



# Trụ Cột G Trong ESG Và Quy Trình Ra Quyết Định Đầu Tư

ESG Consulting

## **Trụ Cột G Trong ESG Và Quy Trình Ra Quyết Định Đầu Tư**

Trong ba yếu tố E-S-G, Quản trị (G) là yếu tố thường được các nhà phân tích đầu tư truyền thống xem xét nhất. Một cuộc khảo sát ESG của Viện CFA năm 2017 cho thấy 67% số người được hỏi trên toàn cầu đã xem xét Quản trị trong phân tích và ra quyết định đầu tư của họ (tăng từ 64% vào năm 2014), trước các yếu tố Môi trường (E) và Xã hội (S) (cả hai đều ở mức 54%). Trong khu vực EMEA, số lượng các nhà phân tích chỉ ra rằng họ đã tính đến Quản trị là 74%.

Sự ưu ái với Quản trị là hợp lý. Nghiên cứu học thuật chỉ ra rằng trong ba yếu tố E-S-G, Quản trị có mối liên hệ rõ ràng nhất với hiệu quả tài chính. Nghiên cứu tổng hợp năm 2015 của Friede, Busch và Bassen về ESG và hiệu quả tài chính lưu ý rằng:

- 62% các nghiên cứu họ xem xét cho thấy mối tương quan tích cực giữa Quản trị và hiệu quả tài chính doanh nghiệp; và
- 58% các nghiên cứu Môi trường và 55% các nghiên cứu Xã hội cho thấy mối tương quan tương tự.

Tương tự, vào giữa năm 2016, một tổ chức quản lý đầu tư của Vương quốc Anh ước tính rằng các công ty có Quản trị tốt hoặc cải thiện có xu hướng hoạt động tốt hơn các công ty có Quản trị kém hoặc xấu đi trung bình 30 điểm cơ bản mỗi tháng trong bảy năm trước đó. Các yếu tố Môi trường và Xã hội cũng thể hiện khả năng hướng dẫn các nhà đầu tư hướng tới các công ty hoạt động tốt hơn và tránh xa các công ty hoạt động kém, nhưng sự phân tán trong hiệu suất là khoảng một nửa lớn.

Quản trị tốt là nền tảng cho hiệu suất của công ty, về cả việc tạo ra giá trị cho cổ đông lâu dài và tạo ra sự thịnh vượng rộng lớn hơn cho xã hội và tất cả các bên liên quan. Nếu một công ty cung cấp Quản trị tốt, nó có nhiều khả năng tiếp cận các vấn đề Môi trường và Xã hội với tư duy dài hạn, đúng đắn và do đó tránh rủi ro đáng kể, hoặc quản lý hiệu quả và nắm bắt các cơ hội liên quan. Thất bại về Quản trị có thể tàn phá các cổ đông và các nhà cung cấp vốn khác. Mô tả về những thất bại của Hội đồng Quản trị trong trường hợp Công ty Enron (nơi giá thị trường của công ty giảm từ 60 tỷ đô la Mỹ vào tháng 12 năm 2000 xuống 0 vào tháng 10 năm 2001) như đã thấy trong đoạn trích dưới đây từ Báo cáo của Ủy ban Điều tra đặc biệt:

Việc giám sát các giao dịch liên kết của Hội đồng Quản trị (HĐQT) và Ban lãnh đạo Enron đã thất bại vì nhiều lý do. Như một vấn đề ngưỡng, theo ý kiến của chúng tôi, chính khái niệm Các giao dịch của bên liên quan ở mức độ này với CFO là thiếu sót. HĐQT đã đưa ra nhiều biện pháp kiểm soát, nhưng các biện pháp kiểm soát không đầy đủ và chúng không được thực hiện đầy đủ. Một số thành viên cấp cao của Ban quản lý đã không thực hiện giám sát đầy đủ và không phản ứng đầy đủ khi các vấn đề phát sinh đòi hỏi một phản ứng mạnh mẽ. Hội đồng đã giao cho Ủy ban Kiểm toán và Tuân thủ một nhiệm vụ mở rộng để xem xét các giao dịch, nhưng Ủy ban chỉ thực hiện các đánh giá một cách sơ sài. HĐQT đã bị từ chối thông tin quan trọng có thể khiến nó phải hành động,

nhưng HĐQT cũng không đánh giá đầy đủ tầm quan trọng của một số thông tin cụ thể xuất hiện trước đó. Các kiểm toán viên bên ngoài của Enron được cho là đã kiểm tra các kiểm soát nội bộ của Enron nhưng không xác định hoặc lưu ý đến Ủy ban Kiểm toán những bất cập trong việc thực hiện chúng.

Quản trị quan trọng bởi vì sai người - hoặc không đủ người phù hợp - xung quanh bàn HĐQT ít có khả năng đưa ra quyết định tốt nhất, dẫn đến khả năng xói mòn giá trị đáng kể và không giải quyết được các rủi ro chính, bao gồm các vấn đề Môi trường và Xã hội. Và nếu lợi ích của ban lãnh đạo và cổ đông không phù hợp, cũng có nguy cơ xói mòn giá trị cho các bên liên quan nói chung.

Do đó, các công ty có Quản trị kém có nguy cơ phá hủy giá trị hoặc ít nhất là tăng thêm ít giá trị hơn họ có thể đã làm. Những vấn đề này đúng với các công ty tư nhân cũng như các công ty đại chúng: Quản trị, tốt hay xấu, không chỉ ứng nghiệm độc quyền với công ty đại chúng hoặc mối quan tâm độc quyền của nhà đầu tư vốn cổ phần niêm yết. Quản trị cũng là một vấn đề trong đầu tư vốn cổ phần tư nhân và phương tiện cơ sở hạ tầng (bao gồm cả các sáng kiến tài chính công), nơi giá trị có thể bị mất dễ dàng. Nền tảng để hiểu Quản trị tốt — trách nhiệm giải trình và liên kết (accountability and alignment), với Quản trị, là trung tâm của nó, về con người (cho phép HĐQT có được sự kết hợp đúng đắn giữa các kỹ năng và kinh nghiệm và một loạt các quan điểm trong phòng họp) — có thể được áp dụng cho mọi tình huống.

Một số người sẽ nói rằng Quản trị ít khi là một vấn đề trong đầu tư vốn cổ phần tư nhân vì các nhà đầu tư được đại diện trực tiếp trong HĐQT, và điều tương tự thường đúng trong nhiều phương tiện cơ sở hạ tầng. Mặc dù yếu tố này làm giảm nguy cơ thông tin sai lệch và thiếu phản hồi, nhưng bản thân nó không loại bỏ tất cả các rủi ro Quản trị. Thật vậy, với bản chất nợ nần cao của nhiều khoản đầu tư như vậy, biên độ sai sót không phải lúc nào cũng lớn, và do đó thất bại có thể nhanh chóng nếu nó xảy ra, thường áp đảo các cấu trúc Quản trị thậm chí còn nhanh nhạy hơn. Chắc chắn, như các case study sau đây (về Theranos, Uber và WeWork) chỉ ra, có những rủi ro đáng kể cần xem xét từ những thất bại Quản trị trong các doanh nghiệp tư nhân.

## **Case Studies:**

### **HĐQT Theranos**

Vào năm 2014, khoảng thời gian Theranos huy động tiền từ các nhà đầu tư tư nhân với mức định giá xác nhận rằng nó - ít nhất là tạm thời - một công ty được gọi là kỳ lân (một công ty tư nhân trị giá hơn 1 tỷ đô la Mỹ), công ty tuyên bố đang phát minh lại xét nghiệm máu bằng công nghệ độc quyền, có một ban giám đốc sau:

- Elizabeth Holmes, 30 tuổi - người sáng lập, CEO và Chủ tịch
- Sunny Balwani, 48 tuổi — Chủ tịch và COO (cựu kỹ sư phần mềm)
- Riley Bechtel, 62 tuổi — Chủ tịch HĐQT của công ty xây dựng Bechtel Group
- William Frist, 62 tuổi - cựu bác sĩ phẫu thuật ghép tim và phổi trước khi trở thành thượng nghị sĩ Hoa Kỳ

- Henry Kissinger, 90 tuổi - cựu Ngoại trưởng Mỹ
- Richard Kovacevich, 70 tuổi - cựu CEO của Wells Fargo
- James Mattis, 63 tuổi - tướng Thủy quân lục chiến Mỹ đã nghỉ hưu
- Sam Nunn, 75 tuổi - cựu thượng nghị sĩ Hoa Kỳ và Chủ tịch Ủy ban Quân vụ Thượng viện
- William Perry, 86 tuổi - cựu Bộ trưởng Quốc phòng Mỹ
- Gary Roughead, 61 tuổi - Đô đốc Hải quân Mỹ đã nghỉ hưu
- George Shultz, 93 tuổi - cựu Ngoại trưởng Mỹ

Do đó, giám sát một công ty sáng tạo công nghệ xét nghiệm máu là một HĐQT nơi các giám đốc không điều hành chỉ là nam giới, chủ yếu có nền tảng quân sự hoặc dịch vụ đối ngoại hơn là kinh nghiệm y tế hoặc khoa học, và với độ tuổi trung bình là 73 (không bao gồm hai giám đốc điều hành). Có nhiều cựu ngoại trưởng ở độ tuổi 90 trong HĐQT hơn những người được đào tạo y tế. Không ai có bất kỳ chuyên môn nào, hoặc thậm chí kinh nghiệm cơ bản, trong xét nghiệm máu.

Mức độ giám sát được cung cấp bởi HĐQT và hoạt động này luôn có khả năng bị hạn chế và ảnh hưởng của nó tiếp tục bị cản trở bởi cấu trúc cổ phần hai lớp (dual-class) của công ty cho thấy người sáng lập nắm giữ 99% quyền biểu quyết. Ngoài ra, có vẻ như HĐQT đã họp không thường xuyên, và một số giám đốc có tỷ lệ tham dự kém. Tất cả điều này cho thấy HĐQT đã không hoạt động hiệu quả như nó có thể. Có lẽ điều đó không đáng ngạc nhiên. Phóng viên điều tra John Carreyrou của tờ Wall Street Journal, trong bài tường thuật nổi bật của mình về câu chuyện của Theranos, Bad Blood, lưu ý rằng Elizabeth Holmes đã nói với một ứng viên phỏng vấn xin việc tại công ty vào năm 2011: "HĐQT chỉ là vài người giữ chỗ. Tôi đưa ra tất cả các quyết định ở đây".

Cuối cùng, tất cả 700 triệu đô la Mỹ đầu tư vào doanh nghiệp đã bị mất (cùng với định giá ước tính phần lớn trên lý thuyết là 10 tỷ đô la Mỹ) khi công ty bị tiết lộ đã làm sai lệch kết quả thử nghiệm và đánh lừa các nhà đầu tư về bản chất và hiệu quả của công nghệ.

Nhìn lại, nhiều lá cờ đỏ của HĐQT Theranos chỉ ra rằng có điều gì đó không ổn - ít nhất, HĐQT có thể được thiết kế tốt hơn để giám sát hiệu quả một doanh nghiệp công nghệ giai đoạn đầu, rủi ro cao với sự lãnh đạo chưa được chứng minh. Những lá cờ đỏ tại các HĐQT khác có thể ít rõ ràng hơn, nhưng hai câu hỏi chính mà các nhà đầu tư sẽ luôn cần phải hỏi là:

- a) Có sự kết hợp đúng đắn giữa kỹ năng và kinh nghiệm, và đủ các kỹ năng và kinh nghiệm phù hợp, để giám sát đúng giai đoạn phát triển tiếp theo của doanh nghiệp này không? Nếu có những khoảng trống rõ ràng, các nhà đầu tư cần xem xét làm thế nào những khoảng trống đó có thể được lấp đầy tốt nhất.
- b) Có động lực phù hợp xung quanh bàn HĐQT để cho phép quan điểm của các thành viên HĐQT có kỹ năng phù hợp được lắng nghe không? Câu hỏi này là về các hành vi, chắc chắn khó xác định hơn từ người ngoài; Tuy nhiên, thường có những dấu hiệu cho thấy động lực của HĐQT không hiệu quả như nó có thể.

Theranos không phải là kỳ lân duy nhất gặp phải những thách thức về Quản trị ảnh hưởng đến giá trị ước tính của nó.

Uber, công ty công nghệ mạng lưới giao thông, cảm thấy có nghĩa vụ phải thay đổi các hoạt động Quản trị của mình sau một loạt các vụ bê bối gây thiệt hại đang ảnh hưởng đến sự tăng trưởng của nó. Trách nhiệm của CEO sáng lập đã được phân bổ lại, quyền biểu quyết ưu đãi được điều chỉnh và tính độc lập của HĐQT được tăng cường.

Vào năm 2019, WeWork đã buộc phải từ bỏ kế hoạch phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) — và định giá của nó giảm mạnh so với vốn hóa dự kiến khi niêm yết — khi các nhà đầu tư chùn bước trước cách tiếp cận của công ty đối với một số vấn đề Quản trị, bao gồm vị trí ra quyết định chi phối của CEO sáng lập (sẽ tồn tại ngay cả sau khi ông qua đời, khi vợ ông được trao quyền lựa chọn người kế nhiệm) và các thỏa thuận liên quan với CEO. Mặc dù các vấn đề Quản trị này đã được giải quyết trong giai đoạn sau của quá trình IPO theo kế hoạch, nhưng chúng đủ để đặt ra những câu hỏi rộng hơn trong tâm trí các nhà đầu tư, bao gồm cả những câu hỏi quan trọng về mô hình kinh doanh và sự thiếu vắng của một lộ trình rõ ràng để có lợi nhuận. Trong một bài báo của Financial Times về sự sụp đổ của công ty, một cố vấn tài chính đặc biệt sâu sắc về Quản trị của công ty và phong cách quản lý của CEO đã nói, "Làm thế nào để bạn đi từ thành công bằng cách không lắng nghe đến thành công bằng cách lắng nghe?"

Không nhiều thất bại trong Quản trị doanh nghiệp đến mức phá hủy giá trị nghiêm trọng như Theranos và WeWork, và rất ít HĐQT thiếu sự đa dạng và bộ kỹ năng liên quan như ở HĐQT Theranos. Có bằng chứng tốt trong các tài liệu học thuật về tác dụng có lợi của sự đa dạng. Nghiên cứu năm 2003 của Carter, Simkins và Simpson về các công ty Fortune 1000 đã tìm thấy mối quan hệ tích cực có ý nghĩa thống kê giữa sự hiện diện của phụ nữ hoặc thuộc nhóm dân tộc thiểu số trong HĐQT và giá trị công ty, được đo bằng câu hỏi của Tobin (một thước đo định giá dựa trên tỷ lệ giữa giá trị thị trường của công ty và chi phí thay thế tài sản của công ty). Nghiên cứu năm 2017 của Bernile, Bhagwat và Yonker đã kết luận rằng sự đa dạng trong HĐQT làm giảm sự biến động lợi nhuận cổ phiếu (phù hợp với nền tảng đa dạng hoạt động như một cơ chế Quản trị) và các công ty có HĐQT đa dạng có xu hướng áp dụng các chính sách ổn định và bền bỉ hơn (phù hợp với các quyết định của HĐQT ít chịu sự đặc trưng hơn). Ngoài ra, trong khi các HĐQT đa dạng ít rủi ro tài chính hơn, "hành vi này không chuyển sang các hoạt động chấp nhận rủi ro thực sự", với các HĐQT đa dạng đầu tư nhiều hơn vào nghiên cứu và phát triển (R&D). Nhìn chung, nghiên cứu của họ cho thấy sự không đồng nhất lớn hơn giữa các giám đốc trong HĐQT dẫn đến lợi nhuận cao hơn và định giá công ty cũng cao hơn.

Thất bại trong Quản trị dẫn đến tiền phạt và các khoản nợ bổ sung, cũng như kiện tụng và các chi phí khác. Doanh thu giảm khi niềm tin bị xói mòn và khách hàng tẩy chay công ty hoặc mua hàng từ đối thủ cạnh tranh, và lợi nhuận giảm khi gánh nặng chi phí bổ sung được đặt ra để giảm thiểu rủi ro trong tương lai. Tất cả những tác động này gây hại cho giá cổ phiếu. Phân tích Quản trị phải là một thành phần cốt lõi của thực hành định giá.

## **Tích Hợp Quản Trị Vào Quy Trình Đầu Tư Và Quản Lý (Stewardship):**

Các nhà quản lý quỹ khác nhau tích hợp các yếu tố Quản trị vào việc ra quyết định đầu tư của họ theo những cách khác nhau. Đối với nhiều người, đó là một đánh giá ngưỡng - một tiêu chí tối thiểu chính thức cần xem xét trước khi họ xem xét đầu tư ở bất kỳ mức giá nào. Thông thường, nó được nói đến như chất lượng quản lý, mặc dù cái tên, không bao giờ chỉ đơn giản là đánh giá của CEO và CFO mà là của toàn bộ đội ngũ và cơ cấu Quản trị mà họ giám sát công ty và (hy vọng) thúc đẩy sự thành công của doanh nghiệp.

Đối với những người khác, nó là một công cụ đánh giá rủi ro, có thể đại diện cho mức độ tự tin về thu nhập trong tương lai hoặc bội số mà các khoản thu nhập đó được đặt trong định giá hoặc nó có thể được phản ánh ít hơn trong các mô hình tài chính đầy đủ và nhiều hơn ở mức độ tin cậy đơn giản trong phạm vi định giá hoặc luận điểm đầu tư.

Nếu phân tích Quản trị doanh nghiệp được xây dựng cụ thể vào các mô hình định giá, phân tích này thường được thực hiện bằng cách nhận ra các đặc điểm của Quản trị tiêu cực bằng cách thêm phí bảo hiểm rủi ro (risk premium) vào chi phí vốn hoặc tăng tỷ lệ chiết khấu (discount rate) được áp dụng. Những người khác coi Quản trị yếu kém là một cơ hội tham gia và đầu tư— Logic là Quản trị có thể được cải thiện thông qua đối thoại tích cực (active dialogue) với ban quản lý và biểu quyết ủy quyền (proxy voting), do đó hoạt động kém hiệu quả trong quá khứ, mà công ty hiện đang được định giá trên thị trường, bị đảo ngược và định giá có thể được tăng cường bằng hiệu suất mạnh mẽ hơn và kỳ vọng về hiệu suất tích cực hơn trong tương lai, khi đó nhà đầu tư được hưởng lợi.

Nhiều yếu tố về Quản trị cho vay mượn để đối thoại quản lý (stewardship dialogue) với các công ty, nhất là vì nhiều vấn đề trong số này sẽ được giải quyết trực tiếp trong chương trình nghị sự Đại hội Cổ Đông thường niên (AGM). Các nhà đầu tư sẽ có nghĩa vụ phải có lập trường về các vấn đề này (đối với nhiều nhà đầu tư, đó là lý do tại sao Quản trị có di sản lâu đời hơn các vấn đề Môi trường và Xã hội trong ESG - đặc biệt là vì ở nhiều thị trường, nghĩa vụ xem xét các quyết định biểu quyết tích cực được thiết lập tốt). Ở hầu hết mọi thị trường, các nhà đầu tư sẽ phải đối mặt hàng năm với các quyết định biểu quyết về ít nhất những điều sau đây trong kỳ AGM:

- Chấp nhận thông qua Báo cáo và Tài khoản;
- Bổ nhiệm hội đồng quản trị;
- Việc bổ nhiệm kiểm toán viên, và có thể cả phí chi trả cho họ; và
- Thù lao điều hành.

Do đó, có một động lực tự nhiên, ít nhất là hàng năm, cho sự tham gia vào các vấn đề này - mặc dù các nhà đầu tư ngày càng muốn tránh những điểm quan trọng của tất cả các cuộc thảo luận như vậy trong mùa AGM (phần lớn là tháng Tư đến tháng Sáu ở Bắc bán cầu (như ở Việt Nam), tháng Bảy ở Nhật Bản và tháng Chín đến tháng Mười Một ở Nam bán cầu). Để tránh vấn đề này, đối thoại được tổ chức trong suốt cả năm, với các kết luận đạt được trong cuộc đối thoại được phản ánh trong cuộc biểu quyết trong mùa AGM.

Cho đến nay, mặc dù nhiều người có thể coi Quản trị doanh nghiệp là một vấn đề đặc biệt đối với đầu tư vốn cổ phần niêm yết, nhưng trên thực tế, nhiều khoản đầu tư trên các loại tài sản nằm trong cấu trúc công ty dưới hình thức này hay hình thức khác. Do đó, các mối quan tâm về Quản trị doanh nghiệp sẽ có liên quan đến nhiều khoản đầu tư, bao gồm, ví dụ, thu nhập cố định (ví dụ như trái phiếu), vốn cổ phần tư nhân, bất động sản và cơ sở hạ tầng.

Mục đích của chúng tôi trong bài viết này là thảo luận về Quản trị doanh nghiệp ở mức độ mà theo đó mức độ liên quan của nó trên phạm vi rộng các loại tài sản này là rõ ràng và phân tích có thể được áp dụng và điều chỉnh khi thích hợp.

Tuy nhiên, có một loại tài sản mà trụ cột G của E-S-G sẽ luôn có một ý nghĩa rất khác. Trong lĩnh vực nợ chính phủ (sovereign debt), bao gồm cả các khoản nợ của chính quyền địa phương, G có nghĩa là hiệu quả của Quản trị và sự mạnh mẽ của chính phủ và các thể chế của nó, cách tiếp cận pháp quyền và Môi trường kinh doanh chung (bao gồm các vấn đề như cạnh tranh và chống tham nhũng). Trên thực tế, mối quan tâm là đạt được sự đảm bảo rằng nền kinh tế có thể thịnh vượng thông qua Quản trị tốt, để các nghĩa vụ nợ chính phủ có thể tiếp tục được thực thi. Các nhà đầu tư có tư duy ESG đang ngày càng tích hợp phân tích những vấn đề này vào phân tích tài chính rộng lớn hơn của họ về các khoản tín dụng chính phủ.

**Hung Ninh – ESG Transformation Lead**

**[YTT Consulting](#)**