N|B
路博邁

路博邁投信 2020 年度議合紀錄

目錄

一、 議合政策---參與治理與原則.....1

二、 參與企業治理與積極落實股東權利 3

(一)落實參與企業治理.....4

(二)參與治理案例.....9

路博邁
NEUBERGER | BERMAN

治理與參與原則

策略

企業必須採取、建立、與揭露如何提升企業長期價值的策略：經營團隊應向股東說明具體的長期經營目標，如何避免落入短視近利的盲點；落實可提升企業價值的併購策略；將重大經營決策－例如重大併購案、組織再造或類似決策－交付股東投票表決。

薪酬獎勵

企業董事會與經營團隊的薪酬獎勵必須與股東的長期目標一致：經營團隊與董事會應持有相當比重的公司股權；薪酬獎勵應與創造長期經濟價值的能力、長期股價表現、以及其他客觀的績效指標直接連動；股票獎勵應設有長期的禁售期、追索條款、與下檔保護；不應對股票獎勵進行重新定價（repricing）與再裝（reload）。

董事會獨立性

稱職的董事會必須具備完整的獨立性：董事會成員應具備多元背景與相關經驗，不應與經營團隊或其他成員過從甚密，並應避開利益衝突；董事會應定期汰換成員並輪值不同的委員會，以避免出現萬年董事的情況。董事會每年至少需召開一次有獨立董事與會之行政會議。一般而言，路博邁認為董事長與執行長的角色不應由同一人兼任。倘若由同一人兼任董事長與執行長，該公司董事會則需任命首席獨立董事。

股東意見

企業應竭盡所能地反映股東意見：依據經濟利益分配投票權；限制使用多層控股架構持有股份；以多數決方式選出董事會成員，並允許長期股東透過直接提名董事、徵求委託書、要求召開特別股東大會、或書面決議等方式參與決策流程。企業不應設有阻礙股票評價極大化的併購防禦條款。

資本運用

企業應妥善運用資本，追求風險調整後之長期股東價值極大化：維持有效的公司資本結構，以將風險調整後之資金成本極小化；避免過度舉債或過度累積現金部位；定期返還多餘的資本給股東，並分拆或處分非核心資產與業務，藉此提升股東價值。

開誠布公

企業應開誠布公地對外溝通與發佈資訊：設置獨立且專業的稽核委員會；聘請獨立的稽核人員並定期輪調；在允許的情況下，發佈非公認會計準則的財務資料（non-GAAP），藉此讓股東能依據產業特性評估目前企業的經營狀況；提供各個事業部門的獲利數字以及非營業資產之價值。經營團隊應定期向股東報告；董事會與股東應保持順暢的溝通管道。

風險管理

董事會應主動協助經營團隊評估與管控企業風險：設立與監督風險監控流程；制訂接班計畫。

環境 / 社會議題

企業應思考商業模式與營運活動可能造成的長期影響：明訂與揭露重要的環境與社會績效指標，藉此有效管理風險與評估投資機會。董事會應鼓勵經營團隊擴大揭露對於長期股東價值有重大影響的環境 / 社會績效指標。

如何參與企業治理？

企業研究辦公室會議：路博邁研究團隊與投資組合管理團隊每年平均召開 1500 場的研究會議，邀請企業經營團隊到路博邁進行面對面會議；除此之外，另不定期舉行電話會議，且路博邁親訪企業與進行實地研究會議的次數亦不下 1500 場次。路博邁透過這些會議直接向企業經營團隊表達心中的想法與疑慮。

書面溝通：倘若投資組合經理人無法透過非正式的互動與經營團隊取得聯繫，此時可選擇向經營團隊與董事會發出正式的書面信函，說明心中的疑慮與建議改善作為，並期待獲得企業正式與非正式的回覆。

股東提案與徵求股東委託書：倘若試圖溝通無效，投資組合管理團隊可能會試著藉由股東提案與徵求股東委託書，或是其他形式的股東行動要求企業改善治理作為。

代理投票：路博邁與代理投票顧問及代理人合作，並在代理投票的過程中給予支持。路博邁代理投票委員會負責監督代理投票流程，並支持投資組合管理團隊提出不同於代理投票顧問的投票意見。投資組合管理團隊提交之問卷調查結果與投票意向及理由經代理投票委員會審視後，委員會將開會討論若依投資組合管理團隊的意見投票，是否會發生利益衝突的情況，以及若不遵循代理投票顧問建議的投票方向，是否對於客戶最為有利。倘若代理投票委員會認定不遵循代理投票顧問的意見不會造成利益衝突的情況且對於客戶最為有利，在此情況下路博邁將依循投資組合管理團隊的建議投票。持不同意見的投資組合經理可以根據代理投票顧問的建議進行投票。

二、參與企業治理與積極落實股東權利

路博邁認為參與企業治理乃是長期、積極的投資人應盡之責任，且協助企業正視 ESG 相關議題，有助於改善企業表現與降低風險。我們認為無論是投資上市股票或是固定收益資產，參與企業治理十分重要，且在與企業經營團隊互動的過程中，協助企業正視 ESG 的議題，乃是每一位投資組合經理人與研究分析師的責任。故此，路博邁並未設立獨立的盡責治理團隊。

以固定收益投資而言，不間斷地與經營團隊對話，乃是我們監控投資主題的重要方式，並有助於降低整體投資組合之風險。以已開發國家公司債而言，我們認為參與企業治理是投資流程不可分割的一部分。我們為每一家發債企業設定參與企業治理的目標，內容涵蓋重大的 ESG 議題、時時追蹤 ESG 的改善進程、並將企業給予的回應與採取的行動納入考量，藉此評估發債企業的信用體質與評價。

路博邁代理投票委員會負責監督身為股東享有之權力是否積極落實，並負責制訂代理投票流程及代理投票指導原則。以投資上市股票而言，我們可以用股東積極主義的形式參與企業治理，可能採取的行動包括、但不限於與企業經營團隊及董事會溝通，並推薦董事人選 - 最後可能會進展為正式提名董事人選或收購委託書。此外，我們亦可攜手其他投資人，透過發佈聯合聲明與參與企業治理以實現上述目標。

路博邁全力支持美、日、英等國之盡責管理守則以及其他類似之國際組織。無論是藉由定期的代理人投票，或是針對特定的股票或債券編纂企業治理報告，路博邁參與企業治理的過程公開透明。

(一)落實參與企業治理

過去幾年來，路博邁不斷地與各界分享參與治理的哲學、文化、與架構。在路博邁，分析師與投資組合經理人對企業進行基本面分析，永遠是參與治理的第一步。從接下來幾頁的研究案例與統計數字可知，我們採用的參與治理工具與技巧也隨著時間不斷精進。

參與治理

股票

總參與數
2,213

環境
43%

社會
61%

一般而言，我們大多是在對企業進行盡責調查的過程中，自然而然開始參與企業治理，但是現在我們更以相同的精力與嚴謹程度，在持有資產的期間持續參與治理。在參與治理的過程中，盡責調查、交換意見、與釐清經營團隊權責是一般人熟悉且關鍵的環節。然而，現在參與治理開始衍生出不容忽視的新面向，例如利用外部管道收集更多企業相關的資訊，以及投資人要求改善參與治理的透明度以及公佈參與治理的作為。

故此，現在我們與企業互動的過程中，會花更多的時間討論外部評比指標並與其他同類型企業進行比較，例如質疑該公司為什麼沒有跟同業一樣揭露關於某些議題的資訊，或是為

治理
85%

固定收益

總參與數
1,453

環境
38%

社會
52%

治理
73%

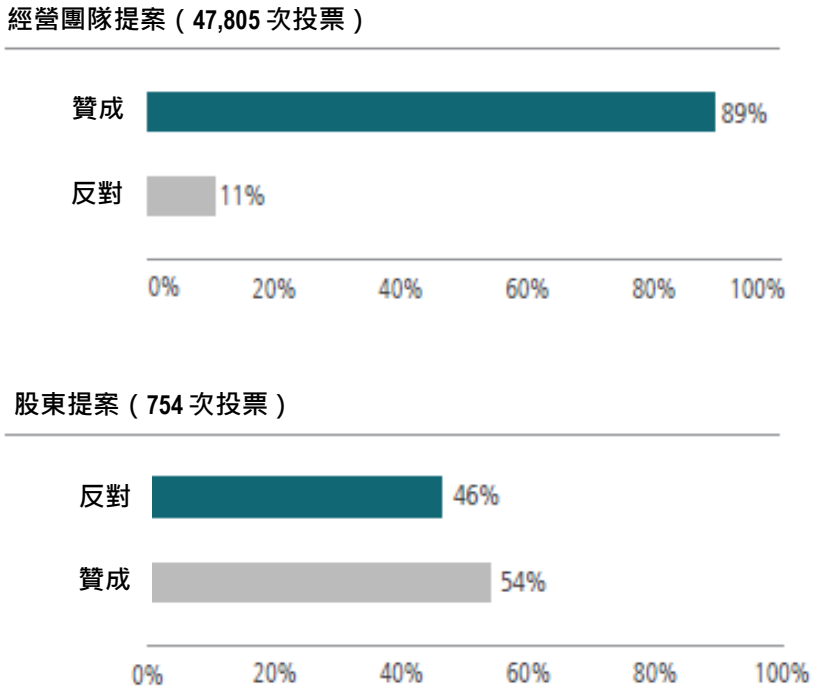
什麼處理重大風險的態度不像同業那般積極。此外，我們正努力為客戶與利害關係人提供更多關於參與治理的資訊，例如我們聚焦哪些主題、如何與企業互動、以及最後的成果為何。故此，過去一年來我們努力建置合適的基礎架構，確保所有投資與研究團隊參與治理的成果與過程都可完整記錄。我們期望與客戶分享更多的資料、參與治理的成果、以及自身需要改善的地方，並以具體案例說明我們如何透過參與治理發揮正向的影響力。

接下來，我們將分享參與企業治理的案例，說明如何在互動的過程中，實現參與治理的各種目標 - 從汰換執行長到揭露氣候變遷風險資訊等等。路博邁的投資文化在參與治理的過程中展露無遺 - 充分收集資訊、建立明確觀點、利用各種工具保護與強化客戶的投資價值。儘管大多數參與治理的過程都相當平和且有建設性，但是為了保護客戶的投資價值，必要時我們有責任動用法規與公司章程賦予股東的權力。

「參與治理是路博邁投資流程的核心環節。我們以此制訂更精準的投資決策，善盡守護客戶資產的責任。我們致力發掘董事會與經營團隊願意秉持正向態度與我們交流意見的企業。」

Timothy Creedon，董事總經理 - 股票研究

2020 年路博邁針對經營團隊提案與股東提案之投票結果分佈及提案細項如下:



89%

贊成經營團隊提案

46%

贊成股東提案

資料來源：路博邁 ，依據 2020 年度資料統計。

經營團隊提案	贊成經營團隊		反對經營團隊	
稽核相關提案	6,130	95%	337	5%
任命稽核人員	680	96%	31	4%
董事會相關提案	25,231	90%	2,855	10%
推選董事	22,297	91%	2,335	9%
事後追認董事會決議	578	94%	39	6%
關係人交易	193	92%	17	8%
資本管理	2,779	84%	511	16%
授權發行股票	783	78%	221	22%
現金增資案	63	91%	6	9%
修訂公司章程	1,643	87%	250	13%
董事選舉採多數表決制	7	87%	1	13%
修訂公司章程與細則	371	81%	89	19%
取消絕對多數表決制	58	100%	0	0%
薪酬獎勵	5,001	84%	944	16%
針對經營高層之薪酬計畫進行諮詢性投票	1,356	80%	335	20%
員工認股權計畫	152	80%	39	20%
合併與收購	505	97%	18	3%
業務分割/分拆	61	97%	2	3%
合併/收購	185	96%	8	4%

資料來源：路博邁 ，依據 2020 年度資料統計。

上表顯示 2020 年企業經營團隊的提案類別，並列舉路博邁部分的投票結果。每一個提案雖然不同，但是大致上可以看得出來路博邁對於董事選舉、現金增資、經營高層薪酬等提案的看法，以及這些提案與路博邁觀點的異同程度。我們依據代理投票指導原則決定投下贊成票或是反對票，且投下反對票的主要理由大多是因為企業資訊揭露的透明度、經營高層薪酬計畫的結構、或是資本運用方式令我們心生疑慮。

股東提案

股東提案	贊成經營團隊		反對經營團隊	
環境	43	57%	32	43%
氣候變遷	8	38%	13	62%
永續性報告	0	0%	1	100%
社會	61	39%	97	61%
種族與/或性別薪資平權報告	3	23%	10	77%
檢討政治獻金或是政治遊說	9	15%	52	85%
EEO-1 數據報告	0	0%	5	100%
治理	249	56%	193	44%
取消絕對多數表決制	2	17%	10	83%
董事長不得兼任執行長	13	27%	35	73%
要求書面決議的權力	28	44%	35	56%
取消董事分期改選制度	1	14%	6	86%
董事選舉採多數表決制	0	0%	9	100%
依據永續經營績效決定薪酬獎勵	6	50%	6	50%
董事會多樣性政策/報告	1	17%	5	83%

資料來源：路博邁 ，依據 2020 年度資料統計。

我們投票表決的股東提案總數持續保持相對穩定，我們持續支持決議股東提議在許多領域的重要性並具有高度的標準化。例如，我們支持關於可持續性報告、結合 EEO-1 數據之勞動力結構數據、薪酬公平報告和董事會更多元化的報告，向公司表明提供重大 ESG 主題批露的重要性。此外，考慮到公司資金運用在貿易協會和與政治進程上對公司的潛在商譽影響，我們將繼續高度關注與政治支出和遊說活動有關的決議。

(二)參與治理案例

範例 1:提出解決方案，避免委託書爭奪戰

Jared Mann，特許財務分析師，資深研究分析師

背景: 背棄核心競爭力

自 2012 年起，Ashland Global Holdings Inc.一直是路博邁投資組合持有的標的之一，因為該公司具備企業轉型的潛力，有機會從易受景氣循環影響的大宗化學產品生產商，轉型生產高利潤、專業的化學產品。

起初，我們肯定 Ashland Global 為轉型做出的努力，但是後來的資本運用方式令我們開始產生疑慮。Ashland Global 在 2017 年併購一家保健食品原料供應商，但是我們認為此舉與簡化企業營運項目的主張背道而馳。2018 年下旬，一位積極主義的投資人掀起一場委託書爭奪戰，主張撤換 Ashland Global 的四位董事會成員。

範圍與流程: 正面、積極的對話

儘管我們也曾私下向 Ashland Global 表達心中的疑慮，但是其他投資人提出撤換董事會成員的提案，促使我們決定調整作法。我們認為曠日廢時的委託書爭奪戰可能會使得經營團隊無法全心投入公司的經營，並使得經營績效不如預期。此外，我們認為其他的股東不會同意該名積極主義投資人提名的董事候選人。故此，我們另外向 Ashland Global 做出一項提議，希望藉此為各方帶來雙贏的局面。

成果: 企業治理改善，董事會加入新聲

2019 年初，路博邁與 Ashland Global 終於針對以下三個項目達成協議：改善企業治理、加強董事會對於資本運用決策的監管、更確實地依據股東投資回報決定經營團隊的薪酬獎勵。此外，這項提議亦要求 Ashland Global 增加三位新的獨立董事，其中一位已由經營團隊納入候選名單，另外兩位則由雙方共同商榷。之後，該名積極主義投資人停止委託書爭奪戰，並同意簽署我們的提議，以作為與 Ashland Global 和解的條件。

我們運用路博邁廣大的產業人脈找尋獨立董事的候選人。其中一位提名人選在 2019 年春天加入董事會，且最終成為 Ashland Global 新任的董事長與執行長，推動該公司的經營團隊轉型。

我們秉持過去一貫的作為，持續針對各個議題與 Ashland Global 進行討論與互動。舉例來說，我們支持 Ashland Global 的一位高階經理人參加永續會計準則委員會（SASB）的標準諮詢小組，藉此進一步協助 Ashland Global 評估與管理企業經營活動對環境與社會的影響。

範例 2:透過正向的對話，改善資訊揭露品質

Kelly Weber，特許財務分析師，資深研究分析師

背景: 資訊揭露不足，掩蓋企業優異體質

隨著美國能源產量持續成長，我們認為唯有企業公佈完整的 ESG 政策與績效目標，我們方能準確評估原油與天然氣輸送企業可能面臨的永續發展風險。部分能源中游企業向來在安全性與社區關係等層面表現欠佳，其他則面臨氣候變遷的顯著威脅。此外，低碳經濟日漸抬頭，倘若能源企業無法妥善因應低碳經濟帶來的威脅，屆時固定資產可能會面臨閒置的命運並造成龐大的財務損失。故此，我們認為投資人將拿放大鏡檢視能源企業揭露的 ESG 資訊。

我們長期投資某一家能源中游企業，但是該公司的 ESG 資訊揭露品質落後其他同業，也因為欠缺公開的 ESG 資訊，因此 MSCI 與其他第三方機構給予該公司偏低的 ESG 評等。儘管如此，由於該公司擁有保守的經營團隊、強勁的營運績效、且財務槓桿不高，因此我們持續對該公司抱持正向觀點。此外，我們跟經營團隊的互動結果顯示，該公司向來保持優異的 ESG 紀錄，也擁有完善的 ESG 政策，唯獨欠缺公開揭露 ESG 資訊，導致其他投資人不知從何開始進行評估。

目標: 改善資訊揭露

我們發揮身為長期投資人的影響力，建議該公司改善 ESG 的資訊揭露品質。

範圍與流程: 分享最佳實務

這些年來，我們與資深經營團隊針對 ESG 主題進行多次的討論，並針對資訊揭露品質欠佳表達我們心中的疑慮。在該公司經營團隊的要求下，加上路博邁股票研究團隊的通力合作，我們為該公司列出重大的 ESG 主題，作為未來討論與資訊揭露的參考。我們依循永續會計準則委員會發佈的產業指導原則，將碳足跡、社區參與、衛生與安全、以及管理轉型風險等主題納入參考名單之中。

成果: 準備更多的文件，投注更多的心力

在聽取我們的建議之後，沒多久該公司便更新網站內容，揭露更多的 ESG 資訊，且更新後的內容與主題直接回應我們先前列出的多項疑慮。此外，該公司最近首度發佈企業永續發展報告，進一步擴大揭露該公司的 ESG 政策與表現。儘管我們對此樂觀其成，但是這份永續發展報告尚未完全符合永續會計準則委員會針對能源中游產業發佈的指導原則。因此，我們將持續與該公司討論，協助進一步改善資訊揭露的品質。我們認為企業經營團隊的職責不只是揭露 ESG 資訊，更要進一步改善 ESG 的表現，且我們將持續參與企業治理，協助該公司實現永續發展的長遠目標。

範例 3:運用資料科學評估工作環境的品質

Michael Recce，首席數據長
Tina Ding，分析師 - 永續發展團隊

背景: 矛盾的證據

美國某家電信巨擘在 2019 年連續第三年入選 LinkedIn 幸福企業名單，排名第 15 名。同一年，財星雜誌將該公司評選為「全美大型幸福企業」第三名。2018 年，美國全國殘疾組織將該公司評選為最佳身心障礙人士雇主。

然而，MSCI 卻指出該公司涉入「多項勞工爭議」，並在勞工管理項目給予 2.8 分，分數遠遠低於產業平均的 6.2 分。

因此，我們究竟該相信誰呢？一般而言，比起媒體頒發的獎項，大家應該會傾向相信專業評等機構的意見。然而，我們知道不同評等機構對同一家企業的評分結果常有著天壤之別。

範圍與流程: 定性與定量資料

另類資料來源讓我們能夠以全新、獨到的角度評估環境、社會、與治理（ESG）因子，因為大多數關於 ESG 的資訊並未納入傳統的企業財報之中，也沒有標準化的資料格式。故此，在評估「較為軟性」的社會因子時 - 例如人力資源管理 - 會顯得尤其棘手。

定性資料有各種不同的來源，其中包括員工在人力銀行網站 Glassdoor 留下的評分結果。

此外，我們可以藉由正在招募的職缺數目收集較為客觀的定性資訊。現在，我們可以收集到全美將近四分之三的求才廣告資訊。我們計算特定企業目前的開缺數目相對於總員工人數的比例，接著進一步對比後續人事管銷費用的成長幅度，藉此瞭解這些職缺當中有多少是真正的人事擴張，有多少是因為員工離職造成的人力缺口。員工流動比例若偏高，可能代表員工不認為這是一家值得待下去的好公司。

成果: 評分高於同業平均值

我們分析電信產業從業人員在 Glassdoor 網站上的評分結果，發現該公司的評分遠遠高於同業平均值。此外，因員工離職而開出的職缺比例亦低於同業，在 22 家電信企業當中排名第 7。

從這類型的案例可知，另類資料與資料科學有助於我們解決傳統 ESG 資料之間的矛盾與落差，讓我們以更全面的角度評估企業面臨的 ESG 風險。

範例 4:將金屬變黃金

Richard S. Nackenson，資深投資組合經理

緣起：資源回收造就商機

過去兩年，我們的投資團隊針對某個業界數一數二的金屬飲料罐包裝公司建立投資部位，因為隨著消費者與包裝產品企業的環保意識抬頭，我們認為該公司將成為主要的受惠者之一。根據統計，超過 75%的鋁製品都有回收再利用，但是約 90%的塑膠製品卻從未回收。隨著可回收的飲料罐需求持續成長，我們認為未來金屬包材供應商料將從塑膠包材業者的手中搶下龐大市佔率。

範圍與流程：全方位資本配置分析

我們針對各種 ESG 相關議題與該公司長期互動與討論，其中包括鋁罐的回收、塑膠廢棄物與環境污染、供應鏈改善計畫、製程留下的環境足跡、以及能源使用效率。此外，我們依循標準的投資流程，探詢該公司競爭對手、供應商、與客戶的看法，發現該公司比同業更重視環境永續性，且更加瞭解在不斷改變的包材市場下，鋁罐可能扮演的重要角色。

該公司將股東權益擺第一，將大量的自由現金流量回饋給股東，而我們認為經營團隊具備前瞻思維，因此只要有能夠提升獲利的新題材，該公司料將重新分配資金運用方式。在與該公司討論的過程中，我們強調投資具有長期高報酬潛力的計畫，將可在股息與買回庫藏股之外，為投資人創造更多的價值 - 這樣的態度將與目光狹隘的股東有所不同。由於客戶要求更多、更永續的包材產品，我們支持該公司對於核心事業提出的投資計畫，對特殊型金屬罐的產線進行升級，藉此滿足客戶不斷增加的需求。

成果：新需求帶來新商機

過去這一年，兩大飲料製造商宣佈將開始採用鋁罐生產包裝水。在我們的支持下，該公司的經營團隊掌握這波強勁需求帶來的商機，在北美、南美、與歐洲等地建立新的廠房、擴充產線、並加快生產與加工速度。該公司持續創新並宣佈將投入大筆資金研發全新的「可無限次回收」輕量鋁製杯子。該公司擁有龐大的專利研發組合，在未來日益重視永續發展的世界，料將成為一股顛覆產業的力量。此外，我們持續參與該公司的企業治理，進一步增強我們對該公司營運計畫的信心。

範例 5:科技產業如何因應氣候變遷的挑戰?

Andrew J. Pritti，特許財務分析師，資深研究分析師 - 永續發展股票團隊
Dina Ciarmatori，研究分析師 - 永續發展股票團隊

緣起：電腦運算需要靠能源推動

科技產業消耗能源產生的溫室氣體帶來嚴重的環境問題。根據截至 2017 年的統計資料，數據中心產業約消耗全美用電量的 2%。隨著運算能力日益強大，能源的消耗量也將隨之成長。到了 2040 年，全球最高將有 14%的溫室氣體來自資料通訊科技產業，佔比將與交通運輸產業不相上下。故此，對於需要消耗大量能源的數據中心而言，可再生能源將扮演越來越重要的角色。過去 20 年來，路博邁持續參與某科技公司的治理，協助解決各種的問題與挑戰。該公司身為企業與財務管理解決方案的龍頭供應商，亦是環境、社會、與治理（ESG）的模範生，且為員工提供優質、多元的工作環境。舉例來說，該公司針對性別薪酬平權進行分析，從中找出男女同工不同酬的情況並加以改正。此舉凸顯該公司用人唯才的企業文化，藉此吸引並留住人才。

範圍與流程：對話與評估重點

路博邁持續參與該公司的企業治理，經常探討該公司的環境保護策略，其中包括減少溫室氣體排放、使用可再生能源、以及設定具體改善目標。根據路博邁對於該公司商業模式的瞭解，以及不斷改變的競爭環境，路博邁向經營團隊說明為何應認真考慮規劃具體的「科學基礎減量目標」，這不僅是為了要滿足環境保護的目標，同時在全球邁向低碳經濟的過程中，也有助於進一步創造競爭優勢。路博邁透過正式的信函向該公司的執行長與首席外部董事提出這項議題，接著透過一連串的電話討論與會議，說明為什麼路博邁認為該公司有必要設定具體評估目標與管制措施，以及可以創造哪些競爭優勢。

成果：科學基礎減量目標

該公司的經營團隊決定採取進一步行動，更深入瞭解整個流程。2019 年初，該公司同意設立科學基礎減量目標，將這些目標送交負責制訂減量標準的「科學基礎減量目標計畫（SBTI）」並申請審核。2019年4月份，「科學基礎減量目標計畫」核准該公司申請的減量目標，其中包括承諾2025年「範疇一、二、三類」的溫室氣體排放量將比 2012 年減少 50%。此外，該公司同意提高每年可再生能源的用量，比重將從 2015 年的 32%提升至 2030 年的 100%。這兩項目標將有助於實現巴黎氣候公約的目標，將全球氣溫上升的幅度限制在 1.5°C 以下。

什麼是科學基礎減量目標？

科學基礎減量目標（Science based target, SBT）是以達成控制全球暖化趨勢在 2℃之內的總碳排為基礎，藉由科學方法及權重計算方式，計算在全球碳預算的情境下，特定產業、特定公司合理的排放（減碳）額度。資料來源: SCIENCE BASED TARGETS, KPMG