

比較法視角下 ESG 資訊揭露之重大性判斷 ——以企業價值連結為核心，兼論董事監督責任

Materiality of ESG Disclosures in Comparative Perspective: The Enterprise-Value Nexus and Directors' Oversight Duties

李冠緯 (Kuan-Wei Lee)

摘要

ESG 資訊具公共重要性，不等於其在證券法上具有重大性。本文比較美國合理投資人標準、歐盟雙重重大性、ISSB 投資人導向準則與臺灣新制。本文以企業價值連結作為銜接永續事項、企業前景與投資決策的證據工具，提出四階段審查：法源、文件與揭露義務；合理投資人重大性；不實或誤導；主觀要件、因果關係與法律效果。臺灣應區分永續報告書及年報專章的功能，並以明文規範銜接民刑事責任。董事監督義務應以強制法遵、任務關鍵風險及明顯紅旗為核心，一般永續策略原則上仍屬商業判斷。

關鍵詞： ESG、重大性、企業價值連結、證券詐欺、董事監督義務

Abstract

The public importance of ESG information does not by itself make that information material under securities law. This Article compares the U.S. reasonable-investor test, the EU's double-materiality regime, the investor-oriented ISSB standards, and Taiwan's new annual-report rules. This Article uses an enterprise-value nexus as an evidentiary tool for linking sustainability matters to corporate prospects and investor decision-making. The Article develops a four-stage framework that separately examines the legal source, document, and disclosure duty; reasonable-investor materiality; falsity or misleadingness; and culpability, causation, and remedies. Taiwan should distinguish the reporting functions of sustainability reports and annual-report disclosures, and should define their civil and criminal consequences by legislation. Directors' oversight duties should focus on legally mandated compliance, mission-critical risks, and clear red flags, while ordinary ESG strategy generally remains within managerial discretion.

Keywords: ESG; Materiality; Enterprise-Value Nexus; Securities Fraud; Directors' Oversight Duties

比較法視角下 ESG 資訊揭露之重大性判斷

——以企業價值連結為核心，兼論董事監督責任

壹、序言

一、問題之提出

證券法上之重大性，係揭露義務與不實陳述責任之篩選標準。資訊縱然與環境保護、人權或社會公平密切相關，如不足以影響合理投資人的投資判斷，原則上仍不因其公共重要性而當然成為證券法上之重大資訊。反之，永續事項雖未列入傳統財務報表，但其若足以影響企業現金流量、資金取得能力、資本成本、營運資格或核心資產安全，即可能顯著改變投資人所掌握資訊的整體組成。ESG 資訊的法律問題，正在於如何劃定這兩者的界線。¹

現行永續揭露制度並未採取單一目的。歐盟以雙重重大性同時觀察企業對環境社會的影響，以及永續事項對企業的財務影響；ISSB 以通用目的財務報告主要使用者的決策為中心；美國證券法則仍由合理投資人、法定揭露項目與反詐欺規範共同決定責任。制度目的不同，本非缺陷。問題在於，若未先區分規範所追求的法律效果，便可能把行政上應報導的資訊直接轉化為民事賠償或刑事處罰；也可能因永續報告書的法源位階有疑義，而使具體且足以誤導投資人的漂綠陳述逸脫責任。²

臺灣的問題尤其明顯。上市、上櫃公司自 2025 年起原則上均須編製永續報告書，但此項義務主要建立於證券交易所及櫃檯買賣中心的作業規範。永續報告書是否屬證券交易法第 20 條第 2 項所稱「依本法規定申報或公告」之文件，因而發生爭議。另一方面，2025 年底修正的公開發行公司年報應行記載事項準則，已新增永續相關財務資訊專章及明確的投資人導向重大性定義，並自 2026 會計年度起依公

¹ 參黃朝琮，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，臺北大學法學論叢，第 122 期，2022 年 6 月，頁 5-6、93-95；楊岳平，公司治理 ESG 法制與公司目的論辯——以 2023 年 G20/OECD 公司治理原則為參考，臺灣財經法學論叢，第 7 卷第 1 期，2025 年 1 月，頁 278-279。

² Hans B. Christensen, Luzi Hail & Christian Leuz, *Mandatory CSR and Sustainability Reporting: Economic Analysis and Literature Review*, 26 REV. ACCT. STUD. 1,176, 1,178-80 (2021); Ruth Jebe, *The Convergence of Financial and ESG Materiality: Taking Sustainability Mainstream*, 56 AM. BUS. L.J. 645, 646-49 (2019)；賴英照，永續報告書的法律定位，台灣法律人，第 36 期，2024 年 6 月，頁 1-9、16-23；莊永丞，永續報告書之罪與罰——永續報告書與證券詐欺責任，當代法律，第 27 期，2024 年 3 月，頁 6-14。

司規模分階段適用。準此，臺灣現今面對的已非單純「欠缺 ESG 重大性標準」，而是兩種文件、兩套重大性與多種法律效果如何銜接的問題。³

二、本文立場與研究問題

有學者先前已由重大性在證券法上的篩選功能出發，依序整理傳統合理投資人標準、國際永續揭露框架及臺灣規範，並指出我國同時援引不同框架後，可能發生重大性標準並存而法律效果未明的問題。此一分析路徑具有重要啟發：在討論 ESG 之前，須先回答重大性服務何種使用者、何種文件與何種責任；其後始能比較財務重大性、影響重大性與雙重重大性。本文承接此一問題設定及層次安排，但因該文發表後規範已有顯著變動，尚須依 IFRS S1 最終文本、歐盟後續立法及臺灣年報新制重新檢驗。IFRS S1 先要求企業辨識可合理預期影響其前景的永續相關風險與機會，再判斷相關資訊如經遺漏、誤述或模糊化，是否可合理預期影響通用目的財務報告主要使用者的決策。企業前景係以短、中、長期的現金流量、籌資可得性及資金成本為具體內容。據此，本文以「企業價值連結」指稱永續事項影響企業前景的傳導關係，並以之作為具體化投資決策關聯的證據工具；其不能取代合理投資人或主要使用者標準。⁴

依此，本文處理四項問題。第一，ESG 資訊進入證券法時，傳統合理投資人、可能性與影響程度、吹噓言論、意見陳述及純粹遺漏等法理，應如何適用？第二，美國、歐盟及 ISSB 的重大性概念，各自服務何種規範目的，得否相互替代？第三，臺灣永續報告書與年報新制的法源、內容及法律效果有何差異，如何避免行政、民事及刑事責任彼此錯接？第四，外部揭露義務何時反向形成董事的內部資訊治理責任，而不致使一般 ESG 策略均成為司法審查對象？

本文認為，重大性並非責任的全部，而只是一項必要但非充分的判斷。ESG 不實揭露應依四階段處理：先確認法源、文件及揭露義務；其次判斷資訊對合理投資

³ 臺灣證券交易所，臺灣永續資訊揭露之發展，2025 年 5 月 26 日，https://www.twse.com.tw/market_insights/zh/detail/8a8216d696b406fc0196f5ab87eb013d（最後瀏覽日：2026 年 7 月 15 日）；金融監督管理委員會，公開發行公司年報應行記載事項準則第 7 條第 2 項、第 10-1 條，2025 年 12 月 19 日修正，<https://law.fsc.gov.tw/LawContent.aspx?id=FL007032>（最後瀏覽日：2026 年 7 月 15 日）。

⁴ 參黃朝琮，前引註 1，頁 1-2、20-24、67-75、93-95；IFRS Foundation, *Basis for Conclusions on IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information* ¶¶ BC35-BC41, BC67-BC74 (2023), <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/html-standards-issb/english/2023/issued/issbs1-bc.html> (last visited July 15, 2026); Directive (EU) 2026/470, 2026 O.J. (L 470) 1；金融監督管理委員會，前引註 3，公開發行公司年報應行記載事項準則第 10-1 條。

人是否重大；再審查陳述在其脈絡下是否不實或誤導；最後依各該責任分別證明主觀要件、交易及損失因果關係與法律效果。此一架構的實益，在於既不以「ESG」標籤擴張責任，也不以文件名稱或抽象願景掩飾可驗證的不實陳述。相較於既有研究，本文的推進有四：其一，依最終版 IFRS S1 區分永續風險與機會之辨識及相關資訊之重大性判斷；其二，納入臺灣年報第 10-1 條後的雙軌文件體系；其三，依 *Macquarie* 案將純粹遺漏與半真半假陳述置於義務階段處理；其四，把外部重大性判斷銜接至董事會的資訊治理程序，而非將 ESG 本身當作獨立義務來源。

三、研究範圍與文章架構

本文所稱 ESG 資訊，包含環境、社會及治理事項中，以年報、永續報告書、公開說明書、重大訊息或其他公開陳述向市場傳達者。本文不全面討論企業目的、企業社會責任或個別環境法上的實體義務，而集中於資訊揭露、證券責任及董事監督的接口。此種限縮並非否定利害關係人保護，而是避免把不同法領域的保護目的壓縮為同一重大性概念。

以下第貳章先說明重大性的傳統內涵及其責任界線；第參章比較美國、歐盟、動態重大性及 ISSB；第肆章檢討臺灣永續報告書與年報新制；第伍章提出企業價值連結下的四階段反漂綠模型，並討論風險可計算性、安全港及外部守門人；第陸章處理董事監督義務；第柒章則提出解釋與立法建議。

貳、重大性之傳統內涵與責任界線

一、重大性作為責任篩選標準

重大性概念之功能，在於避免發行人揭露無限資訊，亦避免投資人僅憑任何不正確陳述即主張證券責任。資訊過多不必然提高市場效率；不具決策關聯的資料反而可能遮蔽真正重要的風險。重大性因而同時保護投資人與發行人：前者取得足以判斷價值與風險的資訊，後者不必對每一項錯誤或遺漏負責。⁵

此一功能對 ESG 尤為重要。永續事項的時間範圍長、因果鏈複雜，且常同時涉及投資人、消費者、勞工與社區。若以議題於公共政策上之重要性作為證券法標準，責任範圍將隨社會價值判斷而變動，欠缺可預測性；若僅承認已列入財務報表的數字，則又將忽略尚未實現、但足以改變企業前景的核心風險。較為妥適之方法應係維持合理投資人標準，再由產業、時間、規模、內部資料及傳導路徑具體判斷。

二、合理投資人與資訊的整體組成

美國聯邦最高法院於 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* 指出，遺漏資訊如有實質可能性為合理股東所重視，或其揭露會顯著改變可得資訊的整體組成，即具有重大性。法院拒絕採取「任何可能有幫助的資訊」標準，正是為避免企業以大量瑣碎資料淹沒投資人。⁶ *Basic Inc. v. Levinson* 再將該標準適用於 Rule 10b-5，並提出可能性與影響程度的權衡標準，重大性遂成為證券詐欺的核心客觀要件之一。⁷

合理投資人並非特定原告，亦非市場中最敏感或最冷漠的投資人，而是規範上之客觀判準。判斷時應觀察陳述內容、公司規模、產業特性、既有公開資訊及陳述所在文件。相同的工安事故，對以單一工廠為核心資產的公司與高度分散的企業，影響可能不同；相同的排放數字，置於公司承諾以減碳取得融資優惠的脈絡，也可能比一般政策宣示更具決策關聯。重大性絕非資訊的固有屬性，而是資訊與決策脈絡的關係。⁸

⁵ 參黃朝琮，前引註 1，頁 7–24；*TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 448–49 (1976)。

⁶ *TSC Indus.*, 426 U.S. at 448–49.

⁷ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231–32 (1988).

⁸ *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 38–45 (2011)；黃朝琮，前引註 1，頁 8–14。

合理投資人未必只關心單一發行人的短期收益；分散投資人可能為降低投資組合的系統性風險，而關切氣候變遷、金融穩定或供應鏈中斷等外部性。此類關切如透過法規、保險、融資條件或共同供應鏈影響特定發行人前景，得進入資訊整體組成之判斷；若僅止於投資組合層次，尚不足以當然建立特定證券的重大性。政策如欲保障此類資訊需求，宜以雙重重大性或明文揭露義務處理，而非由重大性概念間接創設，併予敘明。⁹

三、或有事件、軟性資訊與量化門檻

對已發生且可量化的事實，重大性較易判斷；對併購談判、訴訟、轉型成本或氣候風險等未確定事件，則不能以事件尚未發生即排除。*Basic* 就併購談判採取可能性與影響程度的權衡：事件發生機率愈低，其可能影響須愈大；影響極為重大時，較低的發生可能性仍可能使資訊具有重大性。¹⁰

ESG 風險常屬軟性資訊，其價值依賴假設、期間與模型。對此，有認為過早揭露將提高資訊成本，並使企業因預測失準面臨事後訴訟；亦有認為，不揭露將使投資人無法評價長期風險。本文認為，兩者並非只能擇一。資訊是否重大，仍依可能性與影響程度判斷；責任是否成立，則另由合理基礎、警語、主觀要件及安全港控制。把重大性與責任要件分開，較能兼顧資訊供給與反詐欺。¹¹

我國法院實務及美國 SEC 第 99 號幕僚會計公告，均重視量化與質化因素並用。金額或比例未達會計上的慣用門檻，不表示資訊必然不重大；其如涉及管理階層誠信、核心法令遵循、營運趨勢轉折或市場預期，質化因素仍可能居於決定地位。反之，數字龐大亦非當然重大，仍須說明其與公司整體財務及營運的關係。¹²

⁹ John C. Coffee, Jr., *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, 2021 COLUM. BUS. L. REV. 602, 602–10; James J. Park, *ESG Securities Fraud*, 58 WAKE FOREST L. REV. 1,149, 1,154–57 (2023).

¹⁰ *Basic*, 485 U.S. at 238–40; *SEC v. Tex. Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 849 (2d Cir. 1968) (en banc).

¹¹ Victor Brudney, *A Note on Materiality and Soft Information Under the Federal Securities Laws*, 75 VA. L. REV. 723, 724–27 (1989); Park, *supra* note 9, at 1,178–93; 張心悌，財務預測重大性之判斷——兼論財務預測安全港制度，臺北大學法學論叢，第 84 期，2012 年 12 月，頁 212–230。

¹² U.S. Securities and Exchange Commission, *Staff Accounting Bulletin No. 99: Materiality* (Aug. 12, 1999), <https://www.sec.gov/interps/account/sab99.htm> (last visited July 15, 2026)；最高法院 106 年度台上字第 278 號、108 年度台上字第 1547 號及 112 年度台上字第 2985 號刑事判決；黃朝琮，前引註 1，頁 20–24、80–86。

四、吹噓言論、意見與前瞻目標

證券法通常不對抽象、無從驗證的樂觀語句課以責任。公司表示「追求世界級永續表現」或「重視所有員工」，一般投資人未必會把它理解為可驗證保證，故可能屬吹噓言論。此一抗辯可防止廣告語句被過度訴訟化，但其適用亦不應只看文句是否正面，而應觀察具體程度、量化指標、外部標準及陳述脈絡。¹³

美國法院曾將「高度重視誠信」等概括宣示視為吹噓言論；但公司一旦陳述特定事故率、認證、稽核比例或排放數據，便不能再以願景為由排除審查。¹⁴ 同理，2030 年淨零目標是前瞻陳述，未達標本身不等於原先陳述虛偽；然而，公司如隱匿基準年變更、主要排放源未納入、依賴尚不存在的技術，或根本未配置任何達標路徑，爭點便不再為預測落空，而是發布時是否具有合理基礎。

意見陳述亦非當然免責。依 *Omnicare* 案所揭示者，意見如非發言者真誠相信，可能構成主觀不實；即使真誠相信，如遺漏與合理投資人理解該意見有關的重要事實，仍可能使整體陳述具有誤導性。該案雖屬證券法第 11 條案件，惟其意見陳述分析已被聯邦上訴法院援用於 § 10(b) 與 Rule 10b-5。¹⁵ 例如董事會表示「相信所有礦壩均符合安全標準」，卻未說明多次穩定性測試失敗，合理投資人所接收的並非單純意見，而是對意見基礎的錯誤印象。

五、純粹遺漏與半真半假陳述

資訊重大，不表示公司在任何情形均有義務主動說明。美國聯邦最高法院於 *Macquarie Infrastructure Corp. v. Moab Partners, L.P.* 區分純粹遺漏與半真半假陳述：Rule 10b-5(b) 規範不實陳述，以及遺漏必要事實而使已作成陳述成為誤導；單純違反 Item 303 的揭露義務，如未使既有積極陳述失真，並不當然成立 Rule 10b-5(b) 私人責任。¹⁶

¹³ Adi Osovsky, *Puffery on the Market: A Behavioral Economic Analysis of the Puffery Defense in the Securities Arena*, 6 HARV. BUS. L. REV. 333, 336–40, 377–79 (2016)；張心悌，ESG、證券詐欺與吹噓言論，月旦法學教室，第 276 期，2025 年 10 月，頁 27–31。

¹⁴ *In re Ford Motor Co. Sec. Litig.*, 381 F.3d 563, 570–71 (6th Cir. 2004); *ECA, Loc. 134 IBEW Joint Pension Tr. of Chi. v. JP Morgan Chase Co.*, 553 F.3d 187, 205–06 (2d Cir. 2009).

¹⁵ *Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Constr. Indus. Pension Fund*, 575 U.S. 175, 184–90 (2015); *City of Dearborn Heights Act 345 Police & Fire Ret. Sys. v. Align Tech., Inc.*, 856 F.3d 605, 616 (9th Cir. 2017).

¹⁶ *Macquarie Infrastructure Corp. v. Moab Partners, L.P.*, 601 U.S. 257, 263–66 (2024), https://www.supremecourt.gov/opinions/23pdf/22-1165_10n2.pdf (last visited July 15, 2026).

此項區分對 ESG 案件具有根本意義。公司完全未談論某項氣候風險時，原告必須指出法定揭露義務或其他責任基礎；公司若已宣稱其廠房「完全符合防洪標準」，則隱匿已知的重大缺陷可能使該陳述成為半真半假。前者是義務來源問題，後者是不實或誤導問題，二者均不能只由重大性推導。行政機關得就違反法定揭露義務採取措施，也不表示所有行政違規皆產生同一私人訴權。

六、我國法的繼受

我國證券交易法第 20 條、第 20 條之 1 及第 171 條分別規範不實陳述、民事賠償與刑事責任。實務雖參考合理投資人、整體資訊及量化、質化因素，惟文件範圍、主觀要件與因果關係仍應依各條文解釋，不能逕行移植 Rule 10b-5。¹⁷

我國法規並用會計、投資人及政策導向的重大性語言；混同其功能，易將行政揭露義務一概連結民刑事責任。¹⁸ 法院宜依序審查文件與義務、對合理投資人之重大性、不實或誤導，以及主觀要件與因果關係，使重大性成為責任篩選標準，而非擴張責任的概括條款。

¹⁷ 證券交易法第 20 條第 1 項、第 2 項、第 20 條之 1、第 171 條第 1 項第 1 款；最高法院 106 年度台上字第 278 號、108 年度台上字第 1547 號及 112 年度台上字第 2985 號刑事判決。

¹⁸ 黃朝琮，前引註 1，頁 20-24、80-95；邱忠義，財報不實與重大性檢驗之實務解析（上），裁判時報，第 160 期，2025 年 10 月，頁 77-84。

參、ESG 資訊之比較法重大性標準

一、ESG 資訊的功能與比較方法

ESG 並非內容固定的法律概念。環境面向可能包括氣候、污染、生物多樣性與資源使用；社會面向涉及勞動、人權、消費者及社區；治理面向則涵蓋董事會、法遵、內控與倫理。不同產業所面對之核心事項不同，同一事項亦可能同時具有外部影響及企業財務風險。揭露制度之首要問題，並非列出更多主題，而係界定資訊使用者、時間範圍與法律效果。¹⁹

比較各國制度時，至少應分辨三個層次。第一，報導範圍：企業應盤點哪些永續事項。第二，重大性判斷：何種資訊須進入特定報告。第三，責任效果：錯誤或遺漏將產生何種行政、民事或刑事責任。歐盟雙重重大性主要處理前二者；美國證券詐欺法著重第三者；ISSB 則提供財務報導的全球基準。若把其中一項標準抽離其制度脈絡，便容易產生概念誤用，合先敘明。

二、美國法：合理投資人與個別揭露義務

（一）一般性揭露架構

美國聯邦證券法未以單一 ESG 法典規範所有永續事項。Regulation S-K Item 101 可要求揭露對理解公司整體業務具有重大性之環境法遵影響與人力資本資訊；Item 103 要求揭露重大法律程序，Item 105 處理重大風險因素，Item 303 則要求說明已知趨勢、需求、承諾、事件或不確定性。²⁰此種一般性規範的優點，在於法律判斷仍以公司及投資人為中心，而非以主題名稱決定。氣候風險是否須揭露，取決於它是否構成已知趨勢、重大風險或重大法律程序；供應鏈人權事件亦須說明其如何影響營運、成本或市場。SEC 2010 年氣候揭露指引即以既有 Regulation S-K 為基礎，要求企業注意法規發展、國際協定、業務的間接影響及實體氣候風險。²¹

¹⁹ 黃朝琮，前引註 1，頁 25–45；楊岳平，前引註 1，頁 277–279。

²⁰ 17 C.F.R. §§ 229.101(c)(2)(i)–(ii), 229.103, 229.105, 229.303 (2026); *Management's Discussion and Analysis, Selected Financial Data, and Supplementary Financial Information*, Securities Act Release No. 33-10890, Exchange Act Release No. 34-90459, 86 Fed. Reg. 2,080, 2,084–88 (Jan. 11, 2021).

²¹ U.S. Sec. & Exch. Comm'n, *Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change*, Securities Act Release No. 33-9106, Exchange Act Release No. 34-61469, 75 Fed. Reg. 6,290, 6,293–308 (Feb. 8, 2010).

然而，一般性規範也有不足。不同公司可能以不同方式描述同一風險，投資人難以比較；管理階層又可能以風險尚不確定為由延後揭露。專門揭露規則之政策爭議，正是在一致可比較的資訊需求與合規成本、法定權限之間尋求平衡。

（二）2024 年氣候規則與 2026 年撤銷提案

SEC 於 2024 年通過氣候揭露規則，要求符合條件之發行人揭露重大氣候風險、治理與風險管理、重大目標及部分溫室氣體排放。最終規則已刪除範疇三排放要求，並對部分資訊設計安全港，反映 SEC 對資料估計性及責任風險的顧慮。²² 規則其後因訴訟而停止生效，SEC 於 2025 年停止為規則辯護，並於 2026 年 5 月提出撤銷規則的提案。²³ 應注意者為，撤銷案截至本文查核日仍是提案，不能表述為專門規則已完成撤銷。即使日後正式撤銷，Regulation S-K 的一般性義務、2010 年指引及反詐欺規範仍然存在。故美國法的現況不是氣候資訊完全退出證券法，而是回到既有條款逐項判斷義務與重大性。

（三）義務違反與證券責任的區分

Item 303 等條款可產生 SEC 之揭露監理，惟並非表示每一違規都成立私人證券詐欺。前述 *Macquarie* 已說明，Rule 10b-5(b) 不處理完全沒有積極陳述的純粹遺漏。私人原告另須證明重大不實或誤導陳述、主觀要件、信賴、交易因果及損失因果。此種構造雖使私人責任門檻較高，卻能維持行政揭露與損害賠償的制度分工。

SEC 對 *Vale S.A.* 的執法則呈現積極陳述與內部資料衝突之情形。SEC 指控 *Vale* 於定期申報與永續報告中，就礦壩安全認證、稽核及風險管理作成不實或誤導表示；案件於 2023 年以 5,590 萬美元和解。²⁴ 本案並無判決確認全部指控，和解亦

²² U.S. Sec. & Exch. Comm'n, *The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*, Securities Act Release No. 33-11275, Exchange Act Release No. 34-99678, 89 Fed. Reg. 21,668, 21,678–83, 21,699–704, 21,878–79 (Mar. 28, 2024).

²³ U.S. Sec. & Exch. Comm'n, *In re The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*, Securities Act Release No. 33-11280, Exchange Act Release No. 34-99908 (Apr. 4, 2024); U.S. Sec. & Exch. Comm'n, *SEC Votes to End Defense of Climate Disclosure Rules*, Press Release No. 2025-58 (Mar. 27, 2025), <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2025-58> (last visited July 15, 2026); *Rescission of Climate-Related Disclosure Rules*, Securities Act Release No. 33-11421, Exchange Act Release No. 34-105572, 91 Fed. Reg. 33,296 (proposed June 3, 2026), <https://www.federalregister.gov/documents/2026/06/03/2026-11091/rescission-of-climate-related-disclosure-rules> (last visited July 15, 2026).

²⁴ Complaint ¶¶ 1–8, 239–58, *SEC v. Vale S.A.*, No. 1:22-cv-02405 (E.D.N.Y. Apr. 28, 2022), <https://www.sec.gov/files/litigation/complaints/2022/comp-pr2022-72.pdf> (last visited July 15, 2026); U.S. Sec. & Exch. Comm'n, *Brazilian Mining Company to Pay \$55.9 Million to Settle Charges Related to Misleading Disclosures Prior to Deadly Dam Collapse*, Press Release No. 2023-63 (Mar. 28, 2023), <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-63> (last visited July 15, 2026). 前者為 SEC 起訴指控，後者為和解公告，均非就全部實體爭點所作之法院判決。

非公司承認實體責任；其意義在於，企業既以具體安全標準向市場說明核心資產狀態時，則內部測試失敗資料可同時支持重大性、誤導性及主觀認識的推論。

Park 教授據此主張，ESG 證券詐欺案件不應只以「吹噓言論」迅速排除，而應先判斷風險本身是否重大，再觀察內部資訊是否已使風險具備合理計算基礎。²⁵ 本文贊同回到重大性與內部資料，但認為可計算性只能是證明因素，不能成為必要條件；否則，企業可能因未建立測量制度反而獲得較有利的責任地位。

三、歐盟法：雙重重大性及其收斂

（一）影響重大性與財務重大性

歐盟 CSRD 要求企業同時報導永續事項如何影響企業之發展、績效與狀況，以及企業活動對人與環境的影響。²⁶ ESRS 1 進一步把雙重重大性分為影響重大性與財務重大性，兩者彼此關聯但各自成立。企業對環境或人權的重大負面影響，即使尚未證明短期財務效果，仍可能屬應報導資訊。²⁷

雙重重大性之規範價值，在於使外部性進入企業資訊系統。企業如果只觀察現金流，可能在風險轉化前忽略其對社會的重大影響；而外部影響一旦引發法規、訴訟、消費者反應或供應鏈中斷，又會轉化為財務風險。惟應區分者為，報導範圍較廣不表示每一資訊都具有相同責任效果。會員國如何配置主管機關制裁、民事責任及確信機構義務，仍須另行規範。

（二）2026 年指令的適用範圍調整

歐盟於 2026 年通過 Directive (EU) 2026/470，大幅縮減 CSRD 適用主體。對一般企業而言，新門檻原則上要求同時超過 1,000 名員工及 4.5 億歐元淨營業額；指令並調整集團、第三國企業、價值鏈資訊與確信制度。²⁸ 此項修正並未廢除雙重重大性，而是回應資料點過多、中小型價值鏈企業負擔及規範比例原則等問題。

²⁵ Park, *supra* note 9, at 1,178–98.

²⁶ Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 as Regards Corporate Sustainability Reporting, arts. 1–3, 2022 O.J. (L 322) 15.

²⁷ Commission Delegated Regulation (EU) 2023/2772, Annex I, ESRS 1, ¶¶ 28–49, 2023 O.J. (L 2772) 1.

²⁸ Directive (EU) 2026/470, *supra* note 4, arts. 1–3, <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2026/470/oj/eng> (last visited July 15, 2026). 該指令調整適用門檻與價值鏈要求，並未刪除 CSRD/ESRS 的雙重重大性架構。

EFRAG 並於 2025 年 12 月提出簡化 ESRS 的技術建議，主張減少強制資料點、刪除重複內容並提高重大性判斷之可操作性。歐盟執委會於 2026 年 7 月 3 日採納簡化 ESRS 的委任法規，強制資料點減少逾六成；該法規原則上自 2027 會計年度適用，企業得就 2026 會計年度提前適用。截至本文查核日，該法規仍待歐洲議會與理事會審查，且尚未刊登《歐盟官方公報》，故尚未生效。此一改革顯示，即使採雙重大性，仍須以可操作的判斷篩選資訊，而非將所有利害關係人關切事項均列為必要揭露項目。²⁹

（三）對臺灣法的啟示

歐盟模式適合用於影響辨識、風險管理與政策監理，但若直接移植為證券民刑事責任標準，可能使責任脫離投資決策及明確的義務來源。臺灣可以在永續報告書採取較廣的影響重大性，使企業盤點對環境與人的影響；至於年報與證券交易法責任，則應回到主要使用者、合理投資人及個別條文。兩者分工並不矛盾，反而能使規範目的與法律效果一致。

四、動態重大性：由影響到財務風險的轉化

動態重大性強調，永續事項的重大性會隨時間、科技、法規與社會期待改變。今日僅具外部影響之事項，可能因碳定價、強制盡職調查、訴訟或消費偏好而轉為財務風險；反之，原先被高度關切者亦可能因技術或法規變化而降低重要性。³⁰此一概念的優點，是提醒企業不能只以當期財務影響作為風險辨識；其限制則是，幾乎任何外部性都可能被描述為「未來可能財務化」。如缺乏時間範圍、傳導路徑與合理證據，動態重大性可能使揭露範圍失去邊界。³¹ 本文因此把它定位為前端風險辨識方法，而非獨立的證券責任標準。企業應追蹤可能轉化的事項；真正進入年報或責任判斷時，仍須證明其對企業前景與合理投資人決策的關聯。

²⁹ EFRAG, *EFRAG Delivers Technical Advice on Simplified ESRS* (Dec. 3, 2025), <https://www.efrag.org/en/news-and-calendar/news/efrag-delivers-technical-advice-on-simplified-esrs> (last visited July 15, 2026); Commission Delegated Regulation of 3.7.2026 Amending Delegated Regulation (EU) 2023/2772 as Regards the Simplification of Certain Sustainability Reporting Standards, C(2026) 5010 final, arts. 2–3 (July 3, 2026); European Commission, *Commission Adopts Revised Sustainability Reporting Standards to Reduce Administrative Burdens for EU Businesses While Maintaining High-Quality Disclosures* (July 3, 2026).

³⁰ 參黃朝琮，前引註 1，頁 67–75；World Economic Forum, *Embracing the New Age of Materiality: Harnessing the Pace of Change in ESG*, at 7–12 (Mar. 2020).

³¹ Christensen et al., *supra* note 2, at 1,193–96; Accountancy Europe, *Interconnected Standard Setting for Corporate Reporting*, at 16–17 (Dec. 2019).

五、ISSB：企業前景與主要使用者決策

（一）IFRS S1 的重大性標準

IFRS S1 要求企業揭露可合理預期影響其前景的永續相關風險與機會。資訊如經遺漏、誤述或模糊化，可合理預期影響通用目的財務報告主要使用者的決策，即具有重大性。企業前景與預期現金流量、取得融資的能力及資本成本相關，並涵蓋短、中、長期。³²此一標準並不把 ESG 限於會計科目。員工安全、供應鏈人權或自然資源依賴，只要會影響營運模式、資本配置或資金條件，即可能屬永續相關財務資訊。反之，企業對社會的影響如尚無合理預期會影響前景，則不在 IFRS S1 的核心範圍。ISSB 因而可作為資本市場全球基準，但不取代以更廣公共目的建立的影響報導制度。

（二）企業前景與財務傳導路徑

IFRS S1 所稱企業前景，係以永續相關風險與機會對短、中、長期現金流量、籌資可得性及資金成本之影響為具體內容；其不同於當前市值或精確估值。³³此一概念之功能，在於建立永續事項與特定企業間的財務傳導路徑，而非以議題的公共重要性取代主要使用者的決策標準。核心資產、商業模式、營運資格及供應鏈依賴，均可能是形成此種傳導的中介因素。本文所稱「企業價值連結」，即指此種證據關係；它不能取代主要使用者標準，也不能僅因某事項得以估值，便當然認為相關資訊具有重大性。

（三）IFRS S2 與資訊治理

IFRS S2 以治理、策略、風險管理、指標與目標四項核心內容處理氣候相關風險與機會，要求企業說明其對商業模式、策略、現金流量、融資能力及資本成本的影響。³⁴此種設計之價值，不僅在增加排放數據，而在使董事會治理、內部風險評估與外部揭露使用相互一致之資料。對責任判斷而言，IFRS S2 所要求之流程資訊也可能具有證據作用。公司如對外聲稱董事會定期監督氣候風險，但內部並無議程、

³² IFRS Foundation, *IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information* ¶¶ 1, 17–18, 28–31, app. A (2023).

³³ IFRS Foundation, *Basis for Conclusions on IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information* ¶¶ BC35–BC41, BC67–BC74 (2023), <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/html-standards-issb/english/2023/issued/issbs1-bc.html> (last visited July 15, 2026).

³⁴ IFRS Foundation, *IFRS S2 Climate-related Disclosures* ¶¶ 5–7, 9, 15, 22, 29 (2023).

報告或權責分工，爭點是現行治理事實是否被虛偽表達；公司若已建立程序但策略效果不佳，則不應僅由結果倒推不實或董事違責。ISSB 於 2025 年修正 IFRS S2 的溫室氣體排放揭露，該修正適用於 2027 年 1 月 1 日以後開始的年度報導期間，並容許提前適用；金管會亦已允許我國企業自 2026 年提前採用，但應於年報專章揭露提前採用之事實。³⁵

六、小結：比較法標準的分工

表 1 美國、歐盟與 ISSB 重大性制度之比較

面向	美國證券法	歐盟 CSRD/ESRS	ISSB/IFRS S1
主要目的	投資人保護、法定揭露與反詐欺	企業影響及財務風險之永續報導	通用目的財務報告使用者之決策資訊
重大性核心	合理投資人、資訊整體組成	影響重大性與財務重大性	可合理預期影響主要使用者決策
企業前景角色	判斷投資決策關聯的重要因素	財務重大性面向	永續風險與機會的核心連結
責任效果	依條款另判義務、主觀要件及因果關係	由歐盟及會員國法配置監理與責任	準則本身不決定各國民刑事責任

三種制度並非競逐同一重大性定義。美國法提供責任邊界，歐盟擴大企業影響的可見性，ISSB 建立與財務報告相連之全球基準。臺灣應依文件與法律效果分別借鏡：以雙重重大性支援廣泛永續報導，以 ISSB 支援年報永續相關財務資訊，再以合理投資人及明確義務來源決定證券責任。

³⁵ IFRS Foundation, *Amendments to Greenhouse Gas Emissions Disclosures* (Dec. 2025)；金融監督管理委員會，金管證審字第 1150339381 號函，2026 年 4 月 13 日。

肆、臺灣 ESG 揭露法制的雙軌與責任斷裂

一、永續報告書制度的發展

（一）申報主體與規範依據

臺灣永續報告書制度由特定產業及大型公司逐步擴張，至 2025 年起原則上涵蓋全體上市、上櫃公司。上市公司依證券交易所上市公司編製與申報永續報告書作業辦法，上櫃公司則依櫃檯買賣中心相應規範編製及申報。³⁶ 此種以交易所規則推動的模式，具有調整迅速、便於接軌國際準則的優點，也使永續報告由自願性企業社會責任報告轉向實質強制揭露。³⁷

惟其法源結構與年報不同。永續報告書之直接義務主要來自交易所與發行人間的上市契約及自律規範，而非證券交易法本文明定。學說因而質疑，該文件是否屬證券交易法第 20 條第 2 項所稱依本法規定申報或公告的財務報告及財務業務文件。賴英照教授即主張，在證券交易法欠缺明文或授權時，不宜逕將永續報告書納入第 20 條之 1 及第 171 條。³⁸

本文認為，此項質疑對刑事責任尤其重要。刑罰客體及義務來源必須具有足夠明確性，不能只因永續報告「愈來愈重要」便擴張解釋。然而，法源疑義也不表示永續報告內容可以任意不實。交易所得依自律規範採取處置；主管機關如有其他明確權限亦得監理；同一內容如另進入年報、公開說明書或重大訊息，則應依該文件的法源判斷責任。

（二）揭露範圍、產業指標與確信

永續報告原則上參考 GRI 準則，著重企業對經濟、環境及人的重大影響；特定產業另須揭露產業指標，部分資訊並有第三方確信要求。這使永續報告書之揭露範

³⁶ 臺灣證券交易所股份有限公司上市公司編製與申報永續報告書作業辦法第 2 條、第 3 條；財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法第 2 條、第 3 條。

³⁷ 臺灣證券交易所，前引註 3（說明全體上市櫃公司自 2025 年度起均須編製永續報告書，並整理 GRI、SASB、產業指標及確信制度之發展）。

³⁸ 賴英照，前引註 2，頁 1-9、16-23；郭瑜芳，永續資訊揭露不實之刑事責任，月旦律評，第 35 期，2025 年 2 月，頁 63-72；許永欽、李裕勳，永續報告書不實之刑事責任探究，當代法律，第 27 期，2024 年 3 月，頁 30-42。

圍通常廣於年報永續相關財務資訊。某項社區或人權影響可能在永續報告中應揭露，但若尚不足以影響公司前景，未必同時構成年報重大資訊。

此種差異並非制度衝突，而係報導目的不同。問題在於企業與使用者是否能辨認兩種重大性。企業如在永續報告中只援用「對公司財務不重大」而省略重大外部影響，可能不符合影響報導目的；反之，如把永續報告所有事項不經篩選移入年報，則可能造成資訊過載，也模糊年報對投資決策的功能。

而第三方確信可以提高數據可信度，卻不表示報告所有內容已經審計。確信的主題、準則、保證程度與範圍均可能不同。公司若只就少數指標取得有限確信，卻以版面或措辭使讀者誤認整份報告均經查核，該確信說明本身即可能具有誤導性。故確信制度的重點，不只是要求一紙聲明，而是清楚揭露查核邊界與限制。

二、年報永續相關財務資訊新制

（一）第 10-1 條的規範內容

2025 年 12 月修正的公開發行公司年報應行記載事項準則新增第 10-1 條。依其第 1 款，公司應依永續揭露準則並參考 SASB 準則所定行業揭露主題，辨認可合理預期影響其「展望」之永續相關風險與機會，並揭露可合理預期將於短、中、長期影響公司「現金流量、籌資可得性或資金成本」之重大資訊；所稱重大，係指永續相關財務資訊之「遺漏、誤述或模糊」，可合理預期將影響一般用途財務報告主要使用者以該等資訊所作決策之情形。第 7 條第 2 項並要求符合條件的公司將該資訊置於年報專章，經董事會通過。³⁹

新制的重要性有三。第一，它以主要使用者及公司前景為核心，與 IFRS S1 明確接合。第二，重大性不只處理遺漏及誤述，也包括以冗長或不清楚資訊「模糊化」重要內容。第三，董事會決議通過，使重大性判斷進入董事會資訊治理與揭露控制；惟此不等於每位董事對所有數據負無過失保證責任，仍應依其資訊取得、詢問及合理依賴情形判斷。

³⁹ 金融監督管理委員會，前引註 3，公開發行公司年報應行記載事項準則第 7 條第 2 項、第 10-1 條第 1 款至第 3 款。

惟年報準則引入 IFRS 語句，並非等同 IFRS 自行成為民刑事責任規範。第 10-1 條決定年報應揭露之資訊；若內容不實，仍須依證券交易法各條規定判斷責任主體、主觀要件及因果關係。尤其估計與前瞻資訊具有高度不確定性，應區分發布時缺乏合理基礎與事後未實現，避免以結果責任取代不實陳述判斷。

（二）分階段適用與過渡問題

新制依實收資本額分階段適用：100 億元以上公司自 2026 會計年度資訊、於 2027 年申報的年報開始；50 億元以上未達 100 億元者自次一年度；未達 50 億元者再下一年度適用。⁴⁰ 因此，規範雖已公布，個別公司何時負有具體義務仍須依其規模與申報年度判斷。過渡期間可能出現同一公司已須編製永續報告書，卻尚未適用年報專章的情形。此時不能因新制已發布，便追溯認定公司對過去年度負有第 10-1 條義務；但公司在其他依法申報文件中如已作成積極陳述，仍須依當時有效的既有規範判斷是否誤導。新制可作為制度發展背景，而不能取代行為時法。

三、文件定位與法律效果的斷裂

（一）行政與自律監理

永續報告書未依期限申報、未按規定編製或未完成必要確信時，首先涉及交易所規則及主管機關監理。此種責任著重報導秩序及資訊品質，未必要求投資人實際交易或發生損害。年報專章則屬公開發行公司年報內容，其違規可能同時涉及年報規範與證券交易法上的申報責任。兩者不應只因均包含永續資訊便被視為相同文件。

行政監理的優點是能要求補正、改善流程與及時揭露；其限制是對已發生的投資損失未必提供完整救濟。學說因此主張強化民事責任以防止永續報告淪為「作文比賽」。⁴¹ 此項政策顧慮值得重視，但責任擴張仍須由明確法源完成，不能以政策目的取代條文要件。

⁴⁰ 金融監督管理委員會，金管證審字第 11403851756 號令，第 2 點，2025 年 11 月 12 日，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?dataserno=202511120001&dtable=NewsLaw&id=128&mcustomize=lawnew_view.jsp&parentpath=0%2C3（最後瀏覽日：2026 年 7 月 15 日）。依該令，實收資本額 100 億元以上、50 億元以上未達 100 億元、未達 50 億元之上市櫃公司，分別自 2026、2027、2028 會計年度適用，並自次年申報。

⁴¹ 黃帥升、黃正欣，ESG 資訊揭露不實之法律責任，當代法律，第 27 期，2024 年 3 月，頁 64-69，尤其頁 69。該文以避免永續報告淪為「作文比賽」說明責任制度之必要。

（二）民事責任

證券交易法第 20 條第 2 項禁止依本法規定申報或公告的財務報告及財務業務文件有虛偽或隱匿；第 20 條之 1 則規定特別損害賠償責任。⁴² 年報原則上具有明確之申報基礎，新增專章內容若重大不實，較可能進入此一體系。永續報告書則因是否屬「依本法規定」文件而有爭議。即使文件屬責任客體，原告仍須證明資訊重大、不實或誤導、責任主體及法定因果關係。對前瞻性目標，尚須觀察發布時之合理依據與警語；對已發生事實，則不應以目標語言包裝而降低責任。公司亦可能於不同文件重複相同內容，法院應分別辨認每一文件的受眾、法源與發布時間，而非把所有陳述合併為一項抽象「漂綠」。

（三）刑事責任

證券交易法第 171 條涉及刑事處罰，應受罪刑法定、明確性及刑法謙抑原則拘束。永續資訊往往包含估計、情境分析及價值判斷，如未先界定文件、重大性、陳述性質與故意，不宜以結果不佳即推論犯罪。學說上所呈現之歧異，正顯示立法明文化的必要。⁴³ 本文認為，對偽造歷史數據、隱匿已實現重大事故或明知安全認證不實等情形，刑事可罰性較為清楚；對合理估計但事後落空的氣候情境、供應鏈資料或長期目標，則應審慎。刑事責任不能以企業未達政策理想為基礎，而應集中於故意作成足以影響投資決策的重大虛偽或隱匿。

四、「文件—標準—效果」三層架構

臺灣現行法可用三層架構整理。第一層為文件：永續報告書、年報專章、財務報告、公開說明書與重大訊息各有法源。第二層為標準：永續報告可採影響重大性，年報專章採主要使用者與公司前景，證券責任則由合理投資人與資訊整體組成具體判斷。第三層為效果：交易所處置、行政罰、民事賠償與刑罰各有不同構成要件。

⁴² 證券交易法第 20 條第 2 項、第 20 條之 1；賴英照，前引註 2，頁 16-23。

⁴³ 賴英照，前引註 2，頁 20-23；郭瑜芳，前引註 38，頁 63-72；許永欽、李裕勳，前引註 38，頁 30-42；莊永丞，前引註 2，頁 9-14。

表 2 臺灣 ESG 揭露文件、重大性與效果

文件	主要法源	重大性重心	可能法律效果
永續報告書	證交所／櫃買中心作業辦法	企業對經濟、環境與人的重大影響	自律監理；證券法民刑事效果仍有爭議
年報永續專章	年報準則第 7 條、第 10-1 條	主要使用者決策與公司前景	年報監理；符合要件時進入證券責任
公開說明書、重大訊息等	證券交易法及相關命令	合理投資人與資訊整體組成	依各條文判斷行政、民事或刑事責任

此一架構也可回答同一資訊出現在多份文件時的問題。公司於永續報告揭露的工安事故，如同時影響核心營運並進入年報，兩份文件應依各自標準審查；永續報告所載但與公司前景尚無連結的社區影響，仍有影響報導價值，卻不宜只因其「重要」便成立證券詐欺。

例如化學公司某廠發生廢水超標。若超標規模對流域及居民具有重大影響，依永續報告的影響重大性，即可能應予揭露；但在罰鍰甚低、製程未受影響且無其他傳導路徑時，尚不能僅由外部影響推論其在年報上具有財務重大性。若該廠貢獻公司四成營收，主管機關又已警告可能撤銷許可，停產風險即透過營收及營運資格連到公司前景，年報重大性遂可能成立。倘公司同時宣稱「所有廠區均完全符合法令」，內部卻已有連續檢測超標及限期改善文件，問題更由純粹遺漏轉為積極陳述是否半真半假。三項結論各有不同根據，不能以一句「此為重大 ESG 事件」取代。

規範競合時，亦不應機械地選擇最嚴格標準。影響重大性決定永續報告的範圍；財務重大性決定年報專章的投資決策資訊；證券責任則再判斷文件、義務、不實、主觀要件與因果關係。前一階段的揭露結論可以成為後一階段的證據，卻不當預斷其法律效果。學說所指出的標準並存現象，應以功能分工而非單一化處理。⁴⁴

五、立法銜接的必要內容

若立法者欲將永續報告書直接納入證券交易法特別民、刑事責任的規範客體，至少應明定六項內容：適用公司與文件；資訊範圍及重大性標準；董事、經理人、

⁴⁴ 黃朝琮，前引註 1，頁 20-24、80-95。該文指出我國援引不同框架後所生之重大性標準並存問題；本文則依文件、標準與法律效果作進一步分流。

編製者與確信機構的責任分工；故意、過失及合理調查抗辯；前瞻資訊安全港；生效及過渡期。僅以「永續資訊應負責」作概括修法，仍不足以提供可預測性。

反之，如維持現行雙軌，也應要求公司清楚說明兩份文件的重大性基礎、報導邊界及資料差異。相同指標若因範圍、期間或估計方法不同而出現數值差異，應提供調節說明。此項一致性要求既能減少投資人誤解，也可使董事會及確信機構掌握真正的資料風險。

立法技術上，較妥的方式不是把整份永續報告書概括視為證券交易法文件，而是由法律或具明確授權的命令列舉須負特別責任的核心資訊，對其他影響重大性資訊則維持行政或自律監理，以免廣泛利害關係人報導全部承擔投資人損害賠償責任。

伍、企業價值連結與反漂綠審查模型

一、模型的出發點：重大性並非責任的全部

漂綠（Greenwashing）係指企業就環境或永續表現作成不正確、片面或欠缺合理基礎的表示。此一政策標籤並非證券法的構成要件。同一陳述可能涉及廣告、自律揭露或證券反詐欺，各制度的保護對象、主觀要件與救濟不同；法院仍須確定請求權基礎，不能以「漂綠」取代法律分析。而風險可計算性與滑動尺度有助於區分抽象願景及具體數據，卻未回答公司是否負揭露義務，以及重大資訊是否被不實或誤導地表達。本文遂將其置入四階段模型。

二、第一階段：法源、文件與揭露義務

第一階段先問誰在何種文件、依何規範向何種受眾發言。對完全未提及的事項，須指出明文義務；公司已主動說明者，則判斷遺漏是否使既有陳述成為半真半假。此一步承接 *Macquarie* 的區分，防止以重大性反向創設義務。

實務上應確認：（一）文件是年報、永續報告、公開說明書、重大訊息或行銷文宣；（二）發布所據法令或自律規範；（三）爭議屬完全沉默、選擇性揭露或積極不實；（四）所主張的行政、民事或刑事效果是否涵蓋該文件。網站或社群媒體陳述不當然免責，其對公司聲譽與股價的影響亦不容忽視；惟仍不得略過法源分析，逕將其視為依法申報文件。

公司依法須於年報說明已知重大轉型風險而未揭露者，首應確定第 10-1 條或其他年報規定的範圍。公司縱無主動義務，如已宣稱「所有廠區均已排除洪水風險」，仍可能因選擇發言而須補充；爭點即為既有陳述是否誤導。

三、第二階段：合理投資人重大性與企業價值連結

第二階段判斷資訊是否有實質可能性改變合理投資人的資訊整體組成。可觀察六項非排他因素：發生可能性及時間；損失或機會規模；核心產品、營運許可或任務關鍵安全；現金流、融資與資本成本的傳導；法規、保險、供應鏈與聲譽效果；

內部監測及董事會資料。此為 *Basic* 標準在 ESG 脈絡的具體化。⁴⁵ 各因素均非必要或充分條件，資訊未送達董事會，也不當然排除客觀重大性。

「企業價值連結」要求說明永續事項如何影響公司前景，而非精確估值。污染可經碳成本、停工或融資條件傳導；強迫勞動可引發進口禁令、解約或供應中斷；治理結構如為執照或融資條件，也可形成連結。系統性風險如能作用於發行人，仍可納入合理投資人標準；欠缺此一傳導者，或許具備影響重大性，卻不宜以證券詐欺處理。

四、風險可計算性與避免策略性無知

Park 教授認為，公司如已有內部機率、事故或損失資料，重大性及主觀認識較易證明。⁴⁶ 壓力測試、工程報告、法遵缺失與董事會簡報，確可使抽象議題轉為公司風險；惟可計算性不能成為必要條件。*Matrixx* 已拒絕單一量化門檻；⁴⁷ 災害或人權風險縱無精確機率，如可能摧毀核心資產，或已有反覆警告，仍可能重大。

防止策略性無知，應判斷公司是否依法或依核心營運需求建立基本資訊系統。依法應監測排放者不得以未監測抗辯，面對反覆安全紅旗者也不得以模型不全為由不處理；反之，欠缺辨識方法、無明顯紅旗且與核心業務關聯薄弱者，不應由結果倒推知悉。

五、第三階段：陳述類型、不實與誤導

第三階段比較公開陳述與發布時可合理取得之事實基礎。重大資訊可能已被正確揭露，不正確陳述也可能過於瑣碎；重大性與不實性必須分別證明。陳述愈具體、可驗證，法院愈能比較真偽；滑動尺度僅屬證明方法，不能取代個案判斷。

⁴⁵ *Basic*, 485 U.S. at 238–40; Park, *supra* note 9, at 1,178–93.

⁴⁶ Park, *supra* note 9, at 1,178–93.

⁴⁷ *Matrixx*, 563 U.S. at 38–45.

表 3 ESG 陳述類型與審查密度

陳述類型	典型內容	審查重點	審查密度
抽象願景	「追求淨零、重視人權」	是否僅屬不可驗證口號；上下文有無具體化	低
意見或評價	「相信制度有效」	是否真誠相信；是否遺漏相反的重要基礎事實	中
前瞻目標	減碳期限、轉型計畫	基準、範圍、假設、路徑與合理依據	中至高
歷史或當前事實	排放量、事故率、認證、稽核結果	數據及邊界是否正確；有無選擇性呈現	高
已知核心風險	安全測試失敗、重大違規	是否與公開保證衝突；遺漏是否形成半真半假	最高

註：本表僅表示陳述之通常可驗證程度與審查強度，不預斷揭露義務、重大性、主觀要件或因果關係。

Vale 案的意義在於呈現公開陳述與內部資料如何相互驗證。SEC 指稱 Vale 對外反覆表示其壩體均經認證為穩定，並遵循嚴格的國際安全標準，內部測試及風險資料卻顯示其安全係數未達最低標準，穩定性聲明亦建立於不可靠資料。⁴⁸ 公開保證如與公司掌握的核心事實直接衝突，即使其文字帶有評價性，仍可能因內含的事實主張或所隱匿的基礎事實而構成誤導。同理，公司宣稱排放下降，如實際僅因出售子公司而變更組織邊界，應審查其是否充分揭露基期與比較範圍，使投資人不致誤認營運本身已有減量；宣稱供應鏈全數完成稽核，卻排除高風險供應商，也可能因未說明母體範圍及重要例外而構成範圍不實。惟本案以和解終結，本文援用者係 SEC 指控所呈現的審查方法，而非法院就實體責任所作的判斷。

對意見陳述與前瞻目標，法院應避免以事後結果倒推其於發布時即屬不實。依 *Omnicare*，意見陳述應分別審查發言人是否真誠持有該意見、陳述是否內含可驗證的事實主張，以及是否遺漏與其形成基礎嚴重衝突的重要事實；其判斷仍取決於合

⁴⁸ Complaint ¶¶ 10, 30–31, 45–48, 223–24, 254–58, 268–72, *SEC v. Vale S.A.*, No. 1:22-cv-02405 (E.D.N.Y. Apr. 28, 2022); U.S. Sec. & Exch. Comm’n, *Brazilian Mining Company to Pay \$55.9 Million to Settle Charges Related to Misleading Disclosures Prior to Deadly Dam Collapse*, Press Release No. 2023-63 (Mar. 28, 2023).

理投資人在具體脈絡下如何理解。吹噓言論固可排除欠缺可驗證內容的抽象口號，但公司一旦提出明確期限、量化目標、基準年或執行路徑，即不能僅以「願景」之名規避審查。⁴⁹僅於發言人並未真誠持有該意見、意見中所包含的基礎事實不實，或遺漏使陳述在具體脈絡下具有誤導性的重要事實，始可能在第三階段被認定為不實或誤導；責任是否成立，仍須於第四階段另行審查。反之，已揭露關鍵假設、計算範圍與重大限制，且發布時確有合理依據者，不因後續情勢變動或目標未能實現而當然負責。

六、第四階段：主觀要件、因果關係與分級效果

第四階段依法律效果分別判斷。交易所或行政違規可能以未依格式、期限或確信要求辦理為已足；民事責任另須依條文處理故意或過失、交易因果、損失因果及責任主體；刑事責任則應嚴格證明故意與法定客體。內部資料可同時支持客觀重大性及主觀知悉，但「公司知道」不等於每位董事均知道，仍須辨明資訊流向、職責與參與。此種分級可避免兩項錯誤：一是由行政違規直接推定損害賠償或刑責；二是因永續報告書的證券法定位有疑義，便認為不實資訊完全無責。換言之，不同責任固得並存，惟各自仍須具備法源與要件。

七、前瞻資訊安全港

ESG 揭露包含大量預測；若未達目標即負責，企業可能停止提供資訊。安全港應保護善意且有合理基礎的前瞻陳述，但不得包裝已發生事實。可要求明確標示前瞻性、附具體警語，或證明發布時有合理基礎且行為人不知其虛偽。⁵⁰ 偽造歷史排放、把既成事故描述為未來風險，或明知毫無執行路徑的目標，均不受保護。

刑事領域尤應謹慎。永續資訊的估計性與法源疑義，使明確性格外重要。⁵¹ 立法如設專門責任，應明定故意標準、安全港，並容許公司說明合理調查、資料依賴及更正程序。

⁴⁹ *Omnicare*, 575 U.S. at 184–90; Osovsky, *supra* note 13, at 377–79; 張心悌，前引註 13，頁 27–31。

⁵⁰ *The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*, *supra* note 22, at 21,699–700, 21,703–04; 張心悌，前引註 11，頁 212–230。安全港保護前瞻資訊之合理揭露，不及於虛偽之歷史事實或已發生而被描述為假設性之風險。

⁵¹ 郭瑜芳，前引註 38，頁 63–72；許永欽、李裕勳，前引註 38，頁 30–42。

八、確信制度與責任邊界

第三方確信提高可信度，卻不表示整份報告均經審計；其意義取決於標的、範圍、保證程度與限制。ISSA 5000 將自 2026 年 12 月 15 日起生效並鼓勵提前採用，顯示永續確信正朝跨主題、跨執業者的共同基準發展。⁵² 公司僅就少數指標取得有限確信，卻使讀者誤認全篇均經查核者，確信說明本身即可能誤導；機構責任原則上亦不逾受託範圍。⁵³ 我國 2026 年修正的管理要點已納入年報溫室氣體資訊，並容許依確信準則 3410 號或 ISO 14064-3 辦理；其證券法責任仍須有明確法源，並依專業注意、報告內容及使用者信賴判斷。⁵⁴

九、小結

四階段係分析次序，並非封閉直線。先確定規範與義務類型，再依適用標準具體化重大性，必要時回頭校正；其後比較陳述與事實基礎，最後依請求權處理主觀要件、因果關係及效果。企業價值連結與滑動尺度只是證明工具，不能取代構成要件。此模型對具體數據、已知核心風險及虛偽認證嚴格審查，對有合理基礎並揭露假設的前瞻資訊提供安全港，對廣泛外部影響則以永續報告及行政監理維持透明。外部揭露以內部已有辨識、蒐集及上報風險的資訊基礎為前提；此基礎欠缺時，問題即轉入董事監督義務。

⁵² Int'l Auditing & Assurance Standards Bd., *International Standard on Sustainability Assurance 5000: General Requirements for Sustainability Assurance Engagements* (2024) (effective Dec. 15, 2026; early adoption encouraged).

⁵³ 賴英照，前引註 2，頁 10 - 15、20 - 23；黃帥升、黃正欣，前引註 41，頁 64 - 69；John C. Coffee, Jr., *The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, 103 COLUM. L. REV. 1,293, 1,296 - 305 (2003).

⁵⁴ 臺灣證券交易所股份有限公司、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，上市上櫃公司永續資訊確信機構管理要點第 7 點，2026 年 5 月 18 日修正。

陸、外部揭露與董事資訊治理

一、兩種義務的區分與交會

董事監督義務檢驗內部資訊與風險程序，證券重大性則判斷市場資訊是否應揭露及是否不實。兩者交會於公司須先有辨識、驗證及上報風險的系統；董事會因而亦為資訊治理的最終監督者。⁵⁵ 年報第 10-1 條要求董事會通過永續相關財務資訊，董事應理解重大性、資料邊界、關鍵估計及兩類報告之差異；其義務是確保合理編製、複核、通報與更正，而非親自計算或保證零錯誤。

二、我國公司法的規範起點

公司法第 23 條第 1 項要求公司負責人忠實執行業務並盡善良管理人注意義務。⁵⁶ ESG 監督責任應由具體法令、公司業務及資訊程序推導，不能只因議題重要即成立。依法應監測的污染、工安或金融法遵須有基本制度；攸關公司存續的核心風險也可能要求監督；一般公益或策略選擇則屬商業判斷。我國董事注意義務的責任結構，與德拉瓦州監督責任所要求的高度惡意門檻，仍有相當差異，故本文僅借鏡資訊系統、紅旗與任務關鍵概念，不主張直接移植，蓋其背後有 DGCL §102(b)(7) 董事注意義務免責、股東代位訴訟與 demand futility 等特殊制度背景，於此便不多為贅述。

三、Caremark 法理的有限借鏡

In re Caremark International Inc. Derivative Litigation 與 *Stone v. Ritter* 將監督責任限於未建立合理資訊系統，或面對紅旗仍有意識地不作為；其門檻甚高。⁵⁷ *Marchand v. Barnhill*、*In re Boeing Co. Derivative Litigation* 與 *In re Clovis Oncology, Inc. Derivative Litigation*，分別涉及食品、飛航及臨床試驗安全。⁵⁸ 前開判決僅是於

⁵⁵ Faith Stevelman & Sarah C. Haan, *Boards in Information Governance*, 23 U. PA. J. Bus. L. 179, 184–85 (2020)；蔡昌憲，董事會之永續治理角色與董事監督義務，臺灣財經法學論叢，第 5 卷第 1 期，2023 年 1 月，頁 155–218。

⁵⁶ 公司法第 23 條第 1 項；張心悌，ESG 與董事監督義務，月旦法學雜誌，第 341 期，2023 年 10 月，頁 64–79。

⁵⁷ *In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litig.*, 698 A.2d 959, 970 (Del. Ch. 1996); *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362, 370 (Del. 2006)；黃朝琮，董事監督義務及其於 ESG 之應用，臺北大學法學論叢，第 127 期，2023 年 9 月，頁 67–150。

⁵⁸ *Marchand v. Barnhill*, 212 A.3d 805, 821–24 (Del. 2019); *In re Boeing Co. Derivative Litig.*, C.A. No. 2019-0907-MTZ, 2021 WL 4059934, at *25–30 (Del. Ch. Sept. 7, 2021); *In re Clovis Oncology, Inc. Derivative Litig.*, C.A. No. 2017-0222-JRS, 2019 WL 4850188, at *12–15 (Del. Ch. Oct. 1, 2019).

訴狀審查階段准許請求續行，並非終局認定違責；其共同問題是董事會對任務關鍵風險是否取得定期資訊並善意回應，而非事後政策是否最佳。

In re McDonald's Corp. Stockholder Derivative Litigation 提供兩項重要界線：其一，公司高階主管亦負監督義務，但其範圍原則上取決於職掌事項，負責人力資源的主管因而有義務處理並向上陳報職場性騷擾的紅旗；其二，紅旗到達董事會尚不足以成立責任，董事會如已聘請外部顧問、修訂反騷擾政策、增設申訴管道並實施訓練，即使相關措施未能立即消除問題，仍難據此推論其惡意不作為。*Giuliano v. Grenfell-Gardner* 進一步區分資訊系統請求與紅旗請求：欠缺將 FDA 法遵資訊送達董事會的制度，不能同時證明特定紅旗已經送達而遭有意忽視。*L.A. City Employees' Retirement System v. Sanford* 則從反面說明回應的最低要求：職場性侵如已由公開指控、內部備忘錄及吹哨者報告形成紅旗，董事會所採措施若僅屬名義回應、刻意延宕並伴隨掩飾，得推論其未善意回應；但控制集團不因股東層次的控制力即當然負擔監督義務。⁵⁹ 責任因此來自核心法遵風險、資訊實際到達及惡意回應失靈，而非 ESG 標籤。任務關鍵性對資訊系統請求尤其重要；紅旗請求則以董事實際知悉及有意不作為為核心。至於合法的減碳節奏與資本配置，原則上仍屬策略選擇。

四、反對擴張論與三層責任區分

Bainbridge 教授反對把 *Caremark* 擴張至 ESG，以免侵蝕商業判斷、把自願標準法定化，或使外部評等左右董事義務。⁶⁰ 此批評正確指出不能由風險實現反推違責；但污染、工安、人權禁令及核心資產安全，本即屬法遵與營運風險。據此，本文區分三層責任：強制法遵層要求基本遵循與通報；核心風險層禁止董事對制度真空或明顯紅旗不理；一般策略層涵蓋超越法定要求的減碳、公益與資本配置，原則上受商業判斷保護。我國文獻亦將永續治理連於具體法遵與風險管理。⁶¹ 此區分可避免鼓勵性規範轉為結果責任。

⁵⁹ *In re McDonald's Corp. S'holder Derivative Litig.*, 289 A.3d 343, 369–76 (Del. Ch. 2023); *In re McDonald's Corp. S'holder Derivative Litig.*, 291 A.3d 652, 676–84 (Del. Ch. 2023); *Giuliano v. Grenfell-Gardner*, C.A. No. 2021-0452-KSJM, 2025 WL 2502176, at *8–11 (Del. Ch. Sept. 2, 2025); *L.A. City Emps.' Ret. Sys. v. Sanford*, C.A. No. 2024-0998-KSJM, slip op. at 62–77 (Del. Ch. Jan. 16, 2026).

⁶⁰ Stephen M. Bainbridge, *Don't Compound the Caremark Mistake by Extending It to ESG Oversight*, 77 BUS. LAW. 651, 657–61, 675–80 (2022).

⁶¹ 張心悌，前引註 56，頁 76–78；蔡昌憲，前引註 55，頁 155–218；黃朝琮，前引註 57，頁 124–146。

五、商業判斷與守法義務的界線

商業判斷保護董事在資訊充分、無利益衝突下選擇合法策略，不保護選擇是否守法或是否據實揭露。於我國法上，臺灣高等法院 110 年度重上字第 83 號判決（兆豐案）曾因董事違法而否定商業判斷抗辯，雖本案嗣經最高法院 112 年度台上字第 173 號判決廢棄發回，然對其認為董事長、總經理對於公司內控內稽制度，包含海外分行就當地法令遵循制度之制訂、修訂、落實、監督、維持有效運作、及缺失應立即採取改正等事項，均負有要責之意旨，不生影響。⁶² 本文認為，較穩妥之區分方式為：董事無權選擇是否遵守強制法令，對合法履行手段及資源配置則保有裁量。依法監測並依情境分析分期更新設備，原則上屬商業判斷；明知排放造假仍核准完全合規的年報，則屬守法與真實揭露問題。

六、揭露控制與避免策略性無知

合理程序應確認法令與重大風險，使永續報告、年報及財務資訊採一致或可調節的資料邊界，記錄重大性與關鍵估計，建立紅旗通報及錯誤更正。內部控制規範可作為制度基礎。⁶³ 公司不得以不蒐集資料降低責任，董事亦不負全知義務。策略性無知應依監測義務、任務關鍵性、反覆紅旗及建置成本判斷。董事合理依賴專業人員並就差異詢問者，不因風險實現即違責；僅形式收受報告而不處理明顯矛盾者，也不能以「已有制度」免責。外部揭露所要求的，是足以支撐重大性判斷之資訊程序，而非永續結果責任。

⁶² 張心悌，董事執行業務的紅線：守法義務，月旦法學教室，第 235 期，2022 年 6 月，頁 19–22；臺灣高等法院 110 年度重上字第 83 號民事判決；最高法院 112 年度台上字第 173 號民事判決。

⁶³ 公開發行公司建立內部控制制度處理準則第 8 條、第 9 條；金融監督管理委員會，前引註 3，公開發行公司年報應行記載事項準則第 7 條第 2 項、第 10-1 條；Stevelman & Haan, *supra* note 55, at 184–85。

柒、結論

本文所處理的核心，並非 ESG 資訊在公共政策上是否重要，而是此種重要性何時、如何進入證券法。環境、人權與治理事項固可因外部影響成為永續報導的對象；惟欲發生證券責任，仍須說明其如何作用於特定企業的現金流量、籌資能力、資金成本、營運資格或核心資產，並足以改變合理投資人所掌握的資訊整體組成。本文所稱企業價值連結，是呈現此一傳導關係的證據工具，而非獨立的重大性標準；其功能在要求抽象議題循可驗證的路徑，落實為特定發行人的具體風險。

比較法所呈現的，不是數項相互競逐的定義，而是不同制度目的下的功能分工。美國法以合理投資人、揭露義務及反詐欺要件節制責任；歐盟以雙重重大性兼顧企業影響與財務風險；ISSB 則以企業前景及主要使用者決策建立共同基準。標準一旦抽離其文件、使用者與法律效果，便可能使行政報導過早轉化為民、刑事責任，或使可驗證的不實陳述反因文件名稱而逸脫審查。

臺灣的永續報告書與年報永續專章，已形成目的不同而彼此銜接的雙軌體系。本文提出的四階段模型，要求依序確認法源與文件、合理投資人重大性、不實或誤導，以及主觀要件、因果關係與法律效果。重大性不能創設揭露義務，可計算性與滑動尺度不能取代不實性判斷，行政違規亦不能直接推定民事賠償或刑責。對有合理基礎並揭露重要假設與限制的前瞻資訊，制度應保留安全港；對偽造數據、隱匿核心風險或誇大確信範圍者，則不應因使用 ESG 或願景語言而降低審查強度。同一資訊在不同文件中的法律效果，仍應依其法源與責任要件分別判斷。

外部揭露之可信度，終究取決於內部資訊治理。董事之義務並非保證永續目標實現，而係就強制法遵、核心風險與明顯紅旗建立合理辨識、上報、複核及更正程序；善意取得資訊並作成合理回應者，縱策略效果不佳，仍應受商業判斷保護，制度真空、策略性無知或刻意延宕，始可能進入監督責任。若將永續報告書納入證券交易法，應明定責任客體、主體、抗辯、安全港及過渡期間；此前，主管機關應要求公司說明兩類報告在範圍、期間、估計方法及重大性判斷上之差異。ESG 法制之價值，並非將所有善意期待轉化為可訴性，而係使重要資訊沿著可驗證的路徑進入市場，使責任落在掌握資訊而選擇誤導，或負有回應義務而刻意沉默之人。如此方得於資訊透明、責任可預測性與企業轉型所需之裁量間，建立可長久運作的界線。

參考資料

一、中文文獻

(一) 期刊論文

邱忠義，財報不實與重大性檢驗之實務解析（上），裁判時報，第 160 期，2025 年 10 月，頁 70-84。

張心悌，ESG、證券詐欺與吹噓言論，月旦法學教室，第 276 期，2025 年 10 月，頁 27-31。

張心悌，ESG 與董事監督義務，月旦法學雜誌，第 341 期，2023 年 10 月，頁 64-79。

張心悌，財務預測重大性之判斷——兼論財務預測安全港制度，臺北大學法學論叢，第 84 期，2012 年 12 月，頁 185-230。

張心悌，董事執行業務的紅線：守法義務，月旦法學教室，第 235 期，2022 年 6 月，頁 19-22。

莊永丞，永續報告書之罪與罰——永續報告書與證券詐欺責任，當代法律，第 27 期，2024 年 3 月，頁 6-14。

許永欽、李裕勳，永續報告書不實之刑事責任探究，當代法律，第 27 期，2024 年 3 月，頁 30-42。

郭瑜芳，永續資訊揭露不實之刑事責任，月旦律評，第 35 期，2025 年 2 月，頁 63-72。

黃朝琮，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，臺北大學法學論叢，第 122 期，2022 年 6 月，頁 1-111。

黃朝琮，董事監督義務及其於 ESG 之應用，臺北大學法學論叢，第 127 期，2023 年 9 月，頁 67-150。

黃帥升、黃正欣，ESG 資訊揭露不實之法律責任，當代法律，第 27 期，2024 年 3 月，頁 64-69。

楊岳平，公司治理 ESG 法制與公司目的論辯——以 2023 年 G20/OECD 公司治理原則為參考，臺灣財經法學論叢，第 7 卷第 1 期，2025 年 1 月，頁 275-324。

蔡昌憲，董事會之永續治理角色與董事監督義務，臺灣財經法學論叢，第 5 卷第 1 期，2023 年 1 月，頁 155–218。

賴英照，永續報告書的法律定位，台灣法律人，第 36 期，2024 年 6 月，頁 1–23。

（二）官方資料與法規

金融監督管理委員會，公開發行公司建立內部控制制度處理準則。

金融監督管理委員會，公開發行公司年報應行記載事項準則，2025 年 12 月 19 日修正。

金融監督管理委員會，金管證審字第 11403851756 號令，2025 年 11 月 12 日。

金融監督管理委員會，金管證審字第 1150339381 號函，2026 年 4 月 13 日。

臺灣證券交易所，臺灣永續資訊揭露之發展，2025 年 5 月 26 日。

臺灣證券交易所股份有限公司，上市公司編製與申報永續報告書作業辦法。

臺灣證券交易所股份有限公司、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，上市上櫃公司永續資訊確信機構管理要點，2026 年 5 月 18 日修正。

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法。

（三）法院判決

最高法院 106 年度台上字第 278 號刑事判決。

最高法院 108 年度台上字第 1547 號刑事判決。

最高法院 112 年度台上字第 173 號民事判決。

最高法院 112 年度台上字第 2985 號刑事判決。

臺灣高等法院 110 年度重上字第 83 號民事判決。

二、外文文獻

（一）專書與期刊論文

Stephen M. Bainbridge, *Don't Compound the Caremark Mistake by Extending It to ESG Oversight*, 77 BUS. LAW. 651 (2022).

Victor Brudney, *A Note on Materiality and Soft Information Under the Federal Securities Laws*, 75 VA. L. REV. 723 (1989).

Hans B. Christensen, Luzi Hail & Christian Leuz, *Mandatory CSR and Sustainability Reporting: Economic Analysis and Literature Review*, 26 REV. ACCT. STUD. 1,176 (2021).

John C. Coffee, Jr., *The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, 103 COLUM. L. REV. 1,293 (2003).

John C. Coffee, Jr., *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, 2021 COLUM. BUS. L. REV. 602.

Ruth Jebe, *The Convergence of Financial and ESG Materiality: Taking Sustainability Mainstream*, 56 AM. BUS. L.J. 645 (2019).

Adi Osovsky, *Puffery on the Market: A Behavioral Economic Analysis of the Puffery Defense in the Securities Arena*, 6 HARV. BUS. L. REV. 333 (2016).

James J. Park, *ESG Securities Fraud*, 58 WAKE FOREST L. REV. 1,149 (2023).

Faith Stevelman & Sarah C. Haan, *Boards in Information Governance*, 23 U. PA. J. BUS. L. 179 (2020).

(二) 法規、準則與機構資料

Accountancy Europe, *Interconnected Standard Setting for Corporate Reporting* (Dec. 2019).

Commission Delegated Regulation (EU) 2023/2772 of 31 July 2023 Supplementing Directive 2013/34/EU as Regards Sustainability Reporting Standards, 2023 O.J. (L 2772) 1.

Commission Delegated Regulation of 3.7.2026 Amending Delegated Regulation (EU) 2023/2772 as Regards the Simplification of Certain Sustainability Reporting Standards, C(2026) 5010 final (July 3, 2026).

Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 as Regards Corporate Sustainability Reporting, 2022 O.J. (L 322) 15.

Directive (EU) 2026/470 of the European Parliament and of the Council of 24 February 2026 as Regards Certain Corporate Sustainability Reporting Requirements and Certain Corporate Sustainability Due Diligence Requirements, 2026 O.J. (L 470) 1.

EFRAG, *EFRAG Delivers Technical Advice on Simplified ESRS* (Dec. 3, 2025).

European Commission, *Commission Adopts Revised Sustainability Reporting Standards to Reduce Administrative Burdens for EU Businesses While Maintaining High-Quality Disclosures* (July 3, 2026).

International Auditing and Assurance Standards Board, *International Standard on Sustainability Assurance 5000: General Requirements for Sustainability Assurance Engagements* (2024).

IFRS Foundation, *Amendments to Greenhouse Gas Emissions Disclosures* (2025).

IFRS Foundation, *Basis for Conclusions on IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information* (2023).

IFRS Foundation, *IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information* (2023).

IFRS Foundation, *IFRS S2 Climate-related Disclosures* (2023).

U.S. Securities and Exchange Commission, *Brazilian Mining Company to Pay \$55.9 Million to Settle Charges Related to Misleading Disclosures Prior to Deadly Dam Collapse*, Press Release No. 2023-63 (Mar. 28, 2023).

U.S. Securities and Exchange Commission, *Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change*, Securities Act Release No. 33-9106, Exchange Act Release No. 34-61469, 75 Fed. Reg. 6,290 (Feb. 8, 2010).

U.S. Securities and Exchange Commission, *In re The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*, Securities Act Release No. 33-11280, Exchange Act Release No. 34-99908 (Apr. 4, 2024).

U.S. Securities and Exchange Commission, *Management's Discussion and Analysis, Selected Financial Data, and Supplementary Financial Information*, Securities Act Release No. 33-10890, Exchange Act Release No. 34-90459, 86 Fed. Reg. 2,080 (Jan. 11, 2021).

U.S. Securities and Exchange Commission, *Rescission of Climate-Related Disclosure Rules*, Securities Act Release No. 33-11421, Exchange Act Release No. 34-105572, 91 Fed. Reg. 33,296 (proposed June 3, 2026).

U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC Votes to End Defense of Climate Disclosure Rules*, Press Release No. 2025-58 (Mar. 27, 2025).

U.S. Securities and Exchange Commission, *Staff Accounting Bulletin No. 99: Materiality*, 64 Fed. Reg. 45,150 (Aug. 19, 1999).

U.S. Securities and Exchange Commission, *The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*, Securities Act Release No. 33-11275, Exchange Act Release No. 34-99678, 89 Fed. Reg. 21,668 (Mar. 28, 2024).

World Economic Forum, *Embracing the New Age of Materiality: Harnessing the Pace of Change in ESG* (Mar. 2020).

(三) 案例與訴訟文書

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

City of Dearborn Heights Act 345 Police & Fire Ret. Sys. v. Align Tech., Inc., 856 F.3d 605 (9th Cir. 2017).

ECA, Loc. 134 IBEW Joint Pension Tr. of Chi. v. JP Morgan Chase Co., 553 F.3d 187 (2d Cir. 2009).

Giuliano v. Grenfell-Gardner, C.A. No. 2021-0452-KSJM, 2025 WL 2502176 (Del. Ch. Sept. 2, 2025).

In re Boeing Co. Derivative Litig., C.A. No. 2019-0907-MTZ, 2021 WL 4059934 (Del. Ch. Sept. 7, 2021).

In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litig., 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

In re Clovis Oncology, Inc. Derivative Litig., C.A. No. 2017-0222-JRS, 2019 WL 4850188 (Del. Ch. Oct. 1, 2019).

In re Ford Motor Co. Sec. Litig., 381 F.3d 563 (6th Cir. 2004).

In re McDonald's Corp. Stockholder Derivative Litigation, 289 A.3d 343 (Del. Ch. 2023).

In re McDonald's Corp. Stockholder Derivative Litigation, 291 A.3d 652 (Del. Ch. 2023).

L.A. City Emps.' Ret. Sys. v. Sanford, C.A. No. 2024-0998-KSJM, 2026 WL 125986 (Del. Ch. Jan. 16, 2026).

Macquarie Infrastructure Corp. v. Moab Partners, L.P., 601 U.S. 257 (2024).

Marchand v. Barnhill, 212 A.3d 805 (Del. 2019).

Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano, 563 U.S. 27 (2011).

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Constr. Indus. Pension Fund, 575 U.S. 175 (2015).

Complaint, *SEC v. Vale S.A.*, No. 1:22-cv-02405 (E.D.N.Y. Apr. 28, 2022).

SEC v. Tex. Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968) (en banc).

Stone v. Ritter, 911 A.2d 362 (Del. 2006).

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