一家上市公司,首先应当依法及时披露相关信息,将可能产生的后果及时告知投资者和社会公众,以利于投资者的投资决策,而不应受各种外部因素的干扰。紫金矿业未按照法律规定,在第一时间及时披露相关信息,侵害了广大投资者的知情权,理应承担相应的法律后果。”显然,中国证监会对上市公司违背信息披露义务进行行政处罚的理由是该环境事故会对公司股价产生重大影响,以至于未及时披露该信息影响了“广大投资者”的投资决策。换句话说,作为证券市场的监管者,中国证监会的行政处罚还是从投资者保护的角度出发进行的,而基本上不是从当地居民、社会公众对环境信息的知情权或者上市公司的环境社会责任角度去履行监管职责的。

那我们假设这么一种情况,如果某项环境信息不会对上市公司的股价产生重大影响,不属于投资者保护的范畴,但却和该公司履行社会责任密切相关,信

息的使用者为公司的利益相关方。例如,某家上市银行的主要信贷客户为了追求利润而放任了污染环境的后果,并且这对该银行来说并不会导致收益的损失,为此该上市银行未披露其主要信贷客户的环境信息,在这种情况下,证券市场监管者是否可以仅仅基于环境信息披露义务的违反,而不是投资者利益的损失来对该上市银行实施行政处罚呢?

这时候也许就会遭遇现实的困境。即便我们不再过分强调证券法历来的投资者保护导向,通过立法等手段扩充监管者的执法空间,但是这时候证监会应当如何来认定违法行为的社会危害程度并作出相应严厉程度的处罚呢?传统上,证监会的判断依据是投资者的既有和潜在损失,而如果现在让证监会从上市公司未履行环境信息披露义务而给投资者以外的社会公众造成的损害去决定行政处罚的严厉程度,那么证监会又应当如何界分自身与环保执法部门之间的职能分别呢?理论上讲,公共部门之间的职能交叉协调并非罕见,让证券监管机构在上市公司环境信息披露方面承担必要的监管职责也能找到较有说服力的学理解释,域外也有类似的实践^⑪,但是一旦进入中国证券市场执法的语境,我们就会发现中国证监会在以往对证券市场违法行为进行行政执法的过程中常常会忌惮于执法行为对市场稳定性和广大投资者信心所产生的负面影响而陷入投鼠忌器的困境之中,因此弱化了监管行为的威慑力。在这一背景下,我们也许很难指望其在上市公司环境信息披露监管中能够确保执法力度和尺度的长期稳定性和公平性。

这样的逻辑也大致适用于对刑事责任的分析。特别是,《刑法》关于严重违反信息披露义务的制裁条文是规定在“破坏金融管理秩序罪”一节中,而关于环境领域的犯罪与刑罚的条文有专门的“破坏环境资源保护罪”的一节予以规定。目前而言,适用《刑法》“破坏环境资源保护罪”一节的条文来对已经构成严重破坏环境资源的行为进行刑事制裁并无问题,但可能会发生争议的环节在于,若企业的严重违法行为为仅仅限于环境信息披露层面,而并未实际造成环境资源的破坏,那么依照现行《刑法》,就无法直接援引“破坏环境资源保护罪”的这一节罪名来进行定罪量刑;而如果要是把《刑法》既有的关于证券市场信息披露的条款扩展运用到环境信息披露领域,那就

⑩ 例如,很早就有美国学者认为,在既有的联邦证券法的框架内,美国证监会完全可以基于保护“社会”投资者(“social” investor)的目标而要求上市公司扩展其信息披露的范围。See Williams, Cynthia A.: The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency, Harvard Law Review, Vol. 112, P. 1197, 1999.

可能涉及到对现有“破坏金融管理秩序罪”一节的刑法条文进行超出立法者原意的扩张解释了。

而在民事责任方面,国内一些知名证券诉讼律师共同发布了《证券市场绿色维权宣言》,主张在既有的证券民事诉讼法律机制内引入对违反环境信息披露义务上市公司的民事责任追究;应当将国家环保部及其各地派出机构作出的环境责任行政处罚决定书,列入虚假陈述民事赔偿前置条件文件范围,鼓励相关投资者提起证券环境责任虚假陈述民事赔偿诉讼或共同诉讼,实行无过错责任,举证责任倒置。⁽²⁾但是,这一设想会遇到现实的制度障碍。《证券法》对上市公司及相关主体承担民事责任设立了明确的前提,即“致使投资者在证券交易中遭受损失”;而最高人民法院的司法解释《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》则将证券市场投资者(其定义为“在证券市场上从事证券认购和交易的自然人、法人或者其他组织”)确立为提起该类民事诉讼的唯一合格主体。所以,如果上市公司纯粹违反了环境信息披露法律义务,但并未实际上给投资者造成损失,这时候又由谁来提出这样的民事赔偿诉讼呢?一个可能的答案是环境公益诉讼。这里姑且不论环境公益诉讼制度的是非争议,单单分析2015年生效的修订之后的《环境保护法》第58条的规定,我们就会发现,环境公益诉讼得以支持的前提是存在“对污染环境、破坏生态,损害社会公共利益的行为”,显然上市公司违背环境信息披露义务的行为似乎在通常情况下还达不到这一严重程度。此外,我们也应当考虑到法院的态度,在中国的司法环境中,法院对于证券市场涉及群体性的诉讼案件的处理历来并不积极^①,若通过外部力量去要求一部分司法资源用于监督上市公司的环境信息披露,那恐怕成本也是极高的。

可见,我国证券市场关于上市公司违背信息披露义务的法律责任制总体上是建立在“投资者保护”这一政策目标基础之上的,与环境保护立法领域更为广泛的“社会公共利益”政策目标是无法简单地对接的。尽管我国的环境行政主管部门、证券监管机关以及交易所出台了一系列相关的制度规范,但是要在既有的证券市场法制框架中引入关于追究上市公司违背环境信息披露义务的法律责任制,目前看来难度是不小的。退一步来说,即便更新和拓展现有的法律规则适用范围,把现有的证券法改造为“绿色证券法”,在设计相关法律条文时就融入环境信息披露的要素,到时候可能还是会遇到证券法与环境法无法兼容的难题。

再者,如何处理好环保信息披露的及时性要求和相关信息的完整性要求这两者之间的关系,这也是证券法与环境法协调适用过程中的一个难点。这一问题存在于上市公司的持续信息披露监管活动中。(这里主要涉及临时公告,但有时候也会与定期报告产生一定的相关性。)

可以想见的是,为了最大可能地发现股票的“真实”价格,并且压缩内幕交易的发生空间,监管机构在持续信息披露监管过程对上市公司的一项关键要求就是信息披露的“及时性”,以确保相关信息以最快的速度反映在上市公司的股票价格之中,从而提升市场的有效性。实践中,这一要求适用于包括环境信息披露在内的上市公司各个类型的信息披露工作。尤其是,考虑到满足社会公众在第一时间知情权,上市公司环境信息披露的及时性要求似乎也是顺理成章的。

需要说明的是,信息披露的及时性要求和信息披露的完整性要求这两者之间的可能矛盾事实上是存在于所有类型的上市公司信息披露过程中的。比如说,上市公司的一项海外投资遭遇合作方违约的信息可能给股价带来负面的影响,但实际上事后的司法救济也许会使投资者的损失并没有当初想象地那么大。但是,这一矛盾关系在环境信息披露过程中会表现得更加明显和常见,一方面是因为上市公司所披露的环境信息往往对公司股价的冲击会远远超过公司常规经营信息披露所带来的影响,另一方面的影响则来自于现行法律规则和实践对于上市公司在强制性环境信息披露方面所设置的更为严格的要求。例如环境保护部于2010年公开征求意见的《上市公司环境信息披露指南》中就规定了,发生突发环境事件的上市公司,须在事件发生1天内发布临时环境报告。但是,这时候所披露的环境信息一定不是完整的信息,事故发生的原因、可能的后果,尤其是责任承担的归属等问题尚不确定。和上市公司的其它经营信息和财务信息不同的是,突发环境事件中的信息具有难以获取性、有限性、不确定性和时效性特质,它决定了上市公司信息披露内容的真实具有相对性。⁽¹¹⁾及时的信息披露固然满足了公众在第一时间知情权,但对于上市公司来说,这时候它向市场披露的信息很有可能是不完整的,甚至是事后仍需要大幅度补充和修正的信息。在这种情况下,越早披露的信息越可能是

① 背后的原因分析可以参见 Tao Huang & Yuan Zhao: The Closed Door of Courts: A Review on China's Judicial Filtration on Financial Litigations, Vol. 24, No. 93, 493-510.

有缺漏的信息,对投资者的投资判断造成误导的可能性也就越大。

在笔者看来,由于上市公司环境信息披露的受益者是全体社会公众,因此这类信息带有了某种“公共信息”的色彩,而对于现代宪政国家而言,除非有明文例外,全体公民在第一时间获得“公共信息”的权利是应当受到高度尊重的。而对于传统意义上上市公司所披露的信息(主要是其经营信息和财务信息)而言,尽管上市公司具有公众性,但由于信息的使用人基本上限于资本市场的投资者,因此这种信息的公共性色彩就有了一定的淡化,这就导致了在上市公司常规信息披露的及时性要求方面,各国法律规则其实是给予了某些的弹性空间,不会像环境信息披露那样把“及时性”要求的标准设置得极度严格和刚性。例如,以上市公司临时公告为例,中国《证券法》只是要求上市公司“立即”发布公告(第67条),而并未设定具体的时间要求。尤其是,针对诸如公司并购重组之类的重大信息(这类信息往往被称为“软信息”),法律规则其实是允许上市公司对于筹划中的事项暂不披露相关信息,除非出现信息难以保密或者已经泄密的情形,这其实是可以看作监管者权衡了信息披露的“及时性”要求和“全面性、准确性”要求之后所作出的选择,以达到“最优披露(optimal disclosure)”的状态。^[12]

另一个需要思量问题则是如何协调上市公司环境信息披露义务和当地政府的环境信息披露职责。环保总局于2007年颁布的《环境信息公开办法(试行)》要求各地环保部门应当在职责权限范围内向社会主动公开包括突发环境事件的应急预案、预报、发生和处置等情况在内的政府环境信息。因此,最基本的问题就是,对于同一起环境事件,地方政府和上市公司究竟谁承担第一位的披露责任?通常情况下,政府部门基于其公权力职责往往会比上市公司掌握更多的信息,那此时上市公司披露环境信息的行为(尤其是披露的内容方面)应当如何与政府部门的披露行为相协调?在目前中国整体透明度有限的政府体制下,再加上环境信息很多情况下又成为了影响官员升迁的“政治敏感信息”,这就会抑制地方政府主动披露环境信息,尤其是负面环境信息的积极性。而一旦这样的环境信息涉及上市公司,那么上市公司的披露决定又会和当地政府的应急决策高度挂钩,尤其明显地体现在那些与当地政府之间存在较高政治关联性的上市公司身上。还是以上市公司紫金矿业为例,中国证监会在其行政处罚决定书中认定“在发生污水渗漏的初期,紫金矿业曾计划披露相关信息,

但由于各种外部原因,未能及时履行信息披露义务”^①,而这里所谓的外部原因就是当地政府的干预。根据证监会查明的事实,2010年7月3日事故发生之后,“7月5日,紫金矿业决定根据当地政府要求,暂缓披露污水渗漏事件。7月6日起,紫金矿业多次与当地政府有关部门联系信息披露事宜,但有关方面要求紫金矿业要与政府保持一致,不能自行公告。”另外一个例子就是2015年天津港8.12危化品仓库大爆炸事故^②发生之后,尽管各种关于爆炸引发的环境污染后果的传言(有些事后被证明为谣言)不绝于耳^③,但与该事故关联最密切的上市公司天津港只是在第二天发布了一份澄清公告,核心内容是“8月12日晚11:20左右,天津港国际物流中心区域内瑞海公司所属危险品仓库(系民营企业)发生爆炸,天津市委市政府正在组织开展各项救援、善后等工作。目前,天津港股份有限公司港口生产和运营正常。关于可能连带引起公司产生的损失正在评估之中”^④。这份公告丝毫没有提及任何相关的环境信息。其实这种状况并不出乎意料,一方面在如此严重而复杂事故面前,上市公司不可能拥有比环保主管部门更多的环境信息;另一方面,作为地方国资控股的上市公司,在“大是大非”的问题上,自然要与地方政府保持同步行动和同等口径。在这种背景下,上市公司环境信息披露机制的现实效果无疑与人们的预期形成反差。理论上,一个有效运作的全国性的证券监管体系可以确保上市公司信息披露行为的规范性,但是在中国地方政府尽管不拥有金融监管的法定职能,却因为其与当地上市公司的体制性关系而具有了事实上影响金融监管实际效果的能力,再加上环境保护问题对于地方政府官员政绩和升迁机会的高度敏感性,这就使得我国上市公司环境信息披露行为的监管是无法仅靠证券法的实施就能实现的。

总结起来说,通过证券市场的运行来嵌入并推行某些环境保护和可持续发展政策,这是一种有益的设想。但事实上,在我国证券市场的实践中,无论是上市公司还是监管机构,他们对环境信息披露的理解更

① 中国证监会行政处罚决定书(2012)10号。

② 关于此次事故的详情参见《天津港“8·12”瑞海公司危险品仓库特别重大火灾爆炸事故调查报告》,http://news.xinhuanet.com/local/2016-02/05/c_128706930.htm。

③ 在事故发生后,就爆炸产生环境问题的谣言包括爆炸产生大面积空气污染,造成危险化学品物品污染扩散等。参见《辟谣 关于天津港爆炸的那些传言是真是假?》,http://xhpfm.mobile.zhongguowang-shi.com:8091/v200/newshare/214863。

④ 上海证券交易所上市公司天津港(600717)公告编号:临2015-023。

多地还是从投资者保护的角度出发,而不是基于上市公司社会责任承担的角度去考量的。在2010年发生的另一起公众高度关注的环境事件中,上市公司中金岭南下属的韶关冶炼厂排污导致了韶关市北江中上游河段出现了铊超标现象。⁽¹³⁾在事件发生三天之后,中金岭南针对这起环境事故发布了重大事件临时公告,但公告的内容重点是提示投资者,责任单位韶关冶炼厂的停产将直接减少公司的产量和相关营业收入,并称“公司经初步估算,韶关冶炼厂每停产1个月将直接减少公司净利润2700万元左右”^①,但同时该公告对这次污染事件已经或者可能造成的环境破坏和影响没有任何的提及。对于这样的一种环境信息披露的取向,证监会和深圳证券交易所也持默认态度。这个案例其实也就从一个角度折射出了在当下中国的制度背景中,要协调适用证券法和环境法并不是想象中那么简单。

四、公司董事信义义务视角下的上市公司环境信息披露规则

与自然人不同,公司法人的行为由有权代表其行为的自然人来完成。在公司的日常运行和决策过程中,公司董事会及其成员所扮演的角色居于核心位置,公司日常经营过程中的重大行为均由董事会决议作出,环境信息披露行为即是其中之一^②。故而,考察上市公司环境信息披露行为,有必要解构公司这一实体的组织架构,切入公司董事义务法律制度的层面去分析公司董事(会)在其中的行为激励和约束。一个反面的例子就是,在英国贸工部1998年至2001年组织的关于公司法改革的讨论中,尽管在法律条文中写入包括环境信息披露在内的公司环保责任的条款有很高的呼声,但正是由于无法解决公司董事义务承担对象界定的问题,导致这一主张最终没有被立法者所接受。⁽¹⁴⁾为此,在这一部分,我们将从公司董事同公司以及公司全体股东的关系这一维度去分析“创新的”上市公司环境信息披露法律规则在“既有的”公司治理法律结构中有多大的嵌入可能。

一个国家的立法者在塑造关于包括上市公司在内的各类公司实体法律规则的时候,必然会强调的一项原则或规则就是公司董事、高管对于股东所要负担的信义义务(fiduciary duty),即掌握公司权力的人应当按照诚实信用原则,以公司(或者公司股东)利益最大化为目标来行事。在普通法下,信义义务存在于包括契约、遗嘱、信托、选举等各种类型的信义关系(fiduciary relationship)之中,⁽¹⁵⁾受托人(fiduciary)需对他承担义务的对象(即“本人”)绝对地忠诚,两者

之间不应有任何的利益冲突,并且受托人不得利用该身份为自己谋利^③。一种典型的状况就是指受托人应当审慎地照料他人的财产。⁽¹⁶⁾

基于这样一种起源于普通法地区的法律信条,现代各国或者各个法域不约而同地通过成文法或者判例法发展出来一套关于公司董事(也适用于公司高管)对作为整体的公司股东承担信义义务的法律规则。例如在公司法领域最有影响力的美国特拉华州公司法的发展历史中,早在1742年就通过法院的判例认定作为公司代理人和受托人的董事在行事时应当达到“忠实与合理勤勉(fidelity and reasonable diligence)”的标准^④,而此后的法院判例则一直坚持认为公司董事应当负担忠实义务(duty of loyalty)与注意义务(duty of care)。⁽¹⁷⁾董事的信义义务规则被视为公司组织内部信任和激励的必要制度,是使得自利者之间的合作得以实现,信任得以制度化的必要保障。^{(18)〔19〕}现行中国《公司法》第147条也以成文规则的形式明确了“董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程,对公司负有忠实义务和勤勉义务”。

董事信义义务的法律制度本质上是为了解决公司的控制权与所有权相分离⁽²⁰⁾而导致的代理成本(agent cost)问题,而信息披露机制(尤其是法定的上市公司信息披露机制)在某种程度上也可以看作是各国公司法为解决现代公司治理中“两权分离”这一基本问题而产生的一种机制性应对。简言之,就是通过信息披露来强调掌握公司控制权的公司董事对公司的实际“主人”股东们负责。当然,法律实践中这项机制的成效还取决于公司法、证券法中诸多关联制度的支持。

现在,当我们把信息披露这一机制运用于环境信息问题上的时候,由于环境信息的使用者超出了公司股东的范围,进而会自然产生的一个问题就是,传统上体现为公司董事与股东关系的信义义务规则能否扩展至董事与股东之外的公司利益相关者之间的关系。这可谓是企业社会责任运动兴起之后公司法所要直面的一个根本性难题:董事究竟应当只是对股东

① 《深圳市中金岭南有色金属股份有限公司重大事件公告》(2010年10月22日)。

② 例如《上海证券交易所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》中就明确要求上市公司披露年度社会责任报告之前必须向交易所提交公司董事会关于审议通过年度社会责任报告的决议。

③ Keech v Sanford [1726] EWHC Ch J76.

④ Charitable Corp. v. Sutton, 2 Atk. 400, 406, 26 Eng. Rep. 642, 645 (Ch. 1742).

(stockholder)负责,抑或是同时还要对利益相关者(stakeholder)负责^①?上市公司环境信息披露法律制度的每一步推动和发展其实都是不断在提醒人们思考这一问题。部分公司法学者提出公司董事应当向多个利益群体负责的理论,即多维信义义务理论(Multifiduciary Duty Theory),强调董事的行为出发点不在于最大化股东利益,而在于最大化公司利益,其行为不一定要完全地或者首要地服务于公司的营利目标。⁽²¹⁾这样的一种利益相关者公司理论可以被看作是公司社会责任法律化主张的主要理论支持来源。但反对意见则认为,对于公司股东之外的其他群体利益的保护,完全可以通过诸如合同法中的诚信原则或者善意原则来实现权利的救济,没有必要通过要求公司董事对其承担信义义务的方式来实现。⁽²²⁾简言之,关于公司承担社会责任的主张与公司法上董事所承担的信义义务这两者之间的关联性在于,信义义务的法律定义通常指向的是“公司的最佳利益(best interests of the corporation)”,然而公司的“最佳利益”是否只是包含公司股东的利益,还是说应当纳入一系列社会成员的利益,这是存在本质区别的。⁽²³⁾既然上市公司披露环境信息显然在通常情况下是一种基于社会利益导向的行为,那么恰当地披露环境信息是否会构成上市公司董事履行信义义务的一项内容,这一定会引发对立的观点。

和在其他国家一样,我国的上市公司环境信息披露法律制度从无到有出现的一个宏观背景就是公众和政府越来越多地对公司社会责任的强调。在法律层面上,2005年修订之后的中国《公司法》第5条以宣言表述的方式规定了“公司从事经营活动,必须遵守法律、行政法规,遵守社会公德、商业道德,诚实守信,接受政府和社会公众的监督,承担社会责任”,从逻辑上来说这似乎为上市公司通过披露环境信息履行社会责任奠定了立法基础,但是这一高度抽象的法律条文在内容构造上并不具备可诉性,⁽²⁴⁾不免有一种停留于口号呼喊的尴尬。理论上,我们可以诉诸司法的能动性,希冀法官通过个案的裁判来“用活”这条规则,然而这只是一美好的设想而已。有学者就认为,虽然在《公司法》修订后,公司承担社会责任已获得强行法上的依据,但公司社会责任承担之实际绩效在很大程度上取决于司法救济的有效性,然而当前公司社会责任的含义模糊不清,法官负担过于繁重使其对不确定的规则缺乏解释热情,而且,商业裁判素养的缺乏,也使得法官无法对公司社会责任这一弹性极强的案件作出裁断。⁽²⁵⁾普通法地区的判例也表明,除非出现公司破产的情形,否则和公司股东不一样的

是,公司的债权人并非董事承担信义义务的受益者,他们没有资格对董事会提起与此相关的诉讼^②。因此,就目前的公司法机制而言,它能否以及在多大程度上容纳公司的社会责任问题,这是存疑的。不断强化上市公司环境信息披露义务,这固然是顺应了公司社会责任的“世界大势”,但正如本文上一部分所分析的,仅有理想化的法律制度文本,而缺乏实施这些法律制度的有效机制,上市公司信息披露规则本身的实用价值也就必然受到贬损。而且,与其说这是一种制度发展过程中的阶段性障碍,毋宁说是上市公司信息披露机制与既有的董事信义义务规则不具有基本的兼容性。

更进一步地来分析,公司社会责任的吁求往往带有“道德”意味,而当我们把公司董事的信义义务看成是一种长期以来基于受托人的道义原则而演化出来的法律规则的话,那么似乎让公司披露环境信息以承担社会责任的做法同以往一切的让掌握公司控制权的董事替全体股东尽心理财的要求其实是一脉相承的。(简单的逻辑就是,董事既然要对股东实施道德性行为,那他们对其他社会成员难道可以摆脱道德约束?)但是,恰恰是那种把公司董事的信义义务视为一种建立在道德信念之上的法律规则的看法⁽²⁶⁾存在着很大的问题,因为这样等于要求作为代理人的公司董事以一种无私和利他的心态去代委托人行事。若这样来理解法律的话,对于公司来说,肯定不是一件好事,因为这会导致雇佣董事的难度增加和雇佣成本的上升。⁽²⁷⁾所以说,公司董事的信义义务其实是反映了董事与公司及全体股东之间的一种契约关系,在这种契约关系下,各方恪守成文或者习惯规则,在经济后果上各取所需(公司获得利润,股东获得分红,而董事则获得薪水和酬金)。这种契约关系看似非常“现实”,甚至“市侩”,不像企业社会责任理念那样拥有“理想情怀”的光环,但恰恰是这种现实的契约关系确保了公司组织的“基业常青”,通过对公司内部人(尤其是董事)信义义务的强调来很大程度上降低了前述伯利和米恩斯所最早揭示的所有权与经营权分离而引致的代理成本。⁽²⁸⁾

基于这样一种逻辑关系的理解,我们就很难将其

① 董事的信义义务究竟是指向公司,还是指向股东,是对应着公司本身利益最大化,还是公司股东利益最大化,这是关于董事信义义务制度的最大争议所在。See Lawrence E. Mitchell: A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes, Texas Law Review, Vol. 70, 1992, pp. 579 - 643.

② N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla, 930 A.2d 92, 103 (Del. 2007); Speer v. Dighton Grain, Inc., 624 P.2d 952, 961 (Kan. 1981).

适用于公司为了股东之外的社会公众而披露环境信息的行为,因为股东之外的相关利益者与公司董事之间并无直接的契约关系,或者说并不存在互相激励的契约关系。在董事通过公司机关向股东披露与股价波动相关的财务信息,其背后实质基础在法律上是信义义务,在经济学上则可以理解为董事受到契约约束和激励而作出的行为。那么,披露环境信息的行为基础何在呢?董事的报酬并非由利益相关者支付,利益相关者也不从公司盈利中分红,因此它们无法通过契约来约束和激励董事的行为,他们本身的行为激励也是来自公司外部(和公司股东明显不同)。在这种情况下,上市公司披露环境信息的内在动力一定是不足的,较之财务信息的披露,环境信息披露的质量一定是存在较大欠缺的,中国上市公司近年来的实践也基本上可以印证这一点,形式大于实质、报喜不报忧、量化指标比例过低等现象普遍存在。⁽²⁹⁾⁶⁷⁻⁶⁸也许有人说,可以通过外部法律和监管规则的强制性要求来推动上市公司环境信息披露工作,还是如上文所分析的,这需要法律制度的有效配套实施,但恰恰在这一点上却仍旧存在很难绕开的制度瓶颈。退一步说,即便公司法的文本明确了公司董事对股东之外的利益相关者承担某种义务,但仍然无法解决的一个问题是,这些习惯了商业判断的公司董事很难像环境 NGO 那样自然地就成为了公众环境利益的代表,⁽¹⁴⁾除非公司法进一步强制性规定董事会中必须要有利益相关者的代表,比如 NGO 组织或者中立专家,但如果这么说的话,公司就会越来越不像公司,公司法也越来越不像公司法,董事会也越来越不像董事会了。(毕竟公司的利益相关者的数量和类别要远远超过股东,环境利益代表者只不过是其中之一。)

对于一个组织来说,我们考察并评价管理这一组织的个体时,我们总要通过设定特定的指标来反映其工作绩效,上市公司当然也不外如是。在这个过程中,我们有可能设立的是单一指标,例如公司的利润;也有可能设定的是多重指标,例如公司的利润以及公司的社会责任。由于公司所有权与控制权的分离,若对掌握公司控制权的董事设定多重目标,则一个现实的风险就是其行为制约机制有可能失灵,导致内部人控制情形的加剧。在经济学家张维迎看来,一个人或企业对社会是不是有贡献,最重要的不是看口头上的责任(responsibility),而是看这种责任的可考核性(accountability),如果“责任”不具有可考核性,有的人声称对所有人负责,其实他可以对谁都不负责,我们没有办法判断他是不是做了分内的事,甚至不知道一个企业是在做好事还是坏事。⁽³⁰⁾当公司的一个董

事被要求对两个利益取向不同的群体(比如,一个群体是股东;另一个群体是社会公众)同时负责时,事实上他变得对这两个利益群体都不必负责了。⁽³¹⁾这也就呼应了 1976 年诺贝尔经济学奖获得者米尔顿·弗里德曼所说的,企业的社会责任就是增加它的利润。⁽³²⁾尽管在公司法的历史发展过程中,对于理想公司治理模式的争论由来已久,但著名公司法学者 Henry Hansmann 和 Reinier Kraakman 发现:如今在全球范围内,所有主要国家的法律都接受了公司治理的“标准的股东主导模式(standard shareholder-oriented model)”,对于公司应当以提升股东的长期价值为其主要目标的这一判断,现在已经不存在有力的挑战了。⁽³³⁾由此可见,上市公司环境信息披露机制的产生,根源于公司社会责任在法律层面上的强化,但是这种强化的真正实现还必须以现有的包括董事信义义务规则在内的公司治理法律体制架构的根本性重建,但这又谈何容易呢? Hansmann 和 Kraakman 经过实证研究之后所下的“公司法历史的终结(the end of history for corporate law)”⁽³³⁾的论断即便有夸大之嫌,但也基本上揭示了公司法发展到当下所呈现出的一种在核心制度层面的趋同态势。而要改变这种制度发展的趋势,在公司治理结构设计中凸显利益相关者的地位,那就不是简单地加入一些宣示性条款就能实现的。

尽管经济学的实证研究表明,为应对政府出台的环境监管措施或者上市公司所发生的环境事故而带来的股价负面反应,企业事前环境信息披露可以降低这种负面反应的程度,⁽³⁴⁾⁽³⁵⁾⁽³⁶⁾但这里需要强调的一个前提是证券市场本身具有较强的稳定性,股价不易出现大起大落的情形。而在中国,在推动上市公司承担更多信息披露义务的时候,我们尤其要考虑到中国证券市场本身固有的脆弱性,而这种脆弱性带来的后果往往就是一项制度的推行在期待收获其本身的目标之外,也许会伤害到市场上普通的投资者群体。上市公司披露环境信息,尤其是披露与之有或多或少关系的负面环境污染事件,这自然导致上市公司一定程度的声誉损失,从而对公司的股价形成一种利空之势。

对于发展中的中国证券市场而言,股价的波动性程度远远超出成熟市场,在这种状况下,强制性的环境信息披露机制很有可能造成市场反应过度的结果,从而进一步刺激了市场的波动性。“及时”但事实上很有可能并不“完整”的环境信息被披露之后,投资者往往无从判断相关环境事件是否对上市公司的盈利状况产生影响或者产生多大影响。一个相关例证

就是2010年上市公司紫金矿业在公告其接到福建省环保厅发出的处罚通知之后,股价不跌反涨,甚至迅速达到涨停板的价位,⁽³⁷⁾其中固然有行政处罚的严厉程度低于市场预期的因素,但一个不可忽视的原因还在于此前在上市公司披露环境信息之后,由于受到舆论和公众的“鞭笞”,上市公司形象一落千丈,使投资者笼罩在悲观的情绪之中,进而形成了市场的过度反应,导致了股价的超跌(2010年7月12日披露环境信息之后,一周之内股价下跌了近17%)。坦率地讲,上市公司股价的大起大落对于上市公司本身(以及上市公司董事和高管)而言并无太大影响,往往受损害最多的就是获取信息和判断风险能力有限的普通中小投资者。这里再一次提醒我们,处理好公司及其董事究竟是对股东负责,还是同时要对利益相关者负责,这不是立法者的一念之差,或者是政策的简单调整就能实现的,而是关乎整个公司法律制度的结构性问题。

五、制度发展的展望

本文从一个特定的视角考察了中国上市公司环境信息披露法律制度的发展进程,即这一机制在运行过程中是否能够与既有的法律体系相契合,从而保证其自身的实施效果符合制度设计者的初衷。然而,从上文所作的分析来看,法定的上市公司信息披露机制很难“嵌入”现有的证券法、公司法运行体系之中,具体表现是:一方面由于证券法与环境法的协调适用困境导致我们很难充分利用既有的证券市场执法机制去保证制度的威慑力;另一方面也无法克服公司社会责任法律化之后带来的股东保护与利益相关者保护之间的矛盾和冲突。

其实,我们可以放宽思路,没有必要非得通过强化刚性法律约束的方式来推动上市公司披露环境信息,毕竟提出建议容易,要落到实处则有太多的现实法律障碍要跨越,尤其在中国法律执行的成本非常高,以往的经验表明无论是证监会的执法活动还是法院对公司法的司法适用都有很大待提高空间。相反地,探索上市公司在自愿的基础上来进行环境信息披露也许是成本相对较低,而可行性相对较强的方案。经济学家的实证研究表明,有效的环境信息披露有助于企业声誉的建立,⁽³⁸⁾而加拿大、法国、德国等大企业的环境信息披露存在着行业内互相模仿的倾向。⁽³⁹⁾对于中国来说,我们当然不能指望能够在短期内达到发达国家公司那种环境信息披露水平,但是随着市场化和国际化的社会声誉机制的逐步确立,也许在未来即便没有法律刚性约束,出于自我利益的考

虑,上市公司也会有比现在更强的环境信息披露动机。比如说,作为非上市公司,华为投资控股有限公司主动向社会公众披露年度可持续发展报告,并且邀请外部审验机构技术检验协会(TüV)对报告进行审验并出具独立的审验报告。⁽⁴⁰⁾根据毕马威会计师事务所(KPMG)在全球范围内对公司披露社会责任信息的统计和研究,近年来跨国公司披露环境信息在内的企业社会信息的比例大幅度增长这一现象背后固然有各国法律强制性要求的原因,但是企业基于各种考量而实施自愿性披露的做法也是重要的推动因素。一个例证就是,截止2013年,在全球最大的250家公司(其中有12%是中国公司)中,有82%的公司自愿采用了全球报告倡议组织(Global Reporting Initiative, GRI)所制定的关于企业社会责任披露的自愿性准则,远远超过了各个国家制定的国别准则所获得适用的比例。⁽⁴¹⁾上市公司主动披露环境信息的行为事实上会受到许多外在的激励,这些激励并不一定像强制性的法律那样给上市公司设定了刚性的法律义务;相反,这些外部的“软法”会通过市场机制来影响上市公司的行为决策,从而实现“利己”与“公益”之间的制度性激励兼容。

在国际范围内,某些商业团体和协会组织会创设一些机制来鼓励公司主动披露环境信息。比如说,英国特许公认会计师公会(Association of Chartered Certified Accountants, ACCA)自1991年开始在英国设立可持续报告奖(Sustainability Reporting Award),对那些在环境信息披露方面表现出色的公司给予表彰和宣传,目前该奖项已经扩至欧洲、北美、大洋洲以及亚洲等大多数发达经济体,形成了相当广泛的国际影响力。⁽⁴²⁾

对于企业来说,外部融资支持是其争取最大化利润过程中的必需条件。而一旦提供融资的机构(商业银行、投资基金、保险公司、债券购买人等)在贷款审批或者项目投资决策过程中纳入环保因素的考虑,那么主动披露环境信息的公司就会多少占得先机。例如,世界银行下属的国际金融公司(International Finance Corporation, IFC)于2003年起在国际银行业间开始倡议关于绿色信贷的“赤道原则(equator principles)”,这一风险管理体系要求商业银行在向企业发放贷款时评估该融资项目对环境的影响。⁽⁴³⁾目前,已有35个国家的84家金融机构正式采纳了“赤道原则”,这覆盖了70%的新增国际项目融资。⁽⁴⁴⁾兴业银行于2009年首次在项目融资中采用了“赤道原则”,⁽⁴⁴⁾并在2015年正式成为了中国首家“赤道银行”。⁽⁴⁵⁾与此同时,呼吁在中国银行业推广适用“赤道

原则”或者在对企业信用评级时引入环境因素的建议主张也日渐增多。⁽⁴⁶⁾ 41-47 在此背景下,企业积极主动地披露环境信息将有利于其获得更高的信用评级,更加容易从“赤道银行”处获得贷款。再比如,近年来,随着作为社会责任投资(social responsibility investment) 形态之一的绿色投资(green investment) 的

兴起,不少投资基金在选择投资目标时越来越看重所投资项目对于环境可持续发展的积极影响。⁽⁴⁷⁾ 随着这类投资基金的规模增加,有融资需求企业的行为势必会受到影响,而对于需要拓展全球化融资渠道的中国企业来说,主动积极地披露环境信息有可能将是获得更多投资基金青睐的有效渠道。

参 考 文 献

- (1) 马维辉. 央行构建绿色金融 上市公司或强制披露环境信息 (N). 华夏时报, 2015-07-22(06).
- (2) 中国环保在线. 《证券市场绿色维权宣言》推出 应建立公益救助基金 (EB/OL). <http://www.hbzhan.com/news/detail/82083.html>, 2016-02-04.
- (3) 陈冬生, 刘学之. 中国上市公司环境责任信息披露评级报告(2013) [M]. 北京: 中国环境出版社, 2014.
- (4) 韩小妮. 环保组织致信港交所纽交所 呼吁调查中海油和康菲 (N). 新闻晨报, 2011-07-07(05).
- (5) 每日经济新闻. 港交所回复 11 家环保组织: 将适当监管中海油 (EB/OL). <http://jingji.cntv.cn/20110712/102301.shtml>, 2016-02-04.
- (6) Louis D. Brandies. Other People's Money: And how the Bankers Use it [M]. F. A. Stokes, 1914, Chapter 5.
- (7) Troy A. Paredes. Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation (J). 81 Washington University Law Quarterly 417, 418 (2003).
- (8) David Campbell. Philip Shrivies & Heike Bohmbach-Saager, Voluntary Disclosure of Mission Statements in Corporate Annual Reports: Signaling What and To Whom? (J). Business and Society Review, Volume 106, Issue 1, pages 65 - 87, Spring 2001.
- (9) Begñoa G. Inchausti. The Influence of Company Characteristics and Accounting Regulation on Information Disclosed by Spanish Firms (J). European Accounting Review, Volume 6, Issue 1, 1997.
- (10) 梁卫浩. 紫金矿业废水外渗污染福建汀江事故迟报 9 天 (EB/OL). <http://green.sina.com.cn/news/roll/2010-07-13/071020664959.shtml>, 2016-02-04.
- (11) 朱谦. 上市公司突发环境事件信息披露的真实性探讨——以紫金矿业环境污染事件为例 (J). 法学评论, 2012, (6): 94-101.
- (12) "Optimal Disclosure: Why Firms Need to Balance 'Hard' and 'Soft' Information" (EB/OL). <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/optimal-disclosure-firms-need-balance-hard-soft-information/>, visited at Feb 04, 2016.
- (13) 许浩. 中金岭南陷污染门 上市公司事故披露待规范 (N). 中国经营报, 2010-10-30(06).
- (14) David M. Ong. "Locating the 'Environment' within Corporate Social Responsibility: Continuing Problems of Legal Definition and Representation", in Nina Boeger, Rachel Murray and Charlotte Villiers (eds.), Perspectives on Corporate Social Responsibility (M). Edward Elgar, 2008.
- (15) Definition of "fiduciary duties" (by Tamar Frankel) in Peter Newman (ed.). The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law (M). Definition of "fiduciary duties", Vol. 2, Palgrave Macmillan, 1998.
- (16) Gerald Lins & Thomas Lemke. ERISA for Money Managers (2014-2015) [M]. Chapter 1, Legal Works, 2014.
- (17) Constance Frisby Fain. Corporate Director and Officer Liability (J). 18 U. ARK. LITTLE ROCK L. REV. 417, 419-20 (1996).
- (18) Ernest J. Weinrib. The Fiduciary Obligation (J). University of Toronto Law Journal, Vol. 25, 1975, pp. 1-22.
- (19) Lawrence E. Mitchell. The Importance of Being Trusted (J). Boston University Law Review, Vol. 81, 2001, pp. 102-128.
- (20) Adolf A. Berle and Gardiner C. Means. The Modern Corporation and Private Property (M). Harcourt, Brace & World, 1932.
- (21) Margaret M. Blair and Lynn A. Stout. A Team Production Theory of Corporate Law (J). Virginia Law Review, Vol. 85, 1999, pp. 247-328.
- (22) Stephen M. Bainbridge. Corporate Law and Economics (M). Foundation Press, 2002.
- (23) James D. Cox and Thomas Lee Hazen, Corporations (M). Aspen Publishers, 2003.
- (24) 赵万一, 张长健. 后立法时代的中国公司法可诉性 (J). 北方法学, 2014, (1): 41-51.
- (25) 罗培新. 我国公司社会责任的司法裁判困境及若干解决思路 (J). 法学, 2007, (12): 68-75.

- (26) Joseph F. Johnston, Jr. . Natural Law and the Fiduciary Duties of Business Managers (J). Journal of Markets & Morality Volume 8, Number 1 (Spring 2005) : 27 - 51.
- (27) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel. Contract and Fiduciary Duty (J). The Journal of Law and Economics, 1993, 36 Journal of Law & Economics 425.
- (28) Adolf A. Berle and Gardiner C. Means. The Modern Corporation and Private Property (M). Harcourt, Brace & World, 1932.
- (29) 蔡刚. 我国上市公司社会责任披露实证研究 (M). 北京: 经济管理出版社, 2015.
- (30) 张维迎. 正确解读利润与企业社会责任 (N). 经济观察报, 2007 - 08 - 24(06) .
- (31) Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel. The Economic Structure of Corporate Law (M), Harvard University Press, 1991.
- (32) Milton Friedman. "The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits" (N). The New York Times Magazine (New York: 1970) .
- (33) Henry Hansmann and Reinier Kraakman. "The End of History for Corporate Law" (J). Georgetown Law Journal, 2001, Vol. 89, pp. 439 - 468.
- (34) Walter G. Blacconiere & Dennis M. Patten, Environmental Disclosures, Regulatory Costs, and Changes in Firm Value (J). Journal of Accounting and Economics, 1994, vol. 18, issue 3, pages 357 - 377.
- (35) Martin Freedman & Dennis M Patten. Evidence on the Pernicious Effect of Financial Report Environmental Disclosure (J) . Accounting Forum, Volume 28, Issue 1, March 2004, Pages 27 - 41.
- (36) Austin L. Reitenga. Environmental Regulation, Capital Intensity, and Cross - Sectional Variation in Market Returns (J) . Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 19, Issue 2, June 2000.
- (37) 杨建. 紫金矿业被罚近千万仍奔涨停 (EB/OL). <http://stock.hexun.com/2010-10-11/125088752.html>, 2016 - 02 - 04.
- (38) J. Hasseldine. A. I. Salama? & J. S. Tom, Quantity versus quality: the impact of environmental disclosures on the reputations of UK Plcs (J). The British Accounting Review, Volume 37, Issue 2, June 2005, Pages 231 - 248.
- (39) Walter Aerts. Denis Cormier& Michel Magnan, Intra - industry Imitation in Corporate Environmental Reporting: an international perspective (J). Journal of Accounting and Public Policy, 2006, Vol. 25, Issue 3, pp. 299 - 331.
- (40) 华为可持续发展报告 (EB/OL). www.huawei.com/cn/sustainability/sustainability-report, 2016 - 02 - 04.
- (41) "The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2013" (EB/OL). <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2015/08/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2013>.
- (42) "Sustainability Matters" (EB/OL). ACCA Policy Paper Sustainability Matters, May 20, 2014, <http://www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/PDF-technical/sustainability-reporting/tech-tp-smapp>.
- (43) "ABOUT THE EQUATOR PRINCIPLES" (EB/OL). <http://www.equator-principles.com/index.php/about-ep/about-ep>.
- (44) 邵芳卿. 中国银行业揭开适用赤道原则序幕 (N). 金融时报, 2009 - 12 - 23(04) .
- (45) "Equator Principles Association Members & Reporting" (EB/OL). <http://www.equator-principles.com/index.php/members-reporting>.
- (46) 绿色金融工作小组. 构建中国绿色金融体系 (M). 北京: 中国金融出版社, 2015.
- (47) Albert Phung. "What are green investment?" (EB/OL). <http://www.investopedia.com/ask/answers/07/green-investments.asp>, visited at Feb 04, 2016.

(本文责任编辑 肖新喜)