

释放投资者尽责管理潜力

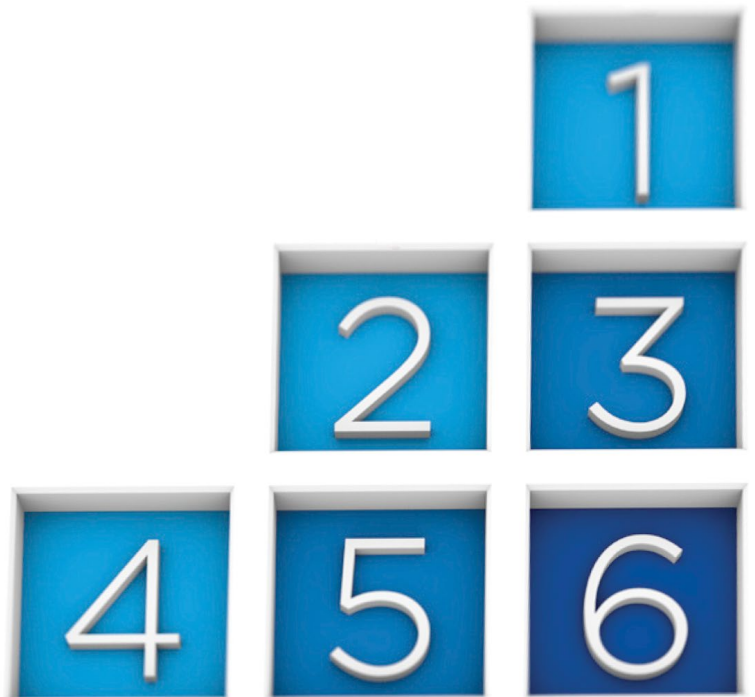
支持中国经济可持续发展

六项原则

六项原则序言

作为机构投资者，我们有义务为受益人的长期最佳利益行事。从受托人角度看，我们认为环境、社会和公司治理（ESG）问题会影响投资组合的绩效，且不同公司、部门、地区、资产类别在不同时间受到的影响各异。我们也认识到，应用负责任投资原则可以促进投资者与更广泛的社会目标保持一致。因此，在符合受托人责任的情况下，我们作出如下承诺：

- 1 将ESG问题纳入投资分析和决策过程；
- 2 成为积极的所有者，将ESG问题纳入所有权政策和实践；
- 3 寻求被投资实体对ESG相关问题进行合理披露；
- 4 推动投资业广泛采纳并贯彻落实负责任投资原则；
- 5 齐心协力提高负责任投资原则的实施效果；
- 6 报告负责任投资原则的实施情况和进展。



PRI的使命

我们认为，兼具经济效率和可持续性的全球金融体系对于长期价值创造不可或缺。这样的金融体系将会回馈长期的、负责任的投资，并惠及整个环境和社会。

PRI鼓励各方采纳并合作贯彻负责任投资原则，完善公司治理、诚信和问责机制，并通过扫除市场运作、结构和监管方面面临的障碍，建立起可持续的全球金融体系。

PRI免责声明

本报告所含信息仅供参考，不构成投资、法律、税务或其他建议，亦不构成投资决策或其他决策的依据。本报告作者和出版部门不就法律、经济、投资或其他专业问题和服务提供建议。PRI Association不对本报告中可能提及的网站和信息资源的内容负责。PRI Association提供网站访问链接或者信息资源的，不构成对其中信息的认可。除非另有明确说明，本报告给出的观点、建议、结果、解释和结论来自本报告各撰稿人，不一定代表PRI Association或负责任投资原则签署方立场。本报告引用的公司案例，绝不构成PRI Association或负责任投资原则签署方对此类公司的认可。我们竭力确保本报告所含信息出自最新可靠来源，但统计数据、法律、规则和法规不断变化，可能导致本报告所含信息延迟、遗漏或不准确。PRI Association不对任何错误或遗漏负责，不对根据本报告所含信息作出的决策及采取的行动负责，亦不对由此等决策或行动引起或造成的任何损失、损害负责。本报告中所有信息均“按原样”提供，PRI不对该等信息的完整性、准确性、及时性或通过该等信息推导所得结果作任何保证，亦不提供任何明示或默示担保。

目录

执行摘要	4
第一部分 尽责管理与尽责管理守则概览	5
第二部分 中国建立有效尽责管理监管框架的价值	14
第三部分 中国现行监管规定与尽责管理核心原则之对比	24
第四部分 建议	30
致谢	32

执行摘要

机构投资者在确保有效的公司治理、推动实体经济的发展，以及实现可持续发展及碳中和目标上可发挥重要的作用。作为活跃在实体经济中的企业的股东或债权人，他们可以通过行使法律权利和发挥自身影响力推动投资对象的积极转变，这个过程被称为尽责管理。

本报告的第一部分对尽责管理进行了阐述。尽责管理也被称为积极所有权，指机构投资者利用其影响力最大限度地实现经济、社会和环境资产的整体长期价值。这一整体长期价值是投资者实现其财务回报和客户及受益人利益的基础。机构投资者践行尽责管理的要求根源于投资者的受托人责任（或称信义义务），尤其是保护和提升受益人资产长期价值的忠诚和审慎义务。这一要求也反映在PRI的第二项原则中，该原则要求签署方“成为积极的所有者，将环境、社会和治理（ESG）问题纳入所有权政策和实践”。

通过与管理层接触和沟通，在股东会议上行使投票表决权，以及采用其他方法，投资者可以通过尽责管理改善投资风险和回报，履行其受托人责任和满足监管要求，并实现有助于可持续发展的现实世界成果。虽然这种实践始于股票投资，但已逐渐被应用于广泛的资产类别和司法管辖区。

为了鼓励机构投资者以建设性和负责任的方式与被投资方互动，约23个国家和地区已推出了尽责管理守则，为投资者的尽责管理活动提供指导。这些守则有一些共同的原则，但也体现了每个司法管辖区各自的特点。

尽责管理在中国的发展状况

非常可喜的是，中国的金融市场及机构投资者的规模和成熟度迅速增长和提升，但目前监管部门对尽责管理实践的关注仍然有待提升。在中国现行监管框架下，监管部门也越来越认识到，投资者需要管理环境、社会和治理（ESG）方面的风险和影响，支持解决更广泛的经济、社会和环境问题，包括系统性问题。

值得一提的是，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《资管新规》）为阐明机构投资者的尽责管理责任奠定了基础。

同时，中国金融市场的参与者也已经在不同程度上开展了丰富的尽责管理实践，其中不乏聚焦于ESG因素和可持续性成果的投资者尽责管理。报告第二部分分析了活跃在中国市场的九个PRI签署方的[尽责管理案例](#)，讨论了他们为什么以及如何开展尽责管理、其面临的挑战以及可能的解决方案。

报告第三部分对照其他司法管辖区共有的尽责管理核心原则，对中国现行金融监管规则进行了梳理，并指出了中国目前存在的差距和未来政策改革的关键领域。

政策建议

最后，报告在第四部分提出了五项建议，支持中国政策制定者制定并完善有效的尽责管理监管框架。为此，我们建议中国金融政策制定者：

- 制定尽责管理守则；
- 完善可持续投资政策框架和尽责管理基础设施；
- 采取分阶段的方法促进尽责管理守则的有效实施，避免投资者仅以合规为目的机械性地照搬照抄；
- 确保金融监管部门就建立和完善尽责管理的监管框架采取联合行动，为尽责管理提供一套统一的规范性语言；
- 鼓励投资者通过合作的方式开展尽责管理，影响被投资公司及政策制定者等其他利益相关方，最大限度的提高中小投资者的影响力。

第一部分 尽责管理与尽责管理守则概览

1、尽责管理及其发展

机构投资者(包括资产所有者和资产管理者)在支持有效的公司治理、推动实体经济发展,以及实现可持续发展及碳中和目标方面上具有相当的影响力。他们不仅是资本提供者,也是受托资产的管理人,有义务为客户和受益人的最佳利益管理投资。投资者可以通过多种方式和权利,参与和监督被投资方的管理,助推企业业绩的改善,减少风险和创造价值,并塑造投资的可持续性结果和影响。

鉴于金融和经济活动与它们所依赖的环境与社会系统相互依存,人们越来越关注金融行业在解决系统性ESG挑战中的作用,投资者也在积极响应这些期望。目前,全球已有4500余家投资者和服务提供商加入了联合国支持的负责任投资原则(PRI),承诺遵循六项负责任投资原则,这些机构管理着大约120万亿美元的资产。

负责任投资的前两条原则阐述了两种主要的负责任投资方法,即纳入ESG问题和尽责管理。与纳入ESG问题相比,尽责管理的价值在过去没有得到足够重视。然而,新趋势在过去十年中逐渐浮现——负责任投资者,无论是以单独还是与其他投资者合作的方式,都越来越积极地实践尽责管理,以推动被投资方的积极变化。¹为支持这些发展,全球约有23个国家和地区推出了尽责管理守则,以进一步指导投资者的尽责管理实践。

概念：尽责管理

尽责管理,又称积极所有权,指机构投资者利用其影响力最大限度地实现包括经济、社会和环境资产的整体长期价值。这一整体长期利益是投资者实现其投资回报和客户及受益人的利益的基础。²机构投资者践行尽责管理的要求根源于投资者的受托人责任,尤其是其保护和提升受益人资产长期价值的忠诚和审慎义务。³这一要求也反映在PRI的第二项原则,该原则要求签署方“成为积极的的所有者,将ESG问题纳入所有权政策和实践”。

工具

投资者可通过各种工具和权利对当前或潜在被投资方或发行人施加影响。这包括与投资对象开展沟通(engagement)和投票,以及在股东大会上提出股东提案、影响被投资方的董事会构成、监督服务提供商或与之协商,以及诉讼。其中,沟通和投票是两个被广泛使用的工具。投资者还可以通过参与研究和公共讨论,以及与政策制定者沟通对话,改善更广泛的市场环境,提升市场抵御系统性风险的能力。

1 参见,比如[气候行动100+](#),为投资者如何通过尽责管理来帮助投资对象缓解和管理气候风险和影响。

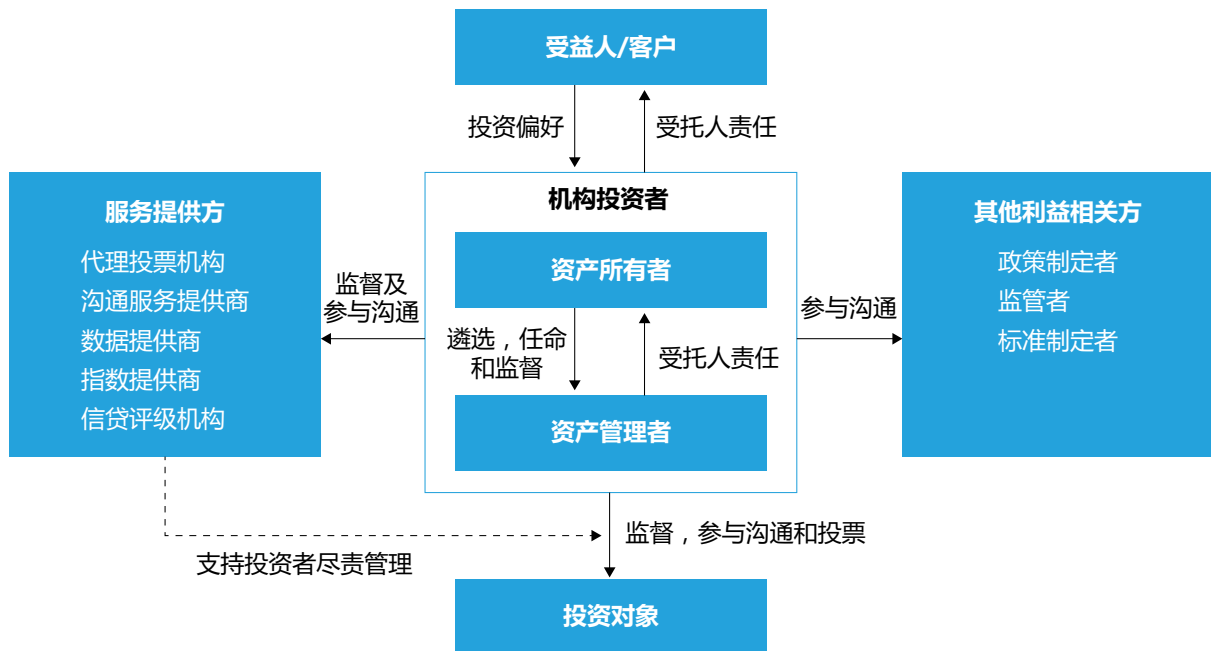
2 PRI, [负责任投资简介：尽责管理](#)。

3 PRI, [21世纪受托人责任最终报告](#)。

表1：尽责管理工具

投资者影响现有和潜在投资对象	投资者影响其他非发行方的利益相关方
参与沟通，通过正式或非正式的方式与投资对象进行沟通以提升其ESG实践，可持续发展成果或披露。	与监管方，标准制定方及其他利益相关方开展沟通
在股东会议上投票表决	参与公共产品的供给 ⁴
提出股东提案	参与公共讨论
在投资对象的董事会或委员会担任职务	与服务提供方进行协商并对其进行监督
诉讼	

图1：投资链中的尽责管理责任



尽责管理的驱动因素

作为应对公司治理中的代理问题、投资短期主义以及公司对环境和社会的外部性问题的解决方案，尽责管理对市场的健康运行至关重要。机构投资者实施尽责管理的主要动机如下：

提升风险调整后收益

有效的尽责管理对改善被投资公司的长期财务业绩的潜力已被实证研究广泛证实。⁵

⁴ 例如，参与聚焦于解决系统性风险（如气候变化）的公共研究。

⁵ Dimson, E., Karakas, O. and Li, X. (2015). [积极所有权](#). 金融研究评论, 28 (12), 3,225-3,268. Jean-Pascal Gond, Niamh O’ Sullivan, Rieneke Slager, Mikael Homanen, Michael Viehs, Szilvia Mosonyi (2018) [ESG参与如何为投资者和公司创造价值](#). Tamas Barko, Martijn Cremers, Luc Renneboog, (2017) [聚焦于环境、社会和治理的股东参与](#).

受托人责任

有效的尽责管理是投资者对其客户和最终受益人的受托人责任的核心组成部分。受托人责任已越来越多地被解释为包括需要将重大的ESG问题纳入投资分析和决策，并实施尽责管理以减少风险和创造价值。⁶

监管

政策制定者越来越鼓励机构投资者在监督和影响被投资公司方面发挥积极作用，包括强化监管要求和尽责管理守则。

普遍所有者（多样化多资产全球投资者）

拥有多元化、多资产全球投资组合的投资者，即普遍所有者，越来越关注系统性风险，并通过尽责管理塑造更广泛的可持续发展成果和支持金融市场的良好运作。⁷

聚焦投资实现现实成果

尽责管理使投资者能够塑造投资影响，并帮助推动改革，从而改善社会、环境和经济的积极转变，缔造更好的现实世界结果。⁸

发展趋势

随着尽责管理实践的发展，其适用范围也得到不断扩展。

适用于不同的资产类别

尽责管理虽然最初应用于股票投资，但也适用于其他资产类别。股票投资者可利用其公司股东的身份及股东权利，影响公司的治理与经营。固定收益投资者虽然不具有同样的股东地位，但仍然是同等重要的利益相关方，对发行人具有影响力，且拥有明确的法律权利。因此，固定收益投资者可以与发行人沟通，督促和支持其解决其行为和运营中存在的问题。⁹ 私募市场投资者，尤其是直接投资私募股权或实物资产的投资者，在尽责管理方面具有独特优势，因为他们对其投资组合公司或投资资产通常拥有控制性权益，并在投资组合公司的董事会中任职。¹⁰

PRI ESG尽责管理技术指南：

[上市股权](#) [固定收益](#)
[主权债务](#) [私募股权](#)
[基础设施](#) [不动产](#)
[林业](#)

尽责管理实践在被动投资策略中的推广

随着被动投资策略资产的继续增长，被动投资者的尽责管理实践变得日益重要。近年来，大型被动投资者已经扩充其尽责管理和公司治理团队¹¹。这一进展背后的主要驱动因素之一是优化风险管理和提升收益，因为被动投资者对分散特定公司或行业的投资风险的选择有限。¹²

“与被投资公司接触和沟通对采取该投资策略的客户而言尤为重要。这是因为指数基金旨在追踪第三方指数提供商所编的指数投资，因此贝莱德无法从指数策略覆盖的公司撤资。”

——[贝莱德](#)

6 PRI, [21世纪受托人责任最终报告](#)。

7 Quigley, E. (2020) [实践中的普遍所有权：为资产所有者提出的一个实用且积极的投资框架](#)。 Hawley, J. and Lukomnik, J. (2018), “[我们是否提出了正确的问题？现代投资组合理论和投资期限](#)” 西雅图法律评论 41, 449。

8 获取更多关于投资者如何通过开展尽责管理以塑造投资结果，请参见PRI, [SDG结果投资：五步框架](#)。获取更多关于促进可持续影响的政策改革的讨论，请参见PRI, [为实现可持续性影响而投资的法律框架讨论](#)。

9 PRI, [固定收益投资者的ESG参与：管理风险 提升收益](#)。

10 PRI, [负责任投资简介：尽责管理](#)。

11 Hortense Bioy, Jose Garcia-Zarate, Alex Bryan (2017). [被动基金提供商和投资尽责管理](#)。

12 Jackie Cook, Jasmin Sethi (2019). [被动投资尽责管理的影响：动员大型资产管理人成为资本市场尽责管理人](#)。

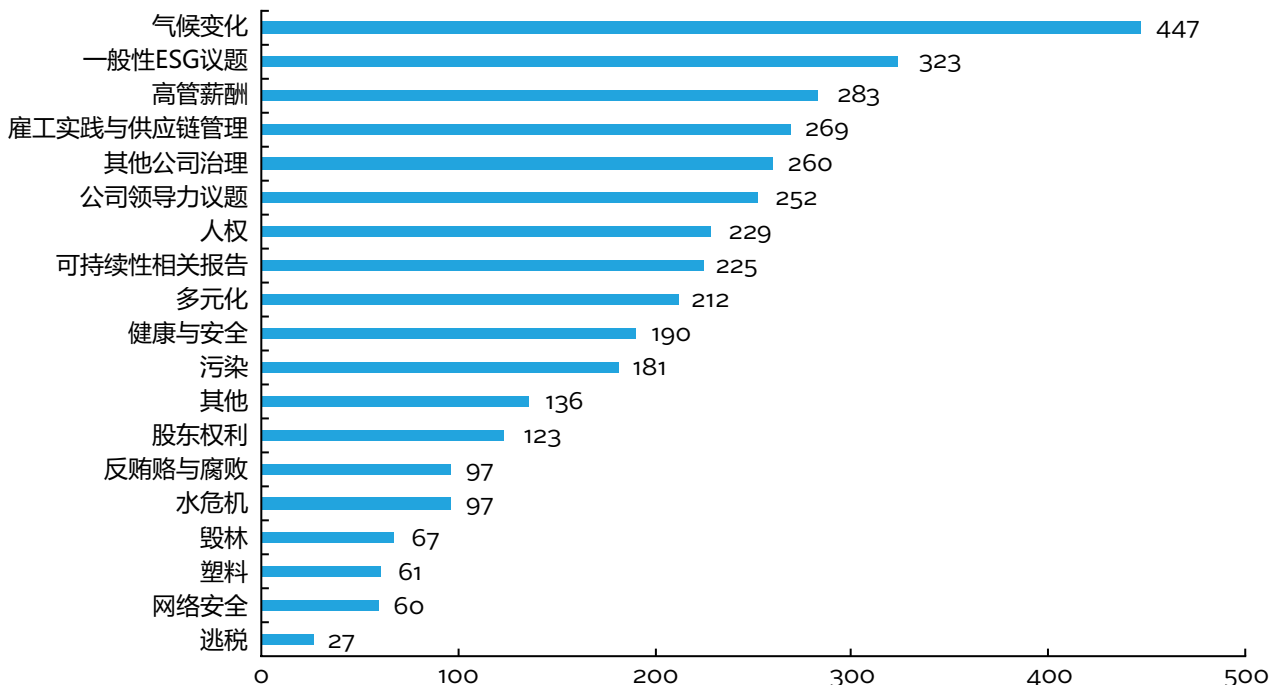
更加注重可持续性/环境、社会和治理 (ESG) 因素

尽责管理的一个重要发展是对可持续发展和ESG议题的关注。这主要是由于人们普遍认识到ESG因素对公司长期业绩的重要性；普遍所有者越来越希望塑造投资对可持续发展的实际影响；以及具有明确可持续性偏好的受益人和客户的需求也在不断增加。在投资实践中，尽责管理和ESG纳入（即投资者在其投资流程和决策中纳入ESG因素），二者互为补充，构成了优化机构投资者投资决策的重要方法和策略。

表2：ESG纳入与尽责管理互为补充¹³

构建投资组合时考虑ESG问题 (即：ESG纳入)			参与发行人ESG问题治理 (即：尽责管理，又称积极所有权)	
将ESG问题纳入现有投资实践，可结合三种方法：整合法、筛选法和主题法。			投资者可以通过以下工具施加影响力：参与和投票表决（最常用的两项工具）、股东决议/提案、董事会任职、供应商监督/谈判、参与研究和公共讨论、诉讼。	
整合法	筛选法	主题法	参与沟通	投票
明确、系统地将ESG问题纳入投资分析和决策，从而加强风险管理、提高收益。	根据投资者的偏好、价值观或道德准则，运用筛选标准选择或剔除候选投资清单上的公司。	试图将具有吸引力的风险-收益表现与提升特定环境或社会效益的意图相结合。主题投资包含影响力投资。	投资者与当前或潜在的投资对象/发行人进行交流，以完善某个ESG问题的实践，改变现实世界的可持续性结果，或者改善公开披露。沟通的对象也可以是非发行人，如政策制定者或标准制定者。	对管理层/股东决议行使投票表决权（以及提交决议），从而对相关事项正式表示赞同（或反对）。

图2：提供其ESG参与沟通范例的PRI签署方数量¹⁴



这一项指标的披露是自愿的，该指标要求签署方披露他们在该报告年度里亲自参与或服务提供商参与的与被投公司的沟通实例。

¹³ PRI, [负责任投资简介](#)：尽责管理。

¹⁴ PRI, [上市公司股权投资快照2017-2020](#)。

日益关注通过投资塑造可持续发展成果

鉴于金融和经济活动与其所依赖的社会和生态系统之间的相互依存关系，人们对金融行业的关注日益增加，并将之视为解决系统性挑战的方案之一¹⁵。鉴于此，目前正在发生的主要趋势之一是，投资者日益超越狭隘的风险管理和以流程为主的既有模式，转向采用旨在实现和塑造可持续发展影响的投资方法。这对拥有广泛和多样化投资组合的普遍所有者开始来说尤其重要，但也关系着所有投资者。领先的投资者一直在应对如气候变化等系统性ESG问题上起着表率作用，通过利用各种尽责管理的工具和方法¹⁶影响关键利益相关方，以督促它们改善其在可持续发展问题上的表现。¹⁷气候行动100+倡议就是表明此发展的一个很好的例证。

应对气候变化的尽责管理实践示例：气候行动100+ (CA 100+)

气候行动100+于2017年12月发起，目前是由610多名投资者组成的投资者倡议，投资者负责管理的资产超过55万亿美元。

CA100+签署方投资者认识到其面临的气候风险，并且基于受托人责任他们决定通过实施尽责管理以减缓其投资组合面临的气候风险敞口，确保实现长期可持续的回报。

气候行动100+聚焦于占全球工业温室气体排放量80%的167家世界上最大的温室气体排放企业，签署该倡议的投资者与公司沟通，旨在要求公司¹⁸

- 实施健全的治理框架，明确阐述董事会对气候变化风险和机遇的责任和监督工作，以及气候相关能力、薪酬安排和气候政策参与。
- 制定与《巴黎协定》一致的温室气体净零排放承诺和脱碳战略。
- 加强与气候相关财务信息披露工作组 (TCFD) 建议一致的公司信息披露。

如果和公司的交流沟通不顺利，投资者为了履行尽责管理职责会采取升级措施来影响投资对象，并表明自身立场，比如在股东大会上投票，提交股东决议/提案，或是最终撤资。

2020年，倡议制定了《气候行动100+净零排放公司基准》，从投资者最关切的十个维度评估重点公司的表现，并追踪其未来的进度。在气候行动100+倡议下，投资者携手同行，加速企业向净零排放转型，帮助确保经济的稳定，提升经济抵御气候变化相关风险的能力。

截至2020年底，许多在气候行动100+倡议下被参与的公司都做出了净零承诺。例如，英国石油公司制定了一项新的宏伟目标，到2050年实现范围一、范围二和范围三的净零排放，并在2050年或更早将其所售产品的碳强度降低50%。中石油也宣布了2050年净零排放目标，并计划将380亿美元天然气销售收入中的一部分用于风能和太阳能发电。中石化也宣布了到2050年实现净零排放的目标。截止至2020年年度，一半的CA100+公司已经制定了2050年净零目标或类似目标，这向投资者发出了一个重要信号，即公司理解转型的重要性并且已经着手准备。

15 PRI, [为实现可持续性影响而投资的法律框架讨论](#)。

16 例如投票、参与沟通、投资者之间的协作和协调、对政策制定者开展参与等。

17 PRI, [积极所有权2.0](#)。

18 [参见CA100+净零公司基准](#)。

2、尽责管理守则的发展

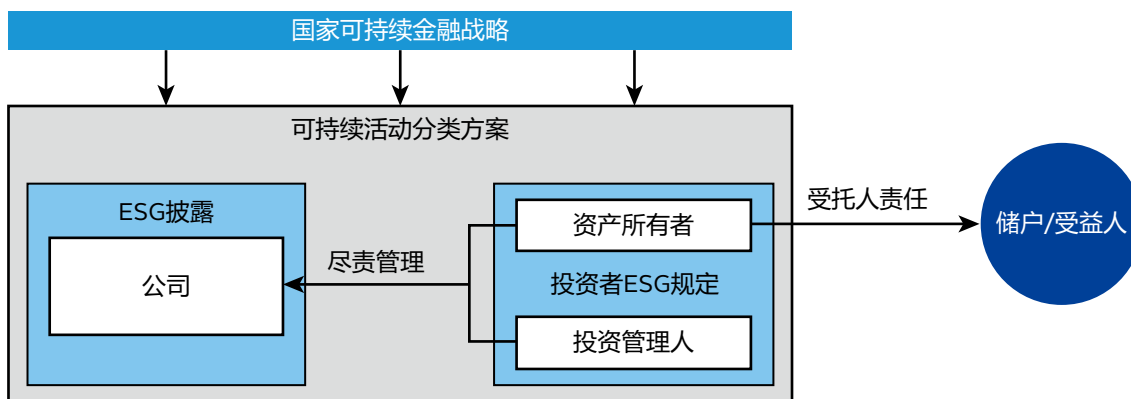
研究表明，投资者与公司和其他利益相关方的接触和沟通可以对企业行为产生积极和消极的影响¹⁹。为了机构投资者以建设性和负责任的方式避免过度关注短期回报，有必要在投资者受托人责任范围内构建投资者尽责管理的框架，加强监督并提高尽责管理活动的透明度。为此，作为投资者监管体系的补充，许多国家制定了尽责管理守则，以成文的形式明确了基于投资者权利和影响力而产生的投资者尽责管理责任，为投资者有效履责提供详细指导。

尽责管理守则的发展也与全球范围内可持续投资政策和监管的发展相呼应。²⁰尽责管理守则的制定或修订也常常会考虑鼓励投资者利用其影响力来解决ESG问题，特别是系统性风险。正如PRI和世界银行最近发布的一份报告所建议的那样，尽责管理守则可以与其他关键的政策工具一起，通过将投资决策和尽责管理活动与可持续发展目标对标，引导资本支持经济的可持续发展。²¹

图表3：可持续投资政策和监管的优先要素

可持续投资政策和监管需涵盖以下五个方面：

- 公司ESG披露，包括与气候相关财务披露工作组（TCFD）建议保持一致
- 尽责管理（参与沟通和投票）
- 投资者有责任在其投资决策中纳入ESG相关考量，提供与可持续性相关的披露，并报告其纳入ESG的政策和绩效目标
- 可持续经济活动分类方案（界定绿色或可持续发展项目或投资的共同且明确的分类标准）。
- 鼓励并推动低碳转型和实现可持续发展目标的国家/区域可持续金融战略



来源：PRI及世界银行²²

¹⁹ Jennifer G. Hill. [优/劣积极主义，国际尽责管理守则的兴起](#)；刘彦洋，机构投资者视野下的股东积极主义：国际实践及中国路径，投资者，第九辑，第165页。

²⁰ PRI，[“88条新政策加入PRI监管数据库”](#)。

²¹ PRI 和世界银行，[可持续投资政策和规定工具箱](#)。

²² 同上。

比较视角

自英国财务报告委员会 (Financial Reporting Council) 2010年推出第一部尽责管理守则以来,全世界已有23个国家和地区出台了尽责管理守则²³。尽责管理的主要原则也已在多边层面得到了《G20/OECD公司治理原则》(G20/OECD Principles of Corporate Governance)的认可²⁴。

虽然存在一些共有的原则,但不同国家根据当地的市场环境和监管框架,采取了略有不同的路径。下文列举了一些国家尽责管理守则的例子,旨在为中国的监管机构和行业协会提供参考,以建立和完善监管框架,包括发布尽责管理守则。

《英国尽责管理守则》(2010, 2012, 2020)

英国汲取2008年金融危机的教训,于2010年推出了全球第一部尽责管理守则。股东对投资对象的公司治理参与不足和投资者短期主义盛行被认为是导致全球金融危机的诱因。尽责管理于是被认为是解决金融业系统性问题的关键方案之一。²⁵英国政策制定者认为,机构投资者有效参与投资对象的治理将有助于恢复整条投资链中的信任关系和信心,为英国股权市场的长期发展前景奠定基础,促进更负责任的公司行为。

2020年英国对该守则进行了重大修订,以提高其有效性。修订内容包括引入对尽责管理活动和结果的披露要求,适用范围扩大到服务供应商以及上市公司股权以外的资产类别,并明确提到投资者须将系统性的ESG问题(包括气候变化)纳入投资和尽责管理决策。这些修订都是为了使整个投资链的投资路径与最终投资者和受益者的利益相一致。

日本:《负责任机构投资者原则》(2014, 2017, 2020)

日本的路径与英国略有不同。日本引入尽责管理守则是改革日本上市公司的公司治理、促进日本经济的创新和可持续发展的综合性改革计划之一。相较于投资者的短期主义倾向,日本专家委员会的关注点更多地聚焦于日本上市公司的公司治理问题,即长期以来,交叉持股情形、传统的终身雇佣制和以利益相关者为导向的治理方式是日本上市公司的显著特征。这种特征实际上限制了资本市场对公司管理层的有效制约,导致管理松懈和效率低下。²⁶尽责管理守则的出台旨在鼓励机构投资者与公司管理者接触和沟通,并刺激企业创新和完善对管理层的问责机制,也包括对ESG要素的纳入情况。

23 截至目前,已采纳尽责管理守则的国家和地区包括但不限于英国、欧盟、荷兰、澳大利亚、丹麦、肯尼亚、南非、新加坡、中国香港、马来西亚、瑞士、加拿大、美国、德国、意大利、挪威、韩国、日本、巴西、泰国、印度、俄罗斯。

24 OECD (2015). [G20/OECD公司治理原则](#)。

25 Walker, D. (2009) [对英国银行和其他金融机构的公司治理的评论](#), Kay, J. (2012) [对于英国股票市场和长期决策的评论](#)。

26 Goto, G. (2019) [“尽责管理守则的逻辑和界限:以日本为例”](#), 伯克利商业法律期刊, 15卷第二期, 37页。

澳大利亚：《内部治理和资产尽责管理原则》（2017）

澳大利亚金融服务委员会（FSC）针对其资产管理公司会员制定了尽责管理守则，²⁷以鼓励和督促资产管理机构提升内部治理和尽责管理实践的标准和透明度，并提高澳大利亚金融服务的质量和国际地位。²⁸作为一家行业组织，FSC侧重于提高澳大利亚资产管理公司的竞争力，而不像英国和日本守则聚焦于支持经济的可持续发展的更宏观的公共政策目标。考虑到资产管理公司代表其客户管理资金，其角色非常关键，FSC尽责管理准则的目的是通过督促会员们展示和披露对负责任的管理和健全的公司治理的承诺，帮助会员成功赢得客户。

美国：代理投票和相关尽责管理活动的监管

在美国，除了投资者团体制定的尽责管理原则外，²⁹金融监管机构还建立了强制性监管框架，对代理投票和相关尽责管理活动进行监管，其中包括尽责管理守则的重点内容。

鉴于机构投资者对其受益人的资产以及对资本市场的运行都有巨大影响，美国劳工部（DoL）和证券交易委员会（SEC）都在受托人责任的框架内对机构投资者的代理投票活动进行监管。³⁰就个体投资者而言，作为股东，他们有权提交股东提案并对其享有股权的公司进行投票。³¹

关于代理投票，机构投资者有义务制定投票政策和程序，以确保他们有效地监督被投公司并代表客户或受益人行使投票权，解决利益冲突，使投票符合客户或受益人的最佳利益，保存代理投票的记录并进行披露，以及监督投票顾问。2021年10月，劳工部提议对1974年《雇员退休收入保障法》（ERISA）进行修订，以解决阻碍私人养老金考虑ESG因素的障碍，并明确了受托人如何在投资决策和代理投票过程中考虑ESG因素。³²

27 澳大利亚有两部尽责管理守则。FSC于2016年发布的《内部治理和资产管理原则》适用于FSC成员，主要是资产管理者。另一部是澳大利亚养老金投资者协会（ACSI）于2018年发布的《澳大利亚资产所有者尽责管理守则》。

28 澳大利亚金融服务委员会，第23条标准：内部治理和资产尽责康，3。

29 投资者尽责管理集团，[机构投资者的尽责管理原则](#)。

30 参见《雇员退休收入保障法》（Employee Retirement Income Securities Act of 1974, “ERISA 1974”）《投资顾问法》（Investment Advisers Act of 1940）《投资公司法案》（Investment Company Act of 1940），《投资顾问代理投票规则》（Proxy Voting by Investment Advisors, 2003），《投资公司投票政策与投票纪录的披露规则》（Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, 2003）。另参见SEC解释公告2016-01，[81 FR 95879](#)。

31 《证券交易法》（Securities Exchange Act of 1934），第14a-8项规则。其他关于推动股东通过投票表决权监督被投公司的最新监管进展包括[《多德弗兰克法案》](#)（即《华尔街金融改革与消费者保护法》）。该法案要求公司将其高管薪酬提交股东大会进行意见咨询性投票。

32 美国劳工部雇员福利保障管理局（Employee Benefits Security Administration），[审慎且诚信地选择投资计划和行使股东权利；规则制定的事实背景](#)。

尽管英国和日本采用尽责管理守则/原则的原因略有不同，但其目标是一致的，即引导金融部门支持经济的可持续发展。中国在这方面的最终目标与之相同，对英国和日本遇到的问题也很熟悉。随着中国投资行业的迅速壮大，我们建议中国监管机构建立一个有效的监管框架，引导机构投资者以其客户或受益人的最佳利益行使其与其资产相关的权利（包括投票权）并履行相关义务。一个更完善的监管框架和正式发布的尽责管理守则将有助于中国快速发展的资产管理行业吸引更多的长期资本，并且帮助中国资管公司在金融服务上提高国际国内的竞争力和宣传服务的质量。

尽责管理守则的共同原则

尽管资本市场和监管环境不同，但大多数尽责管理守则都涵盖一些核心原则或要素，其中包括：³³

- **原则一：**明确界定投资者的尽责管理义务，并要求投资者说明其如何履行其尽责管理义务，从而履行对受益人和客户的受托人责任。通常情况下，这要求投资者通过以下方式单独或合作履行其尽责管理义务，如：
 - 勤勉地监督其投资组合中的公司；
 - 与被投或潜在投资公司以及其他利益相关方接触与沟通；以及
 - 行使投资者授予的权利，包括投票表决权和股东提案等。
- **原则二：**确保其公司治理、资源、激励机制和能力与他们所管理的资本的最终受益人的投资期限（一般为长期）和偏好相匹配。
- **原则三：**将ESG因素纳入尽责管理实践。
- **原则四：**制定政策并披露投资者如何管理利益冲突。
- **原则五：**确保投资链中各方（包括资产所有者、资产管理者和服务提供商）的尽责管理责任的一致性。³⁴
- **原则六：**鼓励投资者开展协作参与，即以合作的方式与被投和潜在投资对象以及其他利益相关方接触和沟通。
- **原则七：**向客户和受益人报告投资者履行尽责管理职责的情况。

为提高尽责管理工作的有效性和质量，一些监管机构或行业协会对尽责管理守则做出了修订。以报告要求为例，英国尽责管理守则从要求投资者报告其尽责管理政策转变为报告投资者为履行尽责管理职责所采取的行动及取得的结果。再如，有的尽责管理守则除了鼓励投资者将ESG纳入尽责管理的要求，还明确鼓励投资者回应系统性风险。

³³ PRI，世界银行集团，[可持续投资政策和规定工具箱](#) 第15页；另见CFA协会，[尽责管理2.0](#)。

³⁴ 例如英国尽责管理守则（2020年版）就对投资链中的资产所有者，资产管理者和服务提供商提出了明确的尽责管理要求。

第二部分

中国建立有效尽责管理监管框架的价值

3. 中国投资市场格局和监管趋势概述

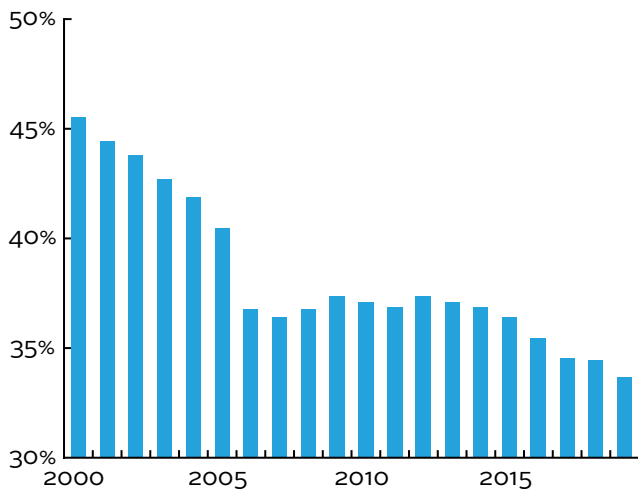
近年来，中国金融市场和机构投资者的规模与成熟度均显著提升。与此同时，中国对金融监管框架的改革和完善日益深化，以督促金融服务符合客户和受益人的利益，并与更广泛的可持续发展和经济发展目标相一致，其中包括支持可持续投资并完善相应的监管框架。

到目前为止，虽然金融监管者日益重视机构投资者参与公司治理，但是指导和支持投资者实施更有效的尽责管理实践的监管框架仍有待发展和完善。不过，如本报告[案例研究](#)所示，很多市场参与者已在中国持续探索尽责管理实践，其中包括纳入ESG因素及致力于实现可持续发展成果的案例。进一步完善尽责管理监管框架，包括制定尽责管理守则，可以更好地支持和规范投资者的尽责管理活动，为公司、客户和受益人带来更好的投资回报和成果。

市场状况

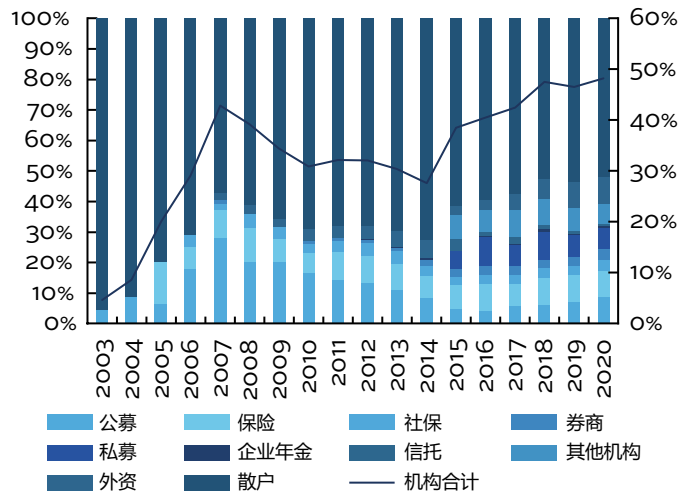
得益于中国经济多年来的快速增长，2019年底，中国机构投资者（包括银行、保险、基金、信托和证券公司的资产管理部门）的资产管理规模达到了16万亿美元，成为了全球规模最大的资产管理行业之一³⁵。值得注意的是，中国A股上市公司的所有权集中度一直稳步下降，从2000年的超过45%下降到了2019年的34%左右。机构投资者的所有权比例也从2003年的不足10%快速提高到了2020年的50%左右（按自由流通市值口径计算）³⁶。

图4：A股市场控股股东平均持股比例不断下降



资料来源：富达国际、紫顶、Wind, [中国市场投后管理报告](#)。

图5：A股机构投资者持股比例不断提高（按自由流通市值口径计算）



资料来源：[中金公司](#)，2020年7月。

35 [世界经济论坛. 中国资产管理行业进入发展拐点。](#)

36 [富达国际. 2020中国公司投后管理报告](#)，第3-4页。

研究还发现，股东正通过加强投票和与被投资公司沟通，对被投资公司施加更大的影响力³⁷。随着中国进一步深化金融改革和加大金融市场的开放力度，机构投资者对实体经济的影响力可能将持续加强。

在评估未来几年机构投资者可能产生的影响时，也需要考虑中国A股上市公司所有权结构的一些特点。首先，中国A股上市公司中有控股股东的公司比例相对较高。截至2017年底，A股上市公司中第一大股东和前三大股东持股50%以上的公司占到了57%。³⁸此外，约37%的中国上市公司的最大投资者是公共部门的投资者。³⁹这些特点必然导致机构投资者在中国上市公司治理中的角色和影响明显不同于其在许多所有权集中度明显更低的市场中的角色和影响。⁴⁰

尽管存在上述地方性差异，本报告中关于中国投资者尽责管理的[案例研究](#)表明，机构投资者仍然可以在监督和支持被投资公司改善公司治理和可持续发展表现方面发挥重要作用。因此，机构投资者和中国的政策制定者有必要制定和采用适合中国市场结构和监管的措施，进一步释放投资者实施尽责管理的潜力，推动被投资公司的可持续发展，并实现积极的投资影响。

近期的监管改革

长期以来，中国在金融机构监管上一直遵循分业监管的原则，对投资行业的监管也因而具有多部门监管的特点。因此，具体取决于资产管理公司的类型，机构投资者与客户或受益人之间的关系可能受不同的法律法规规制。一些投资者利用这种分业监管的特点，通过通道业务和影子银行等高风险投资行为进行监管套利。⁴¹

为解决这些问题，2018年，中国人民银行（PBOC）、中国银行保险监督管理委员会（CBIRC）、中国证券监督管理委员会（CSRC）和国家外汇管理局（SAFE）联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（也被称为《资管新规》）。这是中国金融监管部门首次合力规范资产管理公司的责任和义务，为多头监管的资产管理行业创造了公平的竞争环境，鼓励审慎和负责任的投资实践。⁴²这些措施为明确机构投资者在管理其客户或受益人资产和行使相关权利方面的责任奠定了基础。

在解决这些基本的投资者责任问题的同时，中国监管部门也愈加认识到，投资者需管理ESG风险，并对更广泛的经济、社会和环境系统产生影响。在投资行业快速扩张的背景下，中国监管部门对投资者在实现碳中和目标、帮助解决贫困问题、完善上市公司治理等ESG议题上提出了很高的期望。表3列举了中国金融政策改革中体现关键ESG问题的政策示例。

表3：金融解决方案中涉及ESG议题的中国政策示例

ESG议题	提倡金融解决方案的政策
气候变化与环境保护	《关于构建绿色金融体系的指导意见》 《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》
社会发展	《关于全面做好扶贫开发金融服务工作的指导意见》
公司治理	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》

37 同上。

38 Dan, W. Puchniak, [控股股东的情境下错付尽责管理：理解全球法律移植之谜](#)。工作论文589/2021，第45-46页。

39 同上，第48页。

40 例如，在英国，仅有12%的上市公司第一和第三大股东持股超过50%。在美国仅有4%。Puchniak，第46页。Lin和Puchniak深入分析了机构投资者在中国上市公司企业治理中的作用，见Lin Lin和Dan W. Puchniak, [机构投资者在中国：国中之市的境况下的公司治理和政策通道](#)。

41 受到严格监管的投资者（通常为银行和保险公司）通过投资于其他机构发行的金融产品（通常由信托、证券公司、共同基金和私募股权投资公司提供），将资金投入原本不得直接投资的项目中。

42 特别是《中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（《[资管新规](#)》）第8段。

逐步完善的可持续投资监管框架

中国的金融政策制定者已在ESG披露和绿色债券等多个关键领域开展了政策改革。表4总结了在重要的[可持续金融政策](#)改革领域的关键进展。但与其他关键领域相比，尽责管理守则和投资者责任两项政策工具尚未得到政策制定者和金融监管机构的足够关注。

表4：中国在关键可持续投资政策和监管上的进展

关键可持续投资监管政策	中国的主要监管进展
公司ESG披露规则	<ul style="list-style-type: none"> 证监会更新了上市公司报告准则，增加了关于公司治理的章节和关于环境与社会责任的章节⁴³ 生态环境部发布企业环境信息依法披露管理办法⁴⁴
尽责管理守则	<ul style="list-style-type: none"> 行业协会发布基金管理人代理投票指南⁴⁵
投资者纳入ESG要素并进行披露的责任	<ul style="list-style-type: none"> 行业协会发布针对资产管理者的投资者ESG纳入指南⁴⁶
可持续经济活动分类方案	<ul style="list-style-type: none"> 中国人民银行、发展改革委和证监会发布《绿色债券支持项目目录（2021年版）》⁴⁷ 国际可持续金融平台（IPSF）《可持续金融共同分类目录》⁴⁸（中国和欧盟牵头）
国家可持续金融战略	<ul style="list-style-type: none"> 多部委联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》⁴⁹ 多部委联合发布《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》⁵⁰

43 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——[年度报告的内容与格式](#)（2021年修订）》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号——[半年度报告的内容与格式](#)（2021年修订）》。

44 生态环境部，《[企业环境信息依法披露管理办法](#)》。

45 中国证券投资基金业协会，《[基金管理公司代表基金对外行使投票表决权工作指引](#)》。

46 中国证券投资基金业协会，《[绿色投资指引（试行）](#)》。

47 中国人民银行 发展改革委 证监会，《[绿色债券支持项目目录（2021年版）](#)》。

48 国际可持续金融平台，《[可持续金融分类目录—说明报告](#)》。

49 中国人民银行，财政部，发展改革委，环境保护部（现为生态环境部），银监会，保监会（现合并为银保监会），证监会，《[关于构建绿色金融体系的指导意见](#)》。

50 生态环境部，国家发展和改革委员会，中国人民银行，中国银行保险监督管理委员会，中国证券监督管理委员会，《[关于促进应对气候变化投融资的指导意见](#)》。

PRI案例研究：中国实施有效尽责管理的价值与挑战

在本报告的编写过程中，PRI邀请了9家签署方提供其在中国开展尽责管理活动的案例，旨在通过案例研究，识别投资者在中国实施尽责管理的价值、挑战 and 有效路径。案例研究的参与方被要求回答一系列有关其尽责管理的问题。这些回应展示了不同参与方开展尽责管理的多元路径，其路径体现了他们在公司的性质、规模、复杂程度、风险状况，以及针对不同金融产品采取的投资策略上的差异。案例研究的参与方包括：

案例参与方	总部地点	案例涉及的资产类别和投资策略	ESG 问题
贝莱德	美国	股票（指数投资）	自然资本和对原住民群体的影响
霸菱亚洲（BPEA）	香港特别行政区	私募股权（中大型收购）	塑料
华夏基金	中国	股票（主动投资）	气候变化及负责任营销
易方达	中国	股票（主动投资）	公司治理
EOS at Federated Hermes	英国	股票	人力资本及公司治理
富达国际	英国	股票（主动投资）	包装及安全管理
嘉实基金	中国	股票	气候变化
宏利投资管理	加拿大	股票及固定收益	公司治理中的性别多元化
南方基金	中国	固定收益	动物健康及环境保护

就投资者在中国实施尽责管理的原因、投资者践行尽责管理时如何考虑当地的情况、投资者遇到的挑战以及为应对这些挑战所采用的解决方案等问题，下文总结了[案例研究](#)的主要发现。

为什么在中国开展尽责管理？

案例参与方表达了促使他们践行尽责管理活动的原因和价值，包括：

- 增强投资者与投资对象之间的互信，为开展投资对象教育、深入了解投资对象、帮助投资对象明确了解投资者期望提供了建设性的框架和流程。
- 支持长期可持续价值创造：许多投资者指出，尽责管理活动有助于识别与可持续发展相关的机遇，进而能够明显提升长期投资回报。
- 管理和缓解风险，包括ESG相关风险、系统性风险，以及洗绿、社会问题洗绿风险。
- 履行对客户的受托人责任，特别是在监管明确要求或鼓励机构投资者践行尽责管理活动的情况下。
- 塑造与可持续发展目标一致的投资影响，例如缓解气候变化、保护土著文化或提高消费者和员工福利等。

“在大多数公司还刚刚走上可持续发展道路的市场，如中国，尽责管理可发挥更为重要的作用。这是因为大多数公司虽然深刻认识到可持续实践的重要性且与自身业务的日益相关，但他们在起步阶段需要指引，甚至是手把手的指导。”

——富达国际

“作为客户的资产管理受托人，我们有责任代表客户与被投资公司保持建设性的关系。为此，我们旨在代表长期投资者发声，希望了解他们如何关注治理与可持续发展相关的风险和机遇。这些风险和机遇可能会影响公司创造持久、长期财务收益的能力。”

——[贝莱德](#)

在中国如何践行尽责管理？

下文根据PRI[案例研究](#)总结了案例参与方在中国开展尽责管理的主要特点。

工具

在中国，尽管股东提案，特别是关于ESG问题的股东提案仍然非常罕见，但案例参与者已经使用了多种其他尽责管理工具，包括参与沟通（engagement）、代理投票、协作参与（collaborative engagement）、致信董事长或董事会、实地考察、担任董事会职务等。部分参与方表示当机构投资者作为小股东时，协作参与是一个有效的工具。也有案例参与方表示，他们会在初次接触不成功的情况下采取升级措施。

“我们通过识别出决定公司长期增长的具体行业和业务问题以了解企业发展需把握的关键机会或者需要减缓的关键风险，在此基础上设定参与目标。在参与会议上，我们根据重要性评估确定优先事项，并制定参与方案，通过制定有针对性的短期、中期和长期路线图来解决这些问题。”

——[嘉实基金](#)

“投票权是股权的基本组成部分，也是保证公司管理方式符合股东最佳利益的重要控制机制。如果客户委托宏利资管行使代理投票权，宏利资管便承担着负责任行使投票权的受托人责任。”

“对于沟通中的公司，协作参与能减少不同意见带来的干扰，从而帮助公司把重点放在制定目标和取得现实结果上。”

——[宏利投资管理](#)

“我们的战略主要侧重于大中型企业的收购上，我们利用控股权和董事会职务确保ESG纳入董事会议程，并贯彻到整个组织。”

——[霸菱亚洲](#)

公司治理

多个国际参与方的经验表明，尽责管理实践的透明度、质量以及问责制水平可显著受益于完善的内部治理，例如，公开披露并定期更新他们参与沟通和代理投票的相关政策；尽责管理团队（或类似职能团队）人员和资源充足；公司高管对参与沟通、代理投票和第三方服务进行监督，以避免利益冲突，确保对客户/受益人负责；以及公开披露代理投票记录等。多个中国参与方已经主动完善了公司治理，支持和监督尽责管理的开展。但整个行业的系统性转变仍取决于明确的政策指引或要求。

尽责管理与投资的整合

在大多数案例中，尽责管理和投资在结构、流程和结果方面得到了良好的整合。参与方通常都制定了必要的内部流程和结构，便于尽责管理团队与投资团队开展有效合作。他们还通过对目标投资对象进行深入和长期的研究，支持与公司的沟通和代理投票。根据参与者的经验，尽责管理取得的进展反过来又加强了投资者与被投资方之间的相互信任，进一步为投资决策提供更多的信息，为投资对象实现可持续增长提供长期支持。

如何确定沟通对象？

在多个案例中，投资者建立了专门的流程或体系来筛选参与沟通的对象，并设定参与沟通的里程碑或目标。虽然与投资组合公司接触和沟通以提高其可持续发展方面的表现仍然是投资者最关注的问题，但也有部分投资者开始与政策制定者和其他利益相关方就公共政策进行沟通对话，以应对可能影响整个市场的系统性问题。

“如果我们发现公司的做法与我们对环境、社会和公司治理的期望之间存在差距，我们可能会与该公司沟通，支持其长期发展和价值创造。这些情况包括：被投公司与我们负责任投资声明中描述的原则和期望不符；我们发现被投公司有机会通过改进现有做法来提高价值创造；或者一旦相关ESG问题解决后便有投资潜力的公司。”

——易方达

议题

从案例研究中可以发现，就公司治理、缓解气候变化和环境保护议题实施尽责管理，不出所料是最常提出的议题。但同时，人力资本、性别多元化和关键利益相关者利益等社会问题也得到了日益广泛的关注。

“我们发现，在环境和治理议题相对比社会议题上的沟通更简单直接，不过公司越来越愿意讨论人力资本管理的议题。我们迫切希望在社会议题上取得进展，并不断提出相关问题，同时顾及文化敏感性。”

——EOS at Federated Hermes

投资影响

尽责管理所产生的现实影响需要经过一段时间来证明，ESG问题的解决也需要循序渐进。鉴于中国的许多投资者和公司初启其可持续发展历程，到目前为止，大部分的进展集中于帮助被投资公司识别重要的ESG因素，改善ESG披露和评级，提升可持续发展方面的承诺，制定管理ESG相关风险和机遇的策略，以及消除对环境和关键利益相关者的主要不利影响。随着可持续投资和政策改革在中国的不断推进，多个参与方预计在实现具体可持续发展成果方面将取得进一步进展。

“南方基金建立了内部碳排放数据库，跟踪投资组合的碳足迹，并持续与高排放投资组合公司接触和沟通，支持这些公司迈向脱碳之路。”

——南方基金

本土化路径

为了提高尽责管理的有效性，许多参与者认识到需要在中国采取本土化的尽责管理方法，包括能够用中文与被投资公司沟通，了解并掌握在中国适用的沟通和投票方法，保持对地方文化的敏感性，针对不同类型公司（尤其是私营和国有企业）制定专门的尽责管理策略，以及与当地资产管理公司合作。

“为了减轻被投资公司对某些ESG问题的潜在顾虑或抗拒，我们会根据每家公司的股权结构、发展轨迹和行业环境，制定专门的沟通策略。”

——华夏基金

挑战与解决方案

中国的尽责管理投资实践和监管框架正在朝积极的方向发展，特别是在系统性的ESG问题上，但投资者也发现以下阻碍在中国有效开展尽责管理的挑战：⁵¹

- **缺少明确的尽责管理指引和要求：**当涉及到理清投资者尽责管理义务和特定尽责管理活动的合法性时，情况尤其如此。由此产生的模糊性，可能阻碍投资者采取尽责管理行动的积极性。鉴于此，一些参与方呼吁出台尽责管理守则和明确必要的监管要求，以鼓励整个行业的机构投资者采取系统的尽责管理行动，同时规范投资者与被投对象的沟通方式和尽责管理策略。
- **所有权高度集中：**许多A股上市公司由控股股东主导，中小股东的影响力和权力相对有限。在呼吁加强对股东权利的保护和对控股股东的监管的同时，许多机构投资者也指出通过协作参与以及与被投资公司建立长期信任关系，可以显著提高尽责管理行动的有效性。
- **公司回应情况：**鉴于ESG投资和尽责管理在中国尚处于起步阶段，一些公司可能不会积极回应投资者的ESG建议或询问，这种现象可以理解。一方面需要进一步推动ESG相关政策的发展以提高ESG意识。另一方面，投资者已经采取措施，主动探索就ESG问题与被投资公司进行建设性对话的策略和方法。例如，有案例参与方指出，被投资方的教育、关系管理是参与的关键组成部分，尤其是在最初的几次会议中。

⁵¹ 本节的研究观察是基于PRI案例研究以及PRI与北京绿色金融与可持续发展研究院于2021年12月共同举办的ESG尽责管理研讨会中的讨论。

- **应对ESG问题的有利工具/环境不足**：在公司层面缺乏标准化、与国际接轨的强制性ESG披露，投资者不得不耗费大量精力收集相关信息，因而增加了尽责管理成本。其他重要的辅助工具包括对标可持续发展目标的可持续经济活动分类方案，以及与《巴黎协定》或国家自主贡献一致的科学气候转型路径等。这些工具能够帮助投资者制定基于证据的尽责管理策略，从而帮助被投资方应对ESG问题。上述资源大多属于公共产品范畴，可能需要政府的支持和市场的集体行动。
- **成本和“搭便车”问题**：与公司开展对话，以及明智地行使投票表决权需要资源和时间。此外，这些成本可能由少数投资者承担，而一旦公司改善实践后，众多投资者都可能从中受益。因此，部分投资者呼吁出台明确的政策，鼓励或要求所有投资者践行尽责管理，并适当披露各自采取的行动。
- **国内资产所有者对尽责管理的需求不足**：案例研究参与方表示，中国资产所有者还尚未在委外投资中明确释放对资管机构全面开展尽责管理的要求。可以通过进一步明确资产所有者的职责来改善这个问题，该职责可以包括：为了受益人的利益，资产所有者应当开展尽责管理，以监测和督促被投资公司管理其ESG相关的风险和机遇。
- **内部治理不够健全**：机构投资者自身的管理问题也会阻碍投资者尽责管理的有效开展，比如缺乏问责、代理投票流程繁琐且耗时、支持尽责管理活动的资源或能力缺乏等。许多中国参与方已经开始主动完善内部治理，并精简流程，以促进有效的尽责管理。但在中国实现全行业系统性提升仍需明确的政策指引或要求。
- **尽责管理基础设施有待完善**：这可能包括改善不同司法管辖区投票和报告体系的互操作性，以及为协作参与提供协调或便利。虽然大部分案例参与方已经加入了由气候行动100+召集或支持的协作参与或平行参与倡议，但仍然迫切需要类似的中国倡议，以支持和促进机构投资者之间的合作，提升在中国参与被投资公司治理的有效性。

上文所列的许多挑战并不是中国所特有的⁵²。正如案例参与方所指出的，建立有效的尽责管理监管框架是应对这些挑战的关键之一。

⁵² PRI, [股票积极所有权实践指南](#), 第19页。

4、建立有效的尽责管理监管框架的附加价值

基于行业最佳实践制定尽责管理守则，并在此基础上建立并完善明确而有力的监管框架有助于引导有效的尽责管理实践，可帮助中国投资者加快改善其投资实践，实现其客户、受益人，以及更广泛的社会和经济的最佳利益。

抑制过度的投资风险，支持实体经济的可持续发展

《资管新规》释放出了明确的政策意图，即需要防控金融风险，引导社会资金流向实体经济。⁵³新规明确指出服务实体经济是金融业的根本目标，需要避免资金脱实向虚在金融体系内部自我循环，防止产品过于复杂。⁵⁴

一个包括尽责管理守则在内的全面的监管框架，可以帮助明确投资链上包括资产所有者、资产管理者和服务供应商在内的不同参与者的尽责管理义务，并要求他们将投资与最终投资者的长期利益保持一致。这种长期利益往往取决于被投公司的可持续增长。同时，通过促进投资者与被投资方之间建设性的接触与沟通，这样的监管框架可以帮助利益相关方逐步恢复投资链上的信任和信心，并配置耐心资本支持实体经济的可持续增长。⁵⁵

改善中国的公司治理

提高中国上市公司的质量是政府的一项重要工作。机构投资者的参与和公司治理的改善之间的正相关性已被实证研究广泛证明。⁵⁶特别是对于解决中国上市公司公司治理中普遍存在的纵向和横向代理问题，⁵⁷机构投资者可以发挥重要作用。然而，许多机构投资者缺乏积极影响公司治理的动力和权力。⁵⁸在PRI的案例研究中，我们发现一个主要制约因素是缺乏关于投资者尽责管理的明确要求或指引。中国证监会成立了证券投资者服务中心（CSISC），为中国投资者积极行使投资者权利和改善上市公司的公司治理树立了榜样。⁵⁹在此基础之上，一个明确要求投资者开展尽责管理（包括切合客户的投资期限，考虑ESG因素，并得以实现协作参与）的监管框架可以动员整个市场的机构投资者更好地监督投资对象并与其沟通。这可以很大程度上改变被投公司的公司治理生态，有助于约束控股股东，降低权力滥用的可能性，强化公司管理层的问责机制。

国务院关于进步提高上市公司质量的意见 国发[2020]14号

“建立董事会与投资者的良好沟通机制，健全机构投资者参与公司治理的渠道和方式。”

为投资者塑造投资的可持续发展影响创造有利的环境

公众和政府对于投资者解决ESG问题寄予厚望，投资者也需要一个有利的环境来推动积极的变化。尽责管理守则可以通过明确投资者的尽责管理义务，规范并激励有效的尽责管理实践，减少被投公司的抗拒或排斥。通过列明尽责管理的重要工具，守则可以指导投资者利用其影响力支持投资对象的绿色转型，无论是通过投资者与发行方的接触、沟通、投票、政策参与还是其他尽责管理工具，以督促投资对象努力实现与中国碳中和目标、以及经济转型升级相一致的战略。

⁵³ 《资管新规》及金融监管机构的后续意见和规章如《中国银保监会关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》《保险资产管理产品管理暂行办法》《商业银行理财子公司管理办法》等都对影子银行和通道业务提出警告。

⁵⁴ 《资管新规》。

⁵⁵ Gond, J-P. (2017). [ESG参与沟通如何创造价值：公司视角](#); O' Sullivan, N & Gond, J-P. (2016). [参与沟通：开启价值创造的黑箱](#)。

⁵⁶ Rongli Yuan, Jason Zezhong Xiao, Hong Zou (2008), [共同基金所有权及公司绩效：来自中国的证据](#)，银行与金融期刊；May H, Jingjing Yang (2013) [欺诈，市场反应以及机构投资者在中国上市公司中的角色](#)，第26届澳亚金融与银行会议2013；Michael Firth, Jin Gao, Jianghua Shen, Yuanyuan Zhang (2016), [机构投资者股票所有权和公司现金红利政策：来自中国的证据](#) 银行与金融期刊；Amon Chizema, Wei Jiang, Jing-Ming Kuo and Xiaoqi Song (2020), [共同基金，利益输送和公司绩效：来自中国的证据](#)，计量金融和会计评论。

⁵⁷ Jiang, F., Kim, K. A. (2020). [中国的公司治理：综述](#)，金融评论。

⁵⁸ 同上。

⁵⁹ [中证中小投资者服务中心](#)。

除尽责管理守则外，可持续活动分类方法也可帮助投资者了解（潜在）被投资方所涉及的经济行为是否是可持续的，并帮助投资者评估和跟踪尽责管理活动在推动积极成果方面的进展。强制性和标准化的企业ESG披露规则也可以为投资者提供有关企业在ESG问题表现上的可比信息，为尽责管理和投资实践提供充分的信息，推动现实世界的积极变化。此外，改善和更新投票基础设施以简化投票流程，将进一步促进机构投资者积极开展投票活动。

明确良好尽责管理的基本要素

随着尽责管理实践在市场的日益普及，有必要区分投资者对被投资公司的积极和消极影响。随着机构投资者对资本市场和实体经济的影响越来越大，这一点也将变得更为重要。监管的碎片化可能会导致更多混乱并推高合规成本。为了促进和引导投资者开展有效的尽责管理，金融监管部门需采取联合行动，统一规范整个投资界的尽责管理活动。这有助于防止监管套利，并为尽责管理活动提供详细指导。在所有政策措施中，基于最佳实践制定的尽责管理守则能为机构投资者提供必要的指导，帮助其以有效、透明和负责任的方式与被投资方沟通并合法合规地行使投资者权利。

应对集体行动的挑战

投资者实施尽责管理面临的主要障碍之一是搭便车。⁶⁰尽责管理守则或类似法规明确规定所有机构投资者都应开展尽责管理，并披露其政策和实践，可以减少‘搭便车’的风险。这让投资者建立一种普遍预期，即尽责管理成本将在广大投资者之间进行分配，同时，对尽责管理活动的问责要求将使搭便车者难逃公众和监管监督。如此，尽责管理守则将有效减少“搭便车”的动机，也为协作参与提供支持。搭建专门协调投资者协作参与的平台也非常重要。此外，监管机构进一步澄清现行法律法规中可能阻碍投资者协作开展尽责管理的不确定性问题，能有效减少投资者的顾虑。⁶¹

与国际最佳实践保持一致

经过十多年的发展，尽责管理已成为欧洲、美国和日本的主流实践。英国和日本等国定期修订其尽责管理守则，以纳入行业不断发展的最佳尽责管理实践，指导投资者履行尽责管理义务。有效的尽责管理监管框架应兼顾本地特色和最佳实践。这有助于提高中国金融服务的质量，增强其在全球市场的竞争力，以及中国企业吸引长期耐心资本的能力。此外，养老基金、保险公司、企业年金，以及这些年金的受益人，通常具有长期投资视野，因此，他们有意确保被投资公司的成功和长期可持续发展，因此对重大的ESG风险十分敏感，如气候变化等系统性的市场风险。

提高金融市场整体稳定性

2008年金融风险带来的教训之一是，机构投资者应作为上市公司负责任的股东，抑制过度的高风险行为和短期主义⁶²。鼓励长期价值创造是负责任投资的关键要素，也是尽责管理守则的基本原则，这一要求鼓励投资者考虑更广泛的环境、社会和治理因素，作为其受托人责任的核心组成部分。由此鼓励投资者促进被投资公司提高公司治理水平，对风险进行更好的定价，并寻求减少系统性风险。在更大的背景下，投资者寻求长期价值创造最终有助于建立一个更加稳定和韧性更强的金融市场。尽管投资者有不同的投资策略和商业模式，但将从稳定的金融市场和可持续的经济增长中受益。

60 PRI, [股票积极所有权实践指南](#), 19。

61 PRI, [为实现可持续性影响而投资的法律框架讨论](#), 261。

62 Kay, J. (2012) [对于英国股票市场和长期决策的评论](#)。

第三部分

中国现行监管规定与尽责管理核心原则之对比

这一部分旨在识别中国现行监管规定与第2节列明的尽责管理核心原则之间的差距，以探讨在中国建立有效的尽责管理监管框架尚需的政策发展，包括制定一部完备的尽责管理守则所涵盖的关键要素。

原则1：核心尽责管理义务

机构投资者应对投资对象及其他利益相关方进行监督开展沟通。还应勤勉、积极、负责任地行使投资者权利，履行对客户和受益人的受托人责任。

本原则阐述了机构投资者的核心尽责管理义务。这些义务源于机构投资者管理受益人和客户资产的受托人行为，其中也应包括管理与这些资产相关的投资者授权行使的权利。这要求投资者通过以下方式履行这些义务，例如：

- 勤勉地监督投资对象。
- 寻求与投资对象或意向投资对象建立联系，开展建设性对话（即参与沟通）。
- 为了客户和受益人的利益行使其客户或受益人授予的投资者权利，例如投票表决权和提交股东提案的权利等。

在中国现行监管框架下，投资者义务是否可被解释为包含尽责管理，目前尚不明确。虽然受托人责任这一概念在中国尚无清晰界定，但中国投资者对受托人责任的基本原则其实并不陌生，例如诚实信用、善意、谨慎和勤勉等⁶³。这些原则共同构成的一套投资者的责任和义务，与其他司法管辖区要求投资者履行的责任和义务是一致的。中国的金融监管机构在不同的法规中明确规定，资产管理公司的责任包括代表客户利益行使诉讼权利或者采取其他法律行为。⁶⁴《资管新规》进一步规定，资产管理人应当切实履行主动管理的职责，不得进行转委托，不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。⁶⁵然而，这些关于投资者责任的原则和概念十分宽泛模糊，因此需要进一步明确这些投资者责任的范围，并阐明在多大程度上受托人责任的内涵，可以像其他司法管辖区那样纳入尽责管理要求。⁶⁶

63 这些基于原则的责任适用于基于特殊法律的资产管理或基于合同的信托安排，见PRI，[为实现可持续性影响而投资的法律框架讨论](#)。

64 例如，《证券投资基金法》第20条，《保险资产管理产品管理暂行办法》第14条，《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第11条。

65 《资管新规》第22段。

66 例如，在美国，劳工部和证券交易委员会明确规定，管理受益人或客户资产的受托人行为包括管理投票权和其他与股份有关的股东权利。对此等权力的管理和股东的参与活动均受制于受托人要求。SEC解释公告 2016-01，81 FR 95879（2016年12月29日）；投资顾问代理投票，No. 1A-2106。另见英国尽责管理守则，原则9-12；日本尽责管理守则，原则3、4和5。

需要注意的是，中国的政策制定者和投资者协会鼓励机构投资者在多种情形下主动行使其法律权利，对投资对象进行监督和参与沟通，相关规定包括《上市公司治理准则》⁶⁷、中国证券投资基金业协会（AMAC）发布的《基金管理公司代表基金对外行使投票表决权工作指引》⁶⁸等。但是，这些规定并未明确这一做法是否属于机构投资者的职责范围。此外，对于机构投资者应如何通过行使投资者权利影响投资对象，也缺乏统一的规定。比如，中国证监会及证券投资基金业协会发布了关于代理投票和征集投票权的规定⁶⁹，但没有覆盖银行业、保险业和养老金等部门。同时，也有必要将监管覆盖的范围扩展至代理投票以外的其他尽责管理活动，例如与投资对象进行沟通等。

原则2：治理、资源、能力和激励措施的一致性

投资者应确保其治理、资源、激励措施和能力支持其按照客户和受益人的投资期限（通常为长期）和偏好开展尽责管理。

有效的尽责管理倚赖适当的治理、资源、激励措施和能力。因此，本项原则要求机构投资者

- 建立必要的治理结构和流程，以便对其尽责管理活动进行内部监督和问责。
- 为支持有效的尽责管理投入充足的资源
- 为尽责管理人员提供培训以提升其相关能力
- 确保针对尽责管理活动的激励措施符合受益人或客户的（通常是长期）偏好

完善机构投资者的内部治理一直是中国金融监管的重点。由于目前对尽责管理作出明确规定的政策文件有限，现有的关于治理结构、资源、激励措施和能力的相关规定极少与尽责管理活动直接相关。⁷⁰

原则3：在尽责管理中整合ESG因素

投资者应当整合投资和尽责管理，包括ESG问题。

为履行对受益人和客户的责任，投资者应整合投资与尽责管理，例如，利用从尽责管理中获得的见解，加强投资决策，或利用投资研究和分析，指导与被投资方的建设性的接触与沟通。

投资者应将ESG因素纳入投资和尽责管理流程，因为ESG问题，包括系统性问题，可能会给公司带来风险或机遇，并影响公司的长期绩效。⁷¹

⁶⁷ 第78条鼓励机构投资者通过行使表决权、质询权、建议权等相关股东权利参与公司治理。第79条要求机构投资者通过参与重大事项决策、推荐董事和监事人选、监督董事和监事履职情况等途径在上市公司治理中发挥积极作用。第80条鼓励机构投资者公开其参与上市公司治理的目标与原则、表决权行使策略，以及股东权利行使情况和效果。

⁶⁸ 中国证券投资基金业协会，《[基金管理公司代表基金对外行使投票表决权工作指引](#)》。

⁶⁹ 证监会，《[公开征集上市公司股东权利管理暂行规定](#)》。

⁷⁰ 以《[银行和保险机构的公司治理准则](#)》为例，该准则就金融机构在股东责任、股东会议、董事会架构和高级管理人员方面提出了改善公司治理的要求。缺少与尽责管理相关的治理结构等方面的要求，而尽责管理实践对于加强机构投资者对客户或受益人负责至关重要。

⁷¹ DWS, 深入挖掘ESG与公司财务绩效的关系，研究通过对2000多份关于ESG要素如何影响公司财务绩效的学术研究进行分析，发现绝大多数的正面结果。另参见美世，[气候变化的时代下的投资](#)。

虽然投资者没有将ESG因素纳入投资流程的约束性义务，⁷²但中国的许多政策和行业自律措施都鼓励投资者将ESG因素纳入投资决策。⁷³只是目前各方对于尽责管理的认识，特别是其推动被投公司可持续转型的潜力仍然比较有限。为了释放这种潜力，政策制定者需要更进一步鼓励投资者将ESG因素纳入尽责管理活动中，如监督和参与被投资公司，以及代理投票等。

原则4：管理利益冲突

投资者应制定政策，并披露其在尽责管理活动中管理利益冲突的方法。

这项原则的目的是为了确保投资者为了客户和受益人的最佳利益实施尽责管理。大多数尽责管理守则要求投资者建立并披露明确的管理利益冲突的政策，说明其在投资者与客户或受益人之间存在潜在利益冲突时将采取的行动，并为投资者管理此类冲突提供指导。

虽然中国的许多法规对关联交易进行了严格的限制，以防范资产管理公司、控股股东和受益人或客户之间的潜在利益冲突，⁷⁴但对尽责管理活动中可能产生的利益冲突的监管仍然有限。代理投票、股东决议和参与沟通等尽责管理活动都可能影响到客户或受益人的利益，而现有的监管尚未完全覆盖这些行为中可能存在的利益冲突问题。⁷⁵

原则5：投资链中尽责管理责任的一致性

投资者应监督并追究资产管理人及/或服务提供商的责任，以确保他们的活动与投资者的投资与尽责管理政策相一致。

金融市场中中介机构数量激增，部分原因在于投资者将一部分职能（包括投资和尽责管理职能）外包给了专业的资产管理机构、财务顾问和代理投票机构等。金融中介机构以及外包业务的激增有可能在终端投资者及其代理人之间造成激励机制的错位。在这方面，我们观察到越来越多的尽责管理守则鼓励投资者对委外资产管理人和其他服务提供商进行监督或问责，以确保其对终端客户和受益人的尽责管理义务得到履行。鉴于资产所有者和资产管理人在投资价值链中的不同地位，他们需遵守的要求并不相同。

表6：资产所有者和资产管理人监督尽责管理在投资链中落实的责任

机构投资者		保持投资链中尽责管理责任的一致性
资产所有者	委外投资	<ul style="list-style-type: none"> 在遴选和任命资产管理人的流程中明确纳入对尽责管理的要求 监督资产管理人，确保他们依据资产所有者的尽责管理政策或要求实施尽责管理。
	直接投资	<ul style="list-style-type: none"> 监督代理投票顾问，以确保其服务符合资产管理人的投票政策
资产管理人		<ul style="list-style-type: none"> 监督数据和研究服务提供商，以确保其服务满足资产管理人的尽责管理需求

72 虽然大多数中国投资者没有考虑环境、社会和治理问题的明确义务，但如果环境、社会和治理问题有助于维护客户或受益人的利益，则部分法律法规可能被解释为要求投资者考虑这些问题。总的来说，中国的法律法规为投资者追求具有可持续影响的投资提供了灵活性。参见：[为实现可持续性影响而投资的法律框架讨论](#)，中国附件，255-259。

73 《关于构建绿色金融体系的指导意见》，《保险资产管理公司监管评级暂行办法》，《绿色投资指引（试行）》等。

74 例如《公开募集证券投资基金运作管理办法》，《银保监会关于印发保险公司关联交易管理办法的通知》，《商业银行理财子公司管理办法》，《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》，《银行保险机构大股东行为监管办法（试行）》等。

75 针对尽责管理活动中的利益冲突监管仅限于《基金管理公司代表基金对外行使投票表决权工作指引》，该指引明确要求基金管理公司处理好在行使投票表决权时产生的利益冲突。

对于资产所有者来说，中国现行法规对资产所有者遴选、任命和监督资产管理者做出了一般性规定。⁷⁶资产所有者的投资要求通常会在投资委托合同中加以详细规定。在现行法规的框架下，一方面，资产所有者有足够的灵活性在投资委托合同中加入尽责管理要求。另一方面，资产所有者并没有明确的义务监督受其委托的资产管理者，以确保委外投资符合资产所有者自身的尽责管理战略和政策。

对于资产管理者来说，《资管新规》已经明确规定，资产管理者应主动管理受托资产，不得进行转委托。但是监管范围应逐渐扩大到要求资产管理者对服务供应商进行监督，以确保他们的服务能够满足其尽责管理的需求，如代理投票顾问和数据供应商，因为这种市场实践正在兴起。

原则6：尽责管理协作（协作参与）

投资者应考虑在适当时以合作的方式开展尽责管理。

合作可能是机构投资者开展尽责管理活动最有效的方式之一，尤其是在投资者拥有促进长期价值的共同目标的情况下，例如共同寻求改善被投资公司或整个市场的公司治理或可持续性问题。

然而，要促进协作参与，就必须解决“搭便车”的问题。同时，监管机构澄清有关协作参与的潜在监管风险和法律边界也很重要。例如，英国尽责管理守则在鼓励机构投资者通过合作开展尽责管理的同时，还要求投资者在其尽责管理政策中披露其将在何种情况下寻求与其他投资者的正式或非正式协作，并阐述协作的理由，以督促机构投资者合法合规地开展协作。此举提高了透明度，有利于公众对协作参与的监督。

目前为止，中国监管部门对协作参与的关注仍待提升。《银行和保险公司的公司治理准则》明确鼓励股东之间的沟通，但并未就如何开展、管理这种沟通或合作提供明确的指导。⁷⁷

原则7：报告和披露

投资者应向受益人和客户披露其尽责管理政策、履行尽责管理责任的具体行动，以及取得的成果。

机构投资者有义务告知受益人和客户他们履行尽责管理责任的情况。虽然披露和报告义务的范围、频率和格式等方面可能存在差异，但是，大多数尽责管理守则要求投资者披露其尽责管理政策、代理投票活动、（单独和集体）参与沟通活动、利益冲突的管理、将ESG问题纳入尽责管理，以及对服务提供商/资产管理人尽责管理活动的监督情况等。

中国证券投资基金业协会发布的《[基金管理公司代表基金对外行使投票表决权工作指引](#)》要求基金管理公司报告代理投票活动。为加强尽责管理活动的透明度和完善问责机制，有必要扩展披露和报告要求的范围，以涵盖所有类型的机构投资者，以及上述原则中规定的核心尽责管理责任。

⁷⁶ 以社保基金为例，《[全国社保基金投资管理暂行办法](#)》规定受托资产管理人的绩效应符合全国社会保障基金理事会的要求，并列出了受托资产管理人必须退出管理计划的若干情形。

⁷⁷ 中国银保监会，《[银行保险机构公司治理准则](#)》，第17条。

表5：中国现有监管规定与尽责管理核心原则之间的差距

尽责管理核心原则	现有相关监管规定			一致性	建议
	银行与保险业相关政策	证券业相关政策	养老基金相关政策		
原则1. 明确投资者的尽责管理义务	诚信、善意、谨慎和安全的义务 ⁷⁸	诚信、善意、谨慎和勤勉/有效管理的义务 ⁷⁹	诚信、善意、谨慎和勤勉 ⁸⁰	部分一致	进一步明确规则
原则2. 治理、资源、能力和激励措施与客户和受益人利益保持一致	无相关规定	无相关规定	无相关规定	不一致	需要制定相关规则
原则3. 将ESG整合到尽责管理中	绿色/ESG投资 ⁸¹	绿色/ESG投资 ⁸²	无相关规定	部分一致	进一步明确规则 需要制定关于养老基金的规则
原则4. 管理利益冲突	无相关规定	管理代理投票中的利益冲突 ⁸³	无相关规定	部分一致	扩大覆盖范围 制定关于保险和养老基金的相关规定
原则5. 协作参与	无相关规定	无相关规定	无相关规定	不一致	需制定相关规定
原则6. 投资链尽责管理责任的一致性	监督资产管理者 ⁸⁴	无相关规定	监督资产管理者 ⁸⁵	部分一致	进一步明确规则 扩大覆盖范围
原则7. 报告和披露尽责管理活动及结果	无相关规定	披露和报告代理投票活动 ⁸⁶	无相关规定	部分一致	扩大覆盖范围 制定关于保险和养老基金的相关规定

78 保险公司对保单持有人的合同职责和机构职责来自专门法或基于合同的信托安排。见《民法典》第一部分第7章、第三部分第23章。关于上述责任的更多分析，见PRI，[为实现可持续性影响而投资的法律框架讨论](#)，第2.4.4-5条。

79 《信托法》第25条至第30条，《信托法》释义第二部分第4章第2节第24条。关于上述职责的更多分析，见PRI，影响力的法律框架，第2.3.8条。

80 受托人对资金提供者的合同职责和机构职责来自信托安排。见《民法典》第一部分第7章和第三部分第23章。关于上述责任的进一步分析，见PRI，[为实现可持续性影响而投资的法律框架讨论](#)。

81 银保监会，《[保险资产管理公司监管评级暂行办法](#)》（参与绿色投资或ESG投资的机构将获得额外加分）。

82 中国证券投资基金业协会，《[绿色投资指引](#)（试行）》。

83 《[基金管理公司代表基金对外行使投票表决权工作指引](#)》。

84 银保监会，《[保险资金运用管理办法](#)》，第27条和第28条。

85 国务院令第六67号《[全国社会保障基金条例](#)》第12条；财政部、劳工和社会保障部《[全国社会保障基金投资管理暂行办法](#)》第3章和第9章；国务院《[基本养老保险基金投资管理办法](#)》第2章和第5章。

86 《[基金管理公司代表基金对外行使投票表决权工作指引](#)》。

一致性：

部分一致：并非投资行业的所有部门都需要遵守与相应核心尽责管理原则类似的要求。

不一致：现有规定的要求与相应的核心尽责管理原则不一致。

建议

- *提高明确性*：现有规定十分抽象和模糊，但是具有足够的灵活性，可以解释为包含相应核心尽责管理原则的要求。需要明确建立相关原则。
- *扩大覆盖范围*：现有规定的覆盖范围有限，无法包含相应尽责管理原则的所有必要元素。应扩大相关规定的覆盖范围，以涵盖这些元素。
- *出台新规定*：应制定新的规则，建立相应的核心尽责管理原则。

第四部分 建议

有效的尽责管理能够让投资者以建设性的方式参与被投资公司治理，并为其受益人或客户创造长期价值，这是投资者受托人责任的核心要素，并得到了实证证据的支持。尽责管理也是投资者塑造投资影响，确保其与可持续发展目标和国家战略相一致的有效方法，例如实现碳中和和共同富裕等目标。为了完善尽责管理监管框架，进一步促进和引导机构投资者有效地开展尽责管理，我们提出以下建议：

■ 建议一：制定尽责管理守则

尽责管理守则对于动员整个投资行业履行尽责管理责任，并通过明确的指引和要求来鼓励良好的市场实践至关重要。为此，守则需明确列出的基本要素包括：投资者内部治理架构、尽责管理的责任与工具、对ESG问题（尤其是系统性问题）的考虑、协作参与、活动和结果的透明度、利益冲突的管理等。为了使整个投资链中的市场主体的利益与客户或受益人的长期利益保持一致，并切合实体经济的可持续发展的需要，尽责管理守则的适用范围应涵盖投资链中的所有相关主体，即包括资产所有者、资产管理人和服务提供商。

■ 建议二：完善可持续投资政策框架和尽责管理的基础设施

为了使尽责管理有效地推动被投资公司的可持续增长，创造一个有利的环境至关重要。这包括建立一个完善的可持续投资政策框架和必要的基础设施，例如：进一步完善可持续经济活动的分类方案；要求公司强制性披露标准化ESG信息，从而为投资者提供具有可比性和连贯性的ESG数据；更新基础设施，以改善不同监管辖区中的投票和尽责管理报告系统的互操作性；支持公共产品的供给，如对系统性可持续发展问题的研究等。

■ 建议三：采取分阶段的方法促进尽责管理守则的有效实施，避免投资者仅以合规为目的机械性地开展尽责管理。（表7列出了实施尽责管理守则的关键要素）

为适应中国不同发展阶段的监管重点，尽责管理守则的实施需要一定的灵活性。在初始阶段，尽责管理守则的主要目标是促进投资者尽责管理文化的兴起，并引导投资者的尽责管理行为的逐步完善。在这一阶段应鼓励投资者签署尽责管理守则，在不遵守守则解释原则的基础上适用尽责管理原则和指引，并定期披露和报告其尽责管理活动和结果。监管机构对尽责管理报告的年度评估将有助于投资者更好地了解监管的期待。在之后的阶段，当投资者在将尽责管理工作整合进投资战略和路径方面积累了较多经验时，监管机构可考虑对守则落实情况进行更严格的监督，并使尽责管理责任成为强制性的投资者责任。

■ 建议四：确保金融监管机构采取联合行动，为尽责管理工作创造一套统一的规范性语言

目前银行和保险业监管机构、证券业监管机构以及养老金监管机构之间制定的与尽责管理相关的监管措施并不均衡。如果对不同类型的资产管理人和资产所有者提出不同的尽责管理要求，可能会导致监管套利，造成不必要的混乱，提高合规成本。《资管新规》在统一规范资产管理人的责任和义务方面树立了一个很好的示范。所有相关监管机构或行业协会之间也应统筹协调中国尽责管理守则的出台和实施。

■ 建议五：鼓励投资者通过协作参与，最大限度地发挥中小投资者的影响力

鉴于许多中国公司都普遍存在控股股东，机构投资者之间合作开展尽责管理是影响被投资公司的非常有效的工具。除了在尽责管理守则中特别鼓励投资者实施以合作的方式开展尽责管理外，金融监管机构还需要澄清可能阻碍协作参与的因素和相关法律问题，特别是针对解决系统性的可持续发展问题的协作参与。此外，在中国建立一个支持投资者开展协作参与的本地平台，并聚焦于解决影响中国公司可持续增长的至关重要的ESG议题（尤其是系统性问题），将大大增强中国投资者实施尽责管理的有效性。

表7：尽责管理守则的政策设计和实施⁸⁷

尽责管理守则的制定和发布部门

- 金融监管方或者行业机构都可制定尽责管理守则
- 监管机构发布尽责管理守则的例子包括：[英国尽责管理守则（2020）](#)，[印度适用于共同基金和另类投资基金的尽责管理守则（简称SEBI尽责管理守则）（2019）](#)。行业机构发布尽责管理守则的例子包括[澳大利亚资产所有者尽责管理守则（2018）](#)。

是否需要遵守尽责管理守则的所有要素？

- 大多数尽责管理守则采用“不遵守则解释”的方法，即签署方可以不遵守要求，但需要解释这样做的原因。
- 英国尽责管理守则采用“实施并解释”的方法，要求签署方就所有尽责管理守则的原则和报告要求提供报告。如果签署方有充分的理由说明某项报告要求不适用，则需要解释原因。

实施机制

- 大多数尽责管理守则由投资者自愿签署⁸⁸，不过以法律法规的方式出台的例子也越来越多。例如，印度的SEBI 尽责管理守则对其管辖的所有资产管理人都具有强制性。
- 自愿性尽责管理守则通常包括以下部分或全部内容：
 - 鼓励机构投资者签署守则（形成大型投资者支持的市场示范效应）。
 - 设有守则签署方的公开登记系统，签署的投资者也需在其网站公布该守则。
 - 投资者签署方需报告其如何实施守则，包括通过数据和案例研究说明其方法。一些守则要求投资者签署方的董事长，首席执行官或首席投资官签字确认报告的准确性。
 - 对守则的实施情况进行正式审查。例如，根据英国的尽责管理准则，财务报告委员会（FRC）需对申请机构提交的尽责管理报告进行评估，如果符合FRC对报告的要求，该机构将被列为准则的签署方。被正式列为守则签署方的机构必须每年提交报告，才能保持作为签署方的身份。
 - 制定实践指南，支持守则的实施。例如，南非董事协会发布了披露指南。英国的FRC发布了一份早期尽责管理报告的审查报告，以帮助签署方满足报告要求。

⁸⁷ PRI 和世界银行，[可持续投资政策和规定工具箱](#)。

⁸⁸ 一旦签署，守则签署方则需要遵循守则的实施要求，比如“不遵守则解释”的要求。

致谢

作者：

刘珺如, PRI
Daniel Wiseman, PRI

参与者：

Margarita Pirovska, PRI
Emmet Mcnamee, PRI
Ben Pincombe, PRI
Tom Barron, PRI (former)
Colleen Orr, PRI
罗楠, PRI
周艾闻, PRI
James Robertson, PRI

我们非常感谢所有参与案例研究的PRI签署方以及为报告提供宝贵建议的外部专家：

案例研究参与方：

贝莱德 — 贝莱德投资督导团队
霸菱亚洲 — Zongzhong Tang
华夏基金 — 赵梦然
易方达 — 魏亦希, 牟添
EOS at Federated Hermes — Hannah Shoesmith, Yu-Ting Fu
富达国际 — 王芳, 胡靖敏
嘉实基金 — 韩晓燕, 孙蓉洁
宏利投资管理 — Eric Nietsch, 郭一锦
南方基金 — 黎思思, 陈霜阳, 张琬怡, 唐政

外部专家：

肖侃, 国际事务团队负责人, 中国保险资产管理业协会
唐淑薇, 合伙人, 紫顶
孔伟, 合伙人, 中伦律师事务所

负责任投资原则 (PRI)

PRI与全球签署方共同合作，贯彻执行负责任投资六项原则。PRI的宗旨是了解环境、社会和公司治理 (ESG) 问题对投资的影响，并支持签署方将ESG问题纳入投资和所有权决策。PRI为签署方以及签署方经营所在的金融市场和经济体谋求长远利益，最终惠及整个环境和社会。

负责任投资六项原则立意高远，提出一整套可行方案，将ESG问题纳入投资实践，供投资者自愿遵守。六项原则由投资者制定、为投资者所用。签署方实施六项原则，有助于建立更加可持续的全球金融体系。

如需了解更多信息，请访问：www.unpri.org



PRI 是与联合国环境署金融倡议和联合国全球契约协作的投资者倡议。

联合国环境署金融倡议 (UNEP FI)

UNEP FI是联合国环境署 (UNEP) 和全球金融部门之间的一项特殊的合作计划。UNEP FI与200多家金融机构密切合作，这些机构都是UNEP FI可持续发展声明的签署机构，此外，UNEP FI还与一系列的伙伴展开合作，致力于发展和促进可持续发展与财务业绩之间的联系。通过对等网络、研究和培训，UNEP FI在各级金融机构的运营过程中识别、促进和实施最好的环境和可持续发展实践。

如需了解更多信息，请访问：www.unepfi.org



联合国全球契约

联合国全球契约号召世界各地的企业在运营和战略中履行人权、劳工标准、环境和反腐败领域的十项公认原则，并采取行动支持联合国可持续发展目标的实现和问题的解决。联合国全球契约旨在为负责任的企业实践的开发、实施和披露提供领导力平台。联合国全球契约于2000年启动，是全球最大规模的企业可持续发展倡议。迄今为止，来自160多个国家的8800多家企业和4000家非企业机构已加入该契约，此外还包括80多个全球契约地方网络。

如需了解更多信息，请访问：www.unglobalcompact.org

