



# Khởi Nguồn Quy Định, Mô Hình Quản Trị Doanh Nghịệp và Tương Tác Của Cổ Đông

ESG & Sustainability Transformation

Hung NINH

12/2023

ESG Transformation



## Khởi Nguồn Quy Định, Mô Hình Quản Trị Doanh Nghiệp và Tương Tác Của Cổ Đông

Bộ luật quản trị doanh nghiệp chính thức đầu tiên trên thế giới xuất hiện tại Vương quốc Anh vào năm 1992. Ủy ban Cadbury đã được tập hợp vào tháng 5 năm 1991 bởi Financial Reporting Council (Hội đồng Báo cáo Tài chính), London Stock Exchange (Sở Giao dịch Chứng khoán Luân Đôn) và ngành kế toán để xem xét những gì được gọi là "các khía cạnh tài chính của quản trị doanh nghiệp". Sự hình thành của nó là kết quả các vụ bê bối Caparo và Polly Peck tại nước này.



Caparo đã thực hiện một cuộc đấu thầu tiếp quản thành công công ty Fidelity, chỉ để sau đó phát hiện ra rằng lợi nhuận của Fidelity đã bị phóng đại đáng kể.

Thị trường đã bơm thổi giá cổ phiếu của Polly Peck trong nhiều năm trên cơ sở báo cáo tài chính mà sau đó hóa ra là sai lệch.

Ủy ban Cadbury được thành lập vì những vấn đề nhận thức trong kế toán và quản trị.

Khi ủy ban bắt đầu công việc của mình (nhưng trước khi công bố báo cáo theo kế hoạch), vụ bê bối Maxwell / Mirror Group đã bắt đầu xuất hiện và Ngân hàng Tín dụng và Thương mại Quốc tế (BCCI) sụp đổ ngoạn mục sau vụ rửa tiền và các vi phạm quy định khác. Rõ ràng là cần phải thay đổi rất nhiều.

Phần lớn những gì Ủy ban Cadbury khuyến nghị vẫn được coi là hình mẫu tốt nhất ngày nay và đã được tích hợp vào các bộ luật và hướng dẫn trên toàn cầu. Ví dụ, ủy ban đề xuất rằng mỗi công ty đại chúng nên có một ủy ban kiểm toán hợp ít nhất hai lần một năm. Đáng chú ý, khi báo cáo này được công bố, chỉ có hai phần ba trong số 250 công ty lớn nhất ở Anh có các ủy ban như vậy (mặc dù ngày nay chúng rất phổ biến). Chủ đề cốt lõi của báo cáo là không cá nhân nào nên có "quyền quyết định mà không bị trói buộc"; Vì vậy, ví dụ, vai trò của Chủ tịch HĐQT và Giám đốc điều hành (CEO) không nên được kết hợp, thực trạng này rất phổ biến vào thời điểm đó.

Một bộ hướng dẫn để quản trị tốt đã được phát triển từ các khái niệm cơ bản về trách nhiệm giải trình và sự liên kết. Quản trị khác nhau giữa các quốc gia dựa trên văn hóa và sự phát triển lịch sử cũng như luật doanh nghiệp địa phương. Ở cấp độ cơ bản nhất, một số quốc gia, bao gồm Đức và Hà Lan, có hội đồng hai cấp, với các ban kiểm soát hoàn toàn gồm các giám đốc không điều hành, họ giám sát các ban điều hành; những nước khác lại có HĐQT một cấp, với một số bị chi phối bởi các giám đốc điều hành (như ở Nhật Bản), một số có



CEO kiêm nhiệm chủ tịch (thường thấy nhất ở Hoa Kỳ và Pháp) và một số năm giữa các mô hình này (như ở Anh).

Mô hình Bộ luật Cadbury về các khuyến nghị mà các công ty nên *tuân thủ hoặc giải trình* bất kỳ sự không tuân thủ nào. Các khuyến nghị này cũng đã được học hỏi trên khắp thế giới. Hiện nay, rất khó tìm được thị trường nào không có bộ luật quản trị doanh nghiệp chính thức.

Kể từ khi Nhật Bản thông qua một bộ luật của riêng mình vào năm 2015, Hoa Kỳ hiện là thị trường lớn duy nhất trên thế giới không có bộ luật như vậy, phần lớn là hậu quả của luật doanh nghiệp được đặt ở từng tiểu bang, thay vì cấp liên bang. Hầu hết các thị trường đều áp dụng ngôn ngữ "*tuân thủ hoặc giải trình*", mặc dù Hà Lan ủng hộ "*áp dụng hoặc giải trình*" và người Úc sử dụng ngôn ngữ thẳng thừng "*nếu không, tại sao không?*" Tuy nhiên, quá trình suy nghĩ là như nhau: Luật mong đợi sự tuân thủ các tiêu chuẩn có liên quan hoặc công bố một cuộc thảo luận cẩn trọng và thông minh về cách HĐQT vận hành theo nguyên tắc cơ bản. Những cuộc thảo luận này đang thu hút sự chú ý ngày càng tăng, không chỉ vì chúng cung cấp cho HĐQT cơ hội giải thích cách thức hoạt động để mang lại giá trị cho doanh nghiệp thay mặt cho cả cổ đông và các bên liên quan khác.

Sự sẵn sàng của các công ty trong việc cung cấp các đối thoại chu đáo về sự khác biệt của họ so với các hướng dẫn khác nhau. Một số công ty có thể coi quản trị doanh nghiệp khá tiêu cực, vì họ cho rằng nó không linh hoạt. Thật vậy, có thể có rủi ro là các nhà đầu tư sẽ tiếp cận các quy tắc quản trị doanh nghiệp với sự không linh hoạt, mong đợi sự *tuân thủ* nhiều hơn là *giải trình* - đó không phải là ý định của bộ luật. Đôi khi, sự thiếu linh hoạt rõ ràng này có thể phát sinh từ sự thất bại trong giao tiếp, đặc biệt là do sự phụ thuộc vào các công ty tư vấn ủy quyền (proxy advisory firms) (một nhóm tập trung cao độ do ISS và Glass Lewis lãnh đạo) để làm trung gian cho một số cuộc đối thoại về các vấn đề quản trị và biểu quyết.

Các công ty tư vấn này có xu hướng tuân thủ các chi tiết của luật quản trị doanh nghiệp khi đưa ra các khuyến nghị về cách khách hàng của họ có thể biểu quyết. Một số người cho rằng vai trò của cố vấn ủy quyền (proxy adviser) là giải thích các tiêu chuẩn một cách nghiêm ngặt và cổ đông thực tế phải áp dụng sự linh hoạt phát sinh từ sự hiểu biết sâu sắc hơn về đặc thù cụ thể của từng công ty. Theo phân tích này, vấn đề không linh hoạt có thể phát sinh nhiều hơn từ xu hướng của khách hàng nhà đầu tư tuân theo các khuyến nghị của cố vấn ủy quyền, với quá ít đánh giá độc lập về việc liệu những khuyến nghị đó có đúng hay không, hơn là từ sự nghiêm ngặt của chính các khuyến nghị.

Sự tham gia tương tác của cổ đông là cuộc đối thoại tích cực giữa các công ty và nhà đầu tư của họ, với việc sau đó bày tỏ quan điểm rõ ràng về các vấn đề họ quan tâm (thường bao gồm các vấn đề ESG). Sự tương tác giúp đảm bảo rằng các thành viên HĐQT chịu trách nhiệm về hành động của họ, hy vọng sẽ kịp thời giúp cải thiện chất lượng ra quyết định của họ.

Đối với các cổ đông thiểu số - mà các nhà đầu tư tổ chức hầu hết thuộc nhóm này - một vấn đề quan trọng là họ không bị lạm dụng bởi các cổ đông chi phối hoặc cổ đông kiểm soát. Trong nhiều trường hợp, các biện pháp bảo vệ cho cổ đông thiểu số được xây dựng trong luật công ty và chúng thường tồn tại trong các quy định niêm yết cổ phần và các biện pháp bảo vệ chính thức khác. Những biện pháp bảo vệ này thường được củng cố bởi các quy tắc quản trị doanh nghiệp, nhưng các vấn đề rất cơ bản (vì chúng liên quan đến việc tránh lạm dụng nhóm thiểu số và bảo vệ quyền sở hữu của họ) đến nỗi ở hầu hết các quốc gia, các cổ đông thiểu số được hưởng lợi từ các biện pháp bảo vệ pháp lý cơ bản.

Lạm dụng cổ đông thiểu số có thể liên quan đến việc rút tiền ra khỏi doanh nghiệp theo những cách có lợi cho các cổ đông kiểm soát nhưng không phải là cơ sở đa số cổ đông rộng lớn hơn, điều này giải thích tại sao thường có các yêu cầu báo cáo cao hơn xung quanh các

giao dịch của bên liên quan và quyền cho các cổ đông không xung đột để phê duyệt chúng. Các cổ đông thiểu số cũng sẽ không mong muốn công ty mà họ đầu tư thay đổi đáng kể nếu họ không có cơ hội biểu quyết về vấn đề này. Ví dụ, trong thị trường cổ phần niêm yết của Vương quốc Anh, các bài kiểm tra được áp dụng như sau:

- Nếu một giao dịch ảnh hưởng đến hơn 5% bất kỳ tài sản, lợi nhuận, giá trị hoặc vốn hóa nào của công ty, thì phải có các báo cáo bổ sung (Giao dịch Loại 2).
- Nếu một giao dịch ảnh hưởng đến hơn 25% tài sản, lợi nhuận, giá trị hoặc vốn của bất kỳ công ty nào, phải có một cuộc biểu quyết cổ đông để phê duyệt thỏa thuận dựa trên các lý do chi tiết (Giao dịch Loại 1).

Một phương tiện quan trọng khác để bảo vệ cổ đông là quyền ưu tiên (pre-emption rights). Những quyền này đảm bảo rằng một nhà đầu tư có khả năng duy trì vị trí của mình trong công ty. Cơ bản đối với luật doanh nghiệp của nhiều thị trường (ví dụ, ở Hoa Kỳ) là ý tưởng rằng một công ty không nên phát hành cổ phiếu mà không cho các cổ đông hiện hữu quyền mua một số tiền đủ để duy trì cổ phần hiện tại của họ. Bởi vì các quyền này đi trước đặc quyền của các nhà đầu tư tiềm năng bên ngoài, chúng được gọi là ưu tiên và sự tồn tại của các quyền này là lý do tại sao việc phát hành cổ phần lớn của các công ty thường được gọi là "vấn đề quyền" (rights issue).

Bởi vì các quyền này đi trước đặc quyền của các nhà đầu tư tiềm năng bên ngoài, chúng được gọi là ưu tiên và sự tồn tại của các quyền này là lý do tại sao việc phát hành cổ phần lớn của các công ty thường được gọi là "vấn đề quyền". Ngay cả khi các vấn đề không được ưu tiên hoàn toàn, thường có kỳ vọng rằng các cổ đông tổ chức lớn hơn sẽ được cung cấp cái gọi là ưu tiên mềm (soft pre-emption), nghĩa là phân bổ tương đương với cổ phần hiện tại của họ nhưng theo cách ít chính thức hơn, ít hợp pháp hơn (có thể cho phép phát hành nhanh hơn). Các đợt phát hành lớn hơn gây tranh cãi nhiều hơn, cũng như các vấn đề ở mức giá có thể thấp hơn giá cổ phiếu hiện hành. Một ví dụ về một mô hình đặc biệt không phổ biến với những người bảo vệ quyền cổ đông thiểu số là các nghị quyết "ủy quyền chung" (general mandate) tại Đặc khu hành chính Hồng Kông, tìm cách cho phép phát hành tới 20% vốn cổ phần, có khả năng được chiết khấu. Có một sự bất lợi rõ ràng từ các giao dịch như vậy đối với các cổ đông hiện hữu.

Một phương tiện cuối cùng mà các cổ đông thiểu số có thể cảm thấy bị bóc lột là cơ chế cổ phần hai lớp (dual-class shares). Thông thường, một trong các lớp được giới hạn cho những người sáng lập của một công ty (hoặc một nhóm hạn chế được chọn sớm trong vòng đời của công ty), những người nhận được nhiều quyền biểu quyết so với loại cổ phiếu mà các cổ đông tiếp theo có thể đầu tư vào cổ phiếu thường được giao dịch tự do hơn trên thị trường chứng khoán (và những cổ phiếu được phát hành tự do để thưởng cho nhân viên, đặc biệt trong trường hợp các doanh nghiệp công nghệ Mỹ). Hơn nữa, ban quản lý, thường được hưởng lợi trực tiếp từ nhiều quyền biểu quyết và thường kiểm soát biểu quyết, sẽ cảm thấy ít trách nhiệm hơn đối với cơ sở cổ đông rộng lớn hơn, với việc quản lý lợi ích ít liên kết hơn.

Cổ phiếu hai lớp thường bị nhiều nhà đầu tư cau mày và rất hiếm nơi, ngoài Hoa Kỳ (mặc dù Volkswagen, là một ví dụ ở châu Âu). Tuy nhiên, chúng đang trở nên rõ ràng hơn và phổ biến hơn vì sự thành công hiện tại của các công ty công nghệ, những người sáng lập muốn duy trì quyền kiểm soát biểu quyết. The Council for Institutional Investors (Hội đồng các nhà đầu tư tổ chức) của Hoa Kỳ, đã đưa ra một lập trường về cổ phiếu hai lớp, nhận ra rằng nó có thể cung cấp một sự ổn định trong giai đoạn ban đầu của một công ty, Nhưng thúc giục rằng nó phải tuân theo các điều khoản hoàng hôn (sunset clauses) để hai lớp được thống nhất sau nhiều nhất là bảy năm (khoảng thời gian sau đó bằng chứng học thuật cho thấy cổ phiếu hai lớp thường sẽ có tác động tiêu cực đến hiệu suất của công ty). Một trường hợp gây tranh cãi, Snap Inc. (công ty mẹ của Snapchat) đã đưa con đường cổ phiếu hai lớp đi xa hơn và phát hành cổ phiếu mà không cần bất kỳ quyền biểu quyết nào; Thật vậy, do



công ty chỉ ra rằng có rất ít khả năng trả cổ tức, các công cụ này được bán thực sự giống như chứng quyền hơn là cổ phiếu.

Để tìm hiểu thêm về ESG và các mô hình liên quan đến tính bền vững, vui lòng liên hệ [YTT Consulting!](#)

