2020年12月

万丈高楼平地起

富达国际
2020中国公司投后管理报告



Mountain Tea Fields In Jinhua. (Photo by VCG / Contributor Images via Getty Images)
Image credit: Rebecca Hendin

富达国际与紫顶联合制作

本资料仅供专业投资者参考

Fidelity 富达 INTERNATIONAL

目录

前言	03
第一部分：从三个角度洞察中国市场参与度的提升	05
第二部分：公司沟通的中国实践	13
第三部分：中国市场投票指南	19

关于富达国际

富达国际（Fidelity International）成立于1969年，是一家由创始人家族、管理层和高级员工共同持股的独立公司，是投资管理行业倍受信赖的全球领导者之一。全球25个国家和地区设有办公室，拥有超过7,000名员工，其中包括400多名专业投资人员，基金经理在富达国际的平均服务时间达到12年，平均从业年数为16.3年。

富达国际向美国以外世界各地的机构和个人投资者提供资产管理服务。截至2020年9月，富达国际管理的客户总资产逾4,700亿美元，总管理资产逾6,100亿美元，研究覆盖了95%以上全球最大上市公司。

关于紫顶

紫顶成立于2016年，是国内首家面向长期价值机构投资者的投票权管理服务机构，也是目前唯一一家提供公司治理视角下投资决策服务的机构。

基于对A股市场的充分理解，紫顶制定了一套全面的、针对中国公司的投票政策，通过对上市公司重大事项的深度分析，紫顶为机构投资者提供专业的股东大会投票建议，帮助其在上市公司决策过程中维护股东利益，践行责任投资理念。此外，紫顶构建了一整套针对中国市场的治理风险分析体系，帮助机构投资者在投资过程中充分考虑公司治理因素，避免治理风险所带来的投资损失。

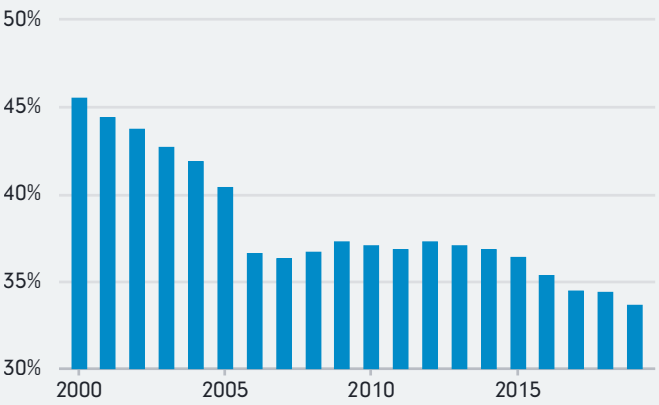
前言

长期以来，中国A股市场在一些观察者眼里是个散户主导、暴涨暴跌的大赌场，可持续发展和环境、社会责任等投资理念在这里似乎是天方夜谭。

然而，市场的发展证明这种观点已经过时。随着境内机构投资者的影响力不断提升以及境外投资者不断涌入，A股市场过去十年发生了巨大的变化。本报告通过独家的上市公司股东大会投票数据研究，以及投资者与公司沟通的案例，来说明中国投资者、上市公司和监管机构如何共同构建可持续投资的坚实基础。事实上，从我们的研究成果可以看到，中国的投后管理正在稳步发展、全面提升。

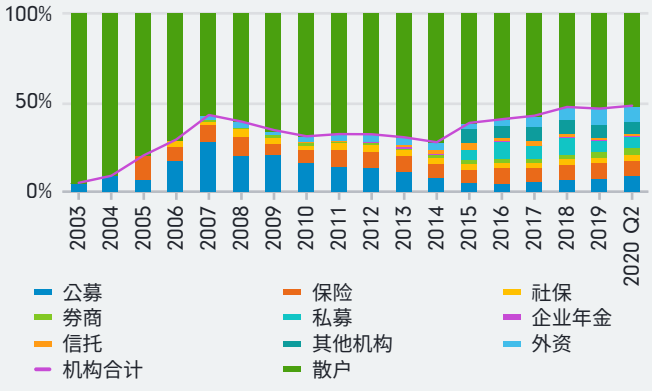
在富达国际首份中国投后管理报告中，我们分别从三个方面来验证中国市场发展的基础。首先，我们看到A股公司股权集中度不断下降，这为少数股东积极参与公司治理提供了有利环境。其次，与刻板印象不同的是，中国市场已逐渐褪去个人投资者主导的特点：个人投资者持有的自由流通股份额从2003年的95%逐步下降到2010年的70%，如今已降至50%以下。最后，随着近年来中国逐步开放金融市场，境外投资者的不断涌入推动了A股市场与国际可持续投资理念接轨。

图1：A股市场的控股股东平均持股比例在不断下降



Source: Fidelity International, ZD Proxy, Wind, November 2020.

图2：A股机构投资者持股比例在不断上升（按自由流通市值口径计算）



Source: CICC, July 2020.

对投后管理的理解

投后管理是可持续投资的基石，因此确定投后管理的内涵十分重要。投资者在中国践行投后管理所面临的第一个挑战是对这个术语本身的理解：无论是“stewardship”这个词，还是它的重要组成部分“engagement”，目前都没有公认的权威中文翻译。基于富达国际的实践，我们认为，“投后管理”指的是投资者通过股东大会投票和公司沟通，监控并影响上市公司不断提高治理水平，以履行资本的责任。践行投后管理需要投资者立足于长期价值，在评价公司的表现时将环境、社会责任和公司治理（ESG）因素与传统的经营和财务指标置于同等重要的位置。大量研究已经证明，负责任的投票和积极的沟通可以带来更好的公司表现和更稳健的投资回报；同时这也将促进全球资本市场的长期健康发展。

中国境内市场的逐步开放，使得投后管理越来越成为市场焦点。随着全球投资者在A股市场的资产配置不断提高，详细了解境内投票规则和参与状况显得越来越重要。

本报告主要由三个主要部分组成：1）近年来投资者在中国参与投票和公司沟通的现状及发展历程；2）投资者通过投票和与公司沟通来维护和提升投资价值的典型案例；3）以问答形式为投资者提供一份关于中国境内市场的投票指南，帮助他们解决投票实践中的难点。

本文中的结论主要基于紫顶（ZD Proxy）提供的独家研究。该研究涵盖了2017-2019年676家现在或曾经入选MSCI中国A股在岸指数的公司（其中包括79家AH两地上市公司），以及期间召开的6,922次股东大会和提交审议的43,280项议案。





第一部分：从三个角度洞察中国市场参与度的提升

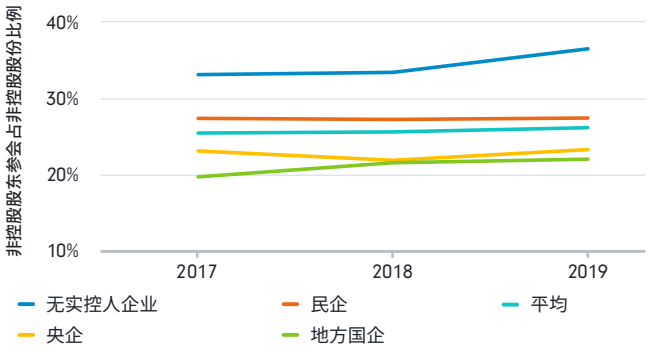
在监管机构设定的范围内，投资者和上市公司通过投票和沟通进行互动。为了理解在这一互动过程中态度和行为的变化，我们对三个重要的参与方：投资者、上市公司和监管机构进行了深入研究。

投资者的投票参与度提高

中国境内市场的投票参与率正在缓慢但稳步地提升。在剔除控股股东持有的股份后，我们发现，少数股东在2019年的平均股东大会参会率为26.2%，较2017年同比提高了25.5%。这一变化趋势在无实际控制人的公司更加明显，同期平均投票参与率从33.1%提升至36.5%。

中国境内市场的投票参与率正在缓慢但稳步地提升。在剔除控股股东持有的股份后，我们发现，少数股东在2019年的平均股东大会参会率为26.2%，较2017年同比提高了25.5%。这一变化趋势在无实际控制人的公司更加明显，同期平均投票参与率从33.1%提升至36.5%。

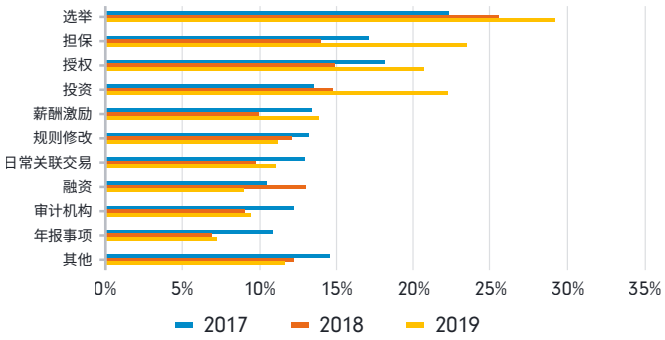
图3：无实际控制人企业的股东大会参会率不断上升



Source: Fidelity International, ZD Proxy, November 2020.

另一个值得关注的变化是，越来越多的投资者选择对他们不认可的议案投出反对票，而不是放弃投票。2019年，收到超过10%“反对”意见的议案数量（包括少数股东和控股股东投票）达到了385个，相比于2017年增加了20%。如果仅考虑少数股东反对超过10%情况，则这个数量在去年超过了1,600个。这些反对议案主要以董事选举、融资担保和关联交易为主。

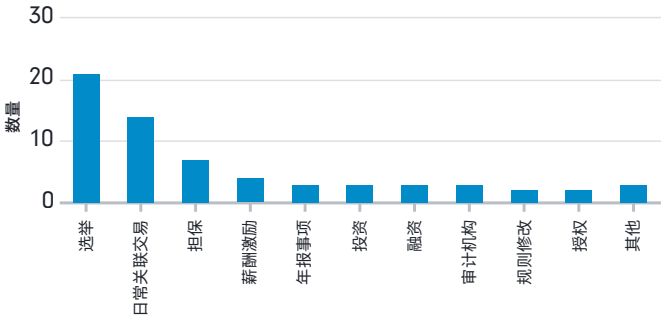
图4：非控股股东对不同类型议案的反对率



Source: Fidelity International, ZD Proxy, November 2020
Note: Percentage of resolutions by type where at least 10 percent of noncontrolling shareholders dissented. Only includes resolutions where companies disclosed voting by shareholder type.

在被否决的议案方面，2017-2019年间共有65个议案未获得股东大会通过，其中数量最多的是董事选举和关联交易。由于大多数时候控股股东需要回避关联交易的议案表决，因此关联交易相比于其他议案也更容易被否决。

图5：被否决的议案类型及其数量（2017-2019）



Source: Fidelity International, ZD Proxy, November 2020

公司沟通的活跃度不断提高

投资者股东大会投票参与率的增长趋势表明更多活跃在中国市场的投资者正在更加严肃认真地对待投后管理——使用他们手中的投票权“用手投票”，而非像过去他们所做的，以卖出股票的方式“用脚投票”。

除了股东大会投票，资产管理人在就ESG议题与上市公司沟通方面也呈现出越来越活跃的趋势。我们看到，中国签署PRI（Principles for Responsible Investment，联合国下属的ESG投资组织）的资产所有者、资产管理人和服务机构的数量已经从2017年的7个上升到2019年的51个。

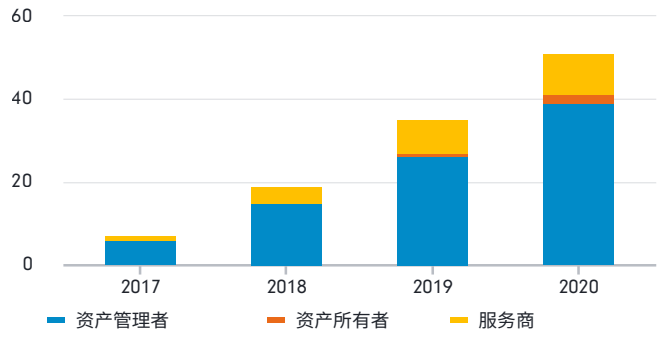
中国本土的资产管理人已经开始组建专门的可持续投资团队，并积极参与到全球性的ESG行动，例如，加入致力于清洁能源使用和减少温室气体排放的国际倡议“气候行动100+”当中。与此同时，中国投资者对ESG相关投资产品的需求也不断增加，2005年起，境内投资管理公司发行了超过70个ESG相关主题的基金，其中近三分之一的基金产品于2019年以后陆续发行。

【股东投票案例 #1 规模大、折扣低的股票非公开发行】

2020年2月，中国证券监督管理委员会放宽了对上市公司非公开发行股票的限制，包括允许更低的价格折扣，更短的锁定期等。此后，推出非公开发行预案的公司数量不断增加。一家大型国有机场运营公司在新规发布后出台了股票发行方案，计划向控股股东发行规模高达32亿元人民币的股票，发行价格较议案发布日股价的折扣高达29%。由于该上市公司的现金流充沛，且资产负债率较低，该次股权融资方案的必要性饱受质疑。同时，明显过低的发行价格使得上市公司控股股东从中获益，而其他股东所持股份却将被大量稀释。

紫顶作为投票顾问机构，建议机构投资者反对这项议案，许多投资者也联系了公司并表达了他们的不满。由于本次发行构成关联交易，控股股东需要回避表决，使得机构投资者的意见具有决定性作用。最终，上市公司增加了不少有利于少数股东利益的条款，以期获得股东的支持。其中包括控股股东承诺向上市公司提供短期的租金减免以增厚其当期业绩，同时承诺2021-2023年每年的分红比例不低于40%，以对冲少数股东受到的收益摊薄影响等。这个案例表明，在不否决议案的情况下，少数股东通过与公司沟通更好地维护股东利益。

图6：签署UNPRI的各类中国机构的累积数量变化



Source: PRI, Fidelity International, ZD Proxy, November 2020.

上市公司的责任意识不断加强

如上所述，投资者参与投票与公司沟通的积极性越来越高，而从上市公司角度来看，管理层也在股东投票和投资者沟通方面采取了积极的措施，以保证这些参与途径更加顺畅。从数据来看，中国上市公司为投资者提供了充足的股东大会提前通知时间：2019年临时股东大会平均提前通知时间为17.6天（规则要求为15天），年度股东大会平均提前通知时间为24.8天（规则要求为20天）。

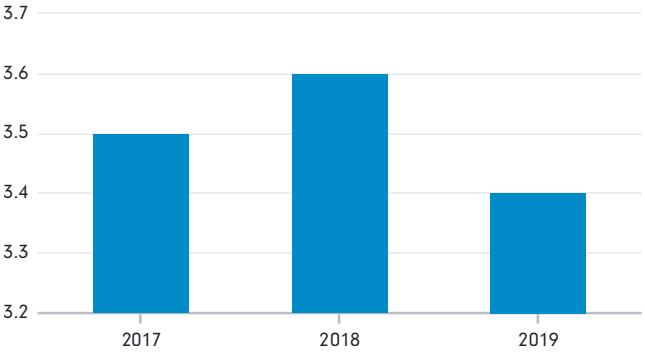
此外，上市公司也在不断提高信息披露的有效性。对股东大会而言，许多公司过去常常在多个公告中发布相关的议案材料，披露时间也较为分散，导致投资者难以快速有效地获取所有议案相关的信息。但我们观察到，这一情况正在得到缓解。去年，超过51%的公司通过发布合并的“股东大会资料”，统一披露了会议所需要审议的所有议案信息，较2017年49%的比例有所提升。

尽管这个比例上的提升看起来非常微小，但对于少数股东而言，这反映出A股令人鼓舞的切实进步。原因在于，中国境内上市公司平均每年会召开3-4次股东大会，而全球其他市场全年一般仅召开1次股东大会。因此，过多的会议给投资者跟踪上市公司事项、负责任地行使投票权带来了挑战。而放弃投票权对责任投资机构显然并不是一个好的选择：对于PRI签署机构，积极参与到每一次股东大会并对每一项议案表达合理的投票意见是最基本的要求之一。

【投资者参与投票与公司沟通的积极性越来越高，而从上市公司角度来看，管理层也在股东投票和投资者沟通方面采取了积极的措施，以保证与这些参与途径更加顺畅。】

受监管规则要求，A股上市公司往往需要将一些实际可能并不十分重要的事项提交股东大会审议，这使得股东大会的数量非常之多。例如，规则规定，当公司担保规模达到一定存量之后，尽管新增的担保规模很小，但公司同样需要召开临时股东大会来审议新增担保。因此，像房地产行业这种需要频繁通过债务进行融资的公司每年召开的股东大会数量远远超过其他行业。举例来说，阳光城（000671.SZ）在2018年就召开了25次股东大会，这一会议数量颇为惊人，且公司在2019年召开的股东大会数量仍高达21次。

图7：A股公司每年平均股东大会会议次数



Source: Fidelity International, ZD Proxy, November 2020.

【投票案例 #2 持续关注聘任审计机构】

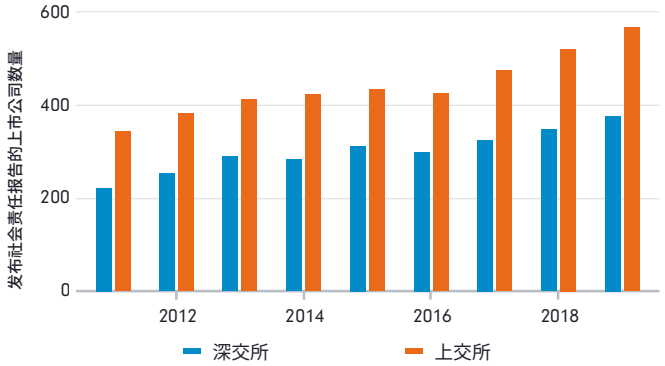
上市公司财务数据的真实性对于投资者的决策至关重要，而对聘请审计机构的议案进行负责任地监督和投票是极为关键的一环。今年，上海证券交易所和深圳证券交易所对于上市公司聘任审计机构的信息披露规则进行了修改，强制要求公司披露其拟聘任审计机构的资质、经营状况以及拟签字审计师的资质、信用记录等；此外，上交所还要求公司披露审计费用及其依据。

2019年8月，一家声学元器件制造商决定解聘当时陷入重重审计丑闻的审计机构瑞华会计师事务所。尽管该公司拟更换的审计机构也受到过不少行政监管措施，但当时由于信息披露有限，紫顶作为投票顾问机构，仍建议投资者赞成更换会计师事务所的议案。然而，在交易所修改信息披露的规则后，公司的后续披露显示，新聘请的审计机构中两名负责公司审计服务的会计师近年来均收到过监管机构的警示函，其中1名审计师收到过1次，另一名审计师收到过2次。

基于这些信息，紫顶在今年的年度股东大会中，建议投资者反对公司续聘该会计师事务所的议案。然而，由于市场投资者对聘任审计机构议案的关注度较低，该议案仍以高票获得了通过。抛开最终结果不谈，我们看到近期的一系列规则修改，为审计机构和会计师相关的信息披露透明度的提高提供了更好的制度保障

中国上市公司不仅在股东大会投票方面履行了更好的披露，在覆盖内容更为广泛的ESG方面，我们同样看到公司开始提供更多的有效信息。尽管目前中国并未强制要求上市公司披露ESG信息，但越来越多的公司开始进行自愿披露。去年，一共有945家境内上市公司，即接近四分之一的A股上市公司主动披露了ESG相关报告，即《社会责任报告》；相较于2017年的801家已有不少增长。

图8：越来越多的中国上市公司发布社会责任报告



Source: Fidelity International, Syntao Finance, November 2020.

监管机构为更深入的沟通奠定基础

为了增强投资者信心，中国的监管机构正在积极制定投后管理相关的规则。今年10月，中国最高行政机关国务院发布了《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》，旨在改善机构投资者与上市公司董事会的沟通机制，并鼓励机构投资者积极采取行动。在中国的监管体系中，这是目前支持投后管理发展的最高规格的政策。

证券监管机构

中国证券监督管理委员会（CSRC）于2018年10月修订了《上市公司治理准则》，其中特别强调了环境保护、社会责任和投资者权益保障，该修订为后续的一系列进步奠定了基础。虽然它没有强制要求上市公司披露ESG相关信息，但这是自2002年《上市公司治理准则》出台后的第一次修订。这次修订的核心条款包括：

- 引入了均衡和绿色发展概念，并为ESG信息披露提供了框架；
- 鼓励机构投资者行使投票、质询和提案等合法权益；
- 对实际控制人增加限制，以保护中小股东；
- 要求上市公司实行更加清晰的分红政策。

修订后的《上市公司治理准则》正式引入了ESG和投后管理的概念，这为中国资本市场的后续发展也铺平了道路。

正如近些年我们在其他亚洲市场所看到的，通过制定正式的中国投后管理指引（Stewardship Code），以进一步推动本土的资产所有人和资产管理人更多地参与投票和公司沟通，也许是中国证监会下一步将会采取的措施。这不仅会向市场发出一个强烈的监管信号以强调投后管理的重要性，同时也为如何采取行动以保障信息披露的透明度提供清晰的指引。

行业协会

为了配合国务院和证监会的工作，受证监会监督的行业自律组织中国证券投资基金业协会（AMAC）正在积极鼓励它的成员机构和上市公司沟通，以提高公司治理水平。早在2012年，基金业协会就向它的成员机构发布了《基金管理公司代表基金对外行使投票表决权工作指引》，以引导资产管理机构参与股东大会投票，并避免利益冲突。

近年来，基金业协会多次组织了ESG论坛，并提供有关可持续投资的培训课程。基金业协会还发布了中国ESG评级体系报告和上市公司信息披露质量报告。最近，协会还在进行一项关于“中国机构投资者如何与参与上市公司投票与公司沟通”的研究，其中，境内投资者如何从境外投资者领先实践中吸取经验也是该项研究中的重要内容之一。

证券交易所

沪深交易所是最早出台上市公司ESG相关信息披露指引的主体。事实上，深圳证券交易所和上海证券交易所早在十年前就已经发布了有关社会责任的指引，特别强调了员工利益、客户利益、债券持有人利益和社区利益，同时鼓励上市公司

【2020年9月，上海证券交易所将有关社会责任的内容纳入到科创板上市公司自愿信息披露的名录当中。】

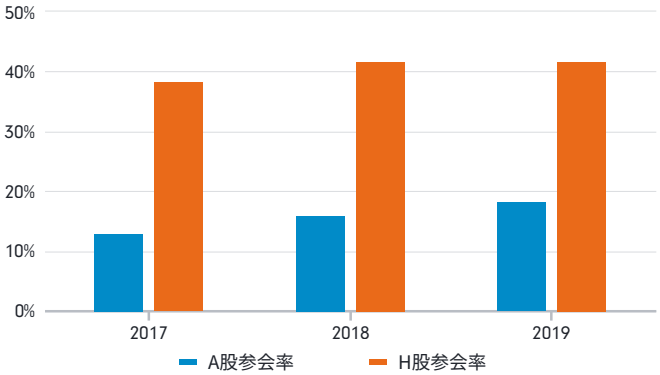
进行相关信息披露。 在证监会2018年修订《上市公司治理准则》之后，沪深交易所起草了新的ESG信息披露指引，并公开征求意见。在2020年9月，上海证券交易所将有关社会责任的内容纳入到科创板上市公司自愿信息披露的名录当中。同月，深圳证券交易所将ESG信息披露纳入上市公司信息披露质量的评价体系，ESG披露不佳将会影响公司的信息披露评级。总而言之，鼓励更好的ESG信息披露正在成为风潮。

总结（以及改进的空间）

我们的研究样本中包含了79家同时在A股和H股上市的公司。鉴于香港市场中机构投资者占据主导地位，且他们对投票权的行使更为积极，我们认为对比这79家公司A股和H股股东在投票方面的行为，能够为中国境内投资者提出在投票方面的改进空间。

在股东大会投票参与率方面，剔除控股股东后，A+H上市公司中H股股东的参会率明显高于A股股东。从数据来看，去年H股股东的平均参会率达到42%，而同期A股股东仅有18%。

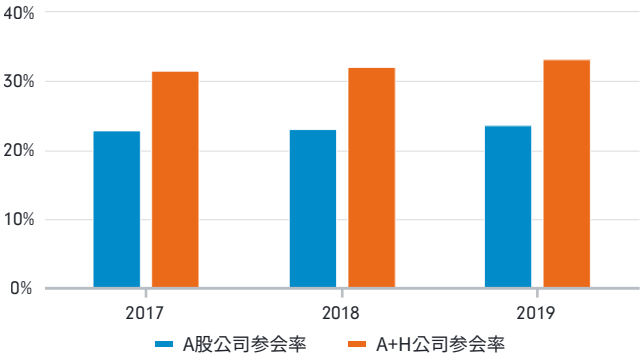
图 9：A+H两地上市公司中不同类别股东的参会率对比



Source: Fidelity International, ZD Proxy, November 2020.

我们发现在股东大会参会率方面，无论是A+H两地上市公司，还是仅在A股上市的公司，二者在过去三年都呈现出参会率不断上升的趋势。不过，由于H股股东的积极行动，在剔除控股股东后，A+H两地上市公司的平均参会率比仅在A股上市的公司高出近10%。

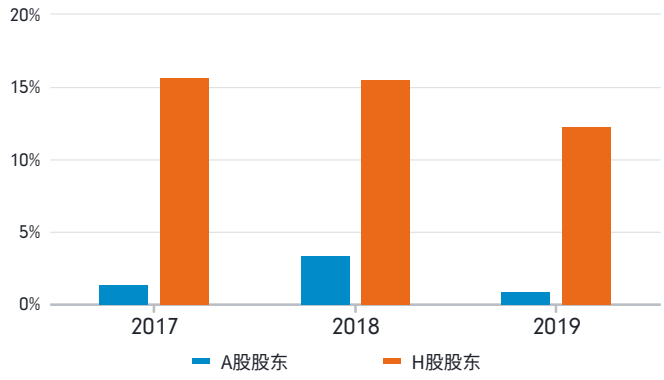
图 10：A+H上市公司与仅在A股上市公司的参会率比较



Source: Fidelity International, ZD Proxy, November 2020.

在投票意见方面，A+H两地上市公司的投票结果显示，H股股东更倾向于对议案提出反对意见。举例来说，2019年，H股投资者对近12%的议案的反对率超过10%；而在同样的议案上，A股股东反对率超过10%的议案数量仅为总数的1%。

图 11：A股股东的反对率低于H股股东



Source: Fidelity International, ZD Proxy, November 2020.

股东提案缺乏，且缺少与环境和社会责任相关的提案

在研究中我们发现，中小股东在股东提案方面并没有发挥出应有的影响力。根据我们的数据统计，各类股东提案仅占到所有议案数量的1.4%，而在这为数不多的股东提案中，属于真正意义上的少数股东提案不足5%，其余95%均为控股股东的提案。因中国监管机构不允许董事会在股东大会议程已经确定并公告的情况下增加议案，董事会和管理层往往委托控股股东代为提案，以绕开监管的限制。

同时我们也注意到，中国公司的少数股东在提案方面较少涉及到关于环境和社会方面的问题，而不像海外资本市场那样，外部股东在推动上市公司在ESG方面的进步起到了重要的推动作用。这也是中国市场仍需要成熟发展的一个方面。

总而言之，从上述案例可以看到，尽管近年来中国市场投后管理方面取得了显著的进步，这些进步不仅包括更加积极地参与投票，还包括使用他们的投票权在核心议题上发挥更大的作用。但是，投资者们在参与公司治理方面仍然有较大的改进空间。投资的成功依赖于投资者与上市公司更加直接和有效的沟通。在下个章节，我们会提供一些在中国市场投资者与上市公司沟通的成功案例。





第二部分：公司沟通的中国实践

公司沟通的中国实践

【当提及中国的股东积极主义时，人们脑海中第一反应往往是2016年的“宝万之争”，宝能系掌门人姚振华曾试图控制当时中国最大的房地产开发商之一万科（000002.SZ）的董事会，但最终以失败告终。姚振华失败的原因仍然存在争议，但可以肯定的是，中国市场并未给股东积极主义提供充分的土壤，如“宝万之争”般正面冲突的例子更是孤例。】

如果按冲突等级对投资者和上市公司沟通方式进行划分，那么股权争夺与投后管理应该就处在这个分类的两端。尽管不如股权争夺与激进股东那样经常登上头条，我们发现好的投后管理方式如积极的投票参与和建设性的长期交流，已经在中国市场逐渐普及并发展。

确实，诚如我们所见，积极的投票和公司沟通能够潜在地保护甚至提高投资的价值和回报。但是，在实践中如何实现？或者更重要的是，在当前的中国，这类行动有效吗？

在接下来的部分，我们尝试通过富达国际在投资过程中亲历的一些真实案例来回答以上问题。此外，该部分还包括富达国际与UNPRI中国区负责人罗楠近期的一次访谈，她分享中国本土的资产所有人和资产管理人如何在投资中越来越重视ESG方面的分析。

中国市场的ESG经验

A股市场是全球公司数量最多、市值最大的资本市场之一，但人们往往容易忘记，中国资本市场才仅仅经历了30年的发展历程。对于多数A股上市公司而言，生存和增长是第一要务。不过，中国的经济发展模式正在从“不计一切代价追求高增长”向“高质量和可持续发展”转变。因此，公司的经营理念也在悄然变化。随着中产阶级消费者群体的增长，他们对于环境保护和社会责任更加在意，这促使公司经营者必须更加严肃认真地对待可持续发展的问题。另一方面，可持续投资理念的兴起进一步刺激公司加强在ESG方面的努力，以更好地获得资本的青睐。在这样的背景下，中国上市公司普遍愿意，甚至渴望与投资者就ESG相关议题进行沟通，似乎也并不让人感到意外了。

以下我们将分享富达国际与中国国有企业、民营企业以及美国上市的中国企业在内的几家公司在ESG方面沟通的实践，并希望借此呈现“公司沟通”在中国这个巨大的、时刻变化的市场中所能够产生的价值。

案例1：利润分配

上市公司利润分配是一个普遍被提及的公司治理议题。中国公司中，特别是国有企业的利润分配问题一直饱受关注，这主要由于国有企业的机制设计，使得其管理层并没有激励将资本收益与外部投资者的利益放在首位。因此，我们看到许多拥有大量现金的公司，宁愿将资金投入到低回报的项目中，也不愿通过分红的方式回馈股东。令人欣慰的是，作为国有企业改革的一部分，政府已对允许国有企业对管理层进行股权激励。因此，在与中国国有企业的沟通实践中，我们发现国有企业的管理层对利润分配的态度也发生了变化。

以一家航运公司为例，2020年初，富达国际的航运研究员和ESG分析师与一家中国国有的航运公司进行了沟通，与包括公司董事长在内的部分董事会成员进行了对话。基于对公司行业前景的

看好，以及远低于国际同业公司的分红水平，我们向董事会提出了提高分红比例的诉求。此次沟通效果积极，数月后公司发布了其2019年的分红方案，分红比例较2018年同比提高了近三分之一。

然而，在很多时候，关于利润分配的沟通需要更长的时间才能显现效果。四年前我们也曾向一家国有机场运营公司提出了这一建议。除了在我们与管理层的日常调研中提及有关利润分配的话题，我们还专门向董事会致信以表达我们的意见。通过我们的坚持不懈的沟通与努力，在今年年初，公司终于提高了利润分配比例。

案例2：气候变化

对于像气候变化这样全球性的可持续发展议题，我们认为，投资者联合沟通是推动公司进步的有效方式。特别是在那些全球碳排放位于前列的公司，其股权结构一般比较分散，且被全球广泛的投资机构所持有，因此联合沟通尤为重要。本着这种精神，富达国际加入了“气候行动100+倡议”（CA100+）。我们在亚洲长期的投资历史使得我们在与亚洲大型碳排放企业进行沟通时能够扮演领导者的角色。

以一家中国大型油气供应商为例，在与其进行了多轮非正式对话后，上市公司同意与投资者集体展开一次电话沟通。在电话中，我们与公司就低碳转型的战略，以及在应对全球气候变化信息披露的重要性等方面的细节进行了详细探讨。公司表示，他们非常认同应对气候变化给公司带来的挑战在长期中具有重要意义，同时，从中期维度来看，公司的战略目标是从原油向天然气转型，以符合政府的政策要求。随着天然气生产的逐步增加，公司也意识到需要减少有关甲烷方面的排放。另外一个重要的战略支柱是公司将增加可再生能源在它的产品中的比重。

我们很高兴地看到在我们首次沟通的三个月后，公司就向投资者提及在2050年前实现碳中和的愿景。尽管没有正式的书面承诺，这也是中国主要的国有企业第一次公开披露其碳中和目标。同时，公司也披露了它在地热、风能、太阳能和氢能等方面的投资计划。这些举措将有可能给亚洲地区其他公司发挥带动作用。

在公司发表声明的一个月后，习近平主席在联合国气候大会中宣布了中国2060年实现碳中和的承诺，这为中国公司在气候方面做出努力提供了新的动力。



[1]http://www.climateaction100.org/

Signatory of:

PRI Principles for Responsible Investment

与UNPRI的访谈

罗楠于2017年被任命为联合国投后管理原则组织（UNPRI）中国区的负责人，目前常驻北京。最近，罗楠与常驻香港的富达国际可持续投资总监王芳进行了一次视频访谈。在此次谈话中，罗楠向王芳介绍了中国本土的资产所有者和资产管理者对ESG投资的应用情况，全球投资者对提高中国境内市场可持续发展理念的重要贡献，中国碳中和目标下的下一步行动，以及其他与ESG相关的进展。以下是经整理和精简后的对话记录。

问题：我们注意到中国本土的PRI签署机构在过去的三年里增长迅速，您认为这背后的推动力是什么？

从根本上讲，这种增长归结于中国投资者对ESG重要性的认识与理解的提高，即从风险和回报的角度来看ESG为何重要，以及ESG如何推动投资成果的实现。海外投资者通过多年的实践已经认识到，ESG并不是为了产生阿尔法收益、管理投资风险或是部署投资战略，而是一种全面的思考和践行投资的方式。

我认为中国PRI签署机构数量的增长有三个主要驱动力。第一，UNPRI于2017年在中国正式设立了分部，这使得我们能够持续与中国本土的投资者、政策制定者以及监管部门保持积极的沟通交流，从而争取到更多的中国投资者加入并签署PRI。一直以来，PRI被视为投资者向公众展示在ESG方面的承诺，并与全球投资者一起在ESG领域探讨和进步的良好平台。此外，由于PRI目前在全球拥有超过3,500个签署机构，且这些机构管理着超过100万亿美元的资产，PRI还被视为投后管理强有力的支持者。其次，国际资产所有者是另一个关键的驱动因素。越来越多的资产所有者明确地要求资产管理人将ESG纳入投资过程中，这向中国投资者和资产管理人，特别是那些与国际接轨并希望吸引海外客户的管理人，发出了明确的信号。在此背景下，越来越多的中国资产管理人纷纷效仿以顺应大趋势。同时，这也归功于中国市场就ESG对财务的重要性有了更好的理解。越来越多的学术和行业研究及证据表明，ESG在帮助资产管理人更好地管理投资风险并创造长期回报方面发挥着重要作用。

【我认为，中国市场就ESG对财务的重要性有了更好的理解。】

最后，同样也是最重要的一点，ESG与中国绿色高质量的经济发展国家重点目标一致，并且还可助力于实现这一目标，因此ESG与中国投资者产生了共鸣。

问题：中国资产管理人与资产所有者对于加入PRI有什么不同的理解？

迄今为止，签署PRI的中国机构多数为资产管理人。与全球平均水平以及其他市场相比，中国签署机构中资产所有者相对于资产管理人的比例一直较低。这是因为资产管理人更加以市场为导向，明确的市场力量驱使着他们争取在ESG和PRI上有一席之地。

【我们高兴地看到，中国一些大型的头部资产所有者已经显示出对ESG的良好理解，并且正在努力地更加广泛地践行ESG投资理念。】

此外，中国的资产所有者践行ESG所面临的市场或监管的压力同样较小。因为ESG意味着系统性变革，并且需要投入专门的资源，所以尽管ESG只是一个短短的缩写，但并不意味着它能够轻易地被纳入到投资当中。关于ESG投资整合的教育，以及ESG理念的树立尤其需要时间，但如果这些举措在短期内都难以看到回报的话，资产所有者很难将其作为短期的优先目标。因此，短期内动机与激励的错配，再加上回报的压力以及资本的长期属性，使得ESG变革充满挑战。

尽管如此，今年我们仍然看到了ESG在各大资产所有者（从主权财富基金到国家养老基金）的应用中取得的积极进展，同时我们也期待着能见证更进一步的发展。

问题：中国的资产所有者在这一进程中扮演了什么样的角色？

和全球其他资本市场相类似，资产所有者因其在投资链条中所处的独特地位，使得其在推动ESG实现全市场范围内的深度应用方面发挥着重要作用。中国市场同样如此，资产所有者对境内外的资产管理人均提出了践行ESG投资的要求。我们期待看到大型资产所有者，例如全国社会保障基金、中国主权财富基金以及保险公司在ESG领域发挥积极、主导的作用。这不仅将对境内的可持续投资产生影响，还将对境外，诸如“一带一路”沿线地区的可持续投资发挥作用。

问题：看起来我们已经取得了初步的胜利果实，那么您对短期内中国的ESG进程在有怎样的展望呢？

与一些海外市场不同，中国的上市公司尚未被强制要求向投资者披露ESG信息。国内外投资者一直期待中国监管机构发布一个标准化、国际化的ESG信息披露政策框架。虽然出台ESG相关监管政策的时间仍不明确，但中国国家主席习近平最近表示，要在2060年前实现碳中和的新愿景，并做出了坚定承诺。这意味着ESG可能，实际上将不得不，加速进程。经济与金融政策和监管的变化，以及市场对ESG日益增长的需求，将对中国未来ESG的发展起到关键作用。

案例3：股权激励计划

去年，一家快消品行业上市公司提出了一项针对董事长和核心管理层的股权激励计划，该计划的业绩考核标准显著低于公司以往的业绩情况。其中，授予董事长个人的股票数量较多，接近公司总股本的1%，授予价格为基准价格的50%。

富达国际向公司董事会致信，就公司业绩考核目标、董事长获授规模以及管理层和少数股东间利益不一致等方面表示了担忧。公司在了解到富达的意见后，对激励方案进行了调整，包括稍微降低了授予规模，一定程度上提高了业绩考核指标等。但在富达国际看来，这些微调并不能够完全解决我们的核心关切。然而，该方案最终仍获得了通过。尽管我们的沟通效果并不尽如人意，但在此过程中，公司能够积极回应投资者的关切，仍让我们感到鼓舞。与此同时，许多投资者也通过投出反对票来表达他们的反对意见，这正是中国市场进步的表现。

案例4：信息披露与透明度

许多中国上市公司同时以美股存托凭证（ADRs）的形式在美国上市。对这些公司而言，可持续发展报告并非法定强制要求披露的内容，因此在与这些公司的沟通对话中，ESG影响相关的信息披露和透明度是一个重要的议题。

以我们从2018年下半年起持续沟通的一家快递公司为例。我们与公司围绕工作安全以及快递盒的环境影响等议题展开了讨论。随后我们发现，第三方机构对这家公司的ESG评级较低，并非因为公司忽视了自身的ESG责任，而是因为公司缺乏有效的信息披露。我们在2019年中的一次与公司管理层会晤中，鼓励公司提高信息披露水平。几个月后，公司正式发布了第一份英文版本的ESG报告，并且在其2020年的报告中增加了更多细化的内容。更进一步地，公司董事会今年还通过了一项议案，决定将ESG整合到公司的日常业务运营当中，并将高管薪酬考核与公司ESG目标相挂钩。

总结

我们坚定地相信，积极的公司沟通能够为投资带来价值，尤其是在像中国这样一个经济转型的新兴市场中，上市公司正在不断快速成长、创新和迭代。如果沟通得当，这将驱动强有力的改变，而合适的沟通依赖于投资者对当地资本市场法律法规的深刻了解。我们认为，基于共识而非分歧的建设性沟通方式在中国市场是行之有效，这也与我们在其他投资市场的沟通经验相吻合。

更进一步讲，作为一个专注于从基本面自下而上研究并进行投资的机构，我们认为要准确地评估一家公司的ESG实践和财务表现，需要直接和持续的公司沟通，这一点无论如何强调都不为过。毕竟，依靠仅有的信息披露尚不足以实现全面、准确地认识公司的现状，更不用说预测公司未来的发展方向。



第三部分：中国市场投票指南

中国市场投票指南

本报告最后一部分，我们将通过问答形式，为希望在中国A股市场行使投票权的股东提供一份投票指南。

1. 中国上市公司平均每年召开几次股东大会？

根据我们的统计，中国上市公司在2018与2019年平均每年召开股东大会的次数分别为3.6次、3.4次。在极端情形下，A股公司有可能一年会召开超过20次股东在大会。例如房地产行业公司需要频繁的融资与担保，而根据规则这些事项均需要提交至股东大会进行审议。

2. 谁有权召集股东大会？

A股股东大会往往由董事会召集，独立董事、监事会以及单独或合计持有公司10%以上股份的股东有权提议召开股东大会。在一定情形下，监事会和符合条件的股东甚至可以自行召集和主持股东大会。

在实践中，一般只有在上市公司存在股权争夺的情况下才会出现股东提议召集股东大会的情形。如前文所提到的，最为人所熟知的一个案例是2016年“宝万之争”时，宝能系掌门人姚振华试图召开临时股东大会并提案罢免当时万科A（000002.SZ）董事会全体成员。尽管姚振华控制的“宝能系”合计持有万科第一大股份，但该提议未能获得董事会的支持，随后姚振华及其控制的公司最终放弃召开股东大会。

3. 股东大会何时召开？

根据《上市公司股东大会规则》（2016），上市公司须于每年6月30日前召开年度股东大会。因此，A股市场的投票季一般集中在每年的3月至6月之间。

除年度股东大会外，但凡议案达到股东大会审议标准，公司均需召开临时股东大会。由于公司大多数决议均需股东大会审议通过，公司召开临时股东大会的情形比比皆是。A股上市公司股东大会的频繁召开，无疑给投资者研究议案、参与投票等方面提出了挑战。

4. 如何提出股东大会议案？

A股市场的绝大多数议案都是由董事会提出的。尽管单独或合计持股3%以上的股东有权提出议案，但股东提案在全部提案中的占比非常小。根据我们的统计，过去三年股东大会审议的所有议案中，股东提案仅占全部提案的1.4%。同时，由于董事会在会议通知发布后无法再新增提案，股东提案中约95%是控股股东应董事会和管理层的要求提出的提案。

值得注意的是，除2001年中国证监会发布的一份关于独立董事规则的文件中提到，单独或合计持股1%以上的股东有权提名独立董事候选人以外，中国现行法规并没有明确规定非独立董事提名权的行权要求。

实践中，上市公司通常默认提名权与其他类型议案的提案权适用相同的持股比例要求，即单独或者合计持有公司3%以上股份的股东可提名董事、监事候选人。但是，部分上市公司会在公司章程中设置更高的持股比例要求。

5. 上市公司如何公告召开股东大会？

上市公司召开年度股东大会与临时股东大会，需要分别在会议召开前20日与15日通知股东。投资者可以通过中国证监会指定的媒体获取会议通知信息，包括沪深证券交易所官网、巨潮资讯网（http://www.cninfo.com.cn）等官方发布渠道。

目前，绝大部分上市公司均严格遵守了上述会议通知要求，但是仍有小部分公司的会议通知时间不符合规定。在我们的统计样本中，年度股东大会和临时股东大会通知时间不符合规定的比例分别为3.6%和2.3%。

对于包括A+H两地上市公司在内的境外上市中国公司，原本需要提前45天发布股东大会召开通知，但监管部门于2019年缩短了前述期限，以统一境内外公司的会议通知时间。

6. 股东如何获取会议材料？

会议材料是股东分析议案的主要依据。上海证券交易所对会议材料的披露规定较为明确，要求上市公司应当在股东大会召开前至少5个交易日将会议资料在交易所网站予以公布。

目前，常见的股东大会会议材料形式有三种：

1） 公司以“股东大会会议材料/文件/资料”的形式，统一披露股东大会全部议案的相关资料。这种披露形式有助于投资者高效地获得所有必要信息。但遗憾的是，仅少数公司以该种形式披露材料，或者仅在年度股东大会时披露整合的会议材料。

2） 公司就每个提交审议的议案发布单独的披露公告。例如，公司可能会就“2019年日常关联交易”这一议案发布一份单独的公告。目前，A股绝大部分上市公司都采取了这种信息披露形式。

3） 公司在讨论和批准某个议案的董事会决议公告中披露与该议案有关的信息。一般而言，议案在提交股东大会决议之前，都要经过董事会的审议。但是，由于股东需要筛选所有的董事会会议公告来寻找相关信息，这种披露方式可能导致股东错过重要信息。

总的来看，A股公司对股东大会会议材料的披露较好，但在完整性和及时性两个方面还有待提高。例如，财务预算报告需要提交股东大会审议，但是很多公司并没有披露财务预算报告，或是只在现场会议上披露，这导致通过委托投票或网络投票的股东只能选择弃权或投反对票。

此外，由于投票流程的复杂性，国际投资者往往至少需要在会议召开前10天将投票意见提交托管行。但根据交易所现行规定，A股公司只需提前5天公布会议材料，这使得许多国际投资者在没有及时获得信息的情况下，对议案投了弃权票或反对票。

7. 股东如何发送投票指令？

A股股东可以亲自参加股东大会，也可以委托代理人参加；他们可以在现场会议亲自投票，也可以通过指定网络平台或线上交易系统进行网络投票。投票渠道在会议召开当天开放。

8. 如何举行股东大会？

在中国，上市公司召开股东大会必须设有现场会议，同时还需提供网络投票渠道，凡是股权登记日登记在册的股东均有权参会。

此前，深圳证券交易所曾尝试推广网络直播会议，但仅有极少数公司尝试了这种会议召开形式。目前，股东大会仍是以线下形式为主。

9. 普通决议和特别决议的审议标准有何不同？

普通决议类议案要求至少50%的通过率，而特别决议类议案则需2/3以上多数同意才能通过。待审议的议案是否为特别决议需要在股东大会通知中明确说明。以下是按决议类型分列的几类常见议案。

10. 如何计算议案是否通过？

股东可对提交表决的议案发表赞成、反对或弃权三种意见。计算通过率的分子是投“赞成”票的股东所拥有的股份数，分母是出席本次会议的股东所持有的有效表决权的股份数。在该通过率计算方法下，投弃权票与反对票的效果是一样的。

实践中，有少数公司在其公司章程中对通过率的计算做了特殊规定。例如，中国铝业（601600.SH）规定将弃权票对应的股数从分母中剔除，这种算法变相提高了议案的通过率。

除了计算全体股东的通过率，公司还会按照A股、H股、B股等不同类型的股份披露投票结果。针对影响中小投资者利益的重大事项，公司还会单独统计中小投资者的表决结果并披露。根据深圳证券交易所的规定，“影响中小投资者利益的重大事项”包括董事会成员和高管的任命与薪酬、分红政策、关联交易、重组及激励计划等等。

特别地，当A+H两地上市公司召开股东大会审议对类别股东权益有重大影响的议案时，不仅需要分别统计并披露各类股东的投票结果，而且只有当各类股东的赞成率均达到规定比例时，相关议案方可审议通过。

表1：按决议类型分列的常见议案

议案	普通决议	特别决议
董事会、监事会工作报告	✓	
年度报告	✓	
利润分配	✓	
董事、监事选举	✓	
董事、监事薪酬	✓	
年度财务预算报告、财务决算报告	✓	
员工持股计划	✓	
注册资本变动		✓
公司合并、分拆、清算		✓
修改公司章程		✓
重大资产购买和/或出售		✓
重大担保		✓
股权激励计划		✓

来源：《上市公司章程指引》(2019)

11. 股东大会决议何时及如何披露？

A股上市公司通常会在股东大会召开当天或第二天，于证券交易所官网、巨潮资讯网（http://www.cninfo.com.cn）等公开信息渠道发布股东大会决议相关公告。

目前，上交所对股东大会决议披露的时限要求较为模糊，仅要求“及时披露”。相比之下，深交所则对披露时间做出了更为明确的规定，要求公司在会议结束当天披露表决结果。

股东大会决议公告通常包括两部分内容：

1） 参会率（包括现场和网络出席情况）与出席会议股东持股数量；

2） 每项议案的表决结果，包括类别股东表决结果（如有）。

尽管并不常见，但是少数公司还会单独披露前十大股东的投票情况。例如，中色股份（000758.SZ）和西部创业（000557.SZ）2015年至今历次年度股东大会均披露了前十大股东的表决情况。2016年，当宝能系掌门人姚振华试图争夺万科董事会控制权时，万科也曾披露过前十大股东的表决情况。

12. A股上市公司是同股同权吗？

同股同权是A股市场的普遍实践，但并非总是如此。A股上市公司必须对所有股份一视同仁，但2019年上交所针对科技公司和创新公司推出的科创板破例允许“同股不同权”。随后，深交所创业板也修改了上市规则，允许同股不同权的制度安排。

考虑到同股不同权不可避免地会损害中小股东权益，监管在规则中制定了若干权利保障措施。根据规定，每份特别表决权股份的表决权数量不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍。同时，上市后除同比例配股、转增股本等特殊情形外，公司不得增发或是以任何形式提高特别表决权比例，并应当保证普通表决权比例不低于10%。此外，当上市公司审议修订公司章程、聘任和罢免独立董事和审计机构、公司合并或清算、变更特别表决权股份享有的表决权数量等事项时，特别表决权股份享有的表决权数量与普通股份一致，即“同股同权”。

公司需要在上市前明确“同股不同权”的安排，并得到持有已发行股份2/3以上的股东支持。同时，公司还需在市值、营业收入以及盈利能力方面满足一定的条件。例如，科创板公司需满足：预计市值不低于人民币100亿元；或预计市值不低于人民币50亿元，且最近一年营业收入不低于人民币5亿元。

目前，A股唯一一家已上市的“同股不同权”公司优刻得（688158.SH），于2020年1月正式登陆科创板。截至本报告发布日，同样选择了“同股不同权”的另外一家公司的上市申请正在受理过程中。

13. 股东何时需要回避表决？

当所审议事项被认定可能存在利益冲突时，相关利益方需要回避表决。董事会会议中，如果议案涉及董事个人利益，相关董事需要回避表决；股东大会中，就关联交易事项，被视为关联方的股东需要回避表决。回避表决制度通过限制有利害关系的大股东的表决权，在一定程度上保护了中小投资者利益。

14. 哪些事项需要经股东大会审议通过？

为了充分保护投资者合法权益，中国法律法规赋予了股东大会较大的审议权限。股东大会既有权审议各个资本市场常见的董事选举、利润分配、财务报告等事项，还有权审议对外投资、融资担保、关联交易等在其他资本市场属于董事会或管理层审议权限下的事项。

15. 最后，可能潜藏风险的议案有哪些？

在报告的最后，我们归纳了4类治理问题高发的议案。

1） 涉及集团财务公司的关联交易。

在中国，许多上市公司的母公司都设立了财务公司，为集团内部各子公司提供类银行金融服务。上市公司将大量资金存入财务公司，并用这些资金支持母公司的其他子公司的情况并不少见。这类交易会带来一系列值得关注的治理问题；但同时，由于集团财务公司的存贷款利息往往较商业银行更为优惠，且提供的服务也更加快捷、有针对性，上市公司也能从这类交易中获得一定的收益。因此，对这类议案应结合各个公司的具体情况，采取一事一议的分析方法。例如，A股一家大型白酒企业在集团财务公司存有高达300多亿人民币的资金，占该公司2019年末货币资金的50%以上，但是公司从未从财务公司获得任何贷款。存贷的严重不公使得公司承担了不必要的、来自集团兄弟公司的财务风险。

2） 可能损害股东利益的融资担保。

由于多数中国上市公司严重依赖债务融资，融资担保是A股市场一类典型的议案。尤其是对于房地产公司而言，其累计担保超过净资产的情形十分常见。根据规定，单笔担保额超过净资产10%的担保，对控股股东及其关联方提供的担保等事项，均需要提交股东大会审议。股东在审议这类议案时，应当尤其关注担保条款的公平性以保证公司对债务承担的担保责任不超过其对被担保对象的持股比例。

尽管现在已经不太常见，但在过往一些案例中，不少上市公司为其持股51%、控股股东持股49%的子公司提供全额担保。这意味着，一旦子公司违约，作为唯一担保人的上市公司将承担偿还全部债务的责任。例如，某家从事视频监控产品生产、制造的上市公司计划为其52家全资子公司和15家控股子公司提供约200亿元人民币的担保，其中部分子公司由公司与公司高管或其关联方共同持股。2020年公司将这一关联担保议案提交股东大会审议，但最终未能获得通过。

3） 高风险的理财投资。

不少A股公司将闲置资金用于购买理财产品，这类理财投资计划需要经股东大会审议通过。若上市公司投资规模适当且购买的理财风险较低，这类闲置资金理财计划对公司是有利的。然而，在实践中，部分公司在申请闲置资金理财额度时承诺将购买低风险理财产品，实际上却购买了风险较高的金融产品。例如，一家大型机械制造企业承诺2019年投资约32亿元人民币用于购买低风险理财产品，但其中约有6亿元人民币最终投向了高风险的基金和信托产品。鉴于可能发生公司理财承诺和实际投向不符的情况，投资者在分析这类议案时不应仅仅关注公司在公告中宣称的投资方向，还应当审视公司过往理财购买记录。

4） 暗藏风险的员工持股计划。

中国证监会于2015、2016年出台了详细的股权激励相关指引。目前，A股上市公司涉及股权的激励工具主要有两种形式：股权激励计划（EIPs）和员工持股计划（ESOPs）。股权激励计划通常授予高管、董事以及核心员工；而员工持股计划则可能涉及大量的企业各层级员工。股权激励计划面临严格的监管和规则约束；相比之下，员工持股计划受到的监管则显得较为宽松，审批障碍也更少：股东大会审议员工持股计划仅需50%的赞成率即可通过，而股权激励计划则需要三分之二以上的多数同意；股权激励计

划必须设置业绩考核目标，但员工持股计划并没有这一限制；持股5%以上的股东无法成为股权激励对象，但却可以参与员工持股计划。

因此，不同于普遍观点——股权激励计划因激励高管而更具潜在风险，我们认为员工持股计划才是真正值得股东予以更多审查和分析的一类事项。A股市场就曾出现过大股东变相参与员工持股计划，并顺利获取大部分激励份额的案例。例如，一家大型染料制造企业于2020年实施了规模超过6亿元人民币的员工持股计划，参与对象仅7人，其中包括了持有公司10.7%股份的董事长，仅其个人获授部分就占据了全部份额的近一半。公司股份授予价格较交易均价折价20%的同时，未就该员工持股计划设置任何业绩考核目标。尽管公司就该员工持股计划承担的成本与收益显著不匹配，但该议案最终还是获得股东大会的通过。



A worker dyes the fabric of the isolation suit. Haian City, Jiangsu Province, China. (Photo by: Barcroft Media / Contributor Images via Getty Images)

重要信息:

本资料仅供数据参考用途，不应被视为邀请或推介认购富达任何投资基金或产品，或邀请或推介采用富达的资产管理服务。未经富达的书面同意，请勿传阅或复制本资料。本数据所载数据只在数据刊发时方为准确。观点及预测或会更改而不需另作通知。基金过往的表现以及对经济、股市、债券 市场或市场经济趋势的预测并不表示将来亦会有类似的业绩。本数据所载的证券仅供参考之用，在任何情况下均不应被视建议买入或卖出有关证券。富达仅通过在中国设立的外商独资企 业-富达利泰投资管理（上海）有限公司被授权在中国大陆管理或以私募方式销售私募投资基金产品，或为中国大陆相关证 券期货经营机构提供投资建议服务。富达或 Fidelity 或 Fidelity International 指 FIL Limited 及 其 附属 公 司 。「 富 达 」、Fidelity 、 Fidelity International、Fidelity International 标志及 F 标志均为 FIL Limited 的商标。

Fidelity INTERNATIONAL