

環境、社會與治理（ESG）資訊揭露 之規範

以重大性之判斷為核心

壹、前言

貳、重大性之傳統內涵

一、美國法上之重大性意涵

- （一）與合理投資人概念相連結
- （二）合理投資人概念下之不具重大性事由
- （三）詐欺市場理論對於合理投資人概念之置換

二、論者之檢討

- （一）合理投資人內涵之檢視
- （二）效率市場假設之省思

三、我國重大性概念之繼受

- （一）TSC 及 Basic 標準之有限繼受
- （二）質量性指標判斷之轉向
- （三）其他判斷標準紛陳

參、ESG 概念之探討

一、內涵之釐清

- （一）緣起
- （二）風潮之興起

二、與類似概念之關係

- （一）社會責任投資
- （二）公司社會責任
- （三）永續發展

三、小結

肆、ESG 資訊揭露之規範框架及重大性之判斷

一、資訊揭露對於利害關係人之效用

二、若干規範框架之考察

(一) 自願揭露框架

1. GRI 準則與 GRI 標準
2. IR 框架
3. SASB 準則
4. TCFD 建議
5. IFRS S1 與 IFRS S2

(二) 歐盟法

(三) 美國法

三、ESG 資訊重大性之不同判斷標準

(一) 財務重大性為中心之階層化重大性標準

(二) 動態重大性

(三) 雙重重大性

伍、由 ESG 資訊揭露之重大性反思我國規範

一、相關規定及其疑義

(一) 相關規定之鳥瞰

(二) 若干疑義

1. 不同揭露框架併存下之資訊可比較性
2. 不同概念混用下之基本認知混淆
3. ESG 資訊之重大性標準未臻一致

二、既有規範下之 ESG 資訊重大性判斷及其法律效果

(一) 企業社會責任報告書／永續報告書

(二) 年報準則附表二之二之二

(三) 年報其他記載項目、重大資訊公告及財報

(四) ESG 資訊揭露之民事責任

(五) ESG 資訊揭露之刑事責任

三、由合理投資人面貌之形塑建構 ESG 資訊之重大性標準

(一) 現行重大性標準之輕重失衡與混淆

(二) 確立以合理投資人投資決策為中心之重大性標準

(三) 合理投資人認知之再建構

陸、結論

壹、前言

ESG 為環境 (environment)、社會 (society) 及治理 (governance) 三者之合稱，近來為投資人所關注，成為公司法及證券交易法上之熱門話題，我國於 2020 年 8 月發布之公司治理藍圖 3.0 中，亦宣示將參考國際準則規範強化永續報告書揭露，將氣候風險聯結至公司治理，以提升企業資訊透明度，並研議依上市櫃公司產業別，揭露具備公司財務重大性及投資人投資決策有用性之 ESG 相關資訊，俾利投資人作為投資決策參考¹。

在 ESG 資訊揭露的相關討論中，如何判斷該等資訊具有重大性 (materiality) 而應予揭露，乃論者及比較法上之焦點，蓋此不僅將影響資訊揭露之範圍，並將決定相關法律責任之有無，亦應為我國擘劃 ESG 資訊揭露相關制度時，所需釐清確立者，而有探討必要。

ESG 資訊固然與傳統之財務資訊有別，而需思考其重大性應如何認定，然在此之前，應先釐清我國現有規範下之重大性標準，若貿然為 ESG 資訊另設重大性標準，反將治絲益棼。因此，本文第貳部分將由美國法出發，探討彼邦上重大性之內涵及所涉議題，並與我國法之繼受狀況對照，以呈現其中落差與所涉之問題。

在釐清我國之規範現況後，吾人雖得立即開始探討 ESG 資訊之重大性標準，然如能先解明 ESG 此一概念之內涵，理解該等資訊揭露係基於何種理念而來，將能進一步掌握各種 ESG 資訊重大性標準之背後思維，而有助於分析我國規範。因此，本文將於第參部分，探討 ESG 概念之內涵，並與類似概念相比較，以進一步呈現其輪廓。在前兩部分之基礎上，本文接續於第肆部分介紹若干主要自願揭露框架，以及美國與歐盟

¹ 金融監督管理委員會，公司治理 3.0——永續發展藍圖（以下簡稱「公司治理藍圖 3.0」），頁 21，2020 年 9 月 3 日，<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=992&parentpath=0,8,882,884>（最後瀏覽日：2021 年 5 月 30 日）。

法等法域之規範，以呈現國際上關於 ESG 資訊揭露之規範現況，並歸納整理目前主要之 ESG 資訊重大性判斷標準，而於第伍部分就我國之 ESG 資訊揭露規範提出若干思考與檢討，最後於第陸部分提出結論。

貳、重大性之傳統內涵

資訊揭露為證券交易法制中不可或缺之部分。以美國法為例，彼邦於制定 1933 年證券法（Securities Act of 1933）及 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）之初，即以資訊揭露為前提進行規劃，並延續至今²，其背後的思維，在於使投資人獲取充足資訊後，得以自行作成投資決策，促成資本之有效配置，係以效率資本市場假說（efficient capital market hypothesis）為基礎而建構³。資訊揭露亦為我國證券交易法採用之主要原則，而散見於證券交易法之各項規範⁴。

具體而言，資訊揭露對於投資人所帶來之效益，主要有四。首先，資訊揭露得以使投資人及市場專業人士易於掌握公司之真實狀況，有助於緩解投資人與內部人間之資訊落差⁵；經營者在知悉其行為受到證券市場相關人士關注下，亦將勤勉行事⁶，倘有任何不當作為，投資人可即時知悉並採取法律行動⁷，而具有嚇阻市場詐欺及內線交易等行為之作用。

2 Steven M. Davidoff & Claire Hill, *Limits of Disclosure*, 36 SEATTLE U. L. REV. 599, 605-06 (2013). 強制資訊揭露在立法論上是否妥適，論者有熱烈討論，相關介紹請參見林建中，從證券法觀點觀察強制公開揭露理論的界線與替代模型，科技法學評論，10 卷 2 期，頁 86-104，2013 年 12 月。

3 Troy A. Paredes, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, 81 WASH. U. L. Q. 417, 423-24 (2003).

4 賴英照，最新證券交易法解析，頁 47、210、275，2020 年 4 月 4 版。

5 Michael D. Guttentag, *Protection from What: Investor Protection and the JOBS Act*, 13 U.C. DAVIS BUS. L.J. 207, 223-27 (2013).

6 Louis Lowenstein, *Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage What You Measure*, 96 COLUM. L. REV. 1335, 1339 (1996).

7 Ann M. Lipton, *Not Everything Is About Investors: The Case for Mandatory Stakeholder Disclosure*, 37 YALE J. ON REG. 499, 509 (2020); Donald C. Langevoort, *Disasters and Disclosures: Securities Fraud Liability in the Shadow of a Corporate Catastrophe*, 107

再者，在資訊揭露的要求下，經營者必須對於法令要求應予揭露之事項，將投入心力予以關注，從而資訊揭露對於經營者之行為亦有引導作用，使之察覺公司營運上之缺失，並予以改善⁸。

三者，投資人在獲取揭露之資訊後，得以形成對於公司價值之評斷，使投資人得以比較不同投資標的並據以作成投資決策，將使得營運表現較佳（或具有潛力）者得以脫穎而出⁹，而在投資人皆趨向優質公司下，促成資本的效率配置¹⁰。

最後，在證券市場因資訊揭露而得以嚇阻詐欺及內線交易等行為、投資人並得以精確評價公司價值使其投資受有回報下，將強化投資人對於證券市場的信心，促使資金流向證券市場。在資金充分供給下，需求者得以較低成本獲取資本，進一步促進產業之發展¹¹。

然而，資訊揭露雖有其效益，卻不可忽視其亦有相應成本，若過度課與資訊揭露義務，將降低公司進入資本市場之誘因¹²。因此，除了謹慎規定資訊揭露之範圍，美國法上亦透過重大性要件之操作，使公司僅需揭露重大資訊¹³，或僅因重大資訊之不（實）揭露而負擔相關法律責任¹⁴。因此，如何界定重大性之內涵，其重要性自不言可喻。因我國證券交易法上之重大性概念，主要是承襲自美國法而來，故本文以下將先

GEO. L.J. 967, 981 (2019).

8 Robert B. Thompson & Hillary A. Sale, *Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections Upon Federalism*, 56 VAND. L. REV. 859, 873-74 (2003).

9 Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 BAYLOR L. REV. 139, 152-53 (2006).

10 John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717, 734 (1984).

11 Ripken, *supra* note 9, at 154.

12 Jeff Schwartz, *The Twilight of Equity Liquidity*, 34 CARDOZO L. REV. 531, 545 (2012).

13 George S. Georgiev, *Too Big to Disclose: Firm Size and Materiality Blindspots in Securities Regulation*, 64 UCLA L. REV. 602, 617-20 (2017).

14 美國法上投資人用以主張證券責任之規定，主要為 1934 年證券交易法§ 18(a)、§ 10(a)授權制定之 Rule 10b-5，以及 1933 年證券法§ 11，三者皆以不實陳述或隱匿之重大性，作為責任要件。參見莊永丞，論證券交易法第 20 條之 1 之功過得失，月旦財經法雜誌，頁 60，2015 年 5 月。

介紹美國法上對於重大性之定義，以及論者對此定義之檢討，再進一步呈現我國之繼受狀況，以解明兩國重大性內涵之異同。至於本文對於我國重大性內涵之檢討，將於解明 ESG 概念內涵、ESG 資訊揭露之規範，並呈現我國現有規範現狀後，於第五、三、部分進行。

一、美國法上之重大性意涵

美國雖不乏於法規中，使用重大性一詞，但並未對其內涵有所規定¹⁵，而是由美國聯邦最高法院於 1976 年之 *TSC* 中，確立重大性之定義¹⁶。在該案中，美國聯邦最高法院將重大性，界定為合理股東（reasonable shareholder）在決定如何投票時，很有可能認定為重要之事項¹⁷；換言之，若一事項之未揭露，很有可能被合理投資人（reasonable investor）認為將顯著改變可得資訊之組成，則該事項即具有重要性¹⁸。在後續 *Basic* 中，美國聯邦最高法院再次重申 *TSC* 之重大性內涵，並對於是否發生具有不確定性之事項，發展出可能性／強度（probability/magnitude）標準，綜合考量一事件在特定時間內發生之可能性，以及該事件若發生將對公司整體活動之影響，判斷是否具有重大性¹⁹。

（一）與合理投資人概念相連結

由上開重大性之定義，可知美國法並未以該資訊是否有改變投資人決策之效果為斷²⁰，而是從程序面的角度，以合理投資人之認知界定重

15 Dale A. Oesterle, *The Overused and Under-defined Notion of "Material" in Securities Law*, 14 J. U. PA. BUS. L. 167, 169-70 (2011).

16 在 *TSC* 前，美國聯邦最高法院即曾嘗試就重大性進行定義（*Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375, 384 (1970)），然該定義並不充足，故美國聯邦最高法院在 *TSC* 加以調整，而沿用至今。See Oesterle, *supra* note 15, at 171-73.

17 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976).

18 *Id.*

19 *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 238 (1988).

20 MARC I. STEINBERG, *RETHINKING SECURITIES LAW* 21 (2021).

大性之內涵²¹，只要合理投資人認為所涉資訊之加入將會改變基礎事實，即為已足。故法院如何建構合理投資人之形象，將會對於重大性認定之寬嚴，帶來直接影響。

過往美國法院之判決曾有認為，合理投資人對於整體經濟環境有所認識²²，並對於證券市場²³及會計原則²⁴有基本認知，而瞭解自身風險承受能力並知悉應分散投資風險²⁵、金錢具有時間價值（time value of money）²⁶、資產運用方式之決定有其機會成本²⁷、知悉保證金帳戶（margin account）之運作機制²⁸，並對於設有假設前提之資訊有所保留而不會盡信²⁹。此外，合理投資人有能力自行計算，故只要前提事實皆已揭露，將得以自行得出結果，故結果之未揭露不具有重大性³⁰。儘管如此，合理投資人無須具備如同證券分析師般之技能，倘一事項需具備該等專業技能始能被推導得出，則該事項仍具有重大性，而仍應揭露³¹。

由此可知，美國案例法下之合理投資人，係具有經濟理性而不帶有偏見（bias）之人，渠等專注於創造自身財富³²，並為散戶投資人（retail investor），故雖被要求具有一定金融知識，但無須達專業人士之等級³³。

21 劉連煜，內線交易重大消息的範圍及其公開方式的認定，台灣法學雜誌，87 期，頁 300，2006 年 10 月。

22 *In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation*, 7 F.3d 357, 377 (3d Cir. 1993).

23 *Vaughn v. Teledyne, Inc.*, 628 F.2d 1214, 1220 (9th Cir. 1980).

24 *Rubin v. Long Island Lighting Co.*, 576 F. Supp. 608, 613 (E.D.N.Y. 1984).

25 *Dodds v. Cigna Securities, Inc.*, 12 F.3d 346, 351 (2d Cir. 1993).

26 *Levitin v. PaineWebber, Inc.*, 159 F.3d 698, 702 (2d Cir. 1998).

27 *Kahn v. Wien*, 842 F. Supp. 667, 676 (S.D.N.Y. 1994).

28 *Zerman v. Ball*, 735 F.2d 15, 21 (2d Cir. 1984).

29 *Harris v. Ivax Corp.*, 182 F.3d 799, 807 (11th Cir. 1999).

30 *Werner v. Werner*, 267 F.3d 288, 299 (3d Cir. 2001).

31 *Virginia Bankshares v. Sandberg*, 501 U.S. 1083, 1097 (1991).

32 Tom C. W. Lin, *Reasonable Investor(s)*, 95 B.U. L. REV. 461, 467 (2015). 另外，Hoffman 教授分析聯邦第二巡迴上訴法院轄下之 472 份法院意見，亦得出相同結論。See David A. Hoffman, *The "Duty" to Be a Rational Shareholder*, 90 MINN. L. REV. 537, 594, 609 (2006).

33 Amanda M. Rose, *The "Reasonable Investor" of Federal Securities Law: Insights from Tort Law's "Reasonable Person" and Suggested Reforms*, 43 J. CORP. L. 77, 90 (2017).

（二）合理投資人概念下之不具重大性事由

在合理投資人概念下，美國法院進一步形成若干用以認定不實陳述不具有重大性之論述。

首先，若公司所提出者，乃浮誇陳述（puffery），則會被認為不具有重大性。所謂浮誇陳述，因在美國法上被廣泛應用於郵件詐欺（mail fraud）、不實廣告及證券詐欺等各種不同領域，難以歸納出一核心內涵³⁴，惟在證券法的脈絡中，則係泛指過於模糊、樂觀，而不包含具體事實或不實內容之陳述³⁵。此等浮誇陳述之相關抗辯，係於 1980 年代中期開始應用於證券法的脈絡中³⁶，為美國實務據以認定不實陳述不具有重大性，而據以駁回原告訴訟³⁷，但因缺乏論理，而有被質疑僅是法官用以擺脫無謂或疑難案件之藉口³⁸。不過因浮誇陳述性質上屬於一種意見陳述（statement of opinion），而美國聯邦最高法院於 2015 年作成 *Omnicare* 判決，就意見陳述之證券責任建立審查框架後³⁹，有認為將限制此等抗辯之適用，使被告未必得以輕易藉此脫免責任⁴⁰。

³⁴ David A. Hoffman, *The Best Puffery Article Ever*, 91 IOWA L. REV. 1395, 1397 (2006).

³⁵ *Shaw v. Digital Equipment Corp.*, 82 F.3d 1194, 1217 (1st Cir. 1996); Adi Osovsky, *Puffery on the Market: A Behavioral Economic Analysis of the Puffery Defense in the Securities Arena*, 6 HARV. BUS. L. REV. 333, 337 (2016).

³⁶ Donald C. Langevoort, *Are Judges Motivated to Create “Good” Securities Fraud Doctrine?*, 51 EMORY L.J. 309, 311 (2002).

³⁷ Joan MacLeod Heminway, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman?*, 15 WM. & MARY J. WOMEN & L. 291, 302-32 (2009) (listing puffery cases).

³⁸ Stephen M. Bainbridge & G. Mitu Gulati, *How Do Judges Maximize? (the Same Way Everybody Else Does-Boundedly): Rules of Thumb in Securities Fraud Opinions*, 51 EMORY L.J. 83, 111-12, 119-22 (2002). 惟亦有認為，此乃重大性概念定義射程範圍過廣下，美國實務用以調控之手段。See Oesterle, *supra* note 15, at 191.

³⁹ *Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund*, 135 S. Ct. 1318 (2015). 關於意見陳述之證券責任，國內已有文獻加以探討，而請參見黃朝琮、張兆恬，意見表達之證券責任，公司法論文集 V：審議民主與資訊流通，頁 157-222，2026 年 1 月 2 版。

⁴⁰ James D. Cox, *“We’re Cool” Statements After Omnicare: Securities Fraud Suits for*

再者，美國法院早於 1986 年即有採取警示告知原則 (bespeaks caution doctrine)⁴¹，認為若展望性陳述 (forward-looking statement) 伴隨足夠的警語或風險揭露，將不致生證券詐欺責任⁴²。由以上說明可知，警示告知原則被認為係適用於展望性陳述，而不適用於現在或過去之陳述⁴³，但其內涵為何⁴⁴，所阻卻之要件又為何⁴⁵，不同法院則有不同闡述，其中之一即認為該等警語或風險揭露之存在，將會使得不實陳述在合理投資人之認知中，不具有重大性⁴⁶。

最後，美國法院也有認為，若不實陳述所涉事項，並未對於公司之業務造成顯著影響，則該等陳述實屬微不足道 (trivial)，而不具有重大性⁴⁷。在判斷不實陳述是否微不足道時，法院係以其對於公司業務影響之比例，由量的角度加以評斷⁴⁸，但又指明其中並無絕對標準，而需個案判斷⁴⁹。儘管如此，此等以量化標準決定重大性之作法，並非毫無爭議，美國法上亦有判決認為不應單純以數學方法，作為判斷是否具有重大性之唯一依據⁵⁰。

Failures to Comply with the Law, 68 SMU L. REV. 715, 718 (2015).

41 Langevoort, *supra* note 36, at 311 (citing *Luce v. Edelstein*, 802 F.2d 49 (2d Cir. 1986)).

42 *In re Atossa Genetics Inc. Securities Litigation*, 868 F.3d 784, 798 (9th Cir. 2017).

43 *Iowa Public Employees' Retirement System v. MF Global, Ltd.*, 620 F.3d 137, 142 (2d Cir. 2010).

44 Donald C. Langevoort, *Disclosures That "Bespeak Caution"*, 49 BUS. LAW. 481, 483 (1994).

45 Jennifer O'Hare, *Good Faith and the Bespeaks Caution Doctrine: It's Not Just a State of Mind*, 58 U. PITT. L. REV. 619, 628-41 (1997).

46 *Trump*, 7 F.3d at 371.

47 Bainbridge & Gulati, *supra* note 38, at 125; Hoffman, *supra* note 32, at 579.

48 *In re Westinghouse Securities Litigation*, 90 F.3d 696, 714 (3d Cir. 1996).

49 *In re Unisys Corp. Securities Litigation*, No. CIV. A. 00-1849, 2000 WL 1367951, at *5 (E.D. Pa. Sept. 21, 2000).

50 *Ganino v. Citizens Utilities Co.*, 228 F.3d 154, 162-64 (2d Cir. 2000).