

破局·发声·重塑

2025年

中国资本市场股东会
表决深度洞察



南方基金
SOUTHERN ASSET MANAGEMENT



紫顶

执行摘要

推动上市公司高质量发展是新时代资本市场的核心主题，完善公司治理是实现高质量发展的根本基石。股东会作为上市公司治理的核心，股东表决行为、异议表达与行权参与，既是股东权利觉醒的直接体现，也是驱动公司治理迭代升级的核心力量。

2025 年 5 月，随着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》（“《管理规则》”）的出台，中国本土公募基金正加速从“用脚投票”迈向“主动发声”，这也标志着中国资本市场机构股东“积极行权”迈向了制度化发展的新阶段。

在这样的时代背景下，南方基金作为公募基金参与上市公司治理的坚定先行者，联合中国本土的第三方投票咨询机构紫顶股东服务（“紫顶”），共同发起并撰写了 2025 年度白皮书，我们也将以此为起点，持续追踪并全景刻画中国资本市场股东表决与公司治理的演变趋势。

2025 年度我们的核心洞察如下：

- 股东会生态重塑：**信披透明度成为表决分歧的关键。2025 年，中证 800 指数公司股东会召开频次继续上升，临时股东会增加尤为明显。监管驱动下的规则修订议案激增，信披瑕疵引发外资机构与中小股东高比例异议，推动股东会向透明披露迈进。
- 董事会监督发力：**董事履职从“走过场”至“动真格”。2025 年共有 130 家上市公司董事会决议出现明确异议表达，异议事项集中在治理架构调整、财务审计结果认定等领域，异议理由则主要指向信息披露不足、决策程序瑕疵、合规风险等。独立董事开始运用督促函、独立聘请中介等多种工具行使监督职权，筑牢前置防线。

- **第三方投票顾问专业赋能：**争议聚焦关联交易、投资并购与资本管理。紫顶 2025 年投票建议异议率为 5.13%，其中关联交易、投资与并购、资本管理类议案异议率居前。此类议案往往涉及控股股东与中小股东之间的利益平衡、资产定价公允性以及资金使用效率等。第三方投票顾问通过独立、系统的议案评估，为机构投资者理性行权提供参考，也推动市场对关键治理议题形成更清晰的判断框架。
- **股东发声仍然不易，但中小股东的实质影响正在被看见。**2025 年，A 股公司股东会共有 427 项议案未获通过，合并后涉及 177 个核心事项，集中在董监事选举，章程修订，日常关联交易等领域。未通过议案背后，控制权争夺仍是重要驱动因素；但在关联交易、薪酬方案、股权融资等事项中，中小股东在大股东回避表决后

形成的否决结果，体现出更具实质意义的治理约束。同时，全年真正反映中小股东独立诉求的股东提案仅 85 项，说明主动发声的制度空间虽已存在，实践基础仍有待扩展。

- **机构股东的尽责管理正在成为连接资本与治理的关键机制。**南方基金依托“研究评估—企业沟通—投票决策—投后跟踪”的闭环流程，将议案分析、ESG 评价、企业沟通和表决执行纳入系统化管理。其经验表明，负责任的机构行权并不止于投出一张票，更在于表决前的充分研究、与上市公司的建设性沟通，以及表决后的持续跟踪。通过长期、专业、克制而坚定的参与，机构投资者能够在维护持有人利益的同时，推动被投企业治理水平和长期价值同步提升。

依托表决权这一市场化抓手，与上市公司开展良性沟通，在分歧中寻求共识，是推进治理提升的关键所在。本报告旨在通过全景式的深度洞察，为中国资本市场的治理前行提供机构视角的实践启示。

目录

CONTENTS

01	全景扫描	2025 年 A 股股东会投票趋势	01
02	防线前置	董事会中的异议表达与治理监督	06
03	紫顶洞察	关键议案的争议与投票建议	11
04	股东发声	未通过议案与股东提案剖析	16
05	机构股东行动	以尽责管理推动价值创造	21

| CHAPTER 01

全景扫描

2025 年 A 股股东会投票趋势

2025 年，中国资本市场公司治理改革纵深推进，股东会作为上市公司治理的核心决策平台，其表决行为、股东参与度与异议表达，已成为映射市场生态变革、股东权利觉醒、治理机制优化的关键标尺。该部分以中证 800 指数成分公司为观测样本，从五大维度系统捕捉 2025 年 A 股股东会投票的年度趋势与结构变化。

开会频次：临时会议驱动总频次上升，季节性特征显著

近年来，A 股上市公司的治理活跃度持续提升。数据显示，2025 年中证 800 指数公司平均召开股东会的次数同比上涨 9%，达到平均每家公司 3.42 次。这一增长的核心驱动力来自临时股东会的显著增加，由 2023 年的 1,497 场激增至 2025 年的 1,934 场，增幅高达 29.2%。对于专业的机构股东而言，深度研究并审慎投票的难度也随之提升。

图表 1：中证 800 指数公司股东会召开次数

年份	年度会议	临时会议	总会议数	平均每家公司
2023	800	1,497	2,297	2.87 次
2024	800	1,708	2,508	3.13 次
2025	800	1,934	2,734	3.42 次

数据来源：紫顶研究，南方基金 ESG 团队

从时间分布看，A 股市场股东会召开呈现高度规律性的 "一大三小" 投票高峰格局：

- **年报季（4-6 月）**：全年最集中的投票季（Proxy Season），年度股东会密集召开，涉及年度报告、利润分配、董事选举等核心治理事项；
- **半年报季（9 月）**：第一个小高峰，在半年报披露截止日后的一个月，多涉及中期利润分配、股权激励等；
- **三季报季（11 月）**：第二个小高峰，在三季报披露截止日后的一个月，常与重大资产重组、融资安排等事项叠加；
- **年度 / 年初（12 月 - 次年 1 月）**：第三个小高峰，主要聚焦来年战略规划、年度担保 / 日常关联交易安排、治理架构调整等。

图表 2：中证 800 指数公司股东会召开时间分布

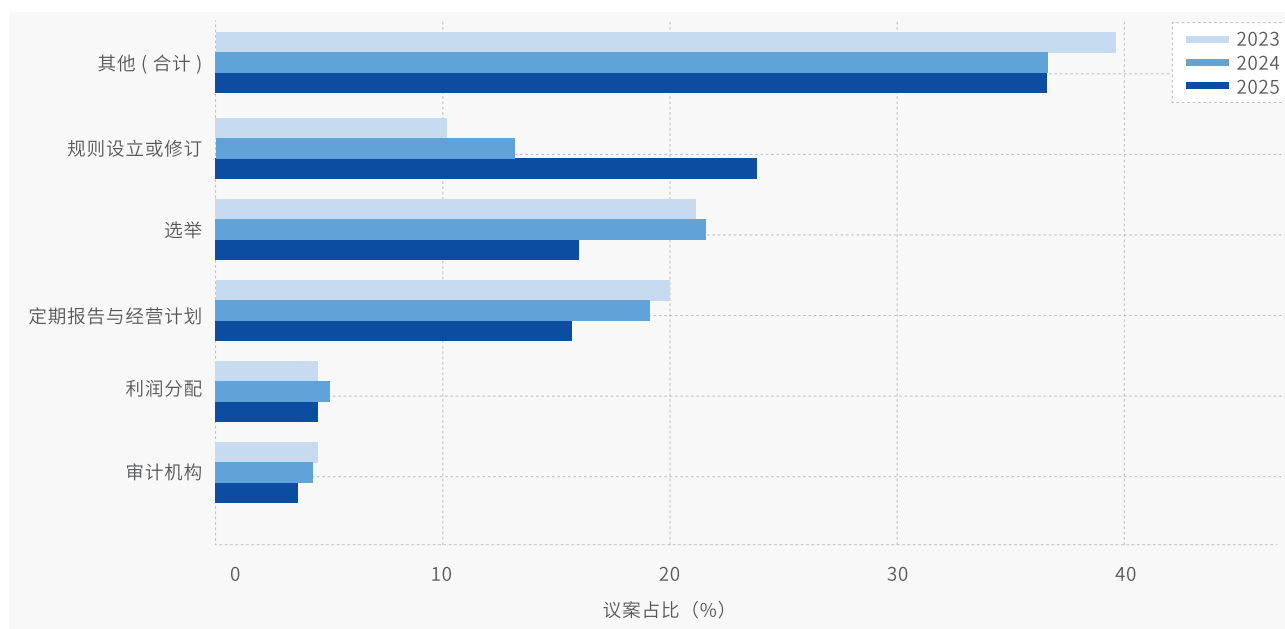


数据来源：紫顶研究，南方基金 ESG 团队

■ 审议事项结构演变：“规则修订”激增，“选举”类退潮

从议案类型的结构来看，2025 年的 A 股股东会呈现出两个显著变化：**一是规则修订类议案大幅增加**。这主要源于 2025 年监管层面推动的上市公司治理机制调整，其中最突出的是取消监事会的改革要求。为适应新的治理架构，大量公司需集中修订公司章程、股东会议事规则、董事会议事规则等内部制度，导致规则类议案数量攀升。**二是选举类议案明显回落**。随着监事会制度的取消，监事选举议案大幅减少，直接拉低了选举类议案在总议案中的占比。这一变化反映了治理架构精简后的结果，取消监事会并非削弱监督，而是将治理重心向董事会和独立董事倾斜。

图表 3：中证 800 指数公司股东会审议议案数量 TOP5



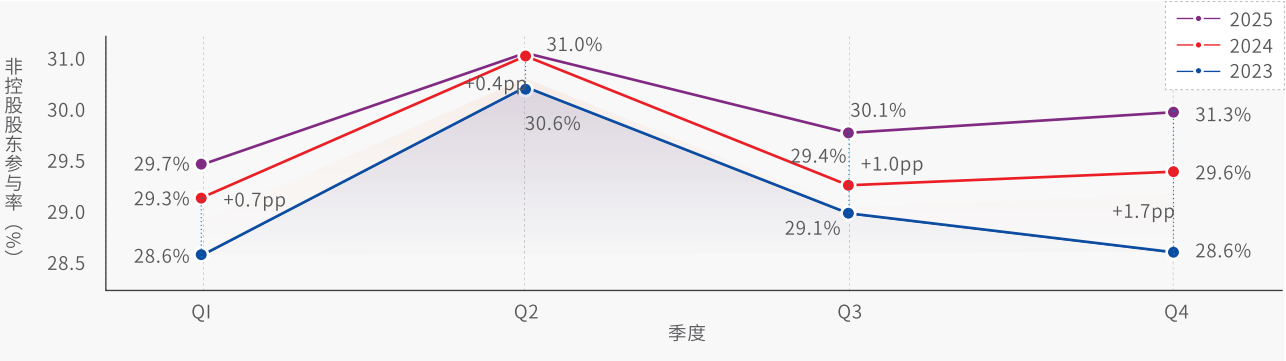
数据来源：紫顶研究，南方基金 ESG 团队

■ 股东参会意愿：整体微升，新规激发非控股股东 Q3-Q4 参与热度

在参会率方面，中证 800 指数公司的整体股东参会率由 2023 年的 52.1% 稳步提升至 2025 年的 54.5% (+2.4 个百分点)，非控股股东（中小股东）参会率亦由 29.6% 升至 30.4% (+0.8 个百分点)，均呈现出小幅提升的稳健态势。

从季度维度来看，我们发现，非控股股东参会率的改善幅度呈现出明显的“前低后高”特征：2023 至 2025 年间，Q1 和 Q2 的参会率分别仅提升 0.7 和 0.4 个百分点，而 Q3 和 Q4 则分别提升了 1.0 和 1.7 个百分点，改善力度显著加大。这一节奏性变化，我们推测与中基协于 2025 年 5 月发布的《管理规则》具有高度关联性——“新规实施后非控股股东参与率在 Q3 有所提升，至 Q4 进一步强化，该变化与监管推动方向呈现较高一致性”，至 Q4 进一步强化，表明监管引导正切实转化为机构投资者积极行使表决权的动力。

图表 4：中证 800 指数公司非控股股东季度参会率趋势（2023-2025）



数据来源：紫顶研究，南方基金 ESG 团队

■ 异议焦点解析：修订规则类议案反对率居首

异议率（Dissent Rate，即反对率与弃权率之和）是观测股东与管理层治理分歧的敏感指标。2025 年，中小股东异议率最高的五类议案依次为：修订规则、担保与财务资助、股权激励、日常关联交易（金融服务）、董事会授权。

图表 5：中证 800 指数成分股公司股东会平均异议率

议案类别	全体股东平均异议率 (%)			中小股东平均异议率 (%)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
规则设立或修订	2.13	2.14	2.05	17.17	16.72	17.77
担保与财务资助	2.44	2.62	2.18	13.52	14.31	13.13
激励计划	4.57	2.99	3.15	16.26	11.49	12.40
日常关联交易（金融服务）	12.83	10.81	9.9	16.18	13.27	12.27
董事会授权	3.34	2.28	3.68	9.44	6.53	10.25
投资	1.54	0.93	1.07	8.72	6.55	7.37
股权融资	2.62	4.52	2.11	6.72	13.1	6.62
债务融资	0.97	0.9	0.97	6.48	4.62	6.12
其他	2.2	1.76	1.76	6.22	4.86	5.92
资产购买与出售	2.81	2.54	3.16	7.8	4.05	5.66
薪酬方案	0.48	0.63	1.18	3.18	2.73	4.62
选举	1.3	0.66	0.65	3.06	3.32	4.46
审计机构	0.69	0.87	0.49	2.85	3.83	4.13
定期报告与经营计划	0.37	0.3	0.35	2.61	2.37	3.63
日常关联交易（经营性）	1.2	1.34	1.57	1.69	2.33	3.53
利润分配	0.2	0.38	0.27	1.81	1.72	2.85
股份回购	0.13	0.13	0.34	1.44	1.03	2.19

数据来源：紫顶研究，南方基金 ESG 团队

其中，**规则设立或修订类议案**遭遇的反对最为集中，且反对声音主要来自外资机构投资者。而这背后的深层原因在于，部分上市公司在提交修订规则类议案时，未提供“修订对照表”，部分外资机构认为公司信息披露不充分，基于审慎原则往往直接采取反对立场。

令人欣慰的是，投资者的表决行为正在发挥积极效用，切实促使部分上市公司优化信披机制。以某智能制造领域企业为例，其在 2023 年年度股东会审议《董事会议事规则》等 3 项规则修订时，因缺失修订对照表，中小股东平均异议率达 30%。2025 年，该公司在审议《股东会议事规则》等 5 项规则修订时，详细披露了修订对照表，并成功将中小股东异议率降至 1% 以下。由此可见，提升披露透明度是化解股东表决分歧的有效手段。

■ 股东沟通：破局之道，以良性沟通推动治理提升

需要强调的是，异议意见并非机构投资者与上市公司之间的零和博弈或对立冲突，而是治理价值发现的开端，是促成建设性对话的“敲门砖”。在现代公司治理框架下，行使否决权往往不是最终目的，其核心诉求是通过有效发声引起管理层的重视。

事实上，越来越多的负责任机构投资者在议案披露初期，一旦识别出潜在风险或不合理之处，便会第一时间启动与上市公司的深度沟通。这种机制也帮助公司审视决策盲区，进而在方案落地前进行动态优化。可以说，良性的股东沟通正在将传统的“用脚投票”，转变为“用手投票”与“积极发声”相结合的主动参与模式。

案例

公司积极倾听市场声音，优化股东回报

2025 年，A 公司抛出一项大额对外投资的重大议案。该计划迅速引发中小股东的高度关注，核心关切聚焦于两点：其一，该投资项目难以对公司主业产生直接的收益赋能；其二，鉴于公司过往股利支付率长期维持在较高水平，市场普遍担忧此类长周期、重资产的资本开支将动摇公司的高分红逻辑。

随着股东声音的持续发酵，公司管理层积极响应市场诉求。在股东会召开前夕，公司主动补充发布了未来五年的股东回报规划，明确承诺年度现金分红比例继续保持在与过往同等的高水平；同时，控股股东亦同步出具增持承诺，拟大额出资增持公司股份，通过真金白银稳固市场预期。

这一案例表明，中小股东的积极发声成功向管理层传递了资本市场的核心诉求。这种良性的股东参与，有效促使上市公司在重大治理与决策中审慎平衡各个利益相关方的权益，向高质量发展迈进。

资料来源：紫顶根据公开信息整理

| CHAPTER 02

防线前置

董事会中的异议表达与治理监督

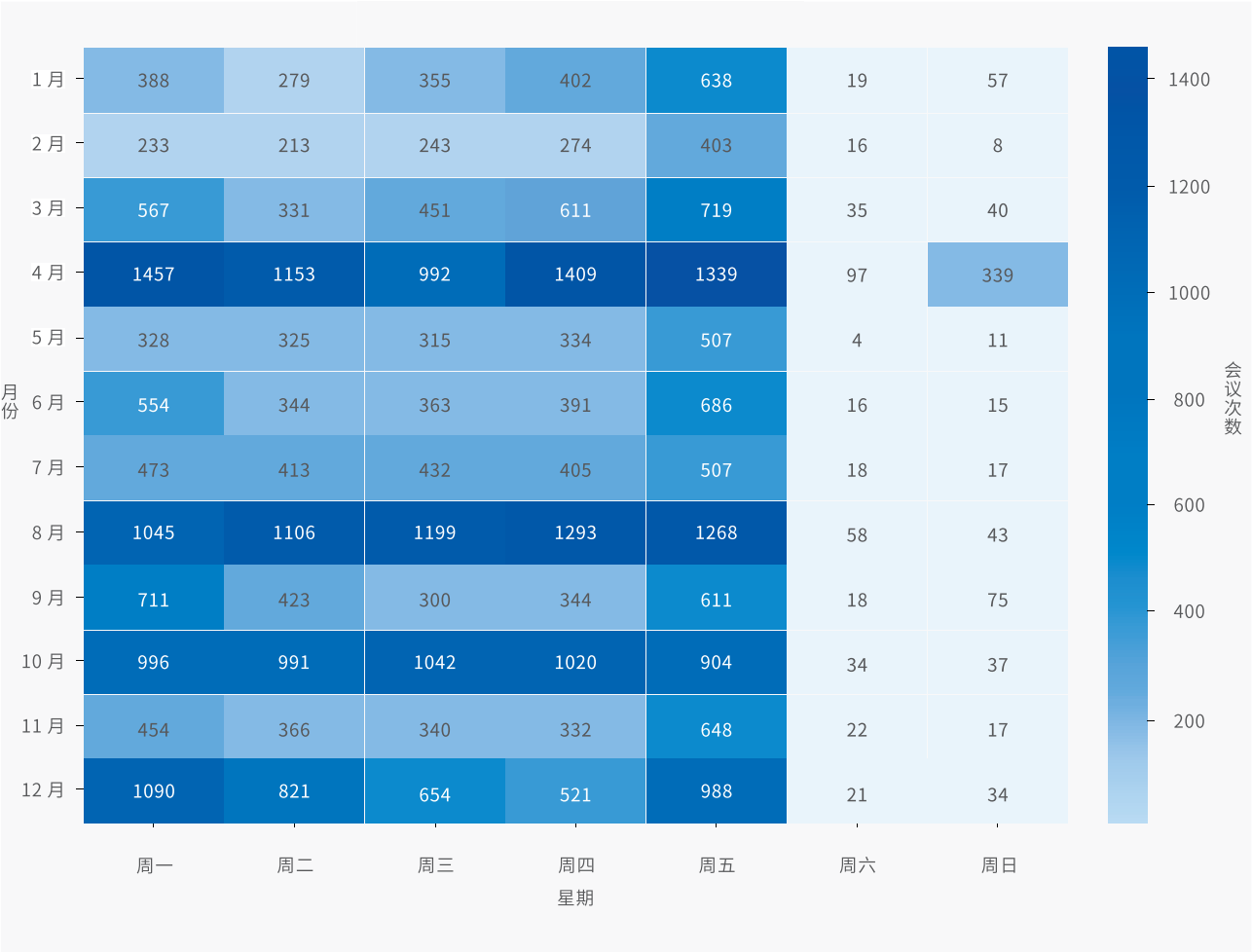
董事会作为公司治理的核心枢纽，是任何议案提交股东会审议前必须跨越的“前置防线”。如果说股东会的表决是资本市场对公司治理的最终定调，那么董事会内部的质询与博弈，则是将治理风险化解于未然的关键。本部分将视线前移，围绕董事会召开、董事参会、董事异议行为、独立董事履职四大维度，还原董事会层面的履职特征与监督实效。

董事履职频次：年均开会约 7 次，报告期是会议高峰

在全面注册制及强监管常态化背景下，A 股董事会保持着较高的议事频率。根据紫顶统计，2025 年 A 股 5,714 家上市公司全年共披露 39,352 次董事会决议。全市场董事会召开次数的中位数为 7 次，平均为 6.9 次¹，表明“双月一会”已成为大多数 A 股公司的治理常态。

在月度分布上，董事会会议与法定信息披露节奏高度同频，呈现出显著的“财报季驱动”特征：4 月（年报与一季报期）与 8 月（半年报期）是全年的两大绝对高峰，单月会议量分别高达 6,786 次与 6,012 次。这表明，定期报告的审核与相关的各项配套议案，构成了董事会履职的核心基本盘。

图表 6：A 股公司董事会召开数量及时间分布热力图



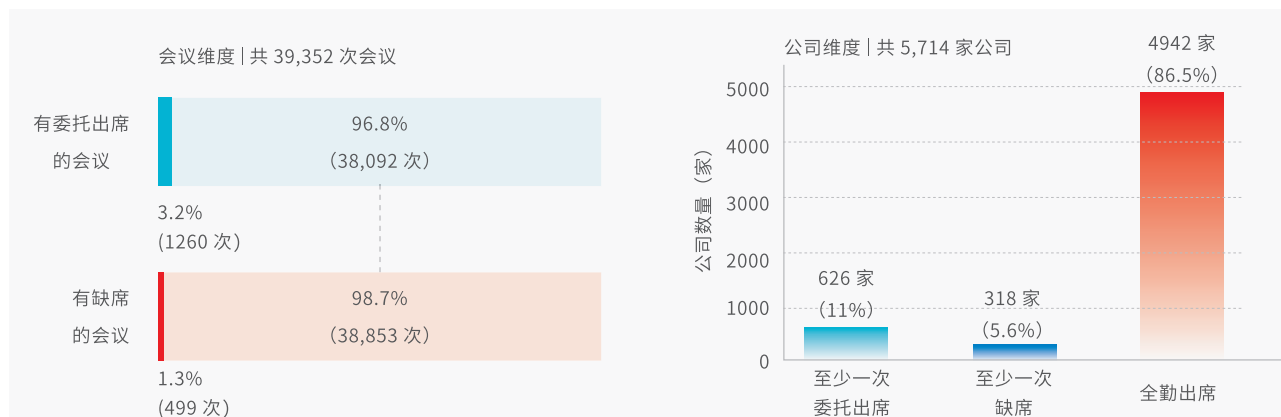
数据来源：紫顶研究，南方基金 ESG 团队

¹ 根据监管规则，北交所与上交所科创板上市公司可以豁免披露部分董事会决议。分板块数据来看，2025 年，上交所主板与深交所上市公司董事会平均开会次数为 7.52 次，科创板为 4.23 次，北交所为 4.2 次。

董事参会纪律：尽责履职是主流，仅 3.9% 会议出现委托出席或缺席

现行 A 股监管规则对董事会出席率及履职规范提出了非常严格的要求。统计显示，绝大多数董事能够恪守勤勉尽责义务。2025 年全市场的董事会会议中，仅有 3.2% 的会议涉及董事委托出席，1.3% 的会议出现董事缺席的情况，考虑会议重叠情况后只有 3.9% 的会议出现了委托或缺席情况。整体来看，董事履职均较为积极。

图表 7：A 股公司董事会委托出席与缺席情况

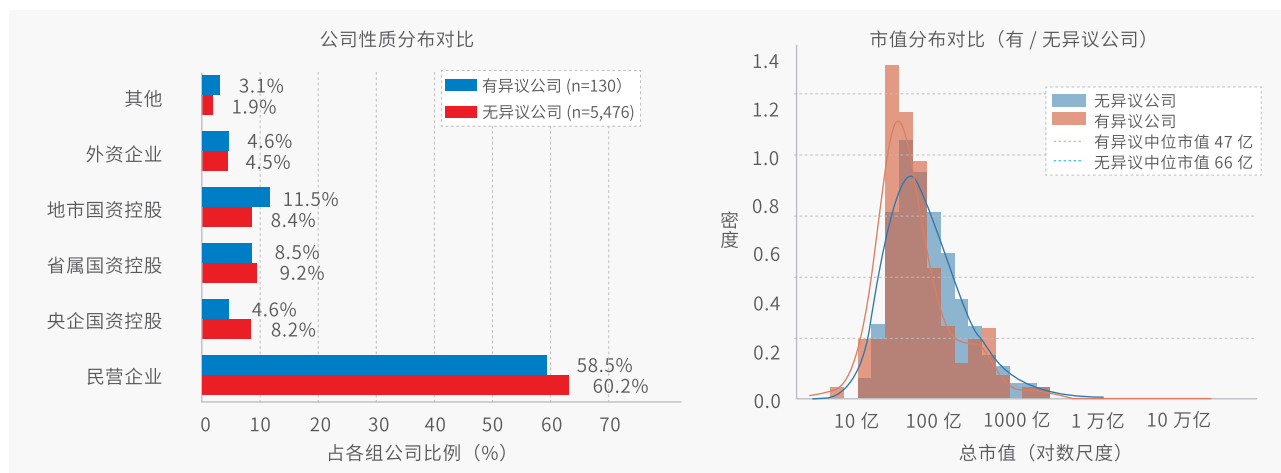


数据来源：紫顶研究，南方基金 ESG 团队

董事异议：130 家公司董事发声，治理与信披为核心分歧点

董事异议是董事会监督功能最直接的体现，代表内部决策层的独立判断与制衡力量。2025 年，A 股共有 130 家公司的董事会在决议中出现了明确的“异议表达”，共计产生 1,150 条异议意见，其中反对票 583 条，弃权票 567 条。紫顶统计发现，这些董事会异议主要集中产生于民营企业中，且市值规模偏小，中位数仅为 47 亿元。可见，中小市值的民营公司在治理规范度、利益分配均衡度上往往面临更大的内部摩擦。

图表 8：A 股公司董事会异议公司画像

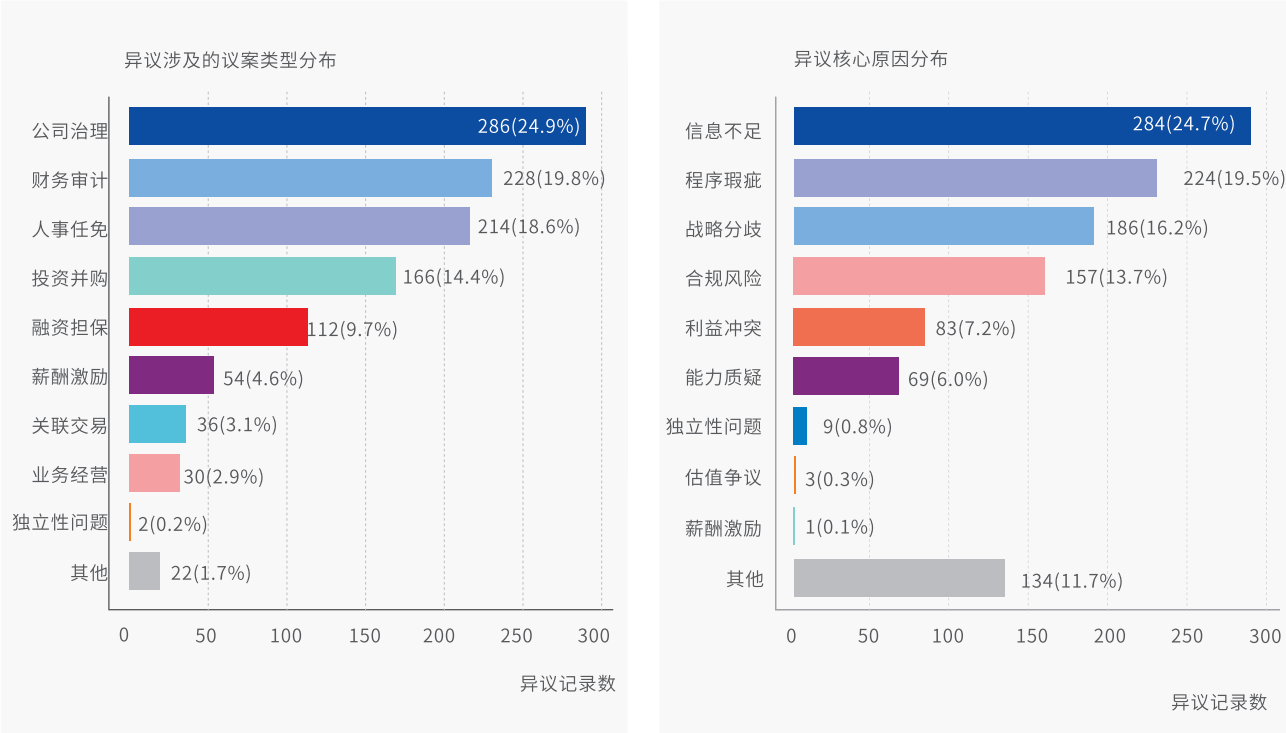


数据来源：紫顶研究，南方基金 ESG 团队

进一步剖析董事投出反对或弃权票的底层逻辑，我们发现：

- **从议案类型来看：**异议高发区并非具体的业务经营事项，而是集中在核心治理与监督领域。排名前三的依次为：公司治理架构调整（24.9%）、财务审计结果认定（19.8%）、以及高管人事任免（18.6%）。
- **从核心动机来看：**根据上市公司披露，董事提出异议的主要动因，高度集中在“合规与程序正义”层面。数据显示，信息披露不足（24.7%）和程序存在瑕疵（19.5%）以及合规风险担忧（13.7%）占据了超过半数的异议原因。

图 9：A 股公司董事会异议议案类型及原因分布



数据来源：紫顶研究，南方基金 ESG 团队

在过去的治理语境中，董事会内部发表异议意见的情形较为少见。伴随新《公司法》落地实施，董事监督职责持续强化，履职压力与合规挑战随之提升。董事投出异议票，既是其恪守勤勉尽责义务、搭建免责自保的理性选择，也是倒逼公司完善内部治理、提升治理质效的重要抓手。

独立董事履职：丰富履职工具，中小股东代言人责任强化

董事会中，独立董事的重要性不言而喻。2023 年国务院办公厅印发《关于上市公司独立董事制度改革意见》、证监会出台《上市公司独立董事管理办法》（“独董新规”），进一步明确了独董在上市公司中所发挥的监督制衡定位，也丰富了独立董事履职的“工具箱”。以下是实践中我们看到独立董事所运用的五大工具：

- **工具 1：独立董事督促函。**2024 年以来，共有至少 58 家上市公司收到过独立董事发送的督促函，主要针对的事项包括公司存在的违规担保、资金占用、年报数据异常及潜在退市风险等。
- **工具 2：前置审议表决工具。**根据独董新规，上市公司独立董事针对关联交易、变更承诺等事项，将通过召开“独立董事专门会议”，实现对关键议案的前置审查。
- **工具 3：借助“外脑”行使特别职权。**面对复杂的跨境资产核查或财务舞弊线索，独立董事拥有动用特别职权引入专业外援的权利。经全体独立董事过半数同意，他们可以独立聘请第三方审计、法证调查等中介机构开展专项核查，且相关费用由上市公司承担。

案例

独立董事牵头第三方核查，推动财务信息纠错

B 公司曾因前期虚构业务、提前确认收入受到行政处罚，财务信息可信度面临严峻挑战。2024 年初，公司收到匿名举报，反映存在提前开票、虚增收入等问题。公司三名独立董事高度重视，依据《独立董事管理办法》行使特别职权，联合向董事会发函，要求聘请第三方会计师事务所对公司 2023 年、2024 年上半年收入真实性开展独立核查，并选定中审亚太会计师事务所作为独立审计机构。

核查期间，独立董事持续跟进审计进度，就核查发现的问题以电话或现场方式向管理层问询，并在独董内部充分讨论；同时主动向监管部门报告进展，取得专业指导，督促审计机构补充程序。在 2024 年年报审计中，独立董事进一步关注整改落实情况，多次与管理层及年审机构沟通，要求确保财务报告真实准确。最终，公司在 2024 年年报中对 2023 年财务数据进行差错更正，并同步调整 2024 年确认的收入。

该案例充分彰显了独立董事在财务监督中的关键制衡作用。独董不再“花瓶化”，而是通过主动行使法定职权，通过引入第三方力量，有效阻断公司财务造假风险外溢。

数据来源：紫顶研究，南方基金 ESG 团队

- **工具 4：现场调查与约谈：**独立董事的履职正逐步打破“案头审查”的局限，走向一线实地调研。一方面，独董可亲赴生产车间、工程或境外现场进行实地考察与存货监盘，防范虚假贸易等财务造假风险；另一方面，独董可绕开管理层，直接约谈子公司负责人、核心供应商、客户等，通过交叉验证获取公司最真实的经营底稿。
- **工具 5：监管协同借力：**在遭遇内部履职阻力，或发现资金占用、异常贸易等重大违规线索时，独立董事可依法直接向属地证监局和交易所进行书面汇报。通过主动引入监管力量，确保监督工作真正落地闭环。

总而言之，日益丰富的履职“工具箱”，正推动 A 股独立董事群体完成从“被动签字的背书者”向“主动出击的监督者”的实质性蜕变。随着这些工具在实践中的常态化应用，独立董事作为中小股东代言人的制衡效能将被彻底激活，从而在企业内部决策链条上，为资本市场的高质量治理筑牢最为坚实的前置防线。

| CHAPTER 03

紫顶洞察

关键议案的争议与投票建议

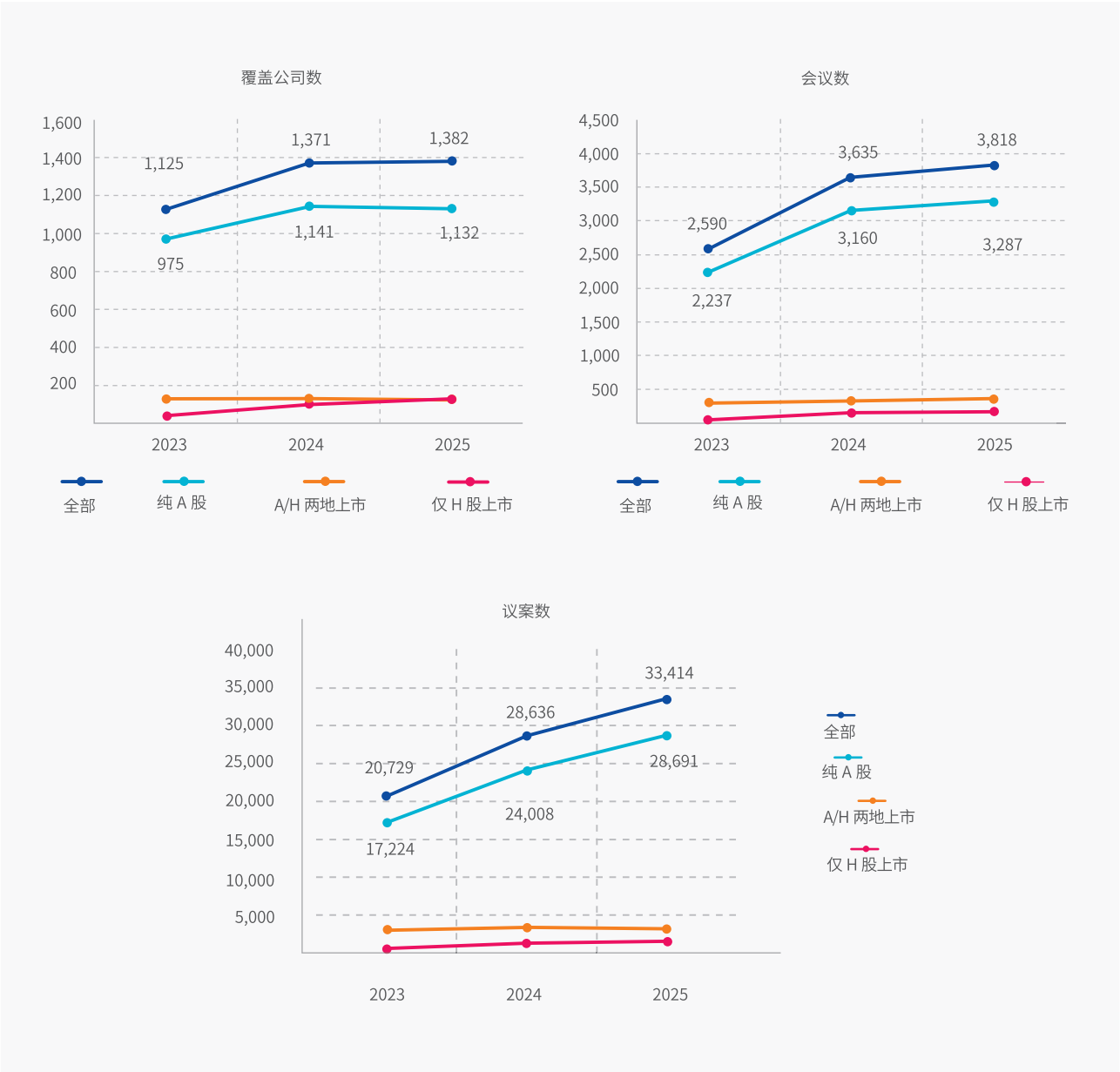
第三方投票咨询顾问是机构投资者理性行权的专业支撑，其投票建议既体现议案合规性与公允性的专业判断，也是引导股东参与治理、规范上市公司决策的重要外部力量。紫顶作为中国本土领先的投票咨询机构，自2016年成立以来已累计研究覆盖超10万项股东会议案，在A股投票研究与公司治理领域积累了深厚经验。本部分基于紫顶2023-2025年投票咨询数据，呈现第三方专业视角下关键议案的争议特征与治理导向。

覆盖广度持续扩容，涵盖全市场代表性上市主体

紫顶作为独立的第三方投票咨询顾问，主要为机构投资者提供专业的投票建议。近三年来，紫顶的覆盖公司数量持续增长：从 2023 年的 1,125 家增长至 2025 年的 1,382 家，覆盖会议数量也从 2,590 场增加至 3,818 场。

紫顶覆盖范围扩大表明，投票权已日益成为机构投资者履行受托责任、表达治理关切的关键工具；在监管对投票责任要求持续加强的背景下，机构投资者的行权行动正从偶发行为转向系统性的治理参与。

图表 10：紫顶投票研究覆盖量

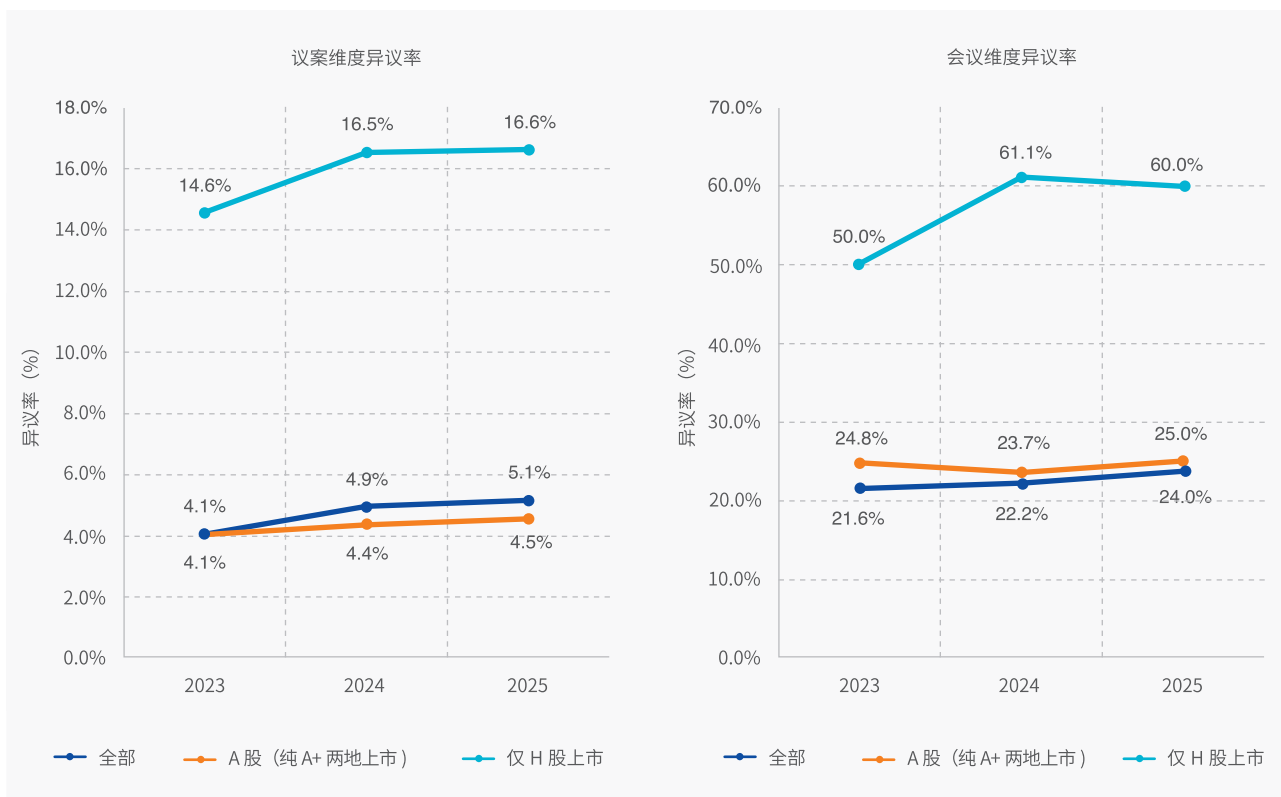


数据来源：紫顶研究

建议异议率逐年提升，H 股显著高于 A 股公司

近年来，紫顶在评估议案时出具“反对”或“弃权”建议（统称“异议”）的比例呈现出稳步上升的态势：全部议案的异议率由 2023 年的 4.09% 升至 2025 年的 5.13%；会议维度的异议率²则由 21.6% 提升至 24%。

图表 11：紫顶投票建议异议率



数据来源：紫顶研究

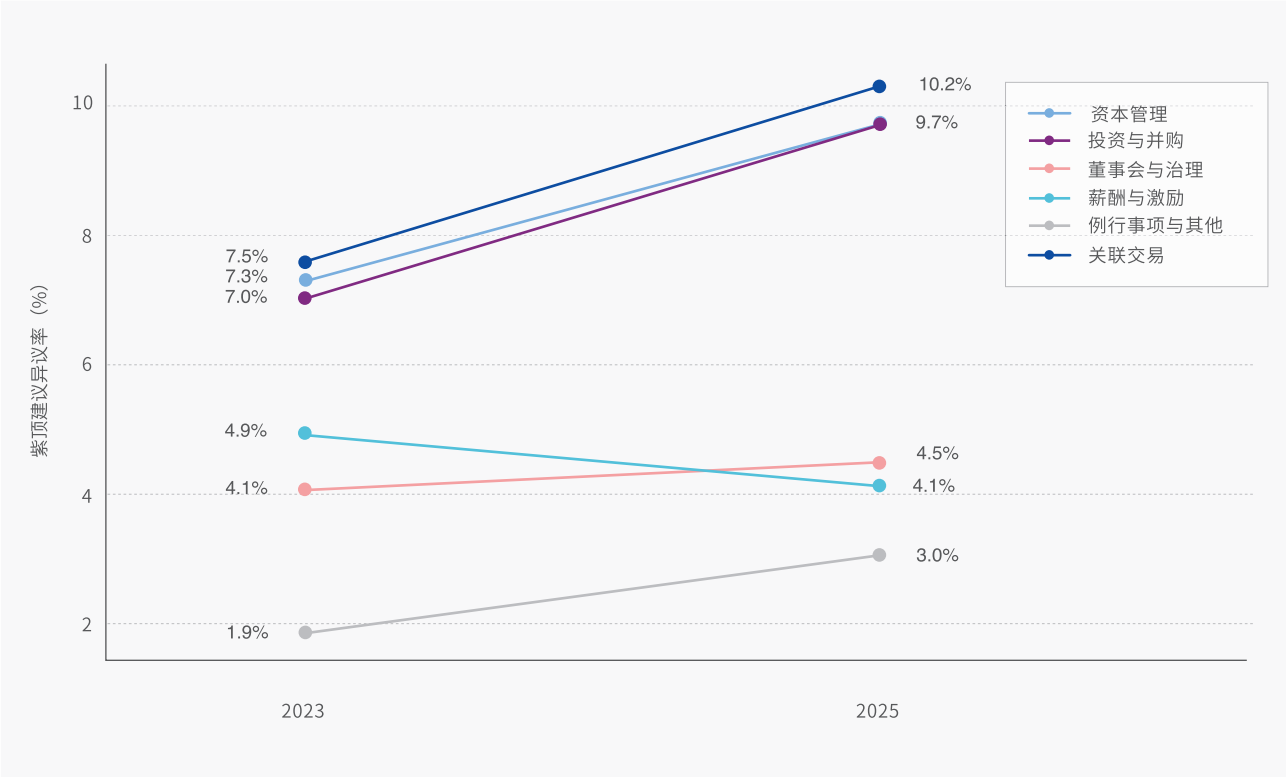
在市场板块结构上，紫顶对“仅 H 股上市公司”保持着显著更高的异议率。2023-2025 年，纯 H 股公司的议案异议率分别为 14.56%、16.53% 和 16.62%，约为 2025 年纯 A 股公司异议率（4.54%）的 3.7 倍。显著的投票建议分化主要源自于 H 股公司在股东会审议事项方面与 A 股公司的结构性差异，例如 H 股公司往往更广泛地审议股份发行一般性授权等资本管理类议案，因而更易触发独立第三方的审慎评估与异议立场。

² 一次股东会会议中，如有一项议案紫顶提出异议，则视为一次异议会议。

■ 争议聚焦三大议案，投资并购与资本管理异议率持续上行

从议案类型来看，紫顶异议率最高的三类议案分别是**关联交易（10.2%）**、**投资与并购（9.7%）**以及**资本管理（9.7%）**。关联交易位居首位，并非偶然；中国上市公司治理结构中，控股股东或实际控制人普遍占据主导地位，这使得关联交易存在潜在利益冲突，通常需要重点审查交易必要性、定价公允性及回避表决程序。紫顶在评价关联交易时，不仅仅审查合规性，更多的是深度分析关联交易的必要性与公允性，从而常常触发异议建议。

图表 12：紫顶投票建议异议率变化（2023-2025）



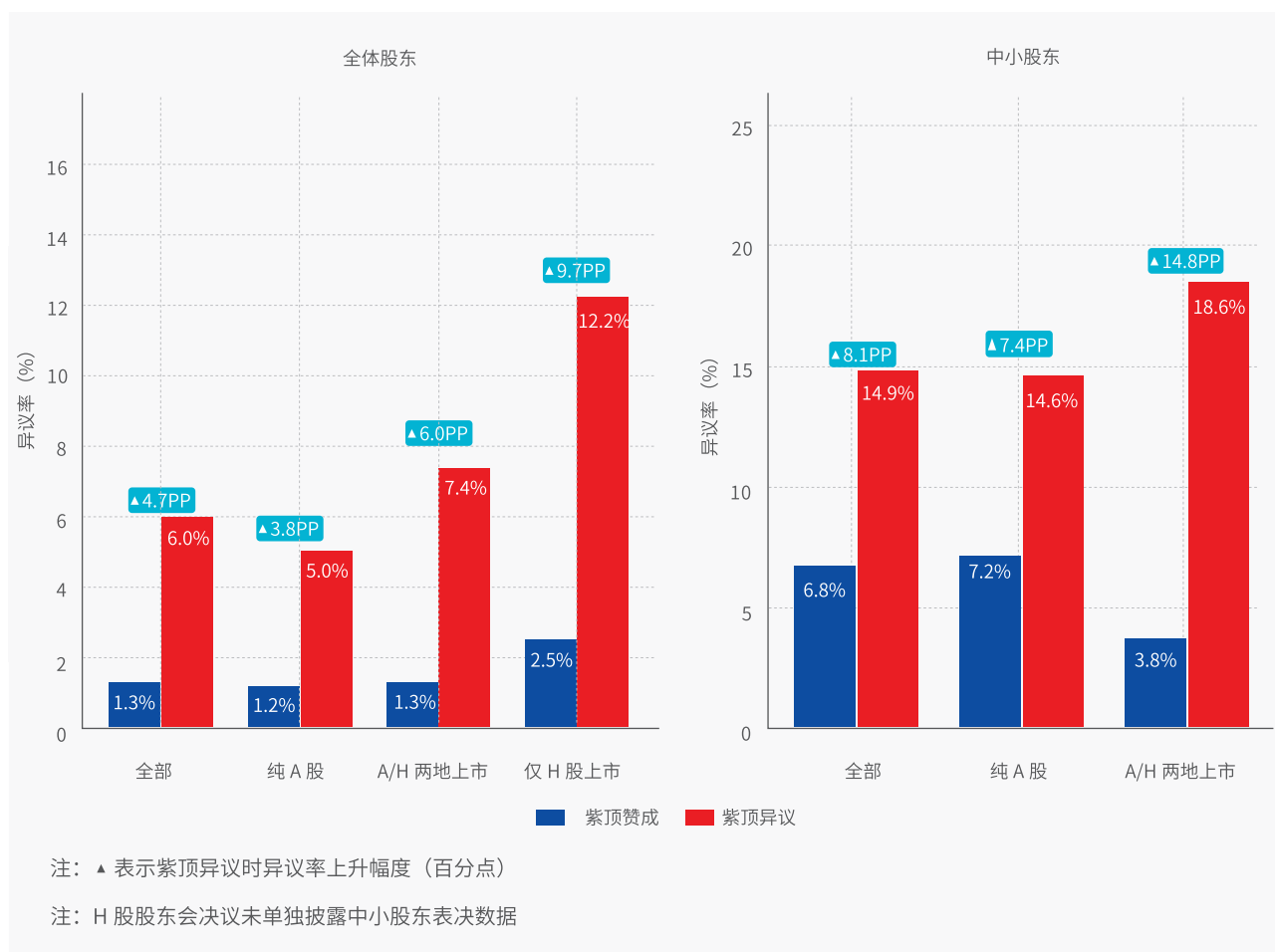
数据来源：紫顶研究

从三年的异议率变化来看，紫顶对**薪酬与激励**计划的异议率有所下降，对**投资与并购**、**资本管理**事项的异议率呈现显著上升趋势。这一分化的背后反映了近期治理关注点的变化：一方面，随着《上市公司股权激励管理办法》等规则的成熟与实践案例的积累，以及 2025 年《上市公司治理准则》修订中对于“薪酬”的强调，上市公司在薪酬与激励方面的规范性不断提升；另一方面，投资并购与资本管理涉及上市公司的资金使用、长远发展，独立第三方对效率与股东稀释风险的关注显著增强。

影响与共振：以专业建议撬动治理生态

从第三方投票咨询的视角，紫顶期望通过专业的建议，为机构投资者参与上市公司治理提供有益的输入。从上市公司最终披露的决议数据来看，凡是紫顶出具异议建议的议案，股东的实际反对率均明显高于紫顶建议赞成的议案。这表明，紫顶的专业研判与广大机构投资者的参与治理逻辑产生了同频共振。

图表 13：紫顶投票建议异议率与股东实际表决结果



数据来源：紫顶研究

不过紫顶坚信，投出“反对票”从来都不是参与公司治理的最终目的。紫顶期望市场各方力量能够形成合力，依托“投票权”这一强有力的市场化抓手，向管理层传递清晰的合规底线与价值期许，最终推动上市公司治理质效的全面提升与高质量发展。

| CHAPTER 04

股东发声

未通过议案与股东提案剖析

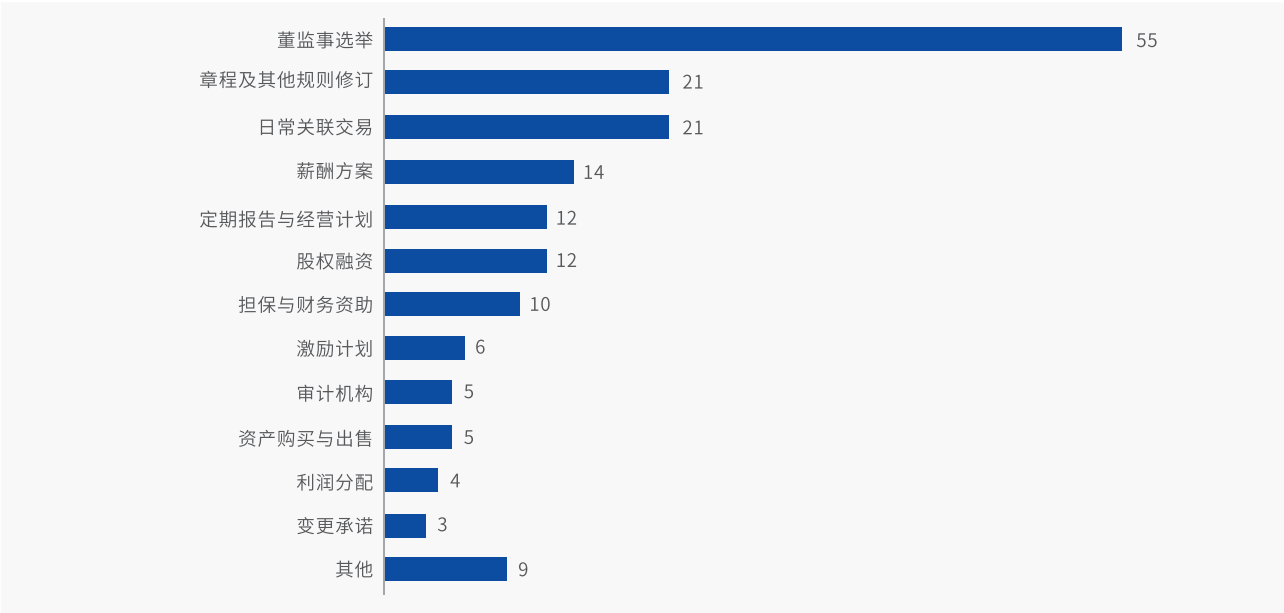
随着资本市场高质量发展的持续推进，股东参与公司治理的意识正经历从“用脚投票”到“主动发声”的深刻蜕变。如果说高票通过是股东会的常态，那么“未通过的议案”与“股东提案”则是观察中小股东行权力量、探究市场各方利益博弈的最直观窗口。本部分将从‘破’（否决议案）与‘立’（主动提案）两个维度，深度剖析当前全市场的股东发声现状。

未通过议案全景：治理博弈聚焦于“人”与“规则”

据紫顶统计，2025 年 A 股公司股东会共有 427 项议案未获通过；在对同一事项进行分析合并³后，共涉及 177 项核心议案，覆盖超 100 家上市公司。透视这 177 项被否决议案的类型分布，我们发现排名前三的议案类型依次为：董事、监事选举（55 项）、公司章程及规则修订（21 项）以及日常关联交易（21 项）。

上述前三大类议案合计达 97 项，约占未通过议案数量的 55%，为未通过议案的主要构成。从这一结构不难发现，当前 A 股公司治理层面的激烈交锋，主要围绕着“董事会控制权（选举）”与“顶层治理规则（章程）”展开；与此同时，日常关联交易与中小股东利益密切相关，且由于涉及关联方回避表决，因此更容易被中小股东否决。

图表 14：A 股公司 2025 年股东会未通过议案数量分布（事项合并后）



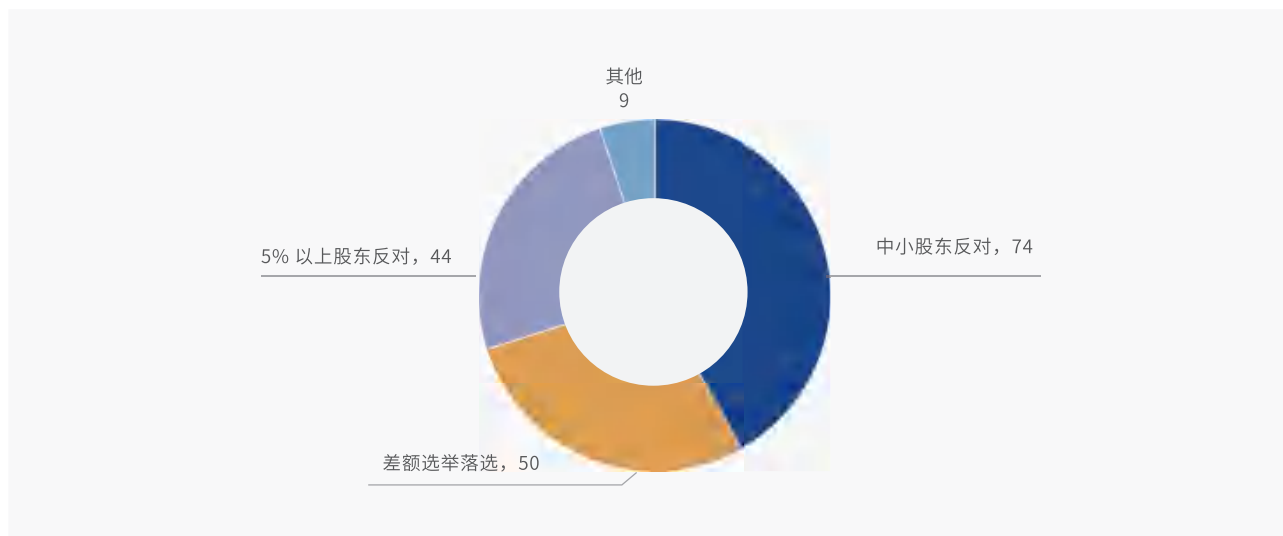
数据来源：紫顶研究，南方基金 ESG 团队

通过对每一项议案的深入研究，紫顶对这些未通过议案的原因进行了分类，主要包括：

- 差额选举：**选举类议案中，由于涉及差额选举，最终导致候选人落选；
- 5% 以上股东反对：**主要涉及定期报告、薪酬方案、章程及其他规则修订等议案，大部分源于股东之间的股权争夺；
- 中小股东反对：**多为日常关联交易、股权融资类议案，往往涉及大股东回避表决；
- 其他：**包括类别股东反对、大股东误操作等

³ 部分事项涉及较多分议案或子议案，例如非公开发行议案往往涉及十余个附属性议案，紫顶在分析中将这议案进行合并处理，即视为一项核心议案。

图 15: A 股公司 2025 年股东会未通过议案原因分布



数据来源：紫顶研究，南方基金 ESG 团队

进一步穿透我们发现，近半数未通过议案所涉的上市公司，均涉及股东之间的股权争夺，包括前两大股东之间的内耗、大股东与管理层之间的夺权，以及控制权变更中新旧股东的对立。这一特征在“董事选举”中体现得淋漓尽致——在 50 项差额选举被否决的议案中，有高达 36 项的背后均涉及公司控制权争夺。

不过，中小股东主导的否决呈现出截然不同的特征。在被中小股东反对成功的 74 项议案中，大部分公司的股权结构相对稳定。这意味着，这些议案的被否并非源自大股东之间的内耗，而是中小股东在大股东回避表决后，凭借自身投票权对议案做出了独立的否定判断——这也是 A 股市场中小股东参与治理最直接、最具实质意义的场景。

案例

中小股东成功反对董事薪酬

C 公司曾于 2025 年 12 月召开临时股东会，拟调整总裁岗位基本薪酬，由 65 万元 / 年上调为约 91 万元 / 年。由于公司总裁由实际控制人兼任，该项议案需回避表决。最终，该议案因 66.12% 的弃权率未获通过。

在此之前，证监会于 2025 年 10 月修订发布了《上市公司治理准则》，其中新增了第四章第三节“薪酬与激励”专节，明确要求“董事和高管薪酬与公司经营业绩和个人业绩相匹配”。

该上市公司 2025 年营业收入、净利润分别同比下降 3.40%、88.54%，业绩出现大幅下滑。在此情况下提高总裁基本薪酬，与监管机构提倡的董事高管薪酬应与公司业绩挂钩的精神不符，也因此遭到了中小股东的反对。事后，根据公司 2025 年年度报告披露，总裁 2025 年总薪酬仍维持不变，股东通过投出弃权票成功制止与公司业绩变动不匹配的高管薪酬提高。

资料来源：紫顶根据公开信息整理

■ 股东提案：实质性的中小股东发声仍然较少

如果说否决议案是股东行使“负向选择权”的被动防御，那么股东提案则是投资者主动介入公司治理、实施“正向参与”的方式。然而，真正能够代表中小股东独立意志的提案在市场中依然较为稀缺。

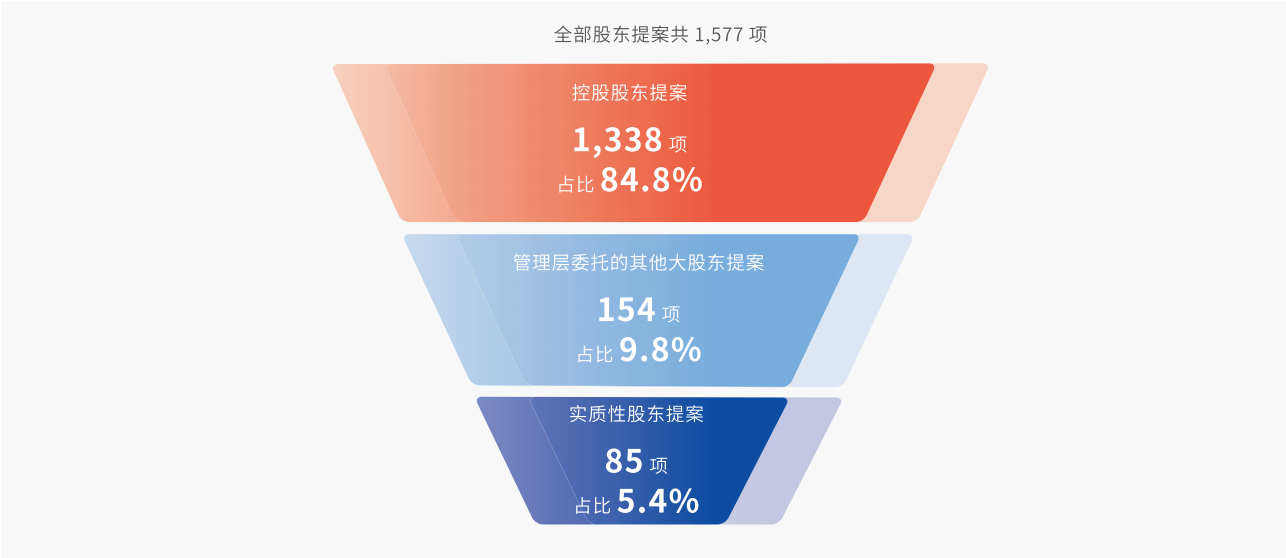
根据紫顶统计，2025 年 A 股公司股东会共有 1,577 项股东提案。从表面数字上看，股东的提案行权非常踊跃；然而，通过对提案股东身份及议案内容的深度甄别，我们发现绝大多数提案并非真正意义上的“外部监督”，而只是公司内部决策程序的延续。我们将这 1,577 项提案划分为三类：

控股股东诉求的程序性延伸（1,338 项）： 占据总量约 85%。此类提案为控股股东或无实控人企业的第一大股东在会议通知发布后补充提交的新增审议事项，这些提案往往是为了应对监管规则中对于“新增提案”的程序性要求。

反映管理层意志（154 项）： 此类议案往往由持股较多但非控股的股东提出，提案内容多涉及激励计划、日常关联交易、担保等公司经营性事项。这些提案的股东实质上与管理层较为密切，提案内容也反映的是管理层的意愿。

实质性的中小股东发声（85 项）： 这是我们观察积极治理的真正样本。此类提案由持股 1% 以上的股东基于自身利益与治理诉求独立提出，是市场中真正意义上的中小股东声音。

• 图表 16：A 股公司 2025 年股东提案性质分析 •



数据来源：紫顶研究，南方基金 ESG 团队

这 85 项实质性的股东提案中，有 78 项均涉及人事任免，包括罢免董事、提名董事等，这也是中小股东参与公司治理博弈的焦点；其次则是涉及公司利润分配等直接关乎股东利益的事项。

进一步分析提案的股东背景，我们发现，这些中小股东提案主要来源于以下两类股东：一是前十大股东中的重要力量，这些股东与控股股东不存在关联关系，往往已通过二级市场或协议转让获得了较大的持股比例，提案人事任免是其参与或改变公司治理格局的直接手段。二是持股超过 1% 的中小股东，多为私募基金等；这类以财务投资为主的机构投资者，也期望通过提案人事任免，更深入地参与公司的战略与经营监督。

不过，中小股东提案仍然任重道远。85 项提案中，有 12 项股东提案在开会前被取消了，未能提交至股东会表决；从最终表决的情况来看，仅有 37 项议案最终获得审议通过。可见，中小股东发声不易，但他们的声音也在被听见。

| CHAPTER 05

机构股东行动

以尽责管理推动价值创造

在资本市场高质量发展背景下，公募基金等机构投资者正逐步成为优化公司治理生态的重要力量。作为国内尽责管理的先行者，南方基金将参与上市公司治理作为其ESG与责任投资建设的重要方面，同时认为机构投资者的尽责管理，应通过前置研究、持续沟通、专业表决与投后跟踪，推动上市公司提升治理透明度、强化长期价值导向，并在保护持有人利益的同时，促进资本市场治理生态的持续优化。

在 A 股公司治理体系中，面对控股股东决策主导、中小股东行权分散的客观现实，机构投资者的影响力正深度贯穿于治理的全链条，发挥着不可或缺的监督作用。特别是随着中基协《管理规则》的落地，机构股东的主动尽责管理获得了明确的制度依托。

南方基金尽责管理体系：本土化、专业化、全流程治理框架

南方基金作为国内首批公募基金管理公司，是 A 股市场较早系统性开展尽责管理、参与上市公司治理的专业机构投资者。公司立足本土市场治理特征，融合国际负责任投资实践，构建了“体系筑基、流程闭环、工具赋能”的全流程尽责管理体系，将治理参与嵌入投研决策、投票表决、投后跟踪全链条，以专业能力践行机构股东责任，守护持有人利益并推动上市公司治理提质。

在顶层架构上，公司设立 ESG 领导小组，并下设“参与公司治理工作小组”，形成总经理牵头、专职部门落地的组织体系。同时，公司发布《南方基金 ESG 投资指南》《尽责管理规定》等制度文件，明确投票决策、企业沟通、协同治理的操作规范，确保治理参与标准化、可追溯。

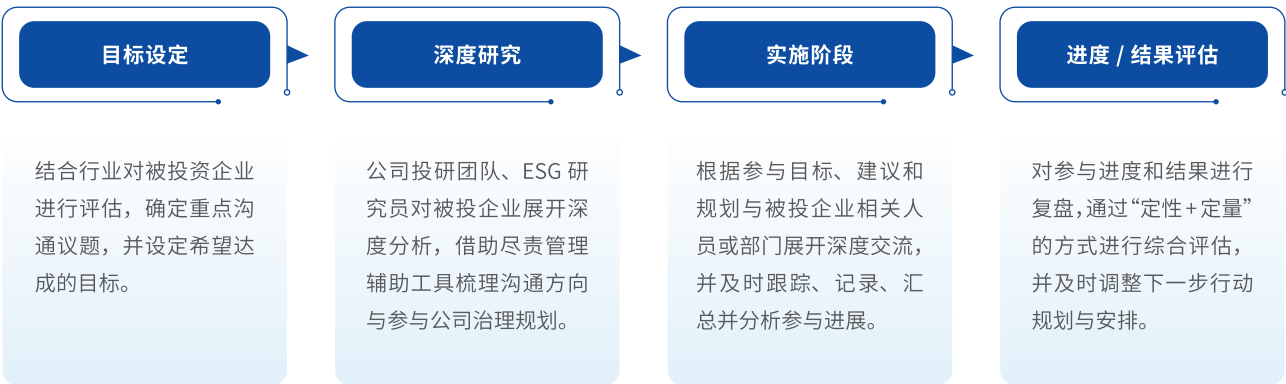
在流程支撑上，南方基金搭建了“研究评估—企业沟通—投票决策—投后跟踪”的闭环机制，将治理研判与 ESG 考量同步纳入议案分析，实现对表决事项的全周期跟踪。

在工具赋能上，依托自主研发的 ESG 综合信息平台与本土化评级体系，截至 2025 年末，已覆盖 5174 家 A 股上市公司与 7400 余家债券发行主体，以数据支撑精准识别治理风险、确定沟通重点与投票立场，为治理参与提供坚实的专业底座。

主动对话与投票行权协同发力

直接参与治理是最为核心的尽责管理方式。南方基金建立了“目标设定—深度研究—实施推进—结果评估”四步沟通流程，确保与被投企业的每一次对话都有针对性、有落地性。沟通内容涵盖公司治理结构优化、董事会构成与独立性、ESG 风险管理、薪酬政策合理性以及中小股东权益保护等关键议题。南方基金不仅关注企业的财务表现，更着眼于其长期可持续发展能力，通过建设性对话助力被投资企业提升治理水平与战略执行力。

图表 17：南方基金参与上市公司治理流程



投票理念与实践

委托代理投票是机构投资者履行受托责任的重要方式。

南方基金严格按照内部投票指引，对每一项股东会表决事项进行独立的专业评估，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。2025年，公司委托代理投票（权益）覆盖了357家上市公司，于783次股东会中，累计对7829次议案开展ESG评估分析与投票。

代理投票从来不是一个孤立的动作，而是尽责管理链条中的一环。南方基金认为，投票决策应建立在充分的投前研究与深度沟通之上。在投票前，公司研究团队会结合行业特征、治理结构、历史争议事项及ESG风险进行综合评估；对于存在潜在分歧或治理风险的议案，则通过与上市公司管理层、董事会办公室等开展前置沟通，进一步了解议案背景与治理逻辑。对于重点关注企业，公司还会在投票后持续跟踪议案落实情况及治理改善进展，并根据后续情况开展进一步沟通，形成闭环治理机制。

投前深度沟通：对于上市公司股东会的各项议案，公司投研团队在投票前即启动系统性评估，结合行业特性、公司治理结构、历史投票记录及ESG评级等多维度信息进行专业判断。当发现议案存在潜在争议或优化空间时，公司研究员会主动与上市公司管理层取得联系，开展深入交流，阐述我们的关切点并提出建设性建议。这种前置沟通，使得许多分歧能够在表决前得到充分探讨。在不少案例中，被投企业对我们的建议予以积极回应并采纳，双方由此形成更深层次的共识。这一过程本身就是尽责管理发挥实质性作用的缩影，也是机构投资者与被投公司良性互动的成熟表现。

持续跟踪：股东会召开后，南方基金会对表决事项的执行情况进行持续跟踪，关注上市公司是否切实落实股东会决议，治理改善措施是否取得实质性进展。对于重点关注的议题和公司，南方基金保持常态化沟通机制，适时开展后续对话，形成“沟通—参与—反馈—提升”的正向循环。

核心治理实践：以建设性沟通推动治理改善

南方基金认为，投票并非尽责管理的终点，而是治理参与链条中的一个环节。公司更加关注“建设性参与”，强调在尊重企业经营自主性的基础上，通过专业、审慎、长期的沟通机制，与上市公司共同推动治理改善与长期价值创造。

案例一

机构投资者积极助推治理升级：某上市公司资本优化与 ESG 战略双效提升

随着 H 公司存量项目集中投产，加之资本开支周期下行，其自由现金流迎来持续性修复。基于对公司基本面的深度研判，南方基金识别出潜在优化空间，主动行使股东权利，与管理层开展建设性沟通，重点围绕提升股东回报、深化 ESG 理念与核心业务融合提出建议。

公司管理层对机构投资者的合理诉求给予高度重视，并结合既有资本结构优化成果做出积极回应。在当年度利润分配预案中，公司提升分红比例，分红总额及每股分红均实现显著增长。同时，在南方基金的持续推动下，公司管理层在年度股东大会上公布了当年度利润分配预案，以及未来股东回报相关长效机制，为股东回报从单次提升迈向制度化、长期化奠定基础。

在 ESG 领域，公司亦实现较大飞跃，完成了从“合规披露”向“战略引领”的范式转变。公司构建了更加系统化、量化及实践导向的 ESG 管理体系，尤其在气候变化应对、双碳战略落地及公司治理现代化方面取得突破性进展。这一转型成果获得市场权威认可，其 ESG 评级由行业平均水平跃升至领先水平。

案例二

机构投资者以弃权票践行尽责管理：某上市公司融资决策回归股东价值

南方基金是 L 公司的机构股东，该公司在召开年度股东会议时，审议一项融资相关议案。南方基金在此次议案表决中投下了“弃权票”。

南方基金认为，在当时的宏观经济环境和资本市场状况下，公司推进该融资事项的必要性与时机值得商榷——融资是否紧迫、是否有利于现有股东利益最大化，尚缺乏充分说服力。同时，该融资价格可能存在一定折价，对每股收益及净资产形成即期摊薄，南方基金对此表示担忧。此外，公司提供的相关信息不足以支撑其做出明确的“赞成”或“反对”决策，在信息不对称下，弃权成为一种审慎且负责任的选择，既履行了勤勉尽责的义务，也向管理层传递了需要进一步论证的信号。

后续，该公司发布公告，宣布终止该项融资计划。

这一事件并非孤例，它体现了在中国资本市场高质量发展的背景下，以公募基金为代表的机构投资者如何从“被动持股”转向“积极股东”，通过行使投票权来履行尽责管理的责任。这张“弃权票”，不意味着不表态，而是一次深具考量、非对抗性的积极股东行动。

以长期主义推动资本与治理良性互动

南方基金认为，机构投资者参与公司治理的核心，不在于简单投出“赞成”或“反对”票，而在于通过专业研究、持续沟通与长期陪伴，推动上市公司治理水平不断改善。

真正有效的尽责管理，不是短期博弈，而是以长期价值创造为导向，在资本与治理之间建立更加良性的互动机制。随着中国资本市场长期资金占比持续提升，南方基金也将致力于在完善上市公司治理、保护投资者权益以及推动资本市场可持续、高质量发展过程中，贡献更多专业力量。

结语：

共筑良性互动生态，迈向高质量治理新征程

2025 年标志着中国资本市场机构股东“积极行权”制度化发展新阶段的全面开启。在推动上市公司高质量发展的时代主旋律下，完善公司治理已成为实现这一目标的根本基石。本报告全景式地印证了资本市场治理生态的深刻蜕变：股东参与正从传统的“用脚投票”加速向“主动发声”转变，董事会与股东会的监督履职也愈发动真格，向着更加透明、制衡与科学的现代治理体系演进。

展望未来，伴随资本市场改革的纵深推进与监管层对尽责管理的持续引导，积极的股东发声将成为优化市场资源配置的重要力量。我们预见，未来的公司治理格局将更加注重“建设性参与”。以公募基金为代表的机构投资者，将进一步发挥长期资金的专业优势，跨越短期博弈，全面践行以长期价值创造为导向的尽责管理；同时，上市公司也将以更具透明度的信息披露与更具诚意的沟通姿态拥抱市场监督，将外部的治理期许内化为企业高质量发展的内生动力。

我们相信，在政策的坚实引领下，资本与治理必将实现更为深度的良性互动，共同为中国资本市场的长期繁荣、企业治理的全面跃升与投资者权益的切实保护注入不竭动能。

关于南方基金

1998年3月6日，经中国证监会批准，南方基金作为国内首批规范的基金管理公司正式成立，成为我国“新基金时代”的起始标志。公司持续锻造投研核心竞争力，设立了权益、固定收益、混合资产、国际业务四大投研条线，搭建了科学高效的投研、合规风控体系和经验丰富的专业团队，公募与非公募两大业务线各类产品及组合中长期业绩稳健，旗下公募基金产品累计盈利和分红均长期位居行业前列。经过28年的发展，南方基金已成为产品种类丰富、业务领域全面、经营业绩优秀、资产管理规模位居前列的基金管理公司之一。

作为深耕中国资本市场的实践者，南方基金高度重视可持续投资的研究与实践，自2018年起率先建立了ESG业务管理架构，自主搭建了ESG评级体系和流程制度。公司秉持“主动尽责管理”理念，通过专业、持续、建设性的沟通与行动，在管理风险、追求客户资产长期稳健回报的同时，积极推动被投企业提升ESG表现与可持续发展能力，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。

关于紫顶股东服务

紫顶（北京）企业服务有限公司（“紫顶股东服务”）成立于2016年，是中国本土投票权管理服务的引领者，也是中国投票咨询行业“从0到1”的开拓者。我们致力于为机构投资者提供专业的中国上市公司股东会投票建议，助力投资者更好地参与公司治理，践行责任投资。

作为行业领导者，紫顶已经研究覆盖了超过1200家中国上市公司，为合计管理规模超过20万亿美元的资管机构提供服务。紫顶协助机构股东积极地与公司沟通、专业地表达投资者诉求、审慎并坚定地做出投票决策。

成立至今，紫顶持续发挥着“桥梁”的作用，既是促进机构股东与上市公司沟通的桥梁，也是弥合国际投资者与中国公司治理认知差的桥梁。我们期望通过持续高质量的专业服务，助力机构投资者深度参与公司治理，推动实现资本市场的高质量发展。

