

发起机构  
**财新智库**  
Caixin Insight

**ESG30**  
中国ESG30人论坛

联合发起  
 **东方证券**  
ORIENT SECURITIES



# 以尽责管理推动价值创造

## ——A股机构投资者赋能上市公司治理升级的实践路径研究

支持机构



合作伙伴



## 关于 ESG30 青年学者计划

ESG30 青年学者计划(2024-2025)由财新智库、中国 ESG30 人论坛(ESG30)发起,东方证券联合发起,旨在为具备专业素养、创新力和领导力的青年学者提供系统化研究支持,推动 ESG 理论研究与实践应用,探索和塑造新的经济范式。最终形成一批高质量的学术成果、政策建议和可应用于实践的方法论,为中国及全球的 ESG 实践提供前沿视角、智力支持和路径启示。



### 发起人

**张立晖**, 财新传媒总裁, 财新智库副董事长

**鲁伟铭**, 东方证券副董事长

### 学术顾问

**屠光绍**, 上海交通大学上海高级金融学院创院理事长

**刘世锦**, 国务院发展研究中心原副主任

**陈文辉**, 原中国银保监会副主席, 全国社保基金理事会原副理事长

**贺克斌**, 中国工程院院士, 清华大学环境学院教授

### 学术导师

**卢海**, 北京大学光华管理学院教授

**陈玲**, 清华大学公共管理学院教授, 清华大学产业发展与环境治理研究中心主任

**王遥**, 中央财经大学绿色金融国际研究院院长

### 业界导师

**武雅斌**, 联合国工业发展组织投资和技术促进办公室(中国·北京)主任

**谢阳军**, 丝路国际产能合作促进中心主任

**彭峰**, 上海环境能源交易所副总经理、碳中和行动联盟秘书长

**杨冬梅**, 易方达基金副总经理

**王会文**, 联想集团副总裁、全球电脑与智能设备首席质量官

**臧璐琦**, 平安健康执行副总裁兼首席财务官

**吴泽智**, 东方证券副总裁

**张轶鹏**, 伊利集团副总裁

**商容**, 中关村人工智能研究院对外事务部部长, 前微软亚太研发集团副总裁

**孙捷**, 远景科技集团首席可持续发展官

# 以尽责管理推动价值创造

## ——A股机构投资者赋能上市公司治理升级的实践路径研究

课题负责人：

卢常乐，财新智库

课题组成员：

李文瑞，紫顶股东服务

2025年8月

# PREFACE

## 序言

这是财新智库机构投资者系列 ESG 课题报告的第三部。自 2022 年中国 ESG30 人论坛和南方基金共同发起这一系列课题报告以来，我们始终致力于探索 ESG 理念与中国市场实践深度融合的可行路径。从首份报告构建 ESG 投资的逻辑基础与理论框架，到聚焦气候转型的行动逻辑，再到剖析传统高碳行业的转型痛点和机遇，我们逐步将研究视角从宏观战略延伸至中观产业与行业主体，试图为机构投资者提供兼具国际视野与本土适配性的行动指南。

2024 年全球资本市场的波动，为 ESG 投资带来新的考验。一方面，地缘冲突加剧与产业链重构背景下，上市公司治理中的不足所产生的影响正日益凸显，相关短板已经成为制约企业可持续发展能力的重要因素。另一方面，中国资本市场改革持续深化，随着新“国九条”强调优化公司治理结构、ESG 信息披露指引不断加深等，政策监管层面正通过制度供给倒逼市场主体向高质量发展进阶。在此背景下，机构投资者如何超越被动规避风险的合规视角，以主动的尽责管理（Stewardship）推动被投企业治理能力的升级，已愈发成为影响资本市场资源配置效率与实体经济转型质量的重要命题。

今年的这份报告，以“以尽责管理推动价值创造”为核心命题，聚焦 A 股市场机构投资者赋能上市公司治理升级的实践路径。研究团队注意到，相较于海外成熟市场的尽责管理实践，中国机构投资者在治理参与中面临独特情境：既要应对股权集中度较高带来的议价能力约束，又需平衡短期财务回报与中长期价值创造的冲突，还需在政策引导与市场化诉求间寻找平衡点。

报告从尽责管理的理论源流与国际经验比较切入，结合对国内外主要机构投资者的深度调研，系统梳理投票权行使、管理层沟通、议题倡导等工具的应用现状与效能边界，揭示机构投资者通过治理介入提升企业战略前瞻性、风险管控力与创新效率的作用路径。

研究同时发现，当前 A 股市场尽责管理生态体系的建设仍面临多重挑战：部分机构存在“重持有轻参与”的路径依赖，上市公司对股东治理诉求的响应机制尚未健全，ESG 议题的治理传导载体机制尚且不足。为此，报告亦指出机构投资者需提升治理洞察的专业能力，构建基于行业特性的议题筛选与参与策略；上市公司需完善治理架构对 ESG 风险的吸纳机制，将可持续发展真正纳入决策内核；监管层则应加快构建专项且具有激励效益的制度环境等建议。

作为连续多年深耕机构投资者 ESG 实践的研究团队，我们始终相信，资本市场对实体经济的赋能绝非简单的资本供给游戏。在高质量发展成为时代命题的当下，机构投资者正从价值发现者向价值共创者进化。这种进化既需要深化对“中国式公司治理”特殊性的理解，更需在政策框架、市场机制、机构能力之间培育良性互动生态。期待本报告能为这场静水深流的变革提供新的思考维度，助力中国资本市场在效率与责任、市场逻辑与公共价值的平衡中，走出独具特色的治理赋能之路。

# MESSAGE

## 寄语

作为连续多年深耕机构投资者 ESG 实践的研究团队，我们始终相信，资本市场对实体经济的赋能绝非简单的资本供给游戏。在高质量发展成为时代命题的当下，机构投资者正从价值发现者向价值共创者进化。这种进化既需要深化对“中国式公司治理”特殊性的理解，更需在政策框架、市场机制、机构能力之间培育良性互动生态。期待本报告能为这场静水深流的变革提供新的思考维度，助力中国资本市场在效率与责任、市场逻辑与公共价值的平衡中，走出独具特色的治理赋能之路。

### ——财新智库

在高质量发展迈入纵深推进的新阶段，如何通过资本市场的治理效能激活实体经济内生动力，已成为机构投资者面临的关键课题。值此第三部机构投资者系列 ESG 课题报告发布之际，我们以“尽责管理推动价值创造”为题，系统解构了“股东积极主义”中国化实践路径，期望为广大机构投资者从价值发现者进阶为价值共创者提供行动参考。

作为深耕中国资本市场的实践者，南方基金持续积极开展尽责管理，通过优化投票权行使机制、建立分层沟通体系，推动被投资企业将 ESG 纳入战略内核，为“资本影响力 - 治理改善 - 价值创造”这一良性生态循环的形成与发展贡献南方力量。展望未来，我们相信，当资本的影响力与企业的进化力形成共振，高质量发展将获得最持久的动能。

### ——南方基金

# CONTENTS

## 目录

### 05 第一章 综述：中国机构投资者尽责管理的时代使命

- 06 1.1 尽责管理成为大势所趋
- 07 1.2 国内可持续尽责管理前景广阔
- 08 1.3 机构股东投资规模持续增长呼唤尽责管理的升级

### 09 第二章 现状趋势：A股市场尽责管理现状与实践图谱

- 10 2.1 机构股东尽责管理推动上市公司治理的现状
  - 2.1.1 国内尽责管理促进上市公司治理的整体现状与效果
  - 2.1.2 不同性质股东参与公司治理的侧重点各有不同
- 13 2.2 当前机构投资者尽责管理的主要方式与路径
- 14 2.3 指数基金投票：规模崛起背景下的治理责任与监管升级路径
- 15 2.4 通过第三方合作加强公司治理逐渐兴起
  - 2.4.1 数据服务商
  - 2.4.2 法律与投票顾问

### 17 第三章 全球镜鉴：中外尽责管理经验比较

- 19 3.1 国内制度建设现状
- 20 3.2 中外尽责管理的差异与比较
- 23 3.3 发展趋势：尽责管理制度建设逐渐将 ESG 要素融入其中
- 23 3.4 海外通过尽责管理提升公司治理的经验启示
  - 附录 海外尽责管理制度建设情况
  - 附录一 欧盟：强调《可持续金融披露条例》与 ESG 投票机制
  - 附录二 美国：聚焦股东的积极主义
  - 附录三 日本：围绕《负责任机构投资者原则》展开

### 27 第四章 价值实证：机构股东参与公司治理对上市公司市值的影响

- 28 4.1 治理议题：机构投资者尽责管理的核心抓手
  - 4.1.1 积极行使投票权是机构投资者尽责管理的关键路径
  - 4.1.2 公司治理议题：机构投资者积极行使投票权的关键抓手
- 30 4.2 实证分析：机构投资者参与治理议题与企业价值的关联
  - 4.2.1 董事会效能
  - 4.2.2 高管薪酬
  - 4.2.3 经营决策
  - 4.2.4 审计质量
- 37 4.3 机构投资者尽责管理与企业价值创造的理论逻辑
- 38 4.4 总结：机构投资者开展尽责管理的整体效果

### 41 第五章 新兴议题：ESG 治理与政策导向下的尽责管理

- 42 5.1 ESG 理念下的机构投资者尽责管理新趋势
- 43 5.2 国内机构投资者参与特定 ESG 议题的尽责管理行动趋势明显
- 45 5.3 机构投资者联合尽责管理促进企业 ESG 升级

### 46 第六章 破局之鉴：尽责管理典型策略深度解析

- 47 6.1 法国巴黎资产管理公司的主动尽责管理策略
- 49 6.2 南方基金尽责管理策略
- 53 6.3 上市公司如何有效回应尽责管理
  - 案例一：中国广核
  - 案例二：汇川技术

### 57 第七章 政策建言：构建中国特色尽责管理生态体系

- 58 7.1 监督制定出台尽责管理守则
- 58 7.2 机构投资者应探索制定适配的尽责管理策略，提升尽责管理能力
- 59 7.3 加强培育尽责管理专业服务的第三方机构
- 59 7.4 上市公司建立积极主动响应机制

# CHAPTER ONE

**综述：中国机构  
投资者尽责管理  
的时代使命**



## 1.1 尽责管理成为大势所趋

尽责管理 (stewardship) 又称之为积极所有权 (active ownership), 根据 PRI (联合国负责任投资原则组织) 的定义, 尽责管理是“机构投资者利用影响力实现整体长期价值的最大化, 包括共同的经济、社会和环境资产的价值, 而收益以及客户和受益人的利益取决于此”。即尽责管理是指机构投资者 (包括资产所有者和资产管理者) 最大限度运用其影响力, 通过对被投资企业进行负责任监督管理, 防范和管控风险, 创造经济、社会 and 环境的长期价值。

近年来, 尽责管理在 ESG 投资策略中日益受到重视, 其作为 ESG 投资的核心策略之一, 在 ESG 股权投资、债券投资等方面发挥着重要作用, 逐渐成为全球主流可持续投资策略之一。据全球可持续投资联盟 (GSIA) 2022 年发布的报告显示, 全球主要市场可持续投资总量在 30.3 万亿美元, 其中采用可持续尽责管理的资产管理规模总计 8.06 万亿美元, 已经成为全球应用最为广泛的可持续投资策略<sup>1</sup>, 约占全球可持续资产管理规模的 26.6%, 比排名第二的 ESG 整合策略高出 2.47 万亿美元。

当前随着尽责管理策略被广泛采用, 全球范围内的负责任投资规模已实现加速增长。据晨星统计, 2024 年前三季度全球可持续基金呈现加速净流入态势, 其中第一季度净流入 9 亿美元, 第二和第三季度分别流入 63 亿美元和 104 亿美元。与此同时, PRI 签署机构数量近年来呈现出显著增长态势, 2020 年至 2023 年期间增加了 2918 家。截至 2024 年 7 月 28 日, 全球 PRI 签署机构已经达到 5296 家, 其中资产所有者和资产管理者分别为 743 家和 4066 家, 占比达到 91%。

从机构投资者的尽责管理实践来看, 国际上越来越多的机构股东亦在愈发主动地开展尽责管理行动。2017 年 12 月, 全球投资者主导发起了“气候行动 100+”倡议 (CA100+), 该倡议行动首期满五年后, 于 2022 年宣布延期至 2030 年。当前正处于该倡议的第二阶段, 重点强调推进公司气候相关的信息披露, 鼓励公司推进低碳转型。截至 2023 年底, 已经有 700 家投资者加入该倡议, 资产管理规模达到 68 万亿美元, 共涉及 170 家重点公司。

表 1 尽责管理理论的发展趋势

来源: 尽责管理亚洲 (Stewardship Asia), 2020

1990-1999	代理理论 (agency theory) 外的其他理论 尽责管理者的动机符合股东利益
2000-2009	在家族企业领域尤其突出, 其中优秀的管理者扮演着家族资产看护人的角色
2010-2019	管理者自愿将个人利益放在次要地位, 以保障其他人的长远利益 伦理尽责管理
近年	创造长期财富 对所有及其他持股人利益的承诺

1. 《绿色与可持续投资委员会研究成果汇编 (2023) —— 可持续尽责管理实践案例》

2022年PRI发布的《释放投资者尽责管理潜力》报告共邀请了包括贝莱德、宏利投资、南方基金等9家签署机构，提供其在中国开展尽责管理活动的案例。报告指出国内签署机构开展尽责管理的原因和价值主要体现在以下几个方面：

- 履行对客户的受托人责任，特别是在监管明确要求或鼓励机构投资者践行尽责管理活动的情况下。
- 增强投资者与投资对象之间的互信，为开展投资对象教育、深入了解投资对象、帮助投资对象明确了解投资者期望提供了建设性的框架和流程。
- 支持长期可持续价值创造：许多投资者指出，尽责管理活动有助于识别与可持续发展相关的机遇，进而能够明显提升长期投资回报。
- 管理和缓解风险，包括ESG相关风险、系统性风险，以及洗绿、社会问题洗绿风险。
- 塑造与可持续发展目标一致的投资影响，例如缓解气候变化、保护土著文化或提高消费者和员工福利等。

## 1.2 国内可持续尽责管理前景广阔

2025年5月7日，中国证监会（简称“证监会”）印发了《推动公募基金高质量发展行动方案》，提出应“出台公募基金参与上市公司治理规则，助力提升上市公司质量”；5月9日，中国证券投资基金业协会（简称“基金业协会”）发布了《公开募集证券投资基金管理人参与上市公司治理管理规则》，意味着“中国特色的尽责管理制度”正式出台。该《规则》预计将进一步推动公募基金管理人参与上市公司治理，从而积极行使投票权、质询权与建议权等，实现上市公司高质量发展。

当前我国尽责管理制度建设在快速追求世界先进市场的脚步。全球范围内，自2010年推出第一部尽责管理守则以来，全世界已有约22个国家和地区引入尽责管理守则，尽责管理制度建设成为成熟市场的重要“标配”。在此背景下，近年来国内尽责管理受监管政策、行业协会与市场等驱动，呈现出良好的发展趋势。

尤其是伴随ESG理念的兴起、政策监管的持续发力等，A股市场的投资生态开始向理性投资、价值投资与长期投资进行转变，机构投资者在投研阶段的策略选择时开始注重将环境、社会和公司治理等方面的非财务性因素纳入考量范围，同时在投后管理时越来越多地采用尽责管理，以推动上市公司在可持续发展方面的长期表现，完善自身的治理框架等，目前这一发展趋势已经十分凸显。

不过，需要正视的是当前国内尽责管理尚处于起步阶段，仍然面临信息不对称、规范体系在完善等现实难题。硬币的另一面，这也意味着中国尽责管理在发展的过程中有可综合借鉴的国际成熟经验，并结合ESG投资发展的本土化需求，建立更加全面和细化的尽责管理的时代机遇。

## 1.3

## 机构股东投资规模持续增长呼唤尽责管理的升级

过去 20 多年里，全球主要资本市场中的机构投资者的持股比例持续快速增长，机构投资者逐渐成为上市公司股东中的重要力量并产生积极影响。在国内，随着我国经济的快速发展，A 股上市公司的所有权集中度下降，机构投资者的比例不断上升，机构投资者对于上市公司治理和经营决策的影响力正日益增强。

据华创证券报告，截至 2024 年 3 季度，以公募、外资、私募、保险为代表的 A 股机构投资者持股市值达到 16.3 万亿，占比达 22.2%。机构投资者在推动企业节能降碳、履行社会责任、实现可持续发展等方面发挥重要作用，成为中国经济社会低碳转型的重要力量之一。

目前中国责任投资市场规模也正呈现出高速增长的态势。根据《2024 中国责任投资年度报告》数据，截至 2024 年第三季度，中国的责任投资市场规模已经从 2020 年的 13.73 万亿元增至 40 多万亿元。其中绿色信贷余额为 35.75 万亿元，可持续证券投资市场（包括可持续证券投资基金、可持续债券和可持续理财产品）总额为 3.3 万亿元，可持续股权投资为 1.26 万亿元。

一边是机构股东的投资规模持续增长，但参与上市公司治理比例较低的现实不足；一边是国内责任投资市场规模不断增长，对负责任投资所需的尽责管理策略需求高涨，导致市场上无论是机构投资者还是个人投资者实际对尽责管理的关注持续提升。根据《中国责任投资 15 年报告》显示，从 2017 年到 2023 年，机构投资者开展尽责管理的占比由 15.8% 升至 52.5%，关注尽责管理的个人投资者比例由 33.2% 升至 58.8%。

机构投资者通过开展有效尽责管理，能够识别投资组合中被投企业的 ESG 与可持续发展相关风险与机遇，帮助企业有效应对风险，以实现投资组合达到长效价值提升。同时，有效的尽责管理还可以促进企业实现可持续转型发展，帮助企业对环境和社会形成广泛的正向价值循环。

# CHAPTER 2 TWO

现状趋势：A股市场  
尽责管理现状与实践  
图谱



## 机构股东尽责管理推动上市公司治理的现状

### 2.1.1 国内尽责管理促进上市公司治理的整体现状与效果

近年来，我国立法部门与行政监管机构针对公司治理和投资管理持续完善标准建设，国务院、证监会和银保监会等监管部门发布多项指引，以促进金融机构积极参与投后管理来行使股东权利。

从政策制度建设进展来看，2018年6月，中国证监会公布《上市公司治理准则（修订稿）》并向公众征求意见，引入机构投资者参与公司治理，约束控股股东权利，强化独董权责并规范要求以达到平衡公司内部治理的目的<sup>2</sup>。

2022年，新修订的《上市公司投资者关系管理工作指引》也首次将公司ESG信息纳入上市公司与投资者沟通内容，为ESG尽责管理实施提供了直接的政策依据。

同年9月期间，保险资产管理业协会发布《中国保险资产管理业ESG尽责管理倡议书》，鼓励保险机构在利益相关性一致、决策机制、监督执行、沟通协同、信息披露和能力建设等方面从尽责管理出发，充分发挥机构投资者的影响力。该倡议书以《银行业保险业绿色金融指引》为基础，是国内首份资管行业ESG尽责管理倡议书，对提高国内资管行业对尽责管理的关注具有重要作用。

直至2025年5月9日，中国证券投资基金业协会发布《公开募集证券投资基金管理人参与上市公司治理管理规则》，意味着“中国特色的尽责管理制度”正式出台。值得关注的是，该规则要求自2026年4月起公募基金须在官网披露股东大会投票详情及决策依据。此举将显著提升机构投资者责任投资的透明度与实效性：一是倒逼治理能力透明化。强制公开投票记录，包含关键议案立场及ESG评估逻辑等将极大消除操作的不透明性，迫使机构建立专业决策流程，以可追溯的投票行为证明受托责任履行。二是驱动市场择优机制。披露数据使投资者可横向对比机构治理质量，尤其如ESG表决一致性，引导长期资金流向尽责管理者，推动机构从合规转向主动治理能力建设。三是强化市场治理效能。公募基金集中披露投票详情与决策依据将有助于识别治理薄弱公司，放大机构投票的威慑力，同时长期数据的积累还能够为相关监管优化提供依据，推动上市公司治理从底线合规迈向优化升级。

从机构投资者的角度来看，上述颁布的《规则》通过公布投票详情将“投票”这一后台工具转化为市场监督的杠杆，从而能够促使机构投资者从被动的持有人转化为积极的治理者，驱使其不断转型，最终实现提升上市公司发展质量与市场稳定的目标。

从整体趋势来看，在不断完善的监管政策驱动下，目前机构投资者与上市公司进行尽责管理的沟通现象逐渐增多，但其交流事项仍停留在较为基础的可持续信息披露等方面，涉及ESG议题的相关尽责管理尚未大范围普及，无论是政策面，还是市场端都仍处于酝酿和起步的准备阶段。

从资本市场的策略采用来看，伴随ESG投资兴起，尽责管理作为投资策略为国内机构投资者关注，但同样整体处于尽责管理初期实践阶段。以公募基金为例，华西证券研究所指出，截至2024年三季度公募基金持有A股总市值6.19

2. 《证监会修订〈上市公司治理准则〉强化第三方、ESG信披成亮点》21世纪经济报道

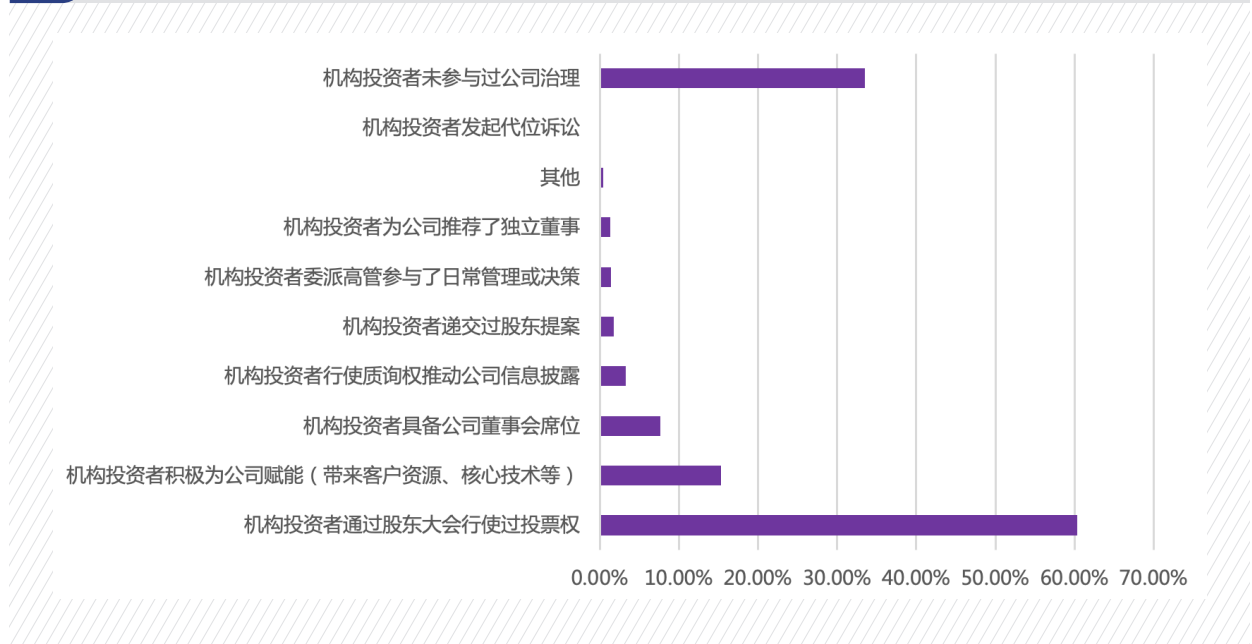
万亿元，占A股总市值6.39%，在所有机构投资者中占比最高。但即便如此，公募基金在内的机构投资者在A股股东大会上的尽责管理表现仍有较大的提升空间。

据《上市公司投资者关系工作年度报告（2023）》统计显示，从“公募机构参与上市公司公司治理”的调研结果看，33.52%的上市公司表示“机构投资者未参与公司治理”。在参与方式上，机构投资者参与上市公司治理主要体现在股东大会投票上；在给予上市公司赋能、派驻董事或高管、推荐独立董事、递交股东提案等方面都不普遍，且参与程度上也并不深入。

综合来看，机构投资者未能充分参与上市公司治理，是多重因素共同作用的结果。除了普遍存在的控股股东集中导致机构话语权受限这一关键结构性问题，以及市场缺乏真正注重长期价值的稳定资本（如养老、保险资金等）这一根本制约外，机构投资者自身也面临资源能力不足、短期业绩压力大，以及潜在利益冲突等限制。与此同时，股东行使自身权利的成本较高、信息沟通与渠道并不畅通、相关监管与执法的威慑不足，以及部分上市公司对股东参与管理的抵触等制度与环境的短板，加之双方还存在对“参与治理”的认知差异及整个资本市场的成熟度有待提升等多重因素共同导致了上述结果的客观存在，这也表明提升机构投资者参与上市公司的治理是一个需要多方协同解决的系统性挑战。

图1 上市公司认为机构投资者参与公司治理的情况

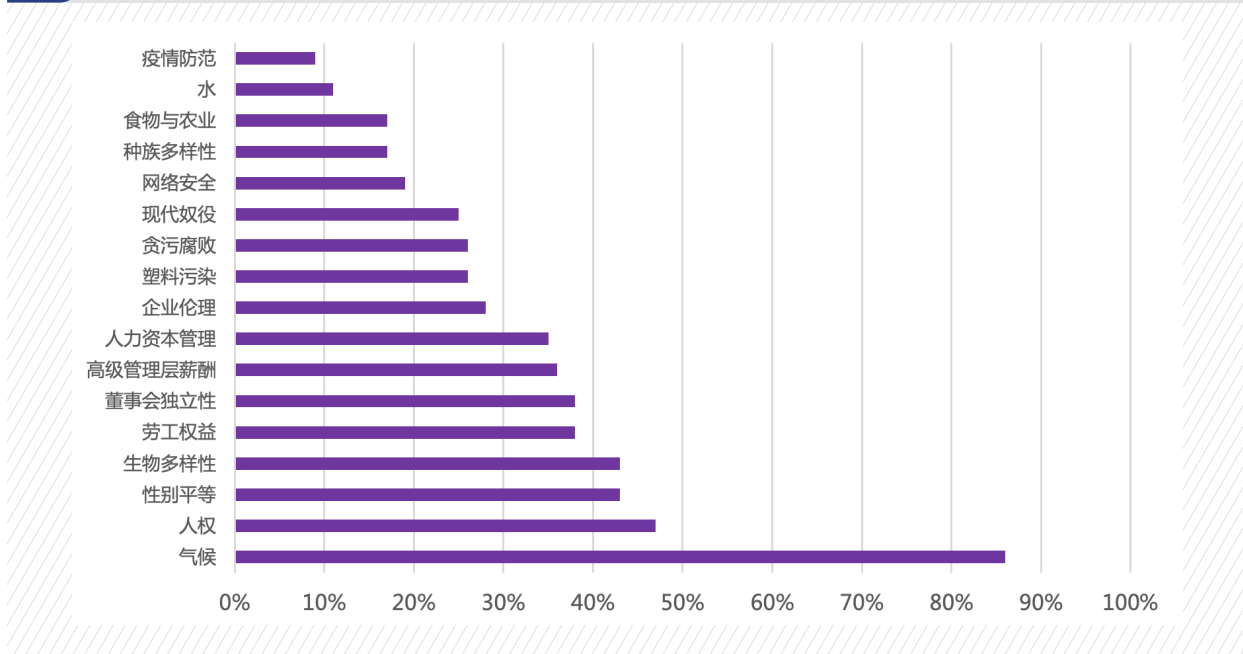
数据来源：摘自《上市公司投资者关系工作年度报告（2023）》



不过，值得注意的两个重要发展趋势：一是在相对有限的互动沟通实践中，投资者与上市公司就ESG主题进行沟通的现象正逐渐增多，尽责管理与行业ESG分析框架出现整合趋势，出现如“气候转型议题”的特定ESG议题的尽责管理实践。

图2 机构投资者与上市公司沟通的 ESG 主题分布

资料来源: ISS ESG 2021 年针对 133 家投资机构进行的调查



二是尽管近几年 A 股股东投票参与率有所提升,但整体增长已遭遇瓶颈,源于一方面,国内机构的尽责管理意识与整体市场环境尚未成熟,仍然认为参与投票是一项成本支出,且短期内难以获得较为明显的回报,使其缺乏足够的积极性去推动尽责管理,叠加自身尽责管理的能力也有待提升;另一方面,A 股自 2021 年以来受国际环境和市场波动影响,外资机构持股比例下降,使得积极股东的群体比例下降。

## 2.1.2 不同性质股东参与公司治理的侧重点各有不同

要实现有效的尽责管理,对机构股东实际有着一定的能力要求,一方面既要建立完善的尽责管理内部制度,确保尽责管理实施合规有效,实现尽责管理与 ESG 投资的深度整合;另一方面针对不同行业及不同发展阶段的被投对象,机构投资者需要能够有针对性地制定因地制宜的尽责管理计划。

目前,沟通参与和股东投票是机构投资者开展尽责管理中运用最广的手段,但不同性质的机构投资者进行尽责管理的积极性与侧重点也各不相同,由于其投资目标、风险偏好和资金属性的差异,往往呈现出不同的侧重点:

长期导向的养老金和主权财富基金通常更关注企业的可持续发展能力,尤其是 ESG 议题中的长期风险与机遇。这类投资者资金期限长、规模大,倾向于通过积极行使投票权和持续对话,推动企业在气候变化、董事会独立性、高管薪酬与长期绩效挂钩等治理议题上的改进。例如,挪威主权财富基金(GPFG)等机构会系统性地评估被投企业的 ESG 表现,并在股东大会上对不符合其标准的议案投反对票,同时通过定期沟通引导企业优化治理结构。

公募基金和资产管理公司则往往在尽责管理中兼顾财务回报与 ESG 整合。由于需要平衡不同客户的风险偏好和收益目标,这类投资者更关注企业的财务稳健性、信息披露透明度以及短期与长期目标的协调。在投票决策上,他们通

常会参考国际投票指引(如 ISS、Glass Lewis 的建议),并结合企业的具体治理表现进行综合判断。例如,对于高碳排放企业,部分公募基金会支持气候相关股东提案,但同时也可能更谨慎地评估转型成本对企业财务的影响。

对冲基金和主动型投资者的尽责管理策略通常更具针对性,其参与治理的目标往往与特定投资策略密切相关。这类投资者更倾向于通过股东提案、公开施压或私下协商等方式,推动企业进行业务重组、优化资本配置或调整管理层。与长期投资者不同,他们的治理参与可能更聚焦于短期内可实现的股东价值提升,例如提高分红或回购股票等。

保险公司和银行等金融机构由于自身面临严格的资管要求,在尽责管理中往往更重视企业的风险管控能力,尤其是与气候风险、合规运营相关的议题。例如,部分保险公司会重点关注被投企业在自然灾害应对、供应链韧性等方面的管理措施,并在投票中支持加强相关风险披露的提案。

总体来看,尽管不同机构投资者的尽责管理侧重点存在差异,但共同趋势是越来越重视 ESG 因素与企业长期价值的关联性。随着全球监管对可持续信息披露要求的提升,各类机构投资者都在逐步将系统性治理评估纳入投资决策,推动被投企业提升透明度和可持续发展能力。

## 2.2 当前机构投资者尽责管理的主要方式与路径

相对于个人投资者,机构投资者不仅持股多且更加专业,具有更多渠道与方式获得有效市场信息,因管理投资资金规模等亦更有动机和能力积极参与上市公司治理。整体来看,机构投资者目前可通过委派董事、监事、高管,参与定期对话、积极行使投票权和股东提案等,参与上市公司治理。其中参与和投票是应用最广泛的两种方式:

参与通常是指投资者为明确其治理要求,通过会议、电话与邮件等方式与被投企业进行沟通讨论。根据参与的主体不同,还分为企业参与、政策参与、主题参与及其他参与<sup>3</sup>;而根据参与形式不同,可以分为单独参与、协作参与和服务提供商参与<sup>4</sup>。

投票是指投资者在股东大会上行使自己的权利,对公司的重大事项进行表决。通过投票,投资者传达自身的治理观点给公司管理层,并提出建议。对于管理投资资金规模较大的机构投资者而言,国际上通常将投票活动委托给投票代理公司进行管理,并参与最终的投票与建议决策。从国内外机构投资者的实践来看,当前机构投资者通过投票与参与的主要尽责管理方式涵盖了以下主要实现路径:

**投票表决:**指股东在股东大会上就各项议案行使投票权,是机构投资者影响公司决策、确保管理层对股东负责的法定权利和强有力手段。

**私下沟通:**指机构投资者与被投资公司管理层、董事会或其他利益相关方就特定议题进行直接对话,旨在传达期望、了

3. 《加速气候行动：机构投资者参与支持企业低碳转型》中英绿色金融中心，【R】，2023。

4. 《负责任投资简介：尽责管理》PRI，【R】，2021。

解情况、推动改进。沟通可以采取多种形式，如私下会谈、电话会议、书信往来、参加业绩说明会或实地调研等。沟通的强度可以逐步升级，从初步的信息交流、提出建议，到更深入的战略对话，甚至公开表达关切。

**股东提案：**符合条件的股东可以向股东大会提交议案。当私下沟通无效时，提交股东提案可以将议题公开化，向管理层施加更大压力。

**董事提名：**机构投资者可以提名董事候选人，尤其持股比例较高的机构投资者，有可能将代表其利益的董事选入董事会。

**联合行动 / 协作参与：**机构投资者可以联合起来，共同与公司沟通或采取一致投票行动，这有助于降低单家机构的成本，放大影响力，并向公司传递更一致的信号。

**诉讼：**在公司存在违法违规行为导致投资者损失时，机构投资者可以通过提起股东派生诉讼或证券欺诈诉讼等法律途径追究责任、寻求赔偿。

实践中，机构投资者通常会根据具体情况，如持股比例、议题重要性、公司反应、成本效益等选择和组合使用这些工具，并可能采取逐步升级的策略，如从私下沟通开始，若效果不彰，则可能升级为公开投票反对或提交股东提案。

## 2.3 指数基金投票：规模崛起背景下的治理责任与监管升级路径

在机构投资者践行尽责管理的核心方式中，“投票”既是行使股东权利、直接影响公司治理的基础手段，也是应用最广泛的参与治理方式。当前随着指数基金资产管理规模（AUM）的快速增长，并在全球及部分主要市场超越主动权益基金，机构投资者投票行为的重要性与监管环境正愈发受到关注。

目前指数基金投票主要遵循《中华人民共和国证券投资基金法》等基础法规，其通讯表决、代理授权等程序与主动基金形式上类似，强调合规性与规范性。近年监管部门开始关注指数化投资特性，出台细化监管政策，如2025年1月中国证监会发布《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，从持续丰富指数基金产品体系、加快优化指数化投资发展生态、加强监管、防范风险等方面作出具体安排，提出全面完善ETF运作机制、切实提高指数编制质量、降低指数基金投资成本、稳步推进指数化投资双向开放、不断提升投资者服务水平等措施。

然而，现有的监管制度框架仍面临较为显著的挑战：依赖传统纸面流程导致效率低下、成本高昂，与指数基金的规模及效率理念冲突，抑制了持有人，尤其是散户的实际参与；同时指数基金被动投资的低费率商业模式与其深度参与公司治理所需的较高的研究投入存在矛盾，现有政策对如何有效激励管理人进行积极、审慎且符合长期利益的投票，特别是时下企业较为关注且相对复杂的ESG议题等领域，相关投票的监管规定仍有不足之处。除此之外，管理人默认投票策略的构成逻辑、决策透明度与利益冲突管理等也需更明确的监管细则。

随着当前指数基金AUM超越主动权益基金，这一结构性变化使其投票行为的系统重要性变得举足轻重，同时也可能带来新的风险。未来它们或将从影响个别公司的“关键少数”转变为塑造整个上市公司治理生态和市场规范的重要支

柱。由于其被动持有特性，“用脚投票”的成本往往较高甚至不可行，“用手投票”成为其履行受托责任、影响被投资公司长期价值创造最重要的途径之一，其较大的持股份额意味着在关键公司议案上的集体投票倾向能够左右结果。由此也需注意，当少数大型指数基金管理人若采用趋同的投票策略，可能会给上市公司带来“治理同质化”的风险，削弱股东制衡作用。

鉴于指数基金投票日益增长的系统性影响力及其独特挑战，本报告呼吁监管机构能够重视并跟进对其的有效监管提升，未来可在现有基础上重点推进：一是大力提升效率与可及性，强制推广安全可靠的电子化投票平台，显著简化流程降低成本，增强投票代表性和民主性；二是强化透明度与问责，要求管理人定期详细披露全球投票政策、具体记录、决策理由及利益冲突管理，并对默认投票策略的制定进行充分说明；三是引导与激励积极尽责投票，在监管指引中明确将积极行使投票权视为核心受托责任，探索将投票质量纳入管理人评价体系，并鼓励大型持有人在选择指数基金时考核其投票治理能力；四是持续关注系统性影响，评估大规模集中投票对市场治理结构的潜在风险，防范同质化，维护市场活力与制衡机制。

## 2.4 通过第三方合作加强公司治理逐渐兴起

### 2.4.1 数据服务商

近年来，通过引入第三方专业机构强化公司治理的模式逐渐成为行业发展的重要方向，其中以数据服务商为代表的外部合作方正发挥日益显著的作用。以中证指数有限公司（简称“中证”）等头部数据服务商为例，其通过构建覆盖企业全生命周期的数据服务体系，为上市公司治理提供了多维度的赋能支持。这类机构依托海量数据采集与建模等能力，为监管机构、投资者及企业自身提供治理评估、风险预警、合规监测等标准化服务，有效弥补传统治理模式中信息不对称的短板。

在具体实践中，数据服务商通过多项数据赋能推动公司治理现代化：一是建立客观量化的评价体系，如 ESG 评级、董事会效能评估等，为市场参与者提供可比较的治理质量标尺；二是开发智能化的合规工具，通过实时监测舆情、财务异常、关联交易等关键指标，帮助企业实现动态风险管控；三是搭建信息披露支持平台，协助上市公司提升年报、社会责任报告等文件的规范性与透明度等。

值得注意的是，数据服务商的深度介入或将重构公司治理的生态。一方面，监管部门通过采购第三方数据服务，可精准识别潜在违规线索，提升监管效能；另一方面，机构投资者则将治理评级纳入投资决策模型，倒逼企业提升治理水平。未来随着人工智能与区块链技术的进一步融合，第三方数据服务还有望在股东行为分析、治理缺陷诊断等领域形成更智能化的解决方案，持续推动公司治理从合规驱动向价值创造转型。

### 2.4.2 法律与投票顾问

在第三方合作强化公司治理的生态中，法律与投票顾问机构，如国际知名的 ISS、中国本土的紫顶咨询等，逐渐成为

推动治理专业化与市场化的重要力量。这类机构通过提供法律合规咨询、代理投票建议、股东权利保护等服务，搭建起连接企业、投资者与监管方的桥梁，尤其在复杂股权结构、跨境治理及利益冲突协调等场景中凸显价值。

### 代理投票

整体而言，法律与投票顾问的核心作用体现在两大维度：其一，合规治理支持。例如，ISS 基于全球公司治理规则数据库，为企业提供上市合规、董事会架构设计、高管薪酬合理性评估等服务，帮助企业规避法律风险；紫顶咨询则通过本土投票管理服务为资管机构提供投票决策支持。其二，代理投票决策。针对机构投资者在股东大会中的投票权行使，此类顾问通过分析议案对公司治理的长期影响（如关联交易公允性、ESG 目标设定等），提出“支持/反对”的投票建议，成为影响治理决议的重要力量之一。随着我国资本市场对外开放不断扩大、境外机构投资者进入 A 股市场，以及境内机构投资者参与上市公司治理的深化发展，投票顾问机构在我国的市场前景值得期待。

### 技术驱动治理优化

随着数字化工具的应用，法律与投票顾问的服务模式也正加速迭代。如依托 AI 对海量公司章程、监管文件进行语义分析，以及开发股东投票行为预测模型，帮助上市公司预判议案通过概率并提前优化沟通策略等。此外，此类机构还可以通过数据建模与案例库比对，为监管机构提供政策优化建议，推动治理规则与国际标准接轨等。

# 3 CHAPTER THREE

**全球镜鉴：中外尽责  
管理经验比较**

目前多个发达资本市场均已制定并实施了尽责管理守则。自2010年英国发布了全球首份尽责管理守则后，欧盟《EFAMA 尽责管理守则》、日本《尽责管理守则》、美国《机构投资者尽责管理框架》、荷兰《尽责管理守则》和新加坡《投资者尽责治理原则》等管理守则逐个出台。

从已经发布的尽责管理守则的约束力来看，多数并非法律制度，通常情况下并不具有强制性。其旨在为资产管理人、资产所有者及相关服务供应商提供尽责管理实践指南，采用自愿或“不遵守就解释”的实施特点。一个共同且明显的发展趋势是，在尽责管理守则持续修订的过程中，越来越多的国家和地区明确将ESG因素纳入尽责管理范围。

根据国际公司治理网络（ICGN）在2024年发布的全球尽责管理原则的修订版，ICGN全球尽责管理原则共分为尽责管理承诺、稳健的公司治理、监管与参与、投票与其他所有权、公共倡议共五个主要方面<sup>5</sup>。

表2 全球尽责管理守则基础情况一览

国际组织或国家 / 地区	发布时间	尽责管理相关守则或标准	发布机构	执行强制性
国际组织	2020年	《ICGN全球尽责管理守则》	国际公司治理网络（ICGN）	不遵守就解释
欧盟	2018年	《EFAMA 尽责管理守则》	欧洲基金和资产管理协会	不遵守就解释
英国	2020年	《英国尽责管理守则》	英国金融报告委员会	不遵守就解释
美国	2018年	《美国机构投资者尽责管理框架》	投资者尽责管理组织	自愿性
荷兰	2018年	《荷兰尽责管理守则》	Eumedion	不遵守就解释
瑞士	2023年	《瑞士尽责管理准则》	瑞士资产管理协会和瑞士可持续金融小组	自愿性
日本	2020年	《日本尽责管理守则》	日本金融厅	不遵守就解释
新加坡	2022年	《新加坡投资者尽责治理原则》	亚洲尽责治理研究院	自愿性
中国香港	2016年	《负责任的所有权原则》	香港证券及期货事务监察委员会	自愿性

5. 《ICGN Global Stewardship Principles 2024》<https://www.icgn.org/sites/default/files/2024-10/ICGN%20Global%20Stewardship%20Principles%202024.pdf>

## 3.1 国内制度建设现状

从海外的实践来看，监管机构的引导在建设系统化尽责管理机制中发挥着主要两个方面的核心作用：一是通过制定尽责管理守则指导机构开展有效的尽责管理，实现通过制度制约发挥自上而下的推广实施作用；二是促使上市公司和机构投资者提升信息披露水平，加强二者之间的交流与沟通。

虽然目前国内暂未在国家层面出台明确的针对尽责管理的具体守则，但近年来，中国监管机构发布了多项指引性的政策内容，涉及上市公司、银行、保险和公募基金等金融机构，要求健全机构投资者尽责管理机制，并将 ESG 信息纳入机构投资者与上市公司的沟通范畴，推动与尽责管理相关的政策制度正不断健全与完善。

前述提及今年 5 月，由中国证券投资基金业协会发布的《公开募集证券投资基金管理人参与上市公司治理管理规则》，标志着中国资本市场治理体系向着更加规范、更加成熟的方向迈进。该规则是对 2012 年相关指引的全面升级，首次以自律形式明确了公募基金作为“积极股东”的角色定位，要求其主动参与上市公司治理，特别是在持有单一股东流通股比例达到 5% 及以上时，需对上市公司重大事项积极行使表决权。

同时该规则还强调信息披露的透明性，要求基金管理人每年 4 月底前公开上年度行使表决权的情况，并鼓励披露参与治理的总体政策与流程。业界普遍认为，新规与国际成熟市场接轨，借鉴了海外资管机构披露责任投资原则及投票记录的经验，不仅增强了国内机构的公信力，也为吸引海外长期资金释放了积极信号。

表 3 国内尽责管理的相关政策文件及主要内容

时间	颁布主体	政策名称	主要内容
2020.10	国务院	《国务院关于进一步提高上市公司治理的意见》	上市公司要建立董事会与投资者的良好沟通机制健全机构投资者参与公司治理的渠道和方式。
2021.1	原银保监会	《银行保险机构公司治理准则》	银行保险机构应当支持股东之间建立沟通协商机制，推动股东相互之间就行使权利开展正当沟通协商。
2021.2	中国证监会	《上市公司投资者关系管理指引（征求意见稿）》	上市公司应与投资者沟通公司的环境保护、社会责任和公司治理信息。
2022.4	中国证监会	《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》	推动公募基金等专业机构投资者积极参与上市公司治理，既要“用脚投票”，更要“用手投票”，助力上市公司高质量发展。
2022.6	原银保监会	《银行业保险业绿色金融指引》	银行保险机构应当加强贷后和投后管理，对有潜在重大环境、社会和治理风险的客户，制定并实行有针对性的管理措施。
2023.4	国务院办公厅	《关于上市公司独立董事制度改革的意见》	提出明确独立董事职责定位、优化独立董事履职方式、提高独立董事履职能力、加强独立董事监督效能等。
2024.4	国务院	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	新“国九条”在市场准入、持续监管、退市监管方面出台更加严格的规定，为推动尽责管理奠定基础。
2024.9	中央金融办、中国证监会	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	提出完善机构投资者参与上市公司治理配套机制，推动与上市公司建立长期良性互动。
2025.5	中国证券投资基金业协会	《公开募集证券投资基金管理人参与上市公司治理管理规则》	多角度、全方位规定了基金管理人应当如何参与上市公司治理工作。

## 3.2 中外尽责管理的差异与比较

中外尽责管理的核心目标均为通过投资者参与提升企业的长期价值，但不同市场环境下企业治理的议题和实践路径等存在显著差别。

### 国内外尽责管理的核心治理问题不同

相比国内资本市场，海外资本市场成熟度更高，公司股权相对分散，上市公司前十股东中很多是专业资管机构，公司治理的核心问题是公司外部中小股东与公司内部董事会之间的委托代理问题。公司治理议题的焦点集中于股东权利的制衡，如董事会独立性、高管薪酬、ESG透明度（如碳减排计划），以及社会公平等，在参与投票方面海外机构投资者更加积极主动，强调通过股东行动主义直接施压推动企业改革，同时也更加关注环境与社会方面的重要议题。

对比国内市场的尽责管理，市场尚处在酝酿与起步阶段，公司股权相对集中，且散户投资者相对比例较高，尽责管理的核心治理问题，通常是围绕公司控股股东与外部中小股东间的委托代理问题。因此相比海外尽责管理实践，国内投资者的尽责管理议题聚焦于公司治理，偏重于提升企业财务表现与市值管理，而社会与环境方面议题占比相对不足。

同时源于我国“双碳”目标、乡村振兴与共同富裕等国家战略指引，机构投资者与被投资企业均需遵从国家战略框架，公司治理议题通常需高度契合国家意志与政策保持契合度，国内尽责管理实践正在探索与实践一条与国际标准接轨，同时又植根本土需求的发展路径。一方面，通过推进 ESG 信息披露体系持续优化、公募基金管理人参与上市公司治理等举措来推进上市公司治理的现代化；另一方面，通过推进“双碳”目标与评价体系建设等来引导和凸显国家战略导向。

### 相比海外市场，国内集中化的所有权市场特殊性尽显

与美国占比达到 80% 和英国占比 68% 的高水平相比，整个亚太市场的机构所有权水平不到前述二者的一半<sup>6</sup>。中国市场中的所有权集中化特点亦是如此，相对集中化的股权结构，使得国内机构投资者的尽责管理实践面临诸多挑战。

与海外成熟市场相较来看，国内 A 股上市公司无论是国企还是民企，从股权结构来看，大部分拥有一个话语权较大的实控人或控股股东，股权集中有可能导致公司在治理过程中涉及弄虚作假等违法违规行为产生，特别是在上市公司披露的财报、融资与股权回购等信息方面，使得公之于世的公司指标有效性大打折扣。

据公开报道，2025 年初 A 股上市公司香雪制药、朗源股份、联创股份 3 家公司均因年报存在虚假记载，被中国证监会下发《行政处罚事先告知书》。据统计，截至 2025 年 3 月，A 股共有 11 家上市公司被中国证监会实施风险警示。其中共有 7 家被实施其他风险警示（即被 ST），4 家被（\*ST），从风险类型来看，存在重大违法类退市风险的有 7 家，规范型退市风险的有 2 家，财务型退市风险的有 1 家，其他型退市风险的有 1 家<sup>7</sup>。

6. STEWARDSHIP 2.0, Awareness, Effectiveness, and Progression of Stewardship Codes in Asia Pacific by CFA Institute

7. 《曹中铭：年内多家被 ST 凸显上市公司治理难题》新浪财经 <https://finance.sina.com.cn/zl/stock/2025-03-25/zl-ineqwnhh6770735.shtml>

除此之外，如果政府也是控股股东，那么往往机构投资者可能会在尽责管理中倾向于选择不进行投票。面对国内上市公司的股权权益实际，国内机构股东在参与公司治理实践中，通常倾向于采用协作尽责管理的模式，以壮大投资者集体所持有的股权 / 债权的比例，从而提升对被投公司的影响力来推动尽责管理目标的实现。

据《2024 中国 ESG 投资发展白皮书》统计，在统计的 16 家公募基金中，共有 13 家（占比 81.3%）表示通常会优先开展协作尽责管理，其余 3 家则表示会根据具体情况进行选择<sup>8</sup>。

### 海内外机构投资者的自身能力建设与机制保障差异较大

从海内外机构投资者自身的能力建设与机制保障来看，也存在较大差异。实际海外资管机构无论规模大小，尽责管理均作为其投资行为的一种必选项，尤其在美国更是拥有强制性的法律法规进行约束。一些知名的海外大型资管机构，更是具备从组织结构、制度设计到流程管理等多方面且完善的能力架构，以保证尽责管理工作的独立性，不受到自身投资团队的影响和干扰。

但在国内，虽然头部资管机构相对比较领先，但整体大多数国内资管机构开展尽责管理的意识尚未觉醒，尽责管理的独立性更是无法有效保障。在尽责管理实践中，公司治理和尽责管理侧重于投后管理，避免被投企业的下行风险，源于其不仅是上市公司的股东，还关心自身的资产保值增值。

### 国有股东与机构投资者之间现实博弈

中国资本市场的结构有别于西方国家，探讨中国资本市场参与主体的尽责管理实践时，因此需关注其特有的股权结构特征。国有股东与机构投资者在参与公司治理过程中，因各自责任定位不同，形成了差异化的治理关注点与沟通方式。国有股东往往肩负着国有资产保值增值、战略安全维护及社会效益平衡等多重目标，在混改企业治理中往往倾向于通过制度设计保障重大决策的战略稳健性，而机构投资者则聚焦市场化运作效率与投资回报实现，期望通过优化董事会职能、提升信息披露质量等方式增强治理效能。

因此，双方在治理目标层面呈现互补性特征：国有股东注重产业布局的长期性、政策协同性，机构投资者则发挥其在资本配置效率、公司治理专业化方面的优势。这种差异虽可能带来治理节奏或优先级的差异，但也为构建多元制衡的治理模式提供了基础。在实践中，机构投资者在参与国企治理时，会综合考虑企业发展阶段、行业特性及地方经济生态等因素，审慎评估治理建议的可行性，其投票决策不仅基于议案本身，也着眼维护与国有股东长期协作的良性机制，这种基于现实效果的沟通方式，客观上也要求尽责管理策略需兼具原则性与灵活性。

当前，如何将国有股东的战略视野与机构投资者的市场专业能力更有效地融合，推动治理结构在保持稳定与兼具活力之间实现动态平衡，仍是提升混改企业治理效能的关键课题之一。这既需要机构投资者深化对国企改革逻辑的理解，也呼唤国有股东在治理授权与市场化机制建设上展现更大包容性。

### “散户市”特征下的机构投资者定价权局限

在《彼得·林奇的成功投资》书中，作者彼得·林奇总结了机构投资者的“严格限制”，即机构与量化投资存在的劣势

8. 《2024 中国 ESG 投资发展创新白皮书》第 84 页

以及散户投资者的优势<sup>9</sup>：

**一是资金与决策的“规模陷阱”。**机构与量化基金的资金体量庞大，表面上看是优势，实际则可能成为劣势，因为庞大的量化基金投资依赖量化模型，后者则主要依赖历史数据，导致不同机构投资者的策略驱动，同时庞大的资金在交易时容易引发市场波动，甚至因“自我踩踏”而亏损。

**二是时间压力与短期考核。**机构投资者需要应对频繁的业绩评估，而往往被迫追求短期收益，难以实现长期价值投资。

**三是法规与模型的局限性。**机构投资者需要遵守严格的投资范围和仓位限制，量化交易还可能面临政策对高频策略的规范；同时机构投资者因其量化投资策略依赖历史数据，当面临罕见事件时，则可能面对模型失效的风险。

相比之下，散户投资者则具备灵活性与“生活化”选股、长期视角与心理韧性、低成本与低预期管理的显著优势。目前散户仍然还是A股最大的投资者，根据统计数据，截至2024年9月底，散户持有流通市值26.4万亿元、占比36%，依然是A股最大的投资者。

A股历史上几次显著的市场波动均由散户主导，如2020年初疫情暴发期间散户在短时间内大量涌入或退出市场，而机构则因底层研究和内部审批流程，无法及时做出反应。现实中，机构投资者的决策优势和信息获取能力虽然具备优势，但因其自身的研究和决策流程，常常滞后于市场的实际动向。相较之下，散户投资者则往往能够迅速捕捉市场信号进行投资，机构投资者的定价权局限凸显。

不过另需看到，随着各类机构投资者的涌入，A股散户的持股占比已经从2020年的50.2%下降至36%。机构投资者的影响力，尤其是其市场行为与定价权正在逐步上升。

### 法人股东占比高的现实影响

前述国内上市公司股权相对集中的特质，使得中国机构投资者在推动尽责管理时，往往面临上市公司法人股东占比高的独特市场环境，这一特征深刻影响其参与公司治理的路径与效果。

一是法人股东主导的股权结构导致公司治理呈现高度集中化特征。中国上市公司普遍存在股权结构相对集中的现象，一般是大股东或者创始人掌握控制权，机构投资者即使持有较大股份，也难以对企业管理产生实质性影响；或国有法人股东常与行政目标深度绑定，决策优先考虑政策落实或产业协同，可能挤压机构投资者对财务回报或ESG目标的诉求空间；同时，法人股东通过交叉持股形成的控制链，易滋生“内部人控制”问题，削弱中小股东的话语权，使得机构投资者即便“用手投票”也面临提案通过率低、制衡效力不足的困境。

二是市场流动性受限与利益协调复杂性进一步加剧挑战。高比例法人持股降低了股票交易的活跃度，机构投资者难以通过“用脚投票”施压，倒逼其更依赖长期沟通与协同策略。不同法人股东的目标差异显著，如产业资本注重战略协同，金融机构侧重短期收益，导致机构投资者需耗费更高成本协调多方利益，尤其在ESG等非财务性议题上容易遭遇认知分歧。此外，部分法人股东关联交易信息可能存在披露不透明的情况，增加了机构投资者评估企业真实价值的难度，制约尽责管理的有效性。

9.《彼得·林奇的成功投资》机械工业出版社2018年

## 3.3 发展趋势：尽责管理制度建设 逐渐将ESG要素融入其中

从国际成熟市场的实践经验来看，尽责管理制度建设主要有几个方面的显著特点，包括内容的相似度比较高、以原则性要求为主、多实行自愿执行、覆盖范围逐步拓展，且 ESG 因素的不断融入正在成为明显趋势。监管引导机构投资者在参与被投企业的治理中，不只是聚焦企业的财务表现，还应该关注企业的长期可持续发展，这不仅强调了负责任投资的重要性，也使得 ESG+ 尽责管理已经成为新的潮流与趋势。从机构投资者的实际所需来看，ESG+ 尽责管理也成为机构投资者在投前研究与投后管理两个阶段的核心工具与方法论。

## 3.4 海外通过尽责管理提升公司治理 的经验启示

从海外较为完善的尽责管理体系建设过程来看，监管机构的引导和市场的认可参与均是不可或缺的组成部分。从双方的分工来看，监管机构在推动尽责管理发展中发挥基础作用，提供尽责管理体系的根基与框架；而市场认可和参与是重要环节，是尽责管理实践落地的关键与核心，二者缺一不可。

与此同时，整个尽责管理的生态建设还需要社会公众，包括每个市场参与者整体提升尽责管理的认知水平。尤其是机构投资者自身的尽责管理认知与能力建设，因为对机构投资者来说，加强尽责管理不仅只是响应监管号召，更是参与构建可持续投资生态，提升投资组合和质量的实践。

由此，从监管制度建设、企业沟通机制与机构股东能力提升三个方面，需加强国内尽责管理生态建设：**1) 推出本地化的尽责管理专项指引。**参考成熟市场经验，立足本土化的市场特点，制定更为详尽的尽责管理守则，并建立灵活的制度更新机制，以清晰地指导机构投资者如何在实践中有效行使尽责管理权责，同时鼓励其积极参与被投企业的治理实践。**2) 提高公众和机构投资者的尽责管理能力。**通过教育和培训，增强机构投资者和公众对尽责管理重要性的认知，并提升中小投资者在实践中的参与程度和执行程度。**3) 加强尽责管理第三方的市场培育。**鉴于海外市场中，第三方投票机构等在尽责管理实践中的作用与能力，加强第三方的市场培育对丰富市场的多元化参与，构建健康发展的行业生态具有重要现实意义。

## 附录：海外尽责管理制度建设情况

### 附 1 欧盟：强调《可持续金融披露条例》与 ESG 投票机制

聚焦海外成熟市场的制度建设情况，欧盟的尽责管理制度建设一直走在全球前列。自联合国推出 PRI 后，欧盟开始不断推动负责任投资规模，发布了一系列促进投资和企业可持续发展的政策法规，不断完善尽责管理相关制度。

表 4 欧盟尽责管理制度建设相关政策及主要内容

信息来源：据网络公开资料整理

年份	法律法规 / 政策文件	主要内容
2007	《股东权利指令》	从股东参与角度进行要求，规定代理投票行为以保证良好的公司治理。
2009	《关于“私募股权、对冲基金和主权基金对欧洲工业变革的影响”的意见》	呼吁各类基金在所有交易中应用负责任投资原则（PRI），投资者积极履行对被投公司的 ESG 治理进行管理的责任。
2013	《资本要求指令（CRD）》	引入有关薪酬政策和风险管理的规定，规定高管和董事薪酬政策必须透明，鼓励机构投资者与被投企业管理层对话，并通过投票、对话等方式参与监督和长期治理。
2013	《非财务报告指令》	鼓励投资者获取非财务信息，以衡量、监督和管理企业的绩效及其对社会的影响。（2014 修订版将 ESG 纳入政策法规，侧重环境在企业可持续发展的地位。）
2017	《关于鼓励股东长期参与的指令（修订版）》	对 2007 年的《股东权利指令》进行修订，加强机构投资者和资产管理者的尽责管理义务，要求机构投资者披露其参与公司治理的政策和实践。
2018	《可持续金融行动计划》	明确机构投资者和资产管理人在可持续性考虑方面的职责，通过制定长期策略、参与董事会、投票权行使等方式积极参与公司治理。
2020	《关于建立促进可持续投资的框架以及修订法规》	为金融市场参与者提供统一的可持续活动分类体系与分类标准，机构投资者在尽责管理中识别可持续性投资，使被投企业的商业模式更具环境可持续性。
2022	《关于企业可持续发展尽责调查和修订指令》	投资者应与被投企业管理层保持沟通，推动其遵守尽责管理原则，监督企业开展尽职调查，并提供技术和资源支持。
2024	《企业可持续发展尽职调查指令》	要求对自身业务、子公司及直接和间接业务伙伴实施尽职调查措施，将可持续发展进一步纳入公司治理框架。

以最先出台尽责管理守则的英国为代表，2010 年英国财务报告委员会（FRC）发布了全球首部《英国尽责管理守则》，并于 2012 年和 2020 年推出修订版。其中第一版尽责管理守则旨在纠正 2008 年国际金融危机期间暴露出的企业董事会模式的不足。彼时英国政府反思认为股东参与被投企业的治理不够积极，且短期主义盛行，故推出尽责管理，让机构投资者有效参与被投企业的公司治理。

2020 年修订版的尽责管理守则除公司治理外，还包含了环境因素和社会因素，针对资产所有者和资产管理人以及服务提供商制定了监管标准，以便更好地将尽责管理纳入机构投资者的投资决策。

## 附 2 美国：聚焦股东的积极主义

美国尽责管理制度建设起步较早，也经历了从早期的财务与治理监管到逐渐向 ESG 披露与可持续发展的拓展。美国尽责管理制度在美国证券交易委员会（SEC）和劳工部（DOL）的强制性监督下，建立了以代理投票为核心的监管框架，强调透明度与信息披露的重要性，为投资者参与公司治理提供了信息基础，近年来鼓励投资者将 ESG 因素纳入投资选择与风险管理流程。

表 5 美国尽责管理制度建设 资料来源：U.S.Department of Labor,US Securitises and Exchange Commission (美国证券交易委员会)

时间 / 年份	发布机构	法律法规 / 政策文件	具体内容
2020	U.S.Department of Labor(美国劳工部)	《选择计划投资中的财务因素》	受托人积极行使投票权，并根据其计划文件或投资政策声明，评估投资经理在公司治理方面的表现。
	U.S.Department of Labor(美国劳工部)	《有关代理投票和股东权利的信托义务》	受托人积极参与公司治理，并确保受托人行使代理投票权符合受益人的最大利益。
2022	U.S.Department of Labor(美国劳工部)	《选择计划投资和行使股东权利的谨慎和忠诚协议规则》	受托人行使投票权，综合考虑 ESG 因素并积极参与治理。
	Securitises and Exchange Commission (美国证券交易委员会)	《股东提案规则修订》	降低股东提交提案的门槛，使更多股东有权利提交提案，鼓励股东更加深入地参与，包括公司战略、管理实践、气候风险等。
2023	Securitises and Exchange Commission (美国证券交易委员会)	《证券交易法（实益所有权规则）修订》	要求实益持有人及时披露持股信息、确保投资者根据最新披露积极行使代理投票权，推动公司采取符合长期利益的治理策略。
2024	Securitises and Exchange Commission (美国证券交易委员会)	《增强和标准化投资者气候相关信息披露》	向投资者披露重要的信息，鼓励投资者积极参与公司长效治理以及 ESG 治理，维护公平、有序和高效的市场。

### 附 3 日本：围绕《负责人机构投资者原则》展开

日本尽责管理制度发展围绕 2014 年发布的《负责人机构投资者原则》这一关键性的政策文件展开，该文件分别于 2017 年和 2020 年进行了修订，旨在鼓励机构投资者积极参与股东治理，提高透明度，促进与公司管理层对话。与欧盟和美国相似，日本尽责管理制度建设也在逐渐将 ESG 要素融入其中，推动企业的可持续实践深化，从而实现长效利益。截至 2024 年 7 月，日本 PRI 签署机构达到 138 家。

表 6 日本尽责管理制度建设

颁布时间	政策具体内容	版本内容更新
2014 年	集中于投资者的责任和义务，强调透明度和披露的重要性，主张纳入 ESG 要素的影响。	/
2017 年	强调了投资者可以运用投资决策和股东投票等工具，积极地考虑 ESG 因素，提高投资者开展尽责管理的实践水平。	提出更具体的尽责管理实施指南
2020 年	强调投资者与利益相关方合作的重要性，注重气候变化风险和机遇的重要性，加强对投资者的报告和披露要求，同时提供更加具体的指导和工具，以帮助投资者更有效地实施尽责管理，深入参与企业的长效 ESG 治理。	提高了报告和披露要求；提供了更加具体的指导和工具

日本持续修订的《负责人机构投资者原则》与《公司治理守则》互为补充，明确了机构投资者和董事会在改善公司治理结构及可持续发展方面的责任。除此之外，日本还于 2018 年制定《投资者和企业的参与指南》并于 2021 年进行修订，促进了投资者与上市公司之间的有效沟通。

在政策的推动下，日本尽责管理取得了积极进展。相关统计数据显示，2014 年 6 月至 2023 年 6 月，日本签署尽责管理守则的机构由 127 家增加到了 327 家。另据 GSIA 报告显示，日本可持续投资资产已经从 2020 年的 310.04 万亿日元增加至 2022 年的 493.6 万亿日元，增长了 59.21%。其中采用尽责管理策略的资产规模在 2022 年占比最高，达到 33.22%。

# 4 CHAPTER FOUR

价值实证：机构股东  
参与公司治理对上市  
公司市值的影响



## 治理议题：机构投资者尽责管理的核心抓手

### 4.1.1 积极行使投票权是机构投资者尽责管理的关键路径

前述指出全球主要国家或地区均已发布了代表性的尽责管理守则，旨在引导机构投资者通过积极参与公司治理，并为机构投资者的尽责管理制定较为详细的实施原则等。在实践中，机构投资者尽责管理的关键实现路径虽较为丰富但优劣各异，综合效果来看，积极行使投票权是所有尽责管理实践路径中的关键。

#### 「数据角度」股东大会投票是机构投资者尽责管理的关键路径

从现实数据来看，股东大会投票是机构投资者尽责管理的关键路径。PRI 在其《2020 年全球尽责管理实践报告》中指出，其签署方中 86% 的机构投资者将投票视为履行尽责管理义务的核心手段，且 95% 的机构投资者制定了明确的投票政策。投票顾问公司 Glass Lewis 在其《2023 年代理投票趋势报告》中统计，全球机构投资者在股东大会上平均每年参与投票的议题数量超过 30 万项，远超私下沟通、股东提案等其他尽责管理方式。

#### 「实操角度」尽责管理不同实现路径的优点与局限性

通过对比机构投资者通过尽责管理实现公司治理的关键路径的优点与局限性，股东大会投票在机构投资者尽责管理中展现出显著比较优势：相较于约束力弱、履约风险高的定期对话，以及通过率低、执行滞后的股东提案，投票权凭借法律强制性、全议案覆盖能力和即时决策效力，能够直接否决不良提案、推动治理变革，从而成为约束企业行为、实现长期价值创造的最具实效性路径。

表 7

机构投资者尽责管理实现路径的效力比较

资料来源：紫顶研究

私下沟通	股东提案	股东大会投票
<p><b>优势：</b></p> <p>灵活性高，非公开渠道（如线下调研、管理层闭门会议）</p> <p><b>局限：</b></p> <p>约束力较低，ISS 统计显示，2023 年仅 31% 的私下沟通建议被上市公司采纳，信息不对称，管理层存在选择性披露倾向</p> <p>执行存在履约风险，无任何法律约束力，管理层可选择性执行承诺</p>	<p><b>优势：</b></p> <p>自主性强，A 股股东提案权调低至 1%，有权自主提交议案至股东大会审议</p> <p><b>局限：</b></p> <p>通过率较低，Georgeson 数据，S&amp;P 500 公司 2022 年股东提案平均支持率仅为 32.7%</p> <p>议题碎片化，单次提案无法系统性解决治理缺陷</p> <p>执行滞后性，如碳排放目标修订平均要 18 个月落实</p>	<p><b>核心优势</b></p> <p><b>法律效力强：</b>特别决议要求 2/3 赞成率，赋予机构投资者关键否决能力</p> <p><b>全议案覆盖：</b>涵盖决策 &amp; 激励机制（董监事选举、薪酬），经营决策（关联交易、分红），外部监督（聘任审计机构）等治理全链条</p> <p><b>即时决策：</b>关键议案如董事选举、罢免通过即生效，无需二次确认</p>

#### 「案例角度」行使投票权是机构投资者尽责管理的终极工具

2020 年，汇丰控股受英国监管机构压力，宣布取消 2020 年所有分红，引发亚洲投资者不满。机构股东中国平安向汇丰控股董事会提交非公开建议书，要求恢复股息派发，至少达到疫情前 50% 水平，但汇丰控股以“需遵守英国监

管要求”为由拒绝，仅承诺条件允许时优先恢复分红。

股东提案再次受阻：2021年，中国平安联合其他亚洲机构投资者提出提案，要求设立亚洲业务独立委员会，并将管理层薪酬与亚洲业务业绩增长挂钩，汇丰控股董事会以“损害集团协同效应”为由否决提案，未纳入股东大会表决议程。

股东大会投票终达成预期效果：2023年中国平安联合香港散户股东协会（HKASA）及新加坡主权基金 GIC，形成持股超 15% 的投票联盟，并锁定董事选举、股息政策修订、战略审查动议等关键议案，最终迫使汇丰控股承诺 2023 年派息恢复至疫情前 65%。

中国平安推动汇丰控股治理变革的案例表明，当参与定期对话、股东提案等尽责管理路径失效时，积极行使投票权成为机构投资者实现诉求的“终极工具”。

## 4.1.2 公司治理议题：机构投资者积极行使投票权的关键抓手

### 股东大会投票的治理议题分类

股东大会投票通常涉及不同类型的议案，各类型的议案内容与关注点不尽相同，为方便后续研究的开展，将股东大会投票的议案整理为以下 4 类治理议题：

**董事会议题：**包括董事的选举与构成，董事会规模是否适宜、独立董事的比例、董事是否具备必要的技能和专业背景、是否存在董事兼任过多职务等。投资者也关注其他如董事会运作效率、会议出席率、是否有充分信息进行决策，以及董事是否积极发表意见甚至投反对票等。

**薪酬议题：**包括薪酬的水平和结构，如固定薪酬、短期激励、长期股权激励的比例是否合理，以及薪酬与公司业绩表现的挂钩程度等。

**经营决策议题：**包括日常经营类的关联交易、担保、项目投资等，战略方向相关的重大资产并购、资产剥离、新业务投资等，以及与资本运作相关的股权融资、分红等。

**审计议题：**包括审计机构选聘、审计独立性保障、财务质量等。审计直接关系到财务信息可信度，高质量的审计报告能维护市场信心，降低合规与法律风险。

机构投资者参与各类公司治理议题的分布情况

如下图所示，以中证 800 指数公司为例，在上述 4 类治理议题中，机构投资者最为关注“董事会效能”和“经营决策”这两大类公司治理议题，相关议案数量远超其他议题。其次是“高管薪酬与问责”，而对“外部审计”的议案数量相对最少。从 2023 年到 2024 年，机构投资者对所有这四类议题的关注度均有所上升。具体而言：

**董事会效能与经营决策是核心：**董事会是公司治理的核心，其构成、独立性和运作效率直接影响公司的重大经营决策和整体表现。机构投资者作为重要的股东，自然高度关注这些直接关系到其投资回报和风险的根本性问题。

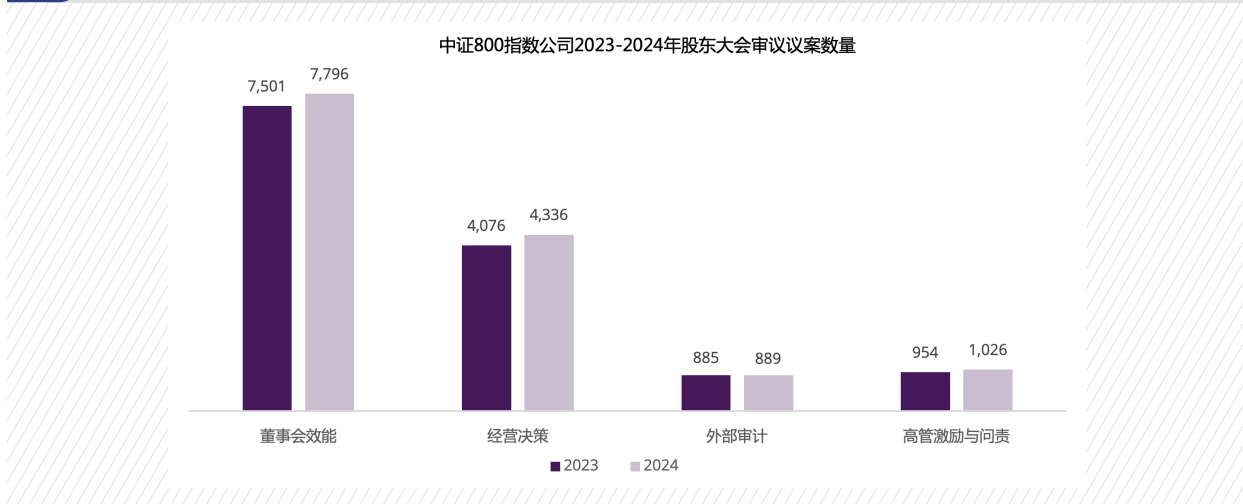
**高管薪酬与问责关乎激励与约束：**高管的薪酬是否合理、是否与业绩挂钩，以及问责机制是否健全，直接影响管理层的行为和公司的长期价值，因此也是机构投资者关注的重点。

**外部审计相对专业和常规：**外部审计虽然重要，但其议题通常更为专业化和标准化（如聘任审计机构），除非出现重大问题，否则日常的议案数量可能不如前两者多。

**关注度普遍提升体现治理意识增强：**各类议案数量的普遍增加，反映了机构投资者整体上对公司治理的重视程度在提高，更积极地通过股东大会等渠道参与公司治理，以维护自身权益并促进公司健康发展。

图3 治理议题分布情况

资料来源：紫顶研究



## 4.2 实证分析：机构投资者参与治理议题与企业价值的关联

从现有的实证研究来看，将具体的尽责管理行动与企业价值的明确增长进行直接、量化的因果关联证明，在实证研究中极具挑战性。这主要是因为：

- 1) 机构投资者尽责管理活动，包括投票参与以及私下沟通、非公开调研的过程和细节往往不公开，难以衡量其“强度”；
- 2) 企业价值受宏观经济、行业周期、公司自身经营等多重因素影响，难以剥离出尽责管理的独立贡献；
- 3) 可能存在反向因果关系，即机构投资者更倾向于投资本身治理较好、价值较高的公司。因此，目前关于尽责管理价值创造的证据，更多地依赖于理论推演、公司治理议题与业绩的相关性分析，以及定性的案例研究。

尽管如此，理论逻辑和初步的实证迹象表明，机构投资者的积极参与，特别是来自长期投资者的、聚焦于实质性治理和 ESG 问题的参与，确实蕴含着巨大的价值创造潜力。接下来，本报告将分不同治理议题讨论其与企业价值的关联，聚焦于 4 个公司核心治理议题：（1）董事会效能；（2）高管薪酬；（3）重大经营决策；（4）审计质量与独立性，侧重于实证结论、数据和可操作的见解。

## 4.2.1 董事会效能

董事会作为公司治理的核心机构，其构成和运作效率对企业价值有着重要影响。从委托代理理论视角看，董事会需要在决策效率与监督制衡之间实现动态平衡，而这一平衡的关键落脚点即体现为董事会规模与独立性两大核心指标。

### 董事会规模：最优区间验证

理论层面，对于董事会规模大小优劣的观点并不一致：一方面，较小的董事会沟通更为有效、决策效率更高；另一方面，较大的董事会则可能汇集更多元化的知识、经验和外部资源，增强监督能力，但也可能导致沟通协调成本增加、决策效率下降、搭便车现象严重。

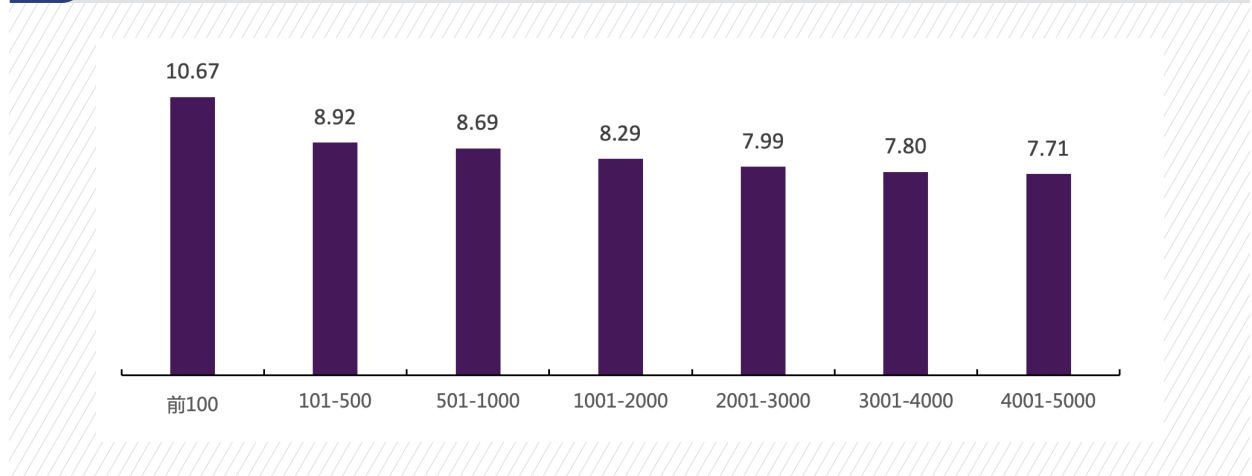
由于理论层面对于董事会规模的大小并未形成统一的观点，一些研究直接从实证出发，统计了上市公司董事会的规模，研究规模大小与企业价值的关联，并提出董事会规模存在“最优区间”。国际上，早期 Lipton & Lorsch (1992) 基于对意大利证券交易所上市公司的研究提出了 7-9 人的黄金规模假说。Anderson et al., (2004) 基于标普 500 企业 1990-2001 年的面板数据分析也显示，董事会规模在 7-9 人时企业价值最高。国内的相关实证研究中，Amedro & Forai (2024) 针对中国汽车行业 2012-2024 年的研究发现，董事会规模与公司业绩正相关，并计算出最优规模上限为 11 人。Shizong Wu et al., (2024) 覆盖 1999-2013 年 A 股公司的研究认为最优规模约为 9 人。

从 A 股上市公司的董事会规模分布来看，大部分上市公司的董事会人数保持在 7-9 人，符合最优区间的假设。且董事会规模与企业市值呈正相关关系，市值越高的企业，董事会规模也越大。这是因为，一方面市值越高的上市公司规模也越大，涉及的业务更多，董事会需要维持更大的规模以协调公司的整体运转；另一方面，大型上市股东结构复杂，董事会需要平衡多方利益，增加代表不同群体的董事。

此外，市值排名前 100 的上市公司中存在较多的大型银行，由于银行面临更严格的监管，需强制设立多个专业委员会，每个委员会需独立董事占多数，直接推高了董事会人数，这也导致市值排名前 100 的上市公司董事会平均规模高达 10.67 人，远超其他市值区间的上市公司。

图4 A 股上市公司董事会规模分布（分市值排名）

资料来源：紫顶研究



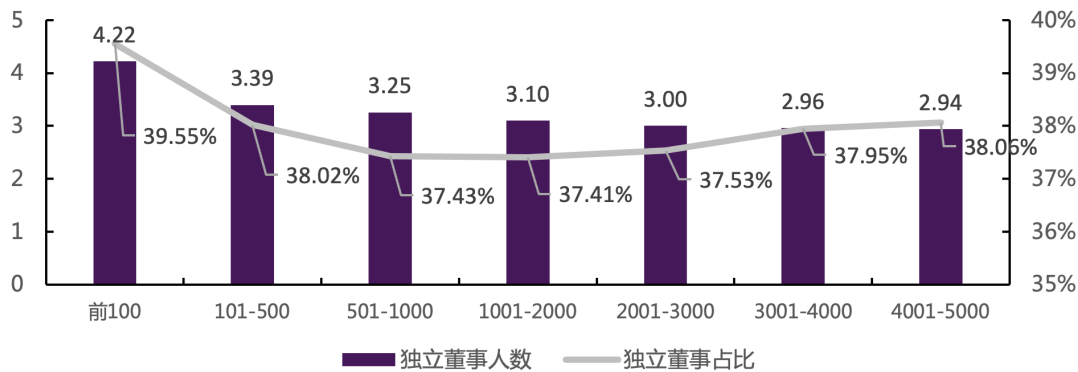
## 董事会构成：独立性

独立董事旨在代表中小股东利益，监督管理层，减少代理成本。理论预期独立董事比例越高，治理越有效，公司价值越高。Liu, Yu et al. (2014) 针对 A 股市场的研究支持了这一观点，发现独立董事对公司经营业绩有总体积极影响，尤其是在国有企业和信息获取成本较低的公司中。然而，也有研究得出相反或不显著的结论，Waris Ali et al. (2020) 的研究发现，独立董事数量与公司业绩，尤其是 Tobin Q 等市场指标之间存在负相关关系，可能的原因包括独立董事缺乏培训或行业专业知识，以及独立董事数量过多导致企业决策效率下降等。

从 A 股上市公司的独立董事数量及占比情况来看，独立董事的数量与企业市值呈正相关关系，市值越大的上市公司，独立董事数量越多。这是因为，A 股市场中，《上市公司章程指引》等监管规则明确规定，独立董事人数占比不得低于 1/3，由于 A 股上市公司董事会规模与市值呈正相关关系，随着董事会规模的提升，独立董事数量也随之增加。

图5 A股上市公司独立董事数量及占比（分市值排名）

资料来源：紫顶研究



## 总结：董事会效能难以用结构性指标衡量，但实践存在“最优指标区间”

综合来看，董事会规模和独立性与企业价值之间的实证研究呈现出相互矛盾的结果，这表明仅关注结构性指标不足以预测或确保董事会的有效性，讨论董事会效能可能需要结合公司的特殊情况在具体情境中进行分析，如科技型企业保持精简的董事会规模，可以对技术和研发投入做出更高效的决策，以应对快速变化的市场需求；缺少实际控制人的企业中，独立董事能够发挥的监督作用要高于股权高度集中的企业等。

但从 A 股上市公司的数据来看，7-9 人的董事会规模，3-4 人的独立董事是普遍的实践，这一规模是在平衡决策效率与监督制衡后的博弈结果，能够最大程度反映上市公司各利益相关方的诉求。对于机构投资者而言，在股东大会投票选举董事时，应当更关注各个上市公司的具体情境，如董事会内部动态、特殊技能组合、战略契合度等，可能比简单的结构指标发挥更重要的作用。

## 4.2.2 高管薪酬

高管薪酬与企业价值的关系一直是公司治理领域研究的重点，精心设计的高管薪酬制度能否有效提升企业价值？机构投资者在塑造和影响高管薪酬制度中扮演什么角色？围绕上述问题，引发了关于薪酬有效性以及公司治理效率的广泛讨论。从实证的结论来看，研究高管薪酬制度与企业价值的关联性，一是要关注薪酬制度本身，即如何设计薪酬结构，其次要关注薪酬与公司业绩的挂钩程度。

### 薪酬结构：合理配置货币与股权薪酬

高管薪酬是连接管理层激励与股东利益的关键纽带，薪酬激励机制设计与公司价值密切相关。针对高管薪酬与企业价值的关系研究，最早也是从薪酬激励机制的设计出发。高管薪酬通常包括货币薪酬和股权薪酬两部分。货币薪酬与股权薪酬之间并无优劣之分：高管的货币薪酬与公司短期业绩挂钩，可以解决管理层的风险规避倾向，但也可能诱发管理层的盈余管理(Healy, 1985)；股权薪酬通过股票期权行权价、锁定期绑定管理层与公司的长期价值，但不可避免地存在管理层操纵股价的风险(Jensen & Murphy, 1990)。

表 8 货币薪酬与股权薪酬

资料来源：紫顶研究

货币薪酬	股权薪酬
<p><b>优势</b></p> <p>与短期业绩挂钩（如营业收入、净利润增长率），解决风险规避倾向</p> <p><b>局限</b></p> <p>可能诱发管理层的盈余管理（Healy, 1985）</p>	<p><b>优势</b></p> <p>通过股票期权行权价、锁定期绑定长期价值</p> <p><b>局限</b></p> <p>存在管理层操纵股价风险（Jensen &amp; Murphy, 1990）</p>

因此，在货币与股权薪酬的选择中，存在一个根本性的权衡，最优的薪酬组合需要在满足高管当期现金需求和激励长期财富创造之间取得平衡。但从全球主要市场的实践中看，由于市场本身的差异，货币与股权薪酬的占比存在较大的不同。在美国市场，股权激励是高管薪酬的主要组成部分，占比较高，旨在将高管利益与股东长期价值深度绑定。相比之下，中国的股权激励机制起步较晚，发展尚不成熟，虽然 A 股上市公司也在越来越多地采用股权激励，但现金薪酬在整体薪酬中的比重通常仍然较高。例如德勤在 2019 年针对中美 TMT 企业的高管薪酬研究中发现，美国 TMT 企业高管薪酬中股权薪酬平均占比达 76%，而中国 TMT 企业高管薪酬中股权支付占比仅为 37%。

理论上，难以找到普遍最优的薪酬结构，实践中，越来越多的上市公司倾向于开发不同的货币薪酬、股权薪酬工具，并将其与不同的业绩指标挂钩，通过多种激励工具的组合，来实现短期激励与长期激励的结合。例如，货币薪酬除了固定薪酬外，还可以使用与公司营业收入、净利润等业绩指标挂钩的非股权现金激励；股权薪酬除了股权期权外，还可以使用按时间归属的受限制股票单位等。因而，对于高管激励与企业价值的关系的研究，后来更多地转向薪酬与业绩表现的挂钩程度。

### 薪酬与业绩表现的挂钩程度：PPS

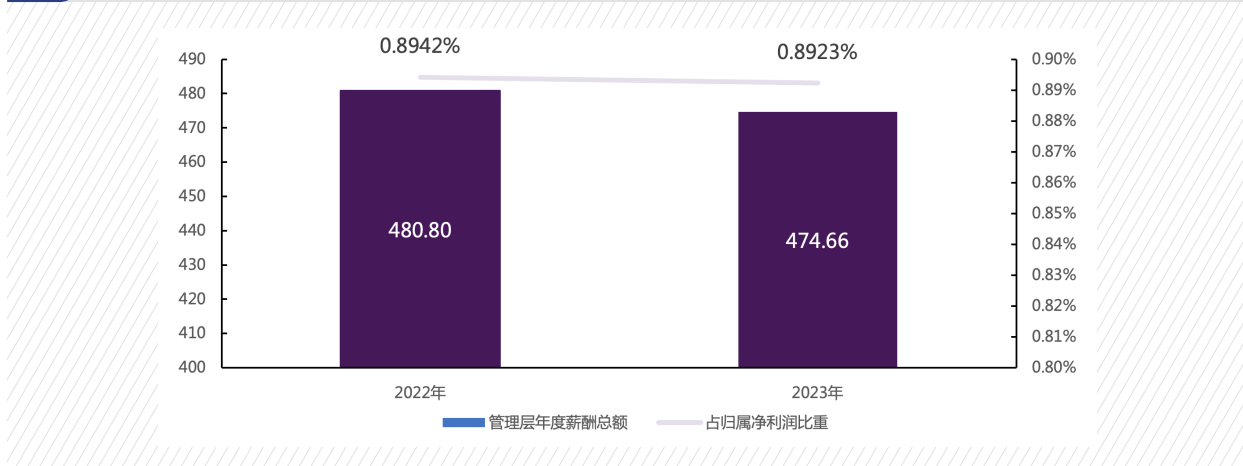
除了薪酬结构（如固定薪酬、长期股权激励的比例）是否合理外，薪酬与公司业绩表现的挂钩程度（Pay-

Performance Sensitivity, PPS)也是高管激励的核心关切点。大量研究证实了高管薪酬与公司业绩指标之间存在统计上显著的正相关关系,这初步印证了薪酬激励能够协调利益的基本假设。但实证研究也一致地发现,高管薪酬对良好业绩的反应比对糟糕业绩的反应更为敏感,呈现出“奖励成功,但较少惩罚失败”的特性,张耀伟(2011)基于2006-2009年中国上市公司的数据研究发现,高管薪酬与公司业绩盈利时高度正相关,亏损时则不显著,表现出强烈的重奖优而轻惩罚的倾向。

从A股上市公司管理层的薪酬数据来看,2023年A股上市公司整体盈利能力有所下降,净利润同比增长在-5%左右,但上市公司管理层的总薪酬仅从480.80亿元略微降至474.66亿元,展示出薪酬-业绩敏感性的不对称。

图6 A股上市公司管理层薪酬变化

资料来源:紫顶研究



### 股东对高管薪酬的发言权(A股 vs. 美股)

因此,股东尤其是机构投资者对于高管薪酬的有效监督是确保薪酬与公司业绩及长期价值挂钩的关键。但从实践中来看,A股上市公司股东对于高管薪酬的监督作用仍有待提升:

美股“Say-on-Pay”:根据《多德-弗兰克法案》,美国上市公司需定期将其高管薪酬方案提交股东大会进行非约束性投票。虽然投票结果不具法律约束力,但若反对比例较高,通常会引起董事会关注,促使其与股东沟通并可能调整未来薪酬方案。Jensen和Murphy(2009)的研究发现,股东反对票(尤其是持续反对或与CEO-员工薪酬比挂钩时)确实对未来CEO薪酬水平有显著的负向影响。

中国现状:中国没有统一的、针对整体高管薪酬的“Say-on-Pay”制。根据《中华人民共和国公司法》和《上市公司治理准则》,

图7 A股的高管薪酬审议规定

资料来源:紫顶研究



董、监事的报酬事项由股东大会决定，而董事以外的高级管理人员（如总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书）的薪酬则由董事会决定。这意味着，A 股股东对高管的薪酬几乎没有直接发言权。

### 4.2.3 经营决策

上市公司的经营决策直接关系到企业价值的创造，然而，信息不对称和委托代理问题的存在，使得控股股东、管理层可能做出偏离股东利益与企业价值最大化的决策。在此情况下，能否有效监督公司控股股东、管理层，防止价值侵蚀行为，并推动企业价值提升，具有重要的现实意义。

#### 负面决策与企业价值的损害

在上市公司众多的经营决策中，涉及大规模的资金使用的决策行为是最容易滋生利益输送、损害企业价值的“高危地带”。以关联交易为例，关联交易本身并非必然有害，甚至有时可以提高效率、降低交易成本，但当这些交易并非基于公平、市场化的原则进行时，就有可能演变管理层掏空企业价值的行为，常见的机制包括：（1）资产转移/剥离：控股股东或管理层以不合理的高价从关联方购入资产，或以不合理的低价向关联方出售公司资产；（2）不公允定价：高价采购关联方的产品或服务，低价向关联方销售产品或服务，或者向关联方支付过高的综合服务费、商标使用费、土地租赁费等；（3）资金占用与违规担保：控股股东或其关联方非经营性占用上市公司资金，或要求上市公司为其提供没有充分商业理由的贷款担保，且往往未进行充分披露或给予上市公司合理补偿。

大量的市场案例与后续研究表明，掏空型关联交易对企业价值具有显著的负面影响：（1）财务绩效恶化：掏空行为直接导致上市公司财务损失，表现为盈利能力下降，如 ROA、ROE、净利润率降低等；资产利用效率低下，如应收账款周转率、总资产周转率下降，以及经营性现金流量萎缩等；（2）股价下跌：当掏空行为被市场察觉或曝光后，往往引发投资者对公司治理和未来前景的担忧，导致公司股价大幅下跌，直接损害以市值计量的企业价值；（3）公司估值降低：出现被市场认为是掏空型关联交易的公司，其估值水平通常较低，且后续市场回报也较差。

#### 机构投资者能在阻止负面决策中更有效发挥作用

机构投资者，特别是那些具有独立性或持有大量股份的机构投资者，能够扮演更有效的监督者角色，以遏制控股股东、管理层通过掏空型关联交易损害企业价值。具体的遏制机制包括：（1）提高信息披露质量：较高的机构持股比例通常与管理层更主动、更充分的信息披露相关，机构投资者有能力和动机向管理层施压，要求其提供更详尽的经营和财务信息；（2）推动公司治理机制改善：机构投资者可以倡导加强董事会的独立性和审计委员会的监督职能，甚至直接提名独立董事，从而提高审查关联交易、防止负面决策的内部治理机制；（3）投票权制约：机构投资者利用自身的高持股比例和投票权，相较于一般股东更有能力反对那些损害少数股东利益的负面决策。

#### A 股监管框架下，机构投资者尽责管理的施展空间更大

对比主要市场（A 股、H 股、美股）监管机构对于股东参与上市公司经营事项的审议权限的不同，可以发现 A 股股东大会深度介入经营决策（关联交易、担保、再融资等），且设定具体审议标准线，侧重中小股东保护。H 股注重平衡董事会与股东会权限，注重程序合规。美股则由董事会主导决策，股东仅对重大事项表决。这揭示了不同市场治理逻辑的差异：A 股强调事前管控与比例红线，H 股注重程序正义，美股则以董事会受托责任为核心，A 股框架下，机构投资者尽责管理的开展有更大施展空间。

表9 A/H/ 美股经营事项审议标准

资料来源：紫顶研究

	A 股	H 股	美股
关联交易	交易金额 $\geq$ 净资产 5% 或 3,000 万元 需非关联股东单独表决	交易金额占资产 / 收入 / 利润比率 $\geq$ 5% 豁免情形：日常业务	董事会审计委员会批准 重大交易（如涉及控制权变更）需股东会批准，但无固定比例标准
担保	单笔担保额 $\geq$ 净资产 10%，担保总额 $\geq$ 净资产 50% 对股东、实控人的担保必须股东大会审议	担保金额 $\geq$ 总资产 25% 子公司担保通常豁免	董事会有权决定，重大担保（如涉及及公司控制权）需股东会批准
发行股份	增发数量 $\geq$ 总股本 20% 折价发行需股东大会特别决议通过	一般授权：每年可增发不超过已发行股本 20%（需股东大会批准）	董事会有权决定，除非章程限定增发比例（如超过 15% ~ 20% 需股东会批准）
发行债券	公开发行公司债券需股东大会批准 非公开发行债券若导致负债率 $\geq$ 70% 需股东大会审议	发行可转债或抵押债券需股东会批准 普通债券通常董事会决定	董事会有权决定
分红	股东大会审议批准	股东会普通决议通过	董事会决定分红方案

## 4.2.4 审计质量

审计作为公司治理的外部监督机制，其质量与独立性对于维护财务报告的可靠性和透明度至关重要，这直接影响投资者的信任和公司的资本成本，进而影响企业价值。

### 低质量的审计侵蚀企业价值

审计质量是支撑公司价值的一个关键但常被忽视的基础，其主要通过降低企业资本成本发挥作用，审计质量与资本成本之间的联系是影响公司价值的直接传导机制。低质量的审计增加了信息不对称，将导致投资者和债权人要求更高的回报，从而增加了公司的资本成本。高质量的审计增强了财务信息的可靠性，减少了信息不对称，投资者和债权人在不确定性较低的情况下，会要求较低的风险溢价，从而降低股权和债务成本。

### 机构投资者通过对审计师的批准投票影响审计质量

从实践结果来看，虽然股东对审计师的投票通常不具争议性，例如大型资管机构先锋领航在《2024 Proxy Year Voting Report》中披露，其在全球市场对审计师批准提案的支持率达到 98.60%，在美国则提升至 99.9%，但审计师的批准投票的存在本身就提供了一种潜在的制约机制，使股东能够在出现根本性问题（独立性、能力）时表达不满，构成了潜在的治理压力。

### A 股市场的审计规则“全球最严格”，机构投资者的施展空间更大

A 股市场的审计规则全球最严格：例如，国有企业审计机构 8/10 年必须轮换，美国、日本、香港地区无年限要求。审计师累计最长服务期 5 年，美国、英国、日本仅要求关键审计合伙人不得连续服务 5 年。

表 10 全球主要国家审计规则对比

资料来源：紫顶研究

		A股	美国	英国	日本	香港地区	台湾地区
审计机构轮换		国企不超过10年，国有金融企业不超过8年	无年限要求	20年	无年限要求，但禁止审计机构向审计客户提供税务咨询服务	无年限要求	无年限要求
审计师轮换	最长服务期限	五年（累计）	主要合伙人（lead partner）五年（连续）；其他成员七年	关键审计合伙人（key audit partner）五年（连续）	七年（连续）；五年（连续，审计100家以上上市公司的审计机构，牵头合伙人和或质量控制审查合伙人）	七年（连续）	七年（连续）；IPO主办会计师已达六年的，在该公司上市后连续任职不得超过两年
	冷静期	五年	主要合伙人（lead partner）五年；其他成员两年	关键审计合伙人（key audit partner）五年	两年；五年（审计100家以上上市公司的审计机构，牵头合伙人和或质量控制审查合伙人）	无	两年

## 4.3 机构投资者尽责管理与企业价值创造的理论逻辑

机构投资者的尽责管理活动，并非仅仅是履行信托责任的合规要求，其最终目标在于通过影响被投公司行为，创造长期价值。尽责管理如何通过多种机制传导至企业价值的提升是实证研究的焦点。在理论推导的层面，机构投资者积极参与公司治理，可以通过以下几个主要路径促进企业价值创造：

### 降低代理成本

这是最核心的机制。在所有权与经营权分离的现代公司中，管理层（代理人）与股东（委托人）之间存在利益冲突。管理层可能追求自身利益最大化（如过度在职消费、无效投资、规避风险等）而非股东价值最大化。同样，在股权集中的公司，控股股东也可能通过关联交易、资金占用等方式侵占中小股东利益。机构投资者通过积极监督（如审查决策、参与董事会、与管理层对话）、行使投票权（如否决不利议案、选举独立董事）、甚至发起股东提案或诉讼，可以有效约束管理层和控股股东的机会主义行为，减少代理成本，确保公司决策更符合全体股东的长期利益。例如，对高管薪酬的监督可以确保薪酬与业绩挂钩，激励管理层创造价值；对关联交易的审查可以防止利益输送。

### 提供战略资源与建议

除了监督，机构投资者（尤其是具有行业专长、长期视野或广泛网络的机构投资者）还可以扮演更积极的“顾问”或“资源提供者”角色。他们可以向董事会和管理层提供战略建议、分享市场洞见、引荐潜在的合作伙伴或人才、协助进行资本运作等。在公开市场，长期、积极的机构股东可以通过发挥类似作用，帮助公司提升核心竞争力。

### 提升公司信誉与利益相关者信任

当机构投资者积极参与公司治理，特别是推动上市公司在信息披露方面做出改进时，会向市场传递出公司重视规范运

作、关注长期可持续发展的积极信号。这有助于提升公司在投资者、客户、员工、监管机构和社会公众等各利益相关方心目中的声誉和信任度。良好的声誉和信任可以转化为实实在在的经济利益，如吸引长期投资者、降低融资成本、提升品牌价值、增强客户忠诚度、吸引和留住优秀人才、获得更有利的监管待遇等。

表 11 尽责管理与企业价值创造的逻辑链条

资料来源：紫顶研究

路径一：代理成本降低	路径二：战略资源导入	路径三：利益相关者信任增强
<p><b>尽责管理强度</b> ↑ → 机构投资者对管理层监督频率 ↑（如董事会质询、高管薪酬审查）</p> <p><b>管理层自利行为</b> ↓ → 无效投资 / 在职消费等代理成本 ↓</p> <p><b>资本配置效率</b> ↑ → 项目净现值（NPV）↑ → 企业价值 ↑</p> <p>· <b>理论支撑</b>：Jensen &amp; Meckling（1976）代理成本模型。</p>	<p><b>尽责管理强度</b> ↑ → 机构向企业提供行业洞察、ESG 实践经验等资源 ↑</p> <p><b>企业动态能力</b> ↑ → 技术迭代 / 市场响应速度 ↑（如新能源转型）</p> <p><b>竞争优势强化</b> → 市场份额与定价权 ↑ → 企业价值 ↑</p> <p>· <b>理论支撑</b>：Barney（1991）资源基础观（RBV）</p>	<p><b>尽责管理强度</b> ↑ → 机构推动 ESG 披露与合规性 ↑（如减少环保处罚）</p> <p><b>供应商 / 客户 / 员工信任</b> ↑ → 交易摩擦成本 ↓、人才留存率 ↑</p> <p><b>隐性契约成本</b> ↓ → 长期合作稳定性 ↑ → 现金流波动性 ↓ → 企业价值 ↑</p> <p>· <b>理论支撑</b>：Freeman（1984）利益相关者理论</p>

上述机制相互作用，共同构成了尽责管理创造价值的复杂网络。如，通过降低代理成本和改善信息环境，可以提高公司的运营效率和投资决策质量；通过提供战略资源，可以加速公司成长；通过提升声誉，可以增强公司的市场地位和抗风险能力。最终，上述所有的改进有望反映在公司财务绩效的提升和市场估值的增加上。

## 4.4 总结：机构投资者开展尽责管理的整体效果

### 4.4.1 哪些治理议题的干预最易转化为公司绩效

治理议题的干预转化为公司绩效的路径存在短、长期的差异。原因在于治理行为对企业价值的作用时间及层级不同。短期内的干预聚焦于“决策纠偏”，直接介入企业经营决策能够产生立竿见影的绩效改善；而长期治理则致力于“制度优化”，治理架构的深层变革才能形成持续的价值创造能力。

#### 短期效应：阻断价值损耗的决策干预

企业经营决策的即时纠偏能够快速转化为绩效改善，其本质是通过终止低效或高风险行为，防止资源错配的持续扩大。当企业计划实施有损股东利益的关联交易或非理性投资时，例如有问题的关联交易、过度溢价收购非核心资产等，这类决策往往伴随着代理成本激增。股东及时介入并否决问题决策，相当于在资源流失的链条中设置“紧急制动阀”。这种干预直接作用于三个维度：一是避免现金流的流失与被占用，使资金重新配置到核心业务或高回报领域；

二是消除市场对管理层能力的负面预期，修复投资者信心；三是通过止损机制为后续战略调整创造空间。例如，企业终止一项缺乏协同效应的并购，不仅能减少当期资本支出，还能降低后续整合失败带来的商誉减值风险，从而在财务报表和市值表现上快速反映为正向变化。

### 长期机制：构建价值创造的制度基础

真正可持续的绩效提升依赖于治理结构的系统性优化，其核心在于重塑权力制衡与利益绑定机制。董事会独立性的强化打破了“内部人控制”的困局，通过引入多元视角和专业判断，提升战略决策的科学性。当董事会具备实质性的监督能力时，管理层短视行为的发生概率显著降低。与此同时，高管薪酬制度与股东价值的深度绑定，本质上重构了委托代理关系中的激励相容条件。将股权激励、利润分成等长期变量纳入薪酬体系，相当于在管理层效用函数中植入企业价值增长因子，使其决策偏好从追求任期内的业绩粉饰转向关注核心竞争力培育。这种制度设计不仅抑制了道德风险，更激活了管理层的所有者思维，促使他们主动优化资源配置、布局创新赛道。

需要强调的是，短期干预与长期治理并非割裂的选项，而是构成治理能力进阶的阶梯。决策纠偏在短期内为企业争取战略调整的时间窗口，而制度优化则为持续的价值创造提供制度保障。当公司股东既具备叫停问题决策的权威，又建立了具有科学的战略评估体系的董事会时，企业就能形成“纠错—学习—进化”的正向循环。

## 4.4.2 国内尽责管理实践存在的“理性冷淡”困局

国内尽责管理实践存在的最大问题在于机构投资者开展尽责管理的意愿并不强烈，甚至“不尽责管理”，其原因是多方面，主要包括三重制度性约束：

(1) 在股权结构层面，控股股东的高持股比例构成了最根本的制约。A股市场呈现典型的金字塔型股权架构，多数上市公司前三大股东持股比例超过半数，这种高度集中的控制权结构形成了特殊的治理生态。控股股东通过集中式甚至绝对多数的持股比例，保证其在公司治理中能够发挥主导作用，使得机构投资者即便持有相当比例的股权，也难以撼动实质性的治理格局。在“关键少数”主导的决策体系中，机构投资者的治理诉求往往遭遇程序性消解，导致其逐渐退化为财务投资者角色。这种结构性权力失衡，使得本应发挥制衡作用的机构投资者沦为治理的边缘参与者。

(2) 监管导向层面存在的制度空白，弱化了尽责管理的实施基础。相较于成熟市场对养老金、主权基金等长期投资者的强制尽责管理要求，我国现行监管框架尚未建立系统的约束机制。社保基金等具有市场引领作用的机构投资者，其受托义务更多聚焦于资产保值增值，而未被明确赋予参与公司治理的法定责任。这种制度设计偏差导致两个消极后果：其一，机构投资者将治理参与异化为可选项而非必选项，在成本收益权衡下容易选择“用脚投票”；其二，市场缺乏示范性主体，难以形成尽责管理的群体效应。当头部机构尚且缺乏治理参与的制度驱动力时，整个市场的尽责管理文化培育就失去了关键支点。

(3) 规则体系层面的模糊地带，在操作上制约了尽责管理的有效性。现有规则对机构投资者治理参与的规定多停留在原则性层面，缺乏实施细则与配套机制。例如，对股东提案权的行使、董事会席位推荐程序等关键环节，尚未建立标准化的操作指引。这种制度供给的粗放性，导致机构投资者在实践层面面临三重困境：治理介入缺乏清晰路径、履职行为缺乏免责保障、治理贡献缺乏价值认定。更为根本的是，规则体系尚未建立有效的激励相容机制，机构投资者投入资源提升标的公司治理水平后，难以通过估值修复、分红提升等渠道获得相应回报，这种投入产出比的失衡严重

削弱了治理参与的可持续性。

这些制度性缺陷相互交织，形成了具有中国特色的尽责管理困局。股权集中化削弱了治理参与的有效性，监管缺位消解了治理参与的必要性，规则模糊降低了治理参与的可行性，三者共同作用导致机构投资者陷入尽责管理的“理性冷淡”之中。

# 5 CHAPTER FIVE

**新兴议题：ESG  
治理与政策导向  
下的尽责管理**

## 5.1 ESG理念下的机构投资者尽责管理新趋势

近年来，ESG（环境、社会与治理）投资理念在全球范围内加速普及，尽责管理与 ESG 整合被视为互补策略，尽责管理通过影响投资组合中企业的 ESG 实践和相关可持续性风险，推动机构投资者在尽责管理中更加重视长期价值创造与可持续发展。随着对上市公司持股比例增加以及话语权的提升，机构投资者开始注重通过行使股东权利，履行尽责义务，推动被投企业的 ESG 绩效提升。

综合来看，ESG 尽责管理的工具策略使用，在欧美等成熟市场更为普遍。尤其是海外投资机构在投后尽责管理实践中表现出的专业性与系统性，是值得国内机构投资者参考与学习的。以美股市场为例，虽然受 ESG “降温” 影响提案支持率走低，但美股市场的机构投资者在 ESG 议题上的提案与投票实践更加积极与主动，尤其在环境（E）与社会（S）领域的治理议题方面表现突出。

表 12 2022-2023 年美股各类股东提案数量（单位：个）

数据来源：Georgeson

年份	总提案数	环境	社会	治理	反 ESG
2022 年	941	176	363	345	57
2023 年	947	180	354	319	94
2024 年	1000	173	336	377	114

例如统计 2019 年至 2024 年期间，美股 Meta 股东大会的议题类型中，相关社会议题（S）与环境议题（E）共计达到 28 个，全部由机构投资者提出审议与投票，占全部股东大会议题的比例达到 37.8%，而公司管理层的提案议题全部为公司治理议题（G），在全部议题提案中占比超过一半（51.3%）。

相较来看，我国机构投资者 ESG 尽责管理实践仍处在酝酿起步阶段，机构投资者的投票提案仍以董事会发起的公司治理方面的议题（G）为主，投票提案主要集中在选举、定期报告与经营计划以及规则设立与修订等领域，环境与社会方面的议题投票建议参与度较低。据证券时报·中国资本市场研究院对国内上市公司公开披露的 ESG 信息研究，回应利益相关方的期望和诉求，目前针对 ESG 事宜与利益相关方沟通的上市公司占比达到 39%<sup>10</sup>。

不过目前国内 ESG 理念正蓬勃发展，投资前景仍然明朗，未来随着整个 ESG 投资生态体系的不断完善，ESG 投资策略的优势与潜力将逐渐显现，也势必将带动机构投资者的尽责管理实践不断追赶海外成熟市场的发展脚步。不仅如此，当前在“双碳”目标、全面绿色转型等可持续发展政策的驱动下，推动上市公司引领绿色发展、履行社会责任、提升治理水平，监管层持续发力出台 ESG 相关政策，国内 ESG 尽责管理实践所涉及的公司治理议题愈发向国际成

10. 《ESG 报告含金量亟待提升》证券时报 <https://www.xinhuanet.com/20240813/649e5d73d2564c6fa7029af38dd56abe/c.html>

熟市场靠拢，整体处于加速提升的发展态势。

如 2024 年 4 月，在中国证监会指导下，沪深北三大交易所发布了《上市公司可持续发展报告指引》，该指引设置了应对气候变化、污染物排放、生态系统和生物多样性保护、乡村振兴、创新驱动、员工等 21 个议题，其中环境维度共 8 项，社会维度共 9 项，可持续发展相关治理维度 4 项：

表 13 《指引》议题设置表

资料来源：《上市公司可持续发展报告指引》

环境	社会	可持续发展相关治理
应对气候变化 污染物排放 废弃物处理 生态系统和生物多样性保护 环境合规管理 能源利用 水资源利用 循环经济	乡村振兴 社会贡献 创新驱动 科技伦理 供应链安全 平等对待中小企业 产品和服务安全与质量 数据安全与客户隐私保护 员工	尽职调查 利益相关方沟通 反商业贿赂及反贪污 反不正当竞争

伴随政策的推动，上市公司 ESG 披露信息中关于环境与社会的议题内容势必不断增加，为机构投资者有效围绕社会与环境议题推动上市公司 ESG 尽责管理奠定坚实基础，也督促上市公司加强针对 ESG 事宜与机构投资者的对话与沟通。

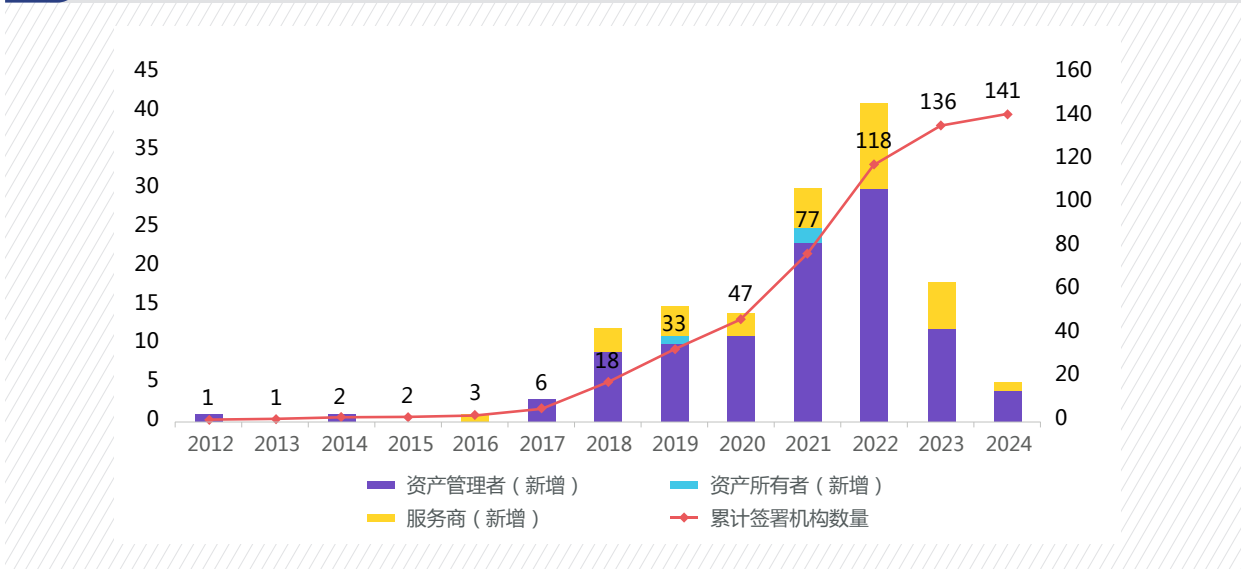
## 5.2 国内机构投资者参与特定 ESG 议题的尽责管理行动趋势明显

尽管受市场环境、发展阶段等主客观因素影响，国内机构投资者在推进尽责管理提升标的企业的 ESG 表现时，所采用的投票行动相对不足，但近年来其在积极参与上市公司的治理方面正呈现出愈发主动的态势，尤其是在关注环境与社会的负责任投资领域，正越来越多地采取集体行动的方式，尤其是在特定 ESG 议题的尽责管理方面动作频频，以影响上市公司的 ESG 综合表现。

在国际市场上，负责任投资并付诸实践正越来越成为机构投资者关注的潮流。截至 2024 年 7 月底，PRI 中国内地的签署数量已达 141 家，这些签署 PRI 的机构意味着其“成为积极所有者，将 ESG 问题纳入所有权政策和实践”，围绕被投企业的 ESG 发展，在沟通与投票等过程中体现其对气候变化等系统性 ESG 议题的关注，开展有效尽责管理。

图8 PRI 中国内地签署机构数量

数据来源: UNPRI (截至 2024 年 7 月 15 日)



除了签署 PRI, 国内机构投资者亦纷纷开始进行与气候与生物多样性等相关治理议题的直接参与。其中在参与气候行动方面, 自 2019 年以来, 中国已有多个机构投资者加入“气候行动 100+”倡议, 积极与全球机构投资者协同合作践行尽责管理, 推动企业采取积极行动应对气候变化。截至 2024 年 7 月底, 国内加入“气候行动 100+”倡议的签署机构从 2019 年的 2 家增加至 10 家。

表 14 “气候行动 100+” 中国签署方名单

来源: Climate Action 100+

签署机构中文简称	签署机构英文名称	类型
中国平安	Ping An Insurance ( Group ) Company of China,Ltd.	资产管理者
招商基金	China Merchants Fund Management Co., Ltd.	资产管理者
南方基金	China Southern Asset Management	资产管理者
华夏基金	China Asset Management	资产管理者
汇添富基金	China Universal Asset Management Co., Ltd.	资产管理者
嘉实基金	Harvest Fund Management	资产管理者
易方达基金	E Fund Management Co., Ltd.	资产管理者
华宝基金	Hwabao WP Fund	资产管理者
银华基金	Yinhua Fund Management Co., Ltd.	资产管理者
彬元基金	Bin Yuan Capital	资产管理者

值得关注的是，2024 年“气候行动 100+”引入了全新、可选的“主题参与”（thematic engagement），推动该行动签署方为倡议作出贡献。在国内，“气候行动 100+”还专门成立了以中国国企为主题的工作组，为机构投资者参与国企的气候行动提供特定领域专业知识、工作流程与能力建设，帮助机构投资者参与国企的气候应对行动。

另外，2023 年启动的中国气候联合参与平台（CCEI），是中国首个投资者气候联合参与合作机制，目前已经有 30 家机构投资者作为成员单位加入该平台，总资产管理规模超过 70 万亿元，成为推动中国企业绿色低碳转型高质量发展的重要力量之一。

除了积极参与气候尽责管理，机构投资者还正积极研究和探索如何将生物多样性保护纳入其投融资活动中，截至 2023 年 5 月，已有来自 23 个国家 140 家金融机构签署《生物多样性融资承诺》（Finance for Biodiversity Pledge）。同年，PRI 发布了自然尽责管理倡议 Spring，旨在最大限度地发挥投资的作用，以实现到 2030 年遏制和扭转生物多样性丧失的目标。截至 2024 年 6 月，该倡议获得了全球 204 家投资机构支持。

需要关注的是，面对生物多样性的危机，通过金融工具将资金引入生物多样性保护领域的探索正积极展开，不过机构投资者的产品形式还相对较为单一，目前市场上的投资产品不管是针对生态环境治理，还是依托 ESG 评估框架，都是间接关联于生物多样性议题，直接针对生物多样性议题进行投资的公募基金比较少见，推动企业践行生物多样性保护还有持续提升的较大空间。

## 5.3 机构投资者联合尽责管理促进企业 ESG 升级

尽责管理作为 ESG 投资方法之一，在实践中越来越多的机构投资者采用联合尽责管理行动，不仅有利于提高工作效率，而且还有利于达成对被投资企业的一致性期望，持续传达投资者的要求且共享尽责管理成果。

仍以“气候行动 100+”为例，“CA100+”目前有超过 700 家签署投资者，代表 68 万亿美金的资产管理规模，该倡议涵盖了全球碳排放量最高的 171 家公司，占全球工业碳排放的 80%。“CA100+”项目中，投资者对被投资企业设置了三个层面的期待与目标：第一是治理层面，实施健全的治理框架，明确董事会对气候变化的责任与监督；第二是行动层面，采取行动减少全价值链温室气体排放量；第三是披露层面，在气候相关财务披露工作组建议基础上，加强公司信息披露，并实施计划。

从成果来看，2024 年“CA100+”在全球范围内影响力持续扩大。在 2023 年 6 月到 2024 年 10 月期间，倡议新增了 90 名签署方，其中非洲 2 名、亚洲 10 名、澳大拉西亚 12 名、欧洲 52 名、北美 10 名、南美 4 名。投资者通过与公司进行对话和协商，促使公司认识到“气候风险即是财务风险”，并采取切实行动应对气候变化。截至 2024 年年底，80% 的重点公司已经制定了到 2050 年或更早实现范围一二净零排放的目标，90% 的公司披露了董事会层面气候变化风险管理监督的证据，88% 的公司公开承诺实施 TCFD 或 ISSB 的建议<sup>11</sup>。

11. 《过去一年，气候行动 100+ 有何进展？》PRI 负责任投资原则 <https://mp.weixin.qq.com/s/Y0yztawGW1v7PGdvWB4K0w>

# 6 CHAPTER SIX

**破局之鉴：尽责管理  
典型策略深度解析**

## 6.1 法国巴黎资产管理公司的ESG整合和主动尽责管理策略

作为全球领先金融机构之一的法国巴黎银行旗下的资产管理业务，也同为气候变化与“气候行动 100+”机构投资者小组 (IIGCC) 成员，法国巴黎资产管理公司 (BNP Paribas Asset Management, 简称“法巴资管”) 在 ESG 整合和主动型的尽责管理等可持续投资实践中，通过专业化治理架构与精细化行动体系，构建了覆盖投资全流程的可持续发展投资策略体系，聚焦以下四大维度：

### 细分专业化的治理架构

法巴资管不仅设置了 ESG 专委会，同时还设立投资管理专委会、尽责管理专委会，以及产品专委会等组织机制，通过权责较为分明的各专委会协同运作，推动法巴资管的 ESG 整合投资实践等。在尽责管理实践方面，设立独立的尽责管理委员会 (Stewardship Committee)，协同其他专委会推进尽责管理实践。法巴尽责管理专委会负责主导策略制定、专项议题发起及执行审核等，通过跨职能绑定机制来推动各相关部门的协同联动，同时可持续发展中心有不同的 ESG 人员参与各委员会例会，提供技术衔接与流程支持。

### 精准分级化的行动机制

在行动层面，法巴采用精准分级沟通策略，一方面对 ESG 评分尾部 10% 企业及高风险行业的重点企业，如煤炭、棕榈油等启动强制性沟通，为其设定 2-3 年改善窗口期；另一方面，针对能源转型、生态保护、平等发展 (法巴“3E”战略) 议题，有针对性地与重点企业发起主题性对话，帮助其优化企业 ESG 绩效表现。

公开统计数据显示，2024 年法巴资管该机制共驱动与 371 家发行人进行 839 次沟通，其中在中国市场的沟通实践尤为突出，落地了法巴资管全球首个平等发展路线图的主题尽责管理计划等，具体来看：

#### 1. 主动投票策略

高覆盖率 (ESG 议案)：2024 年法巴资管对公司环境议案投票参与率达 99%，社会议案 97%<sup>12</sup>；

底线惩戒机制：对未达 ESG 最低标准的企业，如气候信息披露缺失、董事会性别结构失衡等，在非 ESG 议案中投反对 / 弃权票释放警示信号，2024 全年因此否决了 352 项公司提案；

区域动态适配：依据标的企业所在的本地监管进展调整重点，如中国聚焦中小股东权益保护等。

#### 2. 精准沟通机制

法巴资管采用分层沟通模式，差异化介入企业改善：

12. 数据统计自 279 项与环境和社会相关的股东决议

表 15 法巴资管分层沟通策略

沟通类型	触发条件	行动模式
强制性沟通	① 高风险行业（煤炭 / 棕榈油毁林等） ② ESG 评分尾部 10% 企业	设定 2-3 年改善窗口期，PM 与分析师联合介入
主题性沟通	符合“3E”（能源转型 / 生态保护 / 平等发展）战略议题	发起专项对话

**数据工具创新：**法巴开发了适配中国“碳中和”目标的行业评分模型、城投债 SDG 评估体系等精细数据集，并拓展投资工具至生物多样性策略、平等增长基金及森林资源等多元领域，突破了传统主题投资的边界。

**本土化数据引擎：**在 ESG 评级基础上，开发属地专属的减碳评分模型（如适配中国“双碳”目标的评分模型），构建 SDG 联合国可持续发展目标子集评估体系等，通过更精细的数据集辅助不同区域的投资与支撑尽责管理的议题判断；

**主题工具拓展：**开发生物多样性策略（比如水资源基金和聪明的食物基金）、平等增长基金（Inclusive Growth Fund）及森林资源（比如未来森林基金）等资产产品。

### 绩效绑定与价值共创机制

法巴资管通过内部绩效硬约束与外部主动价值共创的联动机制设置，构建了高效的负责任投资与主动尽责管理的实现路径。其中在负责任投资组合管理中，设立双重刚性指标：

**ESG 表现需强制性超越：**法巴内部所有投资组合的 ESG 评分，必须高于组合的基准，该评分采用内部基准或 MSCI 评分；

**严控标的碳足迹强度：**组合碳足迹强度需严格低于基准水平。未达标的投资组合将触发合规预警机制，投资组合经理（PM）需按规定时间调整仓位来满足该要求，以此来确保 ESG 目标从策略到执行的无损穿透。

在此前提下，法巴资管还针对 ESG 评分尾部的企业实施“价值激活机制”，拒绝行业内较为常见的“用脚投票”的被动退出策略，启动与这些企业的深度对话与沟通。通过联合分析师与 PM 介入企业进行主题性沟通，帮助其制定 ESG 改善计划，实现双向赋能：

**向上驱动 ESG 评分：**提升尾部企业 ESG 表现，优化投资组合整体评级及 PM 业绩指标；

**向下沉淀风险溢价：**将 ESG 改善进程内化为企业估值模型参数，动态修正长期资产定价。

综合来看，法巴资管在尽责管理实践路径上采用治理制度化、行动精细化、工具适配性及价值共创性为核心支撑，构建涵盖全流程的尽责管理闭环，彰显了责任投资对风险管控与长期价值挖掘的双重价值与意义。

## 6.2 南方基金尽责管理策略

南方基金管理股份有限公司(以下简称“南方基金”)是国内较早开始探索尽责管理的机构之一,其开展尽责管理的关键在于将 ESG 因素嵌入投资决策与所有权行使过程,通过专业、持续、建设性的沟通与行动,在有效管理风险、追求客户资产长期稳健回报的同时,深度驱动被投企业提升 ESG 表现与可持续发展能力,有力促进了“资本影响力-治理改善-价值创造”这一良性生态循环的形成与发展。

### 核心策略框架体系

南方基金构建了完善的尽责管理三维支撑体系:

**指引层面:** 发布《南方基金 ESG 投资指南》,系统阐述公司重点关注的 ESG 核心议题(如气候变化、数据隐私、董事会治理等),并明确落实尽责管理的具体指引要求,为开展 ESG 投资提供纲领性文件。

**流程层面:** 制定内部尽责管理框架,持续优化涵盖议题优先级排序、企业沟通、代理投票、效果评估等环节的操作细则,确保尽责管理活动标准化、规范化和可追溯性。

**工具层面:** 依托自主研发的 ESG 综合信息平台 and ESG Factsheet 工具,高效整合内外部 ESG 数据与研究成果,精准识别与被投企业的沟通重点、设定参与公司治理的具体规划,为投研团队提供有力支持。

### 尽责管理双维目标

为更好地履行资产管理人的职责,南方基金致力于通过贯彻落实尽责管理策略,与企业持续进行对话并建立健康、稳固的联系,以期在保护和提高客户资产稳健增值的同时,通过投资促进社会可持续发展目标的实现。

表 16 南方基金尽责管理双维目标

纬度	目标
客户维度	在坚持“持有人利益优先”的前提下,聚焦投资的长远性和可持续性,提升投资组合价值创造韧性。坚定建立“持有人利益优先”决策机制,将客户资产的长期稳健增值作为核心出发点。
企业维度	携手企业向更可持续的方向前行。通过与企业建立持续、建设性的对话机制,携手企业向更可持续的经营模式和发展方向转型,提升其长期竞争力。

### 核心参与治理路径

#### 核心路径一: 直接参与公司治理

南方基金会通过实地调研、电话会议、电子邮件以及问询等方式,与被投企业董事会、管理层及相关部门就影响可持续发展的关键因素进行沟通并提出建议。主要流程机制如下:

表 17 南方基金参与公司治理的四步骤

主要步骤	具体内容
目标设定	结合行业对被投资企业进行评估，确定重点沟通议题，并设定希望达成的目标。
深度研究	公司投研团队、ESG 研究员对被投企业展开深度分析，借助尽责管理辅助工具 ESG Factsheet，梳理沟通方向与参与公司治理规划。
实施阶段	根据参与目标、建议和规划与被投企业相关人员或部门展开深度交流，并及时跟踪、记录、汇总并分析参与进展。
进度 / 结果评估	对参与进度和结果进行复盘，通过“定性 + 定量”的方式进行综合评估，并及时调整下一步行动规划与安排。

### 核心路径二：协同参与重点议题

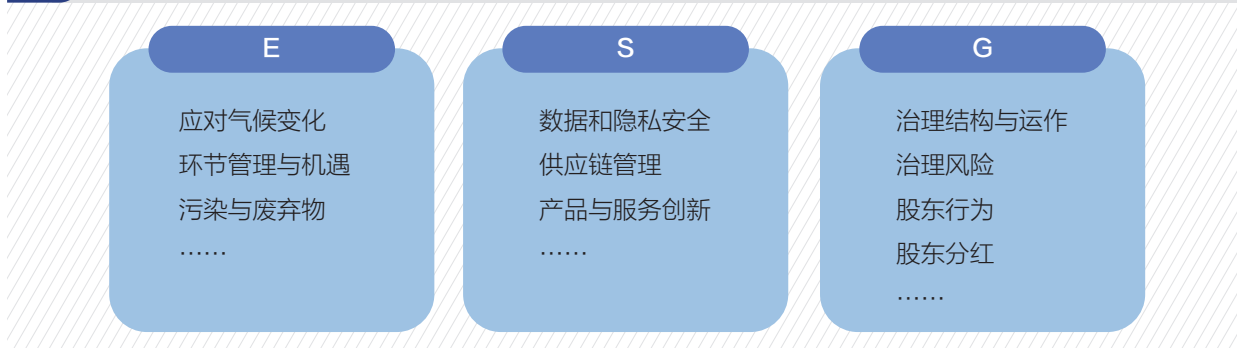
除了直接参与公司治理外，南方基金还是多个海内外倡议或组织的签署成员，如负责人投资原则 (PRI)、气候行动 100+、CDP、中国 ESG 领导者组织等、中国气候联合参与平台等。通过协同行业具有影响力的组织和协会，南方基金与秉持相同目标的资管机构、企业股东等利益相关方，共同推动目标企业提升可持续发展水平，放大尽责管理的影响力。

表 18 南方基金组织参与情况

年份	组织 / 机构名称	角色
2018	联合国负责任投资原则 (PRI)	签署方
2019	中国 ESG 领导者组织	理事会成员
2020	气候行动 100+ (Climate Action 100 +)	签署方
2021	气候相关财务信息披露工作组 (TCFD)	支持机构
2021	可持续蓝色经济金融倡议 (UNEP FI)	签署方
2022	CDP 全球环境信息研究中心	签署方
2022	转型路径倡议 (TPI)	签署方
2022	全球投资者向政府提交的关于气候危机的声明	签署方
2023	中国气候联合参与平台 (CCEI 平台)	首批发起单位

通过参与“气候行动 100+”等国际倡议，南方基金与全球市场的投资者形成气候行动联盟，共同要求重点排放企业提升气候信息披露质量。

图 9 南方基金尽责管理重点关注议题



在国内生态圈建设方面，作为中国气候联合参与平台（CCEI）的首批发起方之一，南方基金积极协同本土机构投资者发挥参与及尽责管理影响力，推动企业绿色低碳高质量转型的投资者合作机制，为本土机构提供了系统的方法论参考和实践路径等。

### 核心路径三：委托代理投票

南方基金在上市公司股东大会、债券持有人大会中，通过委托代理投票方式，就相关议题表达经过研究分析后的观点与态度，从而在帮助企业做出有利于长期可持续发展决策的同时，维护客户的投资回报。南方基金规定，旗下基金及投资组合在行使所持上市公司股东大会投票表决权时，应遵循以下原则：

表 19 南方基金委托代理投票原则

基金份额持有人利益优先原则
专业独立判断原则
不谋求控制原则
规范处理利益冲突原则
符合可持续投资理念原则
践行社会责任原则

南方基金委托代理投票的具体流程包括投票监控、议案研究、投票决策、投票执行与统计归档等环节。

#### ● 投票监控

对被投资企业即将召开的股东大会 / 持有人会议进行监控。

#### ● 议案研究

参考外部投票代理商投票建议，并针对重点议题和议案进行独立研究，必要时与被投资企业沟通。权益研究员与 ESG 研究员共同就投票表决事项对基金及基金份额持有人利益的影响进行研究，做出客观、独立的判断。其中，ESG 研究员主要从环境、社会和公司治理的角度出具研究建议。

#### ● 投票决策

根据客户长期利益及政策指引作为判断依据，审慎分析后独立做出投票决策。若存在意见不一致的情形，投票审批流程流转至公司相关投决会；投资决策委员会根据权益研究员、ESG 研究员、权益研究部总经理与持有相关证券的基金经理的审批意见，做出最终投票决策。

#### ● 投票执行与统计归档

#### ● 投票，并将结果进行归档，做好事后统计

表 20 南方基金 2024 年委托代理投票统计概览

统计维度	数值	占比 / 说明
覆盖上市公司数量	368 家	—
参与股东大会次数	765 次	—
评估与投票议案总数	6357 条	ESG 评估覆盖所有议案
同意票数	6318 条	占议案总数 99.4%
反对票数	31 条	占议案总数 0.5%
弃权票数	8 条	占议案总数 0.1%

## 权益案例

## 积极参与公司治理，协助被投资企业完善 ESG 体系建设，降低业务风险敞口

某投资标的公司是一家从事消费品代工制造的企业，其产品销售主要面向海外大客户。该公司的海外客户十分重视 ESG 品牌建设，对供应商提出了较高的 ESG 实践和 ESG 合规要求。

南方基金在对标的公司的投资研究过程中，深入分析了标的公司的 ESG 水平和 ESG 风险敞口。研究员认为公司出海业务占比大，ESG 水平具有较大提升空间，应加强可持续能力和体系建设，并积极开展 ESG 信息披露。结合该公司客户的 ESG 建设要求，制定了详细的尽责管理方案。

公司研究员与标的公司开展了实地调研和管理层沟通，并对公司建设 ESG 治理架构、设定合理的“双碳”目标和减碳路径，开展供应商 ESG 管理流程、合规开展 ESG 披露等方面提出建议。在研究员持续沟通跟进和跟踪下，该公司首次开展了可持续信息披露，设定了碳减排目标并通过积极行动降低了碳排放，并建成了完善的供应商 ESG 管理机制。公司 ESG 可持续表现和外部 ESG 评级均显著提升，降低了出海业务的 ESG 风险敞口。

## 固收案例

## 积极开展尽责管理，支持被投资企业规避环境风险、提升长期价值

2024 年 12 月 10 日，南方基金作为某畜牧业上市公司的转债持有人，参与了一项关于“终止部分募集资金投资项目、变更部分募集资金使用计划”的重要议案投票。该议案提出终止公司两个养殖项目的建设，并将相关资金调整用于猪业生物安全升级改造等六个新项目。

在决策分析过程中，固收研究团队除评估财务影响外，特别关注了拟终止项目的环境风险因素。研究发现，原计划项目所在区域用地紧张，企业难以获取足够的污水处理配套用地，若继续推进建设，可能导致环保不达标风险，进而影响公司长期经营稳定性与债券安全性。

通过 ESG 视角分析，团队认为此次募集资金用途调整实质上是发行人主动规避环境风险，优化资源配置的积极举措。新增的猪业生物安全升级改造项目将显著提升企业环境管理水平与产品质量安全，有利于长期价值创造。基于这一综合判断，南方基金投票支持了该议案。

## 6.3 上市公司如何有效回应尽责管理

2024年11月，中国证监会发布《上市公司监管指引第10号——市值管理》（以下简称《管理》）明确了上市公司在回应尽责管理，切实保护投资者回报等相关的制度性安排，提出“上市公司应当牢固树立回报股东意识，采取措施保护投资者尤其是中小投资者利益”，在推动经营水平和发展质量提升的基础上，做好投资者关系管理，增强信息披露质量和透明度，并积极采取措施提振投资者信心等。

与当前上市公司重视市值管理、舆情管理等相似类别的管理机制相较，上市公司有效回应证监会提出的“以投资者为本”理念，从尽责意识、机制建设等各个方面都存在不足。整体上来看，上市公司需要从战略规划、风险评估、利益相关方沟通、内部治理、持续改进与投资者关系管理等多个维度入手，确保其经营活动在环境、社会和治理（ESG）方面达到高标准。

本报告通过企业访谈的形式深入中国广核电力股份有限公司与深圳市汇川技术股份两家所属行业内的头部上市公司，了解其在回应机构投资者尽责管理的组织架构、流程机制与响应执行等领域的实际经验与成效，为我国上市公司有效回应尽责管理树立参考借鉴的样本。

### 案例 1

## 中国广核电力股份有限公司 投资者关系管理及尽责管理实践

### 「投资者关系管理」

#### 机制化反馈、跨部门协同与差异化沟通

中国广核电力股份有限公司是中国广核集团旗下子公司，由多家子公司组成的清洁能源企业，公司成立于2014年3月。2014年12月，公司在香港联交所上市，简称“中广核电力（01816.HK）”，成为全球首家单一经营核能发电业务的上市公司。2019年8月，公司在深圳证券交易所上市，简称“中国广核（003816.SZ）”成为中国首家实现同时在A股和H股上市的核电企业。多年来，中国广核在投资者关系管理中形成了一套以机制化反馈、跨部门协同和差异化沟通等为核心的管理体系。

通过定期化的反馈机制确保投资者诉求直达决策层。中国广核每个季度均会汇总分析投资者的提问与建议，形成专项分析报告定期提交管理层审议，并借助年度业绩发布会、股东大会等场合由管理层直接回应核心议题。以分红政策为例，针对机构投资者对稳定收益的诉求，公司结合经营实际制定了2021-2025年分红规划，经股东大会审批后严格执行，相关信息通过公告透明披露，且分红比例逐年提升，体现了对投资者意见的实质性采纳。

建立了分类归口机制，将投资者问题按业务领域拆分至指定部门。在跨部门协同与响应效率方面，中国广核通过分类归口机制，将投资者问题按业务领域拆分至指定部门联系人，例如科研类问题由科研管理部门或技术研

究单位对接、运营类问题由核能管理部门或电厂直接反馈，并通过实时跟进确保时效性强的议题快速解决。

推进数字化管理系统开发，提升内外部信息处理效能。中国广核正在推进数字化管理系统开发，通过整合股东信息、问答材料及议题分析能力，来提升公司内外部的信息处理效能，进一步强化信息传递的精准性与管理规范性。

针对不同投资者属性进行主动沟通，凸显行业价值特性。境内投资者相对聚焦国家政策、经营指标与分红政策，对社会与环境相关的治理议题的关注度有限。境外投资者通常虽然会通过 ESG 评级与国际合规性前置性地对标的企业进行筛选，但同时也对国内的相关政策缺乏足够了解，因此特定议题的参与度也相对有限。对此，中国广核通常在与投资者的交流过程中，往往会主动沟通核电的清洁能源属性，例如在沟通中强调核电在应对气候变化、提供稳定低碳电力方面的独特价值，并通过介绍行业严格监管体系（如核安全标准）降低投资者疑虑，通过这一策略既回应了市场的关切，也凸显了自身核电行业的特性与长期价值。

## 「观察与思考」

### 国有控股上市公司如何有效回应尽责管理？

中国广核的实践为国有控股上市公司回应尽责管理提供了三点启示：

机制化反馈与治理落实增强投资者的认同。公司通过季度分析、管理层直面沟通等机制，将投资者诉求转化为可落地的政策，例如分红规划的制定与执行。这种“诉求 - 反馈 - 行动”的闭环模式，不仅体现了对投资者意见的尊重，也通过关键治理建议的反馈验证了公司治理的有效性，有助于增强市场信任。

主动披露与行业特性结合破解信息不对称。中国广核将核电行业的长周期属性与 ESG 实践，如安全指标与高管绩效挂钩纳入沟通范畴等，主动回应投资者对可持续发展与政策风险的关切。还通过进一步挖掘行业独特性，如能源企业的技术要求或政策，将行业特质转化为投资价值亮点。

差异化沟通策略提升尽责管理精准度。针对境内外投资者的关注差异，公司采取分层沟通策略：对境内投资者强化经营数据与政策解读，对境外投资者在符合其 ESG 评级与合规性前提下，匹配其投资策略。

从中国广核回应尽责管理的实践来看，目前机构投资者在于 ESG 专业议题的沟通深度还尚且不足，治理议题更加关注偏重经营绩效方面，同时对于接触到的机构投资者的 ESG 尽责管理能力也客观存在良莠不齐的情况。例如投资者对气候转型、生物多样性等议题提问较少，可能制约尽责管理的全面性。

## 案例 2

### 深圳市汇川技术股份有限公司 回应机构投资者的尽责管理实践

深圳市汇川技术股份有限公司（简称“汇川技术”）创立于 2003 年，是我国专注工业自动化控制与驱动技术的上市科技公司，也是集驱动、控制、电机、精密机械为一体的光、机、电、液、气全球解决方案供应商。作为制造业领域的上市企业，在有效回应机构投资者尽责管理的实践中，汇川技术通过制度化沟通、ESG 治理融合

及产业链协同等核心路径，系统响应机构投资者尽责管理诉求，形成“双向反馈 - 治理升级 - 价值共创”的有效生态体系。

## 「投资者关系管理」

### 分层化沟通机制：制度化与数字化双轮驱动

汇川技术通过制定《投资者关系管理制度》来规范与指引投资者关系交流工作，同时以数字化工具为效率引擎，通过分层沟通等制度建设加强与机构投资者的及时有效互动，兼顾中小投资者的差异化诉求，实现精准匹配投资者需求，达到高频次、精准化的沟通效果。

**设立企业专业事务牵头部门。**汇川技术董事会秘书总体负责投资者关系事务，董秘办公室设有投资者关系模块，以专门协助董秘处理投资者关系事务；

**强调投资者关系总体规划与执行。**企业每年对投资者关系工作进行总体规划，根据定期报告节奏安排投资者关系活动，并为中小投资者、机构投资者等匹配公司调研、业绩说明会与开放日等活动。同时积极参加机构投资者的策略会，定期拜访持仓机构投资者等；

**制定实施分层接待保障机制。**针对不同类型投资人的不同诉求，汇川技术制定分层接待的保障制度，最大化满足各类投资人的需求，形成制度后执行。

**制度保障与数字抓手相结合。**在数字化赋能建设方面，设立互动易答复流程、调研流程等内部流程。搭建数字化平台实现投资者画像分析、持股结构追踪及调研记录可视化，为机构投资者提供精准推介等。

### ESG 治理深度嵌入：从建议吸纳到绩效挂钩

在汇川技术内部，机构投资者的治理诉求可以通过企业内部构建的结构化机制直达公司决策层，通过治理委员会增设、ESG 绩效挂钩等实质性举措，将投资者建议转化为治理升级动能，实现责任投资与公司战略的深度绑定。

**构建沟通建议吸纳双通道。**在汇川技术内部设有董秘办公室与可持续发展办公室的双通道，能够将投资者的 ESG 议题传递至董事会，确保机构关切融入治理框架。在实践中，公司董事会下设的薪酬与绩效委员会与提名委员会就是直接由投资者建议而设立。

**将 ESG 绩效考核纳入管理薪酬体系。**汇川技术将多项 ESG 相关指标纳入管理层薪酬体系，如关键 ESG 评级、气候变化应对、安全生产事故、供应链连续性等，不过具体挂钩的比例各不相同，其中主要考量的是业务重要性。

### 产业链协同：将 ESG 治理的横向延伸

针对投资者的 ESG 治理议题，汇川技术还通过跨部门协作和供应链共建响应 ESG 治理诉求，将 ESG 治理从内部管理扩展至产业链生态，实现了责任治理的有效外溢。

**可持续发展委员会保障内部协同机制。**通过可持续发展委员会，搭建自上而下的 ESG 治理架构，统筹各业务

部门推进 ESG 工作，确保治理要求贯穿运营全链条。

发起“零碳领航 3030”倡议共建低碳供应链。通过推动上下游供应链企业的技术协作，如碳足迹核算、节能减排技术共享等带动供应商协同减排。

### 「观察与思考」

#### 实体制造上市企业如何有效回应尽责管理？

汇川技术通过制度化的分层沟通机制打通投资者诉求传递路径，以 ESG 治理的结构性嵌入，如专业委员会增选、薪酬挂钩等实现机构投资者的议题建议向公司决策的转化，并通过产业链能力共建延伸 ESG 治理的绩效范围。这一闭环体系将机构投资者的尽责管理要求，转化为公司治理升级的核心驱动力，最终体现为资本市场价值认可与可持续发展能力的共同提升。

汇川技术回应机构投资者尽责管理的实践案例，充分说明企业加强与投资者互动沟通的实际效用，于企业而言，强化与机构投资者的互动将愈发频繁且加深，实际这也是推动我国资本市场环境走向更加成熟的必然要求之一。财新智库通过访谈了解到，未来汇川技术还将围绕有效回应投资者反馈，持续完善以需求为导向的信息披露体系，强化对投资者的服务。同时汇川技术也呼吁机构投资者能够提供 ESG 改善建议，并共享财务重要性分析、气候情景分析等专业实践，以降低企业学习成本，实现双向增效。

# 7 CHAPTER SEVEN

建言献策：构建  
中国特色尽责  
管理生态体系

有效尽责管理不仅引导投资者通过建设性参与提升企业治理效能，更通过创造持续性价值回报实现受益方利益最大化，这一双重价值创造机制已获得实证研究支持。在前文比较研究、价值研究与案例分析等内容的基础上，本报告结合当前我国机构投资者参与上市公司尽责管理实践中客观存在的不足，提出系统化与方向性的发展建议，欲推动资本市场中的这一细分领域的前行与发展，共建更高质量的资本市场发展生态。

## 7.1 探索制定适用于国内发展阶段的ESG 尽责管理守则

伴随着机构股东的不断壮大与发展，中国资本市场中的尽责管理工作愈发期望能够得到相关指引文件将环境、社会和治理因素纳入投资者尽责管理的工作范畴，明确投资机构实施 ESG 尽责管理的主要方式与方法、具体内容等，并针对投资机构与上市公司之间、资管机构与客户之间可能出现的利益冲突情景提供处理指导，以保障尽责管理实践的健康、有序开展。

现实中，相关指引政策正不断丰富，且取得突破性进展。尤其是 2025 年 5 月出台的《公开募集证券投资基金管理人参与上市公司治理管理规则》，更是被国内行业视为“中国特色尽责管理制度”的文件，对基金管理人参与上市公司治理提出了更系统、更明确与更具操作性的要求，标志着中国特色“尽责管理”生态体系建设的关键一步。

不过，目前上述《规则》仅对公募基金管理人参与上市公司治理提出了明确要求，而随着“新国九条”的出台，强调培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础设施的整体要求，中国尽责管理市场的生态构建需要涵盖投资链中的所有相关主题，包括资产所有者、资本管理人和服务提供商等。因此在前述《规则》的基础上，建议监管部门参照成熟市场，进一步制定适合当前中国发展阶段的 ESG 尽责管理原则，通过针对性的守则指引明确我国尽责管理实践的基本要素（包括投资者内部治理架构、尽责管理的责任与工具、对 ESG 问题的考虑、协作参与、活动和结果的透明度、利益冲突的管理等）<sup>13</sup>，以及在开展尽责管理实践中各参与主体的职能与权责等。

例如在机构投资者参与上市公司治理的关键投票机制规范建设方面，我国对机构投资者行使股东投票权主要是鼓励态度，对行使权利的具体方式规范相对简单，缺乏具体全面的投票权行使规范。与此同时，还缺乏对机构投资者行使股东投票权的义务与职责的具体内容，对于机构投资者的披露义务也是采用鼓励性质，缺乏强制约束力<sup>14</sup>。

## 7.2 上市公司建立积极主动响应机制

当前上市公司为应对日益复杂的舆情环境，越来越多的上市公司积极响应监管要求，将舆情管理提升到战略层面，公司治理层面甚至出现了“一把手”管理的模式，将舆情管理提升至公司不可或缺的核心能力之一。本报告认为，上市公司积极主动响应尽责管理机制应与当前正在积极推进的舆情管理制度并驾齐驱，成为上市公司高质量发展的重要

13. 《释放投资者尽责管理潜力：支持中国经济可持续发展》，PRI 第 30 页

14. 冯孝麒：《上市公司机构投资者行使股东投票权的路径规范研究——中国与英美的比较视角》上海商业，2024 年第 6 期，第 104 页。

两翼制度。除此之外，上市公司围绕尽责管理还需在意识提升、制度建设等诸多方面推进系统性建设，以符合未来高质量发展的现实需求：

经营与治理并重，提升投资者价值。上市公司的根本任务是提升经营与管理水平，增强投资者回报。这意味着公司需要通过优化业务流程、提高运营效率、加强成本控制等措施，实现稳健的财务表现和增长。同时，良好的公司治理是保障投资者利益的基石，包括透明的决策过程、有效的内部控制和负责任的领导。

强化风险管理与合规。上市公司需优化内部治理结构，明确董事会、管理层及相关部门在尽责管理中的职责分工。例如，设立 ESG 委员会或专门工作组，负责制定和监督尽责管理政策的实施。通过强化内部治理，上市公司能够确保尽责管理目标的有效落实。

站在投资者的角度推进信息披露提升。站在投资者的立场上，上市公司应提供全面、准确、及时的信息披露。这包括财务报告、业务进展、市场动态以及可能影响公司价值的任何重大事件。通过这种方式，投资者可以基于充分的信息做出明智的投资决策，增强市场对公司的信任。

加强尽责管理意识，响应投资者需求。上市公司应加强自身机制建设，将尽责管理理念融入企业日常运营之中，通过建立有效的沟通渠道，积极响应投资者的沟通需求。通过定期的投资者会议、电话会议、网络研讨会等形式，公司可以及时解答投资者的疑问，收集反馈，并据此调整策略。这种互动有助于构建长期的信任关系，并提升公司的市场形象。

## 7.3 机构投资者应探索制定适配的尽责管理策略，提升尽责管理能力

鉴于国内 ESG 尽责管理发展总体处于起步阶段，部分上市公司可能会对投资机构就 ESG 议题实施参与等活动感到陌生或有所顾虑，投资机构有必要基于被投公司的股权结构、发展轨迹和行业环境等客观条件，制定针对性的沟通互动方式。除此之外，参考成熟市场经验，国内机构投资者在尽责管理工作中还要在自身内部机制与能力建设上不断发力，如构建内部相对独立的尽责管理团队不受投资部门影响，运用智能化数据库与大模型工具等强化对标的企业行为的检测与预警等。

## 7.4 建立协同发展的ESG尽责管理联合参与机制，发挥第三方专业服务优势

国际 ESG 投资市场的发展经验表明，为投资者提供参与代理投票等服务的第三方机构是促进尽责管理实践专业化、规模化发展的重要力量。加强国内市场对尽责管理第三方专业服务机构的培育，产生能够在这细分领域内提供更多专业服务与协作平台，为投资机构提供 ESG 尽责管理相关的研究洞见、数据支持与技术支撑。与此同时，在中国企业不断“出海”的发展趋势下，具有全球化背景的尽责管理平台还能够扮演好国际投资者与中国公司加深沟通的桥梁，帮助中国企业更好地“走出去”。

# CONCLUSION

## 结语

### “新尽责主义”——从资本赋能到价值共生的进化

资本市场的演进正推动上市公司与机构投资者的关系从单向的“资本赋能”向多维的“价值共生”跃迁。在这一进程中，本报告欲在前文论述的基础上提出“新尽责主义”的实践理念，其本质是打破短期主义窠臼，通过构建机构投资者、企业主体与社会生态的“正反馈循环”，将资本效率、治理效能与社会效益纳入统一的动态均衡系统。

这一实践理念的核心在于：机构投资者通过积极的诉求响应机制和透明化的信披体系能够深度参与企业价值创造；上市公司则以动态治理架构和多目标决策模型实现资本诉求与社会责任的高效适配；最终通过监管政策指引、专业服务机构等生态化的协作网络构建，将尽责管理推动的企业 ESG 实践转化为可落地、可共享的长期价值增量，形成“资本注入 - 治理优化 - 效益外溢 - 生态反哺”的正向循环效应。

未来，践行“新尽责主义”既可能会是企业应对全球 ESG 监管深化发展趋势的必然选择，也将可能是激活企业永续发展基因的必由之路。让资本流动与社会福祉同频共振，方能在不确定性的浪潮中锚定长期主义的航向。

# ACKNOWLEDGEMENTS

## 致谢

报告的顺利完成，特别得益于多方专业力量的支持与贡献：衷心感谢紫顶股东服务在机构尽责管理实践效用评估框架、价值实现路径研究方面提供的权威洞见与专业支持，其前沿研究成果为本报告的理论体系构建奠定了重要基础；诚挚感谢中国广核集团、汇川技术股份有限公司两家标杆上市企业的深度参与，通过详实的治理实践案例分享，为报告提供了关键实证支撑，其创新性探索生动诠释了尽责管理在中国资本市场的落地路径；特别致谢法巴资产管理公司分享全球视野下的尽责管理策略经验，以及南方基金分享在国内市场实践中愈发成熟有效的尽责管理路径，其成熟的投资者 - 企业互动机制与 ESG 整合方法论为本土实践优化提供了重要参考。各方专业智慧的汇聚，不仅丰富了本报告的实践深度与研究价值，更彰显了市场参与者共建责任投资生态的共同使命。期待未来持续携手，共同推动中国上市公司治理效能与可持续发展能力的协同提升。

## 参考文献

1. 绿色与可持续投资委员会. 绿色与可持续投资委员会研究成果汇编 (2023) ——可持续尽责管理实践案例 .[EB/OL]. <https://www.amac.org.cn/hyyj/esgtz/esgyj/202406/P020240607547690359142.pdf>
2. 国信证券 .ESG 专题研究——尽责管理: ESG 投资新趋势 .[EB/OL]. <https://www.guosen.com.cn/webd/public/infoDetail.jsp?infoId=156221050>
3. 北京绿色金融与可持续发展研究院 . 加速气候行动: 机构投资者参与支持企业低碳转型 .[EB/OL]. <https://www.ifs.net.cn/news/1173>
4. 北京绿色金融与可持续发展研究院 . 中国 ESG 投资尽责管理之探索理念、框架与展望 .[EB/OL]. <https://www.ifs.net.cn/news/106>
5. PRI. 负责任投资简介: 尽责管理 .[EB/OL]. <https://www.unpri.org/download?ac=15288>
6. 负责任投资原则 (PRI) . 签署机构 .[EB/OL].<https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory>
7. ICGN. ICGN Global Stewardship Principles 2024.[EB/OL]. <https://www.icgn.org/sites/default/files/2024-10/ICGN%20Global%20Stewardship%20Principles%202024.pdf>
8. 曹中铭 . 年内多家被 ST 凸显上市公司治理难题 . 新浪财经 .[N]. [.https://finance.sina.com.cn/zl/stock/2025-03-25/zl-ineqwnhh6770735.shtml](https://finance.sina.com.cn/zl/stock/2025-03-25/zl-ineqwnhh6770735.shtml)
9. 社会价值投资联盟 (深圳) 、华夏基金 .2024 中国 ESG 投资发展创新白皮书 [EB/OL]. <https://www.chinaamc.com//upload/resources/file/2024/11/28/430588.pdf>
10. 彼得·林奇 . 彼得·林奇的成功投资 [M]. 北京: 机械工业出版社, 2018.
11. 证券时报 .ESG 报告含金量亟待提升 . [EB/OL].2024-08-13. <https://www.xinhuanet.com/20240813/649e5d73d2564c6fa7029af38dd56abe/c.html>
12. PRI. 过去一年, 气候行动 100+ 有何进展 ?. [EB/OL]. <https://www.climateaction100.org/wp-content/uploads/2025/05/CA100-Progress-Update-2024-SC-1.pdf>
13. PRI. 释放投资者尽责管理潜力: 支持中国经济可持续发展 . [EB/OL]. <https://www.unpri.org/download?ac=16307>
14. 第一财经研究院 . 共生长——中国尽责管理观察报告 .[EB/OL] <https://img.cbnri.org/files/2025/04/638805758401070000.pdf>
15. 中国证券报 . 富达国际: 中小股东权利意识提升 投后管理进入深水区 [N][https://www.cs.com.cn/tzjj/jjdt/202412/t20241209\\_6459530.html](https://www.cs.com.cn/tzjj/jjdt/202412/t20241209_6459530.html)
16. 郭万隆 . 上市公司中机构投资者参与治理的难点与对策 [J]. 法制博览 ,2023 (10) :05-09.
17. 张子学 . 机构投资者: 上市公司治理的看客? ——国内机构投资者参与治理的愿景、难点与建议 [J]. 董事会 .2022 (2): 69-73.

18. 冯孝麒. 上市公司机构投资者行使股东投票权的路径规范研究——中国与英美的比较视角 [J]. 上海商业, 2024(6):100-104.
19. CFA Institute. Stewardship 2.0: Awareness, Effectiveness, and Progression of Stewardship Codes in Asia Pacific. <https://www.cfainstitute.org/>
20. 负责任投资原则 (PRI). 释放投资者尽责管理潜力. [EB/OL]. [访问时间 2025-03-20]. <https://www.unpri.org/download?ac=16306>
21. 负责任投资原则 (PRI). 释放股东投票在中国的发展潜力. [EB/OL]. [访问时间 2025-03-20]. <https://www.unpri.org/download?ac=19163>
22. 中国证券投资基金业协会. 声音第 163 期. [EB/OL]. <https://www.amac.org.cn/hyyj/sy/202107/P020231126399403574114.pdf>
23. 负责任投资原则 (PRI). 尽责管理. [EB/OL]. <https://www.unpri.org/>
24. Institutional Shareholder Service (ISS). POLICY GATEWAY. [EB/OL]. <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/>
25. 紫顶. 富达国际. 2024 年中国公司投后管理报告. [EB/OL]. [https://www.fidelity.com.cn/media/PDF/esg/Fidelity-China-Stewardship-Report-zh\\_2024.pdf](https://www.fidelity.com.cn/media/PDF/esg/Fidelity-China-Stewardship-Report-zh_2024.pdf)
26. Lipton, L. and Lorsch, J. (1992) A Modest Proposal for Improved Corporate Governance[J]. The Business Lawyer, 48, 59-77.
27. Anderson, et al. (2004) Customer Satisfaction and Share Holder Value[J]. Journal of Marketing, 68, 172-185.
28. Waris Ali et al. (2020) The Effect of Board Size, Board Independence and CEO Duality on Firm Value with Financial Performance as A Mediating Variable[J]. International Journal of Multidisciplinary Research and Analysis, 89-95
29. Healy, P.M. (1985) The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions[J]. Journal of Accounting and Economics, 7, 85-107.
30. Jensen, M.C. and Murphy, K.J. (1990) Performance Pay and Top Management Incentives[J]. Journal of Political Economy, 98, 225-263.
31. 德勤. 2019 年境内外 TMT 标杆企业高管薪酬与激励研究报告. [EB/OL]. <https://www.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cn/Documents/human-capital/deloitte-cn-tmt-compensation-and-incentive-research-2019-cn.pdf>
32. 社科网. 高管薪酬业绩敏感性: 基于公司治理调节效应的研究. [EB/OL]. <https://www.sinoss.net/uploadfile/2011/0414/20110414012002347.pdf>
33. 先锋领航. 2024 Proxy Year Voting Report. [EB/OL]. [https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2024/11/2024\\_Proxy\\_Voting\\_Report\\_EN.pdf](https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2024/11/2024_Proxy_Voting_Report_EN.pdf)
34. Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 3, 305-360.
35. Barney, J. (1991) Firm Resources and Sustained Competitive Advantage[J]. Journal of Management, 17, 99-120.
36. Freeman, R.E. (1984) Strategic Management: A Stakeholder Approach[J]. Pitman, Boston.

ESG30青年学者计划  
系列课题成果

**以尽责管理推动价值创造**  
——A股机构投资者赋能上市公司  
治理升级的实践路径研究

发起机构

**财新智库**  
Caixin Insight

**ESG30**  
中国ESG30人论坛

联合发起

 **东方证券**  
ORIENT SECURITIES