

A股上市公司股东大会投票趋势观察： 对机构股东参与治理的启示

Shareholder Voting Patterns and Trends in China's A Share Market:
Insights for Institutional Investors' Stewardship Practices



引言

高质量发展已成为经济社会发展的核心主线，而资本市场作为服务实体经济的重要枢纽从“规模扩张”向“高质量发展”的转型离不开上市公司治理水平的系统性优化。A股市场当前仍存在一股独大、内部监督失效、中小投资者保护不足等问题，仍制约着资本市场功能的充分发挥。在此背景下，机构投资者作为专业、长期的资本代表积极参与上市公司治理逐渐成为破解治理困境、推动资本市场高质量发展的关键变量。

政策层面的系统性变革为市场治理奠定了坚实的制度基础。2024年，新“国九条”与新《公司法》的颁布构成里程碑式的顶层设计，明确了“强本强基、严监严管”的总体框架，完成了治理体系的“立柱架梁”。此后，《上市公司独立董事管理办法》《上市公司治理准则（2025 修订）》等配套规则相继出台，在董事任职、关联交易等关键环节精准施策，共同构筑起多层次、全覆盖的治理新规则体系，为机构投资者有效行权提供了清晰的制度依据与行动指南。

市场结构的深刻变迁，则为机构投资者发挥治理作用创造了现实条件。近年来，A股股东结构正向多元制衡演进，第一大股东平均持股比例逐步降低，而机构投资者持股比例攀升，以社保基金、保险资金为代表的中长期资金规模持续扩大。这些结构性变化意味着，机构投资者从被动资本向积极股东的转型将成为市场必然。

在这一政策与市场双重变革的背景下，本白皮书以2023年以来的A股上市公司股东大会分析为切入点观察A股市场股东参与特征和趋势。针对股东参会率、投票异议率、未通过议案等关键指标进行深入分析，揭示股东表决权执行情况和趋势，并且分析了机构投资者持股对股东大会参与率、异议率、以及中小股东投票行为的潜在影响。在数据分析的基础上，本研究聚焦焦点议案进行深度剖析，解读关联交易、董事会治理、审计质量相关规则和治理逻辑，全面呈现机构股东参与治理的现状、价值与路径。



目录

01

时代变局下的责任重塑：机构投资者成为公司治理的关键力量

1.1 上市公司治理规则的优化升级提速.....	6
1.2 机构投资者尽责管理是提升上市公司治理水平的重要抓手.....	11
1.3 资本市场结构变化为机构投资者尽责管理创造有利条件.....	13

02

数据透视与现状解析：A股市场投票行为与治理效能评估

2.1 股东大会整体统计	18
2.2 股东参会率.....	19
2.3 议案异议率.....	21
2.4 未通过议案.....	26



03

焦点治理议案深度剖析

3.1 关联交易	30
3.2 董事会治理.....	35
3.3 审计质量与独立性.....	39

04

机构股东尽责管理路径及展望

4.1 机构股东尽责管理路径及趋势	46
4.2 国内机构股东尽责管理实践及展望	48
4.3 嘉实基金尽责管理实践与发现.....	50
结语	51
参考资料.....	52
风险提示.....	52
研究机构.....	53
研究团队.....	53



第一章

时代变局下的责任重塑：
机构投资者成为公司治理的
关键力量



1.1

上市公司治理规则的优化升级提速

高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。大力发展资本市场是适应我国经济社会高质量发展的必然要求。当前，我国资本市场正处于从高速增长向高质量发展加快转变的阶段，发展质量问题已成为当前制约我国资本市场健康稳定发展的主要矛盾。然而，市场底层制度与高质量发展要求之间仍存在显著差距，基础制度不完善、融资端与投资端结构性失衡、监管执法效能不足等问题相互交织，制约了资本市场服务实体经济的能力。

提升上市公司治理水平是资本市场高质量发展的内在要求，然而 A 股上市公司在治理结构、治理机制和效能方面仍存在各种问题。如上市公司所有权实际高度集中，截至 2025 年 6 月，仍有 48% 的公司大股东持股比例超过 30%，使得大股东和小股东的委托代理关系仍是当前公司治理主要矛盾。另外，公司内部监督机制亟待完善，监事会的监督作用有限，独立董事的任职、履职有待进一步规范和完善。现行公司法律制度和上市公司治理规则在实践中已不适应市场发展和高质量转型要求，尤其是在公司监督制衡机制和责任追究机制方面存在漏洞，导致中小投资者保护力度不足。

另一方面，资本市场在融资端与投资端出现结构性失衡，从融资端看，尽管上市公司总量可观，但结构有待优化，部分头部企业科技含量不高，支持科技创新和产业转型升级的作用尚未充分显现。从投资端看，中长期资金总量不足、投资行为短期化的问题较为突出，资金不稳定使得市场难以形成稳定的估值体系，“长钱长投”的制度环境尚未完全建立，影响了资本市场发挥“稳定器”和“压舱石”的作用，资本市场的波动进一步暴露了减持规则不完善、上市公司分红不稳定、退市机制不顺畅、中长期资金入市面临障碍等突出治理问题。

为应对这些问题，资本市场的基础性制度建设和治理标准优化成为监管推动资本市场高质量的重中之重。2024 年以来，中国 A 股市场公司治理生态正发生系统性重塑，以《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”）和新《公司法》为标志的政策制度加速完善，为资本市场高质量发展和治理提升提供了强有力的制度保障。市场实践方面，以 ESG（环境、社会与治理）和可持续发展为导向的企业发展和投资理念融合，共同推动着中国资本市场向提升上市公司质量与投资价值的高质量发展路径加速转变。

2024 年 4 月，国务院发布的新“国九条”确立了“强本强基、严监严管”的核心方针，从投资者保护、上市公司质量、行业机构发展、监管能力和治理体系建设等方面将治理要求贯穿于上市公司全生命周期管理，实现治理力度与精度的双重提升。新“国九条”是继 2004 年、2014 年两个“国九条”之后，国务院再次专门出台的资本市场指导性文件。2004 年版本核心是解决了市场“基础性制度框架，扩大融资规模；2014 年版本核心是完善结构，强调构建多层次、多元化的体系，扩大市场双向开放、鼓励并购重组、混合所有制、放松私募发行审批；而 2024 年新“国九条”突出以问题为导向，直面“从多到优”、“从量到质”的挑战，通过强监管、防风险来淘汰劣质企业，引导资源向优质主体集中，核心是提升质量。三版“国九条”的演变，清晰地勾勒出中国资本市场从“稳定发展”、“健康发展”到“高质量发展”的路径。



表 1：三版“国九条”核心内容对比

2004 年版本《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》		2014 年版本《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	2024 年版本《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》
一	充分认识大力发展资本市场的重要意义	总体要求：到 2020 年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系	总体要求：未来 5 年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架，到 2035 年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场；到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。
二	推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务	发展多层次股票市场；积极稳妥推进股票发行注册制改革；加快多层次股权市场建设；提高上市公司质量；鼓励市场化并购重组；完善退市制度	严把发行上市准入关，扩大对在审企业及相关中介机构现场检查覆盖，强化发行上市全链条责任，加大发行承销监管力度
三	进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展	规范发展债券市场	严格上市公司持续监管，加强信息披露和公司治理监管，全面完善减持规则体系，强化上市公司现金分红监管推动上市公司提升投资价值
四	健全资本市场体系，丰富证券投资品种	培育私募市场	加大退市监管力度
五	进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作	推进期货市场建设	加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强
六	促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平	提高证券期货服务业竞争力	加强交易监管，增强资本市场内在稳定性，促进市场平稳运行，加强交易监管，健全预期管理机制
七	加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平	扩大资本市场开放	大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量
八	加强协调配合，防范和化解市场风险	防范和化解金融风险，完善系统性风险监测预警和评估处置机制；健全市场稳定机制；从严查处证券期货违法违规行为	进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展
九	认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放	营造资本市场良好发展环境	推动形成促进资本市场高质量发展的合力；推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本；加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度；深化央地、部际协调联动；打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军

来源：中国政府网、嘉实基金整理

紧随其后，2024 年 7 月实施的新《公司法》完成了公司治理法律基石的重大升级，从优化公司治理架构、加强股东权利保护、强化控股股东、实际控制人及董监高的责任、以及强化社会责任履行等方面对公司治理提出了更高的要求，为构建中国特色现代企业制度提供了坚实的法治保障。这一系列制度变革，其深层逻辑在于通过完善公司内部权力制衡和外部监督机制，提升上市公司的整体质量与可投资性。

表 2：新《公司法》中公司治理相关规定

优化公司治理	<ul style="list-style-type: none">• 简化公司组织机构设置• 允许公司只设董事会、不设监事会• 审计委员会可行使监事会职权，对审计委员会的议事方式和表决程序作了规定
加强股东权利保护	<ul style="list-style-type: none">• 强化股东知情权• 将少数股东临时提案权的比例由 3% 降低为 1%，降低了股东在股份公司中行权的门槛；单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东具有临时提案权
强化控股股东、实际控制人及董监高责任	<ul style="list-style-type: none">• 加强关联交易等的规范，增加关联交易等的报告义务和回避表决规则• 董事、监事、高级管理人员对公司负有勤勉义务，执行职务应当为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意
强化履行社会责任	<ul style="list-style-type: none">• 公司从事经营活动，应当在遵守法律法规规定义务的基础上，充分考虑公司职工、消费者等利益相关者的利益以及生态环境保护等社会公共利益，承担社会责任

来源：《中华人民共和国公司法（2023 年修订）》，嘉实基金整理

“十四五”以来，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）聚焦“提升上市公司质量、规范市场运作、保护投资者权益”等核心目标，从修订制度、完善机制、强化执法等方面多维发力，持续健全上市公司治理监管规则体系。2023年8月，证监会按照国务院部署要求，发布《上市公司独立董事管理办法》，深化独立董事制度改革，明确独立董事监督职责，强化履职保障与约束，推动其真正发挥作用。2025年3月，证监会修订《上市公司章程指引》、《上市公司股东会规则》等配套规则。2025年10月，证监会正式发布修订后的《上市公司治理准则》，并自2026年1月1日实施。这是自2022年准则实施以来对该准则的一次全面升级，本次修订以管好“关键少数”为出发点，抓住了问题的核心矛盾，是上市公司治理监管理念持续优化、制度体系日益健全的重要标志。

表 3：《上市公司治理准则》核心修订内容

完善董事、高级管理人员任职、履职和离职管理制度	健全上市公司激励约束机制	规范控股股东、实际控制人行为	做好与现行规则的衔接
<ul style="list-style-type: none"> 明确董事、高级管理人员的任职资格以及董事会提名委员会的审核责任、 细化董事、高级管理人员的忠实勤勉义务 要求董事作出决策前充分收集信息、谨慎判断 要求上市公司在聘任董事、高级管理人员时对其离职后的追责追偿做出安排，在董事、高级管理人员离职时对其未尽义务做好审查 	<ul style="list-style-type: none"> 合理确定董事、高级管理人员的薪酬结构和水平 董事、高级管理人员薪酬应与公司经营业绩、个人业绩相匹配 完善董事、高级管理人员薪酬止付追索等支付机制 鼓励建立递延支付机制 	<ul style="list-style-type: none"> 严格限制可能对上市公司产生重大不利影响的同业竞争 可能产生非重大不利影响的同业竞争强化披露要求，增强透明度 进一步完善董事会对关联交易的识别、审议要求，提升决策科学性 	<ul style="list-style-type: none"> 根据《证券法》完善公开征集股东权利的相关规定 根据《上市公司独立董事管理办法》，完善董事会提名委员会、薪酬考核委员会职责等规定 根据《上市公司信息披露管理办法》，完善自愿性信息披露、发布可持续发展报告等规定

来源：证监会、嘉实基金整理

新“国九条”和新《公司法》等顶层设计的完善为现代企业治理和高质量发展提供了法治根基，而《上市公司治理准则》修订及一系列配套规则指引，为上市公司治理新框架的建立完善提供了具体和精细化的行动指南。

1.2

机构投资者尽责管理是提升上市公司治理水平的重要抓手

尽责管理是机构投资者通过行使股东权利，积极参与被投资企业治理，以实现经济、社会和环境整体长期价值最大化的过程。在 ESG 投资中，尽责管理不仅是应对全球可持续发展挑战的必要手段，也是投资者降低风险、提升长期价值的重要工具。在全球范围内，随着气候变化、员工权益和公司治理等议题的重要性日益凸显，越来越多的投资者意识到非财务因素对长期投资收益的深远影响，专业资产管理机构纷纷将 ESG 因素纳入投资决策流程，将 ESG 因素纳入投后尽责管理流程是其履行受托责任的重要一环。

尽责管理逐步成为政策和监管机构关注和推动的重点。目前多个发达资本市场均已制定并实施了尽责管理守则，尽管这些准则在内容上存在差异且强制性不足，但都旨在通过敦促机构投资者负责任地行使股东权利、与持股上市公司进行积极地互动，以促进上市公司治理水平的提升。

表 4：部分地区性尽责管理准则及要求

国际组织或市场	主要内容
国际倡议	联合国责任投资原则组织（UN PRI）发布《Active Ownership 2.0》框架，倡导投资者系统性参与企业治理，通过设立明确的目标、策略、透明的披露和持续性改进，帮助投资者更好地履行受托责任，推动被投资公司实现低碳转型和可持续发展目标。
英国	《尽责管理准则》要求资产管理公司公开披露如何履行投票权、参与公司治理及整合 ESG 因素。
欧盟	《股东权利指令 II》要求机构投资者制定并公开披露尽责管理策略，说明如何通过尽责管理实现长期投资目标。
日本	《尽责管理准则》要求机构投资者制定和披露尽责管理策略、积极行使股东权利、管理利益冲突、增强透明度和信息披露
中国	尚未出台系统性尽责管理要求，中国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》，倡议保险资管机构从利益相关性、决策机制、监督执行、沟通协同、信息披露和能力建设六方面加强尽责管理

来源：嘉实基金整理

近年来，我国先后发布了多项指引性的政策，推动机构投资者积极开展尽责管理工作和参与公司治理，从过去相对被动的资本提供者逐步迈向上市公司治理的“积极参与者”与“耐心资本”的践行者。2025年5月，证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，核心在于推动公募基金行业从“重规模”转向“重回报”，通过利益捆绑、拉长考核周期等措施，力图消弭管理人与投资者之间的委托代理问题。尤为关键的是，中国证券投资基金业协会同步发布的《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》，首次为公募基金履行尽责管理责任提供了全面、细化的行动框架。该规则明确要求基金管理人关注公司治理、中小股东权利保护、ESG等八大类事项，特别列明持股5%以上基金股东积极行使表决权的十三类议案，明确了公募基金的积极股东角色，标志着公募基金的尽责管理实践已从自愿性的“最佳实践”步入规范化的“责任元年”。

表 5：国内推动机构投资者参与公司治理相关规则

时间	规则	主要内容
2012 年	《基金管理公司代表基金对外行使投票表决权工作指引》	要求基金管理公司制定行使投票表决权的相关制度，规范行使表决权的制度内容，明确基金管理公司行使投票表决权应建立授权制度、利益冲突判断原则、标准、处理程序及监督机制，防范利益输送行为。
2018 年	《上市公司治理准则》（修订）	要求机构投资者“依法行使股东权利，参与上市公司治理”，并披露参与情况。
2020 年	《关于进一步提高上市公司质量的意见》	明确提出要提高上市公司治理水平，完善公司治理制度规则，健全机构投资者参与公司治理的渠道和方式
2022 年	《上市公司投资者关系管理工作指引》	明确提出投资者依法行使股东权利的行为，以及投资者保护机构持股行权、公开征集股东权利、纠纷调解、代表人诉讼等维护投资者合法权益的各项活动，上市公司应当积极支持配合；并要求上市公司应当为股东，特别是中小股东参加股东大会提供便利。
2022 年	《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》	提出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。
2024 年	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	提出完善适配长期投资的资本市场基础制度，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 年	《推动公募基金高质量发展行动方案》	提出“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。”

来源：公开资料、嘉实基金整理

当前机构投资者尽责管理实践仍处于发展早期，存在诸多不足之处，如在参与方式较为局限、参与频次和深度较低、对上市公司 ESG 和可持续发展的关注度和推动力不足等。据中国上市公司协会调研显示，投资者要求作为企业践行可持续发展理念的推动力尚未成为主流，2025 年仅有 47.71% 的上市公司表示投资者尤其是机构投资者的要求是推进相关工作的驱动因素之一，相较于去年增长了 4.11%^[1]。相信在资本市场高质量发展的政策推动下，机构投资者尽责管理将步入规范化、系统化发展的新阶段。

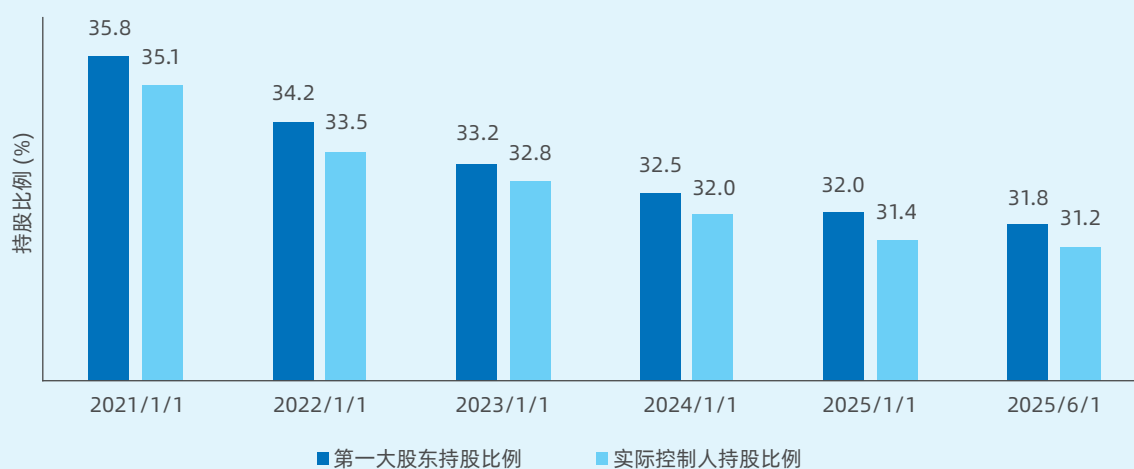
1.3

资本市场结构变化为机构投资者尽责管理创造有利条件

A 股上市公司大股东持股比例正呈现逐年下降的趋势

顶层设计的出台并非孤立之举，而是对中国资本市场深层结构性变化的战略性回应。其中，一个基础且关键的市场变化是 A 股上市公司股东结构的变化。据统计，A 股上市公司第一大股东平均持股比例正呈现逐年下降的趋势，从 2021 年 1 月初的 35.8% 下降至 2025 年 6 月份的 31.8%，股权结构从过去的“一股独大”逐步向更加分散、制衡的格局演进。

图 1：A 股上市公司第一大股东及实控人持股比例演变
(2021-2025 年)



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

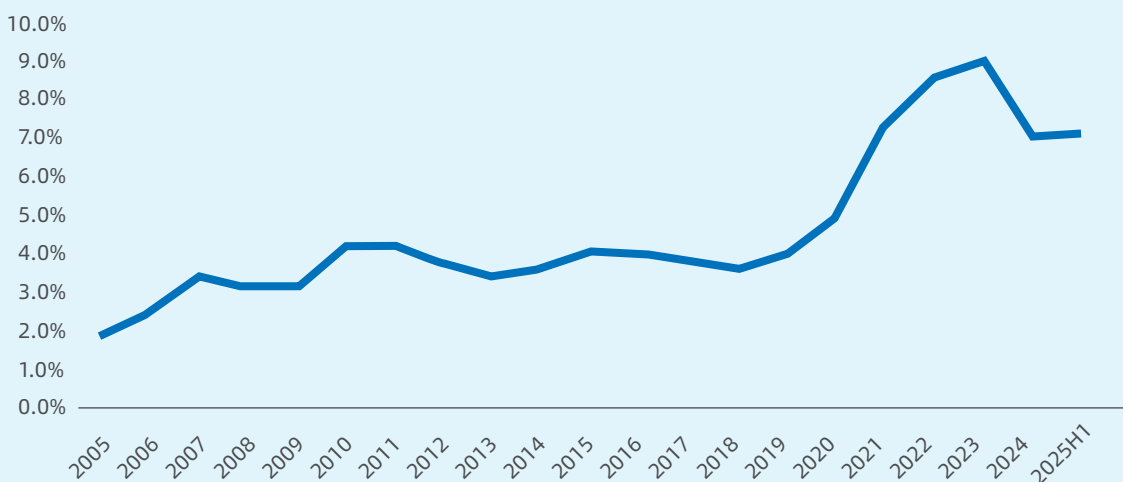
机构持股比例长期攀升，积极所有权空间扩大

第一大股东及实控人持股比例高，代表其对公司的控制权与决策主导力较强，“一股独大”的局面可能带来利益输送、侵犯中小股东利益的风险。但过于分散的股权结构也可能造成决策效率降低、股东意见分歧加剧、对管理层约束不足的问题，管理层可能在缺乏有效制衡的情况下追求短期利益，偏离公司长期发展目标，甚至引发内部控制不足、信息披露不透明等治理风险。

在此背景下，完善的公司治理机制成为平衡股权分散与企业稳健发展的核心支撑，唯有健全权力制衡与监督体系，才能将股权多元化的潜力转化为治理效能，避免战略摇摆、治理失效等问题对企业成长性的损害。机构股东是股东中一股稳定和专业的力量，机构投资者股东的参与和监督对上市公司的战略规划、治理和经营效率都有积极作用。在 A 股市场，机构投资者持股比例在过去 20 年从 1.9% 攀升至 7.2%，这种股权结构的变化，也意味着机构投资者在上市公司治理和发展中逐步发挥了越来越重要的作用。

随着中长期资金逐步入市，未来 A 股市场机构化预计将提速。特别是 2025 年 1 月出台的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》明确要求：国有保险公司权益投资比例需提升至 45% 以上，社保基金股票类资产投资比例上限从 40% 提至 45%，养老金委托投资规模已达 2.4 万亿元。这些政策将带来巨额增量资金，从根本上改变市场资金结构，从而为专业机构投资者发挥积极所有权和尽责管理实践创造有利条件。

图 2：A 股上市公司平均机构投资者持股比例（2005-2025 年）

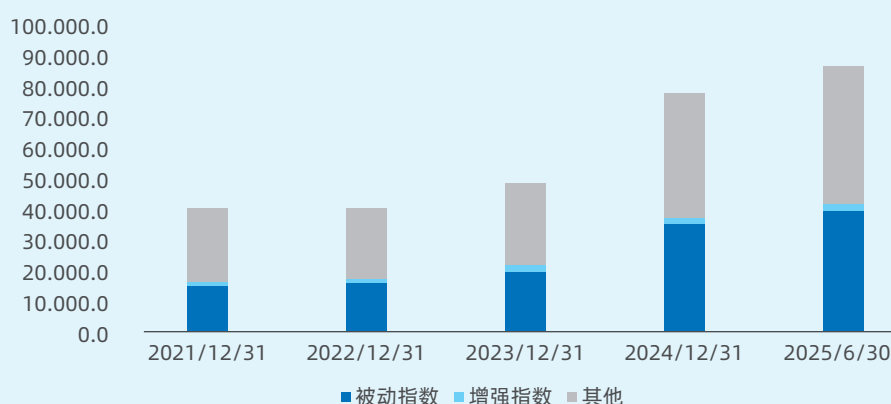


数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理；机构投资者类别包含：基金、券商、理财、QFII、社保基金、企业年金、信托公司、阳光私募。

被动指数基金规模扩大，换手率呈现长期下降趋势

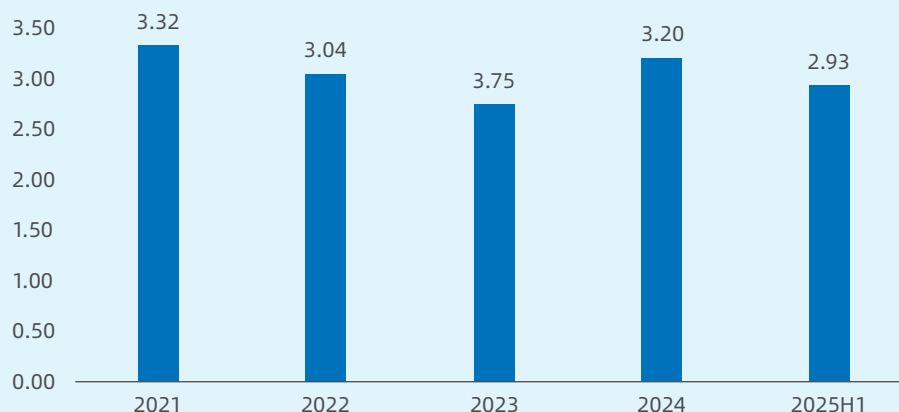
国内权益类基金被动化趋势的加强，也是驱动尽责管理发展的重要市场因素之一。截至 2025 年 6 月，国内公募基金市场中，被动指数及增强指数型股票基金占比已经从 2021 年的 41.3% 提升至 48.2%，同时规模加权平均年换手率从 2021 年的 3.32% 下降至 2.93%。随着指数基金等被动投资工具规模的扩大，换手率呈现长期下降趋势。这意味着，对于大量持有指数成分股的基金而言，传统的“用脚投票”，即卖出表现不佳的公司股票策略，变得成本高昂甚至不可行，因为它们必须跟踪指数，低换手率和长期持有使得被动型基金持有人成为客观上的“耐心资本”提供者，他们更有动力通过“用手投票”和积极沟通来改善所投企业的长期基本面，以此作为提升投资回报的主要途径。因此，尽责管理成为机构投资者的理性且必然的选择。

图 3：各类型股票型公募基金规模（亿元）



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

图 4：被动及增强型股票指数基金规模加权平均年换手率（%）



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理



第二章

数据透视与现状解析： A股市场投票行为与治理效能评估

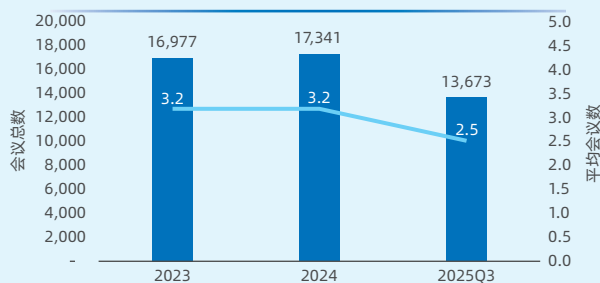
2.1

股东大会整体统计

近年来，监管政策不断强化上市公司治理约束，推动投资者参与治理，引导机构投资者从“用脚投票”的被动方式，转向手的主动参与，成为推动上市公司治理优化的重要力量。表决权是股东最基本的权利之一，近些年 A 股市场股东参与股东大会投票表决的趋势，正成为观察资本市场“股东觉醒”和机构化进程的重要窗口。本白皮书以 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 9 月 30 日的全部 A 股上市公司股东大会议案数据为样本，分析股东参会率、投票异议（反对和弃权）率及未通过议案的特征及趋势。

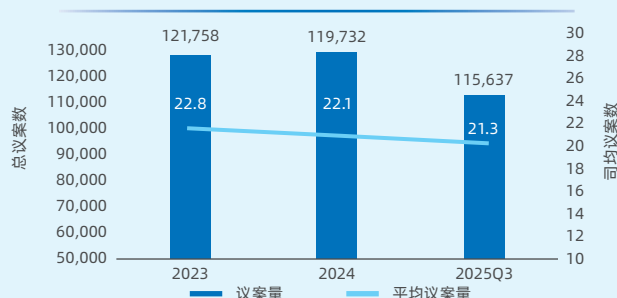
从股东大会次数来看，A 股上市公司平均每年召开股东大会 3-4 次，其中高达 40% 的股东大会集中于第二季度。从议案数量看，平均每家上市公司全年审议议案约 22 项，这一指标在 2023 年至 2025 年第三季度期间保持了基本稳定。

图 5：A 股上市公司股东大会召开次数



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

图 6：A 股上市公司股东大会审议议案数



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

从议案类型来看，市场关注点分布相对稳定。规则设立与修订、定期报告与经营事项以及董监事任职始终是占比最高的三类核心议案，合计超过议案总量的 50%。2025 年以来，规则设立与修订类议案的数量比上年增长 53%，与 2023 年以来公司法及治理相关规则的修订和优化相适应。

表 6：各议案类型数量及占比

议案类型	议案数量			议案占比		
	2023	2024	2025Q3	2023	2024	2025Q3
规则设立与修订	17,029	18,545	28,314	14.0%	15.5%	24.5%
定期报告与经营事项	22,489	23,725	23,552	18.5%	19.8%	20.4%
董监事任职	21,939	21,435	12,866	18.0%	17.9%	11.1%
薪酬与激励	7,862	9,834	9,403	6.5%	8.2%	8.1%
股权融资	14,207	8,685	9,235	11.7%	7.3%	8.0%
利润分配	6,300	7,397	7,004	5.2%	6.2%	6.1%
担保与财务资助	7,347	7,425	6,078	6.0%	6.2%	5.3%
其他	5,280	4,921	5,744	4.3%	4.1%	5.0%
审计相关	6,201	6,297	5,040	5.1%	5.3%	4.4%
关联交易	4,778	4,715	3,535	3.9%	3.9%	3.1%
投资	5,682	4,528	3,422	4.7%	3.8%	3.0%
资产购买与出售	1,520	1,136	1,007	1.2%	0.9%	0.9%
分立、合并、解散及清算	341	373	250	0.3%	0.3%	0.2%
债务融资	736	667	160	0.6%	0.6%	0.1%
ESG 相关事项	47	49	27	0.0%	0.0%	0.0%
总议案数量	121,758	119,732	115,637			

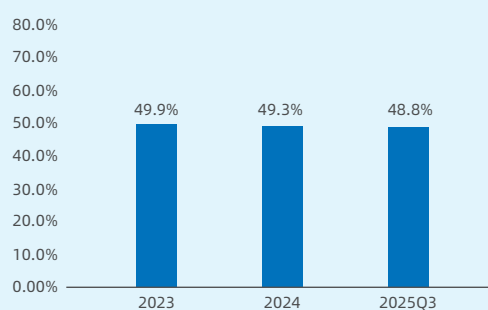
数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

2.2

股东参会率

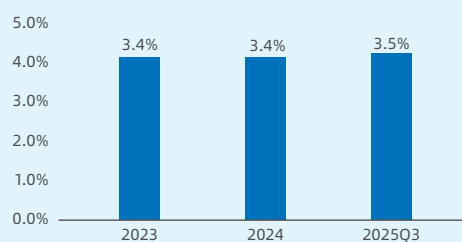
2023 年至 2025 年第三季度，全部股东的平均出席率保持在接近 50%。同时，持股比例低于 5% 的中小股东表决率逐年小幅上升，这意味着虽然中小股东表决权影响力有限，但其对参与表决的意识有所提升。

图 7：全体股东出席股东大会表决权比例



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

图 8：中小股东出席股东大会表决权比例

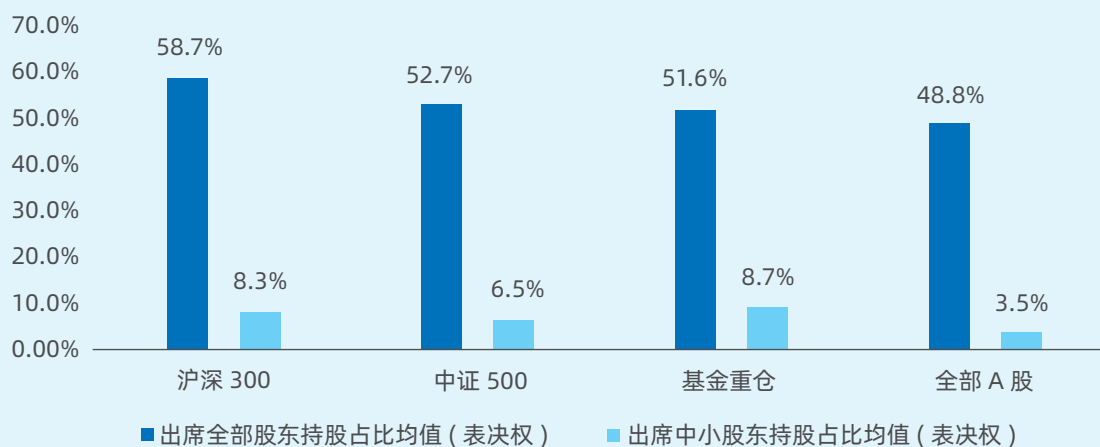


数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理，中小股东定义为持股比例低于 5% 以下股东

机构投资者参与度高的公司在股东大会表决权分布上显著高于市场平均水平，且中小股东参与度也更为活跃。具体而言，沪深 300、中证 500、基金重仓股三个样本空间中，截至 2024 年底平均机构（包括基金、券商、理财、QFII、保险、社保基金、企业年金、信托、财务公司、银行）持股比例分别为 13.7%、11.7% 和 16.9%。三个样本空间中，今年以来，参与股东大会的表决权比例分别高达 58.7%、52.7% 和 51.6%，均显著高于全部 A 股 48.8% 的平均出席比例。

特别值得关注的是中小股东的股东大会参与情况。在沪深 300、中证 500 和基金重仓股三个样本空间中，今年以来参与股东大会表决的中小股东（持股比例低于 5% 的股东）平均表决权占比达到 8.3%、6.5% 和 8.7%，其中基金重仓股的中小股东参与度最高，相比之下，全部 A 股的中小股东平均表决权占比仅为 3.5%。以上数据表明，机构投资者持股比例更高的公司，股东参会表决率更高，并且基金类股东、中小股东投票参与更加活跃。这一实践趋势也清晰的表明中小股东、机构股东参与表决和治理的意识逐步提升，监管政策的发力和引导初见成效。

图 9：不同样本全体股东及中小股东参与股东大会的表决权比例（2025Q3）



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理，中小股东定义为持股比例低于 5% 以下股东；
基金重仓成分股来源于万得基金重仓指数成分股

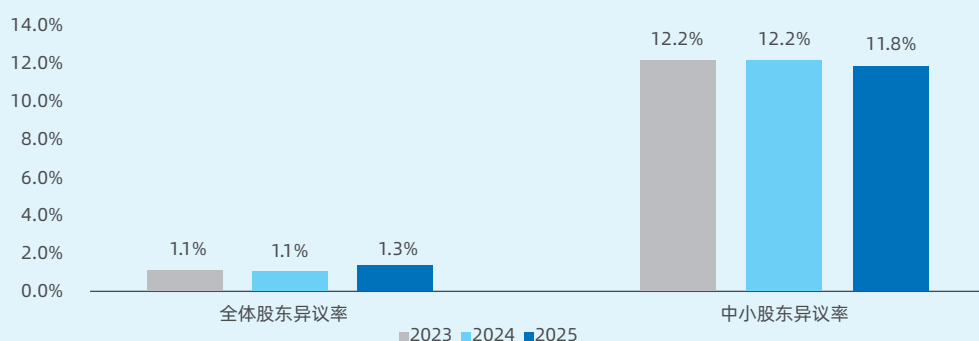
2.3

议案异议率

全市场异议率逐年攀升，中小股东异议率高达 12%，港股股东异议率显著高于 A 股

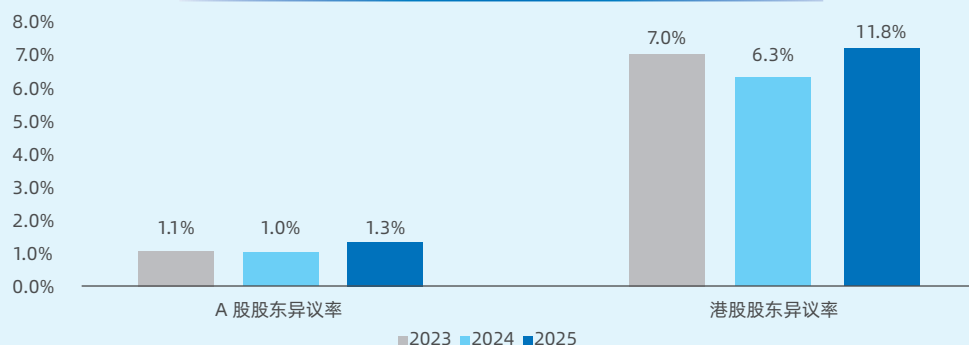
基于 2023-2025 年股东大会投票异议率（弃权投票率和反对投票率合计称为异议率）的整体分析，全体股东平均异议率从 2023 年的 1.1% 小幅攀升至 1.34%，而同期中小股东的平均异议率持续处于 12% 左右高位，一定程度说明大股东与中小股东利益的不一一致性和“裂痕”。针对在 A 股和港股两地上市的 240 家样本上市公司来说，港股投资者的平均异议率 7.2% 显著高于 A 股 1.33%，说明港股投资者对议案的影响和自身权益的敏感度更高。

图 10：A 股上市公司全体及中小股东平均异议率对比



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

图 11：两地上市公司 A 股及港股股东异议率对比

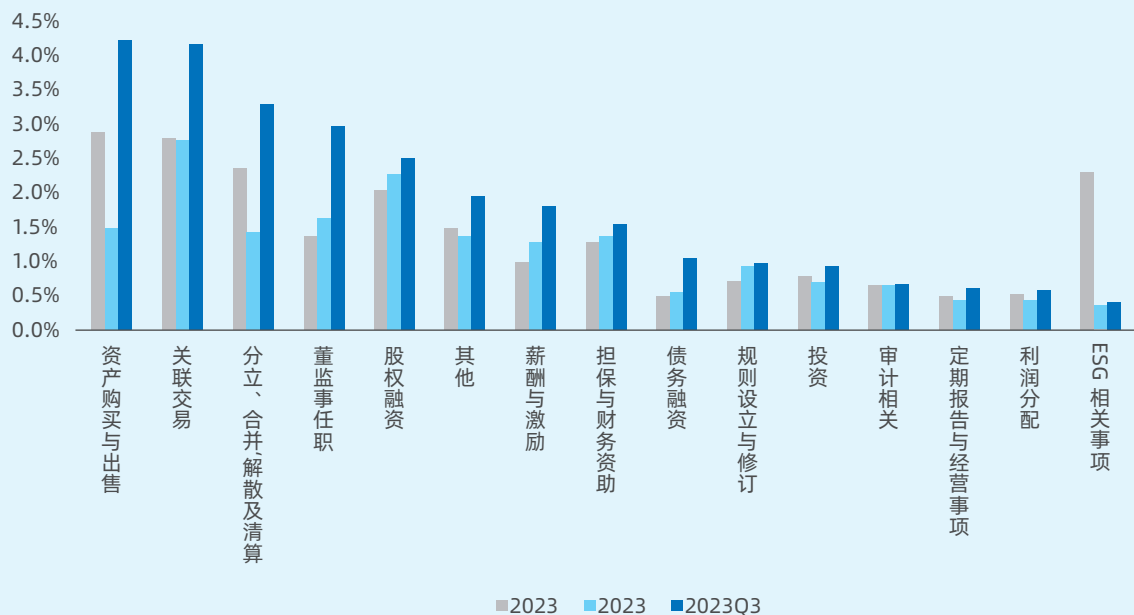


数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

投票异议率高于 5% 的议案数占比提升，排名前二的高异议率议案分别是资产购买与出售、关联交易

分议案类型来看，今年异议率最高的前三大议案类型为资产购买与出售、关联交易以及分立、合并、解散及清算，其平均异议率分别升至 4.2%、4.1% 和 3.3%。董监事任职议案的平均异议率也从 2023 年的 1.4% 上升至 2025 年第三季度的 3.0%。相比之下，利润分配、定期报告与经营事项、审计相关等常规议案的异议率持续保持低位。

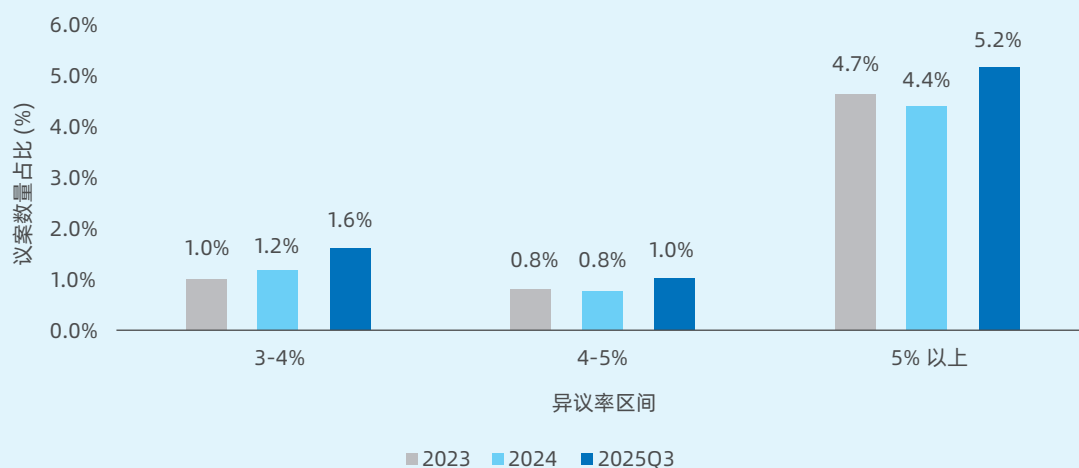
图 12：A 股上市公司各议案类型平均异议率变化趋势



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

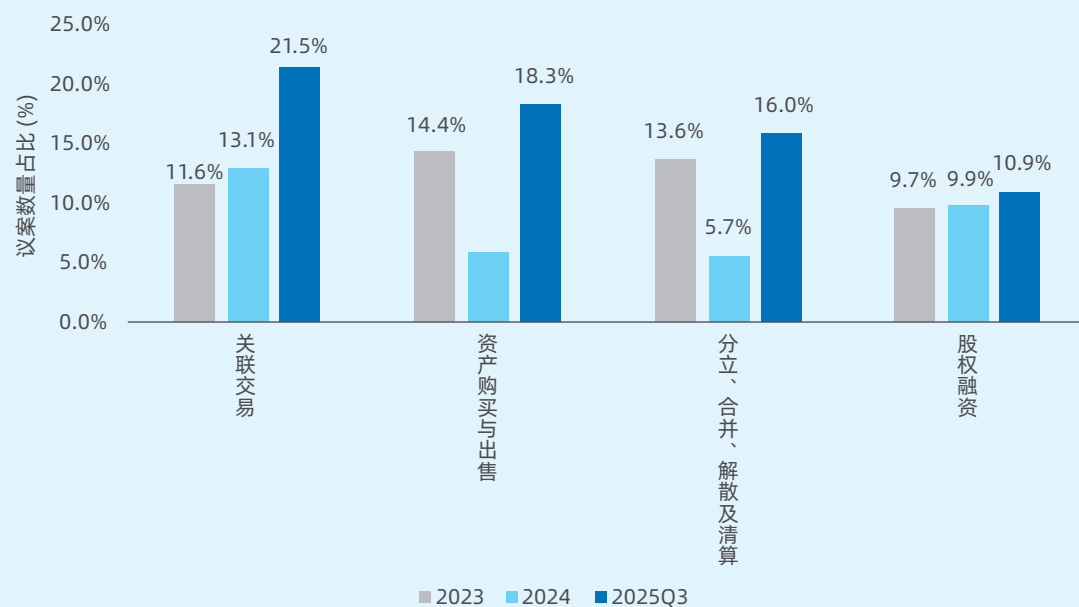
进一步分析异议率的分布，看到异议率高于 5% 的议案数占比逐年提升，从 2023 年的 4.7% 提升至 2025Q3 的 5.2%。今年以来，关联交易、资产购买与出售，分立、合并、解散及清算、以及股权融资分别有 21.5%、18.3%、16.0% 及 10.9% 的议案异议率高于 5%，较前两年有明显提升。

图 13：A 股上市公司异议率分区间占比



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

图 14：A 股上市公司异议率高于 5% 的议案数占比



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

不同类别股东的关注事项显著分化

从异议率水平来看，中小股东的异议率普遍远高于全体股东但关注点略有不同。全体股东异议率最高的三类议案为在资产购买与出售（异议率 4.2%）、关联交易（4.1%）、分立、合并、解散及清算（3.3%）；而中小股东则对规则设立与修订（16.8%）、担保与财务资助（14.7%）、薪酬与激励（12.0%）高异议率最高。

表 7：A 股上市公司全体及中小股东平均异议率最高的前十类议案（2025Q3）

	全体股东（平均异议率）	中小股东（平均异议率）
1	资产购买与出售（4.2%）	规则设立与修订（16.8%）
2	关联交易（4.1%）	担保与财务资助（14.7%）
3	分立、合并、解散及清算（3.3%）	薪酬与激励（12.0%）
4	董监事任职（3.0%）	投资（11.6%）
5	股权融资（2.5%）	债务融资（11.3%）
6	其他（1.9%）	股权融资（10.6%）
7	薪酬与激励（1.8%）	其他（10.3%）
8	担保与财务资助（1.5%）	定期报告与经营事项（10.1%）
9	债务融资（1.0%）	董监事任职（9.4%）
10	规则设立与修订（1.0%）	审计相关（9.1%）

数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

针对两地同时上市的公司股东表决行为来看，港股股东的异议率水平明显高于 A 股股东，但在股东大会议案的表决行为上呈现出显著差异。A 股股东异议率最高的议案是资产购买与出售和关联交易，异议率均为 4.2%，相比之下，港股股东更倾向于在分立、合并、解散及清算（24.6%）、担保与财务资助（21.0%），及董监事任职（18.7%）等议案上提出异议且异议率较高。

表 8：A&H 两地上市公司 A 股及港股股东平均异议率最高的前十类议案（2025Q3）

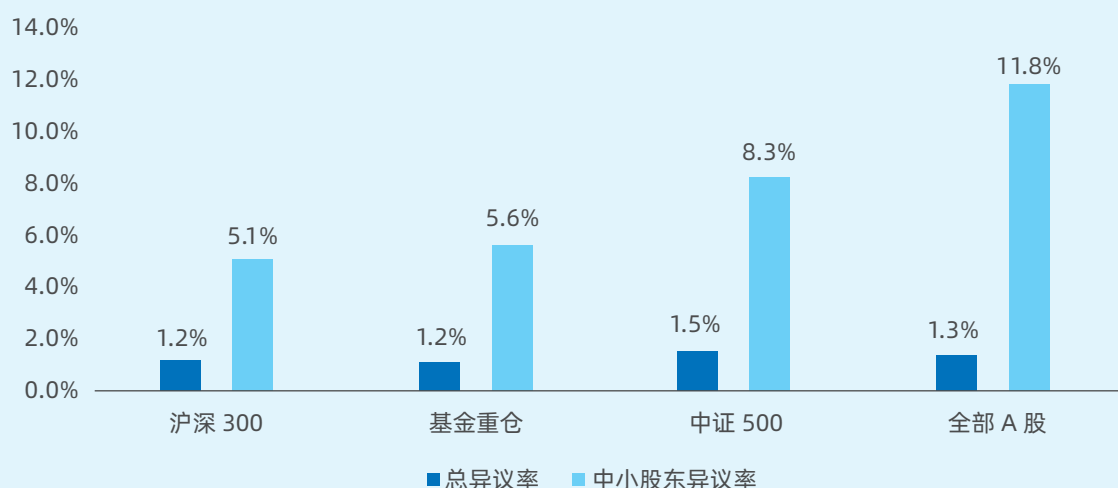
	A 股股东（平均异议率）	港股股东（平均异议率）
1	资产购买与出售（4.2%）	分立、合并、解散及清算（24.6%）
2	关联交易（4.2%）	担保与财务资助（21.0%）
3	分立、合并、解散及清算（3.2%）	董监事任职（18.7%）
4	董监事任职（2.9%）	规则设立与修订（11.2%）
5	股权融资（2.5%）	其他（11.1%）
6	其他（1.9%）	投资（8.5%）
7	薪酬与激励（1.8%）	薪酬与激励（5.2%）
8	担保与财务资助（1.5%）	股权融资（4.7%）
9	债务融资（1.0%）	审计相关（3.8%）
10	规则设立与修订（1.0%）	资产购买与出售（3.5%）

数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

机构投资者参与度较高的样本公司中小股东异议率相对较低

分沪深 300、中证 500、基金重仓三个样本空间来看，机构平均持股比例较高的基金重仓和沪深 300 样本中，中小股东平均异议率反而随机构持股比例的提升而呈现降低趋势。今年以来，沪深 300 成分和基金重仓成分股的中小股东平均异议率为 5.61% 和 5.1%，显著低于全部 A 股上市公司的中小股东 11.8% 的平均异议率。我们认为，原因之一是由于机构投资者比个人中小股东具备更好的专业能力和信息优势，可以对议案进行更深入的分析，并可通过专业调研和事前沟通提高对议案的理解和评估质量，作出更加审慎的投票决策；另外，监管政策的优化，以及机构投资者持股和影响力提升，逐步对上市公司治理形成更强的外部监督和约束，使得上市公司更严格的把控提案的质量和透明度，从而降低了中小股东的异议倾向。总体而言机构投资者参与度较高的优质上市公司所面临的中小股东异议相对较低。

图 15：不同样本成分全体及中小股东平均异议率对比（2025Q3）



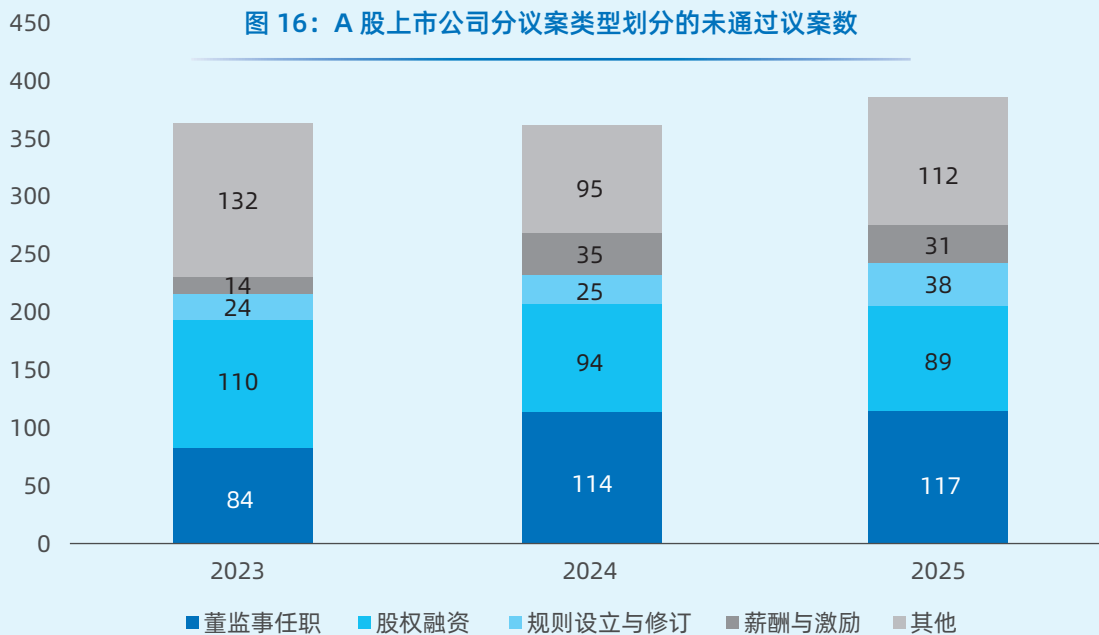
数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

2.4

未通过议案

通过分析被否决成功的议案数及趋势，我们也可以得出类似结论。A股股东大会每年未通过的议案数量虽然有限，但整体呈现缓慢上升趋势。2023年和2024年未通过议案总数均为360项左右，而2025年小幅增加6.6%上升至387项。未通过数量和占比最高的议案类型是董监事任职，占今年以来所有未通过议案的比例为30.2%，且未通过数量逐年提升，从2023年的84项上升至2025Q3的117项，相应未通过率从0.4%上升至0.9%，反映出股东在公司治理层人选和任职资质问题上日益严格的态度。今年以来未通过议案中，股权融资类议案数量和占比为第二高，但我们看到趋势向好，未通过数量从2023年的110件下降至2025Q3的89件。

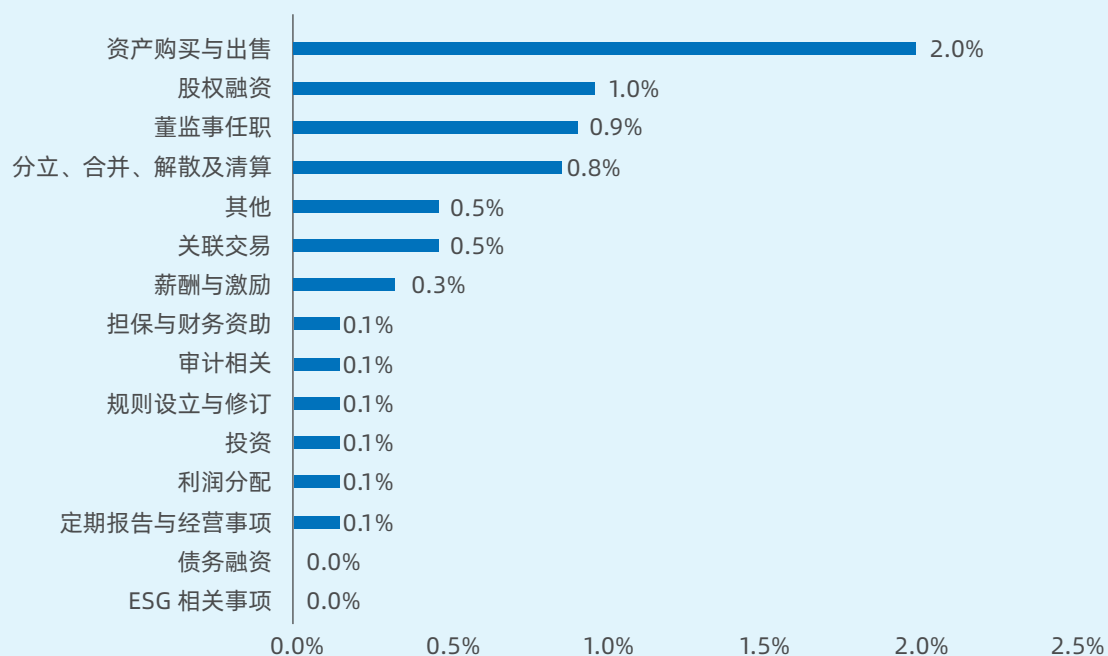
图 16：A 股上市公司分议案类型划分的未通过议案数



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

分各类议案统计未通过率，显示今年以来在 1107 项**资产购买与出售类议案**中，未通过的比例跃升至 2.0%，为所有议案中最高，表明股东对重大资产交易的审查趋于严格。ESG 相关事项及债务融资事项近三年没有出现未通过情况。

图 17：A 股上市公司各议案类型未通过率（2025Q3）



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理



第三章

焦点治理议案深度剖析



3.1

关联交易

关联交易相关规则及监管

关联交易作为资本市场运作中的常见环节,既是企业优化资源配置、发挥协同效应的常见手段,也可能成为利益输送、损害中小股东权益的隐蔽渠道。

近年来,随着我国资本市场深化改革与监管体系的持续完善,关联交易的信息披露、审议程序及合规管理已成为上市公司治理的核心议题之一。新《公司法》对关联交易规则进行了升级,通过明确董事、监事及高级管理人员的法定报告义务与公司内部审议程序,并规定不当关联交易导致公司利益受损时的赔偿责任,提高了不当关联交易的成本,更加有利于保障股东权益。与此同时,《证券法》、沪深交易所《股票上市规则》以及《企业会计准则》等法律法规与规范性文件,分别从信息披露、审议程序、定价公允性及会计处理等不同维度,共同构建了对上市公司关联交易的全方位、多层次的监管和制度保障体系。

2022年起,交易所对于关联交易的董事会审议标准和要求持续强化。

在董事会审议方面,《上海证券交易所股票上市规则》2020年和2022年版本中仅要求规模达到一定标准的关联交易需经董事会审议且非关联董事过半数同意通过;而2025年版本升级了规则,要求与关联自然人发生上述交易时,需经全体独立董事过半数同意后履行董事会审议程序,再经非关联董事过半数通过,流程更为严格。针对财务资助和担保类关联交易,2022年版本开始起除要求全体非关联董事过半数审议通过外,还增加了须经出席董事会会议的三分之二以上非关联董事审议通过的要求,规则趋于严格。

表 9：《上海证券交易所股票上市规则》三次修订版本中关联交易相关规定

	董事会的审议标准	董事会审议规则	董事会针对财务资助 / 担保的审议规则	股东大会披露和审议标准
2025 年 4 月	<p>（一）与关联自然人发生的交易金额（包括承担的债务和费用）在 30 万元以上的交易；</p> <p>（二）与关联法人（或者其他组织）发生的交易金额（包括承担的债务和费用）在 300 万元以上，且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以上的交易</p>	经全体独立董事过半数同意后履行董事会审议程序，董事会会议所作决议须经非关联董事过半数通过	全体非关联董事的过半数审议通过外，还应当经出席董事会会议的非关联董事的三分之二以上董事审议通过	上市公司与关联人发生的交易金额（包括承担的债务和费用）在 3000 万元以上，且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的交易
2022 年 1 月	<p>（一）与关联自然人发生的交易金额（包括承担的债务和费用）在 30 万元以上的交易；</p> <p>（二）与关联法人（或者其他组织）发生的交易金额（包括承担的债务和费用）在 300 万元以上，且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以上的交易</p>	董事会会议所作决议须经非关联董事过半数通过	全体非关联董事的过半数审议通过外，还应当经出席董事会会议的非关联董事的三分之二以上董事审议通过	上市公司与关联人发生的交易金额（包括承担的债务和费用）在 3000 万元以上，且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的交易
2020 年 12 月	<p>（一）上市公司与关联自然人发生的交易金额在 30 万元以上的关联交易（上市公司提供担保除外）</p> <p>（二）上市公司与关联法人发生的交易金额在 300 万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以上的关联交易（上市公司提供担保除外）</p>	董事会会议所作决议须经非关联董事过半数通过	无另外规定	上市公司与关联人发生的交易（上市公司提供担保、获赠现金资产、单纯减免上市公司义务的债务除外）金额在 3000 万元以上，且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的关联交易

来源：《上海证券交易所股票上市规则》，嘉实基金整理

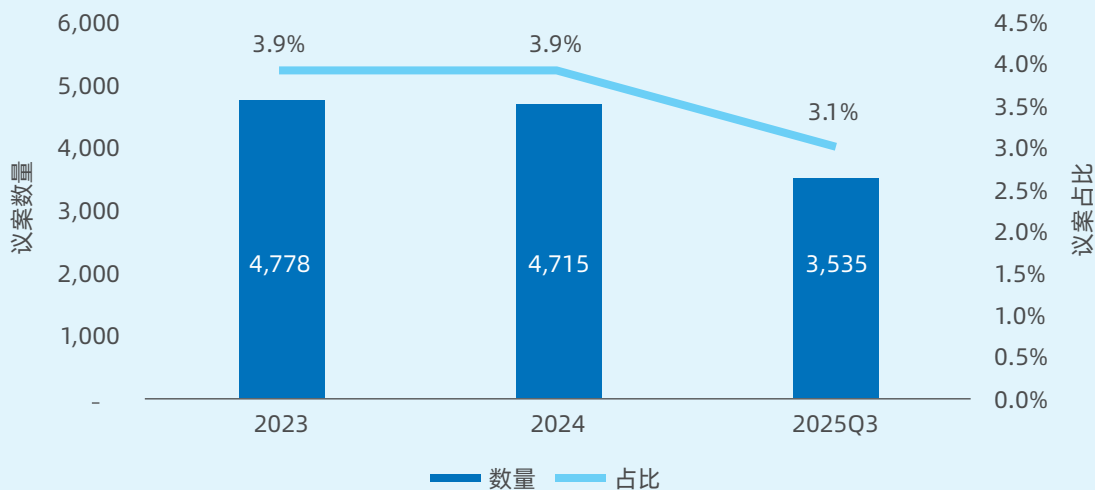
规则的持续升级与监管关注度的提升形成了紧密的呼应。在强化关联交易审议规则提高合规标准的同时，监管也加强了事前和动态监管。据易董统计，上交所、深交所针对关联交易的问询占比在 2022-2024 年间逐年递增，一定程度上反映出监管方式从过去以处罚为主的事后监管逐步转向事前、事中主动监管。另外，关联交易的事前强监管更体现在企业 IPO（首次公开募股）阶段。2023 年，IPO 审核中针对关联交易定价的公允性问题问询 635 次，同比 2022 年度增长 25.74%^[2]。相关问询主要围绕关联方认定、关联交易公允性等方面展开。

关联交易的信息披露质量影响市场对企业业务独立性的判断及投资者对企业业绩真实性的信任。若关联交易信息存在遗漏、偏差或隐瞒，不仅会破坏信息披露的公平性，还可能掩盖企业实际经营状况，误导市场决策，甚至引发对企业是否存在利益输送、业务依赖等问题的质疑。因此，近年来监管也加强了上市公司关联交易的信息披露要求，提高了披露的透明度和详细程度要求，提出了实质穿透的要求，并加强了动态追踪和监控。

关联交易议案审议情况

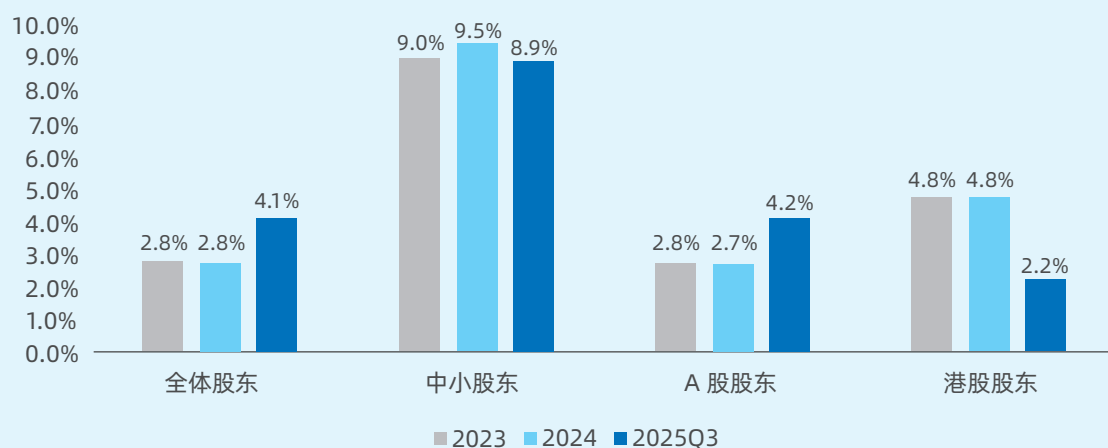
从 A 股股东大会中关联交易议案数量来看，全市场关联交易议案数占总议案量比例维持在 3-4% 左右，但关联交易议案的投票异议率呈现出更为敏感的变化，2023 年和 2024 年关联交易异议率稳定在 2.8%，但进入 2025 年后，这一比率跃升至 4.1%，是所有议案类型中异议率第二高的类别，说明股东尤其是中小股东（异议率高达 8.9%）对关联交易的审查态度趋于谨慎。

图 18：A 股上市公司关联交易议案数量及占比



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

图 19：A 股上市公司关联交易分股东类别投票异议率



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

特别关注：与关联财务公司业务往来及相关风险

财务公司作为非银行金融机构，其核心功能是服务集团内部成员单位，通过结算、存贷款、票据等业务实现资金高效配置。近年来，我国企业集团财务公司行业整体资产规模持续扩张，资产总额保持稳步上涨态势。一方面，财务公司作为集团内部资金管理平台，能够通过集中调配成员单位资金，有效提升整体资金使用效率并降低运营风险。但另一方面，这类交易也可能潜藏风险，且此类行为往往具有较强的隐蔽性加大了监督难度。正因如此，此类关联交易历来是监管机构重点关注领域。

我国对企业集团财务公司的监管体系经历了深刻的重构与升级，监管从相对粗放向精细化和功能化转变。2022 年 10 月，银保监会正式发布《企业集团财务公司管理办法（征求意见稿）》，首次对财务公司的准入标准、业务范围、公司治理、关联交易等进行系统性规定，明确要求财务公司必须“回归本源”，禁止开展投资金融机构、融资租赁、权益性投资等业务，并对存量业务提出有序退出的要求。随后，2023 年底国家金融监督管理总局（原银保监会）发布《关于促进企业集团财务公司规范健康发展提升监管质效的指导意见》，进一步强调“强监管、严监管”，把监管职责从银保监会向统一的金融监管总局集中，形成了“一把手”式的监管体系。2024 年 4 月，金融监管总局再次下发《促进企业集团财务公司规范健康发展提升监管质效的指导意见》，对财务公司的制度建设、风险分类、集团外融资、公司治理和风险处置等方面提出更细化的监管要求，标志着监管已进入全链条、全要素、全流程的深度监管阶段。企业集团财务公司作为持牌类非银行金融机构，受到中国人民银行、国家金融监督管理总局及派出机构等监管部门的监督管理。数据统计显示，近年来财务公司出发案件数量明显增加，一方面反映了监管的强化，另一方面也反映了财务公司不合规问题高发。

上市公司与财务公司之间的关联交易行为本身是中性的，取决于是否遵循“公开、公平、公正”原则——交易须经上市公司董事会和股东大会依法审议批准，确保交易条件符合商业原则；且交易信息必须充分披露，因为完整、准确的信息披露是投资者识别和评估关联交易相关风险的基本要求。

表 10：上市公司与财务公司关联交易的可能风险及关注事项建议

风险类型	释义	建议关注的事项
侵害上市公司 财务独立性与资金安全	集团可能出于整体利益，通过财务公司非公允地占用、挪用上市公司的资金，用于支持集团内其他经营不善的成员单位或高风险项目，使上市公司沦为集团的“提款机”。	<ul style="list-style-type: none"> • 财务公司的股权结构，持股方为上市公司还是集团公司 • 公司在财务公司的存贷规模及财务公司对上市公司存款的依赖程度
利益冲突与公允性	关联交易的定价公允性是关键，在存贷款业务中，财务公司可能通过高息贷款或低息存款盘剥上市公司利润的情况。	<ul style="list-style-type: none"> • 存贷利率是否合理
财务公司的风险传导	财务公司的经营状况与集团整体风险高度绑定，极端情况下，若财务公司因集团整体风险陷入流动性危机或破产，上市公司的存款将面临无法足额兑付的重大损失。	<ul style="list-style-type: none"> • 财务公司的资产负债情况
财务公司的违规经营	财务公司在贷款业务、票据业务、数据错漏报等方面存在着审慎经营管理问题	<ul style="list-style-type: none"> • 是否有过行政处罚

来源：嘉实基金整理

3.2

董事会治理

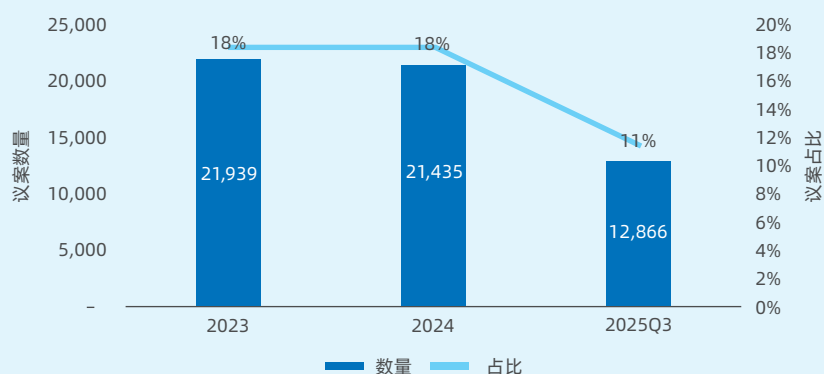
上市公司的规范治理与高效运作，离不开董事会这一核心机构的支撑。从董事会成员的遴选聘任、履职尽责，到日常运作机制的搭建完善，每一个环节都会对公司经营管理产生关键影响。而董事会的规范化运作实践，将为上市公司迈向高质量发展之路提供坚实保障。

新《公司法》显著强化了董事会在公司治理中的地位，获得了更广泛的职权，所有权的归属与经营权的行使进一步分离。董事会的职权不再完全源于股东大会的授权，强调了其权利来源包括法律、公司章程及股东会授权三种途径。同时，新《公司法》第 67 条删除了“董事会对股东会负责”的表述，改变了董事会对股东会负责、董事会是公司执行机构的论断，为董事会基于公司整体利益而非股东利益实施治理行为提供了合法性依据。在新《公司法》显著扩大董事会职权的背景下，股东会提名、选举和更换董事、监事变得更为关键。

董事提名与选举

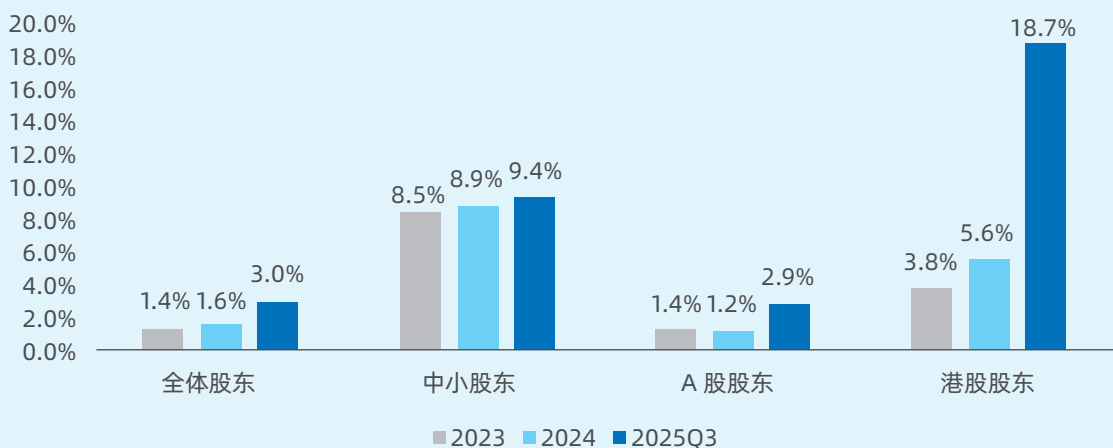
尽管新《公司法》仍未明确股东能否通过行使提案权来提名董事，但股东实践中可以通过临时提案权进行提名，新《公司法》将“临时提案权”的持股比例门槛由原来的 3% 降低至 1%，同时强调公司不能提高该持股比例限制。证监会发布的《上市公司独立董事管理办法》（下称《独董新规》）中提出，依法设立的投资者保护机构可以公开请求股东委托其代为行使提名独立董事的权利。截至目前，A 股已有两单投保机构公开提名独董案例落地^[3]。在实践中，中小股东更多是股东大会的在董监事任职提案上进行表决。截至 2025Q3，A 股上市公司针对董监事任职的议案占比 11.1%，仅次于规则设立与修订（占比 4.5%）、定期报告与经营事项（占比 11.1%）等议案成为今年议案数第三高的事项，也是全市场异议率第四高的议案。

图 20：A 股上市公司董监事任职议案数量及占比



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

图 21：A 股上市公司董监事任职股东类别投票异议率



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

我国早在 2002 年《上市公司治理准则》中规定了上市公司股东大会在董事选举中应积极推行累积投票制，2018 年修订的《上市公司治理准则》亦延续了上述规定。2005 年修订公司法时新增股份有限公司股东大会选举董事、监事时可以按照公司章程和股东会决议实行累积投票制的规定，该规定一直延续至今。累积投票制作为一种旨在保护中小股东利益的表决机制，改变了传统投票规则使股东能够集中使用其表决权。在累积投票制下，每一股份拥有与应选董事或监事人数相同的表决权数，股东可以将这些表决权集中投给一名候选人或分散投给数名候选人。这种制度设计打破了“一股一票”简单多数决的局限性，赋予中小股东更多的决策参与空间。在董事会换届选举方面，建立健全的轮换机制有助于避免形成“内部人控制”局面，当董事会选举采用累积投票制时，小股东有机会推选代表自身利益的董事进入董事会，这不仅有助于保护小股东权益，也能强化董事会对管理层的监督效能。

表 11：累积投票制的法律规范及适用条件

政策	规定
新《公司法》	股份有限公司选举董事、监事，可以按照公司章程或股东会决议，实现累积投票制。
《上市公司治理准则（2025 修订）》	单一股东及其一致行动人拥有权益的股份比例在 30% 及以上的上市公司选举董事、监事的，应当采用累积投票制。采用累积投票制的上市公司应当在公司章程中规定实施细则。

《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 1 号——规范运作（2023 年 12 月修订）

涉及下列情形的，股东大会在董事、监事的选举中应当采用累积投票制：（一）上市公司选举 2 名以上独立董事的；（二）上市公司单一股东及其一致行动人拥有权益的股份比例在 30% 以上。

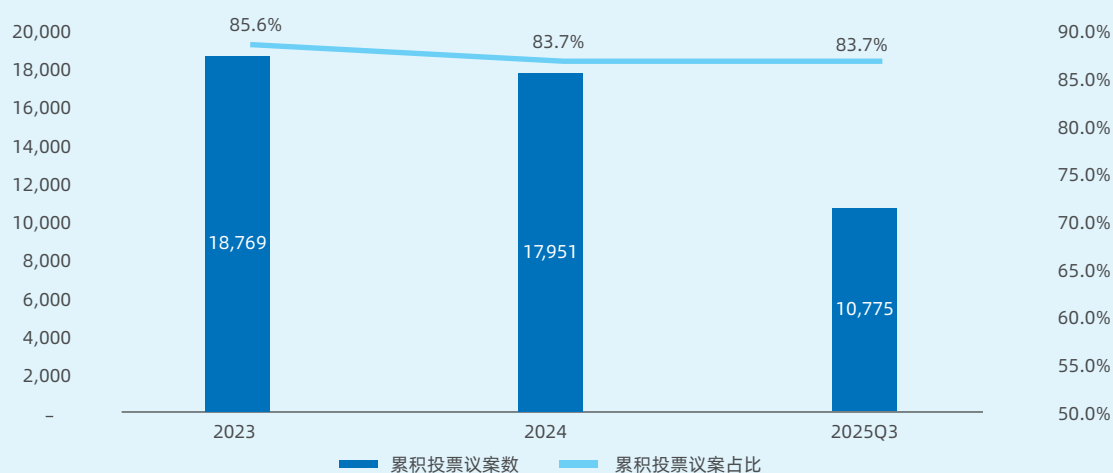
《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 1 号主板上市公司规范运作》（2023 年 12 月修订）

下列情形应当采用累积投票制：（一）选举两名以上独立董事；（二）单一股东及其一致行动人拥有权益的股份比例在 30% 及以上的上市公司选举两名及以上董事或监事。

来源：嘉实基金整理

累积投票制在 A 股上市公司董监高任职中已实现常态化应用，截至 2025Q3，83.7% 的董监高议案都依据规则进行累积投票。

图 22：A 股上市公司董监高任职议案中采取累积投票议案的数量及占比



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理

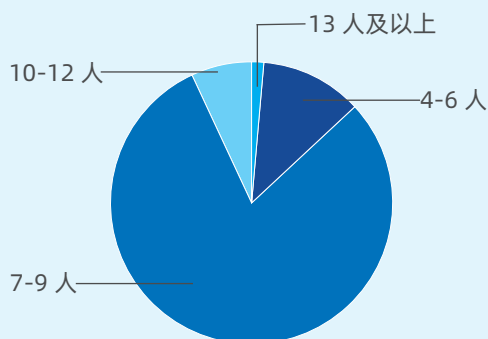
董事会独立性——从形式独立到实质独立

独董制度是上市公司治理结构的重要一环。近年来，政策层面系统性重塑了独立董事的角色定位、履职方式与问责机制，旨在使其从“形式独立”迈向“实质独立”，进而与董事会治理形成强大的正向协同效应。

2023 年 8 月份，证监会发布《独董新规》，这是独立董事制度自 2001 年建立以来的首次重大改革，对独立董事的任职资格、任职条件、工作职责、履职方式、履职保障与监督管理等均提出了更加严格、细化和全面的要求。《独董新规》要求独立董事占董事会成员的比例不得低于三分之一，且至少包括一名会计专业人士，上市公司应当在董事会中设置审计委员会，其中独立董事应当过半数；上市公司设置提名、薪酬与考核委员会的，独立董事也应当过半数。

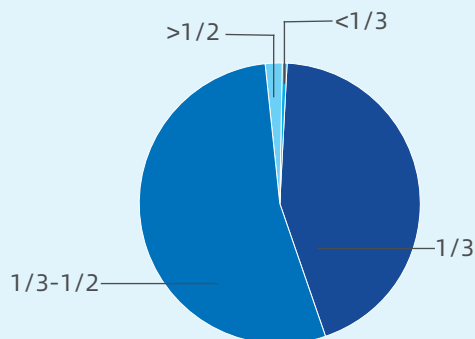
截至 2024 年底，A 股上市公司董事会规模分布在 4-17 人，80% 上市公司的董事会规模在 7-9 人；独立董事人数分布在 1-9 人，80% 的上市公司独立董事人数在 3 人。独立董事占董事会比例的均值为 38%。0.5%（25 家）的上市公司未达到证监会要求的不少于三分之一要求，54% 的公司独董比例超过三分之一但少于二分之一，44% 的公司独董比例为三分之一。

图 23：A 股上市公司董事会规模分布



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理，
截至 2024 年 12 月 31 日

图 24：A 股上市公司独董比例分布



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理，
截至 2024 年 12 月 31 日

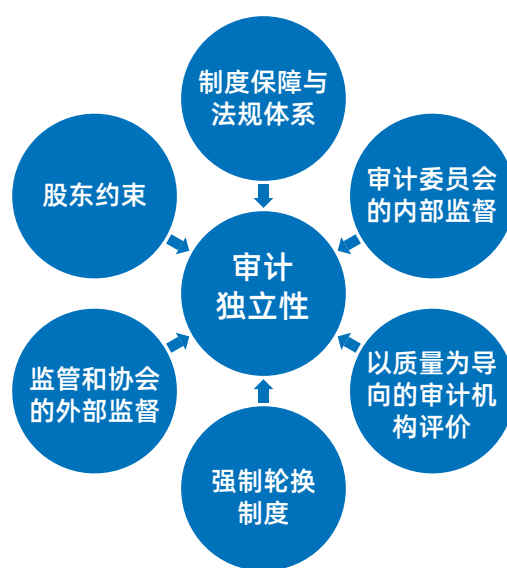
《独董新规》进一步明确了对独董的监督管理，以及独董应承担的法律责任。首先，上市公司、独立董事及相关主体违反《独董办法》规定的，中国证监会可以依法采取监管措施或者给予行政处罚。2024 年度，因违法违规被证监会（含派出机构）、证券交易所处罚处分及采取监管措施的沪深上市公司独立董事合计 85 名，人均罚款金额 49.13 万元^[4]，而 2024 年 A 股上市公司独立董事平均薪酬仅为 9.5 万元。从涉及案例数量来看，前四大违法违规行为分别为独立董事未监督财务报告真实性问题（17 例）、独立董事兼任家数披露不真实（14 例）、短线交易（14 例），以及未监督应当披露的关联交易及其他重大事项（5 例）。

3.3 审计质量与独立性

审计独立性作为审计业务的基石，是保障审计质量、增强财务报表信赖度的核心前提，更是审计机构勤勉尽责的要求。然而，随着经济业务复杂化、服务机构与客户合作长期化以及市场竞争白热化，审计独立性始终面临着经济利益、关联关系等多重潜在威胁。近年来国内外发生的一系列审计失败案例，其根源往往可追溯至独立性的缺失。审计独立性的构建与维护是一项多主体协同、全链条发力的系统工程，需依托外部监管、企业内部监督、审计机构自律、行业协会赋能及市场机制约束的多元联动，形成立体式保障体系。

从审计独立性的监管框架来看，相关规范持续细化且权威性不断提升，从职业道德约束逐步升级为行政规范性要求。2024 年 12 月，财政部发布了《中国注册会计师独立性准则第 1 号——财务报表审计和审阅业务对独立性的要求》并自 2025 年 7 月 1 日起施行，从“执业过程”划定注册会计师的执业底线，以刚性规则防范各类独立性风险，确保审计意见客观公正，同时为突出独立性要求在职业道德规范体系中的重要地位，将原本的协会职业道德形成专门的《独立性准则》，作为财政部行政规范性文件印发。审计机构作为核心责任主体，需建立全流程独立性感控机制，从经济利益申报与隔离、关键审计合伙人轮换、非鉴证服务边界划定，到项目质量复核与内部监督，将独立性要求嵌入审计业务全生命周期，确保实质与形式独立的双重落地。

图 25：审计独立性的内外部保障机制



来源：嘉实基金整理

审计委员会设置

压实审计委员会的内部监督职责。审计委员会是独立董事履职的关键平台，对上市公司财务信息、内部控制、内外部审计工作等发挥着重要的监督作用。中国上市公司协会发布《上市公司审计委员会工作指引》（下称《工作指引》），对上市公司审计委员会的人员构成、履职尽责、监督事项等作出具体规范化指导意见，于 2025 年 6 月 6 日发布施行。其中亮点要求如下：

- 在人员独立性要求上，《工作指引》充分贯彻落实独立董事制度改革要求，明确审计委员会成员“不得”在上市公司担任高级管理人员，且独立董事占比必须过半数，同时独立董事成员连续任职不得超过六年；
- 在审计委员会功能定位上，由《工作》之前的作为董事会内设且与监事会平行的专职财务监督机构，转变为兼顾监督公司财务和人员履职的替代监事会的机构，其职能内容更加丰富、充实，有利于提升上市公司的监督效果^[5]。

审计机构选聘

在外部机构选聘层面，董事会审计委员会需切实履行审计机构选聘、续聘、解聘的决策与监督职责，严格规避利益绑定风险，同时推动内部审计体系规范化建设，通过内部风控排查与内控优化，为外部审计提供坚实基础。2023年2月，财政部、国资委、证监会发布了《国有企业、上市公司选聘会计师事务所管理办法》（下称《选聘办法》）从“入口”规范会计师事务所的选择机制，以质量导向筛选具备专业能力与合规意识的机构。其中明确了审计委员会责任、事务所评价机制、审计费用及审计师轮换机制。

图 26：《选聘办法》重点

压实审计委员会的责任

- 明确审计委员会全程参与并监督，重点关注不合理换所、审计费用异常等风险点

完善会计师事务所的评价机制

- 质量管理水平的权重不应低于 40%，报价的权重不超过 15%。报价的权重由原来的不高于 20% 下降了 5%

细化实质性轮换制度

- 国有企业连续聘任同一会计师事务所原则上不超过 8 年，在履行必要程序后可适当延长，但连续聘任期限不得超过 10 年
- 审计项目合伙人、签字注册会计师累计实际承担同一公司审计业务满 5 年的，之后连续 5 年不得参与该公司审计业务

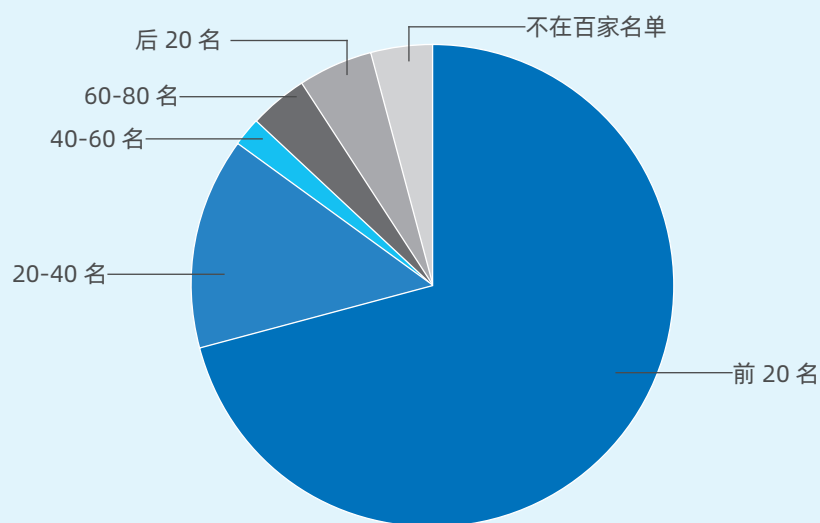
审计费用可动态调整

- 可以根据消费者物价指数、社会平均工资水平变化，以及业务规模、业务复杂程度变化等因素合理调整审计费用
- 较上一年度下降 20% 以上（含 20%）在信息披露文件中说明本期审计费用的金额、定价原则、变化情况和变化原因

来源：嘉实基金整理

以质量为导向的会计师事务所选聘，需要建立以质量为导向的评分标准。财政部于 2020 年 6 月发布的《会计师事务所质量评估和分级分类办法（征求意见稿）》针对会计师事务所质量的评分项共有六大方面：业务及人员规模情况（20 分）、专业胜任能力情况（20 分）、实质性一体化管理情况（25 分）、质量控制情况（15 分）、持续稳健运行情况（15 分）、信息安全情况（5 分）。过去几年，金融企业在会计师事务所选聘时大多参考财政部办法中列示的评分标准，中国注册会计师协会历年公布的百家会计师事务所综合排名也一直是大型央企、国企、上市公司审计业务招投标的重要参考。2024 年，全市场 71% 的 A 股上市公司选择了排名在前 20 名（包含）会计师事务所，仍有将近 10% 的上市公司选择了排名在后 20 名及不在百家名单中的事务所。

图 27：2024 年 A 股上市公司聘用的审计单位所处排名分布占比



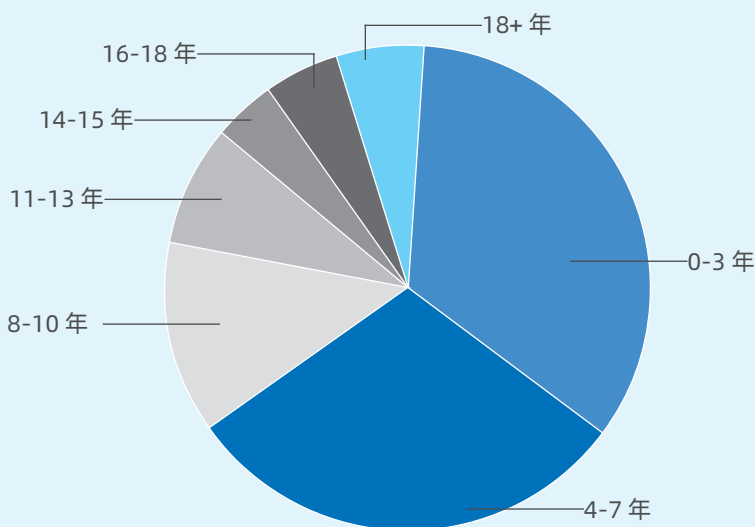
数据来源：《2023 年度会计师事务所综合评价百家排名信息》、Wind ESG、嘉实基金整理

审计机构轮换

外部审计机构的连续服务年限直接影响其独立性。虽然审计机构的合理轮换年限在理论界和实证界尚未形成一致结论，但若轮换年限过长，审计机构与被审计单位易形成长期利益绑定，滋生密切关系或经济利益导向的风险会削弱审计独立性；若轮换年限过短同样存在弊端，因为审计工作需要一定时间积累，频繁轮换会导致新审计团队始终处于适应期，可能因信息不对称遗漏关键风险点反而降低审计质量^[6]。目前对于审计机构轮换的规定为：国有金融企业 8 年强制轮换会计师事务所，国有企业最长可 10 年轮换，上市公司轮换年限并无要求。

截至 2025 年 4 月底，A 股上市公司共有 1123 家机构更换审计机构，而 2023 年仅有 519 家机构更换审计机构。从上市公司披露的原因来看，43% 称是因业务发展或审计需要，28% 的上市公司是按照有关规定进行轮换，23% 的企业称前任事务所提供审计服务年限较长或聘期届满，3% 则是因为原审计团队变更会计师事务所^[7]。虽未形成定论，但机构股东可以重点关注市场中审计机构超长期不更换及更换过于频繁的公司。截至 2024 年年报，全市场仍有 11% 的上市公司聘用的审计单位连续服务年限超过 15 年。

图 28：2024 年 A 股上市公司会计师事务所连续服务年限分布

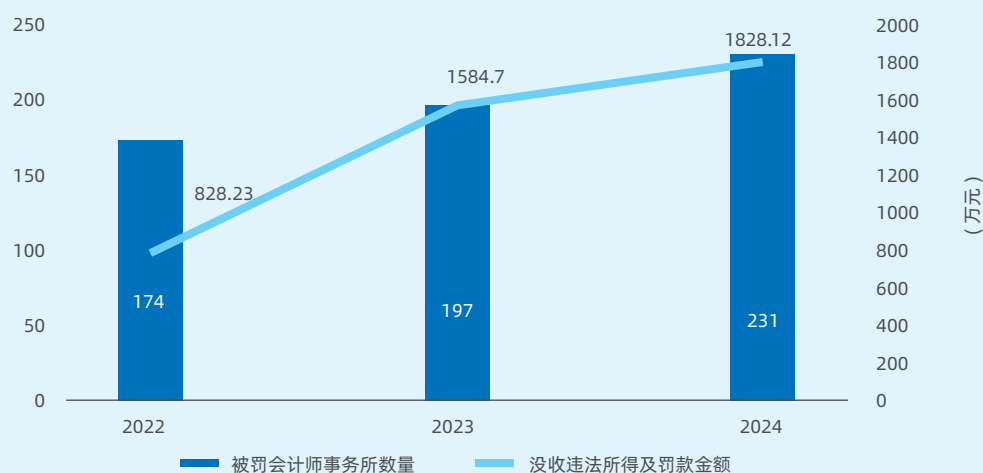


数据来源：Wind ESG、嘉实基金整理

审计机构监管

上市公司在选聘外部审计机构时，必须将审计机构的治理水平、合规记录、内控有效性等纳入核心评价标准。若审计机构自身存在内控薄弱、处罚频发，可能导致审计失败，甚至牵连上市公司承担信息披露责任和处罚。近年来，一些重大财务造假事件中不乏有会计师事务所的参与，监管持续加大对会计师事务所的监督力度，会计师事务所处罚频次和规模上升。2024 年，各地财政厅（局）共对 231 家会计师事务所作出行政处罚，同比增长 17%；其中 181 家会计师事务所被没收违法所得及罚款共计 1828.12 万元，同比增长 15%^[8]。加大对注册会计师行业的监督检查力度，不仅有效推动审计行业整体质量稳步提升，更能引导市场对审计机构的选择趋向谨慎与理性。

图 29：财政部财会监督处罚趋势（2022-2024）

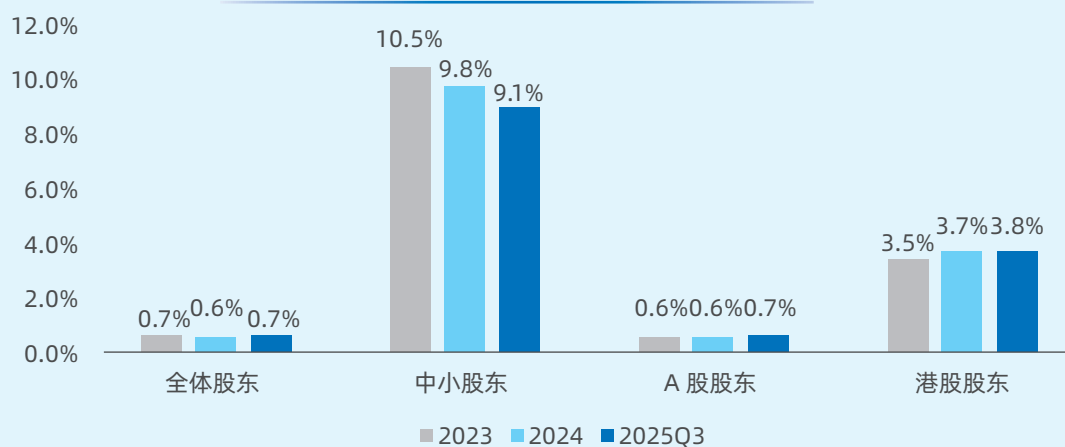


数据来源：财政部，嘉实基金整理

审计相关议案审议

来自股东的影响和约束作用对财报审计同样关键。投资者通过行使股东权利、关注审计合规性与信息披露，形成外部监督压力，推动市场资源向具备高专业性、高独立性的审计机构集中，以“优胜劣汰”倒逼行业生态优化。在异议率方面，审计相关议案的整体异议率三年间保持稳定 0.6%-0.7%，虽然显著低于资产购买与出售、关联交易等高争议议案，但中小股东对审计相关议案的异议率仍高达 9.1%。

图 30：A 股上市公司审计相关议案分股东类别投票



数据来源：Wind ESG，嘉实基金整理



第四章

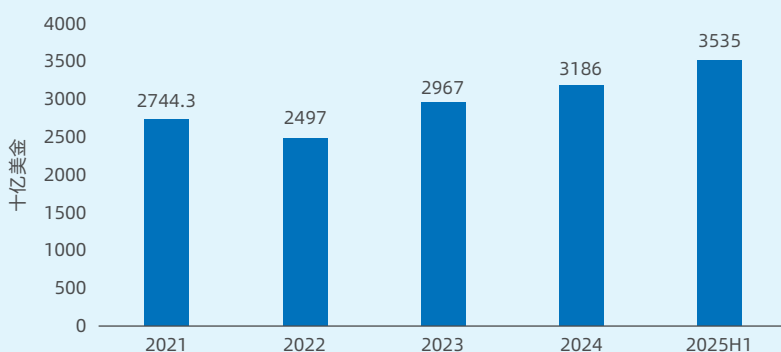
机构股东尽责管理路径及展望

4.1

机构股东尽责管理路径及趋势

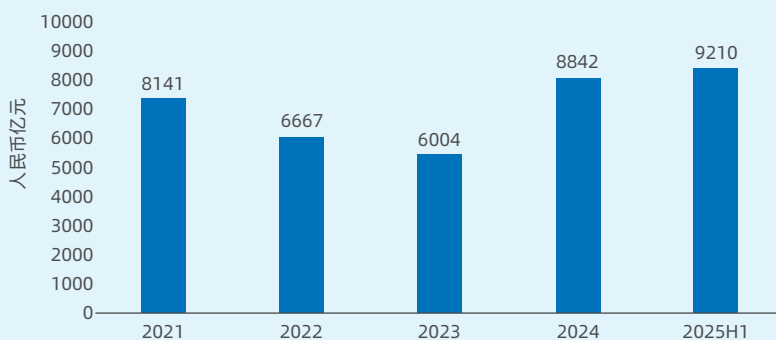
随着全球 ESG 基金市场规模不断增长，投资者特别是机构投资者的积极所有权行动将对上市公司治理和可持续发展水平提升发挥越来越重要的作用，成为推动上市公司可持续绩效提升的一大力量。据晨星数据统计，截至 2025 年 6 月，全球可持续基金的市场总规模已超过 3.5 万亿美元，创下历史新高。中国 ESG 投资起步虽然较晚，但发展势头迅猛^[9]。截至 2025 年 6 月，中国 ESG 相关基金（包含 ESG、可持续、环保、绿色、低碳、社会责任、治理等主题型及 ESG 策略型基金）的数量已为 732 只，总规模已高达 9210，相比 2023 年底低点增长 53.4%。

图 31：全球可持续基金规模（2021-2025H1）



来源：晨星，嘉实基金整理

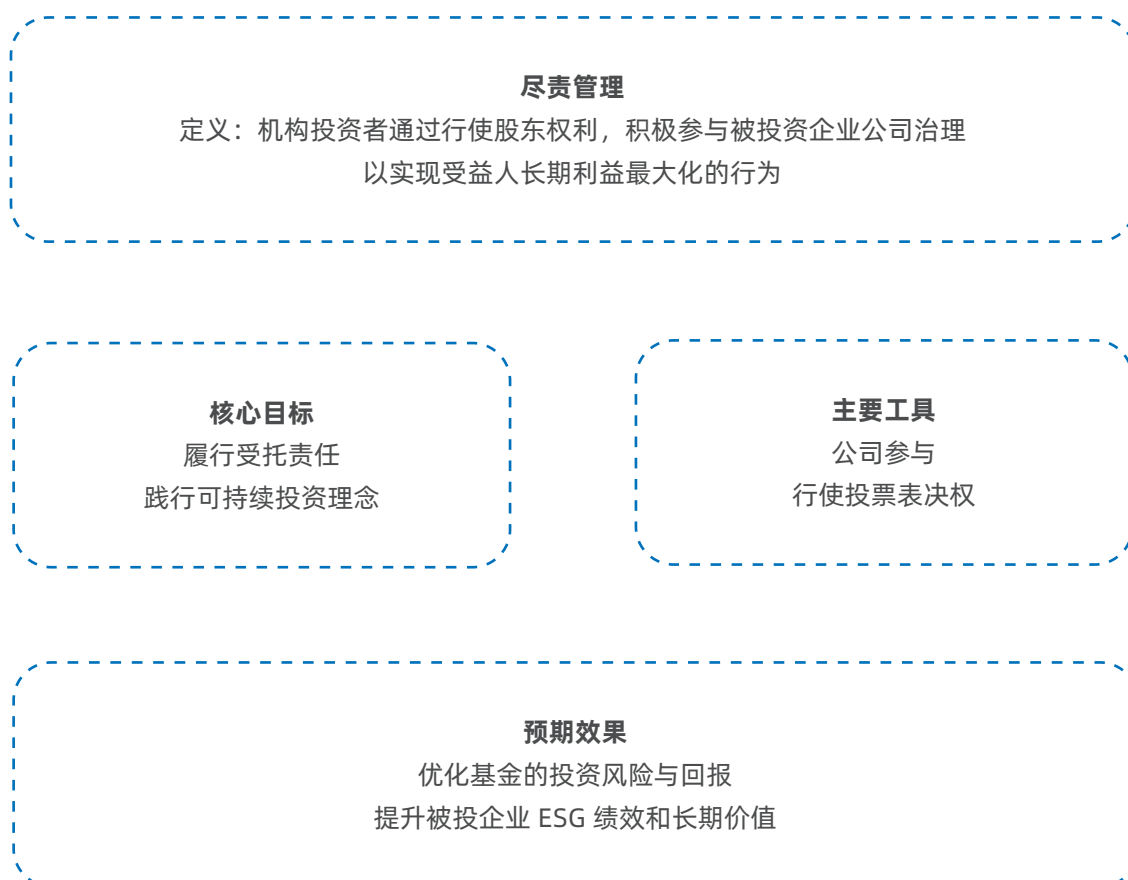
图 32：中国 ESG 相关基金规模



来源：Wind ESG，嘉实基金整理

越来越多的投资者意识到气候变化、员工权益和公司治理等议题对长期投资风险和收益的深远影响，将这些 ESG 因素纳入尽责管理流程，从而更全面的履行受托责任。尽责管理不仅有助于投资者降低风险，例如环境风险可能带来的运营成本上升或法律诉讼，以及公司治理不善所引发的腐败与不当行为，还能够有效提升被投企业的长期价值。通过推动企业优化经营和可持续发展战略、完善治理结构，尽责管理帮助企业增强应对市场变化的能力，提升产品竞争力，吸引优秀人才并提高品牌声誉。此外，借助股东提案、董事会沟通等途径，机构投资者可引导企业更加注重可持续发展，从而帮助其获得长期资本支持，增强市场信誉，吸引注重长期价值的投资者。通过将资本引导至符合可持续发展理念的领域，尽责管理也在推动经济体系向更低碳、更包容的方向转型。

图 33：尽责管理模式示意图



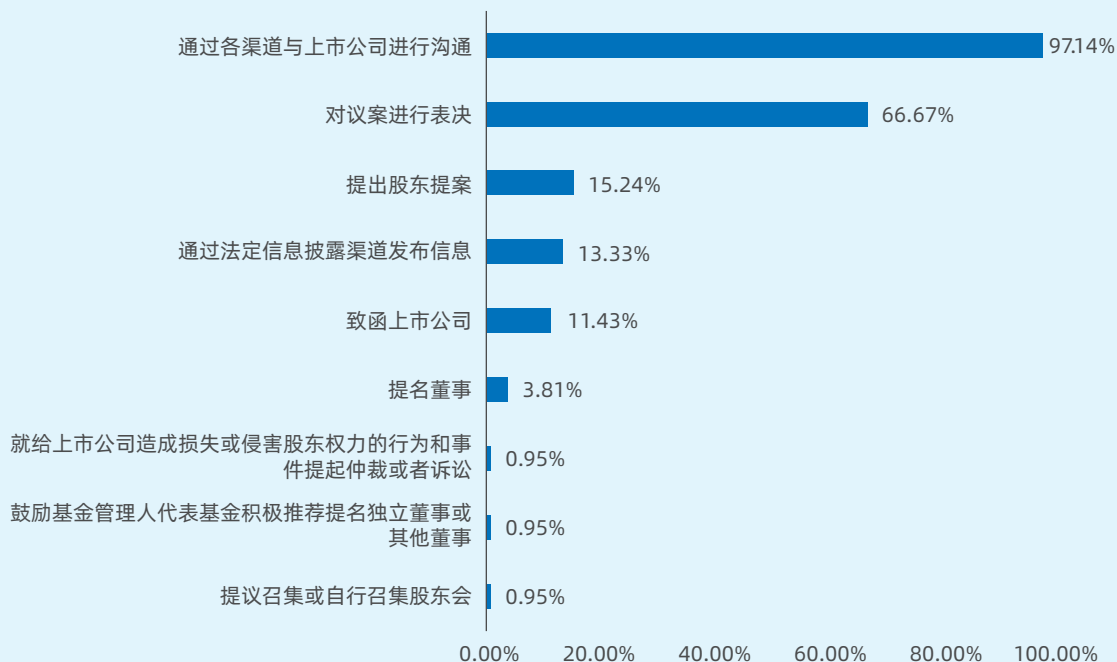
4.2

国内机构股东尽责管理实践及展望

在可持续投资快速发展的背景下，国内机构投资者逐步重视尽责管理并加大对 ESG 因素的关注。国内头部保险、公募基金、私募基金管理公司纷纷制定尽责管理相关制度体系，并加大参与投票和参与的力度。

据《2024 上市公司投资者关系工作年度报告》研究显示，从机构投资者参与公司治理的方式来看，普遍倾向于采用沟通和投票这两项基础性权利，2024 年有高达 97.14% 的机构投资者选择通过与上市公司进行沟通来参与治理，同时有 66.67% 的机构表示会在股东大会上对相关议案行使表决权。然而，诸如提交股东提案、发出正式函件、提名董事或监事等能够更深度介入公司治理结构的主动管理手段，在实践中的采用比例相对较低。从沟通关注点来看，31.93% 的机构表示会关注公司治理与制度建设情况，相比之下，明确将沟通重点放在 ESG 或可持续发展议题上的机构比例虽较前些年提升，但仍显著偏低，仅为 6.72%^[10]。这反映出机构投资者在与被投公司互动时，对 ESG 专项议题的主动关注和引导还有待加强。总体来看，尽责管理实践的广度和深度有待提升。

图 34：2024 年机构投资者参与上市公司治理的情况



来源：《2024 上市公司投资者关系工作年度报告》

在我国可持续投资理念、政策和实践不断深化的趋势下，我们相信国内机构投资者的尽责管理实践将开启新的篇章，将从形式合规逐步向实质创造转型。A 股市场的结构特点，给机构投资者的尽责管理实践造成多重挑战。A 股上市公司所有权普遍集中度较高，从而中小股东影响力有限；市场还缺乏明确且系统性的尽责管理专项法律法规或指引，上市公司 ESG 信息披露标准化不等，都增加了尽责管理实践成本。因此需立足本土市场特征与监管环境，将国际通行的尽责管理理念与中国特有的文化背景、治理结构及政策导向相融合，从而在中国市场构建起有效的尽责管理路径。

针对 A 股股权集中度高、中小股东话语权有限的特点，需对传统尽责管理工具进行本土化改造，循序渐进探索各类尽责管理的应用，如短期内以“沟通投票为主、鼓励提案”为核心工具，然后逐步拓展到提名董事、召集股东会等其他尽责管理工具。

针对中国市场多元所有制结构特点，可采取“分类施策、各有侧重”的管理策略。国有企业作为落实国家战略的核心载体，其 ESG 实践兼具“政策导向性”与“领先示范性”，尽责管理可以聚焦确保国有资本服务战略目标、防范合规风险、提升治理效能；民营企业是中国市场经济的活力源泉，但其发展呈现规模分化大、市场敏感度高、治理差异显著的特点，尽责管理可以聚焦治理升级与系统性风险管控。同时鼓励机构投资者以合作和联合的方式进行参与，尤其针对控股股东主导的市场格局，通过集体力量提升尽责管理有效性。机构投资者也可以转向赋能者，一方面帮助基础较薄弱企业实现 ESG 能力建设，另一方面在企业出海过程中帮助企业在扎根中国本土产业特征同时衔接全球可持续发展规则，将尽责管理从“监督逻辑”转向“价值共生逻辑”，进一步深化受托人责任。



4.3

嘉实基金尽责管理实践与发现

尽责管理是嘉实基金履行客户和最终受益人受托责任的核心要素，也是践行可持续投资理念的关键环节。嘉实基金主要通过投票表决、与发行人开展沟通参与、政策参与等方式实践尽责管理。嘉实基金持续完善投票系统与相关制度，不断提升投票率，积极履行参与上市公司治理的责任，促进了被投企业在公司治理与可持续发展方面的提升。

在公司参与方面，嘉实基金制定了参与计划，设定优先事项、参与对象、参与形式、反馈机制等，与标的公司开展ESG专项沟通，推动ESG管理意识和绩效提升，并通过深度挖掘企业的长期价值，赋能投研决策和投资业绩增长。2022年起，嘉实基金与上市公司就ESG议题的专项沟通参与频次逐年提升，沟通对象涉及多个行业。在委托代理投票方面，嘉实基金秉承基金份额持有人利益优先原则、专业独立判断原则、勤勉尽责原则、防范利益冲突原则等，重点关注董事与董事会选举、薪酬与激励、股东权利、股份变动、交易及担保事项、环境保护与社会责任等议案。2024年嘉实基金参与股东大会投票次数与参与投票议案数量分别同比增加46.4%、42.6%，推动被投企业不断改善实践。

作为国内首批系统性开展可持续投资的公募基金，嘉实基金积极作为，联合同业开展联合参与工作，针对重点公司牵头开展联合调研和参与项目，为可持续投资利益相关方等提供与企业进行ESG专项沟通和参与的机会和专业化平台，致力于推动ESG行业发展。自2024年起，嘉实基金联合多家合作方多次组织ESG企业专项调研活动，带动金融机构、协会组织、第三方服务机构、学术机构等各ESG生态参与方，通过企业ESG交流与专题研讨，深入了解企业ESG信息披露、治理情况，并探讨企业业务与可持续发展的协同发展、最终实现长期价值创造，为公募基金管理人参与上市公司治理、以及资本市场与企业良性互动提供了实践案例。

我们的ESG专项调研发现，企业普遍建立起完善的可持续发展治理架构，如在董事会层面设立了可持续发展或ESG专门委员会，并在执行层面有专门工作组、或跨部门协调机制推动具体工作落地；可持续发展报告披露率和规范性不断提升；企业气候风险管理意识普遍提升，特别是高排放行业的龙头企业普遍将降碳和绿色发展纳入未来发展战略，减排目标设定和碳核算有较大进步；公司治理方面，企业积极探索通过股票回购、优化分红、股权激励等方式提升投资者信心，形成与资本市场的良性互动。然而，调研也发现一些共性问题和挑战，如部分企业ESG披露仍以定性描述为主，定量指标有待提升；企业在平衡短期业绩压力与长期价值创造仍面临较大挑战。

相信通过长期、建设性的公司参与和更系统性的尽责管理实践，机构投资者能够更好的识别潜在投资风险和机遇，赋能和推动企业可持续发展战略的制定和执行；同时通过尽责管理促进资本市场非财务信息透明度提升，增强投资者对企业可持续发展能力的信心，进而引导资金向治理完善、高质量发展的企业集聚，服务国家绿色发展和可持续发展战略。

结语

本白皮书立足于中国资本市场从“高速增长”向“高质量发展”转型的核心阶段，通过对公司治理相关政策制度的全面梳理，以及对 A 股上市公司股东大会投票趋势系统性分析和机构股东参与治理行为的观察，清晰勾勒出公司治理生态演进的完整脉络，揭示了机构投资者在这一进程中的核心功能价值与未来方向。从制度基石到市场实践，从焦点议题突破到尽责管理探索，全面呈现 A 股上市公司治理的演进脉络与机构投资者的角色价值。

从股东大会投票行为所反映的治理实践来看，机构投资者持股集中度更高的公司，股东大会投票参与度越高，中小股东投票更加活跃同时异议相对较低。在公司治理的核心议题层面，关联交易、董事会运作、审计质量三大领域的规则升级与治理实践进一步深化。关联交易作为一把“双刃剑”，既可能实现资源协同也可能成为利益输送的渠道，监管也在强化关联交易审议规则提高合规标准的同时，加强了事前和动态监管，构建起全流程管控体系；市场层面，关联交易议案的异议率持续走高，中小股东对潜在风险的警惕与监管形成呼应。董事会作为公司治理的核心机构，其独立性与履职效能不断提升，新《公司法》对董事会职权的强化、《独董新规》对“实质独立”的要求，以及累积投票制的应用，推动董事会治理从形式合规走向功能有效。审计独立性的构建与维护是一项多主体协同、全链条发力的系统工程，需依托外部监管、企业内部监督、审计机构自律、行业协会赋能及市场机制约束的多元联动，形成立体式保障体系。

从机构投资者的尽责管理实践来看，全球可持续投资浪潮与国内政策引导共同推动机构参与治理的深度与广度不断拓展。尽责管理作为机构履行受托责任的关键，既能帮助投资者降低风险，也能推动被投企业优化战略与治理、提升长期价值，助力经济向低碳包容转型；国内机构投资者虽逐步重视尽责管理。作为国内首批系统性践行可持续投资理念的公募基金，嘉实基金通过完善投票制度、开展 ESG 专项沟通、联合参与等方式践行尽责管理。

站在资本市场高质量发展的全局视角，机构投资者的尽责管理也不仅限于股东权利行使，也是推动市场资源优化配置、服务实体经济的核心纽带。当机构能够持续通过“投票 + 沟通 + 提案”的多元方式，深度介入关键治理议题和 ESG 实践，引导上市公司从追逐短期业绩转向兼顾长期可持续发展，进而推动资本向治理完善、ESG 绩效优异的企业集聚。这一过程，既是 A 股市场治理生态系统升级的过程，也是资本市场更好发挥“稳定器”“压舱石”作用、助力国家绿色可持续发展战略的过程。本白皮书的研究价值，不仅在于呈现当下治理实践的现状，更在于为未来各方参与治理提供“有数据支撑、有路径可循”的参考。相信随着制度持续完善、机构深度参与、企业积极改进，A 股市场将迎来治理新生态，为中国经济高质量发展注入更强劲的动力。

参考资料

- [1] 中国上市公司协会，《2025 年上市公司可持续发展工作调查报告》，2025 年 8 月
- [2] 新浪财经，《2023 年度 IPO 问询函中涉税问题总体概览》，2024 年 2 月
- [3] 证券时报，《《上市公司独立董事管理办法》实施两周年 独董履职从“形式独立”走向“实质独立”》，2025 年 9 月
- [4] 中国上市公司协会，《独董新规执行简报》（第 5 期），2025 年 3 月
- [5] 上海证券报，《<上市公司审计委员会工作指引>发布，公司治理改革进入深水区》，2025 年 6 月
- [6] 《会计师事务所选聘若干问题的分析与建议》，中国注册会计师协会，2021 年 11 月
- [7] 中国注册会计师协会，《上市公司 2024 年年报审计情况快报（第八期）》，2024 年 5 月
- [8] 财政部，《中华人民共和国财政部财会监督检查公告（第四十八号）》，2025 年 3 月
- [9] 晨星，《全球可持续基金报告 2025 年第二季度》，2025 年 7 月
- [10] 中证中小投资者服务中心、资本市场学院、全景，《2024 上市公司投资者关系工作年度报告》，2025 年 8 月

风险提示

投资人应当认真阅读《基金合同》、《招募说明书》等基金法律文件，了解基金的风险收益特征，并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等判断基金是否和投资人的风险承受能力相适应。基金过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成本基金业绩表现的保证，文中基金产品标的指数的历史涨跌幅不预示基金产品未来业绩表现。基金投资需谨慎。投资需谨慎。本文件不构成任何投资建议或承诺。嘉实基金管理有限公司（以下简称“嘉实基金”）或嘉实基金的相关部门、雇员不对任何人使用本文件内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。嘉实基金在本文件中转载的第三方信息、报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表嘉实基金的立场，嘉实基金不对其准确性或完整性提供直接或隐含的声明或保证。

研究机构

嘉实基金管理有限公司

嘉实基金管理有限公司成立于 1999 年 3 月，是国内最早成立的十家基金管理公司之一，现已发展为具有“全牌照”业务的综合性国际化资产管理集团。嘉实基金构建了“投资须研究，研究即投资”的投研体系，至今已发展出覆盖精品股票、基石固收、Super ETF 指数投资、和资产配置的五大投资能力，截至 2024 年底各类资产管理总规模超 1.6 万亿。嘉实基金自 2018 年 3 月正式加入负责任投资原则组织，率先在国内组建了专职 ESG 研究团队，构建了本土化 ESG 评价体系和智能投研系统，并在国内外主流财经信息平台公开发布嘉实 ESG 评分。目前嘉实基金已将 ESG 系统性融入投资全流程，形成与国际标准接轨、并具有中国特色的可持续投研和产品体系，并积极开展尽责管理，推动企业转型和 ESG 绩效提升。

万得信息技术股份有限公司

万得信息技术股份有限公司（下称：Wind）是一家专业的金融软件服务提供商，总部位于上海陆家嘴金融中心，在全球有 48 个分支机构。Wind 在国内金融信息服务行业处于领先地位，是众多证券公司、基金管理公司、保险公司、银行、投资公司、媒体等机构的重要合作伙伴。万得在深入研究国际主流 ESG 标准框架的基础上，结合中国资本市场投资实践与中国上市公司内在特点，依托自身强大的数据能力，构建了以数据驱动为核心的 Wind ESG 评级体系。Wind ESG 评级已覆盖大中华地区超过 12,000 家公司主体，提供每日高频更新的 ESG 评分结果与权威 ESG 评级结果，帮助用户将 ESG 数据与政策制定、基本面分析、量化投资、风险管理、指数编制等进行深度整合，获得了从监管到金融机构到上市公司等各类主体的广泛认可和赞誉。

研究团队

嘉实基金

罗晓凤 韩晓燕 宋奥琳

Wind ESG

费雨霏 董德尚 潘宇桐



通讯地址：北京市朝阳区建国门外大街 21 号
北京国际俱乐部 C 座写字楼 12A 层

电 话：010-65215588

邮 箱：hfmesgyjb@jsfund.cn



官方微信



通讯地址：上海市浦东新区浦明路1500号万得大厦

电 话：021-20700800*81814

邮 箱：gr.esg@wind.com.cn



官方微信