

富达国际:

# 中小股东权利意识提升 投后管理进入深水区

□本报记者 葛瑶

日前,富达国际发布的《中国公司投后管理报告》显示,随着中国持续推动资本市场高质量发展,少数股东已经成为A股上市公司决策中不容忽视的力量。该系列报告于2020年首度发布,富达国际与中国投票咨询领域的服务机构紫顶合作,持续跟踪A股股东投票情况以及中国公司治理方面的变化。今年的报告指出,少数股东投票参与率增长趋于平稳,但意见表达更有针对性;与此同时,股东提案数量增长,股东大会会议资料信披质量提升。

紫顶股东服务合伙人唐淑薇、富达国际大中华区可持续投资分析师赵彬好在接受中国证券报记者采访时表示,近年来,尽管少数股东参与率增速放缓,但中小股东权利意识提升,上市公司信息披露质量持续优化,推动市场逐步向国际化、成熟化迈进。A股市场在股东参与和尽责管理方面取得显著进展,通过“反路演”和“协作式互动”等创新方式,A股上市公司正积极借鉴国际经验,推动治理能力提升,以应对新兴议题与市场需求的挑战。



赵彬好,现任富达国际大中华区可持续投资分析师,负责开展富达国际在大中华区与所投企业之间环境、社会和公司治理(ESG)相关议题的沟通管理工作。同时,她还与富达国际的基金经理和行业分析师密切合作,对所投公司进行ESG分析,以提升决策能力。



唐淑薇,紫顶股东服务创始合伙人之一。紫顶股东服务是中国首家针对A股市场,致力于为机构投资者提供上市公司的治理分析与咨询的服务机构,通过股东投票建议及投票权管理、公司治理研究等服务,帮助机构投资者有效行使股东权利,参与上市公司治理。唐淑薇在紫顶专注于投票权管理、股东沟通及监管规则与动态研究等。

## 少数股东参与率增速放缓

**中国证券报:** 今年的报告和往年相比有哪些让您觉得意外的地方?

**唐淑薇:** 从过往七年的数据中可以发现,剔除控股股东后,今年少数股东的参与率增速放缓,表明股东参与度的变化不大。

然而,这背后也存在积极的变化。一方面,A股市场的监管力度和公司治理水平显著提高。今年初发布的新“国九条”和年中正式生效的新公司法强化了股东权利,推动了投票权、提案权的行使。今年以来,监管层出台了多项政策,推动上市公司分红、限制不合理减持、鼓励市值管理等,为尽责管理的发展奠定了基础。

另一方面,中小股东的权利意识在提升。今年涌现了一些典型案例,例如,中小股提名的独立董事成功当选第一医药公司董事,这拓宽了独立董事提名渠道,将在维护中小股东权益中发挥积极作用。

**中国证券报:** 报告显示,A股股东投票参与率虽然有所提升,但增长已遇瓶颈。您认为造成这一现象的主要原因是什么?

**唐淑薇:** 原因可以从两个角度解释。首先,股权分散度增幅放缓。虽然A股市场股权分散度仍在增长,但增幅较往年下降,这限制了中小股东的影响力和行权积极性。其次,积极股东数量减少。机构投资者,特别是外资机构,是积极行使股东权利的重要群体。但自2021年以来,受市场波动和国际因素影响,外资持股比例持续下降。

短期来看,这些现象主要源于外部环境波动,但从长期来看,反映了A股市场制度建设的现状。与成熟市场相比,中国相关制度仍在完善中,未来政策的出台将对股东行权产生深远影响。因此,尽管这一现象具有短期特征,长期制度发展仍是值得关注的重要因素,我们期待未来制度完善后,A股市场在股东行权方面实现新的突破。

**中国证券报:** 从“用脚投票”到精准投票,您认为当前A股股东行为的成熟度还存在哪些短板?

**唐淑薇:** 我们认为,A股市场作为一个相对年轻的市场,股东的参与意识在一定程度上成为了市场的短板。海外学术研究和第三方咨询机构数据显示,海外机构投资者在股东大会的投票参与度远高于A股。通过与境内机构投资者的日常交流,我们也发现,许多机构认为参与投票是一项成本支出,且短期内难以获得明显回报,因此缺乏足够的积极性去推动尽责管理。

另外,境内机构投资者如果决定投反对票,也会担心其可能带来的负面影响。例如,反对票可能影响机构与上市公司之间的关系,或在媒体报道后引发市场或监管层的关注。考虑到中国文化有着“低调中庸”的传统,这种顾虑尤其明显。总体来说,这一现象表明股东投票参与的氛围仍有待改进和提升。我个人也观察到,有时大家可能更期待他人代为发声,自己则成为“搭便车者”。

**中国证券报:** 相较往年,股东大会资料披露质量提升主要体现在哪些方面?是否观察到某些类型的提案因披露质量的改进,令投票结果发生了明显变化?

**唐淑薇:** 每次股东大会通常会审议多个议案,若未披露完整资料,投资者需在大量上市公司公告信息中逐一搜索,增加了信息获取成本。近年来,越来越多的公司开始提前披露完整会议资料,显示出积极的变化。尽管无法直接量化披露质量与议案结果的关系,但我们的确观察到一些积极案例。例如,今年报告中提到某钢铁行业上市公司与集团财务公司开展关联交易的议案,首次审议未获通过。在第二次审议时,公司新增了关于交易必要性的详细披露,并补充了控股股东的承诺,最终该议案顺利通过。根据长期观察,越来越多的公司在提交担保类议案时,更注重披露细节,比如明确按比例担保或反担保的安排等,这反

**中国证券报:** 经过这几年的跟踪,目前来看,境内股东和境外股东在投票积极性和行为方式上有什么差异?

**赵彬好:** 根据我们报告对过去七年的观察,境外市场在不断变化,治理标准有所提升,股东行为多样性增加,监管改革也在同步推进。这些变化影响了大家对A股公司治理的分析,使得市场对于最佳实践的期望逐渐提高。过去一年, A股出台了多项新规,这些措施是否能达到海外最佳实践的标准,仍然需要观察。

在投票行为方面,境外机构已经形成了比较系统化和制度化的流程,特别是一些大型的国际资产管理机构内部通常有专门的团队来处理投票事务。相较之下,国内一些大机构的投票表决权行使流程和制度建设还有待提升,目前通常是由投资团队兼职负责这项工作,并没有专门的团队进行操作。富达有一个由十多名成员组成的团队,专门负责全球投票事务,并且该团队每天都在研究和分析各类议案。这种制度化和团队建设上的差异,是国内外股东

间的一个重要区别。

从长期观察来看,尽管部分境外投资者可能认为A股信息披露质量与发达市场相比仍有差距,但实际上,A股上市公司的信息披露已经达到了较高水平。监管要求严格,披露底线完善,国内许多必须提交股东大会审议的事项在海外市场仅需要董事会审议通过,说明A股在某些方面的信息披露质量甚至优于国际同行。

**中国证券报:** 您如何看待股东投反对票时更审慎、更具针对性的现象?是因为股东对于特定问题的认知更成熟,还是信息披露改进促使投票更精准?

**赵彬好:** 这个现象可以从两个角度分析。首先,要看中小股东在高异议或争议性议案上的投票参与度;其次,要关注反对票的占比。这两方面能够帮助我们分析中小股东在这些议案上的投票倾向。我们的结论是,对于争议性较大的议案,中小股东更

## 投后管理新趋势涌现

**中国证券报:** 您在投后管理方面,哪些趋势变化最值得投资者和上市公司关注?

**赵彬好:** 越来越多的上市公司开始采取“反路演”模式,公司会邀请投资者到生产现场或运营现场进行实地参观和交流,而不是传统的“走出去”路演。这种方式让投资者能够直接感受公司的生产和运营过程,比起单纯的说明会,这种“事实胜于雄辩”的方式更具说服力。比如,某些公司通过带领投资者参观矿业公司的环保设施,让投资者亲眼见证公司的生产流程和环保措施,有助于让大家更加信任并理解公司的发展方向。

我们还看到了一种“协作式互动沟通”的趋势,就是越来越多的投资者联合起来,共同与上市公司深入沟通某些具体议题。比如,去年富达作为创始成员单位参与启动了中国气候联合参与平台,该平台专注于气候变化问题,汇集了众多投资者与上市公司就气候变化议题展开对话。这

倾向于投出反对票,这也是我们分析的核心逻辑。

从公司方面来看,越来越多的公司在股东大会前主动加强沟通,有些公司甚至在议程确定前一个月就开始与投资者交流。特别是涉及控股股东需要回避表决的议案,如关联交易或股权激励等,中小股东在这些议案中的话语权较大。我们注意到,这些公司在信息披露方面更加细致,愿意与投资者进行更深入的交流。这些提前沟通的议案可以看作是公司为投资者划出的“考试重点”,目的是引起更多关注。

从中小股东的角度来看,投资者对反对票的影响力认知有所提升。此外,一些议案直接关系到中小股东的核心利益。例如,某些议案试图通过修改公司章程取消类别股单独表决机制,这可能削弱中小股东未来的表决权及发声渠道。在这种情况下,中小股东更倾向于表达明确的反对意见。

样的协作平台表明投资者在某些问题上有着共同的认知和诉求,从而推动公司在这些方面做出改变。

作为一个国际投资机构,富达始终保持与海外市场的积极沟通。我们发现,海外在一些议题上的发展速度较快,尤其是在气候变化、生物多样性、毁林风险、水资源管理等方面,投资者越来越关注这些议题。此外,随着AI的快速发展,数据伦理也成为投资者的新关注点。这些议题的变化意味着如果A股上市公司在这些领域存在较大的风险敞口,就要更加积极地提升自己的治理能力,以应对国际市场的变化。

举个例子,今年我们与一些矿业公司互动时,他们已经意识到公司在环境、社会和治理(ESG)方面存在人才和知识的缺口,正在招聘专门负责生物多样性和水资源管理的专家。这些龙头企业在面对可持续发展压力时采取的应对措施,不仅有助于他们自身的发展,也为整个行业提供了积极的借鉴意义。