

从“沉默多数”到“关键力量”： 推动A股公司治理 机构投资者角色转变

在A股上市公司总市值突破百万亿元大关之际，中国上市公司治理正经历一场从“形式合规”到“实质制衡”的深刻变革。近日，华夏基金联合紫顶股东服务发布《上市公司治理实践调研洞察报告》。《报告》基于520家A股上市公司的问卷调研数据，系统性呈现了A股上市公司治理转型图景。

《报告》揭示，当前A股上市公司治理普遍展现出明确的“合规导向”，对于触及权力制衡核心的举措面临“难处回避”的转型阵痛；在市值管理层面，股东回报策略的分化折射出企业治理动力的差异，部分企业的股权激励方案陷入“信号困境”。

在监管部门大力推动下，公募基金正积极探索从“被动财务投资者”转型为“积极责任股东”，机构投资者参与上市公司治理开启新篇章。华夏基金ESG研究主管许欣然与紫顶股东服务合伙人方领日前接受了中国证券报记者专访，围绕公募基金参与上市公司治理实践、公司治理转型等问题展开深入探讨。

● 本报记者 王雪青 张舒琳

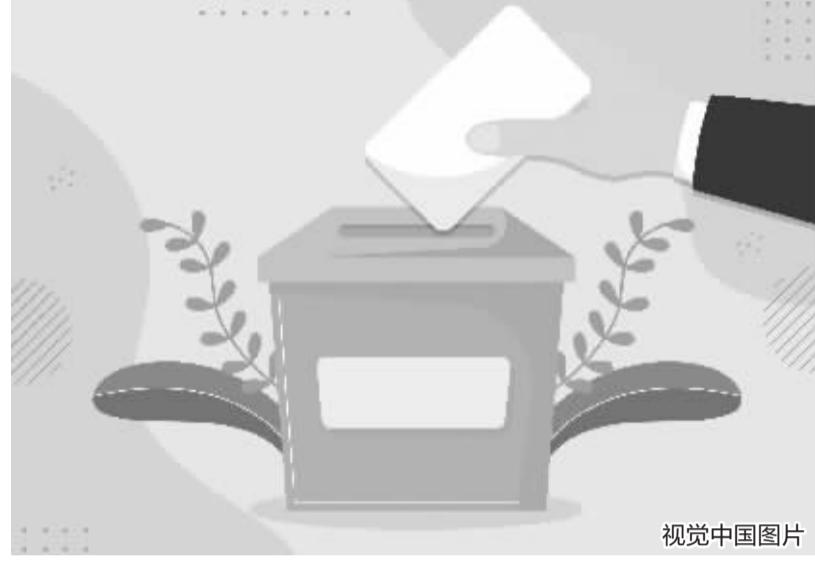
A股公司治理存转型阵痛

《报告》显示，在监管政策引导下，绝大多数受访公司高度认同并积极通过完善内部制度（77%）、强化信息披露（59%）来夯实公司治理根基，具备较强的“合规导向”意识。与此同时，A股上市公司治理面临着“易处着手、难处回避”的转型阵痛。企业对于实施更能触及权力制衡核心、涉及“实质制衡”的深层次举措（如提升董事会独立性、减少关联交易、定期更换审计机构）认同度较低，内在动力和选择意愿仍有待激发和培育。

方领表示，上市公司“形式合规”的根源在于控股股东与中小股东之间的利益冲突，公司对于中小股东利益的重视程度不足，采取实质制衡措施的积极性不高。未来，机构投资者可以通过行使投票权、与上市公司沟通等方式参与公司治理。尤其是在部分关键事项上，例如关联交易，控股股东作为关联方将回避表决，机构投资者的意见举足轻重。

市值管理是近年来监管部门与上市公司关注的重点，此次研究重点聚焦两类市值管理举措，一是分红与回购，二是股权激励。

《报告》显示，约67%的受访公司倾向于高分红策略。上市公司偏好分红的主要原因是“高分红能够吸引红



视觉中国图片

利型投资者”（60%）。相比之下，仅有4%的受访公司倾向于高回购策略。“A股上市公司青睐分红的深层次原因是希望吸引红利型投资者。回购虽然可以提升每股收益，但作用是间接的，投资者感受不明显。”方领认为，分红通常需要保持连续性和稳定性，若公司突然中止或大幅减少分红可能引发市场负面反应。未来，上市公司仍需提升对股份回购的认知，增强使用回购策略的意识。

此外，股权激励被认为是完善公司治理、绑定核心人才的重要工具。《报告》显示，有48%的受访公司近两年已经开展或在未来两年计划开展股权激励。从实施股权激励的动因来看，受访公司的首要目标是“绑定核心管理层”（89%），其次是“通过业绩考核目标向市场传递公司业绩预期”（55%）。

然而，近期上市公司开展股权激励的热度似乎有所下降。与2021年相比，2024年新增股权激励方案数量下降28%，而终止原有股权激励方案数量接近2021年的3倍。

《报告》认为，股权激励的业绩目标本身是一把双刃剑。若市场认为股权激励方案设定的目标不切实际或过于保守，均可能引发负面反应。这表明，上市公司在使用股权激励进行预期管理时，需要更加审慎地评估自身能力与市场环境，否则可能陷入“信号陷阱”，传递出与初衷相悖的信息。

公募基金向“责任股东”转型

2025年5月9日，中国证券投资基金业协会出台《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》，对公募基金参与上市公司治理提出明确要求，预期未来公募基金将在上市公司治理改进、质量提升进程中扮演更重要角色。

《规则》要求，基金公司制定参与上市公司治理的总体政策；基金公司合计持有单一股票占其流通股本比例达到5%（含）以上的公司投票这一基本要求外，华夏基金内部还设置了更广泛的参与治理公司名单，并计划进一步扩大投票公司覆盖面。

值得一提的是，提升ESG评级有时会影响上市公司短期财务表现。

在实际投资中，这个矛盾如何化解？

许欣然表示，在环境、社会、公司治理三大ESG要素中，公司治理与投研结合得最为紧密，而环境、社会短期或增

加上市公司成本支出，基金公司希望

在上市公司财务表现良好的前提下，促使其主动进行积极的价值选择。

从实践来看，诸如低碳发展、保护员工

和供应商利益等举措，能够控制尾端风

险，促进公司长期良性发展。

根据观察，提升ESG治理水平虽可能短期

影响财务表现，但因减少了负面风

险、符合监管部门与公众的价值标

为中，形成包括政策、流程、信披和评估的全链条统筹机制。同时，公募基金参与上市公司股东大会投票信息的公开披露，还能进一步促进上市公司审慎决策，主动保护股东利益，使资本与产业形成正向循环。”许欣然认为。

据了解，在参与上市公司治理方面，华夏基金已从内部治理架构、团

队建设、代理投票等多个方面做出积

极探索。

华夏基金自2017年成为联合国支持的负责任投资原则组织（PRI）第一家内地资管机构签署方后，从治

理架构上，成立了公司层面的ESG业

务委员会，讨论制定了包括上市公司

沟通、代理投票和责任投资等完整制

度体系。

在团队建设上，华夏基金的ESG专

业团队直接嵌入投资部门，ESG研

究员紧密根据投研需求、行业和公

司发展态势，与上市公司进行深度沟

通，改善可持续发展表现。

例如，对于一家医疗器械龙头企业，

华夏基金经多次深度沟通和实地调

研，基于ESG框架提出改善建议并被全

面采纳，帮助该公司的MSCI ESG评

级从BB升至AA，是目前中国上市公司

MSCI ESG评级提升幅度最大的一次。

华夏基金在行业内率先建立了

内部代理投票数字化平台，除了让投

票参与度大幅提升，还使得基金管理人

更深度地影响上市公司治理行为。

例如，某上市公司损害中小股东利

益的议案引起关注和讨论后，研究员和

持仓基金经理向其表达了反对的声音

，最终促使该公司撤回议案。

那么，机构股东参与上市公司治

理的核心关注点是什么？许欣然表示：

“我们重点关注重大关联交易、控股

权变动、资金运用等决策如何平衡各

方利益，以及低碳转型、产品品质、员

工发展等共性议题和行业特定问题。

例如，劳动力密集型行业的员工雇佣

模式和保障措施、企业出海在当地的

社区关系和本地化建设等。”

“放眼整个行业，公募基金参与

上市公司治理还处于早期阶段，监管

政策驱动会产生强大助推力。上市公

司对此的接受度与公司本身的特点高

度相关。相信通过协同各方力量，公募

基金参与上市公司治理的进程有望加

快。”许欣然表示。

这场由监管部门、企业与投资者

共同推动的公司治理变革，正在重塑

中国资本市场的基因。可以预见，一个

更加注重长期价值、更好平衡各方利

益、更具韧性与包容性的公司治理生

态将逐步形成，为经济高质量发展提

供坚实支撑。在这幅徐徐展开的公司

治理新画卷中，每一方主体都将是变

革的参与者，也是红利的受益者。

准，最终将提升企业的价值。

构建协同共治破局之道

机构股东积极参与上市公司治理，上市公司接受度如何？《规则》提到，基金管理人参与上市公司治理可采用多种方式，包括提出股东提案、提名董事，甚至召集股东会等举措。但此次调研发现，上市公司更希望机构股东采取柔性的沟通方式，对股东提案、提名董事等方式接纳程度较低。

《报告》认为，这可能有两方面原因：一是A股上市公司较为警惕“对抗性”沟通对公司治理稳定性与和谐的破坏，认为柔性、私下沟通更有助于维护公司形象和市场稳定；二是相较于成熟市场，A股市场的股东积极主义实践时间较短，上市公司对于如何应对股东提案、提名董事等参与公司治理方式缺乏充分准备，使得公司倾向于回避这些方式。

种种困境客观存在，机构投资者有效深入地参与上市公司治理注定是一件“难而正确的事”。早期，公募基金曾有过对招商银行、格力电器等知名公司的标志性“联名治理”事件。《规则》对于以公募基金为代表的机构投资者深度参与公司治理提供了制度保障，增强了中小股东对于控股股东的制衡性。例如，《规则》要求，基金管理人披露行使表决权的情况，这意味着基金公司对于一些争议议案的赞成或反对态度将公之于众，市场关注的力量将促进机构审慎作出投票决策，同时也制约了上市公司提出争议性议案的行为。

“公募基金在上市公司治理中起到了外部监督和建议作用。预计未来，在制度鼓励下，机构投资者将更积极地通过股东提案、提名董事等方式参与公司治理，上市公司对此的接受度也有望提升，双方互动将趋于成熟。”方领表示。

许欣然说：“多年前，我们参与公司治理的最大困难是上市公司对可持续发展的认知和意识不足，与机构股东深度交流的意愿不强。近年来，在政策推动、市场发展的背景下，很多企业会主动找到我们，对一些中长期战略和可持续发展问题进行沟通。”

那么，机构股东参与上市公司治理的核心关注点是什么？许欣然表示：“我们重点关注重大关联交易、控股权变动、资金运用等决策如何平衡各方利益，以及低碳转型、产品品质、员工发展等共性议题和行业特定问题。例如，劳动力密集型行业的员工雇佣模式和保障措施、企业出海在当地的社区关系和本地化建设等。”

“放眼整个行业，公募基金参与上市公司治理还处于早期阶段，监管政策驱动会产生强大助推力。上市公司对此的接受度与公司本身的特点高

度相关。相信通过协同各方力量，公募

基金参与上市公司治理的进程有望加

快。”许欣然表示。

这场由监管部门、企业与投资者共同推动的公司治理变革，正在重塑中国资本市场的基因。可以预见，一个更加注重长期价值、更好平衡各方利益、更具韧性与包容性的公司治理生态将逐步形成，为经济高质量发展提供坚实支撑。在这幅徐徐展开的公司治理新画卷中，每一方主体都将是变

革的参与者，也是红利的受益者。

上交所发布

科创板“1+6”政策配套业务规则

（上接A01版）上交所相关负责人就发布实施进一步深化科创板改革配套业务规则答记者问时表示，从纳入条件看，这次改革没有针对未盈利企业纳入科创成长层设置额外的上市门槛，存量32家未盈利企业将自指引发布之日起进入科创成长层，新注册的未盈利企业将自上市之日起进入。

从调出条件看，实施“新老划断”。存量企业调出条件保持不变，仍为上市后首次实现盈利，有助于稳定存量企业和投资者预期；同时提高新注册未盈利企业调出条件，推动新上市公司加速技术研发和市场拓展。科创成长层企业按照规定发布符合调出条件的公告后，上交所原则上在2个交易日内将企业调出。

本次改革没有对个人投资者参与科创成长层股票交易新增投资交易门槛，仍为具备“50万元资产+2年经验”的资金门槛和投资经验即可。投资者投资科创成长层新注册的未盈利科技型企业之前需要签署专门风险揭示书。科创成长层股票简称后将增加特殊标识“U”。

这位负责人表示，上交所将积极协调各会员单位，尽快推进技术系统准备就绪，并有序组织科创成长层风险揭示书签署工作。

明确IPO预先审阅机制适用范围

这位负责人介绍，本次面向优质科技型企业试点IPO预先审阅机制，是充分参考境外市场经验，进一步提升上交所预沟通服务质量乃至股票发行上市审核工作整体质效的重要创新。上交所本次对预先审阅机制的适用范围和衔接安排等作出了进一步明确。

《预先审阅指引》规定，开展关键核心技术攻关或者符合其他特定情形的科技型企业，因过早披露业务技术信息、上市计划可能对其生产经营造成重大不利影响，确有必要的可以向上交所申请预先审阅其发行上市申请。

上交所将严格参照正式审核程序开展审阅工作，向发行人和保荐人反馈审阅意见。上交所的审阅意见不构成对发行人是否符合板块定位、发行上市条件和信息披露要求的预

先确认。通过预先审阅的科技型企业正式提交IPO申报的，上交所将加快推进审核程序。

预先审阅期间，相关申请文件、预先审阅过程、结果等不对外公开。发行人正式申报受理当日，需在上交所网站披露预先审阅阶段的问询和回复文件，自觉接受市场监督。

细化资深专业机构投资者标准

上交所本次发布的《发行上市审核规则适用指引第8号——资深专业机构投资者》适用科创板第五套上市标准的新申报企业，可以依据规则自主认定资深专业机构投资者并在招股说明书中披露。

与此同时，资深专业机构投资者认定标准进一步细化。主体方面，包括治理结构健全、管理资产规模较大、具有良好诚信记录的私募基金、政府出资设立的基金、链主企业及其设立的投资机构等。投资经验方面，相关投资机构投资的科技型企业中，近5年有5家以上已在科创板上市或者10家以上已在境内外主要证券交易所上市。持股比例和期限方面，相关投资机构应当在发行人IPO申报前24个月到申报时，持续持有发行人3%以上的股份或5亿元以上的投资金额，不能突击入股。此外，《资深专业机构投资者指引》还对资深专业机构投资者的合规性、独立性等提出了要求。

上述负责人进一步强调，发行人依据《资深专业机构投资者指引》自主认定和披露的资深专业机构投资者，只作为上交所审核中判断发行人是否符合市场认可度和成长性的参考，不表明其符合科创属性要求或者发行上市条件，也不会降低审核标准，不会影响审核速度。发行人未认定资深专业机构投资者，不影响其适用科创板第五套上市标准申报科创板。

上海师范大学商学院副院长、副教授姚亚伟认为，资深专业机构投资者是资本市场重要参与主体，通常具有较为丰富的投资经验，对于企业的科创属性和未来发展潜力具有一定专业判断能力。引入资深专业机构投资者制度，能够借助顶级风投、产业基金等专业机构的眼光，为审核注入“市场智慧”。

外企深耕中国投资沃土

（上接A01版）

政策支持加码

“投资中国就是投资未来”成为越来越多外资企业的共识。

路易达孚集团全球首席商务官兼亚太区总裁周学军说：“得益于积极营造公平竞争环境、扩大内需和加速产业升级，中国成为跨国企业的投资沃土，投资中国就是投资未来。”

专家认为，中国之所以成为跨国企业投资沃土，得益于稳外资政策的持续支持。2月，为进一步做好2025年稳外资工作，相关部门从有序扩大自主开放、提高投资促进水平、增强开放平台效能、加大服务保障力度四个方面，提出20项政策举措，形成了《2025年稳外资行动方案》，继续支持外资企业投资中国、深耕中国。

商务部副部长兼国际贸易谈判副代表凌激表示，行动方案加大了政策支持力度，同时释放了进一步对外开放的积极信号，为各国企业投资中国、分享中国发展机遇创造良好条件。

近日，财政部、税务总局、商务部公布《关于境外投资者以分配利润直接投资吸收抵免政策的公告》。普华永道中国税务主管合伙人原遵华认为，该政策是中国持续扩大高水平对外开放、鼓励外商投资的重要举措，释放出积极信号，增强了境外投资者对华投资的信心，促使其更积极参与中国市场。