

投票咨询行业深度解析：投票咨询机构的产生、发展及意义

发布日期：2021 年 3 月 15 日

对大多数中国投资者和上市公司而言，投票咨询机构（Proxy Advisory Firm）还是一个比较陌生的概念。然而，这类机构在海外成熟资本市场已有超过 30 年的发展历史。他们在促进机构投资者负责任地参与股东大会投票、优化上市公司治理、以及保护中小投资者利益等方面，都发挥了显著作用，并且已经成为成熟资本市场中的另类“基础设施”。

一、什么是投票咨询机构？

投票咨询机构主要为机构投资者提供服务。以目前全球成立时间最早、规模最大的投票咨询机构 Institutional Shareholder Service (ISS) 为例，2020 年 ISS 共为超过 2,000 家机构投资者提供服务。其中，股东大会投票咨询服务是其最基础、也是最核心的服务内容。该项服务在中国尚属新生事物，但对国际投资者而言，这一服务已成为其开展投后管理（Stewardship）必不可少的环节。投票咨询服务的主要产出为“投票建议报告”。针对机构投资者客户持仓公司的每一次股东大会会议，投票咨询机构都将为其提供一份报告，报告中将详细分析每一项议案，并最终向机构股东提供“赞成”、“反对”或“弃权”的投票建议。目前，国际上最为知名的两家投票咨询机构为 ISS 与 Glass Lewis。由于机构投资者的资产配置全球化，同时不同资本市场的监管规则、语言、文化等方面存在一定差异，各地也逐渐涌现了本土的投票咨询机构，如印度的 Institutional Investor Advisory Services (IIAS)、澳大利亚的 Ownership Matters、韩国的 Korea Corporate Governance Service (KCGS) 等。紫顶 (ZD Proxy)，作为

中国第一家投票咨询机构，也于 2016 年正式成立。

二、投票咨询机构为何产生？

投票咨询机构的产生最早可追溯到 1972 年 IRRC (Investor Responsibility Research Center) 的成立。当时，美国一些大学的捐赠基金希望针对上市公司提案中涉及环境、社会责任及公司治理 (“ESG”) 的议案作出客观、公正的研究与评估，并负责责任地进行投票，以此参与公司治理。于是，几家基金会共同成立了非盈利性公司 IRRC，把研究范围锁定在 ESG 等相关领域，并建立了一套投票系统。尽管当时 IRRC 对于股东大会议案进行了很多研究与分析，他们并没有给机构投资者提出最终的“投票建议”。实际上，真正推动投票权咨询服务快速发展的驱动因素源于监管部门对机构投资者履行投票义务的政策要求。在美国资本市场，养老金占据着重要地位。1985 年，美国的养老金持有的股票市值超过了 28%。为规范养老金的运作，美国劳工部作为倡导股东积极投票的先行者，多次在公开信件或文件中表示，养老基金所持股票的投票权亦属于信托财产，受托管理养老金的机构应当为使受益人利益最大化而参与上市公司投票，制定投票政策等。在此背景下，Proxy Monitor 和 ISS，作为最早期的两家投票咨询机构，分别于 1984 年和 1985 年成立，并开始为养老金等机构投资者提供真正意义上的“投票建议”。1984 年，美国最大的公共养老基金加州公共雇员养老基金 (California Public Employees’ Retirement System, 简称“CalPERS”) 以反对大型石油公司 Texaco 管理层溢价收购公司股份为发端，领导了一场声势浩大的股东权利运动。2001 年安然事件之后，CalPERS 再行发出金融市场改革倡议，提出防范安然事件这类财务丑闻的行动计划，发起了抨击美国高级管理人员不合理薪酬的一系列积极股东行为。美国劳工部和 CalPERS 的积极作为引起了美国证券监督委员会 (SEC) 的关注。SEC 开始将目光聚焦于机构投资者，认为其作为上市公司的重要股东理应有所作为。2003 年，SEC 发布了《机构投资者代理投票的规则》，提出了三点要求：

1. **要求机构投资者参与投票：**基金公司必须履行“信义义务”，负责任地行使投票权；
2. **强制披露：**要求基金公司向其投资人披露：针对每个上市公司议案的投票结果；采取避免利益冲突的具体措施；以及行使投票权的实际记录等，并每年向 SEC 汇报；
3. **事先制定投票政策（Voting Policy / Guideline）：**要求投资机构制定并提前披露针对不同股东大会议案的投票原则与政策。

2004 年，SEC 公开指出，如果机构投资者在投票方面采纳独立的第三方投票咨询机构的意见，并按照事先披露的投票政策进行投票，就可使其免受利益冲突的指责。对于机构投资者而言，为了更好地满足合规要求，负责任地进行投票，采购独立第三方的投票建议就变得极为重要。此后，包括 Glass Lewis 在内的越来越多的投票咨询机构开始在美国资本市场设立并稳步成长。2008 年，金融危机的爆发直接暴露出大量上市公司在高管薪酬、内部控制、董事会独立性等方面的问题。为规范金融市场，各国均采取了不同手段强化上市公司信息披露，提升其治理水平，并推动机构投资者参与公司治理。其中，英国财务报告理事会（Financial Reporting Council）于 2010 年 7 月正式发布了第一版《机构投资者尽责管理守则》（Stewardship Code），试图通过鼓励机构股东积极履行责任投资，来加强对上市公司的约束，以保护中小股东的利益。该守则并不具备强制性，而是由机构投资者自愿签署加入，并奉行遵守或解释（Comply or Explain）的准则。英国《机构投资者尽责管理守则》提出了 7 条核心准则，包括：

1. **积极行使投票权；**
2. **监督被投上市公司的情况并与之沟通；**

3. 必要时积极采取行动以保护和提升股东利益；
4. 机构间共同行动；
5. 解决利益冲突；
6. 制定并披露清晰的投票政策；
7. 定期报告投票情况及投票结果。

可见，无论是美国的“强制性规则” (hard law) 模式，或是英国的“倡导性规范” (soft law) 模式，都注重强调机构投资者参加股东大会投票，参与公司治理的必要性。监管政策的出台也成为投票咨询机构不断发展的动力源泉。

三、投票咨询机构提供哪些服务？

投票咨询机构的业务主要可分为三大类：一是投票业务，包括制定投票政策、针对股东大会议案提供投票建议、提供在线投票平台、执行投票等投票管理业务；二是其他研究咨询业务，主要包括公司治理研究、市场研究等；三是数据业务，涉及股东大会投票数据、ESG 数据及评级等。

投票业务是投票咨询机构的基础及核心业务。投票咨询机构通常会针对不同的资本市场制定差异化的投票政策 (Voting Policy)，并每年进行更新。投票咨询机构将以此为基础，结合公司的具体情况，针对各项议案进行分析并出具投票意见。通常，投票咨询机构将站在机构投资者角度，以公司利益最大化和可持续发展为目标，为客户提供投票建议。由于目前提交至股东大会审议的议案大都与公司治理 (Corporate Governance) 相关，投票咨询机构在常年提供投票建议服务的基础上，往往都成为了

公司治理专家，为投资者提供深度的公司治理研究及评价服务。与此同时，随着 ESG 概念在全球的普及与流行，不少投票咨询机构也立足于公司治理，将业务范围扩展至环境与社会责任方面，并建立起全面的 ESG 服务能力，包括对上市公司的 ESG 深度分析、ESG 评分等。除此之外，投票咨询机构每年要产出成千上万份投票建议报告，这些报告中覆盖了相当大量的公司治理基础数据。因此，不少投票咨询机构也将“数据服务”作为其服务内容之一。这些特色数据主要包括股东数据、董事数据、薪酬与激励数据等。

四、投票咨询机构的意义？

对机构投资者而言，随着其资产管理规模的扩大和持有标的体量的不断增加，在其内部针对数量众多的股东大会议案进行深入研究需要巨大的成本。以贝莱德（BlackRock）为例，其 2020 年在全球市场一共参加了 16,200 次股东大会，参与了 153,000 项议案的投票。如此巨大的工作量离不开第三方研究机构的支持。因此，采购投票咨询机构的服务将在很大程度上降低机构投资者的投票成本，提高其行使股东权利的效率。对上市公司而言，因为专业投票咨询机构的存在，上市公司在提交议案至股东大会审议时，必须更为审慎，这使得投票咨询机构间接成为了上市公司治理的“看门人”。相关学术研究显示，当 ISS 对薪酬类议案发表反对意见时，机构股东对该议案的赞成率从 96% 下降至 68%；Glass Lewis 对薪酬议案和员工持股议案的赞成意见使机构股东对相关议案的赞成率分别增长了 16% 和 12%。在投票咨询机构的影响下，上市公司会更加关注信息披露质量，重视与投资者的沟通与交流，关注自身的可持续性发展。从这个角度来看，投票咨询机构是促进上市公司提升公司治理水平的重要动力之

一。对于资本市场而言，投票咨询机构已经成为其不可或缺的另类“基础设施”。作为独立第三方，投票咨询机构能够通过对机构投资者和对上市公司的影响，敦促上市公司提升治理水平，维护中小股东的权益，最终打造良好的市场生态。

关于紫顶

紫顶成立于 2016 年，是中国首家致力于为机构投资者提供上市公司治理分析与投票咨询的专业机构。我们的服务包括：

- 投票咨询 (Proxy Research)
- 公司治理风险筛查 (Governance Risk Screening)
- ESG 数据 (ESG Data)
- ESG 咨询 (ESG Advisory Solutions)

我们期望能够帮助机构股东有效行使股东权利并参与上市公司治理，以实现长期价值投资、责任投资目标，共同促进中国资本市场的高质量发展。

联系我们

Email: contact@zdproxy.com

网站: www.zdproxy.com

电话: +86 10 8498 6699

关注我们

