

ĐẠI HỌC QUỐC GIA TP. HCM
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - LUẬT

PHÁP LUẬT VỀ SỞ HỮU CHÉO CỔ PHẦN

LUẬN ÁN TIẾN SĨ CHUYÊN NGÀNH LUẬT

Tp. Hồ Chí Minh năm 2019

MỤC LỤC

.....	Trang
LỜI NÓI ĐẦU	1
CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU.....	5
1.1. Tổng quan tình hình nghiên cứu về sở hữu chéo	5
1.1.1. Tình hình nghiên cứu trong nước.....	5
1.1.2. Tình hình nghiên cứu trên thế giới.....	8
1.1.3. Đánh giá chung tình hình nghiên cứu	10
1.2.3.1. Về việc nghiên cứu nội hàm của sở hữu chéo	11
1.2.3.2. Về điều chỉnh pháp lý đối với sở hữu chéo	11
1.2. Cơ sở lí thuyết nghiên cứu.....	12
1.2.1. Lí thuyết về quyền sở hữu.....	12
1.2.1.1. Nội dung lý thuyết về quyền sở hữu.....	12
1.2.1.2. Vận dụng lý thuyết về quyền sở hữu vào nghiên cứu sở hữu chéo	13
1.2.2. Lý thuyết về chi phí giao dịch.....	13
1.2.2.1. Nội dung lý thuyết về chi phí giao dịch	13
1.2.2.2. Vận dụng lý thuyết về chi phí giao dịch vào nghiên cứu sở hữu chéo.	14
1.2.3. Lý thuyết người ủy quyền – đại diện	14
1.2.3.1. Nội dung lý thuyết về người ủy quyền – đại diện	15
1.2.3.2. Vận dụng lý thuyết về người ủy quyền – đại diện vào việc nghiên cứu sở hữu chéo.....	15
1.2.4. Lý thuyết thị trường hiệu quả.....	15
1.2.4.1. Nội dung lý thuyết về thị trường hiệu quả	16
1.2.4.2. Vận dụng lý thuyết về thị trường hiệu quả vào nghiên cứu sở hữu chéo.....	16
1.2.5. Lý thuyết về thông tin bất cân xứng	16
1.2.5.1. Nội dung lý thuyết về thông tin bất cân xứng	16
1.2.5.2. Vận dụng lý thuyết về thông tin bất cân xứng vào nghiên cứu	

<i>sở hữu chéo</i>	16
1.3. Câu hỏi nghiên cứu, giả thuyết nghiên cứu	17
1.4. Phương pháp nghiên cứu.....	19
1.5. Mục đích, đối tượng, phạm vi nghiên cứu	19
1.5.1. Mục đích, đối tượng nghiên cứu	19
1.5.2. Phạm vi nghiên cứu.....	20
1.6. Ý nghĩa lí luận và thực tiễn của luận án	21
1.7. Kết cấu của luận án.....	21

CHƯƠNG II

LÝ LUẬN VỀ SỞ HỮU CHÉO

2.1. Sở hữu chéo trong mối liên hệ với cấu trúc của hệ thống tài chính	24
2.2. Quan điểm về sở hữu chéo cổ phần	30
2.2.1. Quan điểm về sở hữu chéo cổ phần trên thế giới.....	30
2.2.2. Quan điểm tại Việt Nam	35
2.3. Đặc điểm sở hữu chéo cổ phần.....	40
2.4. Các kiểu cấu trúc sở hữu chéo cổ phần.....	43
2.4.1. Cấu trúc sở hữu chéo cổ phần theo mức độ phức tạp	43
2.4.1.1. <i>Cấu trúc sở hữu chéo cổ phần không có doanh nghiệp trung tâm</i>	43
2.4.1.2. <i>Cấu trúc sở hữu chéo cổ phần có doanh nghiệp trung tâm</i>	45
2.4.2. Cấu trúc sở hữu chéo cổ phần theo đối tượng doanh nghiệp tham gia	46
2.4.2.1. <i>Sở hữu chéo cổ phần theo chiều ngang</i>	48
2.4.2.2. <i>Sở hữu chéo cổ phần theo chiều dọc</i>	50
2.5. Vai trò của sở hữu chéo cổ phần.....	51
2.5.1. Giảm chi phí vận hành doanh nghiệp.....	51
2.5.2. Chống thâm tóm doanh nghiệp ngoài ý muốn	52
2.5.3. Bình ổn trong quản trị doanh nghiệp	54

2.6. Tác động bất lợi của sở hữu chéo cổ phần.....	56
2.6.1. Sở hữu chéo cổ phần và vấn đề thực vốn của doanh nghiệp	56
2.6.2. Sở hữu chéo cổ phần và vấn đề bảo vệ quyền cổ đông.....	58
2.6.3. Sở hữu chéo cổ phần và chất lượng minh bạch thông tin	61
2.7. Các quan điểm điều chỉnh sở hữu chéo cổ phần	62
Kết luận Chương 2	64

CHƯƠNG 3

VỐN TRONG SỞ HỮU CHÉO CỔ PHẦN

3.1. Cơ sở lý thuyết.....	66
3.2. Vòng lặp vốn trong sở hữu chéo cổ phần.....	68
3.2.1. Khả năng tạo ra các vòng lặp vốn của sở hữu chéo cổ phần	68
3.2.2. Hệ quả tạo ra từ các vòng lặp vốn.....	70
3.2.2.1. Tính không thực chất của vốn.....	70
3.2.2.2. Tính không lành mạnh trong nguồn thu của doanh nghiệp	74
3.2.2.3. Sự chênh lệch giữa quyền kiểm soát và quyền sở hữu	76
3.2.2.4. Tình trạng phụ thuộc lẫn nhau giữa các doanh nghiệp	78
3.3. Pháp luật Việt Nam về kiểm soát vốn trong sở hữu chéo.....	80
3.3.1. Thực trạng pháp luật Việt Nam về kiểm soát vốn trong sở hữu chéo	80
3.3.2. Đánh giá pháp luật Việt Nam trong mối liên hệ với pháp luật của một số quốc gia.....	85
3.3.3. Hoàn thiện pháp luật Việt Nam về kiểm soát vốn trong sở hữu chéo	95
Kết luận Chương 3	98

CHƯƠNG 4

QUYỀN CỔ ĐÔNG TRONG SỞ HỮU CHÉO CỔ PHẦN

4.1. Cơ sở lý thuyết.....	100
4.2. Khả năng tạo chênh lệch giữa quyền kiểm soát và quyền sở hữu trong	

sở hữu chéo	104
4.3. Khả năng ảnh hưởng đến quyền cổ đông trong sở hữu chéo cổ phần ...	108
4.3.1. Sự suy giảm lợi ích của cổ đông	109
4.3.2. Khả năng ảnh hưởng đến quản trị doanh nghiệp	114
4.3. Pháp luật Việt Nam về bảo vệ quyền cổ đông trong sở hữu chéo	122
4.3.1. Thực trạng pháp luật về bảo vệ quyền cổ đông trong sở hữu chéo	122
4.3.2. Hoàn thiện pháp luật Việt Nam trong mối liên hệ với pháp luật một số quốc gia về bảo vệ cổ đông trong sở hữu chéo	125
Kết luận Chương 4	129

CHƯƠNG 5

MINH BẠCH THÔNG TIN TRONG SỞ HỮU CHÉO CỔ PHẦN

5.1. Cơ sở lý thuyết và ý nghĩa của yêu cầu minh bạch thông tin.....	132
5.2. Ảnh hưởng của sở hữu chéo cổ phần đến chất lượng minh bạch thông tin	137
5.3. Pháp luật Việt Nam về minh bạch thông tin trong sở hữu chéo cổ phần	144
5.3.1. Thực trạng pháp luật về minh bạch thông tin trong sở hữu chéo cổ phần. 144	
5.3.2. Hoàn thiện pháp luật Việt Nam trên cơ sở liên hệ pháp luật một số quốc gia về minh bạch thông tin trong sở hữu chéo	153
Kết luận chương 5	157
KẾT LUẬN	159
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	

LỜI MỞ ĐẦU

Sở hữu chéo cổ phần là tình trạng hai doanh nghiệp cùng sở hữu cổ phần của nhau. Hoạt động này được so sánh như một con dao có hai lưỡi, với cả những ưu điểm và khuyết điểm. Nhật Bản, Hàn Quốc với mục tiêu chuyển từ nền kinh tế tiêu dùng hàng hoá và công nghiệp nhẹ sang các ngành và một số quốc gia khác từng dựa trên sở hữu chéo để phát triển nền kinh tế của họ. Tại Hàn Quốc, trong đầu những năm 1960, sự hợp tác giữa Chính phủ với Chaebol đã đóng vai trò quan trọng trong việc tăng trưởng về kinh tế của quốc gia này. Từ công nghiệp nặng, hoá chất, chính phủ Hàn Quốc đã có sự phối hợp với những người đứng đầu của các Chaebol và ngầm khuyến khích sở hữu chéo. Cũng từ sự hỗ trợ này, các Chaebol của Hàn Quốc đã phát triển thành các tập đoàn lớn mạnh. Tại Nhật Bản, sở hữu chéo có truyền thống lâu đời và gắn bó với nhiều công ty niêm yết. Trước chiến tranh thế giới, sở hữu chéo đóng vai trò then chốt trong mục tiêu phát triển kinh tế, khuyến khích các doanh nghiệp trở thành “cỗ đông ổn định” của nhau, điều khiển chính sách phân chia lợi nhuận của doanh nghiệp. Xa hơn nữa, sở hữu chéo phát triển mạnh trong một mạng lưới có ngân hàng đứng giữa nhằm mục tiêu quản lý khách hàng và các khoản nợ. Sự nắm giữ cao về tỷ lệ sở hữu giữa những công ty tài chính với những công ty phi tài chính là vấn đề mấu chốt trong quản trị doanh nghiệp của các công ty Nhật Bản. Quá trình này kéo dài đến tận những năm 1990 dưới sự khuyến khích của chính phủ Nhật Bản.

Cấu trúc quyền sở hữu trên thị trường của các doanh nghiệp Châu Á đã cho thấy nhiều điểm khác biệt so với các quốc gia phương tây. Ví dụ, tại Mỹ, Anh, có sự cân xứng giữa tỷ lệ sở hữu giữa nhà đầu tư cá nhân với nhà đầu tư là tổ chức. Phần cổ phiếu bán ra tại những quốc gia này sẽ được mua bởi các đối tượng đa dạng, như nhà đầu tư đang quản lý doanh nghiệp, các quỹ hưu trí công cộng, quỹ đầu tư, các nhà đầu tư cá nhân. Người thực tế hưởng lợi từ hoạt động đầu tư của doanh nghiệp chính là người lao động, các nhà đầu tư cá nhân. Tài sản được sử dụng bởi các nhà đầu tư tổ chức, được đưa vào sử dụng để tạo thu nhập cho nhà đầu tư cá nhân “*đến một mức độ lớn hơn nhiều*” so với Nhật Bản và các quốc gia Châu Á khác. Điều đó

cho thấy nhà đầu tư cá nhân chiếm một vị trí quan trọng trong thị trường chứng khoán. Do đó, tồn tại sự cân xứng giữa nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư tổ chức, khi mà tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân nắm giữ cổ phần trên thị trường chứng khoán ở Mỹ lên đến 50%. Trong khi đó ở Nhật Bản, tỷ lệ này chỉ dừng ở con số khoảng 20%.¹

Tuy nhiên, ngay cả ở những quốc gia phát triển như vậy, sở hữu chéo giữa các doanh nghiệp vẫn tồn tại. Một nghiên cứu tại 19 quốc gia phát triển² cho thấy có 31% trong số các quốc gia này tồn tại và đẩy mạnh hoạt động sở hữu chéo.³ Trong đó, sở hữu chéo đặc biệt phát triển mạnh ở Ý, Đức... thông qua các trường hợp sở hữu chéo điển hình của các tập đoàn nổi tiếng như TaTa, Allianz.⁴

Cùng với vai trò lịch sử trong việc vực dậy nền kinh tế của một số quốc gia, sở hữu chéo đã tạo ra những hệ quả tương ứng đối với nền kinh tế nói chung. Năm 1997, khủng hoảng tài chính Châu Á diễn ra. Sự kiện này “*xảy ra rất đột ngột và xóa sạch huyền thoại về sự tăng trưởng thần kì của các nước Châu Á và châm ngòi cho một đợt suy thoái nặng nề ở một số nước*”⁵. Hàn Quốc nằm trong những quốc gia chịu ảnh hưởng mạnh nhất của cuộc khủng hoảng này. Nhật Bản tuy chịu tác động ít hơn nhưng phải trải qua những khó khăn trong dài hạn từ chính nền kinh tế của họ. Đã có nhiều nghiên cứu phân tích về nguyên nhân của cuộc khủng hoảng này, một số nguyên nhân có mối liên hệ mật thiết với sở hữu chéo, trong đó bao gồm tình trạng

¹ Yasuhiro Yonezawa và Kazushiro Miyake (1998), “The structure of Japanese Stock Market”, *Asia-Pacific Financial Markets*, (5), 1-12.

² 19 quốc gia này gồm: Bỉ, Đan Mạch, Đức, Estonia, Pháp, Phần Lan, Greece, Hungari, Ireland, Ý, Luxembourg, Nederland, Hà Lan, Tây Ban Nha, Thụy Sĩ, Anh, Úc, Mỹ, Nhật Bản. Mặc dù công trình này do Liên minh Châu Âu thực hiện chủ yếu dành cho những nước thuộc EU, nhưng vẫn bao gồm Nhật Bản trong đó.

³ Shearman & Sterling, Institutional Share Holder Services và European Corporate Governance Institute (2007), *Roportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study*, Brussels, tr.17.

⁴ Victor Dorofeenko, Larry H. P. Lang, Klaus Ritzberger và Jamsheed Shorish (2008), “Who controls Allianz – Measuring the separation of dividend and control rights under cross-ownership among firm”, *Annals of Finance* (4), tr.75–103.

⁵ Trang thông tin điện tử Vinacorp, đường dẫn: <http://vinacorp.vn/news/khung-hoang-chau-a-nam-1997-va-nhung-canh-bao-doi-voi-viet-nam/ct-344590>, truy cập lần cuối ngày 14/3/2019.

vốn ảo dẫn đến “bong bóng tài sản” và sự phụ thuộc lẫn nhau giữa các doanh nghiệp tạo nên hiệu ứng dây chuyền.⁶

Mặc dù trước giai đoạn khủng hoảng này, sở hữu chéo đã được nhìn nhận và tháo gỡ dần, nhưng cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997 chính là một bước ngoặt để các quốc gia có sự quan tâm đầy đủ đối với sở hữu chéo. Từ đây, các nghiên cứu học thuật về sở hữu chéo được quan tâm nhiều hơn. Hàn Quốc bắt đầu thay đổi trong truyền thống quản trị của các Chaebol.⁷ Tương tự, ở Nhật Bản, sở hữu chéo được giảm dần, giai đoạn sụt giảm mạnh nhất là nửa cuối những năm 1990. Nhật Bản bắt đầu ràng buộc các ngân hàng phải bán đi số cổ phần mà nó và các doanh nghiệp phi tài chính sở hữu lẫn nhau. Một nghiên cứu tổng quát cho thấy tỷ lệ sở hữu chéo ở Nhật Bản đã giảm từ tỷ lệ 61.8% vào năm 1986 xuống còn 31.2% vào năm 2012. Tương ứng với điều này, tỷ lệ “cổ đông bên ngoài” – cổ đông mà doanh nghiệp không nắm giữ ngược lại cổ phần của nó – đã đạt mức 65.9% vào năm 2012, và sở hữu chéo, mặc dù có dấu hiệu phục hồi vào năm 2017, vẫn không còn được xem như tình trạng phổ biến tại Nhật Bản như giai đoạn trước đây.⁸

Từ thực tiễn sở hữu chéo, pháp luật của các quốc gia đã có sự quan tâm điều chỉnh đối với sở hữu chéo, cho dù tỷ lệ sở hữu chéo tại hiện tại có còn là đáng kể hay không.⁹ Song song với việc này, sở hữu chéo cũng là đối tượng nghiên cứu chủ yếu dưới khía cạnh kinh tế và pháp lý.

Trong khi sự tác động tiêu cực của sở hữu chéo đến nền kinh tế, đến ổn định xã hội, đến các tổ chức, cá nhân là điều đã được minh chứng và làm rõ trên thế giới, thì tại Việt Nam, sở hữu chéo chỉ được quan tâm vào khoảng năm 2008, có những

⁶ Hong Kong Institute of Economics và Business Strategy & The University of Hong Kong (2000), *Asia Financial Crisis: Causes and Development*, Hong Kong Graphicraft Limited, Hong Kong.

⁷ In Jun, Peter Sheldon và Jaehoon Rhee (2010), *Business group and regulatory institutions: Korea's Chaebol, cross-company shareholding and the East Asia crisis*, Đại học Yeungnam, Hàn Quốc.

⁸ Gen Goto (2014), *Legally “strong” shareholders of Japan*, Đại học Tokyo University, Nhật Bản.

⁹ Nghiên cứu của Ủy ban Liên minh Châu Âu năm 2007 trên 19 quốc gia gồm Bỉ, Đan Mạch, Đức, Estonia, Pháp, Phần Lan, Greece, Hungari, Ireland, Ý, Luxembourg, Netherland, Hà Lan, Tây Ban Nha, Thụy Sĩ, Anh, Úc, Mỹ, Nhật Bản tại công trình *Proportionality Between Ownership And Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study* cho thấy pháp luật các quốc gia này đều có quy định về sở hữu chéo mặc dù trên thực tế mức độ sở hữu chéo tồn tại ở quốc gia đó là rất thấp.

công trình nghiên cứu nghiêm túc khởi đầu vào khoảng năm 2010 và được nhận diện như là một “vấn đề lớn trong lĩnh vực tài chính”.¹⁰ Như vậy, cũng giống như các trường hợp của Nhật Bản, Hàn Quốc và một số quốc gia khác, chỉ khi vấn đề thực sự đe dọa đến sự ổn định của thị trường, sở hữu chéo mới bắt đầu nhận được quan tâm tương ứng với mức độ phức tạp của nó.

Như đã nhìn nhận sở hữu chéo là một “con dao hai lưỡi”, nên vấn đề đặt ra là làm thế nào để vừa phát huy tính tích cực của sở hữu chéo, vừa hạn chế được những tác động tiêu cực do nó mang lại. Trong định hướng này, luận án “*Pháp luật về sở hữu chéo cổ phần*” sẽ phân tích và đặt ra giải pháp pháp lý để hạn chế những tiêu cực của sở hữu chéo đem lại trên ba khía cạnh lớn, là bảo vệ nguyên tắc thực vốn, bảo vệ quyền lợi hợp pháp của cổ đông, và bảo vệ tính lành mạnh của thị trường thông qua việc nâng cao chất lượng minh bạch thông tin.

¹⁰ Trang tin điện tử Báo Pháp luật TP. Hồ Chí Minh, đường dẫn <http://phapluattp.vn/2012042411165601p0c1014/don-mang-nhen-trong-ngan-hang.htm>, truy cập lần cuối ngày 14/03/2019.

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU

1.1. Tình hình nghiên cứu về sở hữu chéo cổ phần

1.1.1. Tình hình nghiên cứu trong nước

Tại Việt Nam, trước năm 2010, không có nhiều công trình nghiên cứu về sở hữu chéo. Đa số là các bài viết trên các tạp chí chuyên ngành tài chính. Và do giới hạn trong khuôn khổ một bài báo, nên vấn đề sở hữu chéo chỉ được đề cập nói chung, không phân tích chuyên sâu. Từ khoảng năm 2011, do vấn đề về sự an toàn tài chính của các ngân hàng thương mại được đặt ra, sở hữu chéo bắt đầu nhận được sự quan tâm của các nhà nghiên cứu, được thể hiện qua các bài viết giảng dạy, các chương trình hội thảo, luận văn thạc sĩ... Nhìn chung, đa số đều ưu tiên đề cập đến sở hữu chéo trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng.

Các công trình nghiên cứu tiêu biểu về sở hữu chéo cụ thể như sau:

❖ Một, *Báo cáo kinh tế vĩ mô năm 2012* do Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia thực hiện năm 2012 đánh giá tình hình sở hữu chéo tại các tổ chức tín dụng Việt Nam.

Công trình là sự thừa nhận về tình hình sở hữu chéo trong hoạt động ngân hàng tại Việt Nam. Công trình cho thấy có thể xảy ra hai dạng sở hữu chéo: (1) Ngân hàng thương mại sở hữu ngân hàng/doanh nghiệp khác, và ngân hàng/doanh nghiệp khác cũng đồng thời sở hữu ngược lại ngân hàng thương mại; (2) Ngân hàng thương mại sở hữu ngân hàng/doanh nghiệp khác, không cần sở hữu ngược lại.

❖ Hai, công trình *Định hướng và giải pháp cơ cấu lại hệ thống ngân hàng Việt Nam giai đoạn 2011 – 2015* của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, xác định sở hữu chéo là một trong những nguyên nhân đe dọa đến sự an toàn của hệ thống nền kinh tế. Công trình không đề cập đến vấn đề lý luận về sở hữu chéo cũng như những giải pháp cụ thể cho yêu cầu điều chỉnh sở hữu chéo.

❖ Ba, *quan điểm của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam tại kỳ họp thứ VII, Quốc hội Khoá XIII ngày 04/9/2014* được đăng tải trên Trang thông tin điện tử của Ngân

hàng Nhà nước Việt Nam¹¹. Nội dung này thừa nhận rằng sở hữu chéo tồn tại ở hầu hết các hệ thống tài chính trên thế giới với quy mô và mức độ phức tạp khác nhau, gây ra nhiều ảnh hưởng tiêu cực. Với đặc thù và thực trạng tình hình như trên, vấn đề sở hữu chéo của các tổ chức tín dụng Việt Nam cần được xử lý từng bước, thận trọng và bằng nhiều giải pháp đồng bộ.

❖ Bốn, công trình *Sở hữu chéo giữa các tổ chức tín dụng và tập đoàn kinh tế tại Việt Nam: Đánh giá và các khuyến nghị thể chế* nằm trong Chương trình giảng dạy Kinh tế FulBright của các tác giả: Vũ Thành Tự Anh, Trần Thị Quế Giang, Đinh Công Khải, Nguyễn Đức Mậu, Nguyễn Xuân Thành và Đỗ Thiên Anh Tuấn. Công trình khái quát các vấn đề lý luận về sở hữu chéo, nhận biết sở hữu chéo, tác động tích cực và tiêu cực của sở hữu chéo trong lĩnh vực ngân hàng. Các khuyến nghị đưa ra trong bài viết được thể hiện dưới khía cạnh chính sách, không phải là giải pháp pháp lý.

❖ Năm, công trình *Ngân hàng thương mại Việt Nam: Từ những thay đổi về luật và chính sách giai đoạn 2006-2010 đến các sự kiện tái cơ cấu giai đoạn 2011-2015* của tác giả Nguyễn Xuân Thành công bố năm 2016 đã phân tích các tình huống sở hữu chéo của một số ngân hàng qua số liệu cụ thể. Bài viết cho rằng chính thiếu sót từ khung pháp lý đã tạo điều kiện cho sở hữu chéo giữa các ngân hàng thương mại Việt Nam hình thành và phát triển. Công trình dừng lại ở sự liệt kê và phân tích tình huống cụ thể, không đánh giá và khuyến nghị về pháp lý.

❖ Sáu, công trình *Vấn đề sở hữu chéo và đầu tư chéo trong quá trình tái cơ cấu hệ thống ngân hàng tại Việt Nam* của tác giả Đinh Tuấn Minh trong Kỷ yếu Hội thảo

¹¹ Nội dung này được đăng tải tại Trang thông tin điện tử của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam ngày 04/9/2014, đường dẫn https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/sm/chitiet/inbaiviet?dDocName=CNTHWEBAP0116211764545&_afLoop=408537260035000#%40%3F_afLoop%3D408537260035000%26centerWidth%3D100%2525%26dDocName%3DCNTHWEBAP0116211764545%26leftWidth%3D0%2525%26pageTemplate%3D%252Foracle%252Fwebcenter%252Fsiteresources%252FscopedMD%252Fs8bba98ff_4cbb_40b8_beee_296c916a23ed%252FsiteTemplate%252Fgsreb7f299f_0d88_4514_a092_22e830e01a86%252FTemplate.jspx%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26_adf.ctrl-state%3D00s1rcao_46, truy cập lần cuối ngày 14/3/2019.

“*Rủi ro sở hữu chéo và đầu tư chéo: thực trạng và giải pháp cho thị trường tài chính ở Việt Nam*” năm 2013 đã trình bày các nội dung liên quan đến sở hữu chéo trong hệ thống ngân hàng tại Việt Nam. Công trình tạo ra một cách nhìn tổng quan về sở hữu chéo (cách hiểu sở hữu chéo, lợi ích do sở hữu chéo đem lại, tác động của sở hữu chéo...), với đối tượng nghiên cứu là các ngân hàng thương mại. Các khuyến nghị được đưa ra dưới dạng tổng quát.

❖ Bảy, công trình *Sở hữu chéo và cạnh tranh giữa các Ngân hàng thương mại Việt Nam* của tác giả Nguyễn Minh Sáng và Mai Thị Trúc Linh, trên tạp chí Công nghệ Ngân hàng năm 2013. Tác giả trình bày về mối liên hệ giữa sở hữu chéo và năng lực cạnh tranh của ngân hàng thương mại Việt Nam. Mặc dù công trình hướng đến đối tượng là các ngân hàng thương mại, nhưng những nội dung lý thuyết của công trình được tham khảo để tìm hiểu về sở hữu chéo nói chung.

❖ Tám, công trình *Nhìn lại vấn đề sở hữu chéo tại một số quốc gia trên thế giới và một số giải pháp đối với Việt Nam* của tác giả Đào Quốc Tính công bố trên Tạp chí Ngân hàng năm 2013. Công trình đã khái quát về tình hình sở hữu chéo tại Đức, Ý, Nhật Bản, Hàn Quốc; đồng thời điểm qua thực trạng sở hữu chéo trong hệ thống ngân hàng Việt Nam và đề xuất các giải pháp hạn chế tình hình sở hữu chéo tại Việt Nam. Bài viết không phân tích về mặt lý luận của sở hữu chéo. Các giải pháp mang tính chính sách, tổng quát, không phải là giải pháp pháp lý.

❖ Chín, công trình *Giải quyết vấn đề sở hữu chéo trong tái cơ cấu hệ thống ngân hàng* của tác giả Phạm Trọng Đức công bố trên tạp chí Kinh tế và Dự báo năm 2013. Tác giả cho thấy những hệ lụy mà sở hữu chéo tạo ra cho hệ thống ngân hàng, bao gồm tình trạng “vốn ảo”, phá vỡ các quy tắc về đảm bảo an trong hoạt động tín dụng, từ đó ảnh hưởng đến tính lành mạnh của hệ thống ngân hàng. Tác giả đề xuất mang tính định hướng các giải pháp ngắn hạn và dài hạn để giảm những tác động tiêu cực của sở hữu chéo. Công trình không phân tích lý luận về sở hữu chéo.

❖ Mười, công trình *Ma trận bong bóng* của tác giả Đông Hà công bố trên Tạp chí Tài chính doanh nghiệp năm 2012. Tác giả sử dụng trường hợp của các liên minh giữa ngân hàng và doanh nghiệp ở Đức và Nhật Bản làm bài học kinh nghiệm để điều

chính sở hữu chéo của các ngân hàng thương mại ở Việt Nam. Công trình không khai thác khía cạnh lý luận của sở hữu chéo, không đề cập đến nội hàm của sở hữu chéo.

1.1.2. Tình hình nghiên cứu trên thế giới

Vấn đề sở hữu chéo nhận được rất nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu ở ngoài nước, ở cả khía cạnh kinh tế và pháp lý. Một số công trình tiêu biểu về sở hữu chéo như sau:

❖ Một, công trình *Cross Share holding in Japan: A new Unified Perspective of the Economic System*¹² của tác giả Misuaki Okabe, đại học Keio, Shonan Fujisawa, Nhật Bản công bố tại Anh năm vào năm 2002 bởi Nhà xuất bản Edward Elgar. Công trình đã cung cấp một cách nhìn toàn diện về sở hữu chéo, bao gồm: tiêu chí để nhận diện sở hữu chéo, các dạng tồn tại của sở hữu chéo; những khía cạnh tích cực, tiêu cực của sở hữu chéo. Công trình chủ yếu phân tích về mặt kinh tế, không đề cập đến nội dung điều chỉnh pháp lý.

❖ Hai, công trình *Proportional between Ownership and Control in Eu lited Companies: Comparative Legal*¹³ công bố vào năm 2007 dưới sự phối hợp giữa ba tổ chức: Ủy ban Viện quản trị doanh nghiệp của Liên minh Châu Âu, ISS (Dịch vụ tổ chức cổ đông quốc tế – Institutional Shareholder Services) và Công ty luật đa quốc gia Shearman & Sterling của Mỹ. Công trình đã hoàn thành các nội dung sau: (i) Đánh giá được tình hình sở hữu chéo cụ thể của 19 quốc gia nằm trong chương trình nghiên cứu theo tỷ lệ %; (ii) Khái quát nội dung pháp luật về điều chỉnh về sở hữu chéo của các quốc gia.

❖ Ba, công trình *Circular Shareholdings* được công bố vào tháng 8 năm 2012 bởi Công ty Đầu tư và Chứng khoán Hàn Quốc.¹⁴ Công trình tập trung vào các nội dung: yêu cầu, tính cần thiết về việc phải điều chỉnh pháp lý đối với sở hữu chéo; Những mặt tích cực, tiêu cực khi sở hữu chéo được điều chỉnh bằng quy định pháp

¹² Tác giả tạm dịch: Sở hữu chéo tại Nhật Bản: *Quan điểm mới dưới khía cạnh kinh tế*.

¹³ Tác giả tạm dịch: *Tỷ lệ giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát trong các công ty niêm yết tại Liên minh Châu Âu: So sánh về mặt pháp lý*.

¹⁴ Tác giả tạm dịch: *Sở hữu vòng tròn*.

luật; Các giải pháp pháp lý được đặt ra khi điều chỉnh sở hữu chéo đối với các trường hợp sở hữu chéo hình thành mới, sở hữu chéo đã hình thành.

❖ Bốn, công trình *Relationship Banking and Its Role in Corporate Governance của tác giả Sang –Woo Nam*¹⁵, được công bố vào năm 2004 bởi Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB). Công trình cho thấy vai trò của Ngân hàng đối với vấn đề quản trị doanh nghiệp trong các tập đoàn, hàm chứa thông tin về những ảnh hưởng tiêu cực của sở hữu chéo đến sự an toàn tài chính.

❖ Năm, công trình *The Relationship of Companies and Banks as cross-shareholding unwind – Fiscal 2002 cross – shareholding survey*¹⁶ của tác giả Fumio Kuroki được công bố năm 2004 tại Nhật Bản bởi tổ chức NLI Research Institute.¹⁷ Công trình công bố các nội dung sau: (i) Sở hữu chéo có thể thổi phồng giá trị tài sản; (ii) sở hữu chéo có thể tạo ra sai lệch về quyền biểu quyết. (iii) Sở hữu chéo tạo ra thiếu sót trong cơ cấu vốn, gây khó khăn cho tái cơ cấu doanh nghiệp.

❖ Sáu, công trình *Cross shareholding and Initiative effects*¹⁸ của tác giả Arikawa Yasuhiro và Kato Atsushi công bố năm 2004 bởi Viện nghiên cứu Kinh tế, Thương mại và Công nghiệp Nhật Bản (RIETI). Công trình phân tích kỹ về các nguyên nhân hình thành sở hữu chéo, tác động của sở hữu chéo dưới góc độ kinh tế liên quan đến lợi ích của chính doanh nghiệp đó, từ đó tạo nền tảng để phân tích về động cơ tồn tại của sở hữu chéo.

❖ Bảy, công trình *Ownership relations in the presence of cross-shareholding*¹⁹ của tác giả Erick Dietzenbacher và Umed Temurshoev công bố trên Tạp chí Journal of Economics, số 95 năm 2008. Công trình nghiên cứu sở hữu chéo dưới khía cạnh kinh tế, bằng cách tính toán và kết luận thông qua các chỉ số. Công trình là cơ sở để nghiên cứu về các tác động tiêu cực của sở hữu chéo, trong đó có các vấn đề về thông tin bất đối xứng, quyền lợi của cổ đông, tính minh bạch của thông tin.

¹⁵ Tác giả tạm dịch: *Những mối quan hệ ngân hàng và ảnh hưởng của nó đến quản trị công ty.*

¹⁶ Tác giả tạm dịch: *Mối quan hệ giữa doanh nghiệp và ngân hàng khi tháo gỡ sở hữu chéo.*

¹⁷ Một cơ quan phi lợi nhuận chuyên nghiên cứu và công bố các thông số về tài chính tại Nhật Bản.

¹⁸ Tác giả tạm dịch: *Tác động của sở hữu chéo.*

¹⁹ Tác giả tạm dịch: *Mối quan hệ sở hữu khi tồn tại sở hữu chéo.*

❖ Tám, công trình *Does Ownership matter? The Causes and Consequence of changing ownership structure of ownership in Janpan under the Globalization*²⁰ của các tác giả Hideaki Miyajima và Keisuke Nitta công bố năm 2014, là một phần nằm trong kết quả nghiên cứu của Viện nghiên cứu Kinh tế, Thương mại và Công nghiệp Nhật Bản. Công trình cho thấy sở hữu chéo tạo nên hai lớp cấu trúc sở hữu: Cấu trúc sở hữu bên trong, và cấu trúc sở hữu bên ngoài. Cấu trúc sở hữu bên trong thông thường sẽ là mối quan hệ giữa ngân hàng và các công ty phi tài chính. Bằng sự phân tích các số liệu chi tiết, công trình đã chỉ ra sự thay đổi của tỷ lệ ROA²¹ có liên quan đến cấu trúc sở hữu: tỷ lệ ROA tăng nếu giảm tỷ lệ sở hữu chéo, tỷ lệ ROA giảm nếu gia tăng tỷ lệ sở hữu chéo.

❖ Chín, công trình “*Shareholder Cross-shareholdings and their Effect on Acquisition Decision*”²² của các tác giả Jarrad Harford, Dirk Jenter, và Kai Li, công bố bởi Tạp chí Kinh tế Tài chính (Journal of Financial Economics), số 01 năm 2011. Công trình đã chứng minh rằng, trong mối quan hệ sở hữu chéo, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp này sẽ bị ảnh hưởng bởi hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khác. Mức độ ảnh hưởng được tính toán thông qua tỷ lệ sở hữu chéo. Các kết luận về tỷ lệ sở hữu chéo làm tiền đề cho quan điểm về mức độ điều chỉnh pháp lý đối với sở hữu chéo.

❖ Mười, công trình “*Cross Shareholding and Corporate Financial Policy: The case of Korea*”²³ của các tác giả Daehong T. Jaang và Kyung Hee, công bố vào tháng 3/2002 bởi tổ chức ESADE Geo (Center Global Economy and Geopolitics) của Hàn Quốc. Thông qua việc phân tích các số liệu cụ thể của 30 trường hợp sở hữu chéo điển hình, công trình kết luận về mối quan hệ giữa sở hữu chéo với chính sách tài chính của doanh nghiệp. Sở hữu chéo giúp giảm thiểu chi phí đại diện, nhưng ở khía

²⁰ Tác giả tạm dịch: “*Những vấn đề của quyền sở hữu? Nguyên nhân và hệ quả trong việc thay đổi cơ cấu sở hữu của Nhật Bản dưới bối cảnh toàn cầu hoá*”.

²¹ Là chữ viết tắt của Return on Total Asset, chỉ về tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản. Chỉ tiêu ROA thể hiện tính hiệu quả của quá trình tổ chức, quản lý hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Kết quả chỉ tiêu cho biết bình quân cứ một đồng tài sản được sử dụng trong quá trình sản xuất kinh doanh thì tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận.

²² Tác giả tạm dịch: *Ảnh hưởng của sở hữu chéo đến quyết định mua lại.*

²³ Tác giả tạm dịch: *Sở hữu chéo và chính sách tài chính doanh nghiệp: Trường hợp của Hàn Quốc.*

cạnh khác làm tăng chi phí đại diện vì nó làm tăng mức độ quyền lực của cổ đông nắm quyền kiểm soát.

1.1.3. Đánh giá chung tình hình nghiên cứu

1.1.3.1. Về việc nghiên cứu nội hàm của sở hữu chéo

❖ Những vấn đề đã được làm rõ và tác giả tiếp tục kế thừa

Các công trình đa số đều chung quan điểm về sở hữu chéo: (i) Sở hữu chéo là tình trạng hai hoặc nhiều doanh nghiệp sở hữu lẫn nhau; (ii) Việc xác định tình trạng sở hữu chéo dựa trên tiêu chí đường đi của dòng tiền, không dựa trên lĩnh vực, ngành nghề hoạt động của doanh nghiệp; (iii) sở hữu chéo không chỉ là hoạt động của riêng hai doanh nghiệp. Mạng lưới sở hữu chéo có thể có sự tham gia của nhiều doanh nghiệp, theo nhiều mô hình khác nhau. Về mặt lý thuyết, số lượng các doanh nghiệp tham gia là không giới hạn. Sự tham gia của các doanh nghiệp càng nhiều, mức độ phức tạp càng lớn.

❖ Những vấn đề tác giả tiếp tục giải quyết

Tại Việt Nam vẫn còn một quan điểm khác về sở hữu chéo, trong đó có quan điểm sở hữu đa ngành cũng là sở hữu chéo. Điều này đi ngược lại với cách hiểu chung về sở hữu chéo trên thế giới. Vì vậy, luận án sẽ thống nhất nội hàm của thuật ngữ “sở hữu chéo”.

1.1.3.2. Về điều chỉnh pháp lý đối với sở hữu chéo

❖ Những vấn đề đã được làm rõ và tác giả tiếp tục kế thừa

Các công trình ngoài nước thường tập trung nghiên cứu sở hữu chéo dưới góc độ pháp lý đã tập trung ở các nội dung cụ thể: (i) pháp luật có điều chỉnh sở hữu chéo không, (ii) Mức độ điều chỉnh như thế nào. Những nội dung này được tham khảo để làm cơ sở học hỏi kinh nghiệm điều chỉnh pháp lý về sở hữu chéo tại Việt Nam.

❖ Những vấn đề luận án tiếp tục giải quyết

Tại Việt Nam, có rất ít công trình nghiên cứu chuyên sâu về vấn đề điều chỉnh pháp lý đối với sở hữu chéo. Nếu có, những công trình này lại chỉ tập trung đến hoạt động sở hữu chéo trong lĩnh vực ngân hàng. Luận án tiếp tục nghiên cứu về vấn đề điều chỉnh pháp lý đối với sở hữu chéo cổ phần đối với các doanh nghiệp nói chung

tại Việt Nam theo tiêu chí: (i) không triệt tiêu mặt tích cực của sở hữu chéo, (ii) kiểm soát để hạn chế những tác động tiêu cực của sở hữu chéo.

1.2. Cơ sở lý thuyết nghiên cứu

1.2.1. Lý thuyết về quyền sở hữu

1.2.1.1. Nội dung lý thuyết về quyền sở hữu

Lý thuyết về quyền sở hữu thực chất là lý thuyết của nhiều tác giả về quyền sở hữu, được ra đời trước tiên bởi J. Locke (1632 – 1704). Trong tác phẩm “*Khảo luận thứ hai về chính quyền*”, ông cho rằng con người có các quyền tự nhiên gồm: quyền tự do, quyền bình đẳng và quyền tư hữu. Nhà nước ra đời, quan trọng nhất là phải bảo vệ được quyền sở hữu tài sản của con người. Và chính quyền sở hữu mới là quyền cơ bản nhất của con người. Con người có quyền sở hữu ngay từ khi được sinh ra, đối với những sản vật mà tự nhiên ban phát. Không ai có bất kì một quyền lực riêng biệt nào để chiếm giữ thành tài sản riêng của mình trừ khi con người sử dụng sức lao động của mình. Chính lao động làm nên quyền sở hữu cá nhân cho con người, tách nó ra khỏi quyền sở hữu chung. Tuy nhiên, một người chỉ có thể có được quyền chiếm giữ cho riêng mình nếu hành động chiếm giữ này không gây thiệt hại hay xâm phạm đến phần sở hữu vốn thuộc về người khác.²⁴

Sau đó, các tác giả Grossman, Hart và Moore đã phát triển lý thuyết về quyền sở hữu trên thành hai khái niệm cơ bản, đó là: *Hợp đồng không hoàn chỉnh (contract incompleteness)* và *Quyền định đoạt cuối cùng (residual rights)*. Kinh tế học cho rằng, chính bản thân sức lao động là nguồn gốc tạo ra giá trị thặng dư, nhưng người hưởng giá trị đó lại không phải là những người công nhân, điều đó cho thấy họ bị bóc lột. Vấn đề này có nguồn gốc từ tính hợp đồng của quan hệ kinh tế, giữa hai bên chủ thể có vị trí hoàn toàn khác nhau: Một bên nắm giữ phương tiện sản xuất cơ bản khó thay thế, và bên còn lại nắm các yếu tố sản xuất dễ dàng để thay thế. Bên nào yếu thế sẽ là bên có khả năng bị bóc lột.

²⁴ Nguyễn Thị Thanh Huyền (2012), “Quan niệm của J. Locke về quyền sở hữu trong tác phẩm *Khảo luận thứ hai về chính quyền*”, *Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, Khoa học Xã hội và Nhân văn*, Hà Nội.

Thực tế, hợp đồng giữa các bên không bao giờ là đủ vì nó không thể nào tiên liệu được tất cả các tình huống xảy ra trong tương lai, nên người có quyền sở hữu là người có quyền lực tuyệt đối với những tình huống không được thể hiện rõ trong hợp đồng. Và do đó, bản thân người sở hữu luôn muốn tài sản của mình sinh lợi nhiều hơn, đạt nhiều giá trị thặng dư hơn. Cấu trúc sở hữu tối ưu nhất là chủ sở hữu tài sản phải chuyển giao ít nhất một phần quyền sở hữu tài sản vật chất của mình vào tay những người có khả năng kiểm soát những thông tin có tính thiết yếu đối với hiệu quả sử dụng tài sản đó.

Lý thuyết về quyền sở hữu là nền tảng pháp lý cơ bản. Hiến Pháp 2013 quy định rõ *“mọi người có quyền sở hữu về thu nhập hợp pháp, của cải để dành, nhà ở, tư liệu sinh hoạt, tư liệu sản xuất, phần vốn góp trong doanh nghiệp hoặc trong các tổ chức kinh tế khác”*.²⁵ Nguyên tắc này được tuân thủ trong hệ thống các văn bản pháp luật hiện hành, được hướng dẫn cụ thể tại Bộ luật Dân sự: *“Quyền sở hữu bao gồm quyền chiếm hữu, quyền sử dụng và quyền định đoạt tài sản của chủ sở hữu theo quy định của luật”*²⁶ và *“không ai có thể bị hạn chế, bị tước đoạt trái luật quyền sở hữu, quyền khác đối với tài sản.”*²⁷

1.2.1.2. Vận dụng lý thuyết về quyền sở hữu vào việc nghiên cứu sở hữu chéo

Một, vận dụng hai khái niệm *“Hợp đồng không hoàn chỉnh”* và *“Quyền định đoạt cuối cùng”* làm cơ sở nền tảng để lý giải về động cơ của sở hữu chéo. Khi các doanh nghiệp sở hữu chéo lẫn nhau dẫn đến hệ quả là hoạt động của doanh nghiệp này sẽ ảnh hưởng đến tính hiệu quả đối với hoạt động của doanh nghiệp còn lại. Cơ chế này dẫn đến việc các doanh nghiệp trong mạng lưới sở hữu chéo sẽ có những lợi ích tối ưu khi giao dịch với nhau, hơn là giao dịch với những doanh nghiệp không nằm cùng mạng lưới.

Hai, vận dụng lý thuyết về quyền sở hữu để lý giải về lí do vì sao sở hữu chéo lại là đối tượng điều chỉnh của pháp luật. Về mặt lý luận, doanh nghiệp có quyền sở hữu

²⁵ Khoản 1, Điều 32, Hiến pháp nước CHXHCN Việt Nam năm 2013.

²⁶ Điều 158, Bộ luật dân sự 2015.

²⁷ Khoản 1, Điều 163, Bộ luật dân sự 2015.

đối với tài sản của mình. Từ quyền sở hữu này, doanh nghiệp có toàn quyền sử dụng nguồn vốn để thực hiện các hoạt động đầu tư. Tuy nhiên, nếu hoạt động đầu tư này tạo ra môi nguy hiểm, đe dọa quyền sở hữu của các chủ thể khác trong xã hội thì pháp luật bắt buộc phải điều chỉnh để tạo ra tính cân bằng, cũng là mục đích để bảo vệ quyền sở hữu của các chủ thể trong xã hội.

1.2.2. Lý thuyết về chi phí giao dịch

1.2.2.1. Nội dung lý thuyết về chi phí giao dịch

Người mở đường cho lý thuyết về chi phí giao dịch là Ronald Coase, phát triển trong bài viết *The Nature of Firm* trên Tạp chí *Economia* năm 1937. Ronald Coase cho rằng, trong quá trình đạt đến sự cân bằng giữa cung và cầu, sẽ phát sinh thêm một loại chi phí gọi là *chi phí giao dịch*. Về cơ bản, đây là chi phí phát sinh từ sự tương tác giữa hành vi cơ hội, khả năng con người hạn chế trong môi trường bất định và điều kiện thông tin không cân xứng. Chi phí này gia tăng khi có hành vi lừa dối. Chi phí này được phân thành các loại cơ bản sau: (i) chi phí tìm kiếm và chi phí thông tin; (ii) chi phí thương thảo và ra quyết định; (iii) chi phí theo dõi, kiểm tra và chi phí khắc phục hậu quả. Trên cơ sở lý thuyết của Ronald Coase, tác giả O. Williamson đã khai thác sâu hơn. Ông cho rằng các giao dịch đều có tính đặc thù về tính duy lý hạn chế và hành vi cơ hội²⁸.

1.2.2.2. Vận dụng lý thuyết về chi phí giao dịch vào nghiên cứu sở hữu chéo

Lý thuyết về chi phí giao dịch có ý nghĩa vận dụng nhiều nhất tại Chương 2 của Luận án, trong việc giải thích về động cơ tồn tại của sở hữu chéo cũng như khía cạnh tích cực của sở hữu chéo. Các doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo có thể tránh được những rủi ro từ việc phát sinh chi phí giao dịch do: (i) có được thông tin đáng tin cậy, không phải trả nhiều chi phí cho công tác điều tra, tìm hiểu về tình hình của đối tác; (ii) giảm chi phí khắc phục hậu quả; (iii) tận dụng được hiểu biết của các doanh nghiệp trong mạng lưới đối với bên thứ ba.

²⁸ Nguyễn Đôn Phước (dịch) (2010), *Kinh tế học Doanh nghiệp*, Nxb. Tri Thức, Hà Nội.

Lý thuyết về chi phí giao dịch sẽ được tiếp tục vận dụng trong Chương 5 để phân tích về ảnh hưởng của sở hữu chéo đến chất lượng minh bạch thông tin.

1.2.3. Lý thuyết về ủy quyền – đại diện

1.2.3.1. Nội dung lý thuyết về ủy quyền – đại diện

Lý thuyết về người ủy quyền – người đại diện về cơ bản do M. Jensen và W. Meckling phát triển vào năm 1976 trên cơ sở tiếp nối những công trình trước đó. Lý thuyết này nói về mối quan hệ hợp đồng giữa người ủy quyền và người đại diện. Người đại diện thay mặt cho người ủy quyền thực hiện những công việc xác định và được giao quyền quyết định những vấn đề nhất định. Các quan hệ người ủy quyền – người đại diện đặt ra những vấn đề khi thông tin không hoàn hảo (người ta không có toàn bộ thông tin chính xác), không đối xứng (một bên biết nhiều thông tin hơn bên còn lại), từ đó hành vi cơ hội xuất hiện.

Lý thuyết về đại diện, ủy quyền cũng được thể hiện tương đối rõ ràng trong các văn bản pháp luật của Việt Nam, điển hình là các quy định về đại diện theo ủy quyền trong Bộ luật dân sự 2015. Quyền đại diện được xác lập theo ủy quyền giữa người được đại diện và người đại diện,²⁹ các giao dịch do người đại diện xác lập, thực hiện với người thứ ba phù hợp với phạm vi đại diện làm phát sinh quyền, nghĩa vụ đối với người được đại diện; trường hợp người đại diện biết hoặc phải biết việc xác lập hành vi đại diện là do bị nhầm lẫn, bị lừa dối, bị đe dọa, cưỡng ép mà vẫn xác lập, thực hiện hành vi thì không làm phát sinh quyền, nghĩa vụ đối với người được đại diện, trừ trường hợp người được đại diện biết hoặc phải biết về việc này mà không phản đối.³⁰ Các quy định về quyền của cổ đông, nghĩa vụ của người quản lý trong Luật Doanh nghiệp 2014 về bản chất cũng là quá trình vận dụng lý thuyết về ủy quyền, đại diện trong quá trình lập pháp.³¹

²⁹ Điều 135, Bộ luật Dân sự 2015.

³⁰ Điều 139, Bộ luật Dân sự 2015.

³¹ Ví dụ Điều 114, Điều 149 Luật Doanh nghiệp 2014.

1.2.3.2. Vận dụng lý thuyết về ủy quyền – đại diện vào nghiên cứu sở hữu chéo

Lý thuyết ủy quyền – đại diện được vận dụng nhiều nhất tại Chương 2 và Chương 4 của Luận án, sử dụng để lý giải về động cơ tồn tại sở hữu chéo giữa các doanh nghiệp. Có nhiều cơ chế được áp dụng để hạn chế tình trạng bất đồng thuận giữa người đại diện và người sở hữu, như trả thù lao, trả lợi ích dựa trên kết quả công việc, chia sẻ lợi nhuận, áp dụng các hình thức theo dõi để thưởng, phạt... nhưng các doanh nghiệp vẫn duy trì các quan hệ sở hữu chéo và xem như đây là một phương thức để làm giảm chi phí đại diện, đặc biệt là trong những năm 60 đến thập kỷ 70, điển hình là tại Nhật Bản.³² Những cổ đông dài hạn (cổ đông ổn định) chính là những người kiểm soát ban điều hành của doanh nghiệp, đảm bảo rằng không có sự sai lệch về mặt lợi ích. Sở hữu chéo tạo ra sự giám sát hoạt động, quản lý lẫn nhau, liên quan qua lại giữa các doanh nghiệp với nhau, từ đó có thể tránh được các quyết định đầu tư thiếu cẩn thận, không hiệu quả của một doanh nghiệp.³³ Mặt khác, Chương 4 của Luận án chỉ ra rằng sở hữu chéo sẽ tạo ra khả năng xâm phạm quyền của cổ đông và pháp luật cần quan tâm điều chỉnh vấn đề này.

1.2.4. Lý thuyết thị trường hiệu quả

1.2.4.1. Nội dung lý thuyết thị trường hiệu quả

Khái niệm thị trường hiệu quả lần đầu tiên xuất hiện trong các công trình của Louis Bachelier, một nhà toán học người Pháp. Qua nhiều lần kế thừa, lý thuyết này được phát triển bởi Fama, thể hiện trong luận án tiến sĩ của ông tại Đại học Chicago vào năm 1965. Thị trường hiệu quả được xây dựng trên giả định rằng, các nhà đầu tư ra quyết định mua bán chứng khoán dựa trên việc xác định giá trị được ước lượng bằng tính hợp lý. Theo cách đó, giá chứng khoán sẽ phản ánh chính xác tất cả và ngay lập tức đối với mọi thông tin liên quan.

³² Nguyễn Hoàng (2008), “Sở hữu chéo cổ phần trên thị trường chứng khoán Nhật Bản”, *Chứng khoán Việt Nam* (7), tr.87 – 89.

³³ Nobuyuki Isagawa (2006), *Mutual Shareholding and Unwinding of Mutual Shareholding as Stockpile for Business Recovery*, Đại học Kobe, Japan.

1.2.4.2. Vận dụng lý thuyết thị trường hiệu quả vào nghiên cứu sở hữu chéo

Lý thuyết này được vận dụng chủ yếu tại Chương 2 và Chương 3 của Luận án. Dưới sự dàn xếp của sở hữu chéo, các doanh nghiệp sẽ trao đổi phần vốn cho nhau. Việc hai doanh nghiệp phát hành vốn cho nhau có thể sẽ chỉ tạo nên một giao dịch trên chứng từ. Thông qua sở hữu chéo, vốn của mỗi doanh nghiệp được tăng cao, nhưng trên thực tế lại không có nguồn tiền nào được thêm vào, tức là tài sản của doanh nghiệp không được tăng lên tương đương với vốn, đồng nghĩa với việc sở hữu chéo có thể không làm tăng giá trị tài sản của doanh nghiệp. Do đó, pháp luật cần có sự điều chỉnh về vấn đề này để đảm bảo tính chân thực trong nguồn vốn của doanh nghiệp.

1.2.5. Lý thuyết về thông tin bất cân xứng

1.2.5.1. Nội dung lý thuyết về thông tin bất cân xứng

G.A. Akerlof là người đầu tiên giới thiệu về lý thuyết thông tin bất cân xứng vào những năm 1970. Thông tin bất cân xứng xảy ra khi một bên giao dịch có ít thông tin hơn bên đối tác. Điều này khiến cho bên có ít thông tin hơn có những quyết định không chính xác khi thực hiện giao dịch, đồng thời bên có nhiều thông tin hơn cũng sẽ có những hành vi gây bất lợi cho bên kia. Hai hệ quả phổ biến nhất do thông tin bất cân xứng gây ra là lựa chọn bất lợi và tâm lý ỷ lại. Tiếp tục phát triển lý thuyết của G.A. Akerlof, tác giả Michael Spence đã nghiên cứu trên thị trường lao động vào năm 1973. Cơ chế sàng lọc của Stiglitz năm 1975 cũng là lý thuyết phát triển từ lý thuyết của M. Spence.

1.2.5.2. Vận dụng lý thuyết về thông tin bất cân xứng vào nghiên cứu sở hữu chéo

Lý thuyết về thông tin bất cân xứng được sử dụng chủ yếu tại Chương 2 và Chương 5 của Luận án. Trên thực tế, để giảm thiểu những ảnh hưởng của thông tin bất cân xứng, trong một mạng lưới sở hữu chéo trên thực tế, sẽ có một doanh nghiệp

cốt lõi nằm ở vị trí trung tâm.³⁴ Doanh nghiệp trung tâm này thực hiện hoạt động điều tiết nguồn vốn giữa các doanh nghiệp. Các doanh nghiệp vệ tinh này có thể thực hiện hoặc không thực hiện hoạt động sở hữu chéo. Pháp luật cần có sự điều chỉnh để đảm bảo tính chân thực của thông tin công bố liên quan đến các mối quan hệ này.

1.3. Câu hỏi nghiên cứu, giả thuyết nghiên cứu

Câu hỏi nghiên cứu tổng quát: Pháp luật nên điều chỉnh sở hữu chéo như thế nào nhằm hạn chế những tác động tiêu cực của sở hữu chéo?

Từ câu hỏi nghiên cứu tổng quát, luận án có các câu hỏi nghiên cứu chi tiết như sau:

Câu hỏi nghiên cứu 1: Cơ sở nào để nhận dạng sở hữu chéo và tác động của sở hữu chéo?

Giả thuyết liên quan đến câu hỏi nghiên cứu 1:

- Cấu trúc quyền sở hữu trên thị trường cho thấy sở hữu chéo phát triển chủ yếu ở cấu trúc sở hữu tập trung.
- Quan hệ sở hữu chéo là quan hệ sở hữu lẫn nhau. Điều tạo nên đặc trưng của sở hữu chéo là đường đi qua – lại của dòng tiền giữa ít nhất hai doanh nghiệp.
- Do đặc điểm sở hữu lẫn nhau, các doanh nghiệp có thể tạo ra những tác động tích cực và những tác động tiêu cực.

Dự kiến kết quả nghiên cứu liên quan đến câu hỏi nghiên cứu 1:

- Việt Nam có cấu trúc sở hữu tương đối tập trung. Vì vậy, Việt Nam có điều kiện cho sự hình thành và phát triển sở hữu chéo.
- Bản chất sở hữu lẫn nhau, sở hữu chéo có thể có những lợi ích nhất định.
- Do sở hữu lẫn nhau, sở hữu chéo có khả năng tạo ra những tác động tiêu cực về: Yêu cầu thực vốn của doanh nghiệp, quyền của cổ đông, chất lượng minh bạch thông tin.

³⁴ Edward B. Douthett, Kooyul Jung và Wilkil Kwak (2004), “Japanese Corporate Groupings (Keiretsu) and the Characteristics of Analysts’ Forecast”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, (23), tr.79-98.

Câu hỏi nghiên cứu 2: Sở hữu chéo tác động như thế nào đến tính thực chất của nguồn vốn? Pháp luật cần điều chỉnh như thế nào đối với vấn đề này?

Giả thuyết nghiên cứu liên quan đến câu hỏi nghiên cứu 2:

Hiện tượng sở hữu lẫn nhau của sở hữu chéo dẫn đến vấn đề vốn của doanh nghiệp được tăng lên không tương ứng với sự tăng lên về tài sản của doanh nghiệp.

Dự kiến kết quả nghiên cứu liên quan đến câu hỏi nghiên cứu 2: Sở hữu chéo có thể tạo ra tình trạng không thực chất của nguồn vốn doanh nghiệp. Pháp luật cần có quy định kiểm soát tình trạng này.

Câu hỏi nghiên cứu 3: Sở hữu chéo ảnh hưởng như thế nào đối với quyền cổ đông? Pháp luật nên điều chỉnh vấn đề này như thế nào?

Giả thuyết nghiên cứu liên quan đến câu hỏi nghiên cứu 3:

Sở hữu chéo tạo ra cơ chế tách biệt giữa quyền kiểm soát và quyền sở hữu. Từ cơ chế này, có thể tạo ra tình trạng cổ đông có quyền kiểm soát doanh nghiệp không tương ứng với số lượng cổ phần mà cổ đông sở hữu, từ đó ảnh hưởng đến quyền của các cổ đông khác.

Dự kiến kết quả nghiên cứu liên quan đến câu hỏi nghiên cứu 3:

Sở hữu chéo có thể tạo ra một cơ chế làm xói mòn quyền và lợi ích hợp pháp của cổ đông. Pháp luật cần có quy định kiểm soát tình trạng này.

Câu hỏi nghiên cứu 4: Sở hữu chéo cổ phần ảnh hưởng như thế nào đến chất lượng minh bạch thông tin? Pháp luật nên điều chỉnh vấn đề này như thế nào?

Giả thuyết nghiên cứu liên quan đến câu hỏi nghiên cứu 4:

Sở hữu chéo cổ phần tạo ra hai lớp thông tin: (i) Lớp thông tin trao đổi nội bộ giữa các doanh nghiệp trong mạng lưới sở hữu chéo cổ phần, và (ii) Lớp thông tin đã được làm sai lệch, khác biệt so với lớp thông tin ban đầu để công bố ra thị trường bên ngoài.

Dự kiến kết quả nghiên cứu liên quan đến câu hỏi nghiên cứu 4:

Sở hữu chéo cổ phần có thể tạo ra tình trạng thông tin không minh bạch. Pháp luật cần kiểm soát tình trạng này để đảm bảo chất lượng minh bạch thông tin.

1.4. Phương pháp nghiên cứu

Luận án sử dụng chủ yếu các phương pháp nghiên cứu sau đây:

Phương pháp phân tích: là các hoạt động đánh giá, bình luận các tình huống, quan điểm, quy định pháp luật, thực tiễn áp dụng các quy định pháp luật điều chỉnh sở hữu chéo cổ phần. Phương pháp này được vận dụng xuyên suốt Luận án.

Phương pháp so sánh luật học: được sử dụng khi phân tích, đánh giá về thực trạng sở hữu chéo cổ phần của một số quốc gia trên thế giới và của Việt Nam; so sánh nội dung, phạm vi điều chỉnh của pháp luật về sở hữu chéo cổ phần ở một số quốc gia trên thế giới với Việt Nam. Phương pháp này được vận dụng tập trung ở Chương 3, Chương 4 và Chương 5.

Phương pháp tổng hợp: được sử dụng khi đánh giá nhằm rút ra những kết luận tổng quan, những quan điểm, các đề xuất, kiến nghị về mặt lý luận và kinh nghiệm điều chỉnh pháp lý đối với sở hữu chéo cổ phần. Phương pháp này được vận dụng xuyên suốt Luận án.

Phương pháp nghiên cứu liên ngành: sử dụng kết hợp các lý thuyết kinh tế với các lý thuyết, quan điểm về pháp lý nhằm làm sáng tỏ cơ sở lý luận về sở hữu chéo cổ phần, lí do tồn tại sở hữu chéo cổ phần, các tác động tích cực và tiêu cực của sở hữu chéo cổ phần. Phương pháp này được vận dụng xuyên suốt Luận án.

Ngoài ra, luận án được nghiên cứu dựa trên phương pháp tiếp cận về tài chính, lợi ích kinh tế. Sở hữu chéo cổ phần là một tình huống xuất phát từ hoạt động của các doanh nghiệp, và các vấn đề lý luận về sở hữu chéo cổ phần được phân tích dưới khía cạnh kinh tế. Do đó, để nghiên cứu về sở hữu chéo cổ phần, tác giả tìm hiểu, nghiên cứu, xem xét dưới quan điểm lợi ích kinh tế, dựa trên các lý thuyết kinh tế. Phương pháp này được vận dụng xuyên suốt Luận án.

1.5. Mục đích, đối tượng, phạm vi nghiên cứu

1.5.1. Mục đích, đối tượng nghiên cứu

Luận án thực hiện khảo sát, đánh giá về cách thức kiểm soát sở hữu chéo cổ phần tại một số quốc gia trên thế giới. Thông qua hoạt động này, luận án làm rõ những vấn đề lý luận về sở hữu chéo cổ phần, đánh giá vai trò của pháp luật trong việc điều

chính sở hữu chéo cổ phần. Luận án đánh giá mức độ phù hợp của quy định pháp luật hiện hành của Việt Nam với bản chất sở hữu chéo cổ phần. Trên cơ sở đó, luận án hình thành những kiến nghị hoàn thiện pháp luật Việt Nam về sở hữu chéo cổ phần nhằm hạn chế những tác động tiêu cực từ hoạt động sở hữu chéo cổ phần mà không làm mất đi các tác động tích cực của sở hữu chéo cổ phần.

Luận án nghiên cứu về đối tượng là sở hữu chéo cổ phần giữa các công ty cổ phần.

1.5.2. Phạm vi nghiên cứu

1.5.2.1. Về không gian

Luận án nghiên cứu thực tiễn xây dựng và áp dụng phương thức, cách thức giải quyết các vấn đề liên quan đến sở hữu chéo cổ phần, được thể hiện qua các quy phạm pháp luật của một số quốc gia trên thế giới và Việt Nam. Các quốc gia được sử dụng để nghiên cứu về thực trạng pháp lý điều chỉnh sở hữu chéo cổ phần được chia thành 3 nhóm như sau:

Nhóm thứ nhất, gồm Nhật Bản, Hàn Quốc, Indonesia. Lý do lựa chọn như sau:

- Về cấu trúc sở hữu: Đây là những quốc gia có mức độ tập trung sở hữu cao (còn gọi là hệ thống sở hữu bên trong – *Insider System*). Các quốc gia này có truyền thống về việc doanh nghiệp chịu sự điều khiển của một gia đình phía sau, nền kinh tế chủ yếu dựa trên thị trường thứ cấp.
- Về văn hoá kinh doanh, các quốc gia này có truyền thống “buôn có bạn, bán có phường”, về hình thức là đặt vai trò của số đông lên trên vai trò của từng cá nhân.
- Về tình trạng sở hữu chéo cổ phần: Là những quốc gia điển hình về sự hình thành và phát triển của sở hữu chéo cổ phần. Đây là những quốc gia mà nền kinh tế vẫn chủ yếu dựa trên hoạt động của các công ty tài chính, và sở hữu chéo cổ phần đã từng đóng vai trò quan trọng trong quá trình phát triển kinh tế.

Nhóm thứ hai, gồm Đức, Ý. Lý do lựa chọn như sau:

- Về cấu trúc thị trường: Không đặc trưng hẳn nghiêng về thị trường sơ cấp hay thị trường thứ cấp.

- Về tình trạng sở hữu chéo cổ phần: Trong lịch sử sở hữu chéo cổ phần đã từng phát triển trong quá khứ. Tuy nhiên, đến 2007, sở hữu chéo cổ phần dù vẫn còn tồn tại nhưng không còn là tình trạng phổ biến. Sự sụt giảm về tình trạng sở hữu chéo của các quốc gia này xuất phát từ nhiều lí do, song một trong những yếu tố ảnh hưởng lớn được cho là xuất phát từ vấn đề điều chỉnh pháp lý về sở hữu chéo đã trở nên chặt chẽ và giới hạn đối với hoạt động này hơn. Điều này cho thấy vai trò kiểm soát về pháp lý đối với sở hữu chéo trong việc ngăn ngừa, kiểm soát sở hữu chéo.

Nhóm thứ ba gồm Anh, Mỹ. Lý do lựa chọn như sau:

- Nền kinh tế của những quốc gia này được điều chỉnh bằng các quy luật thị trường. Thị trường chứng khoán phát triển mạnh mẽ và đóng vai trò quan trọng đối với hoạt động huy động vốn. Các cơ chế có liên quan như vấn đề minh bạch thông tin, bảo vệ quyền lợi cổ đông... được pháp luật chú trọng.

- Về tình trạng sở hữu chéo cổ phần: Cả trong quá khứ và hiện tại, sở hữu chéo cổ phần không phải là tình trạng phổ biến ở các quốc gia này, do thị trường tài chính mang tính chất phân tán rộng rãi, thị trường chứng khoán có tính thanh khoản cao và đóng vai trò chủ yếu trong việc huy động vốn.

1.5.2.2. Về nội dung

Luận án giới hạn nghiên cứu vấn đề pháp luật về sở hữu chéo giữa các doanh nghiệp hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần. Chủ yếu ở các khía cạnh: (i) Nội hàm của sở hữu chéo cổ phần; (ii) Tác động của sở hữu chéo cổ phần; (iii) Phạm vi điều chỉnh pháp lý đối với sở hữu chéo cổ phần. Từ đó, luận án đạt được mục tiêu tổng quát là kiểm soát những mặt tiêu cực của sở hữu chéo cổ phần.

1.6. Ý nghĩa lý luận và thực tiễn của luận án

Kết quả đạt được của luận án góp phần làm sáng tỏ những vấn đề lý luận trong khoa học pháp lý về sở hữu chéo cổ phần, cụ thể: Xác định nội hàm của sở hữu chéo cổ phần, những khía cạnh tiêu cực của sở hữu chéo cổ phần cần thiết có sự điều chỉnh của pháp luật.

Những đề xuất về nội dung điều chỉnh pháp lý đối với sở hữu chéo cổ phần là cơ sở để ban hành quy định pháp luật về sở hữu chéo cổ phần. Ngoài ra, luận án còn là

tài liệu tham khảo hữu ích đối với các nhà nghiên cứu, cán bộ giảng dạy, cán bộ đang làm công tác hoạch định chính sách, xây dựng pháp luật.

1.7. Kết cấu của luận án

Ngoài phần mở đầu, kết luận và danh mục tài liệu tham khảo, nội dung của luận án gồm 5 chương:

Chương 1: Tổng quan tình hình nghiên cứu.

Chương 2: Lý luận về sở hữu chéo cổ phần.

Chương 3: Vốn doanh nghiệp trong sở hữu chéo cổ phần.

Chương 4: Quyền cổ đông trong sở hữu chéo cổ phần.

Chương 5: Minh bạch thông tin trong sở hữu chéo cổ phần.

CHƯƠNG 2

LÝ LUẬN VỀ SỞ HỮU CHÉO CỔ PHẦN

2.1. Sở hữu chéo trong mối liên hệ với cấu trúc của hệ thống tài chính

Hệ thống tài chính của bất kì quốc gia nào cũng liên quan đến việc tập trung vào các nguồn lực khan hiếm. Trong đó, nhân lực (người lao động) và vật lực (vốn) là hai điều kiện cần cho sự tồn tại của doanh nghiệp trong hệ thống đó. Việc thiết lập hệ thống tài chính tập trung vào các cổ đông, vì họ là nguồn cung cấp vật lực. Vật lực được sử dụng cho các mục tiêu kinh doanh, và từ đó tối đa hoá giá trị danh nghiệp. Ngược lại, yếu tố nhân lực hàm ý rằng doanh nghiệp phải chú ý dành các ưu đãi cho nguồn lao động của doanh nghiệp.³⁵ Vì vậy, để tìm hiểu một hệ thống tài chính, phải xem xét hai yếu tố cơ bản, là vật lực và nhân lực.³⁶

Về yếu tố vật lực, một hệ thống tài chính được hình thành trên cơ sở điều chuyển tiền từ các đơn vị thặng dư (bắt nguồn từ cá nhân), đến những đơn vị thiếu hụt (là doanh nghiệp). Việc điều chuyển tiền này có thể được thực hiện hai cách thức. Một, vốn có thể được kết nối trực tiếp thông qua các kênh của thị trường tài chính, điển hình và phổ biến nhất là thị trường chứng khoán, gọi là tài chính trực tiếp.³⁷ Hai, vốn được kết nối thông qua các tổ chức trung gian, là các ngân hàng hoặc các tổ chức tín dụng phi ngân hàng. Do sự xuất hiện của những tổ chức trung gian này, mà người ta gọi đây là tài chính gián tiếp vì tiền không đi trực tiếp từ nhà đầu tư đến các đơn vị nhận đầu tư.

Sự khác biệt lớn nhất giữa tài chính trực tiếp và tài chính gián tiếp dựa trên việc ai là người gánh vác rủi ro tín dụng (là trường hợp các doanh nghiệp không trả lại các khoản vốn cho người đầu tư). Trong thị trường tài chính gián tiếp, tổ chức tín dụng là người trực tiếp gánh vác các rủi ro tín dụng. Ví dụ, khi một khách hàng vay

³⁵ Shisido (2000), “Japanese Corporate Governance: The hidden problem of the corporate law and their solutions”, *Delaware Journal of Corporate Law*, 25, 2, 189 – 233.

³⁶ Dulal Miah, A.K.M Kamrul Haque (2013), “Systemic Weaknesses of Japanese Relationship Capitalism Evidence from the Case of Livedoor”, *World Journal of Social Sciences*, 3, 195-211.

³⁷ Dulal Miah, A.K.M Kamrul Haque (2013), “Systemic Weaknesses of Japanese Relationship Capitalism Evidence from the Case of Livedoor”, *World Journal of Social Sciences*, 3, 195-211.

bị phá sản, đối tượng bị ảnh hưởng trực tiếp chính là ngân hàng, không phải là người gửi tiền tại ngân hàng. Ngược lại, trong thị trường tài chính trực tiếp, khi doanh nghiệp phát hành phá sản, đối tượng bị ảnh hưởng trực tiếp chính là nhà đầu tư (các cổ đông của nó).³⁸ Từ yếu tố vật lực này, Franks và Mayer phân thành hai loại cấu trúc sở hữu trong một hệ thống tài chính, là hệ thống bên ngoài (*Outsider System*) và hệ thống bên trong (*Insider System*).³⁹

Hệ thống cấu trúc sở hữu bên ngoài còn gọi là hệ thống tài chính Anh – Mỹ, hay *thị trường tài chính truyền thống*, hoặc *thị trường tài chính đa phương*.⁴⁰ Hệ thống tài chính này được đặc trưng bởi thị trường chứng khoán phát triển mạnh mẽ, gồm một số lượng lớn những doanh nghiệp niêm yết, tính thanh khoản của thị trường cao và thường xuyên phát sinh những giao dịch làm thay đổi quyền sở hữu và quyền kiểm soát, tiền tệ lưu thông bằng hoạt động mua và bán trên cơ sở các nguyên tắc của thị trường. Vì thị trường chứng khoán đóng vai trò then chốt trong việc điều tiết nguồn vốn nên giữa ngân hàng và doanh nghiệp không quá phụ thuộc lẫn nhau. Thị trường vốn vững mạnh và năng động bởi độ lớn và sự đa dạng của các nhà đầu tư.⁴¹ Vì lẽ này, doanh nghiệp được kiểm soát bởi chính những quy luật của thị trường, quyền của cổ đông được bảo vệ rõ ràng.⁴² Hoạt động thu hút ngoài ý muốn phát triển mạnh mẽ, hỗ trợ cho công tác giám sát doanh nghiệp, từ đó bảo vệ quyền lợi cổ đông không nắm quyền kiểm soát.⁴³ Điều này giải thích vì sao các nhà quản trị doanh nghiệp tại Mỹ phải tập trung vào việc làm tăng giá trị trường của chứng khoán nếu muốn giữ vững vị trí quản lý tại doanh nghiệp.⁴⁴

³⁸ Suzuki (2005), *Financial Market, Institution and Credit Monitoring*, Yuigaku Shobo, Tokyo.

³⁹ Franks J, Mayer C (1995), *Ownership and control: Trends in bussiness organization: do participation and cooperation increase competitiveness?*, Mohr Siebeck Verlag publishers, Tubingen, 171 – 195.

⁴⁰ Franks J, Mayer C (1995), *Ownership and control: Trends in bussiness organization: do participation and cooperation increase competitiveness?*, Mohr Siebeck Verlag publishers, Tubingen, 171 – 195.

⁴¹ Suzuki (2005), *Financial Market, Institution and Credit Monitoring*, Yuigaku Shobo, Tokyo.

⁴² Shleifer, Vishny (1997), “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, 52, 189-233.

⁴³ Md. Dulal Miah, A.K.M Kamrul Haque (2013), *Systemic Weaknesses of Japnaese Relationship Capitalism Evidence from the Case of Livedoor*, Đại học American International, Bangladesh.

⁴⁴ O’Sullivan (2000), *Contest for corporate control: Corporate Governance and Economic Performance in the United State and Germany*, Đại học Oxford, Oxford.

Ngược lại, hệ thống tài chính bên trong, gồm nhiều doanh nghiệp có sự nắm giữ lẫn nhau về vốn. Ở cấu trúc này, tính thanh khoản của thị trường chứng khoán không cao, những giao dịch làm thay đổi về quyền sở hữu và quyền kiểm soát doanh nghiệp ít diễn ra hơn. Giao dịch vốn được thực hiện chủ yếu trên nền tảng giữa các công ty tài chính trung gian và khách hàng của nó, trong mối quan hệ ổn định và lâu dài.⁴⁵ Cổ đông lớn của doanh nghiệp thường là các tổ chức tài chính, vừa đóng vai trò là nhà đầu tư, vừa là người cung cấp các khoản vay cho doanh nghiệp,⁴⁶ và hỗ trợ khi doanh nghiệp gặp khó khăn về tài chính.⁴⁷ Hệ quả là cổ đông kiểm soát có ảnh hưởng lớn đến quản trị của doanh nghiệp. Việc công bố thông tin về hoạt động thực sự của doanh nghiệp thường không có ý nghĩa đối với nhà đầu tư cá nhân.

Nhật Bản là một ví dụ điển hình cho hệ thống tài chính này, bao gồm nhiều doanh nghiệp được đặc trưng bởi những “cổ đông ổn định”, là những cổ đông sẽ không bán đi những cổ phần mà họ đang nắm giữ trong mạng lưới cho bên thứ ba, ít nhất là trong ngắn hạn. Điều này tạo ra hệ quả là các giao dịch giữa các doanh nghiệp thường được thực hiện dựa trên mối quan hệ và sự liên kết giữa các bên mà không phải trên cơ sở quy luật thị trường. Trong hoàn cảnh này, giá của cổ phiếu không phản ánh chính xác hoạt động của doanh nghiệp. Chính sự liên kết chặt chẽ thông qua việc nắm giữ cổ phần đối ứng đã làm suy yếu tính minh bạch của các thông tin công bố cho thị trường. *Việc mua lại hay sáp nhập doanh nghiệp từ bên thứ ba vẫn là một điều nằm ở tương lai, chừng nào “cổ đông ổn định” còn chưa có ý định bán số cổ phần mà họ nắm giữ.* Điều này cản trở sự phát triển của một thị trường tích cực để kiểm soát doanh nghiệp.⁴⁸

Tương ứng với hai loại hệ thống tài chính, các nhà nghiên cứu đã phân chia thành hai loại hệ thống quản trị doanh nghiệp: Hệ thống quản trị doanh nghiệp dựa

⁴⁵ Franks J, Mayer C (1995), *Ownership and control: Trends in bussiness organization: do participation and cooperation increase competitiveness?*, Nxb Mohr Siebeck Verlag, Tubingen, tr. 171 – 195.

⁴⁶ Md. Dulal Miah, A.K.M Kamrul Haque (2013), “Systemic Weaknesses of Japnaese Relationship Capitalism Evidence from the Case of Livedoor”, *Worl Journal of Social Sciences*, 3, tr. 195-211.

⁴⁷ Hoshi, Kashyap (2001), *Cooporate Financing and Governance in Japan*, The MIT press, Cambridge and London.

⁴⁸ Md. Dulal Miah và A.K.M Kamrul Haque (2013), *Systemic Weaknesses of Japnaese Relationship Capitalism Evidence from the Case of Livedoor*, Đại học American International, Bangladesh.

trên thị trường truyền thống (ví dụ Anh, Mỹ), và hệ thống bên trong (như Nhật Bản, Hàn Quốc).⁴⁹ Trong các hệ thống quản trị doanh nghiệp của thị trường truyền thống, xung đột lợi ích cơ bản là xung đột giữa các nhà quản lý và các cổ đông.⁵⁰ Ở những quốc gia này, chất lượng công bố thông tin và bảo vệ cổ đông thiểu số được nhấn mạnh. Các khuôn khổ quản trị doanh nghiệp được thiết kế để thúc đẩy hoạt động thị trường chứng khoán.⁵¹ Các giao dịch mua bán, sáp nhập diễn ra phổ biến. Ví dụ, tại Mỹ, vào giữa những năm 1980, giá trị các vụ sáp nhập đạt khoảng một nghìn tỷ USD, chiếm trung bình 40% giá trị vốn hóa thị trường mỗi năm.⁵²

Ngược lại, với hệ thống tài chính gián tiếp, hay còn gọi là “hệ thống bên trong”, điển hình bởi Đức, Nhật Bản và Hàn Quốc, được đặc trưng bởi sở hữu tập trung trong tay một nhóm cổ đông. Sự tập trung quyền sở hữu trong một nhóm doanh nghiệp hướng đến việc xây dựng một mối quan hệ lâu dài, thiết lập niềm tin, lòng trung thành và cam kết giữa các bên liên quan với nhau.⁵³ Trong hệ thống này, doanh nghiệp và ngân hàng tăng cường các mối quan hệ bằng cách sở hữu chéo cổ phần lẫn nhau.⁵⁴

Cấu trúc sở hữu thể hiện thông qua hệ thống tài chính không giống nhau ở những quốc gia khác nhau, nhưng luôn tồn tại những điểm tương đồng. Vì vậy, trong những quốc gia mà hệ thống tài chính gián tiếp phát triển và thiết lập một hệ thống quản trị bên trong, sở hữu chéo cổ phần tương đối phổ biến và thường gắn liền với đặc điểm phát triển kinh tế của những quốc gia này trong những thời kỳ nhất định,

⁴⁹ Yebei Hu, Shigema Izumida (2008), “The Relationship between Ownership and Performance: A Review of Theory and Evidence”, *International Business Research*, 1, 4.

⁵⁰ OECD (1999c), *Changing patterns of Industrial Globalisation: Cross border Mergers and Acquisition*, DSTI/IND(99)12.

⁵¹ OECD (1999), “The Transformation of The French Model of Capital Holding and Management”, *The conference on “Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective”*, Hàn Quốc.

⁵² ESADEgeo Center for Global Economy and Geopolitics (2013), *Understanding Korean Capitalism: Chaebols and their Corporate Governance*, Hàn Quốc.

⁵³ Franks, J. C. Mayer (1996), “Hostile takeovers and the correction of managerial failure”, *Journal of Financial Economics*, 40, tr.163-181.

⁵⁴ Federal Reserve Bank of San Francisco (2009), “Japan’s Cross shareholding Legacy: The Financial Impact on Bank”, *Asia Focus*.

diễn hình như Đức, Ý và các quốc gia Đông Á⁵⁵. Thông qua sở hữu chéo cổ phần, các doanh nghiệp có lợi ích gián tiếp lẫn nhau và là một đặc tính không thể tách rời của các tập đoàn lớn ở các quốc gia này.⁵⁶

Việt Nam có cấu trúc sở hữu tương đối tập trung, vì vậy, sở hữu chéo có những điều kiện và tiền đề để phát triển, nhất là trong giai đoạn từ năm 2005 đến năm 2010 vì các lí do như sau:

Thứ nhất, đây là giai đoạn thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển mạnh và bên cạnh đó có những biến động. Mặc dù được khai sinh từ năm 1998 bởi việc thành lập Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP. HCM (HOSTC), song thị trường chứng khoán chỉ thực sự phát triển từ 2005 bằng việc thành lập Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD) và khai trương Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (tiền thân của Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội - HNX). Đồng thời, sự ra đời của Luật Chứng khoán năm 2006 đã tạo dấu mốc mới cho thị trường chứng khoán tại Việt Nam. Trong khi suốt thời kì từ 2000 đến 2005, vốn hóa thị trường chỉ đạt khoảng 1% GDP, thì quy mô thị trường đã lên đến 22,7% GDP vào năm 2006 và 43% vào năm 2007. Năm 2007, Thị trường chứng khoán Việt Nam bước vào giai đoạn giảm sâu do bản chất xuất phát từ sự bùng nổ bong bóng của năm 2006. Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19/01/2007 của Chính phủ hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán⁵⁷ quy định về các điều kiện để trở thành một công ty niêm yết chứng khoán, trong đó có điều kiện về vốn điều lệ. Cụ thể, để niêm yết chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán, phải là công ty cổ phần có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 80 tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán.⁵⁸ Để niêm yết chứng khoán tại Trung tâm Giao dịch chứng

⁵⁵ Masulis, R.W., P. K. Pham, J. Zein (2011), “Family business groups around the world: Financing advantages, control motivations, and organizational choices”, *Review of Financial Studies*, 3556 – 3600.

⁵⁶ Kester WC (1992), “Industrial groups as a system of contractual governance”, *Oxford Review Economic Policy*, 8(3), tr.24-44.

⁵⁷ Nghị định này sau đó được sửa đổi bởi Nghị định 84/2010/NĐ-CP sửa đổi Nghị định 14/2007/NĐ-CP hướng dẫn Luật Chứng khoán và bị thay thế bởi Nghị định 58/2012/NĐ-CP hướng dẫn Luật chứng khoán và Luật chứng khoán sửa đổi.

⁵⁸ Điều a, Khoản 1, Điều 8, Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19/01/2007 của Chính phủ hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán.

khoán, phải là công ty cổ phần có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 80 tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán.⁵⁹ Áp lực tăng vốn điều lệ để trở thành công ty niêm yết cũng là một trong những điều kiện cho việc phát triển sở hữu chéo, trong khi hệ thống pháp luật về công bố và minh bạch thông tin chỉ được hoàn thiện ở giai đoạn sau này.⁶⁰

Thứ hai, về khía cạnh các Ngân hàng thương mại, Theo Nghị định số 141/2006/NĐ-CP ngày 22/11/2006 của Chính phủ, các ngân hàng thương mại cổ phần phải có vốn pháp định là 1.000 tỷ đồng chậm nhất vào ngày 31 tháng 12 năm 2008 và 3.000 tỷ đồng vào ngày 31 tháng 12 năm 2010. Trong khi đó, giai đoạn 2008 – 2009, nền kinh tế Việt Nam nói chung và hệ thống ngân hàng nói riêng chịu tác động của khủng hoảng tài chính Mỹ lan tỏa thành khủng hoảng kinh tế toàn cầu, đối diện những khó khăn như sự biến động thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán, tâm lý e dè của các nhà đầu tư về cuộc khủng hoảng nói trên.⁶¹ Sau giai đoạn bong bóng của thị trường chứng khoán, kế hoạch phát hành cổ phiếu của các ngân hàng để đạt đủ mức vốn pháp định 3.000 tỷ đồng không tránh khỏi bất lợi.⁶² Trong các năm 2006-2007, là giai đoạn phát triển mạnh của thị trường chứng khoán, ông Masato Miyazaki, Trưởng Bộ phận châu Á - Thái Bình Dương (thuộc Quỹ tiền tệ Quốc tế) nhận xét do sở hữu chéo nên trên giấy gờ thì ngân hàng có đủ vốn, nhưng

⁵⁹ Điểm a, Khoản 1, Điều 9, Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19/01/2007 của Chính phủ hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán.

⁶⁰ Chỉ số công bố thông tin tự nguyện bình quân của các công ty niêm yết ở Việt Nam khá thấp, vào năm 2009 chỉ đạt mức 20,31%, theo Phạm Hoài Hương và Trần Thùy Uyên (2018), “Ảnh hưởng của đặc điểm quản trị công ty đến mức độ công bố thông tin tự nguyện của các công ty niêm yết ở Việt Nam”, *Kinh tế và Phát triển*, 249, 30.

⁶¹ Phan Văn Tính (2010), “Hệ thống Ngân hàng Việt Nam – Một góc nhìn từ vốn điều lệ”, *Tạp chí Ngân hàng*, 12.

⁶² Nhận định tại Trang tin điện tử của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam ngày 15/5/2011, đường dẫn https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/rm/apph/tbnn/tbnn_chitiet?leftWidth=20%25&showFooter=false&showHeader=false&dDocName=CNTHWEBAP01162530135&rightWidth=0%25¢erWidth=80%25&_afLoop=15711195129421577#%40%3F_afLoop%3D15711195129421577%26centerWidth%3D80%2525%26dDocName%3DCNTHWEBAP01162530135%26leftWidth%3D20%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26_adf.ctrl-state%3Dky6hf87x3_9, truy cập lần cuối ngày 21/6/2019.

thực tế một lượng vốn là do ngân hàng khác sở hữu, nếu khủng hoảng xảy ra, khoản vốn tại các ngân hàng khác là vô nghĩa.⁶³

Sở hữu chéo giữa các tổ chức tín dụng đã được nhận diện về tính chất, tình hình và mức độ từ trong giai đoạn 2011 – 2015 và đến nay đã có những bước kiểm soát nhất định, một trong những mục tiêu chính cho giai đoạn tiếp theo là đưa tỷ lệ sở hữu cổ phần của ngân hàng tại các tổ chức tín dụng khác về đúng quy định.⁶⁴ Đối với sở hữu chéo cổ phần giữa các doanh nghiệp nói chung, đã được bước đầu kiểm soát bởi Luật Doanh nghiệp 2014 và các quy định có liên quan về quyền cổ đông, về minh bạch thông tin.⁶⁵

2.2. Quan điểm về sở hữu chéo cổ phần

2.2.1. Quan điểm về sở hữu chéo cổ phần trên thế giới

Sở hữu chéo cổ phần là một dạng cấu trúc sở hữu được đánh giá là phổ biến ở nhiều quốc gia ở Châu Á và Châu Âu.⁶⁶ Có thể liệt kê chủ yếu ở Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, Đài Loan, Malaysia, Indonesia, Nga, Bỉ, Ý⁶⁷... Mặc dù các tài liệu nghiên cứu về sở hữu chéo cổ phần tương đối đa dạng, song rất ít những công

⁶³ <http://cafef.vn/20111007113729148CA34/so-huu-cheo-va-nang-ganh-no-xau.chn>.

⁶⁴ Trần Trọng Triết (2015), “Đến cuối tháng 2/2016 phải xử lý dứt điểm sở hữu chéo”, *Thuế nhà nước*, 48, 20.

⁶⁵ Các nội dung kiểm soát sở hữu chéo trong các công ty cổ phần nói chung sẽ được phân tích cụ thể tại Chương 3, Chương 4, Chương 5 của Luận án.

⁶⁶ Claessens, S., S. Djankov, L.Lang (2000), “The separation of ownership and control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 112(3), tr. 693-728.

⁶⁷ Junning Cai và Jiameng Zhang (2008), *Measuring Cross Shareholding Linkages Among Companies*, Central University of Finance and Economics, Bắc Kinh, Trung Quốc.

Okabe Mitsuaki (2001), “Are cross-shareholding of Japanese corporations dissolving? Evolution and implications”, *Nissan Occasional Paper Series* No. 33.

Altunbas, Yener, Kara, Alper, Adrian van Rixtel (2007), *Corporate governance and corporate ownership: The investment behavior of Japanese institutional investors*, 0703.

Jaang, Daehong T., Kim, Kyung-Soo, Kim, Woo Tack và Sangsoo Park (2002), *Cross shareholding and corporate financial policy: The case of Korea*, Working Paper, 02.

Claessens, S. Djankov S, Fan, J., Lang L.H.P.(2000), “The separation of ownership and control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.

Marco Becht, Ariane Chapelle và Luc Renneboog (2000), “Shareholding Cascades: The Separation of Ownership and Control in Belgium”, *Ownership and Control: A European Perspective*, Nxb. Oxford University.

trình đề cập đến nguồn gốc ban đầu của sở hữu chéo cổ phần. Tuy nhiên, một số công trình khẳng định sở hữu chéo cổ phần có nguồn gốc từ Nhật Bản, bắt nguồn từ các doanh nghiệp bất động sản vào năm 1952, thực hiện thông qua các giao dịch mua bán cổ phiếu lẫn nhau, với mục tiêu là tránh khỏi việc bị thôn tóm. Hoạt động này khởi nguồn cho sở hữu chéo cổ phần và dẫn đến một hệ thống cấu trúc sở hữu bên trong của tập đoàn Mitsubishi sau này. Sau đó, trong suốt 60 năm đầu của thế kỉ 20, các doanh nghiệp Nhật Bản đã thực hiện chính sách sở hữu chéo này.⁶⁸ Lí do là việc gia nhập Tổ chức Hợp tác và Phát triển kinh tế (OECD) khiến Nhật Bản phải dần bãi bỏ các quy định bảo vệ thị trường nội địa. Để tránh khả năng bị thôn tóm ngoài ý muốn, các doanh nghiệp Nhật Bản tự bảo vệ mình bằng cách tạo ra sở hữu chéo với các doanh nghiệp khác, tạo thành mạng lưới doanh nghiệp vệ tinh xung quanh một ngân hàng chính, gọi là các Keiretsu.⁶⁹

“Sở hữu chéo cổ phần” được dịch từ thuật ngữ “cross shareholding” trong tiếng Anh. Nguồn gốc của chữ “Cross shareholding” được tạo ra từ việc áp dụng của hai thuật ngữ “Cross ownership” và “Cross holding. Ngoài ra, thuật ngữ này còn có nhiều cách viết khác nhau, trong đó có những cách gọi khác như “mutual investment” hoặc “mutual capital participation”,⁷⁰ nhưng phổ biến rộng rãi nhất vẫn là “cross share holding”. Ở Việt Nam, “cross shareholding” được dịch là “sở hữu chéo cổ phần”.

Vấn đề thứ nhất, sở hữu chéo cổ phần là gì. Hay nói cách khác, khi tình huống nào xảy ra thì được xem là sở hữu chéo cổ phần. “Cổ phần” là phần vốn nhỏ nhất của công ty cổ phần. Trong công ty cổ phần, vốn điều lệ được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần.⁷¹ Một công ty cổ phần có thể có nhiều loại cổ phần khác nhau (cổ phần phổ thông và các loại cổ phần ưu đãi), nhưng bắt buộc phải có cổ phần phổ

⁶⁸ Miyashita K, Russel D (1994), *Keiretsu: Inside the Hidden Japanese Conglomerates*, MacGraw-Hill, 21-33.

⁶⁹ Miyashita K, Russel D (1994), *Keiretsu: Inside the Hidden Japanese Conglomerates*, MacGraw-Hill, 21-33.

⁷⁰ Xiaoyan WANG, Jiurong Song, Chris Deeley (2012), Research on the “Double – Edged Sword Effect” of Cross – Shareholdings in China”, tài liệu hội thảo năm 2012 chương trình International Conference on Engineering and Business Management 2012.

⁷¹ Điểm a Khoản 1 Điều 110 Luật Doanh nghiệp 2014.

thông.⁷² Khi nói về sở hữu chéo cổ phần, được hiểu đây là tình trạng hai doanh nghiệp cùng sở hữu cổ phần của nhau, có nghĩa là mỗi doanh nghiệp đều đóng vai trò là cổ đông của doanh nghiệp còn lại.

Nhìn nhận này phù hợp với các công trình nghiên cứu trên thế giới về sở hữu chéo. Sở hữu chéo cổ phần là tình trạng “*hai doanh nghiệp nắm giữ cổ phần của nhau*”,⁷³ hay còn gọi là “*một thỏa thuận ngầm định giữa hai doanh nghiệp để nắm giữ cổ phiếu của nhau, một mạng lưới nắm giữ chéo giữa các doanh nghiệp được tạo ra, từ đó ổn định quyền sở hữu đa số.*”⁷⁴ Tác giả Misuaki Okabe mô tả sở hữu chéo cổ phần bằng một mô hình đơn giản nhưng thể hiện rõ bản chất như sau:⁷⁵



Diễn giải bằng tình huống cụ thể, sở hữu chéo cổ phần là “*tình trạng một doanh nghiệp X nắm giữ phần vốn của doanh nghiệp Y, đến lượt nó, doanh nghiệp Y cũng nắm giữ một phần vốn của doanh nghiệp X.*”⁷⁶ Và “*sở hữu chéo cổ phần có thể dễ dàng tính toán bằng tay nếu nó chỉ bao gồm hai doanh nghiệp (doanh nghiệp A sở hữu B và B sở hữu A).*”⁷⁷

Nói cách khác, “*trong cấu trúc sở hữu chéo cổ phần, các doanh nghiệp trong nhóm có mối quan hệ qua lại lẫn nhau: Một doanh nghiệp trong nhóm nắm giữ phần vốn của doanh nghiệp khác, đến lượt nó, doanh nghiệp này cũng sở hữu phần vốn của doanh nghiệp còn lại, tạo nên một cấu trúc sở hữu phức tạp.*”⁷⁸

⁷² Điều 113 Luật Doanh nghiệp 2014.

⁷³ Gen Goto (2014), “Legally “strong” shareholders of Japan”, *Michigan Business & Entrepreneurial Review*, Tokyo.

⁷⁴ Zenichi Shishido (2000), “Japanese Corporate Governance: The Hidden Problems of Corporate Law and Their Solutions”, *Delaware Journal of Corporate Law*, 189, 210-11.

⁷⁵ Mitsuki Okabe (2002), *Cross shareholding in Japan: A New unified perspective of the economic system*, Nxb Edward Elgar Publisher, Nhật Bản.

⁷⁶ OECD (1999), “The Transformation of The French Model of Capital Holding and Management”, *The conference on “Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective”*, Korea.

⁷⁷ Heitor Almeida, Sang Yong Park, Mrti Subrahmanyam, Daniel Wolfenzon (2011), “The Structure and formation of business groups: Evidence from Korean Chaebols”, *Journal of Financial Economics*, 99, 447-475.

⁷⁸ Heitor Almeida, Sang Yong Park, Mrti Subrahmanyam, Daniel Wolfenzon (2011), “The Structure and formation of business groups: Evidence from Korean Chaebols”, *Journal of Financial Economics*, 99, 447-475.

Cách diễn giải về mặt kinh tế học này cũng đồng quan điểm với cách diễn giải về sở hữu chéo cổ phần của các nhà lập pháp tại 19 quốc gia phát triển.⁷⁹ Các quy định pháp luật của 19 quốc gia này khi điều chỉnh về sở hữu chéo cổ phần đều đồng quan điểm với các nhà nghiên cứu lý luận.⁸⁰ Ví dụ, pháp luật Pháp phân biệt thành ba trường hợp. (i) *Sở hữu chéo cổ phần cơ bản (basic cross shareholding)*: Sở hữu chéo cổ phần được coi là cơ bản trong tình huống công ty A sở hữu công ty B, và đến lượt nó, công ty B cũng sở hữu công ty A. (ii) *Sở hữu chéo cổ phần trực tiếp (direct shareholding)*: Nếu một doanh nghiệp (A) trực tiếp kiểm soát một doanh nghiệp khác (B), và nếu doanh nghiệp bị kiểm soát (B) cũng nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp kiểm soát nó (A), phần cổ phiếu này sẽ không có quyền biểu quyết. (iii) *Sở hữu chéo cổ phần gián tiếp (indirect shareholding)*: Nếu một doanh nghiệp gián tiếp kiểm soát một doanh nghiệp khác, cổ phiếu do doanh nghiệp bị kiểm soát nắm giữ của doanh nghiệp kiểm soát sẽ không được thực hiện quyền biểu quyết.⁸¹

Như vậy, sở hữu chéo cổ phần là tình trạng sở hữu cổ phần lẫn nhau. Đây là thuật ngữ được sử dụng để diễn tả một hoạt động trên thực tế của các doanh nghiệp. Nếu chỉ có một doanh nghiệp sở hữu phần vốn của một doanh nghiệp khác, mà không có chiều ngược lại, thì không xuất hiện sở hữu chéo cổ phần theo quan niệm của thuật ngữ này.

Vấn đề thứ hai, ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp có ảnh hưởng gì đến tiêu chí để xác định một cấu trúc sở hữu có phải là sở hữu chéo hay không. Sở hữu chéo, mặc dù có mối liên hệ về hậu quả đối với một số ngành nghề kinh doanh, nhưng không bị quyết định bởi ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp. Điều này phù hợp với các công trình nghiên cứu ngoài nước. Các công trình nghiên cứu khi thể hiện quan điểm về sở hữu chéo đều không đặt ra tiêu chí về ngành nghề kinh doanh của

⁷⁹ 19 quốc gia này gồm: Bỉ, Đan Mạch, Đức, Estonia, Pháp, Phần Lan, Greece, Hungari, Ireland, Ý, Luxembourg, Nederland, Hà Lan, Tây Ban Nha, Thụy Sĩ, Anh, Úc, Mỹ, Nhật Bản.

⁸⁰ Shearman & Sterling, Institutional Share Holder Services and European corporate governance institute (2007), *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study*, Brussels, 17.

⁸¹ Điều L. 233 – 31 Bộ Luật Thương mại của Pháp, bản sửa đổi, bổ sung năm 2007, bản tiếng Anh tại), bản tiếng Anh tại trang tin điện tử của WIPO, đường dẫn <https://wipolex.wipo.int/en/text/180801>, truy cập lần cuối ngày 31/05/2019.

doanh nghiệp. Có nghĩa là, chỉ cần xảy ra tình trạng hai doanh nghiệp sở hữu phần vốn của nhau thì được xem đã xảy ra sở hữu chéo. Các doanh nghiệp trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần có thể cùng ngành nghề kinh doanh hoặc không cùng ngành nghề kinh doanh”.⁸² Ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp không liên quan đến tiêu chí xác định sở hữu chéo cổ phần, mặc dù nó có thể ảnh hưởng đến phạm vi tạo ra những tác động của sở hữu chéo cổ phần (chẳng hạn nếu sở hữu chéo cổ phần trong ngành tài chính, ngân hàng, truyền thông, vận tải, viễn thông... thì được cho là có khả năng gây ra nhiều rủi ro cho kinh tế và xã hội hơn những ngành nghề kinh doanh khác).

Trên thực tế, sở hữu chéo cổ phần diễn ra không chỉ đơn giản giữa hai doanh nghiệp với nhau, mà còn có thể tạo thành *một hệ thống sở hữu cổ phần lẫn nhau giữa các doanh nghiệp*.⁸³ “Sở hữu chéo cổ phần có thể chỉ diễn ra dưới hình thức giữa hai doanh nghiệp, nhưng cũng trong nhiều trường hợp là tình trạng của một mạng lưới cổ phần giữa ba hoặc nhiều doanh nghiệp”.⁸⁴ Có thể diễn giải bằng một ví dụ cụ thể, khi mà “công ty X nắm giữ phần vốn của Công ty Y, và công ty Y nắm giữ phần vốn của công ty Z. Đến lượt nó, công ty Z nắm giữ phần vốn của công ty X, tạo thành một tình huống sở hữu vòng tròn”, trong tình huống này, sở hữu chéo cổ phần còn gọi là *circular shareholding*,⁸⁵ có nghĩa là sở hữu vòng tròn. Cùng quan điểm nêu trên, trường hợp sở hữu vòng tròn đơn giản nhất là “Công ty A sở hữu cổ phiếu tại Công ty B, Công ty B sở hữu cổ phiếu tại Công ty C, và công ty C sở hữu cổ phiếu tại Công

⁸² Mark Sher (2001), *Bank firm cross shareholding in Japan: What it is, why does it matter, is it winding down*, DESA discussion paper, 5.

⁸³ Federal Reserve Bank of San Francisco (2009), *Japan's Cross shareholding Legacy: The Financial Impact on Bank*, Mỹ.

⁸⁴ Seiji Ogishima, Takao Kobayashi (2002), *Cross shareholding and Equity Valuation in Japan*, Đại học Tokyo, Nhật Bản.

⁸⁵ Shearman & Sterling, Institutional Share Holder Services và European corporate governance institute (2007), *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study*, Brussels, Bỉ, 17.

ty A”.⁸⁶ Về mặt lý thuyết thì “số lượng các doanh nghiệp trung gian là không hạn chế”⁸⁷.

Tóm lại, sở hữu chéo cổ phần được hiểu như sau:

- (i) Sở hữu chéo cổ phần là tình trạng hai doanh nghiệp sở hữu lẫn nhau;
- (ii) Các vấn đề khác như: thời gian các doanh nghiệp thực hiện sở hữu chéo cổ phần, mục đích của doanh nghiệp khi thực hiện sở hữu chéo cổ phần, ngành nghề kinh doanh của các doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo cổ phần... đều không phải là tiêu chí để xác định sở hữu chéo cổ phần, mà chỉ là những yếu tố để xem xét phạm vi tác động do sở hữu chéo cổ phần mang lại. Tiêu chí duy nhất để xác định tình trạng sở hữu chéo cổ phần là tiêu chí về đường đi của dòng tiền.

Quan niệm về sở hữu chéo cổ phần của các công trình nghiên cứu được đánh giá là phù hợp với pháp luật điều chỉnh sở hữu chéo cổ phần tại các quốc gia. Sở hữu chéo là thuật ngữ hướng đến việc mô tả một hành vi của doanh nghiệp trong hoạt động góp vốn, mua cổ phần. Sở hữu chéo không bao gồm yêu cầu về mục đích của giao dịch đó, hoặc ngành, nghề kinh doanh của doanh nghiệp tham gia giao dịch đó.

2.2.2. Quan điểm tại Việt Nam

Về lý luận, tại Việt Nam, sở hữu chéo cổ phần bắt đầu nhận được sự quan tâm nghiên cứu từ khoảng năm 2010. Đa số các công trình nghiên cứu đều kế thừa và đồng quan điểm với các công trình ngoài nước, có nghĩa là sở hữu chéo cổ phần là sở hữu lẫn nhau. “Một cách khái quát, sở hữu chéo cổ phần là khái niệm để chỉ một hiện tượng xảy ra khi công ty A nắm giữ cổ phần của công ty B mà công ty B này cũng đang nắm giữ cổ phần tại công ty A. Nói khác đi, sở hữu chéo cổ phần là hiện tượng nắm giữ cổ phần qua lại giữa những công ty với nhau. Trong dạng thức đơn giản

⁸⁶ The Korea Fair Trade Commission (2014), *Fair Trade Commission News: Stock Ownership of Large Corporate Groups in 2014*, Hàn Quốc.

⁸⁷ Mitsuaki Okabe (2001), “Are cross-shareholding of Japanese corporation dissolving? Evolution and implications”, Đại học Oxford, 33, 21.

nhất, chủ thể của sở hữu chéo cổ phần chỉ bao gồm hai công ty”⁸⁸ Nhìn chung, quan điểm của đa số công trình trong nước đều thể hiện tinh thần chung “sở hữu chéo cổ phần đơn giản là việc hai tổ chức sở hữu cổ phần lẫn nhau, chẳng hạn như công ty A đầu tư vào công ty B, sau đó công ty B đầu tư lại vào công ty A; hoặc cả công ty A và B đầu tư vào công ty C, sau đó công ty C đầu tư ngược trở lại vào công ty A và công ty B”⁸⁹.

Về mặt pháp lý, trước năm 2014, sở hữu chéo cổ phần chỉ là một thuật ngữ kinh tế thuần túy để diễn tả một tình trạng các doanh nghiệp mua cổ phần lẫn nhau. Năm 2010, tại Dự thảo lần 1 Thông tư hướng dẫn thành lập và quản lý quỹ mở (bản do Ban soạn thảo gửi các Công ty chứng khoán và các cá nhân, tổ chức có liên quan để lấy ý kiến đóng góp), điều khoản về phần giải thích từ ngữ đã giải thích cụm từ có mối liên hệ với “sở hữu chéo” là “đầu tư chéo” như sau: “Đầu tư chéo là việc một tổ chức tham gia góp vốn đầu tư (tổ chức đầu tư) vào một tổ chức khác (tổ chức nhận đầu tư), sau đó, tổ chức nhận đầu tư lại tham gia các hợp đồng kinh tế hoặc đầu tư ngược lại vào tổ chức đầu tư”. Mặc dù Dự thảo sử dụng thuật ngữ “đầu tư chéo” nhưng cách giải thích thuật ngữ này cho thấy nhà quản lý đang hướng đến hành vi sở hữu lẫn nhau, như nội hàm của thuật ngữ sở hữu chéo. Tuy nhiên, phần giải thích này đã bị loại bỏ khi Thông tư 183/2011/TT-BTC ngày 16/12/2011 của Bộ Tài chính hướng dẫn về việc thành lập và quản lý quỹ mở được ban hành.

Cho đến năm 2014, “sở hữu chéo” chính thức trở thành thuật ngữ pháp lý khi được quy định tại Khoản 2 Điều 189 Luật Doanh nghiệp số 68/2014/QH13 như sau: “*Các công ty con của cùng một công ty mẹ không được cùng nhau góp vốn, mua cổ phần để sở hữu chéo cổ phần lẫn nhau*”. Đến thời điểm này, sở hữu chéo đã trở thành thuật ngữ pháp lý, nằm trong phạm vi điều chỉnh của pháp luật về doanh nghiệp. Mặc dù vậy, Luật Doanh nghiệp chỉ đề cập đến “sở hữu chéo”, không giải thích như thế nào là sở hữu chéo.

⁸⁸ Vũ Thành Tự Anh, Trần Thị Quế Giang, Đinh Công Khải, Nguyễn Đức Mậu, Nguyễn Xuân Thành, Đỗ Thiên Anh Tuấn (2013), *Sở hữu chéo giữa các tổ chức tín dụng và tập đoàn kinh tế tại Việt Nam*, Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright.

⁸⁹ Trịnh Thanh Huyền (2012), “Sở hữu chéo: Từ các Chaebol Hàn Quốc đến hệ thống ngân hàng Việt Nam”, *Tài chính*, 11, 58-60.

“Sở hữu chéo” chính thức được giải thích về mặt pháp lý tại Khoản 2 Điều 16 Nghị định số 96/2015/NĐ-CP ngày 19/10/2015 của Chính phủ quy định chi tiết một số Điều của Luật Doanh nghiệp.⁹⁰ Theo đó, *“sở hữu chéo là việc đồng thời hai doanh nghiệp có sở hữu phần vốn góp, cổ phần của nhau”*. Mặc dù chỉ ở mức sơ khởi, song cho thấy về pháp lý, Việt Nam có chung quan điểm với đa số các quốc gia trên thế giới về dấu hiệu nhận biết sở hữu chéo cổ phần.⁹¹

Tuy nhiên, tại Việt Nam vẫn còn có một số ít quan điểm khác về sở hữu chéo cổ phần. Cụ thể:

Một, có quan điểm cho rằng việc nắm giữ cổ phần của nhau trong các hoạt động đầu tư tài chính thì không được xem là sở hữu chéo cổ phần. Có nghĩa là *“khi các công ty nắm giữ cổ phần lẫn nhau với một tỷ lệ nhất định đủ để có thể tham gia vào hội đồng quản trị hay ban điều hành”* hoặc *“có quyền chi phối nhất định trong việc hoạch định và quản trị của nhau thì mới gọi là sở hữu chéo cổ phần”*⁹². Như vậy, trong tiêu chí nhận diện sở hữu chéo cổ phần theo quan điểm này có thêm điều kiện về mục đích sở hữu chéo cổ phần. Nói cách khác, cùng là tình huống doanh nghiệp A sở hữu cổ phần của doanh nghiệp B, đồng thời doanh nghiệp B sở hữu cổ phần của doanh nghiệp A, có thể là sở hữu chéo cổ phần nếu việc nắm giữ tạo ra quyền chi phối trong hoạch định và quản trị của nhau, hoặc không là sở hữu chéo cổ phần nếu việc nắm giữ chỉ là kết quả của hoạt động đầu tư tài chính.

Hai, tại Báo cáo kinh tế vĩ mô năm 2012, Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia đánh giá sở hữu chéo cổ phần trong hệ thống ngân hàng Việt Nam đang tồn tại 06 nhóm: (i) Sở hữu của các ngân hàng thương mại nhà nước và ngân hàng thương mại nước ngoài tại các ngân hàng liên doanh; (ii) Cổ đông chiến lược nước ngoài tại các ngân hàng thương mại; (iii) Cổ đông tại các ngân hàng thương mại là các công ty quản lý quỹ; (iv) Sở hữu của ngân hàng thương mại nhà nước tại các ngân hàng

⁹⁰ Nghị định này có hiệu lực thi hành kể từ ngày 08/12/2015.

⁹¹ Vấn đề giải thích về sở hữu chéo cổ phần theo pháp luật Việt Nam được phân tích tại Chương 3 của Luận án.

⁹² Vũ Thành Tự Anh, Trần Thị Quế Giang, Đinh Công Khải, Nguyễn Đức Mậu, Nguyễn Xuân Thành, Đỗ Thiên Anh Tuấn (2013), *Sở hữu chéo giữa các tổ chức tín dụng và tập đoàn kinh tế tại Việt Nam: Đánh giá và các khuyến nghị thể chế*, Chương trình giảng dạy Kinh tế FulBright.

thương mại cổ phần; (v) Sở hữu lẫn nhau giữa các ngân hàng thương mại cổ phần; (vi) Sở hữu ngân hàng thương mại cổ phần bởi các tập đoàn, tổng công ty nhà nước và tư nhân.

Căn cứ nội dung chia nhóm, Báo cáo cho thấy có hai dạng tồn tại sở hữu chéo cổ phần của ngân hàng thương mại. Dạng thứ nhất là ngân hàng “sở hữu lẫn nhau”, có nghĩa là ngân hàng A sở hữu ngân hàng B, và ngược lại ngân hàng B cũng sở hữu ngân hàng A. Quan điểm này đồng nhất với cách hiểu chung về sở hữu chéo cổ phần đã phân tích. Dạng thứ hai là trường hợp doanh nghiệp sở hữu ngân hàng, hoặc ngân hàng sở hữu doanh nghiệp, mà không cần sở hữu ngược lại.

Dạng sở hữu chéo cổ phần thứ hai cho thấy vấn đề cần quan tâm không phải là đường đi của dòng tiền mà chính là ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp. Nếu ngân hàng sở hữu một doanh nghiệp khác không phải là ngân hàng, tức là đang đầu tư vào một ngành nghề khác với ngành nghề cốt lõi của nó, thì cũng được xem là sở hữu chéo cổ phần.

Từ hai quan điểm khác về sở hữu chéo cổ phần nêu trên cho thấy:

Thứ nhất, về lý luận, những quan điểm này có sự nhầm lẫn giữa sở hữu chéo cổ phần với việc nắm giữ chéo. Sự nhầm lẫn này đã được các công trình nghiên cứu ngoài nước phân tích. Cụ thể, sở hữu chéo cổ phần không nên nhầm lẫn với sự nắm giữ chéo, tức là việc nắm giữ nhiều chuỗi điều khiển trong kim tự tháp.⁹³ Kim tự tháp là cấu trúc bao gồm các mối quan hệ từ trên xuống dưới, trong khi cấu trúc sở hữu chéo cổ phần bao gồm các vòng khép kín.⁹⁴ Điều này có nghĩa là nếu doanh nghiệp A nắm giữ cổ phần của doanh nghiệp B, mà đến lượt nó, doanh nghiệp B không nắm giữ cổ phần của A, thì đây chỉ có thể là tình huống của sở hữu theo cấu trúc hình tháp, không được xem là sở hữu chéo cổ phần.

Trong mô hình đầu tư này, một doanh nghiệp sẽ đầu tư vào một doanh nghiệp nhận đầu tư, doanh nghiệp nhận đầu tư sử dụng nguồn vốn này để đầu tư vào doanh

⁹³ Claessens, S. Djankvo, S. Lang (2000), “The Separation of ownership and control in East Asian corporations”, *Journal of Financial Economics*, 58, 1-2, 81-112.

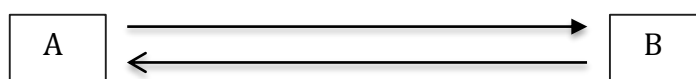
⁹⁴ Ritzberger, K. và Shorish, J. (2002), *Cross-ownership among firms: some determinants of the separation of ownership from control*, Institute for Advanced Studies, Áo.

ng nghiệp khác và hoạt động này cứ tiếp diễn như thế. Hoạt động đầu tư trong trường hợp này tạo thành một chuỗi các doanh nghiệp tham gia theo hình sợi xích, mỗi doanh nghiệp là một mắt xích, trong đó doanh nghiệp đầu tiên có sức ảnh hưởng đến các doanh nghiệp mắt xích còn lại thông qua doanh nghiệp mắt xích trước đó. Đây là một trong những cách thức đầu tư để doanh nghiệp điều khiển quyền bỏ phiếu của các doanh nghiệp mục tiêu.⁹⁵ Các phần vốn sẽ được nắm giữ dọc theo chuỗi xích có thể tạo ra quyền lực để thực hiện quyền sở hữu đối với nhiều doanh nghiệp khác nhau theo mô hình sau:



Thứ hai, các quan điểm này cũng không phù hợp với quy định pháp luật Việt Nam về sở hữu chéo cổ phần theo quy định của Luật Doanh nghiệp 2014 và Nghị định số 96/2015/NĐ-CP.

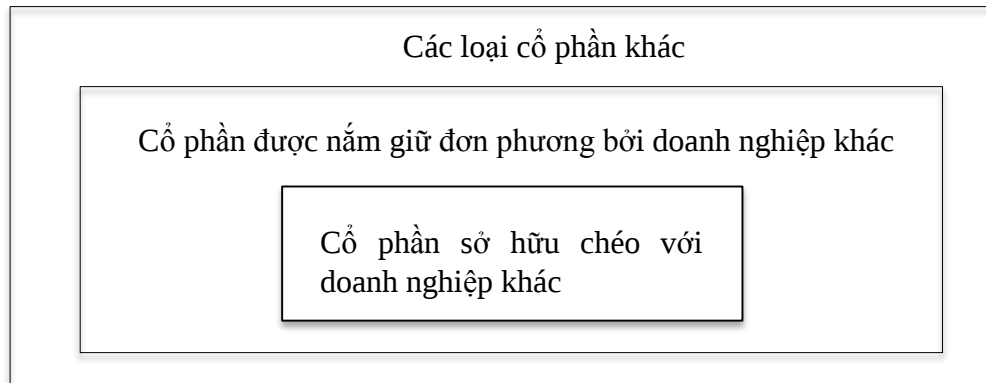
Như vậy, tóm lại sở hữu chéo cổ phần là tình trạng các doanh nghiệp sở hữu lẫn nhau, theo dạng thức đơn giản nhất như sau:⁹⁶



Cơ cấu cổ phần của một doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo cổ phần sẽ được thể hiện như sau:

⁹⁵ Victor Dorofeenko, Larry H. P. Lang, Klaus Ritzberger và Jamsheed Shorish (2008), “Who controls Allianz – Measuring the separation of dividend and control rights under cross-ownership among firm”, *Annals of Finance* (4), 75–103.

⁹⁶ Guo Li & Yakura Shinsuke (2009), *The Cross holding of company shares – A Preliminary legal study of Japan and China*, Peking University Law School.



Các yếu tố khác như độ dài của thời gian thực hiện sở hữu chéo cổ phần, mục đích sở hữu chéo cổ phần, ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp tham gia sở hữu không phải là tiêu chí để xác định một tình huống sở hữu chéo cổ phần, mặc dù nó có thể là tiêu chí được sử dụng để đánh giá phạm vi, mức độ tác động của sở hữu chéo cổ phần.

2.3. Đặc điểm sở hữu chéo cổ phần

Có hai khía cạnh chính tạo nên đặc trưng cho một cấu trúc sở hữu. Thứ nhất là chủ thể sở hữu, thứ hai là cách thức và mức độ sở hữu. Căn cứ vào quan điểm chung về sở hữu chéo cổ phần như đã phân tích ở trên, có thể rút ra các đặc điểm của sở hữu chéo cổ phần như sau:

Thứ nhất, quan hệ sở hữu chéo cổ phần chỉ được xem xét trong mối liên hệ giữa ít nhất hai doanh nghiệp với nhau. Sở hữu chéo cổ phần là quan hệ có tính tương tác qua lại giữa các chủ thể là doanh nghiệp. Vì vậy, khi nghiên cứu về sở hữu chéo cổ phần, không chỉ nghiên cứu về một doanh nghiệp duy nhất mà phải nghiên cứu doanh nghiệp này trong mối quan hệ sở hữu với doanh nghiệp còn lại. Điều này đặc biệt có ý nghĩa trong việc nghiên cứu về điều chỉnh pháp lý đối với sở hữu chéo cổ phần khi xác định doanh nghiệp nào là doanh nghiệp sở hữu ban đầu, doanh nghiệp nào tạo nên sở hữu chéo cổ phần, từ đó xác định trách nhiệm pháp lý tương ứng.

Sở hữu chéo cổ phần có thể được tạo ra bằng sự chủ động hoặc bị động. Doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo cổ phần một cách bị động, có nghĩa là một bên trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần hoàn toàn không có chủ ý nắm giữ phần vốn của doanh nghiệp đang là cổ đông của nó.

Quan hệ sở hữu chéo cổ phần được tạo ra một cách chủ động khi các doanh nghiệp thực hiện sở hữu chéo cổ phần thông qua thỏa thuận như sau: (i) Doanh nghiệp chào bán cổ phần riêng lẻ cho một doanh nghiệp xác định mà doanh nghiệp chào bán đang là cổ đông của doanh nghiệp được chào bán; (ii) Các doanh nghiệp cùng thỏa thuận nắm giữ phần vốn của nhau. Trong trường hợp này, các thỏa thuận thường không chỉ hướng đến các mục đích ngắn hạn,⁹⁷ mà còn hướng đến các mục tiêu chiến lược của cả hai doanh nghiệp.

Thứ hai, bản chất mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần được hình thành bởi đường đi của dòng tiền giữa hai doanh nghiệp, không xem xét về ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp. Đây là đặc điểm cốt lõi của mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần. Điều này càng đặc biệt quan trọng khi ban hành các quy định liên quan đến kế toán doanh nghiệp để xác định nguồn vốn của doanh nghiệp. Các chuẩn mực kế toán cũng có quy định về trường hợp nếu doanh nghiệp con sở hữu ngược lại doanh nghiệp mẹ thì mức sở hữu này không được ghi nhận vào vốn của doanh nghiệp mẹ.

Như vậy, vấn đề cơ bản của sở hữu chéo cổ phần không phải là ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp, mà là vấn đề về mối quan hệ sở hữu. Tuy nhiên, ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp cũng đóng vai trò quan trọng trong việc đánh giá mức độ ảnh hưởng của sở hữu chéo cổ phần. Do những tác động của sở hữu chéo cổ phần mang lại mà trong một số ngành nghề nhất định, nếu xuất hiện sở hữu chéo cổ phần thì mức độ ảnh hưởng đến nền kinh tế và xã hội sẽ cao hơn sở hữu chéo cổ phần ở những ngành nghề khác, đặc biệt là trong những ngành nghề mà pháp luật có yêu cầu về vốn pháp định.

Thông thường, trên thực tế, trong một mạng lưới giữa các doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo, với cùng một nhóm doanh nghiệp, vẫn thường xuất hiện tổng hợp các trường hợp đầu tư lẫn nhau và đầu tư theo hình chuỗi. Các quan hệ đầu tư chéo trong một mạng lưới nhìn chung được diễn ra đồng thời các quan hệ sau:

⁹⁷ Mitsuaki Okabe (2001), *Are cross-shareholding of Japanese corporation dissolving? Evolution and implications*, Đại học Oxford, 33.

- (i) Quan hệ doanh nghiệp mẹ - doanh nghiệp con, trong đó doanh nghiệp mẹ sở hữu từ 50% phần vốn của doanh nghiệp con, và ngược lại, doanh nghiệp con sở hữu phần vốn của doanh nghiệp mẹ.
- (ii) Quan hệ sở hữu phần vốn của doanh nghiệp mẹ và doanh nghiệp con đối với các doanh nghiệp liên quan và ngược lại. Trong đó, tỷ lệ sở hữu cổ phần của doanh nghiệp mẹ và doanh nghiệp con trong các doanh nghiệp liên quan dưới 50%.
- (iii) Giữa các doanh nghiệp liên quan có thể sở hữu chéo hoặc không.

Trên thực tế, doanh nghiệp thường có nhu cầu kiểm soát các công đoạn liên tiếp của quá trình sản xuất hoặc phân phối một sản phẩm, dịch vụ. Để thực hiện được công việc này, doanh nghiệp phải quyết định phát triển trong chính nội bộ doanh nghiệp hoặc thực hiện việc nắm phần vốn kiểm soát ở doanh nghiệp khác mà doanh nghiệp này đã sẵn có khả năng thực hiện một số công đoạn của quá trình sản xuất, phân phối sản phẩm dịch vụ. Sự kết hợp này có thể tạo cho doanh nghiệp những hiệu quả trong một số hoạt động sản xuất, kinh doanh nhất định tùy thuộc theo các tính chất khác nhau, ví dụ:

- (i) Tính phụ thuộc lẫn nhau về công nghệ của các công đoạn thuộc một quá trình sản xuất trong một số ngành nghề kinh doanh. Chẳng hạn, trong ngành luyện kim, nếu những thỏi thép được cán mỏng ngay tại thời điểm đang còn nóng sẽ giúp tiết kiệm năng lượng hơn so với việc tách biệt các công đoạn đòi hỏi chờ thép nguội đi, vận chuyển, nung chúng lại một lần nữa trước khi cán.
- (ii) Tính lợi thế của việc tập hợp trong cùng một nhóm doanh nghiệp sản xuất những sản phẩm có thể bổ sung cho nhau về mặt công nghệ, thương mại, nghiên cứu và phát triển, chính sách của nhà nước.
- (iii) Trong trường hợp vòng đời của sản phẩm khiến cho doanh nghiệp thuộc các ngành công nghệ mới gặp khó khăn để tìm những sản phẩm trung gian cần thiết, thì việc sở hữu chéo là một cách gián tiếp để hợp nhất các công đoạn chế tạo sản phẩm.
- (iv) Nhu cầu ổn định đầu vào của doanh nghiệp sản xuất trước các biến động về cung, cầu của thị trường. Nhu cầu này khuyến khích các doanh nghiệp tạo ra sự liên kết với nhau để giảm thiểu những ảnh hưởng từ sự biến động thị trường.

(v) Nhu cầu tiết kiệm chi phí giao dịch của các doanh nghiệp.⁹⁸

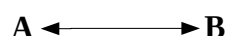
2.4. Các kiểu cấu trúc sở hữu chéo cổ phần

Có nhiều cách để phân loại về sở hữu chéo cổ phần. Tuy nhiên, cách phân loại phổ biến và hiệu quả nhất sẽ được thực hiện dựa theo mức độ phức tạp của mạng lưới sở hữu chéo và đối tượng doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo.⁹⁹

2.4.1. Cấu trúc sở hữu chéo cổ phần theo mức độ phức tạp

2.4.1.1. Cấu trúc sở hữu chéo cổ phần không có doanh nghiệp trung tâm

Kiểu cấu trúc thứ nhất, ở mức độ đơn giản nhất, chỉ có hai doanh nghiệp tham gia mạng lưới sở hữu chéo cổ phần, trong đó mỗi doanh nghiệp đều đóng vai trò là cổ đông của doanh nghiệp còn lại, theo mô hình sau:



Kiểu cấu trúc thứ hai, sở hữu chéo cổ phần tạo ra một đường thẳng được cấu tạo bởi những mắt xích là các doanh nghiệp. Các doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần nhau, đồng thời bản thân mỗi doanh nghiệp này cũng sở hữu chéo cổ phần với doanh nghiệp kế tiếp và cứ như vậy. Trong mô hình minh họa dưới đây, doanh nghiệp A và B sở hữu chéo cổ phần của nhau, sau đó, doanh nghiệp A và B lần lượt nằm trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần với các doanh nghiệp C và D, nhưng bản thân doanh nghiệp C và D không có mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần.

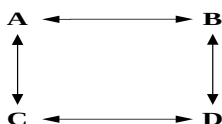


Kiểu cấu trúc thứ ba, sở hữu chéo cổ phần theo mô hình tuần hoàn, hay còn gọi là sở hữu vòng tròn (*circular shareholding*).

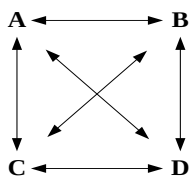
⁹⁸ Nguyễn Đôn Phước dịch (2010), *Kinh tế học doanh nghiệp*, Nxb Tri Thức, Hà Nội, 62.

⁹⁹ Việc phân loại tại Mục 2.4 của Luận án được thực hiện trên cơ sở tham khảo cách phân loại về sở hữu chéo của công trình Misuaki Okabe (2002), *Cross shareholdings in Japan: A new unified perspective of the economic system*, Nxb. Edward Elgar, Cheltenham, Anh.

Đây là sở hữu chéo cổ phần giữa các doanh nghiệp mà theo đó mỗi doanh nghiệp đều là điểm đầu tiên nhưng cũng là điểm kết thúc của quá trình sở hữu chéo cổ phần, tạo thành một vòng tròn. Ở mô hình minh họa này, các doanh nghiệp A, B, C, D sở hữu chéo cổ phần lẫn nhau. Đường đi của nguồn vốn đầu tư tạo thành một vòng tròn khép kín.

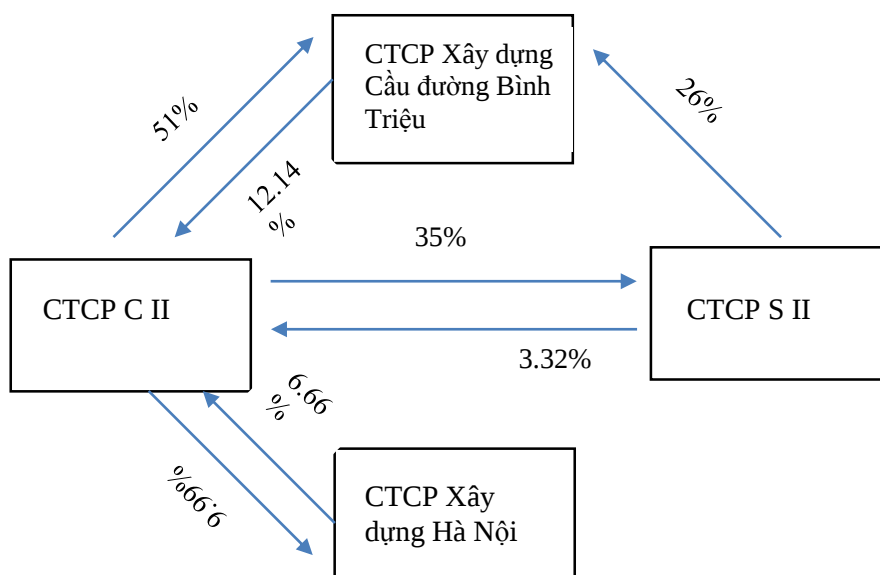


Kiểu cấu trúc thứ tư, là một kiểu mạng lưới sở hữu chéo cổ phần phức tạp giữa các doanh nghiệp. Các doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần nhau và đồng thời sở hữu chéo cổ phần với những doanh nghiệp khác. Những doanh nghiệp này có thể có mối liên hệ với nhau hoặc không có mối liên hệ với nhau, tạo nên một mạng lưới phức tạp. Càng nhiều doanh nghiệp tham gia, mạng lưới càng chằng chịt và khó tách bạch tài sản của các doanh nghiệp với nhau. Trong hình minh họa, doanh nghiệp A sở hữu cổ phần của doanh nghiệp B, doanh nghiệp B đồng thời sở hữu cổ phần của doanh nghiệp D, doanh nghiệp C. Đến lượt mình, doanh nghiệp C lại đầu tư vào doanh nghiệp A, doanh nghiệp D... và cứ tiếp tục như vậy với doanh nghiệp A và D. Không có bất kỳ quy tắc nào được đặt ra đối với hoạt động đầu tư giữa các doanh nghiệp này, trừ một quy tắc duy nhất là các doanh nghiệp này sở hữu lẫn nhau. Đây là một trường hợp mở rộng của kiểu mạng lưới thứ ba theo hướng phức tạp hơn.



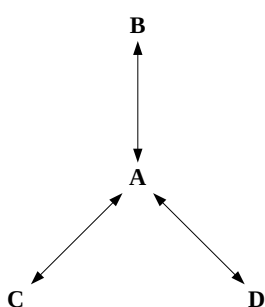
Trên thực tế, hoạt động đầu này thường diễn ra ở các doanh nghiệp muốn tạo các mối liên kết thành chuỗi giá trị hoàn chỉnh, gia tăng lợi nhuận và năng lực cạnh tranh thông qua sở hữu chéo cổ phần. Đây là mối liên kết giữa những doanh nghiệp thuộc những nhóm ngành sản xuất khác nhau.

Một ví dụ cụ thể tại Việt Nam trong mạng lưới sở hữu chéo của CTCP Xây dựng Cầu đường Bình Triệu vào tháng 9 năm 2012 như sau (theo thống kê tại Trang tin điện tử của CTCP Chứng khoán Bảo Việt, đường dẫn: <http://www.bvsc.com.vn/News/2012927/212704/thi-truong-chung-khoan-so-huu-cheo-va-nhung-cau-hoi.aspx>):¹⁰⁰



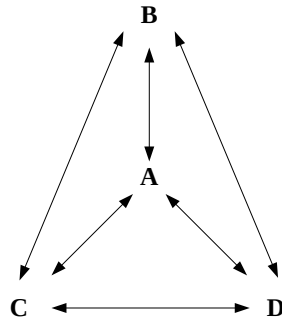
2.4.1.2. Cấu trúc sở hữu chéo cổ phần có doanh nghiệp trung tâm

Kiểu cấu trúc thứ năm, sẽ có một doanh nghiệp đứng ở vị trí trung tâm để thực hiện mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần với những doanh nghiệp khác.

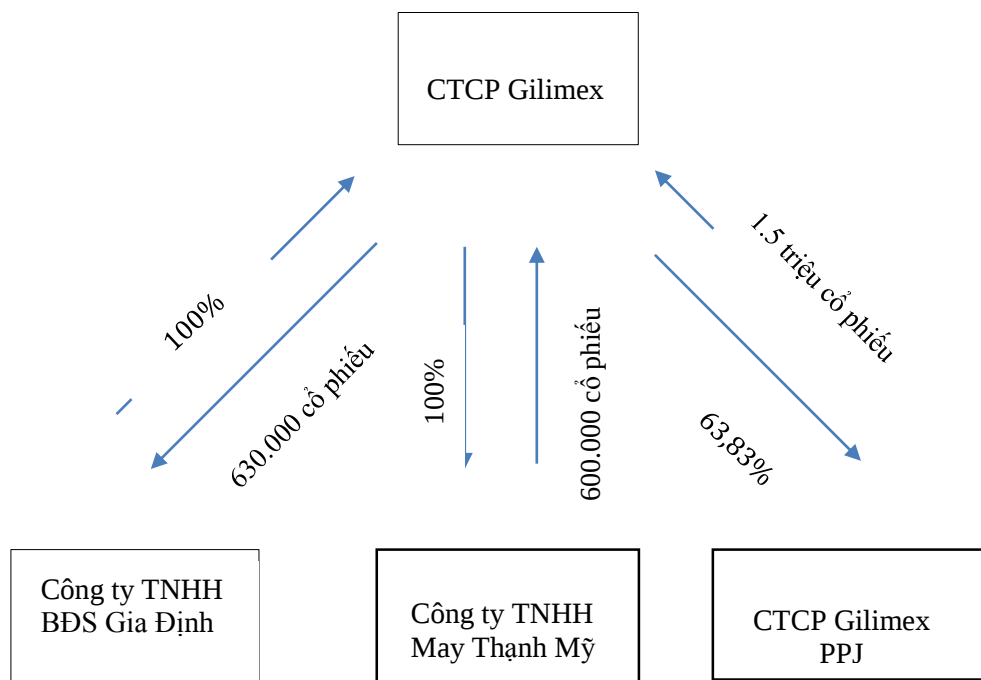


¹⁰⁰ Trang tin điện tử của CTCP Chứng khoán Bảo Việt, đường dẫn: <http://www.bvsc.com.vn/News/2012927/212704/thi-truong-chung-khoan-so-huu-cheo-va-nhung-cau-hoi.aspx>, truy cập lần cuối ngày 06/03/2019.

Kiểu cấu trúc thứ sáu, là trường hợp mở rộng của kiểu thứ 5, và tương tự như kiểu mạng lưới thứ 4, nhưng mức độ phức tạp cao hơn.



Có thể lấy ví dụ cho kiểu sở hữu chéo này tại Việt Nam là tình trạng của Công ty cổ phần Gilimex trong sáu tháng đầu năm 2012 theo mô hình sau:¹⁰¹



2.4.2. Cấu trúc sở hữu chéo cổ phần theo đối tượng doanh nghiệp tham gia

Như đã phân tích, ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp không phải là dấu hiệu để nhận diện một quan hệ sở hữu chéo cổ phần, nhưng nó có thể được xem là một trong những yếu tố quan trọng để đánh giá tác động của sở hữu chéo cổ phần.

¹⁰¹ Tạp chí điện tử Đầu tư chứng khoán, đường dẫn: <https://tinnhanhchungkhoan.vn/chung-khoan/so-huu-cheo-va-nhung-cau-hoi-24168.html>, truy cập lần cuối ngày 06/03/2019.

Ngoài ra, xét về mặt lịch sử, thông thường ở những quốc gia mà hệ thống tài chính có tồn tại sở hữu chéo cổ phần, thường có sự tham gia của các doanh nghiệp tài chính mà chủ yếu là ngân hàng thương mại. Do đó, việc xem xét trong mạng lưới sở hữu chéo cổ phần có tồn tại các doanh nghiệp tài chính không cũng là một trong những yếu tố để đánh giá về quy mô sở hữu chéo cổ phần.

Việc phân loại này được tóm tắt theo bảng sau:¹⁰²

		<i>Cổ phiếu được nắm giữ bởi</i>	
		Doanh nghiệp tài chính	Doanh nghiệp phi tài chính
<i>Cổ phiếu được phát hành bởi</i>	Doanh nghiệp tài chính	A	C
	Doanh nghiệp phi tài chính	B	D

Theo khuôn khổ nêu trên, sẽ có 4 loại liên kết sở hữu chéo cổ phần, cụ thể:

- *Trường hợp A:* doanh nghiệp phát hành là một tổ chức tài chính, và cổ phiếu được nắm bởi các tổ chức tài chính khác;
- *Trường hợp B:* Doanh nghiệp phát hành là tổ chức phi tài chính, nhưng doanh nghiệp nắm giữ cổ phiếu là doanh nghiệp tài chính; Điều này hàm ý một trường hợp quan trọng của sở hữu chéo cổ phần giữa một bên là ngân hàng và một bên là mạng lưới các doanh nghiệp khác, cũng được xem là sở hữu chéo cổ phần theo chiều ngang.
- *Trường hợp C:* Doanh nghiệp phát hành là doanh nghiệp tài chính, và phần vốn của nó được nắm giữ bởi doanh nghiệp phi tài chính.
- *Trường hợp D:* Doanh nghiệp phát hành là phi tài chính, và doanh nghiệp nắm giữ phần vốn của nó cũng là doanh nghiệp phi tài chính. Đây là sở hữu chéo cổ phần giữa các thành viên của một tập đoàn theo chiều ngang. Trường hợp khác là sở hữu

¹⁰² Mitsuaki Okabe (1999), *Theory of contemporary finance and the financial system: Financial intermediation, payments, and market information*, Tokyo, Nhật Bản.

chéo cổ phần trên mối quan hệ theo chiều dọc giữa các nhà cung cấp và các nhà tiêu thụ, thường thấy trong ngành công nghiệp ô tô.

Từ sự kết hợp giữa hai cách phân loại nêu trên, có thể tạo ra một cách phân loại tiếp theo về sở hữu chéo cổ phần. Theo sự kết hợp này, có hai trường hợp sở hữu chéo cổ phần cần lưu ý, là sở hữu chéo cổ phần theo chiều ngang và sở hữu chéo cổ phần theo chiều dọc.

2.4.2.1. Sở hữu chéo cổ phần theo chiều ngang

Trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần theo chiều ngang, sẽ có một doanh nghiệp cốt lõi nằm ở vị trí trung tâm và những nhánh các doanh nghiệp sản xuất đóng vai trò là doanh nghiệp vệ tinh.¹⁰³ Doanh nghiệp trung tâm này thực hiện hoạt động điều tiết nguồn vốn giữa các doanh nghiệp. Giữa các doanh nghiệp vệ tinh có thể thực hiện hoặc không thực hiện sở hữu chéo cổ phần. Các tập đoàn nổi tiếng của Nhật bản như Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo, Fuyo, Daiichi Kangyo và Sanwa là ví dụ rõ ràng cho mối quan hệ này.¹⁰⁴ Liên kết ngang hoạt động theo nguyên tắc sau:

Một, doanh nghiệp tài chính nằm ở vị trí trung tâm, là người cho các thành viên trong nhóm vay vốn và nắm giữ lượng cổ phần có khả năng chi phối trong các doanh nghiệp thành viên. Doanh nghiệp trung tâm đóng vai trò quan trọng ở nhiều khía cạnh.¹⁰⁵ Cụ thể:

- (i) Giúp các doanh nghiệp trong nhóm đạt được nguồn vốn theo nhu cầu, đóng vai trò là người cho vay lớn nhất.
- (ii) Hỗ trợ kịp thời khi các doanh nghiệp trong nhóm gặp vấn đề về tài chính.
- (iii) Đóng vai trò quan trọng trong quản trị đối với các doanh nghiệp trong nhóm.¹⁰⁶

¹⁰³ Edward B. Douthett, Kooyul Jung và Wilkil Kwak (2004), “Japanese Corporate Groupings (Keiretsu) and the Characteristics of Analysts’ Forecast”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, (23), 79-98.

¹⁰⁴ Edward B. Douthett, Kooyul Jung & Wilkil Kwak (2004), “Japanese Corporate Groupings (Keiretsu) and the Characteristics of Analysts’ Forecast”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, (23), 79-98.

¹⁰⁵ Okabe (1999), *Theory of contemporary finance and the financial system: Financial intermediation, payments, and market information*, Tokyo, Nhật Bản.

¹⁰⁶ Guo Li & Yakura Shinsuke (2010), *The Cross Holding of Company Shares: A preliminary Legal Study of Japan and China*, đường dẫn http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1618688, truy cập lần cuối ngày 31/5/2019.

Nếu doanh nghiệp trung tâm là các tổ chức tín dụng, các hoạt động này sẽ giúp tổ chức tín dụng giảm rủi ro vận hành khi cho vay đối với các doanh nghiệp trong nhóm vì có thể đánh giá chính xác dự án, kiểm soát được việc sử dụng vốn vay, nắm bắt kịp thời các vấn đề tài chính của bên vay.¹⁰⁷

Hai, nhóm các doanh nghiệp thành viên hoạt động trong nhiều ngành công nghiệp khác nhau, từ công nghiệp đóng tàu, luyện kim, xây dựng, hóa chất cho đến thương mại. Các doanh nghiệp này sở hữu chéo cổ phần nhau và có sự trao đổi về mặt nhân sự.

Ba, lãnh đạo giữa các doanh nghiệp sẽ tổ chức các cuộc gặp gỡ định kỳ để trao đổi thông tin với nhau.

Do sở hữu phần vốn lẫn nhau và chịu ảnh hưởng của một doanh nghiệp tài chính nên các doanh nghiệp trong mạng lưới này thường có chiến lược kinh doanh thống nhất, phát huy khả năng hợp tác và tương trợ. Điều này làm cho các doanh nghiệp thành viên thuộc các tập đoàn tuy độc lập về mặt pháp lý, song cùng chia sẻ những chiến lược kinh doanh thống nhất, kinh nghiệm quản lý, chính sách nhân sự, chính sách tiếp cận thị trường, đồng thời giúp nhau bán chéo sản phẩm.¹⁰⁸

Mặc dù vậy, sở hữu chéo sẽ là gánh nặng của các doanh nghiệp khi giá cổ phiếu đi xuống. Khi giá cổ phiếu giảm, khoản dự phòng cũng sẽ giảm theo và làm cho việc quản trị doanh nghiệp trở nên không ổn định. Dưới hoàn cảnh này, cả doanh nghiệp tài chính và doanh nghiệp phi tài chính đều nhận thấy gánh nặng thực sự của lượng cổ phiếu đang nắm giữ chéo.¹⁰⁹ Điều này đã được minh chứng tại Nhật Bản vào những năm 1990, sự gia tăng rủi ro từ các khoản vay ngân hàng đã làm gia tăng rủi ro tín dụng, và làm tăng khả năng phá sản ngân hàng. Xu hướng suy yếu về vị thế tài chính của các ngân hàng tại Nhật Bản đã làm giảm giá cổ phiếu ngân hàng. Đây là một trong những lí do chính dẫn đến việc các doanh nghiệp đặt mục tiêu bán ra các

¹⁰⁷ J.Mark Ramseyer (1998), "Cross-shareholding in the Japanese Keiretsu", *Economic and Business Discussion Paper Series*, Harvard Law School, Center of Law, 244.

¹⁰⁸ Vũ Huy Từ (2002), *Mô hình tập đoàn kinh tế trong công nghiệp hoá, hiện đại hoá*, Nxb Chính trị quốc gia, Hà Nội, 14.

¹⁰⁹ Tachibanaki (2000), "Absorbing agencies of the discharged shares of corss-held shares", *Comtemporary finance and the policy*, Tokyo, Nhật Bản.

cổ phiếu ngân hàng, chấm dứt việc sở hữu chéo cổ phần khiến cho tỷ lệ sở hữu chéo giảm đáng kể vào năm 1998.¹¹⁰

2.4.2.2. Sở hữu chéo cổ phần theo chiều dọc

Gọi là sở hữu chéo cổ phần theo chiều dọc khi các doanh nghiệp sở hữu chéo nhau nằm trong một chuỗi mối quan hệ giữa nhà sản xuất, nhà cung ứng nguyên vật liệu và nhà tiêu thụ. Sở hữu chéo cổ phần tạo ra mối quan hệ phụ thuộc lẫn nhau làm cho các doanh nghiệp có thể chủ động được nguồn cung cấp nguyên liệu. Bên cạnh đó, doanh nghiệp có thể linh hoạt trong chiến lược nhằm tăng năng lực cạnh tranh. Chẳng hạn, một mạng lưới doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần nhau trong ngành xây dựng như sau: một doanh nghiệp xây dựng, một doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng, tư vấn thiết kế, kinh doanh bất động sản. Mạng lưới các doanh nghiệp này có thể chấp nhận lợi nhuận thấp trong lĩnh vực xây lắp nhưng lợi nhuận cao trong kinh doanh vật liệu xây dựng. Trong lĩnh vực xây lắp, do sản phẩm ít có sự khác biệt hoá nên cạnh tranh thường được thực hiện thông qua bỏ thầu thấp. Do đó, để đạt được những hợp đồng xây dựng lớn, các doanh nghiệp xây lắp chấp nhận đặt giá bỏ thầu thấp, bù lại, tập đoàn có lợi nhuận ở trong thị trường cung ứng vật liệu xây dựng.¹¹¹

Tầm quan trọng của các cam kết ngầm định để thực hiện sở hữu chéo cổ phần cũng có thể thay đổi theo từng lĩnh vực công nghiệp hoặc loại hoạt động sản xuất.¹¹² Sở hữu chéo cổ phần đặc biệt quan trọng ở những ngành mà “*hoạt động sản xuất phụ thuộc vào sự tham gia và đầu tư của một số lượng lớn các bên liên quan. Quy trình sản xuất phức tạp, đòi hỏi sự sắp xếp nhà cung cấp và người mua khác nhau, có thể đặc biệt phụ thuộc vào mô hình sở hữu đó thúc đẩy sự cam kết và tin tưởng*”.¹¹³

¹¹⁰ Kanda và Capital Market Research Group (2001), *Theory and Practice of dissolution of cross shareholding*, Tokyo.

¹¹¹ Nguyễn Tuấn Dương (2010), “Phương thức tạo lợi nhuận của các tập đoàn kinh tế”, *Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán* (06), 05.

¹¹² Maher, M. E. (1997), “Transaction cost economics and contractual relations”, *Cambridge Journal of Economics*, 21(2), 147-170.

¹¹³ Franks, J. và C. Mayer (1996), “Hostile takeovers and the correction of managerial failure”, *Journal of Financial Economics*, 40, 163-181.

2.5. Vai trò của sở hữu chéo cổ phần

2.5.1. Giảm chi phí vận hành của doanh nghiệp

Thứ nhất, sở hữu chéo giúp doanh nghiệp tiết kiệm chi phí giao dịch.¹¹⁴

Chi phí giao dịch bao gồm thời gian và chi phí đàm phán, soạn thảo, thực thi các giao dịch. Chi phí này phát sinh từ sự tương tác giữa hành vi cơ hội, khả năng con người hạn chế trong môi trường bất định và điều kiện thông tin không cân xứng. Chi phí này gia tăng khi có hành vi lừa dối, ví dụ như khi một bên đối tác trong giao dịch hành động cơ hội nhằm thu lợi riêng từ chi phí của bên còn lại. Ngoài ra, chi phí giao dịch còn bao gồm các chi phí mà doanh nghiệp phải chi trả cho công tác điều tra, tìm hiểu về tình hình của các bên đối tác có liên quan và chi phí khắc phục khi hành vi cơ hội xảy ra.

Đối với doanh nghiệp, sự tham gia này giúp các doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí sử dụng vốn.¹¹⁵ Các công trình nghiên cứu đã chứng minh và giải thích vì sao các mạng lưới sở hữu chéo cổ phần (thông thường là các tập đoàn) rất chú trọng thành lập ngân hàng. Các nghiên cứu trên thế giới đều thừa nhận sự thành công của quá trình công nghiệp hoá của một số nước trên thế giới có sự đóng góp đáng kể của liên minh ngân hàng – doanh nghiệp, do nguồn thu được gói tròn trong phạm vi một số doanh nghiệp, không bị san sẻ ra bên ngoài.¹¹⁶

Thứ hai, sở hữu chéo cổ phần giúp doanh nghiệp giảm chi phí trong việc tiếp cận nguồn tài nguyên, mạng lưới kênh phân phối, nghiên cứu phát triển kỹ thuật, gia tăng lợi nhuận và nâng cao năng lực cạnh tranh. *Những mối quan hệ tin cậy, sự sẻ chia thông tin, phân chia công việc và phối hợp hành động... thời nào cũng cần cho người kinh doanh, cạnh tranh càng gay gắt thì một doanh nghiệp đơn lẻ càng khó có thể tự gây dựng đáng kể.*¹¹⁷ Sở hữu chéo cổ phần vì vậy có thể xem như là một chiến

¹¹⁴ Yuan Lu và Jun Yao (2006), “Impact of state ownership and control mechanisms on the performance of group affiliated companies in China”, *Asia Pacific Journal of Management*, 23, 485-503.

¹¹⁵ Phan Thị Nhã Trúc (2016), “Sở hữu chéo giữa ngân hàng thương mại và công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán”, *Tạp chí Tài chính*, 2, 3.

¹¹⁶ Nguyễn Tuấn Dương (2010), “Phương thức tạo lợi nhuận của các tập đoàn kinh tế”, *Tài chính vĩ mô* (06), 5-6.

¹¹⁷ Nguyễn Đôn Phước (2004), *Chuyên khảo Luật Kinh tế*, Nxb Đại học Quốc gia Hà Nội.

lược cạnh tranh, giúp ổn định nguồn cung nguyên liệu, vốn, công nghệ hay dịch vụ, giúp duy trì hệ thống tiêu thụ và chia sẻ thông tin quản trị, có những chiến lược kinh doanh thống nhất, cùng hợp tác và tương trợ khi khó khăn về tài chính. Liên minh vì thế làm cho các đối tác có thể dựa vào nhau để dự báo và chống chọi với biến đổi của thị trường, chống thâm tóm ngoài ý muốn.¹¹⁸

2.5.2. *Chống thâm tóm doanh nghiệp ngoài ý muốn*

Chống thâm tóm là một trong những động cơ truyền thống của sở hữu chéo cổ phần và hiệu quả này đã được kinh tế học chứng minh.¹¹⁹ Trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần, nguồn vốn của các bên có tính ổn định tương đối cao, vì các doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần thường đóng vai trò là những nhà đầu tư dài hạn, trở thành những cổ đông ổn định (*Stable Shareholders*)¹²⁰ của nhau. Cổ đông ổn định được hiểu là:

- (i) Cổ đông tạo điều kiện và ủng hộ người quản lý của doanh nghiệp.
- (ii) Cổ đông cam kết không bán phần vốn mà nó đang sở hữu cho bất kỳ bên mua nào có ý định tham gia thâm tóm doanh nghiệp;
- (iii) Trong trường hợp phải bán đi lượng cổ phiếu này, cổ đông sẽ thông báo đến doanh nghiệp một khoản thời gian phù hợp trước khi giao dịch mua bán được thực hiện. Cổ phiếu sẽ không được bán mà không có thông tin cần thiết về người mua.¹²¹

Cổ đông cam kết sẽ mua cổ phiếu phát hành thêm của doanh nghiệp nếu có. Nói cách khác, khi gọi là cổ đông ổn định trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần,

¹¹⁸ Yuan Lu và Jun Yao (2006), “Impact of state ownership and control mechanisms on the performance of group affiliated companies in China”, *Asia Pacific Journal of Management*, 23, 485-503.

¹¹⁹ Morck, R. và M. Nakamura (1999), “Banks and corporate control in Japan”, *Journal of Finance*, 54, 319–39.

Noe, T. và M. Rebello (1997), “Renegotiation, investment horizons, and managerial discretion”, *Journal of Economic Business*, 70, 385–407.

¹²⁰ Guo Li và Yakura Shinsuke (2010), *The Cross Holding of Company Shares: A preliminary Legal Study of Japan and China*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1618688, truy cập lần cuối ngày 06/6/2019.

¹²¹ OECD (1999c), *Changing patterns of Industrial Globalisation: Cross border Mergers and Acquisition*, DSTI/IND(99)12.

người ta hướng về động cơ và thời gian sở hữu cổ phiếu mà không quan tâm đến thị giá của cổ phiếu.¹²²

Trở thành một cổ đông ổn định, được ngầm hiểu sẽ bị hạn chế trên thực tế một số quyền gắn liền với việc nắm giữ cổ phần. Cổ đông ổn định là một lớp ngăn cách khỏi sự thâm tóm ngoài ý muốn, hoặc là làm cho việc thâm tóm ngoài ý muốn nếu có cũng diễn ra khó khăn hơn.¹²³ *Chừng nào mà ban điều hành của doanh nghiệp tìm cách quản lý doanh nghiệp của mình một cách ổn định, thì các động lực cho việc sở hữu chéo cổ phần cổ phần sẽ tồn tại.*¹²⁴

Khi phải đối diện với nguy cơ bị thâm tóm, nhà quản lý thường chỉ hướng đến những hoạt động ngắn hạn và trước mắt.¹²⁵ Sở hữu chéo cổ phần là một bình phong hữu hiệu đối với sự thâm tóm, điều này tạo nên sự bình ổn trong quản trị doanh nghiệp. Các chính sách tài chính, chính sách quản trị của doanh nghiệp không phải chịu nhiều áp lực trong việc tạo ra lợi nhuận trước mắt cho các nhà đầu tư. Từ đó, doanh nghiệp có thể theo đuổi những mục tiêu mà chỉ có khả năng sinh lời trong dài hạn. Trong tình huống mà các nhà quản lý không gặp áp lực về cạnh tranh trong thị trường vốn, họ sẽ thực hiện tốt hơn các hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp theo các chính sách đã được đặt ra.¹²⁶ Nhiều Keiretsu tại Nhật Bản đã được thành lập cho mục đích này.¹²⁷ Cổ đông ổn định đóng vai trò quan trọng trong việc cho phép các doanh nghiệp tận dụng lợi thế trong những năm 1970 và 1980 mà không cần pha loãng tỷ lệ cổ

¹²² Mitsuaki Okabe (2001), “Are cross-shareholding of Japanese corporation dissolving? Evolution and implications”, *Nissan Institute, University of Oxford*, 33, 21.

¹²³ Mark Scher (2001), “Bank-firm Cross-shareholding in Japan: What is it, why does it matter, is it winding down?”, *Economic & Social Affairs*, DESA Discussion Paper số 15, Mỹ.

¹²⁴ Ito, T (1992), *The Japanese Economy*, MIT Press, Cambridge.

¹²⁵ Kang, J và R. Stulz (1996), “How different is Japanese corporate finance? An investigation of the information content of new security issues”, *Review of Financial Studies*, 9 (1), 109 – 139.

¹²⁶ Guo Li và Yakura Shinsuke (2010), “*The Cross Holding of Company Shares: A preliminary Legal Study of Japan and China*”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1618688, truy cập lần cuối ngày 6/6/2019.

¹²⁷ Morck, R. và M. Nakamura (1999), “Japanese corporate governance and macroeconomic problems”, *Harvard Institute of Economic Research*, Discussion Paper số 1893.

phiếu. Từ giai đoạn 1980, trung bình mức độ sở hữu chéo cổ phần của sáu Keiretsu tại Nhật Bản đã tăng từ 10% đến hơn 25%.¹²⁸

2.5.4. Bình ổn trong quản trị doanh nghiệp

Hiệu ứng bình ổn trong quản trị doanh nghiệp được xem như là phần nổi tiếp của chong chóng ngoài ý muốn. Như đã trình bày, người quản lý sẽ hướng đến những mục tiêu dài hạn khi doanh nghiệp ít có nguy cơ bị thôn tóm ngoài ý muốn.¹²⁹ Bên cạnh đó, sở hữu chéo cổ phần tạo ra cơ chế giám sát lẫn nhau giữa các doanh nghiệp và từ đó ngăn ngừa chủ nghĩa cơ hội trong hoạt động quản lý.¹³⁰ Sở hữu chéo cổ phần tạo ra một mối quan hệ được gọi là “hệ thống làm việc dài hạn” (*Long term Employment System*).¹³¹ Điều này xuất phát từ các lí do sau:

Khi một doanh nghiệp được cách ly khỏi thị trường cạnh tranh, những người quản lý sẽ thực hiện điều hành và quản trị doanh nghiệp theo đúng như ý chí của họ nhiều nhất. Ví dụ, tại Nhật Bản, phần lớn các nhà quản lý doanh nghiệp được tuyển dụng, đào tạo và phát triển bởi những chính những nhà quản lý thế hệ trước của doanh nghiệp đó. Hệ thống bổ nhiệm này tạo nên sự nhận thức ở cả hai phía, nhà quản lý và người lao động, rằng doanh nghiệp không chỉ được “sở hữu” bởi tất cả các cổ đông, mà còn được sở hữu bởi tất cả các bên có liên quan (*stakeholder*¹³²), bao gồm cả những người quản lý và người lao động của doanh nghiệp. Do đó, về bản chất tự nhiên, nhà quản lý doanh nghiệp không chỉ vì lợi ích của các cổ đông – những chủ sở hữu doanh nghiệp – mà còn vì lợi ích của tất cả người lao động, là nơi xuất thân của những người quản lý. Hệ quả là trong thực tiễn làm việc lâu dài, hình thành những kĩ

¹²⁸ Federal Reserve Bank of San Francisco (2009), *Japan's Cross shareholding Legacy: The Financial Impact on Bank*, Mỹ.

¹²⁹ Franks J, Mayer C (1995), *Ownership and control: Trends in bussiness organization: do participation and cooperation increase competitiveness?*, J.C.B Mohr, Tubingen, 171 – 195.

¹³⁰ Berglof, E. và E. Perotti, 1994, “The governance structure of the Japanese financial keiretsu”, *Journal of Financial Economics*, 36, 259–84.

¹³¹ Osano, H (1996), “Intercorporate shareholdings and corporate control in the Japanese firm”, *Journal of Banking and Finance*, 20, 1047–68.

¹³² Là những người có quyền và lợi ích liên quan mật thiết với doanh nghiệp, có ảnh hưởng đến tổ chức và hoạt động của doanh nghiệp. Phạm vi và mức độ ảnh hưởng tùy thuộc vào vị trí của từng cá nhân.

năng quan trọng trong việc tăng tính hiệu quả đối với hoạt động sản xuất và kinh doanh sản phẩm. Điều này cho thấy hệ thống cổ đông ổn định là một nhân tố cho phép duy trì hệ thống làm việc dài hạn thông qua việc cách biệt quản trị doanh nghiệp khỏi những áp lực của thị trường vốn.

Dưới hệ thống làm việc dài hạn, rủi ro cho người lao động trong quá trình kinh doanh là rất thấp (ví dụ họ sẽ không có nguy cơ bị sa thải dễ dàng như trường hợp của các doanh nghiệp ở Anh, Mỹ). Nguy cơ sa thải chỉ tăng lên khi doanh nghiệp đi đến phá sản hoặc bị thu tóm. Trong khi đó, ở các doanh nghiệp Nhật Bản, thông thường cả người quản lý và người lao động được nhận ít hơn cái mà họ thực tế đóng góp ở hiện tại cho doanh nghiệp, và nhận nhiều hơn ở những giai đoạn sau (điều này có thể nhìn thấy qua hệ thống tiền lương dựa vào thâm niên và một khoản lớn tiền hưu trí). Điều này có thể được gọi là hệ thống “*thanh toán tiền lương trì hoãn*”, không phải là hệ thống thanh toán tiền lương tại thời điểm công hiến. Dưới hệ thống trì hoãn này, cả người quản lý và người lao động có nguy cơ sẽ không nhận được các khoản thanh toán đang bị hoãn lại nếu có sự thay đổi đột ngột về chính sách lương và lao động.¹³³

Do đó, việc tạo ra bình ổn trong quản trị doanh nghiệp là một trong những động cơ mà sở hữu chéo cổ phần hướng đến. Sở hữu chéo cổ phần không chỉ nâng cao khả năng quản lý để đáp ứng sự can thiệp từ bên ngoài, mà còn có thể cải thiện khả năng tự bảo vệ của ban quản trị.¹³⁴

Tóm lại, có thể nhận diện những lợi ích do sở hữu chéo cổ phần đem lại như sau: (i) Chống thu tóm ngoài ý muốn, (ii) Có những đối tác bền vững trong giao dịch, (iii) ổn định giá cổ phiếu, (iv) bình ổn quản trị doanh nghiệp, (v) ổn định nguồn vốn, (vi) giảm chi phí sử dụng vốn, (vii) giữ lại lợi nhuận. Độ lớn của các lợi ích này từ cao đến thấp có thể được tóm tắt thông qua bảng sau:¹³⁵

¹³³ Oscano (1996), *Financial and labour system in Japan*, Nxb Đại học Tokyo, Nhật Bản.

¹³⁴ Morck, R., M. Nakamura (1999), “Banks and Corporate Control in Japan”, *The Journal of Finance*, (54): 319-339.

¹³⁵ Mark Scher (2001), “Bank-firm cross-shareholding in Japan: What is it, why does it matter, is it winding down”, *DESA Discussion Paper* số 15, 11.

Chống đầu tôm ngoài ý muốn
Đối tác bền vững trong giao dịch
Ổn định giá cổ phiếu
Bình ổn trong quản trị doanh nghiệp
Giảm chi phí sử dụng vốn
Dễ dàng giữ lại lợi nhuận
Được tài trợ về tín dụng
Các lợi ích khác

2.6. Tác động bất lợi của sở hữu chéo cổ phần

2.6.1. Sở hữu chéo cổ phần và vấn đề thực vốn của doanh nghiệp

Thực vốn là một trong những nguyên tắc cơ bản của pháp luật doanh nghiệp hiện đại để xác định hiệu suất cụ thể của vốn và nghĩa vụ duy trì vốn, bao gồm ba yêu cầu cụ thể: nguồn vốn phải là chắc chắn, nguồn vốn phải liên tục, và vốn phải được duy trì.¹³⁶ Điều này có nghĩa là sự tăng thêm phần vốn của doanh nghiệp phải tương ứng với sự tăng lên về tiền mặt, tài sản của doanh nghiệp.

Về nguyên tắc, giá của cổ phiếu được dựa trên nền tảng tài sản của mỗi doanh nghiệp, mà cụ thể là giá trị các tài sản thực có của doanh nghiệp. Thông thường, khi một doanh nghiệp phát hành x phần vốn ra ngoài thị trường, doanh nghiệp đó sẽ có tài sản tương ứng với giá trị phát hành của x phần vốn đó sau khi số cổ phần x này được bán ra. Tuy nhiên, dưới sự dàn xếp của việc sở hữu chéo cổ phần, các doanh nghiệp sẽ trao đổi phần vốn cho nhau. Nói cách khác, việc hai doanh nghiệp phát hành vốn cho nhau có thể sẽ chỉ tạo nên một giao dịch trên chứng từ. Thông qua sở hữu chéo cổ phần, vốn của mỗi doanh nghiệp được tăng cao, nhưng trên thực tế lại không có nguồn tiền nào được thêm vào, tức là tài sản của doanh nghiệp không được

¹³⁶ Xiaoyan wang 1, Jiurong Song, Chris Deeley (2012), *Research on the “Double-Edged Sword Effect” of Cross Shareholding in China*, International Conference on Engineering and Business Management, Trung Quốc.

tăng lên cân bằng với vốn, đồng nghĩa với việc sở hữu chéo cổ phần không làm tăng giá trị tài sản của doanh nghiệp.

Sở hữu chéo cổ phần sẽ dẫn đến tình trạng phụ thuộc lẫn nhau giữa các doanh nghiệp. Tại Nhật Bản, việc mở rộng sở hữu chéo cổ phần trong thập kỷ 90 và sự gia tăng sau đó về số lượng các khoản đầu tư kém hiệu quả, cùng với sự suy thoái kéo dài của thị trường cổ phiếu và thị trường bất động sản của Nhật Bản đã cộng hưởng đẩy nhanh sự xuống dốc về tài chính của nhiều doanh nghiệp Nhật Bản. Các Ngân hàng Nhật Bản đã bị tác động rất lớn. Theo ước tính, khoảng một nửa trong tổng số cổ phiếu mà các doanh nghiệp phi tài chính của Nhật Bản sở hữu là cổ phiếu của các ngân hàng. Bên cạnh đó, các ngân hàng còn nắm giữ một khối lượng khổng lồ cổ phiếu của các doanh nghiệp không hoạt động trong lĩnh vực tài chính.¹³⁷ Tương tự Nhật Bản, các Chaebol ở Hàn Quốc có sự liên quan chặt chẽ giữa các ngành công nghiệp với nhau, chẳng hạn giữa ngành hóa chất và lốp xe.¹³⁸ Việc kinh doanh quá dàn trải tạo ra khó khăn khi khủng hoảng kinh tế.

Do đó, mặc dù sở hữu chéo cổ phần mang lại lợi ích cho cả ngân hàng và doanh nghiệp trong nhiều thập kỷ, Nhật Bản đã gặp các thách thức về ổn định tài chính giữa những năm 1990. Nguyên nhân của những thách thức này là sự liên kết chéo giữa ngân hàng và các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Nếu lượng cổ phiếu họ nắm giữ bị giảm giá, các ngân hàng phải ghi lại khoản giảm giá của cổ phiếu nắm giữ trong danh mục đầu tư vốn của họ, làm giảm lợi nhuận trực tiếp. Như vậy, sự suy thoái thị trường chứng khoán thường sẽ làm tổn thương khả năng sinh lời và vốn của ngân hàng. Rủi ro này có thể được giải quyết bằng cách bán ra cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, bán đột ngột một lượng lớn cổ phiếu sẽ tạo ảnh hưởng bất lợi đến tính ổn định của thị trường chứng khoán.¹³⁹ Mặt khác, việc tăng đột ngột nguồn cung dẫn sẽ ảnh hưởng đến giá chứng khoán bán ra.

¹³⁷ Nguyễn Hoàng (2008), “Sở hữu chéo cổ phần trên thị trường chứng khoán Nhật Bản”, *Chứng khoán Việt Nam* (7), 87 – 89.

¹³⁸ <http://www.vinacorp.vn/news/chaebol-lung-doan-chinh-sach-quoc-gia-nhu-the-nao/ct-402720>.

¹³⁹ Federal Reserve Bank of San Francisco (2009), *Japan's Cross shareholding Legacy: The Financial Impact on Bank*, Mỹ.

2.6.2. Sở hữu chéo cổ phần và vấn đề bảo vệ quyền cổ đông

Mang đầy đủ đặc trưng của loại hình công ty đối vốn, công ty cổ phần có sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý doanh nghiệp. Điều này có nghĩa là người nắm giữ phần vốn của công ty lại không phải là người trực tiếp thực hiện công việc quản lý, điều hành công ty. Vì vậy, ở khía cạnh kinh tế, quá trình góp vốn, mua cổ phần trong công ty cổ phần là sự đánh đổi rủi ro về tài sản cho mục tiêu lợi nhuận trong tương lai.

Bản chất quyền của cổ đông xuất phát từ yếu tố cốt lõi là vấn đề về quyền sở hữu. Khi một cá nhân, tổ chức thực hiện góp vốn, mua cổ phần trong công ty cổ phần, đồng nghĩa với việc xác lập tư cách cổ đông. Điều 158 Bộ luật Dân sự 2015 quy định quyền sở hữu bao gồm quyền chiếm hữu, quyền sử dụng và quyền định đoạt tài sản của chủ sở hữu theo quy định của luật. Như vậy, cổ đông có đầy đủ các quyền này tương ứng với số cổ phần mà cổ đông sở hữu trong công ty cổ phần. Từ xuất phát điểm này, quyền của cổ đông về pháp lý, là tổng thể các quy phạm pháp luật, điều lệ, nội quy, quy chế hoạt động của công ty cổ phần ghi nhận cổ đông được thực hiện những hành vi cụ thể để thực thi quyền sở hữu của mình trong công ty cổ phần. Quyền cổ đông được ghi nhận cơ bản tại Điều 104 Luật Doanh nghiệp 2014, trong đó có quyền biểu quyết và quyền nhận cổ tức (khoản lợi nhuận ròng được trả cho mỗi cổ phần bằng tiền mặt hoặc bằng tài sản khác từ nguồn lợi nhuận còn lại của công ty cổ phần sau khi đã thực hiện nghĩa vụ về tài chính).¹⁴⁰

Mặc dù vậy, quyền của cổ đông không phải khi nào cũng được đảm bảo thực hiện trên thực tế. Hoạt động của doanh nghiệp luôn tiềm ẩn hai loại xung đột. Loại thứ nhất là xung đột giữa cổ đông và người quản lý. Loại thứ hai là xung đột giữa cổ đông kiểm soát và cổ đông không nắm quyền kiểm soát. Hệ thống quản trị doanh nghiệp ở các nước theo thị trường truyền thống, như Anh hoặc Mỹ, xung đột cơ bản xuất hiện giữa cổ đông và người quản lý. Xung đột này được giảm thiểu bằng việc thiết lập hệ thống giám sát bên trong doanh nghiệp và hệ thống giám sát bên ngoài thị trường. Trong khi ở Châu Á và một số quốc gia khác như Đức, Ý, ngoài mâu

¹⁴⁰ Khoản 3 Điều 4 Luật Doanh nghiệp 2014.

thuần giữa cổ đông và người quản lý, còn xuất hiện mâu thuẫn chủ yếu giữa cổ đông kiểm soát và cổ đông không kiểm soát.¹⁴¹ Việc sử dụng rộng rãi kế hoạch sở hữu chéo cổ phần có thể dẫn đến một cơ chế quản trị doanh nghiệp độc nhất giữa các doanh nghiệp, chung một kiểu quản lý. Nghiên cứu cho thấy, các doanh nghiệp mà mức độ sở hữu chéo cổ phần càng lớn thì càng gia tăng loại xung đột thứ hai.¹⁴² Thực tế đã chứng minh sở hữu chéo cổ phần thường phổ biến ở các nước có chỉ số bảo vệ quyền cổ đông thấp.¹⁴³ Sở hữu chéo cổ phần được ngầm định sẽ bảo vệ doanh nghiệp khỏi tác động bên ngoài, trong khi bỏ quên đối tượng chính của việc đầu tư vốn là tối đa hóa kết quả đầu ra tài chính để tạo lợi nhuận cho cổ đông.¹⁴⁴ Việc này làm ảnh hưởng đến quyền cổ đông ở các khía cạnh sau:

Thứ nhất, cổ đông sẽ nhận được lợi nhuận thấp hơn phần mà họ đáng lẽ được hưởng.

Do bản chất phụ thuộc lẫn nhau, lợi nhuận thu được của một doanh nghiệp thành viên phải là sự kết hợp của lợi nhuận thu được từ một số doanh nghiệp khác cùng nằm trong mạng lưới. Do đó, khi quyết định các chính sách đầu tư, doanh nghiệp không chỉ xem xét đến tình trạng của chính nó mà còn phải xem xét đến tình trạng của các doanh nghiệp khác. Nghiên cứu cho thấy nhóm doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần sẽ tạo ra lợi ích trung bình ít hơn những doanh nghiệp không chung một nhóm.¹⁴⁵ Lợi nhuận thấp này được giải thích vì thái độ bảo thủ của các doanh nghiệp

¹⁴¹ La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (2000), “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 68, 103 – 139.

¹⁴² Hyo Jin Kim, Soon Suk Yoon, *How does cross holding affect corporate governance and financial reporting*, Đại học Jeonju, Hàn Quốc.

¹⁴³ Nguyễn Thu Hiền, Trần Duy Thanh (Bài viết đăng trên trang tin điện tử Cafef, đường dẫn: <http://cafef.vn/quan-tri/tinh-tao-trong-quan-tri-cong-ty-cau-truc-so-huu-va-kha-nang-thao-tung-2011092909302491.chn>, truy cập lần cuối ngày 18/3/2019.

¹⁴⁴ OECD (1999), “The Transformation of The French Model of Capital Holding and Management”, *The conference on “Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective”*, Hàn Quốc.

¹⁴⁵ Hoshi T và A. Kashyap (2001), *Corporate Financing and Corporate governance in Japan: The Road to the future*, Boston, MIT Press.

trong nhóm. Càng nhiều doanh nghiệp trong nhóm sở hữu chéo cổ phần thì càng nhiều thái độ bảo thủ.¹⁴⁶

Thứ hai, sở hữu chéo cổ phần tạo ra tiềm năng cho các thoả thuận nắm giữ chéo cổ phần lừa dối cổ đông. Việc nắm giữ cổ phần chéo đại diện cho một cuộc trao đổi bù trừ chứng khoán giữa các doanh nghiệp, số lượng cổ phần tăng thêm nhưng không tương ứng với sự gia tăng về mặt tài sản. Trong trường hợp này, quyền lợi của các cổ đông khác bị ảnh hưởng vì quyền sở hữu cổ phần của các cổ đông trong vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp bị pha loãng¹⁴⁷, hệ quả là quyền biểu quyết cũng sẽ pha loãng.¹⁴⁸ Mặc định của sở hữu chéo cổ phần là trở thành một hệ thống cố định có sự xoay tròn về vốn, tạo ra một khoản vốn không có thực vì doanh nghiệp không hề huy động trên thực tế. Tuy nhiên, sự hư cấu về vốn lại tạo ra quyền bỏ phiếu thực sự.

Thứ ba, sở hữu chéo cổ phần làm tăng quyền kiểm soát không tương ứng với quyền sở hữu. Lý thuyết về quản trị doanh nghiệp yêu cầu rằng phải có sự cân bằng giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát. Yêu cầu này hàm ý rằng bất kỳ cổ đông nào cũng có quyền sở hữu và quyền kiểm soát có quyền như nhau đối với cùng một dòng tiền. Điều này có nghĩa là nếu cổ đông A và cổ đông B cùng sở hữu một lượng x cổ phần ở doanh nghiệp H, thì mọi quyền lợi của cổ đông A và cổ đông B tại doanh nghiệp H sẽ là như nhau. Do đó, nếu tách riêng giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát có thể làm trầm trọng thêm sự chênh lệch về mức ưu đãi giữa các cổ đông.¹⁴⁹

Thứ tư, việc tháo gỡ sở hữu chéo cổ phần có khả năng tạo ra ảnh hưởng đến giá thị trường của cổ phiếu. Giá cổ phiếu có thể sụt giảm nhanh chóng vì tăng lượng cung trên thị trường chứng khoán. Chấm dứt sở hữu chéo cổ phần bằng việc bán ra

¹⁴⁶ Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, Karl V. Lins, Darius P. Miller, và Rene' M. Stulz, *Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision*, Đại học Toronto, Canada.

¹⁴⁷ Yoser Gadhoom (2006), "Power of Ultimate Controlling Owner: A Survey of Canadian Landscape", *Journal of Management Governance*, 10, 179-204.

¹⁴⁸ Xiaoyan wang, Jiurong Song và Chris Deeley (2012), *Research on the "Double-Edged Sword Effect" of Cross Shareholding in China*, International Conference on Engineering and Business Management, Trung Quốc.

¹⁴⁹ OECD (2007), *Lack of proportionality between ownership and control: Overview and issues for discussion*, tại trang tin điện tử của OECD, đường dẫn <https://www.oecd.org/daf/ca/40038351.pdf>, truy cập lần cuối ngày 06/6/2019.

cổ phiếu sẽ làm ảnh hưởng đến tính thanh khoản của cổ phiếu. Lý do là, khi cổ phần được nắm giữ chéo, số lượng cổ phiếu lưu thông trên thị trường chứng khoán sẽ nhỏ hơn trong trường hợp thông thường. Vì vậy, phản ứng của giá cổ phiếu sẽ lớn hơn trường hợp không có sở hữu chéo cổ phần. Nói cách khác, thanh khoản của thị trường bị đi xuống. Điều này làm ảnh hưởng đến các cổ đông hiện hữu.

2.6.3. Sở hữu chéo cổ phần và chất lượng minh bạch thông tin

Đối với hoạt động đầu tư tài chính, việc không được đảm bảo về tính chính xác của thông tin là một trong những rủi ro lớn. Sở hữu chéo cổ phần có thể tạo ra sự không công bằng cho các chủ thể trong hoạt động kinh doanh, xuất phát từ tình trạng thông tin bất cân xứng. Vấn đề về ảnh hưởng của sở hữu chéo cổ phần đối với môi trường thông tin được quan tâm từ đầu những năm 80.¹⁵⁰ Nghiên cứu cho thấy mức độ sở hữu chéo cổ phần càng cao, sự không cân xứng về thông tin trên thị trường càng lớn.¹⁵¹ Mạng lưới sở hữu chéo cổ phần giữa các doanh nghiệp có thể tạo ra hai lớp thông tin.

Lớp thông tin thứ nhất là thông tin chỉ được trao đổi trong nội bộ giữa các doanh nghiệp trong mạng lưới sở hữu chéo cổ phần thông qua các cơ quan điều hành, các cuộc gặp gỡ giữa các nhà quản lý. Các thông tin này có ít sự gian lận và sai lệch nhằm giảm chi phí giao dịch đồng thời tạo ra lợi thế cho các doanh nghiệp trong mạng lưới. Những thông tin này có thể không được thể hiện trong báo cáo tài chính và các báo cáo công khai khác của doanh nghiệp.

¹⁵⁰ Fama, E. (1980), "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, 88 (2), 288–307.

Fama, E. F. và M. C. Jensen (1983), *Separation of ownership and control*. *Journal of Law and Economics*, 26, 2, 301–325.

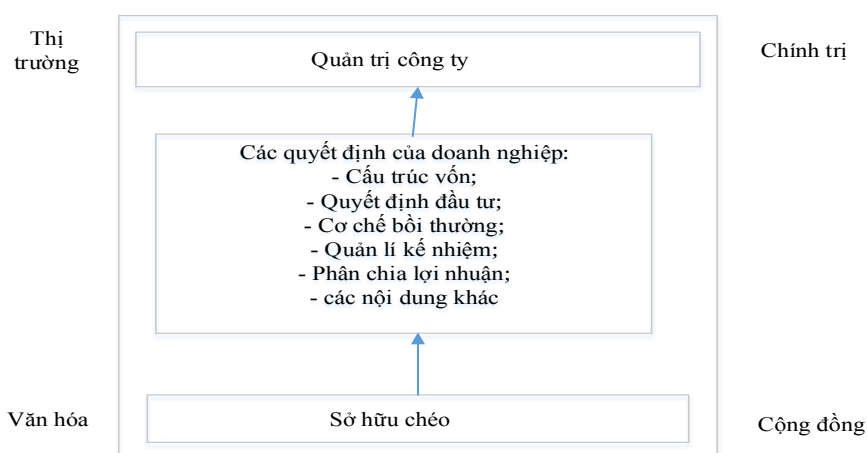
¹⁵¹ Heflin, F. và K. W. Shaw (2000), *Blockholder ownership and market liquidity*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 621–633.

Fan, J. P. H. và T. J. Wong (2002), "Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3), 401–425.

Gul, F. A., J.-B. Kim và A. A. Qiu (2010), "Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China", *Journal of Financial Economics*, 95 (3), 425–442.

Lớp thông tin thứ hai là các thông tin cung cấp ra bên ngoài. Đây là những thông tin đã bị khấu trừ bớt đi hay đã được làm thay đổi, sai lệch đi so với những thông tin thuộc lớp thứ nhất. Nói cách khác, những thông tin này có thể không phản ánh chính xác và trung thực tình trạng của doanh nghiệp. Sự mất cân xứng về mặt thông tin sẽ tạo ra thiệt thòi cho các nhà đầu tư, cổ đông thiểu số, những doanh nghiệp không nằm trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần, những nhà phân tích nghiên cứu thị trường và các cơ quan quản lý nhà nước trong việc phân tích, ra quyết định đầu tư, nghiên cứu, hoạch định chính sách, phát hiện sai phạm. Điều này đặt các nhà đầu tư không có lợi thế thông tin vào tình thế bất lợi, không khuyến khích đầu tư và làm tổn hại tới danh tiếng của doanh nghiệp, từ đó phá hủy lòng tin của nhà đầu tư vào thị trường và phá vỡ tính thống nhất của thị trường chứng khoán.

Có thể nói, dưới khía cạnh tổng quát, sở hữu chéo cổ phần ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động của một doanh nghiệp. Sự ảnh hưởng này được tổng quát thành mô hình sau:¹⁵²



2.7. Các quan điểm điều chỉnh sở hữu chéo cổ phần

Vấn đề cơ bản nhất của sở hữu chéo cổ phần là vấn đề về vốn. Từ vấn đề về vốn sẽ dẫn đến những hệ quả khác nhau. Vì vậy, các quan điểm kiểm soát sở hữu chéo cổ phần đều xoay quanh vấn đề này.

¹⁵² Mitsuaki Okabe (1999), "Theory of contemporary finance and the financial system: Financial intermediation, payments, and market information", Tokyo.

Quan điểm thứ nhất, cho rằng bản thân sở hữu chéo cổ phần nằm trong quyền tự do kinh doanh, nhà nước không nên can thiệp. Mặt khác, việc ngăn cấm sở hữu chéo cổ phần sẽ làm xấu đi tình hình của doanh nghiệp trong một số trường hợp. Chẳng hạn, sở hữu chéo là biểu tượng của sự tin cậy lẫn nhau. Thực tiễn cho thấy sở hữu chéo cổ phần cổ phần cũng tồn tại ở các quốc gia với những mức độ khác nhau. Trong số những người ủng hộ những lợi ích của sở hữu chéo cổ phần là Giáo sư Michael Poter, Đại học Havard.¹⁵³ Trong lịch sử, sở hữu chéo cổ phần không chỉ được cho phép tồn tại mà còn được khuyến khích (ví dụ như ở Hàn Quốc, Nhật Bản sau chiến tranh thế giới II).

Cách tiếp cận thứ hai, cho rằng cần cấm hoàn toàn sở hữu chéo cổ phần.¹⁵⁴ Những lợi ích của việc cấm đoán này có thể liệt kê gồm: (i) Hạn chế tình trạng vốn ảo, từ đó khắc phục sự chênh lệch giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát; (ii) Khuyến khích cạnh tranh lành mạnh; (iii) Các công ty trong mạng lưới sở hữu chéo cổ phần dễ bị tổn thương nếu một doanh nghiệp trong mạng lưới mất khả năng thanh toán. Tuy nhiên, việc hạn chế này có thể triệt tiêu những ưu điểm tích cực do sở hữu chéo cổ phần đem lại, trong đó có hai vấn đề lớn nhất là: (i) Làm chậm đầu tư kinh doanh và giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế; (2) Làm suy yếu hệ thống bảo vệ doanh nghiệp trước mối đe dọa của thâm tóm ngoài ý muốn. Trên thực tế cũng cho thấy pháp luật các quốc gia không cấm hoàn toàn sở hữu chéo cổ phần.

Cách tiếp cận thứ ba, cũng là quan điểm lập pháp hiện nay của đa số các quốc gia đều không chấp nhận sự tồn tại của sở hữu chéo cổ phần nằm ngoài phạm vi điều chỉnh của pháp luật, tuy nhiên không cấm triệt để sở hữu chéo cổ phần.¹⁵⁵ Nội dung điều chỉnh sở hữu chéo cổ phần của đa số các quốc gia đều cho thấy sự cân nhắc của nhà lập pháp đối với hoạt động này. Chẳng hạn như Nhật Bản, trong một thời gian

¹⁵³ Nguyễn Hoàng (2008), Sở hữu chéo cổ phần trên thị trường chứng khoán Nhật Bản, *Chứng khoán Việt Nam* (7), 87 – 89.

¹⁵⁴ Một ví dụ về quan điểm này thể hiện tại Einer Elhauge (2016), “Horizontal Shareholding”, *Harvard Law Review*, 129, 1267.

¹⁵⁵ Một ví dụ về quan điểm này thể hiện tại Korea Investment and Securities co, (2012), *Circular shareholding*, Sector report, Korea, và có thể xem xét qua quy định pháp luật của các quốc gia theo phân tích tại Chương 3, Chương 4, Chương 5 của Luận án.

dài, chính quyền khuyến khích sở hữu chéo cổ phần với mục tiêu là vực dậy nền kinh tế sau chiến tranh. Chính sách khuyến khích này cũng được thực hiện tương tự với một số quốc gia như Hàn Quốc. Điều đó cho thấy việc điều chỉnh sở hữu chéo cổ phần như thế nào, không chỉ phụ thuộc vào bản chất của sở hữu chéo cổ phần, mà còn phụ thuộc vào tình hình kinh tế - xã hội và quan điểm của từng quốc gia tại từng thời điểm. Nhìn chung, pháp luật các quốc gia đang điều chỉnh sở hữu chéo cổ phần theo xu hướng kiểm soát sở hữu chéo cổ phần, để không làm mất đi những ưu điểm của nó, nhưng vẫn có thể kiểm soát được những tác động tiêu cực của sở hữu chéo cổ phần. Những tác động tiêu cực được quan tâm điều chỉnh bao gồm yêu cầu về tính thực chất của nguồn vốn, bảo vệ quyền lợi hợp pháp của cổ đông và bảo vệ chất lượng minh bạch thông tin.

Kết luận Chương 2

1. Các lý thuyết kinh tế phân chia thành hai loại hệ thống tài chính khác nhau, gồm hệ thống tài chính đa phương thuộc cấu trúc sở hữu bên ngoài, và hệ thống tài chính song phương thuộc cấu trúc sở hữu bên trong. Sở hữu chéo cổ phần thường tồn tại chủ yếu trong hệ thống tài chính song phương, nơi mà các thiết chế về công bố thông tin và bảo vệ cổ đông thiểu số không được thực hiện nghiêm ngặt. Việt Nam có thị trường chứng khoán tương đối tập trung, vì vậy, có điều kiện cho sở hữu chéo tồn tại và phát triển.
2. Sở hữu chéo là thuật ngữ diễn tả tình trạng hai doanh nghiệp sở hữu cổ phần của nhau. Quan điểm này được thừa nhận rộng rãi về mặt học thuật cũng như pháp lý ở đa số các quốc gia trên thế giới. Tại Việt Nam, nhìn chung quan điểm về sở hữu chéo cũng giống như trên thế giới, song vẫn còn tồn tại một số quan điểm khác, cho rằng đầu tư ngoài ngành cũng là sở hữu chéo, hoặc nếu sở hữu lẫn nhau nhưng vì mục đích đầu tư tài chính thì không là sở hữu chéo. Quan điểm này là không phù hợp. Nhìn chung, các yếu tố như ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo, độ lớn của phần vốn tham gia sở hữu chéo, thời gian tham gia sở hữu chéo chỉ ảnh hưởng đến tác động của sở hữu chéo, không ảnh hưởng đến tiêu chí để nhận diện sở hữu chéo.

3. Sở hữu chéo có những tác động tích cực: (i) là biện pháp che chắn giúp doanh nghiệp thoát khỏi mối lo ngại bị thôn tóm ngoài ý muốn; (ii) giúp doanh nghiệp gia tăng lợi ích, giảm chi phí; (iv) tạo ra sự bình ổn trong hoạt động quản trị doanh nghiệp, từ đó nhà quản lý có thể theo đuổi các dự án chỉ có thể sinh lời trong dài hạn.
4. Sở hữu chéo có thể tạo ra ba nhóm ảnh hưởng tiêu cực mà pháp luật phải điều chỉnh như sau: (i) Ảnh hưởng đến yêu cầu thực vốn của doanh nghiệp; (ii) ảnh hưởng đến quyền lợi của cổ đông; (iii) giảm chất lượng minh bạch và công bố thông tin, ảnh hưởng đến tính lạnh mạnh của thị trường.

Cùng với nhu cầu thừa nhận những lợi ích của sở hữu chéo, việc kiểm soát về pháp lý là cần thiết để hạn chế những tác động tiêu cực do sở hữu chéo đem lại.

CHƯƠNG 3

VỐN TRONG SỞ HỮU CHÉO CỔ PHẦN

3.1. Cơ sở lý thuyết

Yêu cầu về thực vốn doanh nghiệp dựa trên lý thuyết về thị trường hiệu quả. Khái niệm thị trường hiệu quả lần đầu tiên xuất hiện trong những bài nghiên cứu của ông Louis Bachelier – một nhà toán học người Pháp. Sau đó, qua nhiều lần kế thừa, được phát triển chính thức bởi Fama trong luận án tiến sĩ của ông vào năm 1965 tại Đại học Chicago.

Lý thuyết này đưa ra các giả thuyết thị trường hiệu quả như sau:

- Giả thuyết thị trường hiệu quả dạng yếu: (i) Giả định rằng giá chứng khoán đã phản ánh kịp thời toàn bộ thông tin có thể có được từ dữ liệu giao dịch trong quá khứ: giá, khối lượng giao dịch, tỉ suất thu nhập; (ii) Những dữ liệu này công khai và dễ dàng để nhà đầu tư tiếp cận.
- Giả thuyết thị trường hiệu quả dạng trung bình: (i) Giả định rằng tất cả các thông tin liên quan đến công ty đã được công bố rộng rãi và các thông tin quá khứ đều được phản ánh vào giá chứng khoán; (ii) Phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật đều không mang lại tỷ lệ lợi tức bất thường cho nhà đầu tư.
- Giả thuyết thị trường hiệu quả dạng mạnh: (i) Tất cả các thông tin liên quan đến chứng khoán, bao gồm cả thông tin nội gián cũng được phản ánh vào giá chứng khoán; (ii) Không có bất kỳ phân tích nào có thể đem lại lợi tức vượt trội cho nhà đầu tư.

Lý thuyết thị trường hiệu quả có nhiều ý nghĩa với các đối tượng khác nhau, tóm lại ở những nội dung sau:

- Đối với nền kinh tế: Thị trường chứng khoán sẽ là thị trường hiệu quả nhất trong việc phân phối các nguồn lực. Vốn sẽ được chuyển đến những nơi sử dụng hiệu quả nhất, từ đó thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế.
- Đối với nhà đầu tư: Các nhà đầu tư không thể sử dụng thông tin công khai như giá cổ phiếu trong quá khứ hay khối lượng giao dịch nhằm tìm kiếm lợi nhuận bất

thường trên thị trường chứng khoán. Đồng thời, nhà quản lý không thể đánh lừa nhà đầu tư trên thị trường bằng cách sử dụng các thủ thuật kế toán.

- Ý nghĩa đối với nhà phân tích: Nếu thị trường hiệu quả, mọi thông tin đều được phản ánh trong giá. Và do đó, phương pháp phân tích kỹ thuật đối với các loại chứng khoán cũng không còn cần thiết.

Lý thuyết về thị trường hiệu quả đã chỉ ra rằng, giá của cổ phiếu phải dựa trên nền tảng tài sản của mỗi doanh nghiệp, mà cụ thể là giá trị các tài sản thực có của doanh nghiệp. Thông thường, khi một doanh nghiệp phát hành x phần vốn ra ngoài thị trường, doanh nghiệp đó sẽ có tài sản tương ứng với giá trị phát hành của x phần vốn đó sau khi số cổ phần x này được bán ra.

Tuy nhiên, trong quan hệ sở hữu chéo, nguyên tắc nêu trên có thể bị xâm phạm vì dưới hình thức này, các doanh nghiệp sẽ chỉ “trao đổi” phần vốn cho nhau. Nói cách khác, việc hai doanh nghiệp phát hành cổ phần cho nhau có thể sẽ chỉ tạo nên một giao dịch trên chứng từ. Qua đó, vốn của mỗi doanh nghiệp được ghi nhận tăng, nhưng lại không có nguồn tiền nào được thêm vào trên thực tế, đồng nghĩa với việc tài sản của doanh nghiệp không tăng lên cân bằng với vốn.

Ngoài ra, một số lý thuyết kinh tế về khủng hoảng tài chính theo dây chuyền cũng được sử dụng để phân tích về mối quan hệ phụ thuộc lẫn nhau về vốn trong sở hữu chéo. Các lý thuyết về mạng lưới tài chính đã được áp dụng rộng rãi để phân tích rủi ro hệ thống tài chính và cuộc khủng hoảng tài chính.¹⁵⁶ Nghiên cứu mạng lưới tài chính được phân loại thành ba nhóm chính. Trước hết nhóm, lý thuyết lây nhiễm được áp dụng cho các hệ thống tài chính để mô phỏng hành vi của một doanh nghiệp ảnh hưởng đến doanh nghiệp khác.¹⁵⁷ Nhóm thứ hai là dựa trên sự tương quan mạng lưới và phân tích cấu trúc của một thị trường tài chính trong các khoảng thời gian khác

¹⁵⁶ Boginski, V.; Butenko, S. và Pardalos, P.M (2006), “Mining market data: A network approach”, *Comput. Oper. Res.*, 33, 3171–3184.

Diebold, F.X. và Yilmaz, K (2014), “On the Network Topology of Variance Decompositions: Measuring the Connectedness of Financial Firms”, *Journal of Economic*, 182, 119–134.

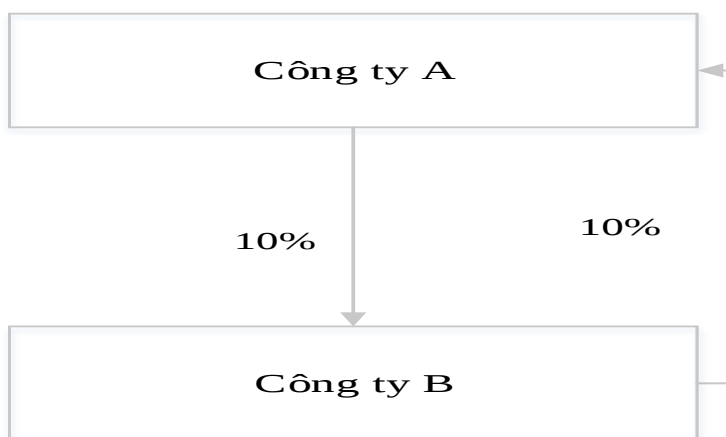
¹⁵⁷ Upper, C (2011), “Simulation methods to assess the danger of contagion in interbank markets”, *Journal of Financial Stability*, 7, 111–125.

nhau.¹⁵⁸ Nhóm thứ ba phân tích cấu trúc của mạng lưới nợ liên ngân hàng trong các nước khác nhau và đề xuất các chính sách khác nhau để giảm thiểu rủi ro hệ thống tài chính và chi phí liên quan.¹⁵⁹ Các mạng lưới tài chính này hoạt động như một cơ chế chia sẻ rủi ro để tăng tính ổn định của hệ thống tài chính ở giai đoạn trước khủng hoảng. Ngược lại, sự kết nối liên kết sẽ là một cú sốc gây ra trong giai đoạn khủng hoảng và do đó làm tăng xác suất thất bại của hệ thống. Sở hữu chéo cổ phần là một trong những nguyên nhân tạo ra hiệu ứng domino gây ảnh hưởng đến toàn hệ thống.

3.2. Vòng lặp vốn trong sở hữu chéo cổ phần

3.2.1. Khả năng tạo ra các vòng lặp vốn của sở hữu chéo cổ phần

Nghiên cứu tài chính về sở hữu chéo cổ phần cho thấy, ở một mức độ đơn giản nhất, sở hữu chéo cổ phần sẽ cho hai vòng lặp theo hình minh họa như sau:



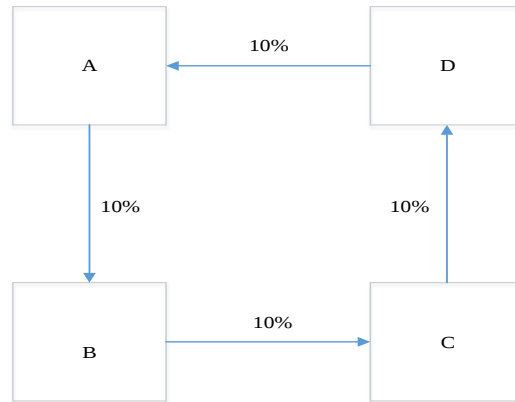
Trong hình minh họa nêu trên, chiều dài của vòng được quy ước là 2. Số vòng lặp được tăng dần theo số lượng các doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo cổ phần:¹⁶⁰

¹⁵⁸ Onnela, J.P.; Chakraborti, A.; Kaski, K. và Kertesz, J (2003), “Dynamic asset trees and black Monday”, *Physical A: Statistical Mechanics and its Applications*, 324, 247–252.

Liu, X.F và Tse, C.K (2012), “Dynamics of network of global stock market”, *Accounting and Finance Research*, 1, 1–12.

¹⁵⁹ Allen, F. và Gale, D (2000), “Financial Contagion”, *Journal of Political Economy*, 108, 1–33.

¹⁶⁰ F. Jens Koke (1999), *New Evidence on Ownership Structures in Germany*, Centre for European Economic Research, Đức.



Trong mô hình nêu trên, chiều dài của vòng được quy ước là 4. Mức độ phức tạp của sở hữu chéo cổ phần sẽ được tăng theo chiều dài của vòng lặp.¹⁶¹ Càng nhiều doanh nghiệp tham gia mạng lưới sở hữu chéo cổ phần, càng tạo ra nhiều vòng lặp. Ví dụ, khi A sở hữu B, B sở hữu C, và C sở hữu A, thì về mặt lý thuyết có thể có ba mối liên kết quyền sở hữu: Liên kết quyền sở hữu giữa A và B, liên kết quyền sở hữu giữa B và C, và liên kết quyền sở hữu giữa C và A. Để khái quát, khi có “N” công ty liên kết trong một nhóm sở hữu chéo cổ phần, sẽ tạo ra “ $N * (N - 1) / 2$ ” kết nối sở hữu giữa các công ty liên kết.¹⁶² Số lượng kết nối sở hữu tăng theo cấp số nhân, tạo ra một mạng lưới các quan hệ sở hữu trong một tập đoàn.¹⁶³

Lấy một ví dụ minh họa về mối quan hệ giữa các doanh nghiệp trong một Chaebol Hàn Quốc như sau: Tổng số các công ty liên kết của mười Chaebol lớn nhất là 573, có nghĩa là trung bình một Chaebol lớn có 57,3 công ty liên kết. Như vậy, về mặt lý thuyết có thể có 1.596 kết nối sở hữu dựa trên sở hữu chéo cổ phần (khi $N = 57$).¹⁶⁴ Tập đoàn SK Group là chaebol lớn nhất về số lượng thành viên với

¹⁶¹ F. Jens Koke (1999), *New Evidence on Ownership Structures in Germany*, Centre for European Economic Research, Đức.

¹⁶² Mỗi công ty có thể kết nối với quyền sở hữu “(N - 1)” Các công ty trực thuộc. Kể từ khi có “N” công ty chi nhánh, tổng số có thể kết nối sở hữu trong một nhóm công ty là “ $N * (N - 1)$.”

¹⁶³ Nansulhun Choi và Sang Yop Kang (2015), “Competition Law meets Corporate Governance: Ownership structure, Voting leverage, and Investor protection of large family corporate groups in Korea”, *PKU Transnational Law Review*, 2:2.

¹⁶⁴ $(57 * 56) / 2 = 1,596$.

80 công ty liên kết. Số lượng các kết nối quyền sở hữu tiềm năng trong SK Group sẽ là 3.160 và sẽ tăng thêm nếu có sự tăng thêm doanh nghiệp thành viên.¹⁶⁵

Một ví dụ khác là tập đoàn Hyundai Motor tại Hàn Quốc. Tổng số doanh nghiệp trong nhóm vào năm 2004 là 27. Trong đó có 3 doanh nghiệp nắm quyền kiểm soát là Hyundai Motor, Hyundai Mobis, Kia Motors. Vòng lặp sở hữu chéo cổ phần trong cheabol này là rất lớn như sau¹⁶⁶:

Số lượng các doanh nghiệp trong vòng lặp		
	Số mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần	Phần trăm
2 doanh nghiệp	21	6.60%
3 doanh nghiệp	239	75.20%
4 doanh nghiệp	42	13.50%
5 doanh nghiệp	12	3.80%
6 doanh nghiệp	3	0.90%
Tổng cộng	318	

3.2.2. Hệ quả tạo ra từ các vòng lặp vốn

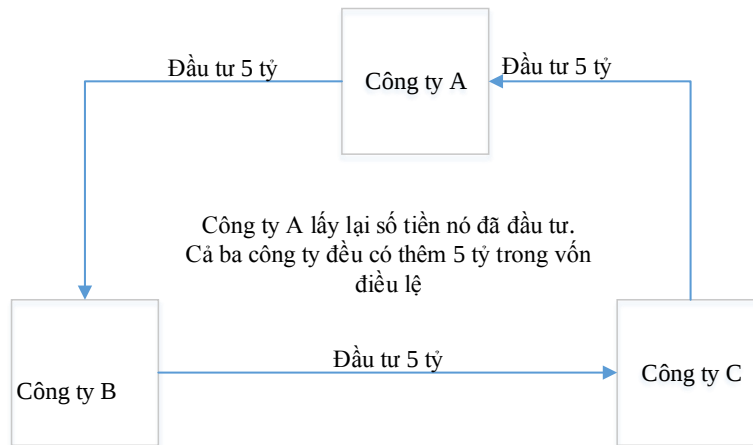
3.2.2.1. Tính không thực chất của vốn

Mặc định của sở hữu chéo cổ phần là trở thành một hệ thống cố định nhưng lại xoay tròn về vốn, do đó tạo ra một khoản vốn tưởng tượng mà các doanh nghiệp không hề huy động trên thực tế. Ảnh hưởng của sở hữu chéo cổ phần đến thực vốn là đối tượng của nhiều nhà nghiên cứu, bao gồm Bierman và Noyes, Brioschi,

¹⁶⁵ $(80 \times 79) / 2 = 3,160$.

¹⁶⁶ Heitor Almeida, Sang Yong Park, Mrti Subrahmanyam và Daniel Wolfenzon (2007), *Valuation and performance of firms in complex ownership structures: An application to Korean chaebols*, NYU Stern School of Business.

Buzzacchi và Massimo, Ferguson và Hitzig, McDonald và Sinha,¹⁶⁷ trong đó đều đề cập đến vấn đề thổi phồng vốn doanh nghiệp.¹⁶⁸ Sự thổi phồng về vốn được minh họa trước tiên bởi mô hình sau:



Giả sử rằng hai công ty thiết lập sở hữu chéo cổ phần bởi việc phát hành cổ phiếu mới và mua cổ phiếu của nhau. Khi một doanh nghiệp phát hành 100 triệu cổ phiếu, doanh nghiệp phải sử dụng các quỹ để có được tài sản trị giá tương đương 100 triệu cổ phiếu. Trong sở hữu chéo cổ phần, khi một doanh nghiệp phát hành cổ phiếu cho một đối tác, thường không có tài sản nào thêm vào. Cả hai doanh nghiệp mở rộng quy mô mà không có tiền mặt, sở hữu chéo cổ phần lúc này chỉ đại diện cho một sự trao đổi bù trừ cổ phần giữa các công ty. Vốn sẽ là vốn ban đầu và không tăng lên.¹⁶⁹ Nói cách khác, việc nắm giữ chéo không làm thay đổi giá trị tài sản của mỗi

¹⁶⁷ H. Bierman, Jr. và N. H. Noyes (1991), "Priceearnings ratios restructured for Japan", *Financial Analyst Journal*, 47-2, 91-91.

F. Brioschi, L. Buzzacchi, và G. Massimo (1991), "More on stock market value with reciprocal ownership", *Financial Analyst Journal*, 47-3, 76-78.

R. Ferguson và N. B. Hitzig (1993), "How to get rich quick using GAAP", *Financial Analyst Journal*, 49-3, 30-34.

McDonald (1989), "The mochiiai effect: Japanese corporate cross-holdings", *Journal of Portfolio Management*, 16-1, 90-94.

R. Sinha (1998), "Company cross-holdings and investment analysis", *Financial Analyst Journal*, 545, 83-89.

¹⁶⁸ McDonald (1989), "The mochiiai effect: Japanese corporate cross-holdings", *Journal of Portfolio Management*, 16-1, 90-94.

¹⁶⁹ Wang Bin Rong và Wang Yun Fang (2003), "The Influence and the Countermeasure Analysis of Mutual Shareholding to Company Capital", *Chinese Lawyer*, 6, 55-56.

doanh nghiệp. Do đó, trong một thị trường cho phép tồn tại sở hữu chéo cổ phần, sẽ xảy ra trường hợp cổ phiếu không được bảo đảm bằng các tài sản thực tế. Nói cách khác, các giá trị tài sản thực có của cả hai doanh nghiệp không thay đổi bởi một thoả thuận sở hữu chéo cổ phần trên giấy tờ.¹⁷⁰

Vấn đề sở hữu chéo cổ phần ảnh hưởng đến giá trị thực của nguồn vốn doanh nghiệp có thể được minh họa thông qua Bảng cân đối kế toán giả định của hai doanh nghiệp như sau (theo đơn vị tính là tỷ đồng):

	A	B	Tổng
I.TÀI SẢN			
1.Tiền và các khoản tương đương tiền	20	15	35
2. Các khoản phải thu	90	45	135
II. NGUỒN VỐN			
1. Vốn chủ sở hữu	20	10	30
2. Nợ phải trả	90	50	140

Nếu A phát hành mới 5 tỷ vốn cổ phần cho B, Bảng cân đối kế toán của hai doanh nghiệp sẽ như sau:

	A	B	Tổng
I.TÀI SẢN			
1.Tiền và các khoản tương đương tiền	25	10	35
2. Các khoản phải thu	90	45	135
3.Vốn góp vào công ty khác		5	
II. NGUỒN VỐN			
3. Vốn chủ sở hữu	25	10	35
4. Nợ phải trả	90	50	140

Sau đó B phát hành mới 5 tỷ vốn cổ phần cho A, Bảng cân đối kế toán của hai doanh nghiệp sẽ như sau:

¹⁷⁰ Nomura Sogo Kenkyujo (1992), *Corporate Governance of Japanese Companies*.

	A	B	Tổng
I.TÀI SẢN			
1.Tiền và các khoản tương đương tiền	20	15	35
2. Các khoản phải thu	90	45	135
3.Vốn góp vào công ty khác	5	5	
II. NGUỒN VỐN			
5. Vốn chủ sở hữu	25	15	40
6. Nợ phải trả	90	50	140

Bảng cân đối kế toán nêu trên cho thấy, sau hai lần phát hành cổ phần cho nhau, cả hai doanh nghiệp đều không tăng thêm về tiền, nhưng lại có sự ghi nhận tăng lên về vốn chủ sở hữu.

Từ đó, việc định giá các công ty có sở hữu chéo cổ phần không chính xác. Giả sử mỗi doanh nghiệp có 1 triệu USD tiền mặt và cả hai doanh nghiệp lần lượt nắm giữ 50% cổ phần của nhau. Nếu hai công ty này được định giá độc lập mà không có sở hữu chéo cổ phần thì tổng giá trị của họ sẽ là 2 triệu USD. Với sở hữu chéo cổ phần, giá trị của A trở nên cao hơn khi có 50% cổ phần trong B. Điều này làm tăng giá trị của B vì nó sở hữu 50% cổ phần của A, dẫn đến giá trị của A và B đều được tính cao hơn.¹⁷¹

Vào đầu những năm 1990, các nghiên cứu đã nhận thấy nếu chỉ đơn thuần tập hợp giá trị thị trường của các công ty để đánh giá vốn hoá thị trường sẽ tạo nên sai lệch vì việc sở hữu chéo cổ phần có thể làm tăng gấp đôi giá trị.¹⁷² Trong tình huống của Nhật Bản vào năm 1990, chỉ số vốn hoá cho thấy giá trị thị trường của Nhật Bản cao hơn so với thị trường Mỹ. Sau khi kiểm tra vấn đề về sở hữu chéo cổ phần, giá trị thị trường của Mỹ lớn gấp hai lần của Nhật Bản,¹⁷³ sở dĩ có hiện tượng này là do

¹⁷¹ Bài viết trên tạp chí điện tử South China Morning Post, đường dẫn: <https://www.scmp.com/article/980798/dizzying-circle-game>, truy cập lần cuối ngày 14/3/2019.

¹⁷² H. Bierman, Jr., và N. H. Noyes (1990), “Total stock market value with reciprocal ownership: a note on the Japanese situation”, *Financial Analyst Journal*, 46-1, 77-77.

¹⁷³ Oyvind Bohren và Dag Michalsen (1994), “Corporate cross-ownership and market aggregates: Oslo Stock Exchange”, *Journal of Banking & Finance* (18), 687-704.

sở hữu chéo cổ phần tại Nhật Bản phát triển hơn ở Mỹ. Bây giờ, các nguyên nhân của suy thoái kinh tế của Nhật Bản được xem xét lại. Vấn đề là một điểm nhấn quan trọng trong suy thoái kinh tế của Nhật Bản trong những năm 90 và đầu những năm 2000.¹⁷⁴ Một ví dụ khác là ở Đức, nghiên cứu cho thấy lượng vốn cổ phần tại các doanh nghiệp niêm yết cao hơn hẳn lượng vốn cổ phần thực góp lên đến 25% và nguyên nhân được xác định là do sở hữu chéo cổ phần.¹⁷⁵

Sự thổi phồng của các doanh nghiệp về vốn theo hình thức này, về mặt lý thuyết, là không giới hạn. Sự tồn tại của sở hữu chéo khiến doanh nghiệp phải đối mặt với vấn đề giả tạo về vốn.¹⁷⁶

3.2.2.2. Tính không lành mạnh trong nguồn thu của doanh nghiệp

Tính không lành mạnh từ nguồn thu nhập của doanh nghiệp được minh họa qua Bảng cân đối kế toán giả định của hai doanh nghiệp sau đây (theo đơn vị tính là tỷ đồng).

Giả sử B trả cổ tức cho A là 2 tỷ tiền mặt. Bảng cân đối kế toán của hai doanh nghiệp như sau:

	A	B	Tổng
I.TÀI SẢN			
1.Tiền và các khoản tương đương tiền	22 (20+2)	13	35
2. Các khoản phải thu	90	45	135
3.Vốn góp vào công ty khác	5	5	
II. NGUỒN VỐN			
1.Vốn chủ sở hữu	25	15	40

¹⁷⁴ Cowling, K. và Tomlinson, P (2007), “Transnational Monopoly Capitalism, the J- mode Firm and Industrial Hollowing Out in Japan”, *Crisis or Recovery in Japan: State and Industrial Economy*, Nxb Edward Elgar, Cheltenham, Anh.

¹⁷⁵ Adam, M (1999), “Cross shareholding in Germany”, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 155, 01, 80-109.

¹⁷⁶ Nansulhun Choi và Sang Yop Kang (2015), “Competition Law meets Corporate Governance: Ownership structure, Voting leverage, and Investor protection of large family corporate groups in Korea”, *PKU Transnational Law Review*, 2, 2.

2. Nợ phải trả	90	50	140
3. Lợi nhuận chưa phân phối	18 + 2	16	

Sau đó, giả sử A trả cổ tức cho B là 2 tỷ tiền mặt. Bảng cân đối kế toán của hai doanh nghiệp như sau:

	A	B	Tổng
I. TÀI SẢN			
1. Tiền và các khoản tương đương tiền	20 (22-2)	15 (13+2)	35
2. Các khoản phải thu	90	45	135
3. Vốn góp vào công ty khác	5	5	
II. NGUỒN VỐN			
1. Vốn chủ sở hữu	25	15	40
2. Nợ phải trả	90	50	140
3. Lợi nhuận chưa phân phối	18 (18+2-2)	18 (16+2)	

Bảng cân đối kế toán cho thấy thực chất, khoản thu nhập nhận được từ việc chi trả cổ tức giữa hai doanh nghiệp thông qua sở hữu chéo cổ phần không phải là khoản được tăng thêm. Do đó, để đánh giá chính xác về nguồn thu của các doanh nghiệp đang nằm trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần, các nhà nghiên cứu, nhà đầu tư phải tìm hiểu về chất lượng thu nhập và nguồn thu nhập. Nếu một doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận trong những khoản lợi nhuận chưa thực hiện từ đầu tư chứng khoán, khoản lợi nhuận đó khó có tính ổn định và bền vững. Nếu doanh nghiệp đầu tư vào một công ty khác mà cổ phiếu của họ có tính tập trung hoặc giá trị giao dịch nhỏ, thì giá cổ phiếu không phản ánh được giá trị hợp lý của nó.¹⁷⁷

¹⁷⁷ Bài viết “Domino effect as a result of cross-shareholding” đăng trên trang thông tin điện tử của The Chin Family, đường dẫn:

<https://www.thechinfamily.hk/web/en/financial-products/investment/stock/beware-of-manipulative-tactics/domino-effect-result-of-cross-shareholding.html>, truy cập lần cuối ngày 14/3/2019.

3.2.2.3. Sự chênh lệch giữa quyền kiểm soát và quyền sở hữu

Trong tình huống sở hữu chéo cổ phần đơn giản nhất, là doanh nghiệp A sở hữu doanh nghiệp B, doanh nghiệp B đến lượt nó sở hữu doanh nghiệp A. Nếu tỷ lệ sở hữu chéo cổ phần là đáng kể, thì không thể xác định Công ty A kiểm soát Công ty B hay ngược lại, công ty B kiểm soát Công ty A.

Cơ cấu cổ phần ở Nhật Bản chủ yếu là do quyền sở hữu lẫn nhau giữa các doanh nghiệp. Hoạt động kiểm soát không chỉ được thực hiện trên cơ sở sở hữu của các cổ đông cá nhân mà còn dựa trên cả cơ sở quyền sở hữu lẫn nhau. Vì vậy, nhà quản lý không thực sự đại diện cho các cổ đông trong ý nghĩa truyền thống mà nó đại diện cho các “cổ đông ổn định”. Cấu trúc này phức tạp đến mức rất khó xác định chủ sở hữu cuối cùng của doanh nghiệp.¹⁷⁸

Ngoài ra, việc xác định vai trò kiểm soát của cổ đông cũng bị ảnh hưởng bởi vì nguồn vốn tồn tại trong quan hệ sở hữu chéo cổ phần có thể là nguồn vốn không có thực.¹⁷⁹ Trong tình huống này, vốn chủ sở hữu của công ty đã bị pha loãng bằng việc tăng số lượng cổ phần mà không có là sự gia tăng tương ứng về khả năng thu nhập của cổ phần từ hoạt động đầu tư.¹⁸⁰ Sở hữu chéo cổ phần đạt được mục đích bảo vệ doanh nghiệp khỏi tác động bên ngoài, trong khi bỏ quên đối tượng chính của việc đầu tư vốn là tối đa hóa kết quả đầu ra tài chính.¹⁸¹ Và mặc dù tạo ra sự hư cấu về vốn, nhưng nó lại tạo ra quyền bỏ phiếu thực sự. Khi một số lượng lớn các công ty liên kết tạo ra một dạng ma trận sở hữu chéo cổ phần phức tạp, một cổ đông có thể có quyền chi phối thông qua chuỗi kiểm soát kết nối giữa các doanh nghiệp.

Điều này đã được minh chứng qua các ví dụ về mô hình hoạt động của các Chaebol Hàn Quốc. Trong các Chaebol, nhìn chung, sẽ có 3 lớp trong cơ cấu sở hữu như sau:

¹⁷⁸ Caslav Pejovic (2012), *Reform of the Japanese corporate governance: Convergence in the eye of the Beeholder*, Đại học Kyushu University, Nhật Bản.

¹⁷⁹ Korea Fair Trade Commission (2014), “Stock Ownership of Large Corporate Groups in 2014”, *Fair Trade Commission News*, Hàn Quốc.

¹⁸⁰ Okumura Hiroshi (1990), *Company buyouts in the M&A era*, Tokyo, Nhật Bản.

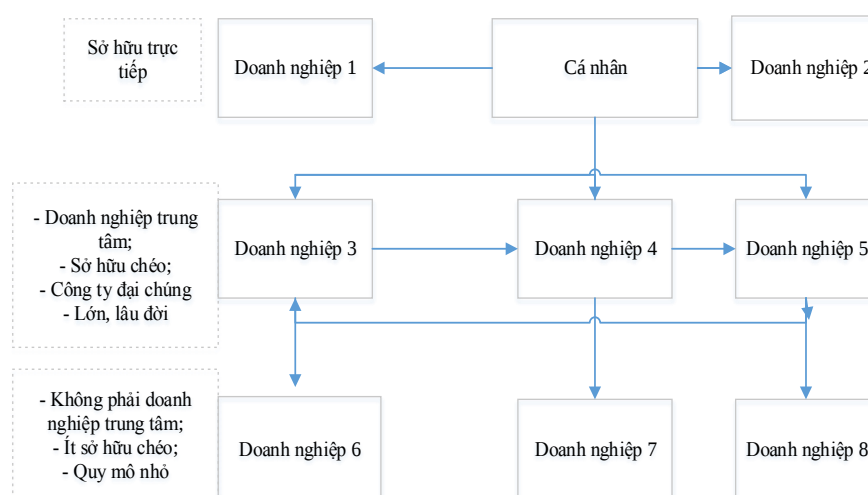
¹⁸¹ OECD (1999), “The Transformation of The French Model of Capital Holding and Management”, *The conference on “Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective”*, Hàn Quốc.

(i) Lớp thứ nhất bao gồm một số ít doanh nghiệp trực tiếp sở hữu.

(ii) Lớp thứ hai chứa đựng các doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần lẫn nhau tạo thành các vòng lặp sở hữu chéo cổ phần. Những doanh nghiệp ở lớp này thường là những doanh nghiệp lớn và thời gian hoạt động lâu hơn những doanh nghiệp ở lớp khác. Các doanh nghiệp trong lớp này sẽ làm trung tâm cho các cấu trúc điều khiển nhóm.¹⁸²

(iii) Lớp thứ ba thường là những doanh nghiệp nhỏ hơn và thời gian hoạt động ngắn hơn, chúng cũng sở hữu phần vốn nhất định trong những doanh nghiệp khác (nhưng ít tập trung hơn, ít sở hữu chéo cổ phần hơn như ở lớp thứ hai). Về số lượng, những doanh nghiệp ở lớp cuối này là nhiều nhất.¹⁸³

Cơ cấu sở hữu được minh họa qua mô hình sau:

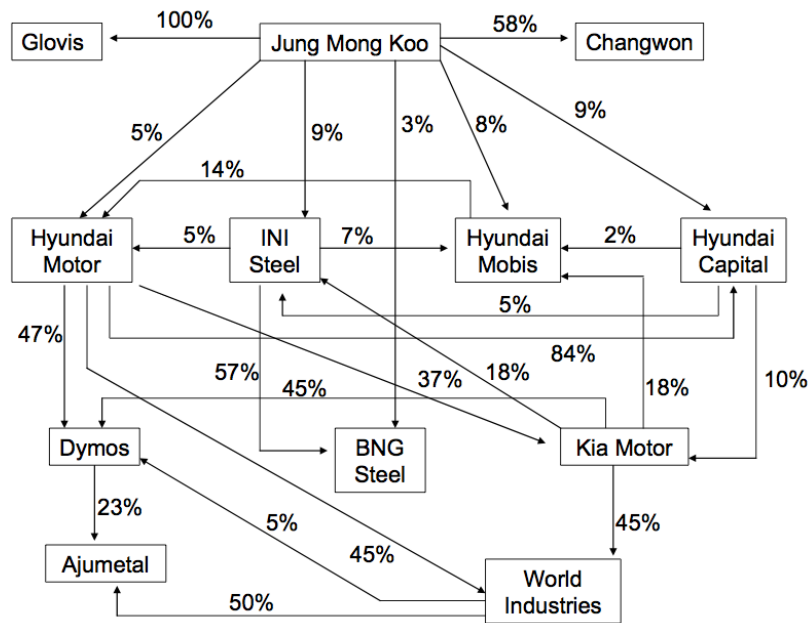


(Nguồn: Heitor Almeida, Sang Yong Park, Mrti Subrahmanyam, Daniel Wolfenzon (2011), “The Structure and formation of business groups: Evidence from Korean Chaebols”, *Journal of Finacial Economics*, 99, 447-475).

Điều này được thể hiện thông qua ví dụ của tập đoàn Hyundai Motor vào năm 2004 như sau:

¹⁸² Nansulhun Choi và Sang Yop Kang (2015), “Competition Law meets Corporate Governance: Ownership structure, Voting leverage, and Investor protecton of large family corporate groups in Korea”, *PKU Transnational Law Review*, 2, 2.

¹⁸³ Heitor Almeida, Sang Yong Park, Mrti Subrahmanyam và Daniel Wolfenzon (2011), “The Structure and formation of business groups: Evidence from Korean Chaebols”, *Journal of Finacial Economics*, 99, 447-475.



Trong tập đoàn Hyundai Motor, cấu trúc sở hữu chéo cổ phần được nằm ở lớp giữa (gồm các doanh nghiệp: Hyundai Motor, INI steel, Hyundai Mobis, Hyundai Capital, Kia Motor), kết hợp cùng cấu trúc sở hữu hình tháp đã tập trung quyền biểu quyết cho gia đình Jung Mong Koo.¹⁸⁴

3.2.2.4. Tình trạng phụ thuộc lẫn nhau giữa các doanh nghiệp

Khủng hoảng kinh tế luôn đặt ra câu hỏi là sự thất bại của một tổ chức tài chính có khả năng kích hoạt sự thất bại của các tổ chức khác không. Khủng hoảng tài chính là vấn đề không bị giới hạn bởi biên giới lãnh thổ, nó có thể trở thành vấn đề toàn cầu.¹⁸⁵ Sự lo lắng về những rủi ro cho hệ thống tài chính toàn cầu và nền kinh tế là một trong những nguyên nhân mà Mỹ quyết định hỗ trợ AIG trong đợt khủng hoảng của công ty bảo hiểm này vào tháng 9 năm 2008.

¹⁸⁴ Heitor Almeida, Sang Yong Park, Mrti Subrahmanyam và Daniel Wolfenzon (2007), *Valuation and performance of firms in complex ownership structures: An application to Korean chaebols*.

¹⁸⁵ Ben S Bernanke (2009), *Some reflections on the crisis*, Federal Reserve System of America, Mỹ.

Tương tự, năm 2009, nước Đức đã giải thích cho việc tiếp quản của IKB¹⁸⁶ đối với KFW¹⁸⁷. Sự quan tâm đến khả năng lây lan khi một doanh nghiệp rơi vào khủng hoảng là quan trọng bởi vì lịch sử tài chính có rất nhiều bằng chứng về vấn đề này. Việc bán tháo ở các thị trường mới nổi sau khủng hoảng đồng Peso của Mexico vào cuối năm 1994¹⁸⁸ và khủng hoảng châu Á năm 1997 là minh chứng về sự ảnh hưởng của các mất xích tài chính.¹⁸⁹

Rủi ro hệ thống liên quan đến sự liên kết và tương quan giữa các bộ phận khác nhau của thị trường. Khủng hoảng tài chính xảy ra khi một thất bại ban đầu được truyền đến toàn bộ thị trường.¹⁹⁰ Theo đó, kiểm soát và giảm nhẹ rủi ro hệ thống là vấn đề quan trọng trong thị trường tài chính. Các doanh nghiệp sẽ có những vai trò đóng góp khác nhau đối với việc khuếch trương rủi ro.¹⁹¹

Khi khủng hoảng tài chính xảy ra, cả doanh nghiệp tài chính và doanh nghiệp phi tài chính đều nhận thấy gánh nặng thực sự của lượng cổ phiếu đang nắm giữ chéo.¹⁹² Điều này đã được minh chứng tại Nhật Bản vào những năm 1990, sự gia tăng rủi ro từ các khoản vay ngân hàng đã làm gia tăng rủi ro tín dụng, tăng khả năng phá sản ngân hàng. Xu hướng suy yếu về vị thế tài chính của các ngân hàng tại Nhật Bản đã làm sụt giảm giá cổ phiếu ngân hàng. Các doanh nghiệp đặt mục tiêu bán ra các

¹⁸⁶ Là Ngân hàng IKB Deutsche Industriebank AG, trụ sở chính đặt tại Dusseldorf, Đức. IKB hỗ trợ các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Đức và Châu Âu thông qua các khoản vay, quản lý rủi ro, các dịch vụ thị trường vốn và dịch vụ tư vấn.

¹⁸⁷ Là Ngân hàng tái thiết Đức.

¹⁸⁸ Đây là một cuộc khủng hoảng kinh tế bùng phát bằng sự mất giá nhanh chóng của đồng Peso Mexico vào tháng 12 năm 1994 và sau đó lan ra các khu vực khác của nền kinh tế. Cuộc khủng hoảng này không chỉ làm cho kinh tế Mexico chao đảo, mà còn ảnh hưởng tiêu cực tới kinh tế các nước Mỹ Latin khác. Ảnh hưởng ra nước ngoài của nó được gọi là hiệu ứng Tequila. Chính phủ Mỹ, Chính phủ Canada, Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF và Ngân hàng Thanh toán Quốc tế BIS đã phối hợp cấp cho Mexico các khoản tín dụng lên tới 50 tỷ USD để ngăn chặn sự phát triển và khắc phục hậu quả của khủng hoảng.

¹⁸⁹ Christian Upper (2011), "Simulation methods to assess the danger of contagion in interbank markets", *Journal of Financial Stability*, 7, 111–125.

¹⁹⁰ Pecora, N.; Spelta, A (2015), "Shareholding relationships in the Euro Area banking market: A network perspective", *Physical A: Statistical Mechanics and its Applications*, 434, 1–12.

¹⁹¹ Yvind B hren, yvind Norli (1997), *Determinants of Intercompany Shareholdings*, Norwegian School of Management, Na Uy.

¹⁹² Tachibanaki (2000), *Absorbing agencies of the discharged shares of corss-held shares*, in Oscano, H. And Honda, Y, *Comtemporary finance and the policy*, Tokyo, Nhật Bản.

cổ phiếu ngân hàng và chấm dứt việc sở hữu chéo cổ phần.¹⁹³ Ngoài ra, bất kỳ việc bán ra có quy mô lớn được thực hiện bởi một đối tác sở hữu chéo cổ phần có thể gây ra sự sụp đổ của giá cổ phiếu của công ty trên thị trường chứng khoán.¹⁹⁴ Ông Masato Miyazaki, Trưởng Bộ phận châu Á - Thái Bình Dương (Quỹ tiền tệ Quốc tế) nhận xét: “do sở hữu chéo cổ phần nên trên giấy tờ thì ngân hàng có đủ vốn, nhưng thực tế một lượng vốn lớn là do ngân hàng khác sở hữu. Nếu khủng hoảng xảy ra, khoản vốn tại các ngân hàng khác là vô nghĩa”.¹⁹⁵

3.3. Pháp luật Việt Nam về kiểm soát vốn trong sở hữu chéo

3.3.1. Thực trạng pháp luật Việt Nam về kiểm soát vốn trong sở hữu chéo

Quy định điều chỉnh về sở hữu chéo tại Việt Nam xuất hiện tương đối muộn và không đồng đều cho mọi loại hình doanh nghiệp và mọi ngành nghề kinh doanh.

Đối với doanh nghiệp nhà nước, trước năm 2009, sở hữu chéo chưa được điều chỉnh trực tiếp. Thông tư 242/2009/TT-BTC ngày 30/12/2009 của Bộ Tài chính hướng dẫn thi hành một số điều của Quy chế quản lý tài chính của Doanh nghiệp nhà nước¹⁹⁶ đã điều chỉnh sở hữu chéo bằng quy định tại Khoản 1, Điều 5 như sau: (i) Doanh nghiệp con không được đầu tư góp vốn vào doanh nghiệp mẹ; (ii) Doanh nghiệp con, doanh nghiệp phụ thuộc doanh nghiệp mẹ không được góp vốn mua cổ phần khi cổ phần hóa đơn vị trong cùng tập đoàn, tổng công ty hoặc tổ hợp mẹ - con.

Mặc dù Thông tư 242/2009/TT-BTC không đề cập hay giải thích trực tiếp thuật ngữ sở hữu chéo, song có thể thấy tinh thần của thông tư này đã quy định rõ về việc cấm hành vi góp vốn qua lại giữa công ty mẹ và công ty con.

¹⁹³ Kanda, Capital Market Research Group (2001), *Theory and Practice of dissolution of cross shareholding*, Tokyo, Nhật Bản.

¹⁹⁴ Mark Scher (2001), *Bank – firm cross shareholding in Japan: what is it, why does it matter, is it winding down*, DESA Discussion Paper Series, Mỹ.

¹⁹⁵ Bài viết Sở hữu chéo và gánh nặng nợ xấu, đăng tải trên trang thông tin điện tử cafef, đường dẫn <http://cafef.vn/20111007113729148CA34/so-huu-cheo-va-nang-ganh-no-xau.chn>, truy cập lần cuối ngày 14/3/2019.

¹⁹⁶ Thông tư 242/2009/TT-BTC hết hiệu lực vào ngày 01/7/2016 vì Nghị định 09/2009/NĐ-CP là văn bản mà nó hướng dẫn đã hết hiệu lực (theo Khoản 4 Điều 154 Luật ban hành văn bản quy phạm pháp luật 2015 và Khoản 2 Điều 38 Nghị định 34/2016/NĐ-CP).

Ở tầm hiệu lực cao hơn, Điều 17 Nghị định số 69/2014/NĐ-CP ngày 15/7/2014 về tập đoàn kinh tế nhà nước và tổng công ty nhà nước quy định về hạn chế đầu tư và về ngành nghề kinh doanh trong tập đoàn kinh tế, tổng công ty như sau: *“Doanh nghiệp bị chi phối không được góp vốn, mua cổ phần của doanh nghiệp giữ quyền chi phối trong cùng một tập đoàn kinh tế, tổng công ty. Các doanh nghiệp bị chi phối trong cùng một tập đoàn kinh tế, tổng công ty không được góp vốn, mua cổ phần để sở hữu chéo lẫn nhau.”* Mặc dù vậy, trong các văn bản pháp luật này, thuật ngữ sở hữu chéo không được nhắc đến.

Đối với các Tổ chức tín dụng, trước năm 2001, pháp luật không điều chỉnh hoạt động sở hữu lẫn nhau của tổ chức tín dụng. Quy định về cấm sở hữu lẫn nhau giữa các tổ chức tín dụng lần đầu tiên được quy định tại Quyết định số 1122/2001/QĐ-NHNN ngày 04/09/2011 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước về việc ban hành quy định về cổ đông, cổ phần, cổ phiếu và vốn điều lệ của ngân hàng thương mại cổ phần của nhà nước và nhân dân. Theo đó, Điều 23 Quyết định số 1122/2001/QĐ-NHNN quy định: *“Ngân hàng thương mại cổ phần không được sử dụng vốn điều lệ và các quỹ để mua cổ phần, góp vốn với các cổ đông của chính ngân hàng thương mại cổ phần đó”*.

Mặc dù các quy định trên đã đặt ra giới hạn cấm các ngân hàng thương mại cổ phần và cổ đông của nó góp vốn, mua cổ phần lẫn nhau, tuy nhiên, các quy định này vẫn có những hạn chế sau:

Thứ nhất, quy định về cấm góp vốn mua cổ phần lẫn nhau của các tổ chức tín dụng chỉ áp dụng đối với Ngân hàng thương mại hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần, và nguồn vốn của việc góp vốn, mua cổ phần này không phải từ vốn điều lệ hoặc các quỹ. Điều này dẫn đến loại trừ các trường hợp sau: (i) Ngân hàng thương mại góp vốn, mua cổ phần với các cổ đông của chính ngân hàng thương mại cổ phần đó nhưng nguồn tiền sử dụng để góp vốn, mua cổ phần không có nguồn gốc từ vốn điều lệ hoặc các quỹ; (ii) Ngân hàng thương mại không tổ chức dưới hình thức công ty cổ phần; (ii) Tổ chức tín dụng không phải là ngân hàng thương mại.

Thứ hai, kể từ khi Quyết định số 1122/2001/QĐ-NHNN được ban hành đến trước khi có sự ra đời của Thông tư số 13/2010/TT-NHNN ngày 20/05/2010 của

Thống đốc Ngân hàng Nhà nước quy định về các tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng và Luật các tổ chức tín dụng 2010 (có hiệu lực năm 2011), cũng không có bất kỳ quy định nào cấm các doanh nghiệp con, doanh nghiệp liên kết của các tổ chức tín dụng đầu tư lẫn nhau, cũng như cấm doanh nghiệp con của tổ chức tín dụng đầu tư vào tổ chức tín dụng. Điều này dẫn đến trường hợp các doanh nghiệp con, doanh nghiệp liên kết của các tổ chức tín dụng đầu tư lẫn nhau, doanh nghiệp con của tổ chức tín dụng đầu tư vào doanh nghiệp mẹ.

Cho đến khi Thông tư số 13/2010/TT-NHNN ngày 20/05/2010 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước quy định về các tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng (Thông tư số 12/2010/TT-NHNN) và sau đó là Luật các tổ chức tín dụng năm 2010 đã có quy định điều chỉnh hoạt động sở hữu chéo với đối tượng và phạm vi mở rộng hơn. Những quy định tại Thông tư 13/2010/TT-NHNN liên quan đến sở hữu chéo sau đó đã được thể hiện tại Luật các Tổ chức tín dụng 2010.¹⁹⁷ Luật các tổ chức tín dụng 2010 đã có quy định giải thích tương đối đầy đủ liên quan đến việc góp vốn, mua cổ phần của tổ chức tín dụng, góp vốn mua cổ phần của các tổ chức, cá nhân khác đối với tổ chức tín dụng... để làm căn cứ cho đặt ra các quy định liên quan đến sở hữu chéo. Điều 135 Luật các Tổ chức tín dụng 2010 quy định như sau:

- *Doanh nghiệp con, doanh nghiệp liên kết của cùng một doanh nghiệp kiểm soát không được góp vốn, mua cổ phần của nhau.*
- *Doanh nghiệp con, doanh nghiệp liên kết của một tổ chức tín dụng không được góp vốn, mua cổ phần của chính tổ chức tín dụng đó.*

Theo cách giải thích từ ngữ tại Khoản 30 Điều 4 nêu trên thì Điều 135 Luật các tổ chức tín dụng được hiểu như sau:

- Các doanh nghiệp con của cùng một doanh nghiệp kiểm soát không được đầu tư vào nhau;
- Các doanh nghiệp liên kết của tổ chức tín dụng không được đầu tư vào nhau;

¹⁹⁷ Luật các tổ chức tín dụng 2010 có hiệu lực thi hành vào ngày 01/01/2011, và được sửa đổi bổ sung bởi Luật số Luật số: 17/2017/QH14.

- Các doanh nghiệp con và doanh nghiệp liên kết của cùng một doanh nghiệp kiểm soát không được đầu tư lẫn nhau;
- Tổ chức tín dụng đang là doanh nghiệp con, doanh nghiệp liên kết của doanh nghiệp kiểm soát không được góp vốn, mua cổ phần của doanh nghiệp kiểm soát đó.

Như vậy, nhìn chung tinh thần của Điều 315 Luật các tổ chức tín dụng là ngăn cấm hoạt động của các doanh nghiệp có mối liên hệ với nhau qua một doanh nghiệp khác (thường tồn tại dưới hình thức một nhóm doanh nghiệp), trong đó:

- Các doanh nghiệp thuộc sự kiểm soát của cùng một doanh nghiệp không được sở hữu lẫn nhau.
- Các doanh nghiệp này cũng không được đầu tư vào chính doanh nghiệp kiểm soát nó.

Đối với hoạt động sở hữu chéo giữa tổ chức tín dụng và một doanh nghiệp khác trong mối quan hệ là thành viên góp vốn, cổ đông của nhau, Khoản 5 Điều 129 và Khoản 3 Điều 135 Luật Các tổ chức tín dụng quy định:

“Tổ chức tín dụng không được góp vốn, mua cổ phần của các doanh nghiệp, tổ chức tín dụng khác là cổ đông, thành viên góp vốn của chính tổ chức tín dụng đó”, và

“Tổ chức tín dụng đang là doanh nghiệp con, doanh nghiệp liên kết của doanh nghiệp kiểm soát không được góp vốn, mua cổ phần của doanh nghiệp kiểm soát đó”.

Quy định này nhằm ngăn ngừa trường hợp tổ chức tín dụng góp vốn, mua cổ phần của chính cổ đông, thành viên góp vốn của chính tổ chức tín dụng đó. Ngoài ra, đây là một trong những quy định nhằm tránh trường hợp các tổ chức tín dụng đầu tư vào nhau, dẫn đến trường hợp tăng vốn giả tạo.

Nhìn chung, tinh thần của Điều 315 Luật các tổ chức tín dụng là ngăn cấm sở hữu của các doanh nghiệp có mối liên hệ với nhau qua một doanh nghiệp khác. Trong đó: Các doanh nghiệp thuộc sự kiểm soát của cùng một doanh nghiệp không được sở hữu chéo cổ phần và các doanh nghiệp này cũng không được đầu tư vào chính doanh

nghiệp kiểm soát nó. Mặc dù vậy, pháp luật về các tổ chức tín dụng vẫn không đề cập trực tiếp đến thuật ngữ sở hữu chéo.

Cho đến tận năm 2014, sở hữu chéo mới được quy định tại Luật Doanh nghiệp 2014 và được định nghĩa tại Nghị định số 96/2015/NĐ/CP quy định chi tiết một số điều của luật doanh nghiệp.¹⁹⁸

Như vậy, lần đầu tiên thuật ngữ “sở hữu chéo cổ phần” được giải thích tại văn bản ở tầm quy phạm pháp luật là Nghị định. Điều này ảnh hưởng đến hoạt động sở hữu chéo cổ phần của các doanh nghiệp Việt Nam trên thực tế. Một ví dụ là trường hợp của CTCP Bóng đèn Điện Quang. CTCP Bóng đèn Điện Quang (mã chứng khoán DQC) là công ty mẹ (sở hữu 51%) của CTCP Đầu tư & Thương mại Điện Quang. Trước đó, CTCP Đầu tư & Thương mại Điện Quang đã đăng ký mua vào 700.000 cổ phiếu DQC. Tuy nhiên, do Luật doanh nghiệp năm 2014 được áp dụng từ ngày 01/7/2015 nên giao dịch trên không được phép thực hiện.¹⁹⁹ Nếu CTCP Đầu tư & Thương mại Điện Quang vẫn muốn gia tăng sở hữu tại DQC thì DQC cần phải thoái bớt vốn để giảm tỷ lệ sở hữu xuống dưới 50%.²⁰⁰

Ngoài ra, Điểm c, Khoản 1, Điều 212 Luật Doanh nghiệp quy định: Các công ty không có cổ phần hoặc phần vốn góp do Nhà nước nắm giữ thực hiện góp vốn, mua cổ phần trước ngày 01 tháng 7 năm 2015 không phải thực hiện theo quy định tại Khoản 2 Điều 189 của Luật này nhưng không được tăng tỷ lệ sở hữu chéo. Điều đó cho thấy quan điểm của Việt Nam là chỉ cấm những quan hệ sở hữu chéo phát sinh mới. Những quan hệ sở hữu chéo phát sinh trước ngày quy định cấm sở hữu chéo có hiệu lực thì có thể được duy trì, với điều kiện không làm tăng tỷ lệ sở hữu chéo.

Về khía cạnh kế toán doanh nghiệp, chuẩn mực Kế toán Việt Nam số 25 Ban hành kèm theo Quyết định số 234/2003/QĐ-BTC ngày 30/12/2003 của Bộ trưởng Bộ

¹⁹⁸ Nội dung này đã được giải thích tại trang 35, 36 của Luận án.

¹⁹⁹ Bài viết “Vướng quy định sở hữu chéo, Công ty con của Điện Quang mua bất thành DQC” đăng trên trang thông tin điện tử Cafef, đường dẫn <http://cafef.vn/thi-truong-chung-khoan/vuong-quy-dinh-so-huu-cheo-cong-ty-con-cua-dien-quang-mua-bat-thanh-dqc-20150819153523261.chn>, truy cập lần cuối ngày 14/3/2019.

²⁰⁰ Để thực hiện điều này, trên thực tế, theo công bố thông tin của CTCP Bóng đèn Điện Quang, kể từ ngày 21/9/2015, CTCP Đầu tư & Thương mại Điện Quang trở thành công ty liên kết, không còn là công ty con của CTCP Bóng đèn Điện Quang.

Tài chính v/v ban hành và công bố 06 chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS 25) quy định doanh nghiệp mẹ phải lập báo cáo tài chính hợp nhất.²⁰¹ Để những thông tin tài chính được thể hiện đầy đủ, đáng tin cậy và phản ánh trung thực về tình hình tài chính của doanh nghiệp, bảng cân đối kế toán hợp nhất phải tuân thủ các yêu cầu sau:

- (i) Loại trừ phần vốn kinh doanh của công ty mẹ cấp cho công ty con và phần nguồn vốn của công ty con nhận vốn cấp của công ty mẹ.
- (ii) Loại trừ phần các khoản đầu tư, cho vay, góp vốn, liên kết của doanh nghiệp mẹ và phần nguồn vốn của các doanh nghiệp con do nhận các khoản đầu tư, cho vay, góp vốn liên doanh liên kết của doanh nghiệp mẹ trên bảng cân đối kế toán hợp nhất. Nếu các doanh nghiệp con có phát sinh các khoản đầu tư, cho vay, góp vốn liên doanh, liên kết với một đơn vị khác trong cùng tập đoàn, thì cũng tiến hành loại trừ tương tự.
- (iii) Loại trừ số dư các tài khoản trên Bảng cân đối kế toán và các giao dịch giữa các đơn vị trong cùng tập đoàn, bao gồm các khoản doanh thu, các khoản chi phí, cổ tức và các khoản thu nhập khác phát sinh từ các hoạt động giao dịch trong nội bộ tập đoàn. Các khoản lãi chưa thực hiện từ các giao dịch nội bộ nằm trong giá trị còn lại của tài sản, như hàng tồn kho và tài sản cố định cũng được loại trừ hoàn toàn. Các khoản lỗ chưa thực hiện phát sinh từ các giao dịch nội bộ đã được khấu trừ khi xác định giá trị ghi sổ của tài sản cũng được loại bỏ trừ khi chi phí tạo nên khoản lỗ đó không thể thu hồi được.²⁰²

3.3.2. *Đánh giá pháp luật Việt Nam trong mối liên hệ với pháp luật một quốc gia*

Thứ nhất, pháp luật Việt Nam không cấm sở hữu chéo cổ phần nói chung (chỉ cấm sở hữu chéo cổ phần trong một số trường hợp nhất định, ví dụ sở hữu chéo đối với doanh nghiệp nhà nước và các tổ chức tín dụng). Đây là quan điểm phù hợp với

²⁰¹ Báo cáo tài chính hợp nhất được lập từ báo cáo tài chính của doanh nghiệp mẹ và các doanh nghiệp con, trên cơ sở kết hợp theo từng chỉ tiêu, cộng các chỉ tiêu lại với nhau theo từng loại tài sản, nợ phải trả, nguồn vốn chủ sở hữu, thu nhập, chi phí.

²⁰² Chuẩn mực kế toán hợp nhất kinh doanh, mục 15, Chuẩn mực kế toán số 25, ban hành kèm theo Quyết định số 234/2003/QĐ-BTC ngày 30/12/2003 của Bộ trưởng Bộ Tài chính v/v ban hành và công bố 06 chuẩn mực kế toán Việt Nam.

lý luận về sở hữu chéo cổ phần và phù hợp với đa số quan điểm điều chỉnh pháp lý về sở hữu chéo cổ phần của các quốc gia trên thế giới. Việc không hoàn toàn cấm sở hữu chéo cổ phần cũng phù hợp với tinh thần tôn trọng quyền sở hữu và quyền tự do kinh doanh của doanh nghiệp.

Thứ hai, pháp luật Việt Nam không cho phép tồn tại sở hữu chéo cổ phần giữa doanh nghiệp mẹ và doanh nghiệp con, và sở hữu chéo giữa các doanh nghiệp con của cùng một doanh nghiệp mẹ.

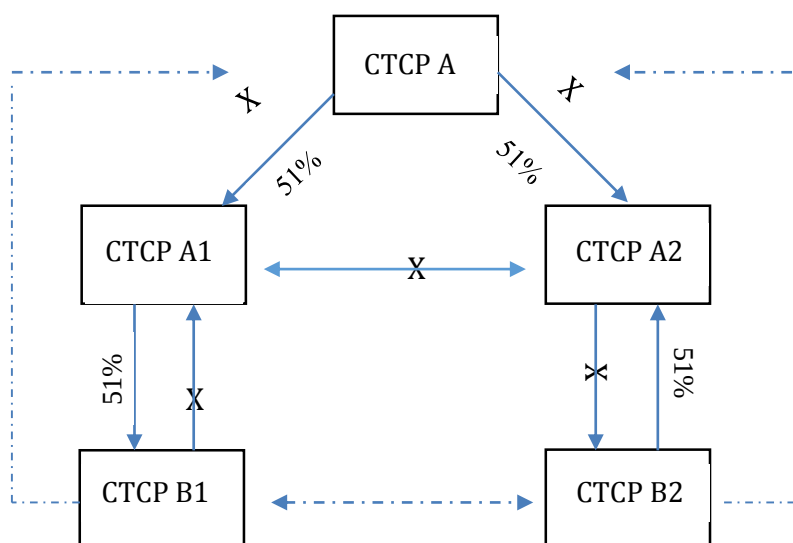
Việc không cho phép sở hữu chéo cổ phần giữa doanh nghiệp mẹ và doanh nghiệp con là hợp lý. *“Doanh nghiệp con nắm giữ cổ phần của doanh nghiệp mẹ đồng nghĩa với việc doanh nghiệp con có quyền quyết định độc lập. Do đó, doanh nghiệp mẹ không thể thực hiện quyền chi phối công bằng theo quy định pháp luật. Tức là việc doanh nghiệp con sở hữu cổ phiếu của doanh nghiệp mẹ đã làm “ngoắt ngéo quyền biểu quyết của doanh nghiệp mẹ”.*²⁰³ Ngoài ra, quan hệ mẹ - con chỉ là quan hệ một chiều: công ty mẹ là mẹ của công ty con, chứ công ty con không thể là mẹ của công ty mẹ²⁰⁴. Vì vậy, việc cấm thực hiện sở hữu chéo cổ phần giữa doanh nghiệp con và doanh nghiệp mẹ là việc cần thiết để đảm bảo bản chất của mối quan hệ mẹ - con. Tương tự, việc cấm sở hữu chéo cổ phần giữa những doanh nghiệp con của cùng một doanh nghiệp mẹ là cần thiết. Về pháp lý, các doanh nghiệp con là những thực thể độc lập dù có cùng doanh nghiệp mẹ nhưng chúng là những thực thể độc lập. Tuy nhiên, về mặt tài sản, chúng có mối quan hệ chặt chẽ, do mối quan hệ của từng doanh nghiệp đối với một doanh nghiệp mẹ nói chung.

Mặc dù vậy, ngay cả trong trường hợp này, khái niệm về sở hữu chéo tại Luật Doanh nghiệp 2014 chỉ đang đề cập đến sở hữu chéo trực tiếp, là doanh nghiệp A sở hữu doanh nghiệp B, và doanh nghiệp B sở hữu Doanh nghiệp A, chưa đề cập đến sở hữu chéo gián tiếp, hay còn gọi là sở hữu chéo theo vòng tròn. Đây là quan hệ sở hữu chéo có sự tham gia của một hoặc nhiều doanh nghiệp trung gian, ví dụ doanh

²⁰³ Nguyễn Thị Lan Hương (2005), “Điều chỉnh pháp lý về sở hữu cổ phần chéo ở Nhật Bản”, *Tạp chí Tài chính*, (11), 54.

²⁰⁴ Nhà Pháp luật Việt – Pháp dịch (2004), *Hội thảo các Tập đoàn Kinh tế lớn*, Hà Nội.

ng nghiệp A sở hữu doanh nghiệp B, doanh nghiệp B sở hữu doanh nghiệp C, doanh nghiệp C sở hữu doanh nghiệp A. Quan hệ sở hữu chéo trên tạo thành một vòng tròn sở hữu, trong đó B là một doanh nghiệp trung gian. Số lượng doanh nghiệp trung gian tham gia vòng tròn sở hữu này về lý thuyết là không giới hạn. Một tình huống sở hữu trên thực tế cũng là sự pha trộn phức tạp của nhiều chủ thể tham gia, không chỉ là quan hệ sở hữu chéo đơn thuần giới hạn giữa hai doanh nghiệp. Việc này được minh họa bằng sơ đồ sau:



(Tác giả vẽ theo tinh thần của Khoản 2 Điều 198 Luật Doanh nghiệp 2014).

Theo sơ đồ nêu trên, áp dụng quy định của Luật Doanh nghiệp 2014 và Nghị định số 96/2015/NĐ/CP hướng dẫn thi hành, công ty A1 không thể mua cổ phần của công ty A. Câu hỏi đặt ra là vậy công ty B1 là công ty con của công ty A1 có thể mua cổ phần của công ty A không. Nếu chỉ áp dụng theo riêng Khoản 2 của Điều 189 Luật Doanh nghiệp 2014 “*công ty con không được đầu tư góp vốn, mua cổ phần của công ty mẹ. Các công ty con của cùng một công ty mẹ không được cùng nhau góp vốn, mua cổ phần để sở hữu chéo lẫn nhau*” thì hoạt động này không bị cấm, có nghĩa là công ty B1 có thể mua cổ phần của công ty A.

Tuy nhiên, nếu theo cách định nghĩa về công ty mẹ tại Khoản 1 Điều 189 Luật Doanh nghiệp thì hoạt động này không được phép khi tiêu chí về công ty mẹ - công ty con không chỉ dựa trên mức cổ phần sở hữu mà còn dựa vào khả năng kiểm soát, cụ thể:

“Một công ty được coi là công ty mẹ của công ty khác nếu thuộc một trong các trường hợp sau đây:

- *Sở hữu trên 50% vốn điều lệ hoặc tổng số cổ phần phổ thông của công ty đó;*
- *Có quyền trực tiếp hoặc gián tiếp quyết định bổ nhiệm đa số hoặc tất cả thành viên Hội đồng quản trị, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc của công ty đó;*
- *Có quyền quyết định việc sửa đổi, bổ sung Điều lệ của công ty đó.”*

Có nghĩa là theo quy định này, công ty B1 không thể mua cổ phần của công ty A nếu công ty A có quyền trực tiếp hoặc gián tiếp quyết định bổ nhiệm đa số hoặc tất cả thành viên Hội đồng quản trị, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc của công ty B1, có quyền quyết định việc sửa đổi, bổ sung Điều lệ của công ty B1.

Như vậy, có thể thấy việc điều chỉnh quan hệ sở hữu chéo giữa công ty mẹ - công ty con theo quy định của Luật Doanh nghiệp 2014 là tương đối hoàn thiện. Và việc này phải được xem xét tổng quát trên quy định của Khoản 2 Điều 189 Luật Doanh nghiệp 2014 cùng với định nghĩa về công ty mẹ tại Khoản 1 Điều 189 Luật Doanh nghiệp 2014.

Quy định cấm sở hữu chéo giữa doanh nghiệp mẹ với doanh nghiệp con, giữa các doanh nghiệp con của cùng doanh nghiệp mẹ cũng phù hợp với quy định của một số quốc gia trên thế giới. Ví dụ, ở Nhật Bản, việc sửa đổi Bộ luật Thương mại Nhật Bản năm 1981 đã đưa ra hai loại hạn chế về sở hữu chéo: (i) hạn chế sở hữu và (ii) hạn chế thực hiện quyền của cổ đông liên quan đến sở hữu chéo. Bộ luật Thương mại Nhật Bản sau đó được sửa đổi vào năm 2005, cùng thời điểm với việc ban hành Luật Công ty số 86. Luật Công ty Nhật Bản quy định: *“Công ty con không được mua lại cổ phần của công ty mẹ.”*²⁰⁵ Tiêu chí để xác định một “Công ty con” được giải thích tại Điều 2, Mục 1 (iii) Luật Công ty như sau: *“Công ty con” nghĩa là bất kỳ pháp nhân nào mà sự quản lý đó do Công ty kiểm soát, bao gồm, nhưng không giới hạn, công ty mà đa số phiếu bầu thuộc sở hữu của Công ty kiểm soát.*” Quy định cấm này chỉ bị loại trừ trong các trường hợp: (i) Khi việc mua này là kết quả của việc sáp nhập hoặc chia tách doanh nghiệp; (ii) hoặc việc mua cổ phiếu này không có chủ ý; hoặc

²⁰⁵ Điều 135, Luật Công ty của Nhật Bản số 86, năm 2005.

(iii) việc sở hữu này là kết quả của việc phân chia cổ tức. Tuy nhiên, ngay cả trong các trường hợp loại trừ trên, doanh nghiệp con cũng không được thực hiện quyền biểu quyết đối với phần vốn mà nó nắm giữ tại doanh nghiệp mẹ và phải được bán đi ngay sau đó.

Tại Hàn Quốc, đối với những doanh nghiệp không nằm trong nhóm các Chaebol, pháp luật quy định như sau:²⁰⁶

(i) Trường hợp công ty mẹ nắm giữ trên 50% tổng số cổ phần phát hành trái phiếu của công ty con, thì công ty con không được mua cổ phần trong công ty mẹ, trừ những trường hợp việc nắm giữ cổ phiếu của công ty mẹ do các trường hợp sau:

1. Trường hợp sáp nhập công ty hoặc mua toàn bộ kinh doanh của công ty khác; và

2. Trường hợp cần thiết để đạt được mục tiêu trong quá trình thực hiện các quyền của công ty.

(2) Trong trường hợp khoản 1, công ty con sẽ phải bán lại cổ phần của công ty mẹ trong vòng sáu tháng kể từ thời điểm xác lập quyền sở hữu đối với cổ phiếu của công ty mẹ.

(3) Nếu công ty mẹ và công ty con của công ty mẹ nắm giữ, hoặc công ty con tự nắm giữ, trên 50% tổng số cổ phần lưu hành của một công ty khác, thì công ty đó sẽ được coi là công ty con của công ty mẹ nhằm mục đích áp dụng Đạo luật này.

Luật Công ty của Indonesia cũng quy định rằng công ty (A) bị cấm phát hành cổ phần cho một công ty khác (B) nếu công ty B này đang trực tiếp hoặc gián tiếp nắm giữ cổ phần của công ty A. Quy định cấm này được áp dụng trong cả trường hợp sở hữu chéo xảy ra là trực tiếp hay gián tiếp.²⁰⁷ Theo quy định này thì:

(i) Phương thức tạo ra sở hữu chéo trực tiếp được giải thích là “*nếu trước tiên Công ty sở hữu cổ phần trong Công ty thứ hai mà không thông qua một hoặc nhiều "Công ty trung gian", và ngược lại Công ty thứ 2 sở hữu cổ phần trong Công ty thứ*

²⁰⁶ Khoản 2, Điều 342, Luật Thương mại của Hàn Quốc năm 2017.

²⁰⁷ Điều 36, Luật Công ty của Indonesia số 40 năm 2007.

nhất”. Đây là hình thức sở hữu chéo đơn giản nhất, khi Công ty A sở hữu công ty B, và công ty B sở hữu công ty A.²⁰⁸

(ii) Phương thức tạo ra sở hữu chéo gián tiếp nghĩa là “*Công ty sở hữu cổ phần của Công ty thứ hai thông qua quyền sở hữu của một hoặc nhiều "Công ty trung gian" và ngược lại, Công ty thứ 2 sở hữu cổ phần trong Công ty đầu tiên.*” Đây là dạng thức phức tạp của sở hữu chéo, tạo thành sở hữu vòng tròn, như mô hình công ty A sở hữu cổ phần của công ty B, công ty B sở hữu cổ phần của công ty C, đến lượt nó công ty C sở hữu cổ phần công ty A.²⁰⁹

Việc quy định cấm liên quan đến quyền sở hữu cổ phần nói trên không áp dụng đối với quyền sở hữu cổ phần thu được từ những giao dịch không phát hành cổ phiếu, ví dụ được tặng cho tại Điều 36 (2) của Luật Công ty. Trong vấn đề này không có sự kiện phát hành cổ phiếu đòi hỏi phải thanh toán tiền, nên không trái với các quy định cấm phát hành cổ phiếu được quy định tại Điều 36 (1) của Luật Công ty. Tuy nhiên, số lượng cổ phần có được trong trường hợp này dựa trên quy định tại khoản 2 Điều 36 của Luật Công ty phải được chuyển giao cho bên thứ ba không bị cấm sở hữu cổ phần trong Công ty trong khoảng thời gian một năm kể từ ngày nhận cổ phiếu.²¹⁰

Thứ ba, pháp luật Việt Nam không điều chỉnh quan hệ sở hữu chéo giữa các doanh nghiệp không có mối quan hệ mẹ - con. Có nghĩa là ngoài các trường hợp không được phép sở hữu chéo cổ phần nêu trên, pháp luật Việt Nam chưa điều chỉnh đối với các trường hợp sở hữu chéo cổ phần khác. Điều này không hợp lý vì tác động tiêu cực của sở hữu chéo cổ phần có thể tạo ra ngay cả trong trường hợp không có mối quan hệ mẹ - con như lý luận về sở hữu chéo cổ phần đã phân tích. Trên cơ sở phân tích quy định pháp luật một số quốc gia nêu trên, đã cho thấy ngay cả giữa các doanh nghiệp không có mối quan hệ mẹ - con, thì sở hữu chéo vẫn được điều chỉnh cụ thể và có các giới hạn kèm theo.

²⁰⁸ Khoản 1, Điều 36, Luật Công ty của Indonesia số 40 năm 2007.

²⁰⁹ Khoản 1, Điều 36, Luật Công ty của Indonesia số 40 năm 2007.

²¹⁰ Khoản 2, Điều 36, Luật Công ty của Indonesia số 40 năm 2007.

Tham khảo quy định pháp luật một số quốc gia trên thế giới, có thể thấy quan hệ sở hữu chéo giữa doanh nghiệp không phải là mẹ - con là vấn đề được quan tâm điều chỉnh. Ví dụ, Nhật Bản không cấm sở hữu chéo giữa các doanh nghiệp này, tuy nhiên pháp luật đặt ra những giới hạn để kiểm soát. Khi doanh nghiệp B sở hữu từ 25% cổ phiếu có quyền biểu quyết của một doanh nghiệp A, nếu sau đó doanh nghiệp A cũng sở hữu cổ phiếu của doanh nghiệp B thì việc sở hữu này mặc dù không bị cấm nhưng bị giới hạn việc thực hiện quyền sở hữu. Cụ thể, doanh nghiệp A sẽ không được thực hiện bất kì quyền biểu quyết nào đối với số cổ phần của doanh nghiệp B mà A nắm giữ. Hạn chế này được đặt ra với cả một nhóm doanh nghiệp. Cụ thể, nếu doanh nghiệp A sở hữu cổ phiếu của doanh nghiệp C, nếu trước thời điểm sở hữu đã xảy ra một trong hai tình huống sau: (i) doanh nghiệp C cùng với các doanh nghiệp con của C nắm giữ từ 25% cổ phiếu có quyền biểu quyết của doanh nghiệp A; hoặc (ii) tuy doanh nghiệp C không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp A, nhưng các công ty con của doanh nghiệp C cùng nhau nắm giữ từ 25% cổ phiếu có quyền biểu quyết của doanh nghiệp A, thì doanh nghiệp A không được thực hiện bất kì quyền biểu quyết nào đối với số cổ phần của doanh nghiệp C mà A nắm giữ.²¹¹

Ngoài ra, Nhật Bản nhấn mạnh nguyên tắc “một cổ phần một phiếu biểu quyết” tại Mục 1, Điều 308, Mục 1 Luật Công ty Nhật Bản như sau: Cổ đông được quyền biểu quyết tương ứng với mỗi cổ phần mà họ nắm giữ tại cuộc họp cổ đông.

Tại Hàn Quốc, pháp luật không cấm sở hữu chéo nói chung, mà cấm sở hữu chéo giữa các doanh nghiệp trong nội bộ các Chaebol. Không phải bất kì tập đoàn hay nhóm doanh nghiệp nào cũng được gọi là Chaebol. Chaebol là một nhóm các doanh nghiệp do “một người” điều khiển hoạt động kinh doanh của cả nhóm. “Người” này được định nghĩa bao gồm cả cổ đông kiểm soát và những người có liên quan của cổ đông kiểm soát, có thể là cá nhân hoặc doanh nghiệp.²¹² Có hai tiêu chí

²¹¹ Khoản 1, Điều 308, Luật Công ty của Nhật Bản số 86 năm 2005.

²¹² Các tiêu chí công nhận là một Chaebol có thể được Ủy ban Thương mại Công bằng (FTC) xem xét việc thay đổi tùy theo hoàn cảnh thực tế, dựa trên tổng tài sản của doanh nghiệp tại một thời điểm nhất định. Trên thực tế, Chính phủ Hàn Quốc đã thay đổi tiêu chí về chỉ định các nhóm doanh nghiệp lớn dựa trên tổng tài sản của họ bốn lần, bắt đầu từ năm 1987 (tài sản 400 tỷ won). Năm 1993, 30 nhóm doanh nghiệp hàng đầu được đặt tên là các nhóm doanh nghiệp lớn. Từ năm 2002, các nhóm kinh doanh với tổng tài sản là 2 nghìn tỷ won

để xác định trên thực tế người điều khiển các doanh nghiệp trong nhóm – gọi là các công ty liên kết: sở hữu trên thực tế 30% cổ phần, bao gồm cả các cổ phần ưu đãi, của doanh nghiệp, hoặc trên thực tế có thể ảnh hưởng, kiểm soát doanh nghiệp, bao gồm việc bổ nhiệm, thay đổi ban quản trị và người điều hành, các hoạt động kinh doanh chính của doanh nghiệp.²¹³

Dưới quan điểm của những nhà lập pháp Ý, việc điều chỉnh sở hữu chéo phụ thuộc vào hai trường hợp khác nhau: (1) sở hữu chéo được tạo ra tại thời điểm doanh nghiệp được thành lập hoặc vào thời điểm tăng vốn, hoặc (2) sở hữu chéo xảy ra từ ảnh hưởng của việc mua lại chéo cổ phần, xuất phát từ hành vi của một bên. Pháp luật Ý ngăn cấm sở hữu chéo được tạo ra bởi việc đăng ký mua lại đối ứng vào thời điểm thành lập doanh nghiệp hoặc thời điểm tăng vốn. Bất kì giao dịch nào vi phạm quy định này đều bị tuyên bố vô hiệu.²¹⁴ Việc tạo ra sở hữu chéo từ hành vi của một bên được điều chỉnh như thế nào phụ thuộc vào việc trước đó đã có mối quan hệ kiểm soát giữa hai doanh nghiệp hay không.

Nếu trước đó đã có mối quan hệ kiểm soát giữa hai doanh nghiệp, thì:

- Doanh nghiệp bị kiểm soát có thể mua cổ phiếu của doanh nghiệp kiểm soát trong giới hạn nhất định. (i) tiền mua cổ phiếu phải được thanh toán đầy đủ; (ii) chi phí thực hiện việc mua cổ phiếu này nằm trong phạm vi lợi nhuận sẵn có và các khoản dự phòng có thể phân bổ như đã nêu trong báo cáo tài chính gần nhất đã được phê duyệt; (iii) tổng số lượng cổ phần (cùng với cổ phần khác của doanh nghiệp kiểm soát được nắm giữ bởi các doanh nghiệp khác trong cùng tập đoàn) không được vượt quá 10% vốn cổ phần của doanh nghiệp kiểm soát; (iv) Tuy nhiên, ngay cả khi được thực hiện các giao dịch này, doanh nghiệp bị kiểm soát vẫn không có quyền biểu

(1,7 tỷ USD) trở lên đã được chỉ định là các nhóm doanh nghiệp lớn. FTC đã nâng tiêu chuẩn tài sản lên 5 nghìn tỷ won (4,2 tỷ USD) trong năm 2009.

²¹³ Heitor Almeida, Sang Yong Park, Mrti Subrahmanyam và Daniel Wolfenzon (2011), “The Structure and formation of business groups: Evidence from Korean Chaebols”, *Journal of Financial Economics* (99), 447-475.

²¹⁴ Điều 2360 Bộ luật Dân sự Ý năm 2003, theo Shearman & Sterling, Institutional Share Holder Services và European corporate governance institute (2007), *Proportionality Between Ownership And Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study*, (Phần 1, Phụ lục C: Legal study for each Jurisdiction), 353.

quyết đối với số cổ phần mà nó sở hữu tại doanh nghiệp kiểm soát.²¹⁵ Việc mua cổ phiếu này phải được thực hiện trên cơ sở đối xử công bằng giữa các cổ đông theo một trình tự thủ tục mà Luật quy định.

Nếu trước đó giữa hai doanh nghiệp không có mối quan hệ kiểm soát và ít nhất một trong hai doanh nghiệp là công ty niêm yết, pháp luật Ý cung cấp một ngưỡng tối đa của việc mua cổ phiếu như sau:²¹⁶

- Nếu cả hai doanh nghiệp đều là công ty niêm yết, một doanh nghiệp (A) có thể mua tối đa 2% quyền biểu quyết của một doanh nghiệp khác (B), nếu như doanh nghiệp B trước đó đã sở hữu 2% vốn cổ phần của doanh nghiệp A.

Ngưỡng 2% có thể được nâng lên 5% nếu được sự đồng ý của Đại hội đồng cổ đông của cả hai doanh nghiệp.²¹⁷

- Nếu chỉ có một trong hai doanh nghiệp là công ty niêm yết, sở hữu chéo được giới hạn ở mức 10% đối với doanh nghiệp chưa niêm yết và 2% đối với doanh nghiệp niêm yết.

Nếu các giới hạn sở hữu nêu trên bị vi phạm, mức vượt ngưỡng sẽ được xử lý như sau:

- Phần cổ phiếu vượt ngưỡng quy định sẽ không được thực hiện các quyền biểu quyết tại doanh nghiệp;
- Phần cổ phiếu vượt ngưỡng phải được bán đi trong vòng 12 tháng, kể từ ngày thực hiện giao dịch làm phát sinh mức vượt ngưỡng;

²¹⁵ Điều 2359 bis Bộ luật Dân sự Ý năm 2003, theo Shearman & Sterling, Institutional Share Holder Services và European corporate governance institute (2007), *Rproportionality Between Ownership And Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study*, (Phần 1, Phụ lục C: Legal study for each Jurisdiction), 353.

²¹⁶ Điều 121, Đạo luật Chứng khoán của Ý năm 1998, theo Shearman & Sterling, Institutional Share Holder Services và European corporate governance institute (2007), *Rproportionality Between Ownership And Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study*, (Phần 1, Phụ lục C: Legal study for each Jurisdiction), 354.

²¹⁷ Khoản 2, Điều 121, Đạo luật Chứng khoán của Ý năm 1998, theo Shearman & Sterling, Institutional Share Holder Services và European corporate governance institute (2007), *Rproportionality Between Ownership And Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study*, (Phần 1, Phụ lục C: Legal study for each Jurisdiction), 353.

- Nếu quá 12 tháng mà phần cổ phiếu vượt ngưỡng vẫn chưa được bán đi, quyền biểu quyết đối với toàn bộ cổ phiếu mà doanh nghiệp sở hữu (bao gồm cả phần sở hữu hợp pháp và phần sở hữu vượt ngưỡng) sẽ bị đình chỉ.

Nếu không xác định được, hoặc xác định không rõ ràng doanh nghiệp nào vượt ngưỡng trước, toàn bộ quyền biểu quyết đối với số cổ phần sở hữu lẫn nhau của cả hai doanh nghiệp đều bị đình chỉ.

Bất kỳ việc mua cổ phần nào vượt quá 2% vốn cổ phần của 1 doanh nghiệp niêm yết thì phải thông báo cho doanh nghiệp này và cho cơ quan quản lý trong vòng 5 ngày kể từ ngày thực hiện giao dịch. Trong vòng 30 ngày, kể từ ngày các bên ký kết thỏa thuận nắm giữ chéo 5%, doanh nghiệp niêm yết phải công bố ra thị trường bằng văn bản về nội dung thỏa thuận này.

Để xác định những giới hạn có thể áp dụng đối với sở hữu chéo, pháp luật Pháp phân biệt thành ba trường hợp.

- *Một, sở hữu chéo cơ bản (basic cross shareholding)*: Sở hữu chéo được coi là cơ bản trong tình huống công ty A sở hữu công ty B, và đến lượt nó, công ty B cũng sở hữu công ty A. Đối với tình huống này, Pháp quy định như sau: (i) Một công ty cổ phần (A) không thể nắm giữ cổ phiếu của một công ty khác (B), dưới bất kỳ loại hình doanh nghiệp nào, và dưới bất kỳ hình thức nào, nếu công ty này (B) đã nắm giữ từ 10% vốn cổ phần của công ty cổ phần (A).²¹⁸ (ii) Một công ty không phải là công ty cổ phần (C) không thể nắm giữ cổ phiếu của một công ty cổ phần (D), nếu công ty cổ phần đó (D) đã nắm giữ 10% vốn của công ty này (C).²¹⁹

- *Sở hữu chéo trực tiếp (direct shareholding)*: Nếu một doanh nghiệp (A) trực tiếp kiểm soát một doanh nghiệp khác (B), và nếu doanh nghiệp bị kiểm soát (B) cũng nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp kiểm soát nó (A), phần cổ phiếu này sẽ không có quyền biểu quyết.²²⁰ Điều đáng lưu ý là nếu doanh nghiệp kiểm soát nắm 10% vốn

²¹⁸ Điều L. 233 – 29 Bộ Luật Thương mại của Pháp (sửa đổi, bổ sung năm 2007), bản tiếng Anh tại trang tin điện tử của WIPO, đường dẫn <https://wipolex.wipo.int/en/text/180801>, truy cập lần cuối ngày 31/05/2019.

²¹⁹ Điều L. 233 – 30 Bộ Luật Thương mại của Pháp (sửa đổi, bổ sung năm 2007), bản tiếng Anh tại trang tin điện tử của WIPO, đường dẫn <https://wipolex.wipo.int/en/text/180801>, truy cập lần cuối ngày 31/05/2019.

²²⁰ Điều L. 233 – 31 Bộ Luật Thương mại của Pháp (sửa đổi, bổ sung năm 2007), bản tiếng Anh tại trang tin điện tử của WIPO, đường dẫn <https://wipolex.wipo.int/en/text/180801>, truy cập lần cuối ngày 31/05/2019.

cổ phần của doanh nghiệp bị kiểm soát, các quy định về sở hữu chéo cơ bản tại Điều L. 233 – 29, Điều L. 233 – 30 Bộ Luật Thương mại của Pháp sẽ được áp dụng, có nghĩa là khi đạt đến mức này, doanh nghiệp bị kiểm soát sẽ không được nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp kiểm soát nó.

- *Sở hữu chéo gián tiếp (indirect shareholding)*: Nếu một doanh nghiệp gián tiếp kiểm soát một doanh nghiệp khác, cổ phiếu do doanh nghiệp bị kiểm soát nắm giữ của doanh nghiệp kiểm soát sẽ không được thực hiện quyền biểu quyết.²²¹ Trong trường hợp này sẽ không áp dụng các quy định điều chỉnh sở hữu chéo cơ bản nêu trên.

Như vậy, có thể thấy, pháp luật của nhiều quốc gia trên thế giới, dù có cách điều chỉnh khác nhau, nhưng đều dành các quy phạm nhất định để điều chỉnh sở hữu chéo, theo hai tiêu chí: (i) Không cho phép sở hữu chéo giữa doanh nghiệp mẹ - doanh nghiệp con; (ii) Kiểm soát và đặt ra các giới hạn cho sở hữu chéo giữa các doanh nghiệp không có mối quan hệ mẹ - con.

3.3.3. Hoàn thiện pháp luật Việt Nam về kiểm soát vốn trong sở hữu chéo

Trên cơ sở đánh giá quy định pháp luật Việt Nam và tham khảo quy định một số quốc gia, cần thiết phải bổ sung một điểm vào Khoản 2, Điều 189 Luật Doanh nghiệp 2014 quy định như sau: “*Trong trường hợp không thuộc nhóm công ty mẹ - công ty con, nếu một doanh nghiệp sở hữu trực tiếp hoặc gián tiếp từ 5% cổ phần của công ty là cổ đông của nó tạo thành sở hữu chéo, thì doanh nghiệp tạo thành sở hữu chéo không được thực hiện quyền biểu quyết và quyền hưởng cổ tức đối với số cổ phần sở hữu chéo.*” Việc bổ sung quy định này là cần thiết vì:

Một, trong mối quan hệ sở hữu chéo, chỉ nên đặt ra chế tài đối với doanh nghiệp tạo ra sở hữu chéo. Về mặt quy trình, mối quan hệ sở hữu chéo được tạo nên bởi hai bước, được phân chia như sau:

²²¹ Điều L. 233 – 31 Bộ Luật Thương mại của Pháp (sửa đổi, bổ sung năm 2007) bản tiếng Anh tại trang tin điện tử của WIPO, đường dẫn <https://wipolex.wipo.int/en/text/180801>, truy cập lần cuối ngày 31/05/2019.

(i) Doanh nghiệp sở hữu ban đầu. Nếu giữa doanh nghiệp A và doanh nghiệp B tồn tại sở hữu chéo cổ phần, thì điều đầu tiên phải xác định là A sở hữu B trước, hay B sở hữu A trước. Doanh nghiệp nào xác lập quyền sở hữu trước tiên được xem là doanh nghiệp sở hữu ban đầu. Bản thân việc sở hữu ban đầu này chỉ tạo ra một mối quan hệ về quyền sở hữu thông thường, là doanh nghiệp có quyền sở hữu đối với tài sản do nó tạo lập nên và quyền tự do kinh doanh. Dưới góc độ tài chính, các nhà nghiên cứu gọi đây là sở hữu đơn phương (gọi là *unilateral ownership*), hay còn gọi là sở hữu một chiều. Pháp luật không hướng đến việc tạo ra chế tài đối với doanh nghiệp sở hữu ban đầu.

(ii) Doanh nghiệp tạo nên tình trạng sở hữu chéo cổ phần, tức là doanh nghiệp đã sở hữu ngược lại doanh nghiệp sở hữu ban đầu (gọi là *bilateral ownership*). Chính việc sở hữu ngược lại này mới tạo ra mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần.²²² Và do đó, pháp luật hướng đến việc điều chỉnh ở doanh nghiệp sở hữu ngược lại này bằng các chế tài pháp lý. Trong trường hợp của kiến nghị nêu trên, doanh nghiệp sở hữu ngược lại, hay còn gọi là doanh nghiệp tạo ra sở hữu chéo, sẽ không được hưởng quyền biểu quyết và quyền hưởng cổ tức đối với số cổ phần tạo ra sở hữu chéo.

Hai, tỷ lệ sở hữu 5% của doanh nghiệp là kế thừa và tương thích với quy định hiện hành của Việt Nam về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Hiện nay, mức sở hữu 5% cổ phần của doanh nghiệp được xem là trở thành cổ đông lớn và có thể tạo ra những ảnh hưởng nhất định đối với doanh nghiệp phát hành. Luật Chứng khoán năm 2006 đã quy định: “*Cổ đông lớn là cổ đông sở hữu trực tiếp hoặc gián tiếp từ 5% trở lên số cổ phiếu có quyền biểu quyết của tổ chức phát hành.*”²²³

Khả năng kiểm soát đối với việc sở hữu tỷ lệ 5% cổ phần doanh nghiệp là có thể thực hiện đối với các quy định về công bố thông tin. Đối với công ty cổ phần không phải là công ty đại chúng hoặc chưa niêm yết, các giao dịch chuyển nhượng sẽ được thực hiện tại doanh nghiệp phát hành, và khi đó doanh nghiệp phát hành có

²²² Seiji Ogishima và Takao Kobayashi (2002), *Cross shareholding and Equity Valuation in Japan*, Đại học Tokyo, Nhật Bản.

²²³ Khoản 9, Điều 6, Luật Chứng khoán 2006 (sửa đổi, bổ sung bởi Luật số 62/2010/QH12).

thể kiểm soát vấn đề này.²²⁴ Đối với hoạt động chuyển nhượng qua các giao dịch tại Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch chứng khoán TP. HCM (HOSE) hoặc giao dịch chuyển nhượng chứng khoán của công ty đại chúng,²²⁵ việc hạch toán quyền sở hữu được thực hiện tại Trung tâm lưu lý chứng khoán Việt Nam (VSD), không thực hiện tại tổ chức phát hành (doanh nghiệp).²²⁶ Đối với loại hình giao dịch chứng khoán này, tổ chức phát hành có thể không nắm bắt đầy đủ thông tin về cổ đông.

Tuy nhiên, pháp luật có quy định rõ về trách nhiệm công bố thông tin khi người mua trở thành cổ đông lớn của doanh nghiệp (5%), cụ thể Khoản 1 Điều 29 Luật Chứng khoán 2006 quy định: *“Tổ chức, cá nhân trở thành cổ đông lớn của công ty đại chúng phải báo cáo công ty đại chúng, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Sở giao dịch chứng khoán hoặc Trung tâm giao dịch chứng khoán nơi cổ phiếu của công ty đại chúng đó được niêm yết trong thời hạn bảy ngày, kể từ ngày trở thành cổ đông lớn.”*²²⁷ Quy định này được triển khai cụ thể tại Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính về hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán như sau: Tổ chức, cá nhân, nhóm người có liên quan sở hữu từ 5% trở lên số cổ phiếu đang lưu hành có quyền biểu quyết của một công ty đại chúng, hoặc khi không còn là cổ đông lớn, phải công bố thông tin và báo cáo về giao dịch cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đóng cho công ty đại chúng Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Sở giao

²²⁴ Khoản 2 và Khoản 7, Điều 126 Luật Doanh nghiệp 2014.

²²⁵ Khoản 1 Điều 25, Luật Chứng khoán 2006 (sửa đổi, bổ sung năm 2010) quy định công ty đại chúng là công ty cổ phần thuộc một trong ba loại hình sau đây: (i) Công ty đã thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng; (ii) Công ty có cổ phiếu được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán hoặc Trung tâm giao dịch chứng khoán; (iii) Công ty có cổ phiếu được ít nhất một trăm nhà đầu tư sở hữu, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và có vốn điều lệ đã góp từ mười tỷ đồng Việt Nam trở lên.

²²⁶ Điều 54, Luật Chứng khoán 2006 (sửa đổi, bổ sung năm 2010).

²²⁷ Điều 29 Luật Chứng khoán 2006 quy định báo cáo về sở hữu của cổ đông lớn gồm các nội dung sau: a) Tên, địa chỉ, ngành, nghề kinh doanh đối với cổ đông lớn là tổ chức; họ tên, tuổi, quốc tịch, nơi cư trú, nghề nghiệp đối với cổ đông lớn là cá nhân; b) Số lượng và tỷ lệ phần trăm cổ phiếu do tổ chức, cá nhân sở hữu hoặc cùng với tổ chức, cá nhân khác sở hữu trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành. Quy định này áp dụng đối với cả nhóm người có liên quan sở hữu từ năm phần trăm trở lên số cổ phiếu có quyền biểu quyết của tổ chức phát hành.

dịch chứng khoán trong thời hạn 07 ngày, kể từ ngày trở thành hoặc không còn là cổ đông lớn.

Về ý nghĩa kinh tế của tỷ lệ sở hữu 5% cổ phần của doanh nghiệp được giải thích ở đối tượng chính của việc đầu tư vốn là tối đa hóa kết quả đầu ra tài chính.²²⁸ Do đó, việc giới hạn tỷ lệ 5% này là để đảm bảo doanh nghiệp vẫn chú trọng đến mục đích chính trong hoạt động đầu tư là kết quả đầu ra tài chính. Mức giới hạn này cũng phù hợp với pháp luật doanh nghiệp của các quốc gia trên thế giới, trong việc xem xét khả năng pha loãng về vốn mà sở hữu chéo cổ phần có khuynh hướng gây ra và tác động tiêu cực của sở hữu chéo cổ phần đối với quản trị doanh nghiệp.²²⁹ Các giới hạn này áp dụng cho tất cả các công ty, không phụ thuộc vào việc chứng khoán đã niêm yết hay chưa niêm yết. Quy định này sẽ không làm mất đi các ưu điểm của sở hữu chéo cổ phần; đồng thời có tác dụng hạn chế khả năng tạo ra những tác động tiêu cực do sở hữu chéo cổ phần mang lại, ví dụ làm pha loãng quyền cổ đông, xâm phạm quyền cổ đông thiểu số, hay tình trạng tạo ra khoản thu nhập không lành mạnh. Nói cách khác, pháp luật chỉ ghi nhận hai doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần lẫn nhau, nhưng sẽ không ghi nhận các quyền do cổ phiếu nắm giữ chéo tạo ra.

Kết luận Chương 3

1. Các nghiên cứu cho thấy sở hữu chéo cổ phần làm tăng giá trị của hệ thống tài chính. Điều này có nghĩa là nếu tồn tại sở hữu chéo cổ phần, tổng giá trị của tất cả các doanh nghiệp trong mạng lưới có thể sẽ lớn hơn trị giá tổng tài sản. Nói cách khác, do nắm giữ chéo, giá trị ròng của một doanh nghiệp sẽ khác với giá trị thị trường của doanh nghiệp đó.
2. Sở hữu chéo cổ phần tạo ra rủi ro hệ thống liên quan đến sự liên kết và tương quan giữa các bộ phận khác nhau của thị trường. Sự phụ thuộc lẫn nhau phát sinh bởi

²²⁸ OECD (1999), “The Transformation of The French Model of Capital Holding and Management”, *The conference on “Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective”*, Hàn Quốc.

²²⁹ Ví dụ, đối với Pháp, Điều 358 Luật các công ty thương mại số 66-537 ngày 24/07/1966 quy định một công ty cổ phần không thể nắm giữ cổ phần của công ty khác nếu doanh nghiệp này nắm giữ trên 10% vốn.

vì khi một doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần với doanh nghiệp khác, lợi nhuận của chính nó có thể phụ thuộc vào thị giá của những cổ phiếu đó.

3. Kiểm soát sở hữu chéo cổ phần là vấn đề được các quốc gia quan tâm. Pháp luật đa số các quốc gia ngăn cấm sở hữu chéo cổ phần giữa doanh nghiệp mẹ và doanh nghiệp con. Sở hữu chéo cổ phần trong các trường hợp còn lại sẽ chỉ được diễn ra ở một tỷ lệ nhất định, và ngay cả trong tình huống này, số cổ phần nắm giữ chéo cũng sẽ chịu chế độ của cổ phiếu quỹ.

4. Pháp luật Việt Nam hiện hành không cho phép sở hữu chéo cổ phần giữa doanh nghiệp mẹ và doanh nghiệp con, chưa điều chỉnh đối với các trường hợp sở hữu chéo cổ phần khác nói chung. Điều này không hợp lý vì tác động tiêu cực của sở hữu chéo cổ phần có thể tạo ra ngay cả trong trường hợp không có mối quan hệ mẹ - con như lý luận về sở hữu chéo cổ phần đã phân tích.

5. Từ kinh nghiệm điều chỉnh pháp lý về sở hữu chéo cổ phần tại một số quốc gia, phân tích quy định pháp luật Việt Nam hiện hành, tác giả kiến nghị bổ sung khoản 2 Điều 189 Luật Doanh nghiệp 2014 quy định như sau: *“Trong trường hợp không thuộc nhóm công ty mẹ - công ty con, nếu một doanh nghiệp sở hữu trực tiếp hoặc gián tiếp từ 5% cổ phần của công ty là cổ đông của nó tạo thành sở hữu chéo, thì doanh nghiệp tạo thành sở hữu chéo không được thực hiện quyền biểu quyết và quyền hưởng cổ tức đối với số cổ phần sở hữu chéo.”*.

CHƯƠNG 4

QUYỀN CỔ ĐÔNG TRONG SỞ HỮU CHÉO CỔ PHẦN

4.1. Cơ sở lý thuyết

Vấn đề về quyền cổ đông trong sở hữu chéo cổ phần được phân tích trên cơ sở vận dụng lý thuyết về quyền sở hữu, lý thuyết về ủy quyền – đại diện và nguyên tắc “một cổ phần – một phiếu biểu quyết”.

Thứ nhất, lý thuyết về quyền sở hữu thực chất là lý thuyết của nhiều tác giả về quyền sở hữu. Lý thuyết này được ra đời trước tiên bởi J. Locke (1632 – 1704), là một nhà triết học, chính trị học người Anh. Trong tác phẩm “*Khảo luận thứ hai về chính quyền*” ông cho rằng con người có các quyền tự nhiên gồm: quyền tự do, quyền bình đẳng và quyền sở hữu. Nhà nước ra đời, quan trọng nhất là phải bảo vệ được quyền sở hữu tài sản của con người. Tuy nhiên, một người chỉ có thể có được quyền chiếm giữ cho riêng mình nếu hành động chiếm giữ của anh ta không gây thiệt hại hay xâm phạm đến phần sở hữu thuộc về người khác.²³⁰

Từ lý thuyết về quyền sở hữu nêu trên, các tác giả Grossman, Hart và Moore đã phát triển lý thuyết về quyền sở hữu trên hai khái niệm cơ bản, đó là: *Hợp đồng không hoàn chỉnh (contract incompleteness)* và *Quyền định đoạt cuối cùng (residual rights)*.²³¹ Vấn đề này có nguồn gốc từ tính hợp đồng của quan hệ kinh tế, giữa hai bên chủ thể có vị trí hoàn toàn khác nhau. Thực tế, hợp đồng không bao giờ là đủ vì nó không thể nào tiên liệu được tất cả các tình huống xảy ra trong tương lai, nên người có quyền sở hữu là người có quyền lực tuyệt đối với những tình huống không được tiên liệu hoặc thể hiện rõ trong hợp đồng.

²³⁰ Nguyễn Thị Thanh Huyền (2012), “Quan niệm của J. Locke về quyền sở hữu trong tác phẩm “*Khảo luận thứ hai về chính quyền*”, *Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, Khoa học Xã hội và Nhân văn*, Hà Nội.

²³¹ Grossman, S.J. và Hart, O.D. (1986), “The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration”, *Journal of Political Economy*, 94(4), 691–719.

Hart, O.D. và Moore, J. (1990), “Property Rights and the Nature of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 98, 1119–1158.

Hart, O.D. và Moore, J. (1999), “Foundations of Incomplete Contracts”, *Review of Economic Studies*, 66, 115–138.

Tuy nhiên, theo lý thuyết về ủy quyền – đại diện, khi doanh nghiệp thuê người lao động, vì không thể kiểm soát được người lao động mình thuê trong mọi thời điểm, doanh nghiệp sẽ sử dụng những lợi ích tài chính như hoa hồng, kết quả kinh doanh để kích thích sự tận tâm của người lao động. Tuy nhiên, điều này gặp phải vấn đề là nếu lợi ích kinh tế mà người lao động được hưởng có thước đo từ hiệu quả công việc, thì phải có cơ chế phù hợp để đánh giá tính hiệu quả này. Việc này không phải là khả thi trong mọi tình huống. Có những vấn đề mà không có một thước đo nào kiểm soát được như tính sáng tạo trong việc thiết kế sản phẩm, tính linh hoạt với các tình huống, tính cẩn trọng khi sử dụng tài sản của doanh nghiệp. Vì vậy, hợp đồng trên thực tế thường không bao giờ bao quát hết được tất cả mọi khía cạnh của vấn đề. Do đó, xu hướng chung là họ sẽ làm việc dưới mức tốt nhất mà họ có thể. Như vậy, vấn đề đặt ra là, doanh nghiệp là chủ sở hữu về tài sản, nhưng người làm thuê lại kiểm soát việc sử dụng tài sản đó. Đặc biệt, trong tình huống của sở hữu chéo cổ phần, thành phần ban quản lý có thể được bầu ra từ yêu cầu của bên còn lại, quyền sở hữu của những cổ đông khác sẽ bị ảnh hưởng.

Thứ hai, trong doanh nghiệp sẽ tồn tại chủ yếu hai loại xung đột, loại xung đột thứ nhất là xung đột lợi ích giữa cổ đông và người quản lý doanh nghiệp. Và loại xung đột thứ hai là xung đột lợi ích giữa các cổ đông.²³² Lý thuyết về người ủy quyền – người đại diện về cơ bản do M. Jensen và W. Meckling phát triển vào năm 1976 tại công trình “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” trên cơ sở tiếp nối những công trình trước đó. Lý thuyết này nói về mối quan hệ hợp đồng giữa người ủy quyền và người đại diện. Người đại diện thay mặt cho người ủy quyền thực hiện những công việc nhất định và được giao quyền quyết định những vấn đề nhất định.

- Các quan hệ người ủy quyền – người đại diện đặt ra những vấn đề khi thông tin không hoàn hảo (người ủy quyền không có toàn bộ thông tin chính xác), và không đối xứng (người đại diện biết nhiều thông tin hơn người ủy quyền), và từ đó hành vi

²³² Hyo Jin Kim và Soon Suk Yoon (2011), *How does cross holding affect corporate governance and financial reporting*, Đại học Jeonju, Hàn Quốc.

cơ hội xuất hiện, điều này xuất phát từ: (i) Thông tin sẵn có luôn tiềm ẩn nội dung không đáng tin cậy; (ii) Việc tìm kiếm thông tin có thể tốn nhiều chi phí; (iii) Bộ nhớ của con người có giới hạn, không thể ghi nhớ tất cả những thông tin xác đáng.

Lý thuyết về uỷ quyền – đại diện thường được sử dụng để diễn giải khi nói về quan hệ giữa cổ đông – nhà quản lí. Chi phí phát sinh từ xung đột lợi ích giữa ban điều hành, người quản lý doanh nghiệp với các cổ đông của doanh nghiệp liên quan đến sự thiếu đồng thuận giữa mục đích của người quản trị với người sở hữu và vấn đề thông tin bất cân xứng. Vấn đề thông tin bất cân xứng tồn tại giữa người sở hữu doanh nghiệp (là các cổ đông, thành viên góp vốn) với người quản lý, điều hành doanh nghiệp là một dạng điển hình của chi phí này. Mỗi vị trí sẽ đóng những vai trò với những mục đích khác nhau, cho nên điều này có thể làm phát sinh những hành động sai lệch mà để điều chỉnh lại thì sẽ rất tốn kém. Người đại diện (nhà quản trị doanh nghiệp) chính là người làm việc thay mặt cho người sở hữu - các cổ đông của doanh nghiệp. Trong khi đó thông thường các cổ đông của doanh nghiệp không hoặc có rất ít điều kiện giám sát thường xuyên từng hành động của người quản trị. Đây là một điểm dễ làm phát sinh tình trạng thông tin bất cân xứng và tiếp tục gây ra các vấn đề rủi ro đạo đức và lựa chọn đối nghịch gây thiệt hại cho các cổ đông.

Hai lý thuyết nêu trên đã xác định giả thiết rằng tài sản và khả năng quản lý hiệu quả tài sản thường không nằm trong tay của cùng một người. Điều này có nghĩa là người có tài sản không hẳn có khả năng quản lý và đầu tư hiệu quả, trong khi đó có những người có khả năng quản lý tài sản hiệu quả lại có thể không là chủ sở hữu tài sản. Trong trường hợp này, sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý tài sản là biện pháp tối ưu để tạo lợi nhuận. Tuy nhiên, tách biệt quyền sở hữu và kiểm soát quản lý dẫn đến một vấn đề quản trị doanh nghiệp cổ điển, là các nhà quản lý được uỷ quyền có thể lựa chọn những hành động làm tăng lợi ích cá nhân của họ bằng chi phí của các cổ đông.²³³ Điều này cho thấy rằng, trong một doanh nghiệp, các bên khác nhau sẽ có những lợi ích và mong muốn khác nhau. Nghiên cứu cho thấy, các doanh nghiệp mà mức độ sở hữu chéo cổ phần càng gia tăng xung đột giữa cổ đông

²³³ OECD (2007), *Lack of proportionality between ownership and control: Overview and issues for discussion*, Pháp.

kiểm soát và cổ đông không kiểm soát.²³⁴ Và sở hữu chéo cổ phần cũng thường tồn tại phổ biến ở các nước có chỉ số bảo vệ quyền cổ đông thấp.²³⁵

Nguyên tắc “một cổ phần – một phiếu biểu quyết” (gọi là “one share – one vote”) được yêu cầu trong pháp luật doanh nghiệp của nhiều quốc gia, ví dụ Nhật Bản, Indonesia). Nguyên tắc này được đặt ra từ bản chất của cổ đông là chủ sở hữu và có quyền quyết định số phận của doanh nghiệp. Khi sở hữu cổ phần, cổ đông có ít nhất hai quyền lợi được đòi lấy từ khoản đầu tư: (i) nhận cổ tức; và (ii) bỏ phiếu quyết định các vấn đề quan trọng. Cơ chế bỏ phiếu là rất quan trọng trong bối cảnh thực hiện quyền sở hữu trong một loạt các công việc của công ty. Quyền biểu quyết cho phép cổ đông tham gia vào các cuộc họp đại hội đồng cổ đông, thực hiện quyền của mình bằng cách bỏ phiếu, và có một mức độ kiểm soát về hành động của công ty. Các cổ đông góp cùng một lượng vốn sẽ có cơ hội ngang nhau để tham gia vào quá trình ra quyết định trong công ty.²³⁶

Nguyên tắc một cổ phần – một phiếu biểu quyết hàm ý rằng bất kỳ cổ đông nào cũng có quyền sở hữu và quyền kiểm soát có quyền như nhau đối với một cổ phiếu cùng loại. Điều này có nghĩa là nếu cổ đông A và cổ đông B cùng sở hữu một lượng x cổ phần ở doanh nghiệp H, thì mọi quyền lợi của cổ đông A và cổ đông B tại doanh nghiệp H sẽ là như nhau. Về nguyên tắc, quyền biểu quyết của các cổ đông tỷ lệ thuận với các khoản tiền mặt của họ. Ví dụ, quyền biểu quyết của cổ đông là 5% khi họ nắm giữ 5% cổ phần phổ thông.

Tuy nhiên, nguyên tắc này không phải được thực hiện trong tất cả các tập đoàn trên thế giới. Kết quả khảo sát của Hiệp hội bảo hiểm Anh Quốc đối với 297 doanh nghiệp mẫu cho thấy chỉ có 65% các công ty áp dụng nguyên tắc một cổ phần – một phiếu biểu quyết. Điều đó cho thấy tồn tại một tách biệt giữa quyền dòng tiền và quyền biểu quyết của các cổ đông của các công ty của các quốc gia trên thế giới

²³⁴ Hyo Jin Kim và Soon Suk Yoon (2011), *How does cross holding affect corporate governance and financial reporting*, Đại học Jeonju, Hàn Quốc.

²³⁵ Bài viết đăng trên trang tin điện tử Cafef, đường dẫn: <http://cafef.vn/quan-tri/tinh-tao-trong-quan-tri-cong-ty-cau-truc-so-huu-va-kha-nang-thao-tung-2011092909302491.chn>, truy cập lần cuối ngày 18/3/2019.

²³⁶ Burkart, S. (2007), “One share - One vote”, *ECGI - Finance Working Paper*, 176, 22-57.

²³⁷, thông qua cơ chế CMS.²³⁸ Đây là cơ chế để một/một số cổ đông có quyền sở hữu ở tỷ lệ thấp lại có thể có quyền bỏ phiếu ở một mức độ cao hơn, phản ánh thực tế là mặc dù cổ đông sở hữu một thiểu số cổ phần, họ có thể duy trì quyền kiểm soát của doanh nghiệp, tạo ra sai lệch giữa quyền kiểm soát và quyền sở hữu.²³⁹

4.2. Khả năng tạo chênh lệch giữa quyền kiểm soát và quyền sở hữu trong sở hữu chéo

Để kiểm soát một số lượng lớn các công ty liên kết, cổ đông chi phối thường phải dựa trên cơ chế CMS. Như thuật ngữ giải thích chính nó, một bộ điều khiển CMS có hai đặc điểm đối lập.²⁴⁰ Một mặt, cổ đông được mô tả như là một cổ đông “thiểu số” do tình trạng của cổ đông này là sở hữu “thiểu số” theo phần cổ phiếu trong một tập đoàn.²⁴¹ Mặt khác, cổ đông này lại có khả năng “kiểm soát” bởi vì họ có thể chiếm đa số quyền biểu quyết trong một nhóm công ty thông qua cơ chế đòn bẩy bỏ phiếu.²⁴² Về lý thuyết, có ba cơ chế đòn bẩy bỏ phiếu: (i) cấu trúc dual-class, được sử

²³⁷ Association of British Insurers (2005), *Application of oneshare-one vote principle in Europe*, đường dẫn <http://deminor.org/articles.do?id=3479>, truy cập lần cuối ngày 18/3/2019.

Schid, M. (2009), *Ownership structure and the separation of voting and cash flow rights-evidence from Switzerland*, Institute of Banking and Finance- University of St.Gallen, Thụy Điển.

²³⁸ CMS là từ viết tắt của “Controlling Minority Shareholder”. Đây là một cơ chế để một/một số cổ đông có quyền sở hữu ở tỷ lệ thấp lại có thể có quyền bỏ phiếu ở một mức độ cao hơn, phản ánh thực tế là mặc dù cổ đông sở hữu một thiểu số cổ phần, họ có thể duy trì quyền kiểm soát của doanh nghiệp. Các cách thức để thực hiện cơ chế này có thể là: Sở hữu chéo (cross shareholding), sở hữu kim tự tháp (pyramid structures), cổ phiếu kép (dual class).

²³⁹ Ronald J. Gilson (2014), “The Nordic Model in an International Perspective: The Role of Ownership”, *the Nordic Corporate Governance Model*, 94, 98, 102.

Lucian Bebchuk, Reinier Kraakman và George Triantis (1999), *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, NBER Working Paper số 6951.

²⁴⁰ Ok-Rial Song (2002), “The Legacy of Controlling Minority Structure: A Kaleidoscope of Corporate Governance Reform in Korean Chaebol”, *Law and Policy in International Business* (183), 244–45.

²⁴¹ Sang Yop Kang (2013), “Generous Thieves”: *The Puzzle of Controlling Shareholder Arrangements in Bad-Law Jurisdictions*, đường dẫn http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2305645, truy cập lần cuối ngày 14/3/2019.

²⁴² Lucian Bebchuk, Reinier Kraakman và George Triantis (1999), *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, NBER Working Paper số 6951.

dụng tại Mỹ, không phổ biến tại các quốc gia Châu Á; (ii) sở hữu hình tháp, phổ biến tại Hàn Quốc, Ý; và (iii) sở hữu chéo cổ phần.²⁴³

Sự tách biệt giữa quyền kiểm soát với quyền sở hữu đôi trong sở hữu chéo cổ phần tạo điều kiện cho doanh nghiệp có quyền kiểm soát lớn hơn phần kiểm soát mà đáng lẽ nó được hưởng tương ứng với phần sở hữu. Việc tách bạch này cho phép doanh nghiệp đầu tư quản lý doanh nghiệp khác một cách hiệu quả trong khi chỉ nắm giữ trực tiếp một phần vốn nhỏ tại doanh nghiệp khác này.

Việc này được thể hiện thông qua minh hoạt của Bảng cân đối kế toán của hai doanh nghiệp như sau (đơn vị tính là tỷ đồng):

Giả sử tình trạng ban đầu của hai doanh nghiệp A và B trước khi thực hiện sở hữu chéo cổ phần là:

	A	B
I.TÀI SẢN		
1.Tiền và các khoản tương đương tiền	100	100
II. NGUỒN VỐN		
1.Vốn chủ sở hữu	100	100

Sau đó, nhóm cổ đông kiểm soát của hai doanh nghiệp, thông qua ban quản trị quyết định thực hiện sở hữu chéo cổ phần, Bảng cân đối kế toán của hai doanh nghiệp như sau:

A mua 20% cổ phiếu đang lưu hành từ một số cổ đông của B:

	A	B
I.TÀI SẢN		
1.Tiền và các khoản tương đương tiền	80	100
2. Vốn góp vào công ty khác	20	0
II. NGUỒN VỐN		

²⁴³ Sang Yop Kang (2014), “Re-envisioning the Controlling Shareholder Regime: Why Controlling Shareholders and Minority Shareholders Often Embrace”, *Journal of Business Law of University of Pennsylvania* (16), 851–54.

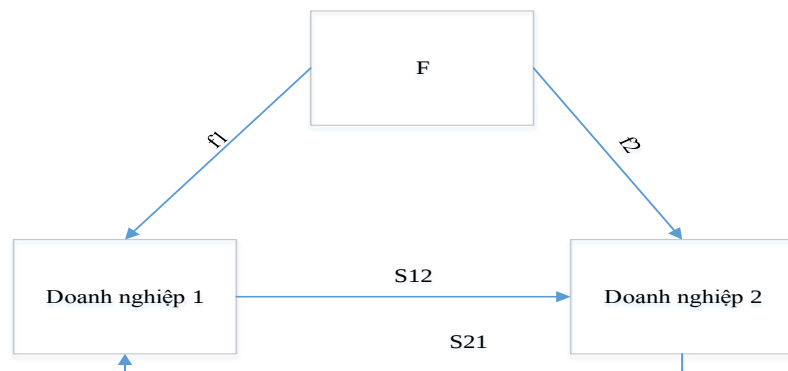
1.Vốn chủ sở hữu	100	100
------------------	-----	-----

Đến lượt B mua 20% cổ phiếu đang lưu hành của A:

	A	B
I.TÀI SẢN		
1.Tiền và các khoản tương đương tiền	80	80
2. Vốn góp vào công ty khác	20	20
II. NGUỒN VỐN		
1.Vốn chủ sở hữu	100	100

Bảng cân đối kế toán cho thấy vốn chủ sở hữu của hai doanh nghiệp không thay đổi so với trước khi hai doanh nghiệp mua cổ phần của nhau, tuy nhiên, khả năng kiểm soát của hai nhóm cổ đông đều được tăng lên khi hai nhóm này phối hợp với nhau. Đây là một giải pháp mà các tập đoàn thường sử dụng để thông qua hình thức sở hữu đơn thuần lại có thể gia tăng quyền kiểm soát mà không cần đầu tư thêm vốn. Sự chênh lệch giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát càng được đẩy mạnh khi có sự kết hợp giữ cấu trúc sở hữu hình tháp (pyramid structure) và sở hữu chéo cổ phần. Điều này làm tăng quyền kiểm soát và tạo ra nguồn thu nhập lớn cho những gia đình/nhóm ở đầu nhóm.

Ví dụ minh họa như sau:



Giả sử, các thành viên viên trong gia đình F lần lượt sở hữu $f1\%$ và $f2\%$ tương ứng ở các công ty 1 và công ty 2. Ngoài ra, công ty 1 nắm giữ cổ phần $s12$ của công ty 2, và công ty 2, đến lượt nó, giữ cổ phần $s21$ trong công ty 1. Người ta dùng thuật toán để tính toán cổ phần dòng tiền cuối cùng của gia đình trong công ty 2 như sau:

Trong giai đoạn thứ nhất, công ty 2 trả một đồng trong cổ tức. Gia đình F nhận $f2$ và công ty 1 nhận 12 . Trong giai đoạn 2, công ty 1 trả 12 đồng. Bây giờ, gia đình nhận thêm $(f1 \cdot 12)$ và công ty 2 nhận được $(s21 \cdot s12)$. Trong giai đoạn 3, công ty 2 trả ra $s21 \cdot s12$. Gia đình nhận được $f2 \cdot (s21 \cdot s12)$ và công ty 1 nhận $s12 \cdot (s21 \cdot s12)$. Tổng số tiền mà gia đình F nhận là rất lớn.²⁴⁴ Do đó, việc ra quyết định từ trên xuống là rất phổ biến. Điển hình là các Chaebol của Hàn Quốc được đặc trưng bởi một "cấu trúc ra quyết định bởi một người".²⁴⁵ Qua sở hữu chéo cổ phần, một cổ đông kiểm soát có thể làm tăng quyền biểu quyết trong khi giữ một phần nhỏ của lợi ích kinh tế trong một Chaebol.²⁴⁶

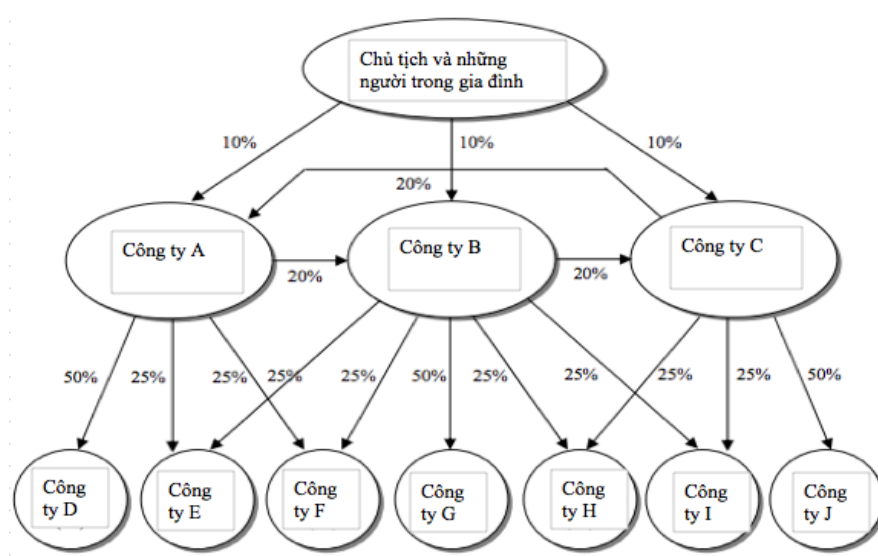
Cách thức sở hữu chéo cổ phần hoạt động để giúp các chủ sở hữu Chaebol và gia đình của họ kiểm soát toàn bộ nhóm được minh họa theo mô hình dưới đây. Trong ví dụ này, một nhóm doanh nghiệp có ba công ty cốt lõi là A, B và C, mỗi cổ phần có 100 tỷ won và các chi nhánh nhỏ hơn D, E, F, G, H, I và J với vốn chủ sở hữu là 10 tỷ won. Chủ tịch và gia đình ông chỉ sở hữu 10% mỗi công ty cốt lõi của A, B và C. Vì vậy, công ty A sở hữu 20% công ty B, công ty B sở hữu 20% công ty C và công ty C sở hữu 20% công ty A. Kết quả là Chủ tịch HĐQT nắm giữ 30% cổ phần A, B và C; những cổ phần này đủ để kiểm soát từng công ty. Hơn nữa, A sở hữu 50% D, 25% E và 25% F, trong khi B sở hữu 25% E, F, H và I và 50% của G. Tổng hợp, chủ

²⁴⁴ Heitor Almeida, Sang Yong Park, Mrti Subrahmanyam và Daniel Wolfenzon (2007), "Valuation and performance of firms in complex ownership structures: An application to Korean chaebols", *Electronic Journal*, đường dẫn <https://ssrn.com/abstract=971299>, truy cập lần cuối ngày 14/3/2019.

²⁴⁵ In Woo Jun (2009), *The Strategic Management of Korean and Japanese Bis Business Groups: A Comparison Study between Korean General Trading Companies and Japanese Sogo Shoshas*, Đại học Birmingham, Anh.

²⁴⁶ Lucian Bebchuk, Reinier Kraakman và George Triantis (1999), *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, NBER Working Paper số 6951.

tịch và gia đình của ông kiểm soát tất cả các nhóm các công ty liên kết với tổng vốn đầu tư là 30 tỷ won, mặc dù đây chỉ là 8,1% tổng vốn cổ phần của nhóm.²⁴⁷



(Nguồn: Chang, S. J. (2003), *Financial Crisis and Transformation of Korean Business Groups: The Rise and Fall of Chaebols*, Nxb Đại học Cambridge, tr. 166).

4.3. Khả năng ảnh hưởng đến quyền cổ đông trong sở hữu chéo cổ phần

Theo quan điểm của Jensen và Meckling,²⁴⁸ doanh nghiệp được xem như một kết nối của hợp đồng hoàn chỉnh với các đối tượng: Cổ đông, chủ nợ, nhân viên, khách hàng, nhà cung cấp, bên thứ ba và các bên liên quan khác. Trong một thế giới hợp đồng không đầy đủ theo tác giả Oliver Williamson,²⁴⁹ cổ đông là đối tượng được bảo vệ tương đối ít hơn những bên có liên quan khác. Ví dụ, người lao động có thể chủ động từ bỏ doanh nghiệp nếu cho rằng họ đang hưởng mức lương không tương xứng. Các chủ nợ có thể nhận được sự bảo vệ tốt hơn bằng cách lấy tài sản thế chấp

²⁴⁷ In Woo Jun (2009), *The Strategic Management of Korean and Japanese Business Groups: A Comparison Study between Korean General Trading Companies and Japanese Sogo Shoshas*, Đại học Birmingham, Anh.

²⁴⁸ Jensen, M. C và Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

²⁴⁹ Williamson, O E (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, Nxb Free Press, Mỹ.

Williamson, O E (1985), "Employee ownership and internal governance: a perspective", *Journal of Economic Behavior and Organization* (6), 243-245.

hoặc bằng rút ngắn thời hạn cho vay. Trong khi đó, cổ đông chỉ có thể được hưởng phần còn lại sau khi tất cả các nghĩa vụ của doanh nghiệp với các đối tác khác đã được đáp ứng.²⁵⁰ Chính vì vậy, quyền lợi của cổ đông luôn là vấn đề được chú trọng.²⁵¹ Mỗi quan hệ sở hữu chéo cổ phần có thể tạo ra các khả năng xâm phạm quyền và lợi ích hợp pháp của cổ đông.

4.3.1. Sự suy giảm lợi ích của cổ đông

Sở hữu chéo cổ phần là một trong những biện pháp tạo ra sự chênh lệch giữa quyền kiểm soát và quyền sở hữu trong cơ chế CMS,²⁵² kết quả là lợi ích mang lại cho nhóm cổ đông này lại có thể gây thiệt hại cho các cổ đông khác không nắm quyền kiểm soát.²⁵³ Tại những doanh nghiệp có tồn tại cấu trúc CMS, cổ tức có thể không phải là mối quan tâm ưu tiên hàng đầu của doanh nghiệp. Hàn Quốc và Nhật Bản là một trong những ví dụ điển hình về trường hợp này.²⁵⁴

Từ năm 1932, các nhà nghiên cứu đã lập luận rằng cơ cấu sở hữu có liên quan trực tiếp đến khả năng sinh lời của công ty.²⁵⁵ Sau đó, các học giả khác đã kiểm tra và đưa ra các bằng chứng thực nghiệm để chứng minh sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát đã cung cấp cho những người quản lý công ty khả năng đa dạng hóa lợi ích cá nhân của họ chứ không phải vì lợi ích của cổ đông.²⁵⁶ Các nhà quản lý tự do hơn trong việc sử dụng các nguồn lực công ty cho mục tiêu cá nhân, giống như

²⁵⁰ Jensen, M C và WH Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* (3), 305-360.

²⁵¹ Williamson, O E (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press Publisher, New York. Williamson, O E (1985), "Employee ownership and internal governance: a perspective", *Journal of Economic Behavior and Organization* (6), 243-245.

²⁵² Ok-Rial Song (2002), "The Legacy of Controlling Minority Structure: A Kaleidoscope of Corporate Governance Reform in Korean Chaebol", *Journal of Law and Policy in International Business*, 183, 244-45.

²⁵³ Nansulhun Choi và Sang Yop Kang (2015), "Competition Law meets Corporate Governance: Ownership structure, Voting leverage, and Investor protection of large family corporate groups in Korea", *PKU Transnational Law Review*, 2, 2.

²⁵⁴ Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes và Andrei Shleifer (2008), "The Law and Economics of Self-Dealing", *Journal of Financial Economics* (88), 430.

²⁵⁵ Berle, A., và Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Nxb Routledge, Mỹ.

²⁵⁶ Jensen, M. C và Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

họ chính là chủ sở hữu công ty.²⁵⁷ Điều này sẽ cho phép các nhà quản lý chiếm đoạt quyền lợi của cổ đông thiểu số.²⁵⁸ Trong khi cấu trúc sở hữu chéo cổ phần nằm trong hệ thống CMS được thiết kế để mang lại lợi ích cho một số chủ sở hữu nhất định, các cổ đông khác sẽ không có lợi ích nào. Điều này có nghĩa là các cổ đông không được đối xử bình đẳng.²⁵⁹ Sự không đối xử bình đẳng được thể hiện như sau:

Một, cổ đông có thể sẽ nhận được lợi nhuận thấp hơn cái mà họ đáng lẽ được hưởng. Do bản chất sở hữu lẫn nhau và phụ thuộc lẫn nhau, nên có thể xảy ra khả năng là lợi nhuận thu được của một doanh nghiệp thành viên phải là sự kết hợp của lợi nhuận thu được của nhiều doanh nghiệp khác cùng nằm trong mạng lưới sở hữu chéo cổ phần. Do đó, khi quyết định các chính sách đầu tư, doanh nghiệp không chỉ xem xét đến tình trạng của chính nó mà còn phải xem xét đến tình trạng của các doanh nghiệp khác trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần. Vì vậy, lợi nhuận tối ưu trong trường hợp này có thể sẽ ít hơn so với thông thường, tức là trong trường hợp doanh nghiệp hoạt động độc lập. Nói cách khác, việc ra quyết định đầu tư của doanh nghiệp có thể vì một lý do liên quan đến các mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần hoặc nhằm phục vụ cho lợi ích của các doanh nghiệp trong mạng lưới sở hữu chéo cổ phần, chứ không đơn thuần là vì mục đích của các cổ đông.

Lịch sử của các Chaebol Hàn Quốc là một ví dụ. Tình trạng vay nợ tràn lan đã đẩy tỉ lệ dư nợ lên đến 400% trị giá vốn sở hữu trong 30 Chaebol lớn nhất Hàn Quốc vào thập niên 1990. Các Chaebol tuy có doanh số khổng lồ nhưng tỉ lệ lợi nhuận trên doanh số (N.I) rất thấp, dù tỉ lệ lợi trên vốn sở hữu (R.O.E) là khá cao.²⁶⁰ Việc làm này sẽ gây nên sự xung đột lợi ích giữa nhóm cổ đông kiểm soát và cổ đông không nắm quyền kiểm soát. Cổ đông không nắm quyền kiểm soát phải chịu nhiều thiệt thòi

²⁵⁷ Shleifer, A., và Vishny, R. (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* (94), 461-488.

²⁵⁸ Fama, E. F., và Jensen, M. C. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics* (26(2)), 301-325.

²⁵⁹ Sachi Suzuki (2016), *Untangling tight knots: Cross shareholdings in Japan*, *Hermest Investment Management*, đường dẫn <https://www.hermest-investment.com/blog/eos/untangling-cross-shareholdings-japan/>, truy cập lần cuối ngày 06/6/2019.

²⁶⁰ Javier Campos và Gilberto Vega (2003), "Concentration Measurement Under Cross-ownership: The case of the Spanish Electricity Sector", *Journal of Industry, Competition and Trade*, 313-335.

do doanh nghiệp sẽ chủ yếu phục vụ lợi ích của cổ đông kiểm soát. “Doanh nghiệp có thể bị chi phối bởi lợi ích của nhóm cổ đông chứ không phải là vì quyền lợi của toàn doanh nghiệp. Cổ đông không rõ khi nào là quyết định phục vụ lợi ích doanh nghiệp, lúc nào là lợi ích nhóm”²⁶¹.

Một trong những nguyên nhân khác dẫn đến lợi nhuận thấp hơn là các thoả thuận ưu đãi về thương mại giữa các thành viên trong nhóm: Các doanh nghiệp có một phần nhất định trong việc cung cấp các nguyên liệu đầu vào.²⁶² Ví dụ, tại tập đoàn Misubishi, chỉ sử dụng nước uống của Kirin (là một doanh nghiệp thành viên). Khi Mazda rơi vào khủng hoảng vào những năm 1970, ngoài việc cung cấp thêm các khoản hỗ trợ tài chính và thu nạp nguồn lao động dư thừa, tập đoàn Sumitomo còn yêu cầu người lao động mua xe Mazda.²⁶³ Sở hữu chéo cổ phần chính là đầu mối để gắn kết các doanh nghiệp trong nhóm, từ đó cung cấp các khía cạnh bảo vệ khác nhau cho các thành viên. Sở hữu chéo cổ phần tách doanh nghiệp khỏi ảnh hưởng từ những biến động của thị trường đến việc ra những quyết định trong quản lý.²⁶⁴ Mục tiêu của họ là duy trì mối quan hệ kinh doanh, chứ không phải là cổ tức và tăng vốn.²⁶⁵ Chẳng hạn, những doanh nghiệp liên kết trong hệ thống Keiretsu sẽ có lợi nhuận thấp hơn nhưng ổn định hơn những doanh nghiệp ngoài hệ thống Keiretsu.²⁶⁶

Nghiên cứu cho thấy về lâu dài, nhóm doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần sẽ tạo ra lợi ích trung bình ít hơn những doanh nghiệp không tham gia sở hữu chéo cổ phần.²⁶⁷ Lợi nhuận thấp này được giải thích vì thái độ bảo thủ của các doanh nghiệp

²⁶¹ Bài viết “Sở hữu chéo ở các doanh nghiệp: Dễ bị chi phối bởi lợi ích nhóm” đăng trên trang tin điện tử của Vietstock, đường dẫn <http://vietstock.vn/2011/11/dau-tu-cho-o-cac-cong-ty-de-chi-phoi-boi-loi-ich-nhom-733-207332.htm>, truy cập lần cuối ngày 18/3/2019.

²⁶² Schaede (2006), *Competition for Corporate Control: Institutional Investor, Investment Funds and Hostile Takeover in Japan*, Working Paper, Center for the Japanese Economy Business, Nhật Bản.

²⁶³ Pascale và T. P. Rohlen (1983), “The Mazda Turnaround”, *Journal of Japanese Studies*, 9(2), 219 – 263.

²⁶⁴ Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, Karl V. Lins, Darius P. Miller và Rene’ M. Stulz, *Private benefits of control, onwership, and the cross-listing decision*, Đại học Toronto, Canada.

²⁶⁵ Gen Goto (2014), “Legally “Strong” Shareholders of Japan”, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, 3, 2.

²⁶⁶ David Flath (1990), *Shareholding Interlocks in the Keiretsu, Japan’s Financial Groups*, Đại học Columbia.

²⁶⁷ Hoshi T và A. Kashyap (2001), *Corporate Financing and Corporate governance in Japan: The Road to the future*, Nxb MIT Press publisher, Boston, Mỹ.

trong nhóm. Càng nhiều doanh nghiệp trong nhóm sở hữu chéo cổ phần thì càng nhiều thái độ bảo thủ.²⁶⁸

Hai, tại những tập đoàn tồn tại sở hữu chéo cổ phần, thường xuất hiện một hiện tượng gọi là *Tunnelin*²⁶⁹ - đường hầm giao dịch. Đây là một thuật ngữ được sử dụng để "mô tả việc chuyển giao tài sản và lợi nhuận ra khỏi các công ty vì lợi ích của những người kiểm soát chúng."²⁷⁰ Hiện tượng này phổ biến ở những quốc gia có tồn tại cơ chế CMS nói chung và sở hữu chéo cổ phần nói riêng.²⁷¹ Sự phân tách giữa dòng tiền với quyền kiểm soát cung cấp cơ hội để cổ đông kiểm soát chiếm đoạt các nguồn lợi tài chính của các cổ đông không kiểm soát.²⁷² Các nghiên cứu cho thấy cổ đông kiểm soát có thể điều khiển người quản lý doanh nghiệp theo đuổi mục tiêu có lợi cho họ bằng cách chuyển các nguồn lực cho các công ty khác thuộc sở hữu của mình.²⁷³

Mô hình này được coi như một kênh ngầm để đưa các nguồn lực ra khỏi các công ty mà trong đó gia đình có quyền sở hữu thấp, chuyển đến các công ty mà gia đình chiếm phần lớn cổ phần – gọi là các công ty nằm ở phía trên cùng của nhóm.²⁷⁴ Nói cách khác, trong tình huống này, những người quản lý, điều hành của doanh nghiệp sẽ hoạt động vì lợi ích riêng của một số cổ đông, không vì lợi ích của chính

²⁶⁸ Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, Karl V. Lins, Darius P. Miller, và Rene' M. Stulz, *Private benefits of control, onwership, and the cross-listing decision*, Đại học Toronto, Canada.

²⁶⁹ Simeon Djankov et al (2008), *The Law and Economics of Self-Dealing*, Journal of Finance Economic (88), 430.

²⁷⁰ Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes và Andrei Shleifer (2000), "Tunneling", *American Economic Review* (90), 22-27.

²⁷¹ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer và Robert W. Vishny (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106 (6), 1113 – 1155.

²⁷² Ram Kumar Kakani và Tejas Joshi (2006), *Cross shareholding strategy to increase control: Case of the Tata group*, XLRI jamshedpur, Ấn Độ.

²⁷³ Barca, F. (1995), *On corporate governance in Italy: issues, facts, and agency*, Manuscript, Bank of Italy, Ý.

Becht, M. (1997), "Strong blockholders, weak owners and the need for European mandatory disclosure", in *The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries*, Báo cáo gửi Ủy ban Châu Âu.

²⁷⁴ Heitor Almeida, Sang Yong Park, Mrti Subrahmanyam, Daniel Wolfenzon (2007), "Valuation and performance of frims in complex ownership structures: An application to Korean chaebols", *Electric Journal*, đường dẫn <https://ssrn.com/abstract=971299>, truy cập lần cuối ngày 03/6/2019.

doanh nghiệp hay tất cả các cổ đông. Giả sử rằng có những “n” doanh nghiệp trong một mạng lưới sở hữu chéo cổ phần, có khả năng “ $n \times (n - 1)$ ” con đường của các giao dịch nội bộ.⁹⁴ Khi số lượng các công ty liên kết tăng, số lượng các tùy chọn giao dịch nội bộ mà một cổ đông kiểm soát có khả năng lợi dụng cũng tăng.

Ba, sở hữu chéo cổ phần tạo ra tiềm năng cho các thoả thuận nắm giữ chéo cổ phần lừa dối cổ đông. Trong trường hợp sở hữu chéo cổ phần đại diện cho một cuộc trao đổi bù trừ chứng khoán giữa các doanh nghiệp, số lượng cổ phần sẽ tăng thêm nhưng lại không tương ứng với sự gia tăng về mặt tài sản (điều này đã được thể hiện tại minh họa về Bản cân đối kế toán của doanh nghiệp). Trong trường hợp này, quyền lợi của các cổ đông khác bị ảnh hưởng vì quyền sở hữu cổ phần của các cổ đông trong vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp bị pha loãng bởi sự gia tăng số lượng cổ phần không tương ứng với sự gia tăng về tài sản,²⁷⁵ hệ quả là quyền biểu quyết cũng bị pha loãng.²⁷⁶

Thông qua đó, doanh nghiệp có thể thực hiện các quyết định nhằm đạt được lợi nhuận cho riêng cổ đông kiểm soát (là những lợi nhuận mà không được chia sẻ với các cổ đông khác). Bằng cách ép buộc một doanh nghiệp (có thể là vững mạnh về tài chính) chuyển lợi nhuận sang một doanh nghiệp khác (có thể là yếu kém về tài chính, nhưng có phần vốn của cổ đông kiểm soát tại doanh nghiệp nhận chuyển nhượng), điều này làm tước đoạt đi những quyền lợi tài chính mà các cổ đông ở doanh nghiệp chuyển lợi nhuận đáng lẽ được hưởng, trong đó có các cổ đông không nắm quyền kiểm soát.²⁷⁷ Và nếu hệ thống liên kết này chiếm thị phần áp đảo của một ngành nghề, rủi ro không chỉ dừng lại ở cổ đông thiểu số mà còn là rủi ro cho nền kinh tế. Báo cáo nghiên cứu của một trường Đại Học tại Hàn Quốc cũng đưa ra nhận xét rằng trên thực tế, các cuộc thảo luận về đầu tư cho thấy rằng, một số nhà đầu tư đã nhận thức

²⁷⁵ Yoser Gadhoum (2006), “Power of Ultimate Controlling Owner: A Survey of Canadian Landscape”, *Journal of Management Governance*, (10), 179-204.

²⁷⁶ Xiaoyan wang, Jiurong Song và Chris Deeley (2012), *Research on the “Double-Edged Sword Effect” of Cross Shareholding in China*, International Conference on Engineering and Business Management, Trung Quốc.

²⁷⁷ Yoser Gadhoum (2006), “Power of Ultimate Controlling Owner: A Survey of Canadian Landscape”, *Journal of Management Governance*, (10), 179-204.

về vấn đề lợi nhuận ròng có thể chuyển từ Hyundai Mobis sang Kia Motors, từ Kia Motors sang Hyundai Motors... trong tập đoàn Hyundai. Nếu vấn đề sở hữu lòng vòng không được giải quyết thì người ta không biết được khi nào quyết định của người lãnh đạo phục vụ cho lợi ích của cổ đông²⁷⁸.

Một số mạng lưới sở hữu chéo cổ phần có ngân hàng ở vị trí trung tâm, điển hình là trường hợp của Nhật Bản.²⁷⁹ Trong hệ thống này, ngân hàng đóng hai vai trò lớn: (i) vai trò của người cho vay và (ii) vai trò là cổ đông của doanh nghiệp. Điều này dẫn đến việc vào bất kỳ trường hợp thu hồi vốn trước hạn nào của ngân hàng đối với doanh nghiệp đều sẽ dẫn đến sự xung đột về mặt lợi ích của ngân hàng, trong vai trò là một cổ đông của doanh nghiệp với các cổ đông khác của doanh nghiệp. Xung đột lợi ích này là đặc điểm gắn liền với những mạng lưới sở hữu chéo cổ phần dựa trên một ngân hàng chính.²⁸⁰ Sự xung đột này dễ dàng xuất hiện với các doanh nghiệp khác trong mạng lưới, khi mà những doanh nghiệp này có mối quan hệ với nhau về mặt tài chính.²⁸¹

4.3.2. Khả năng ảnh hưởng đến quản trị doanh nghiệp

Hiệu quả hoạt động của một doanh nghiệp được quyết định cơ bản bởi các yếu tố sau (theo nghiên cứu của Chathoth và Olsen (2007), “The Effect of Environment Risk, Corporate Strategy and Capital Structure on Firm Performance”, *Hospitality Management*, 26, tr. 504):

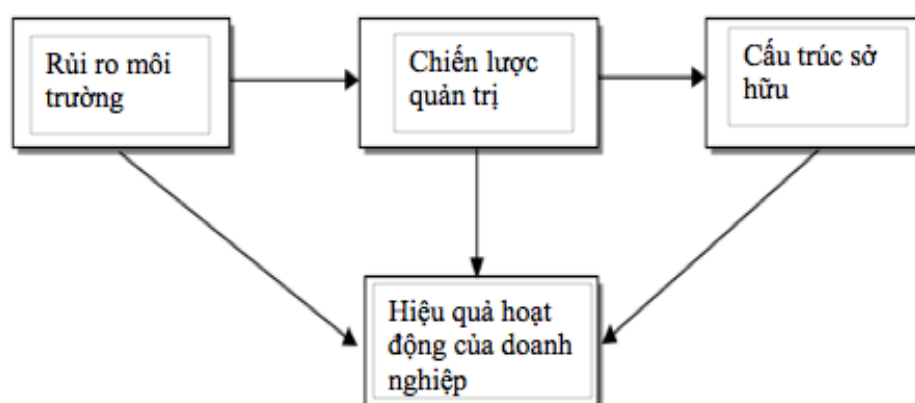
²⁷⁸ Bùi Suồng (2011), “Sở hữu vòng tròn: Rủi ro cho cổ đông nhỏ”, *Đầu tư chứng khoán*, (06), 16-17.

²⁷⁹ Dan W. Puchniak (2003), “The 2002 Reform of the Management of Large Corporations in Japan”, *Australian Journal of Asian Law* (5)42, 46-47.

Dan W. Puchniak (2008), “The Efficiency of Friendliness: Japanese Corporate Governance Succeeds Again Without Hostile Takeovers”, *Berkeley Business Law Journal*, 5(195), 206-10.

²⁸⁰ Guo Li và Yakura Shinsuke (2010), *The Cross Holding of Company Shares: A preliminary Legal Study of Japan and China*, đường dẫn http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1618688, truy cập lần cuối ngày 06/6/2019.

²⁸¹ Mark Scher (2001), “Bank-firm Cross-shareholding in Japan: What is it, why does it matter, is it winding down”, *Economic & Social Affairs*, DESA Discussion Paper No.15, United Nations.



Quan điểm của các bên liên quan và cổ đông là hai góc độ chính định hình những lập luận về cơ cấu sở hữu của doanh nghiệp và hệ thống quản trị doanh nghiệp trên thế giới.²⁸² Nhiều nghiên cứu đã được thực hiện để phân loại hệ thống quản trị doanh nghiệp của các quốc gia. Có nhiều yếu tố ảnh hưởng đến hệ thống quản trị doanh nghiệp ở mỗi châu lục bao gồm các quy định pháp luật, văn hoá, yếu tố kinh tế, sự tồn tại của thị trường tài chính, các thể chế về quyền sở hữu, cấu trúc của các tập đoàn...²⁸³ Trong đó, cơ cấu sở hữu được coi là một trong những khía cạnh quan trọng nhất của quản trị doanh nghiệp. Điều này xảy ra chủ yếu là vì nó có một tác động mạnh mẽ đến động lực của các nhà quản lý và do đó ảnh hưởng đến hiệu quả kinh tế.²⁸⁴ Từ đây, có thể phân loại các hệ thống quản trị doanh nghiệp liên quan đến loại hình và mức độ kiểm soát, sở hữu và đặc điểm của cổ đông.

Trên thực tế, quản trị doanh nghiệp bao gồm các quy tắc xác định mối quan hệ giữa các bên khác nhau có liên quan đến công ty như cổ đông, hội đồng quản trị, các nhà quản lý và các bên liên quan khác. Sự không hiệu quả trong hệ thống này đã dẫn đến những hậu quả gian lận.²⁸⁵

²⁸² Yoshimory, M. (1995), "Whose company is it", *Journal of finance*, 33-44.

²⁸³ Barca, F. (2001), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University.

²⁸⁴ Anderson, M. (1999), *Corporate Governance: Effects On Firm Performance And Economic Growth*, Organization for Economic Cooperation and Development (OECD).

²⁸⁵ Nazanin Sharifi (2014), *The Ownership Structure and Control Mechanisms in Sweden: Case Study of Leading Pyramidal Corporations*, Institute of Graduate Studies and Research, Đại học Eastern Mediterranean.

Quản trị doanh nghiệp chủ yếu giải quyết các vấn đề nảy sinh từ việc tách quyền sở hữu và kiểm soát trong tổng công ty. Các nhà quản lý là người đại diện cho các cổ đông, được yêu cầu phải có những quyết định quan trọng trong công ty có thể phục vụ lợi ích của cổ đông tốt nhất, đó là tối đa hoá giá trị của tập đoàn. Vấn đề phát sinh khi các nhà quản lý cố gắng theo đuổi chính sách riêng của họ, và chính sách này có thể khác với những gì mà cổ đông mong muốn. Điều này sẽ tạo ra xung đột về lợi ích của họ, được gọi là vấn đề của chi phí đại diện đại diện (Agency cost). Quản trị doanh nghiệp hiệu quả có thể giảm thiểu các vấn đề chi phí đại diện bằng phương tiện sử dụng các nhà quản lý có năng lực và thiết lập mối quan hệ rõ ràng giữa được ban giám đốc và chủ sở hữu của công ty.²⁸⁶

Trong các hệ thống bên ngoài về quản trị doanh nghiệp (đặc biệt là Mỹ và Anh) xung đột lợi ích căn bản là giữa các nhà quản lý và các cổ đông. Mô hình quản trị doanh nghiệp này có thể được áp dụng trong các quốc gia có thị trường vốn hiệu quả, thường xuyên diễn ra các giao dịch làm thay đổi quyền sở hữu.²⁸⁷ Người quản lý trong hệ thống này cố gắng theo đuổi lợi ích của các cổ đông, làm tối đa hóa giá trị của công ty.²⁸⁸ Trong các công ty Mỹ và Anh, các nỗ lực được thực hiện để tăng sự giàu có của các cổ đông.²⁸⁹ Cơ cấu sở hữu của các tập đoàn được chi phối bởi hệ thống bên ngoài là phân tán. Điều đó có nghĩa là một tập đoàn lớn duy nhất có thể có hơn một triệu chủ sở hữu mà nhiều người trong số họ nắm giữ số lượng ít cổ phần.²⁹⁰ Cấu trúc sở hữu phù hợp với hệ thống quản trị này được tóm tắt như sau:

²⁸⁶ Investopedia (2013), *Agency Problem*, đường dẫn <http://www.investopedia.com/terms/a/agencyproblem.asp>, truy cập lần cuối ngày 18/3/2019.

²⁸⁷ Jill Solomon và Aris Solomon (2007), *Corporate Governance and Accountability*, Nxb John Wiley & Sons Ltd, Anh.

²⁸⁸ Ikol (2012), “An Analysis of the View that the Corporate Governance Systems Worldwide are Inevitably Converging Towards a Model Based on Shareholder Primacy and Dispersed Ownership Structure”, *Social Science Research Network*, đường dẫn <https://ssrn.com/abstract=2049764>, truy cập lần cuối ngày 18/3/2019.

²⁸⁹ Franklin, A. (2005), “Corporate governance in emerging economies”, *Oxford Review of Economic policy*, 21.

²⁹⁰ Rama, T. (2006), *Corporate Governance and Globalization: Ownership and Control*, Nxb Sage, London, Anh.

Các cổ đông (cá nhân, tổ chức, nhà đầu tư nước ngoài)



(Nguồn: Nazanin Sharifi (2014), *The Ownership Structure and Control Mechanisms in Sweden: Case Study of Leading Pyramidal Corporations*, Institute of Graduate Studies and Research, Đại học Eastern Mediterranean, Thổ Nhĩ Kỳ).

Trong hệ thống này, cổ đông thực hiện các quyền của mình một cách gián tiếp bằng cách tham gia họp và bầu thành viên Hội đồng Quản trị. Cơ cấu sở hữu bị phân mảnh cao nên hiếm khi chỉ có một cổ đông duy nhất có được ảnh hưởng đến quản trị công ty. Trong mô hình này, quyền sở hữu và quyền kiểm soát được tách khỏi nhau.²⁹¹ Tuy nhiên, chi phí đại diện lại phát sinh từ sự tách biệt này. Do đó, các cổ đông phải chịu chi phí giám sát để đảm bảo rằng người quản lý đang hành động vì lợi ích của cổ đông.²⁹² Tuy nhiên, ở những quốc gia này, quy định pháp luật điều chỉnh hoạt động của doanh nghiệp rất cụ thể, thiết lập rất rõ ràng mối quan hệ giữa các bên tham gia vào các công ty có thể ngăn ngừa các vấn đề liên quan đến chi phí đại diện.²⁹³ Do đó, tính minh bạch và công khai cao trên thị trường sẽ giúp nhà đầu tư có được thông tin cần thiết về công ty. Hội đồng quản trị bao gồm những thành viên độc lập và những thành viên chuyên trách.²⁹⁴

²⁹¹ Mueller, K. D. (2004), "In Corporate Governance and Globalization", *Oxford Review of Economic policy*, 129-156.

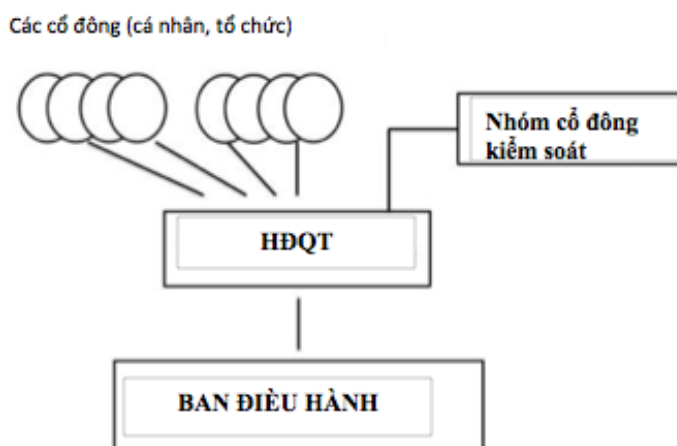
²⁹² McCahery, J. (2002), *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, Nxb Đại học Oxford, Oxford, Anh.

²⁹³ Rama, T. (2006), *Corporate Governance and Globalization: Ownership and Control*, SAGE publishing, London.

²⁹⁴ Anderson, M. (1999), *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*, Organization for Economic Cooperation and Development (OECD).

Mặt khác, trong các hệ thống quản trị nội bộ (Đức, Ý, Nhật Bản, Hàn Quốc), xung đột cơ bản là giữa các cổ đông kiểm soát và cổ đông không kiểm soát. Các nhà nghiên cứu từ lâu đã chỉ trích việc thực hiện sở hữu chéo cổ phần như là hạn chế quyền quản trị của cổ đông. Đây được xem là một đặc trưng như một trong hệ thống cấu trúc sở hữu này. Nói cách khác, một khi không có sự giám sát hiệu quả từ các cổ đông, các nhà quản lý sẽ có ít động lực để tìm cách tối đa hóa lợi nhuận.²⁹⁵

Mô hình quản trị trong hệ thống nội bộ (*insider system*) được minh họa như sau:



(Nguồn: Nazanin Sharifi (2014), *The Ownership Structure and Control Mechanisms in Sweden: Case Study of Leading Pyramidal Corporations*, Institute of Graduate Studies and Research, Đại học Eastern Mediterranean, Thổ Nhĩ Kỳ).

Làm thế nào một doanh nghiệp có thể cân bằng công tác giám sát và quyền tự chủ của công tác quản lý.²⁹⁶ Quản lý đòi hỏi quyền tự chủ. Sở hữu chéo cổ phần chính là phương pháp để ổn định quản lý. Do đó, một mạng nhện của sở hữu lẫn nhau giữa các bên cổ đông được tạo ra, tạo sự ổn định quyền.²⁹⁷ Chuẩn mực của quản trị doanh nghiệp nhấn mạnh trọng tâm là các cổ đông, trong khi quản trị kiểu nội bộ có xu hướng nhấn mạnh đến các bên liên quan khác nhau. Các nghiên cứu đã chứng minh cho thấy các công ty Nhật Bản chú trọng đến lợi ích của nhiều bên liên quan

²⁹⁵ Ikeo Kazuhito (1993), “Micro economics of cross-shareholding”, trong Ayse Bugra (1997), *State, Market and Organization Form*, Nxb Walter de Gruyter, Đức.

²⁹⁶ Zenichi Shishido (2000), *Japanese Corporate Governance: The Hidden Problems of Corporate Law and their Solutions*, Berkeley Law Scholarship Repository, Nhật Bản.

²⁹⁷ Zenichi Shishido (2000), *Japanese Corporate Governance: The Hidden Problems of Corporate Law and their Solutions*, Berkeley Law Scholarship Repository, Nhật Bản.

hơn là của các cổ đông. Hệ thống quản trị doanh nghiệp Nhật Bản mang đến sự ưu tiên cho các bên liên quan bên trong, ví dụ các cổ đông kiểm soát, người quản lý, đối tác chiến lược..., chứ không phải là các cổ đông nói chung.²⁹⁸ Ngân hàng chính của Nhật Bản và hệ thống tài chính keiretsu đã để lại quản trị doanh nghiệp chủ yếu trong tay các chủ nợ hơn là các cổ đông. Các công ty do chủ nợ kiểm soát có thể chỉ đạo để doanh nghiệp đầu tư quá mức đối với việc mở rộng các cơ sở hiện có, tăng thị phần trong các sản phẩm hiện có, các thay đổi nhỏ trong thiết kế sản phẩm,...²⁹⁹, Gibson đã chỉ ra rằng đó là những lý do chính mà các công ty Nhật Bản sản sinh lợi nhuận thấp cho các cổ đông.³⁰⁰

Trong đánh giá phê phán về quản trị doanh nghiệp Đức, người từng đoạt giải Nobel về kinh tế là ông Merton Miller (1997) đã viết: *"... một lỗ hổng thực sự và cuối cùng gây tử vong ở ngân hàng Đức thống trị quản trị doanh nghiệp. Hệ thống quản trị của Đức dường như đã phát triển thành một hệ thống vòng tròn khép kín - một hệ thống chạy hoàn toàn theo đà bên trọng nội tại của nó mà không có hệ bị định hướng hay ảnh hưởng từ bên ngoài."* Hệ thống quản trị doanh nghiệp của Hàn Quốc cũng là một hệ thống vòng tròn khép kín, và mô tả ở trên áp dụng gần như hoàn hảo cho các *chaebol* Hàn Quốc, một nhóm doanh nghiệp bao gồm nhiều công ty lớn được sở hữu và quản lý bởi các thành viên gia đình trong nhiều lĩnh vực kinh doanh đa dạng.

Khi cổ phiếu có quyền biểu quyết của một doanh nghiệp được sở hữu bởi ban điều hành của doanh nghiệp, nếu tỷ lệ sở hữu chéo cổ phần là lớn, nó sẽ gây ảnh hưởng đến các cổ đông khác. Thành phần ban quản lý doanh nghiệp tương ứng sẽ được bầu bởi bên còn lại. Đại hội đồng cổ đông không thể kiểm soát được những vấn đề quan trọng của doanh nghiệp, từ đó củng cố vị trí của ban quản lý, dẫn đến vấn đề của "kiểm soát bên trong" (do thành viên ban giám đốc được bầu lẫn nhau). Một số

²⁹⁸ Gibson, M. (1998), "Big Bang Deregulation and Japanese Corporate Governance: A Survey of This Issues", *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 624.

²⁹⁹ Morck, R và M. Nakamura (1999) "Banks and Corporate Control in Japan," *Journal of Finance* 54, 319-339.

³⁰⁰ Gibson, M. (1998), "Big Bang Deregulation and Japanese Corporate Governance: A Survey of This Issues," Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, 624.

cổ đông của doanh nghiệp thông qua ban giám đốc tại doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần để củng cố quyền kiểm soát hơn một doanh nghiệp mà nó sở hữu.

Mặt khác, sở hữu chéo cổ phần còn tạo ra tình trạng thành phần ban quản trị doanh nghiệp tương ứng sẽ được bầu bởi phía bên còn lại. Trong sở hữu chéo cổ phần, cấu trúc sở hữu và ban giám đốc của mỗi bên được tạo ra bởi cổ đông chính thông qua mối quan hệ bên trong, điều này làm xói mòn cổ đông thiểu số. Ở Nhật Bản và Đức, lương của các chức danh quản lý có xu hướng thấp hơn đáng kể so với ở Mỹ và Anh. Điều này phản ánh mối quan hệ mật thiết giữa cổ đông kiểm soát và người quản lý của hệ thống bên trong.³⁰¹ Khi các công ty nắm giữ cổ phần của những công ty khác để duy trì mối quan hệ, họ có xu hướng hỗ trợ người quản lý đương nhiệm của công ty đó, thay vì thực hiện các quyền biểu quyết tương ứng với quyền sở hữu tài sản. Điều này góp phần duy trì sự yếu kém của quản trị doanh nghiệp và ngăn chặn các nỗ lực của các nhà đầu tư khác để cải cách công ty.³⁰²

Sở hữu chéo cổ phần cũng làm giảm khả năng giám sát bên ngoài. Hoạt động của doanh nghiệp phải được đặt dưới sự giám sát và kiểm soát. Ý nghĩa của điều này nằm ở chỗ, các cổ đông có quyền sở hữu hợp pháp với tài sản của công ty có quyền xác định cách thức một tài sản nên được sử dụng như thế nào, chọn các thành viên hội đồng quản trị, tuyển dụng hoặc sa thải các nhà quản lý. Do đó, họ cố gắng tăng cường kiểm soát đối với công ty và đảm bảo rằng các nhà quản lý cố gắng để tối đa hóa giá trị của công ty và trả lại các khoản mà công ty đã vay của cổ đông - ở đây là số lượng cổ phần mà cổ đông nắm giữ. Các cấp độ kiểm soát được chia ra các mức sau³⁰³: (i) cấp độ đầu tiên, trực tiếp nhất và thường xuyên nhất là bởi các người lao động trong nội tại doanh nghiệp; (ii) cấp độ thứ hai là giám sát bởi các cổ đông của

³⁰¹ Krole, S.R (1997), "The Complexity of Compensation Contracts", *Journal of Financial Economics*, 43, 79 – 104.

³⁰² Sachi Suzuki (2016), "Untangling tight knots: Cross shareholdings in Japan", *Hermest Investment Management*, đường dẫn <https://www.hermest-investment.com/blog/eos/untangling-cross-shareholdings-japan/>, truy cập lần cuối ngày 06/3/2019.

³⁰³ Zenichi Shishido (2000), *Japanese Corporate Governance: The Hidden Problems of Corporate Law and their Solutions*, Berkeley Law Scholarship Repository, Nhật Bản.

doanh nghiệp, đặc biệt là các cổ đông kiểm soát; (iii) cấp độ thứ ba là các cổ đông không kiểm soát và các bên thứ ba nằm ngoài doanh nghiệp.

Tuy nhiên, trong mạng lưới sở hữu chéo cổ phần, rất khó để xác định doanh nghiệp nào là doanh nghiệp kiểm soát, bên nào là doanh nghiệp bị kiểm soát. Nếu Công ty A sở hữu Công ty C, và ngược lại, Công ty C cũng sở hữu công ty A, như vậy, Công ty C điều khiển Công ty A hay Công ty A kiểm soát Công ty C? Số lượng các doanh nghiệp trong mạng lưới phát triển càng nhiều, bản chất của mối quan hệ kiểm soát và các giao dịch nội bộ trở càng trở nên khó hiểu hơn. Điều này tạo ra sự khó khăn đối với các đối tượng bên ngoài trong việc theo dõi, kiểm soát doanh nghiệp cũng như xác định người kiểm soát cuối cùng.

Đây cũng là nguy cơ dẫn đến các rủi ro khó kiểm soát về tài chính. Sở hữu chéo cổ phần có thể tạo cơ hội cho người quản trị thao túng nội bộ doanh nghiệp.³⁰⁴ *“Kết quả cuối cùng của những mối quan hệ sở hữu phức tạp này là một cấu trúc nơi mà một công ty hầu như có thể kiểm soát một khối lượng quyền bỏ phiếu quan trọng, cản trở việc kiểm soát bên ngoài”.*³⁰⁵

Các công ty trong cơ cấu sở hữu chéo cổ phần được kết nối bởi những liên kết chéo nắm giữ cổ phần để củng cố sức mạnh.³⁰⁶ Nói cách khác, sở hữu chéo cổ phần là *“một phương tiện để giảm lượng cổ phiếu mà nhóm một cổ đông đã đầu tư để mua lại, duy trì và bảo vệ sự kiểm soát của một công ty”*. Sở hữu chéo cổ phần làm phát sinh chi phí đại diện giữa cổ đông kiểm soát và cổ đông không kiểm soát, làm phát sinh rào cản cho hoạt động thu tóm ngoài ý muốn. Những hành động này làm cho hệ thống sở hữu chéo cổ phần cổ phần là một tấm khiên vững chắc bảo vệ sức mạnh

³⁰⁴ Bài viết trên trang điện tử Diễn đàn Doanh nghiệp, đường dẫn <http://enternews.vn/so-huu-dan-cheo-va-nhung-canh-bao-83007.html>, truy cập lần cuối ngày 36/3/2019.

³⁰⁵ Zenichi Shishido và Takaaki Eguchi (2014), *The Fututre of Janpanese Corporate Governance: Internal Governance and the Development of Japanese-Style Ecxternal Governance through*, Đại học Hitotsubashi, Nhật Bản.

³⁰⁶ Bebchuk, Kraakman và Triantis (1999), “Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights”, *N.B.E.R. Working Paper* 6951, 8.

của các nhà quản lý doanh nghiệp tại Nhật Bản để kiểm soát việc phân bổ các nguồn lực và lợi nhuận của các công ty.³⁰⁷

4.4. Pháp luật Việt Nam về bảo vệ quyền cổ đông trong sở hữu chéo cổ phần

4.4.1. Thực trạng pháp luật về bảo vệ quyền cổ đông trong sở hữu chéo cổ phần

Báo cáo Tổng kết thi hành Luật Doanh nghiệp 2005 nhận xét về mức độ bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư ở Việt Nam như sau: *“Tuy đã có những nỗ lực lớn về hoàn thiện chính sách, luật pháp liên quan, nhưng mức độ bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư ở nước ta vẫn liên tục bị xếp hạng rất thấp so với các quốc gia trong khu vực và thế giới”*.³⁰⁸

Còn theo kết quả khảo sát của Tổ chức Tài chính quốc tế (IFC), mức độ quan tâm của các doanh nghiệp Việt Nam tới quyền cổ đông biến đổi khác nhau qua các năm, đạt bình quân 7,3% năm 2010 và 7,1% năm 2011. Mức điểm trung bình 7,1% đạt được của toàn bộ 100 công ty trong mẫu khảo sát cho thấy, quyền cổ đông chưa thực sự được các công ty niêm yết ở Việt Nam coi trọng. Như vậy, quyền cổ đông nói chung cần phải được quan tâm, chú trọng hơn nữa nếu muốn bảo đảm các tiêu chuẩn cao về quản trị công ty.³⁰⁹

Ở thời kì ban đầu của pháp luật về bảo vệ quyền của cổ đông trong công ty cổ phần, được đánh dấu bằng Luật Doanh nghiệp tư nhân và Luật Công ty ra đời vào năm 1990, sau đó là Nghị định số 48/1998/NĐ-CP ngày 11/7/1998 của Chính phủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán, quyền của cổ đông trong công ty cổ phần được quy định rất sơ sài, và chỉ bao gồm các quyền cơ bản nhất, ví dụ quyền sở hữu, quyền hưởng cổ tức, quyền tham gia và biểu quyết tại Đại hội đồng cổ đông. Những quyền quan trọng như quyền tiếp cận thông tin, khởi kiện công ty và người quản lý

³⁰⁷ William Lazonick (1998), *Japanese Corporate Governance and Strategy*, The Jerome Levy economics Institute of Bard College, Mỹ.

³⁰⁸ Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2013), Báo cáo tổng kết thi hành Luật Doanh nghiệp 2013, Hà Nội.

³⁰⁹ Theo thông tin tại trang tin thông tin điện tử của Bộ Tài Chính, đường dẫn <http://tapchitaichinh.vn/tai-chinh-kinh-doanh/bao-ve-quyen-loi-cua-co-dong-dap-ung-thong-le-va-chuan-muc-quoc-te-ve-quan-tri-cong-ty-98939.html>, truy cập lần cuối ngày 30/5/2019.

công ty... không được pháp luật bảo vệ trong một thời gian tương đối dài từ 1990 đến 1999.

Cùng với sự phát triển kinh tế, quy mô các doanh nghiệp ngày càng lớn, sự tách bạch giữa quyền sở hữu và quyền quản lý ngày càng rõ ràng. Thị trường chứng khoán sau giai đoạn sơ khai đã ngày càng phát triển mạnh. Mặt khác, sự thay đổi về mặt nhận thức pháp lý cũng được tiến hành, từ việc doanh nghiệp chỉ được làm những gì pháp luật cho phép, thành doanh nghiệp được làm những gì không cấm, dẫn đến nhu cầu hoàn thiện pháp luật về bảo vệ quyền của cổ đông trong công ty cổ phần. Được đánh dấu bằng sự ra đời của Luật Doanh nghiệp 1999, Điều lệ mẫu áp dụng cho các công ty niêm yết ban hành kèm theo Quyết định số 07/2002/QĐ-VPCP ngày 19/11/2002 của Văn phòng Chính phủ và Nghị định số 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 của Chính phủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán, pháp luật về bảo vệ quyền cổ đông đã có những bước phát triển. Mặc dù vậy, những quy định liên quan đến quyền của cổ đông trong việc tham gia quyết định những vấn đề quan trọng của doanh nghiệp, quyền tiếp cận thông tin vẫn chưa được đảm bảo.

Một bước phát triển tiếp theo được thể hiện qua việc ban hành Luật Doanh nghiệp 2005. Quyền cổ đông đã được bổ sung để phù hợp với nhu cầu phát triển thực tế. Tiếp theo, sự ra đời của Luật Doanh nghiệp 2014 đánh dấu một bước hoàn thiện về bảo vệ quyền cổ đông trong công ty cổ phần.

Các quy định pháp luật tại Việt Nam điều chỉnh trực tiếp về sở hữu chéo cổ phần chưa đầy đủ và chi tiết, do đó, các quy định về bảo vệ quyền cổ đông trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần chỉ được xem xét thông qua các quy định về quyền của cổ đông nói chung. Nhìn chung, cổ đông trong công ty cổ phần có các nhóm quyền sau:

- (i) Quyền chuyển nhượng cổ phần, theo quy định tại Khoản 3 Điều 119 Luật Doanh nghiệp 2014.
- (ii) Quyền tiếp cận thông tin theo quy định tại Điểm đ và Điểm e, Khoản 1, Điều 114 Luật Doanh nghiệp 2014.
- (iii) Quyền dự họp và biểu quyết tại ĐHCĐ, theo quy định tại Khoản 2 Điều 135 Luật Doanh nghiệp 2014.

(iv) Quyền yêu cầu công ty mua lại cổ phần, theo quy định tại Điều 129 Luật Doanh nghiệp 2014.

(v) Quyền khởi kiện, theo quy định tại Điều 147 Luật Doanh nghiệp 2014.

Để bảo vệ các quyền trên của cổ đông, Luật Doanh nghiệp 2014 đã có những quy định liên quan đến việc: Công khai hóa các lợi ích liên quan, được quy định tại Điều 159 Luật Doanh nghiệp 2014; Trách nhiệm của người quản lý công ty, tại Điều 160 Luật Doanh nghiệp 2014; Các hợp đồng, giao dịch phải được Đại hội đồng cổ đông hoặc Hội đồng quản trị chấp thuận, tại Điều 162 Luật Doanh nghiệp 2014.

Có thể nói, khởi động từ năm 1990, cho đến hiện nay, bằng các quy định của Luật doanh nghiệp 2014, quyền của cổ đông về cơ bản đã được bảo vệ chặt chẽ và cổ đông có nhiều cơ chế để thực hiện, bảo vệ các quyền của mình. Tuy nhiên, đây chỉ là các quyền thực hiện chung cho mọi trường hợp, không có quy định nào về quyền của cổ đông trong trường hợp doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo.

Vì hệ quả tạo ra những tác động tiêu cực sở hữu chéo cổ phần nằm ở bản chất quan hệ sở hữu chéo cổ phần. Do đó, quyền của cổ đông cần được bảo vệ dưới những góc độ: (i) Thảm quyền quyết định cho phép doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo cổ phần; (ii) cơ quan chịu trách nhiệm đối với việc tạo ra sở hữu chéo cổ phần, và (iii) các quyền cổ đông khi có căn cứ cho rằng sở hữu chéo xâm phạm quyền của cổ đông.

Về cơ quan có thẩm quyền tạo ra sở hữu chéo cổ phần, Luật Doanh nghiệp chưa có quy định về vấn đề này. Luật Doanh nghiệp chỉ quy định về thẩm quyền của từng cơ quan (Đại hội đồng cổ đông, Hội đồng quản trị) tương ứng với giá trị giao dịch của doanh nghiệp) tại Điều 162 Luật Doanh nghiệp. Theo đó, Đại hội đồng cổ đông được tham gia quyết định về các vấn đề nêu tại Điều 135 và Khoản 3 Điều 162 Luật Doanh nghiệp.³¹⁰

³¹⁰ Các vấn đề thuộc thẩm quyền quyết định của Đại hội đồng cổ đông trong trường hợp này gồm: Kế hoạch kinh doanh hằng năm của công ty; Báo cáo tài chính hằng năm; Báo cáo của Hội đồng quản trị về quản trị và kết quả hoạt động của Hội đồng quản trị và từng thành viên Hội đồng quản trị; Báo cáo của Ban kiểm soát về kết quả kinh doanh của công ty, về kết quả hoạt động của Hội đồng quản trị, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc; Báo cáo tự đánh giá kết quả hoạt động của Ban kiểm soát và của từng Kiểm soát viên; Mức cổ tức đối với mỗi cổ phần của từng loại.

Về trách nhiệm đối với việc tạo ra sở hữu chéo cổ phần và quyền khởi kiện, Điều 161 Luật Doanh nghiệp chỉ quy định chung trong mọi trường hợp rằng cổ đông, nhóm cổ đông sở hữu ít nhất 1% số cổ phần phổ thông liên tục trong thời hạn 06 tháng có quyền tự mình hoặc nhân danh công ty khởi kiện trách nhiệm dân sự đối với thành viên Hội đồng quản trị, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc khi cho rằng quyền và nghĩa vụ của cổ đông bị xâm phạm, trong đó có các trường hợp sử dụng thông tin, bí quyết, cơ hội kinh doanh của công ty để tư lợi riêng hoặc phục vụ cho lợi ích của tổ chức, cá nhân khác, và sử dụng địa vị, chức vụ và sử dụng tài sản của công ty để tư lợi riêng hoặc phục vụ lợi ích của tổ chức, cá nhân khác.³¹¹

Nói cách khác, nếu doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo và cổ đông cho rằng việc tham gia này làm ảnh hưởng đến quyền và lợi ích hợp pháp của mình, cổ đông có thể thực hiện bảo vệ quyền của mình bằng các quy định về quyền cổ đông tại Luật Doanh nghiệp 2014 như đã nói ở trên.

4.4.2. Hoàn thiện pháp luật Việt Nam trong mối liên hệ với pháp luật một số quốc gia về bảo vệ cổ đông trong sở hữu chéo

Tham khảo quy định pháp luật của một số quốc gia, có thể thấy pháp luật Việt Nam còn có một số điểm không tương đồng như sau:

Thứ nhất, Luật Doanh nghiệp 2015 chỉ có quy định về thẩm quyền quyết định đối với các giao dịch của doanh nghiệp căn cứ trên giá trị giao dịch, không có quy định riêng về thẩm quyền quyết định đối với hoạt động sở hữu chéo cổ phần. Điều này có thể được giải thích do pháp luật chỉ đang dừng lại ở quy định cấm sở hữu chéo cổ phần giữa doanh nghiệp mẹ và doanh nghiệp con, giữa các doanh nghiệp con của cùng một doanh nghiệp mẹ. Sở hữu chéo cổ phần trong các trường hợp còn lại pháp luật không điều chỉnh.

Về vấn đề này, pháp luật một số quốc gia khác có quy định rõ ràng. Ví dụ, pháp luật Nhật Bản quy định nếu doanh nghiệp A và B sở hữu chéo cổ phần thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu mới, tức là doanh nghiệp A phát hành cổ phiếu cho

³¹¹ Khoản 3, Điều 168 Luật Doanh nghiệp 2014.

B, việc này phải được sự chấp thuận của Đại hội đồng cổ đông của doanh nghiệp A, trừ trường hợp Đại hội đồng cổ đông uỷ quyền cho Hội đồng quản trị.³¹²

Nếu sở hữu chéo cổ phần được tạo ra bởi tình huống công ty A phát hành cổ phiếu mới cho công ty B vì lợi ích của công ty B, việc phát hành này phải được sự chấp thuận của Đại hội đồng cổ đông của Công ty A. Nếu việc này đã được Đại hội đồng cổ đông uỷ quyền trước đó, thì việc phát hành này thuộc thẩm quyền của Hội đồng quản trị, tuy nhiên, sau đó vẫn cần có sự phê duyệt chấp thuận của Đại hội đồng cổ đông.³¹³

Pháp luật Nhật Bản cũng quy định về quyền của cổ đông khởi kiện doanh nghiệp, khởi kiện người quản lý trong trường hợp sở hữu chéo cổ phần là bất hợp pháp. Cụ thể, nếu việc sở hữu chéo cổ phần được tạo ra bởi việc một doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu cho một doanh nghiệp khác, cổ đông của doanh nghiệp phát hành có thể kiện người ra quyết định nếu cho rằng việc phát hành này đã hoặc sẽ cấu thành sự vi phạm đối với quy định pháp luật, điều lệ doanh nghiệp hoặc việc phát hành này được thực hiện theo cách thức không công bằng gây bất lợi cho các cổ đông. Ngoài ra, pháp luật Nhật bản cũng quy định: Nếu sở hữu chéo cổ phần được tạo ra bằng cách phát hành cổ phần mới, cổ đông của công ty phát hành có thể khởi kiện chống lại việc phát hành này, nếu việc phát hành đã hoặc sẽ tạo ra sự vi phạm các quy định pháp luật hoặc điều lệ công ty.³¹⁴ Một ví dụ của việc phát hành này là trường hợp phát hành vì lợi ích của bên thứ ba với những điều kiện thuận lợi đặc biệt mà không có sự chấp thuận của đại hội đồng cổ đông.

Pháp luật Ý cũng có những quy định để bảo vệ quyền lợi của cổ đông khi doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo cổ phần, tuy nhiên nếu hai doanh nghiệp nắm giữ chéo vượt quá mức 5%, hai doanh nghiệp này phải kí kết một thoả thuận và thoả thuận này phải được sự chấp thuận của đại hội đồng cổ đông.³¹⁵

³¹² Điều 210 Đạo luật Công ty của Nhật Bản năm 2006.

³¹³ Điều 210 Đạo luật công ty của Nhật Bản năm 2006.

³¹⁴ Điều 210(i) Đạo luật Công ty của Nhật Bản năm 2006.

³¹⁵ Shearman & Sterling, Institutional Share Holder Services và European Corporate Governance Institute (2007), *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study* (Phụ lụcB: Regulatory Framework for Control-Enhancing Mechanism: Summaries Regarding to CMS, 117).

Thứ hai, pháp luật Việt Nam đã có quy định về quyền khởi kiện của cổ đông nói chung. Mặc dù quy định này không dành riêng cho sở hữu chéo cổ phần nhưng có thể thấy rằng pháp luật đã cho cổ đông quyền khởi kiện khi có cơ sở cho rằng quyền và lợi ích hợp pháp bị xâm phạm.

Pháp luật Nhật Bản cũng quy định về quyền của cổ đông khởi kiện doanh nghiệp, khởi kiện người quản lý trong trường hợp sở hữu chéo cổ phần là bất hợp pháp. Cụ thể, nếu việc sở hữu chéo cổ phần được tạo ra bởi việc một doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu cho một doanh nghiệp khác, cổ đông của doanh nghiệp phát hành, có thể kiện người ra quyết định nếu cho rằng việc phát hành này đã hoặc sẽ cấu thành sự vi phạm đối với quy định pháp luật, điều lệ doanh nghiệp hoặc việc phát hành này được thực hiện theo cách thức không công bằng gây bất lợi cho các cổ đông.³¹⁶

Ngoài ra, pháp luật Nhật Bản cũng quy định: Nếu sở hữu chéo cổ phần được tạo ra bằng cách phát hành cổ phần mới, cổ đông của công ty phát hành có thể khởi kiện chống lại việc phát hành này, nếu việc phát hành đã hoặc sẽ tạo ra sự vi phạm các quy định pháp luật hoặc điều lệ công ty.³¹⁷ Một ví dụ của việc phát hành này là trường hợp phát hành vì lợi ích của bên thứ ba với những điều kiện thuận lợi đặc biệt mà không có sự chấp thuận của đại hội đồng cổ đông.

Tương tự, Điều 210 (ii) đạo luật Công ty Nhật Bản cũng quy định cổ đông có quyền khởi kiện chống lại việc phát hành cổ phiếu mới nếu việc phát hành này được thực hiện theo cách thức không công bằng và có thể gây bất lợi cho các cổ đông. Đạo luật công ty không định nghĩa rõ như thế nào là “cách thức không công bằng”. Trên thực tế, tại Nhật Bản đã có một số vụ án được khởi kiện trong tình huống này. Tòa án đã ban hành các lệnh cấm để ngăn ngừa việc phát hành cổ phiếu mà việc phát hành

³¹⁶ Điều 210(i) Đạo luật Công ty của Nhật Bản năm 2006.

³¹⁷ Điều 210(i) Đạo luật Công ty của Nhật Bản năm 2006.

này tạo ra các quyền cho bên thứ ba khả năng pha loãng cổ phiếu ở mức đáng kể trong các trường hợp thu tóm ngoài ý muốn.³¹⁸

Pháp luật Đức quy định cũng có một số quy định nhằm bảo vệ quyền lợi của các cổ đông thiểu số trong doanh nghiệp bị chi phối. Các cổ đông này có quyền yêu cầu bồi thường nếu như họ bị thiệt hại vì lý do công ty của họ bị chi phối bởi một công ty khác³¹⁹.

Pháp luật các nước xác định trách nhiệm của người có thẩm quyền liên quan đến việc sở hữu chéo cổ phần và quyền của các cổ đông có liên quan. Ví dụ, pháp luật Pháp quy định nếu việc thực hiện sở hữu chéo chỉ phục vụ cho mục đích của cổ đông nắm quyền kiểm soát, chống lại lợi ích của cổ đông thiểu số hoặc lợi ích của doanh nghiệp, cổ đông có thể khởi kiện người điều hành, bất kỳ thành viên nào của Hội đồng quản trị hoặc ban kiểm soát cũng có thể bị Tòa án xem xét trách nhiệm nếu quyết định đầu tư chéo vi phạm quy định pháp luật, điều lệ doanh nghiệp hoặc chỉ phục vụ cho lợi ích của người quản lý, cổ đông lớn, chống lại lợi ích của doanh nghiệp.³²⁰

Do đó, pháp luật Việt Nam cần có các quy định trực tiếp để bảo vệ quyền cổ đông trong sở hữu chéo cổ phần, cụ thể:

Thứ nhất, cần bổ sung thêm một điểm nằm trong Khoản 2, Điều 136 Luật Doanh nghiệp 2014 về các trường hợp thuộc thẩm quyền quyết định của Đại hội đồng

³¹⁸ Tòa án đã áp dụng nội dung của “cách thức không công bằng” này theo các lý lẽ cơ bản sau: (i) Quyền đăng ký mua cổ phần có thể được xem là hợp lệ đối với bên thứ ba ngay cả khi việc phát hành có thể làm giảm tỷ lệ cổ phần của cổ đông hiện tại, miễn là việc phát hành đó dựa trên một quyết định kinh doanh của Hội đồng quản trị, liên quan đến vấn đề thuộc thẩm quyền quản lý của mình và là cần thiết và hợp lý để tạo thành một hoạt động kinh doanh trên thực tế; (ii) Việc cấp quyền đăng ký cổ phần cho bên thứ ba có thể được thực hiện nếu việc làm này là việc tiếp nối trong hoạt động kiểm soát của ban quản trị đương nhiệm khi doanh nghiệp rơi vào trường hợp rủi ro, và việc phát hành này có mục đích chính là duy trì quyền kiểm soát của ban quản trị đương nhiệm bằng cách giảm tỷ lệ sở hữu cổ phần của người thực hiện thu tóm, ngoại trừ một số trường hợp, khi mà người mua không chi phối hoạt động quản lý của ban quản trị đương nhiệm và tồn tại tình huống cho thấy công ty sẽ chịu những hậu quả nghiêm trọng do việc thay thế ban quản trị của người tiếp quản.

³¹⁹ Nhà Pháp luật Việt – Pháp (dịch) (2004), *Hội thảo các Tập đoàn Kinh tế lớn*, Hà Nội.

³²⁰ Shearman & Sterling, Institutional Share Holder Services and European Corporate Governance Institute (2007), *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study* (Phụ lục B: Regulatory Framework for Control-Enhancing Mechanism: Summaries Regarding to CMS, 116).

cổ đông như sau: “*Trường hợp chào bán cổ phần riêng lẻ cho một đối tượng xác định, hoặc đăng ký mua cổ phần của một doanh nghiệp xác định mà việc chào bán, đăng ký mua này tạo thành quan hệ sở hữu chéo cổ phần từ 5% trở lên*”.

Thứ hai, hiện nay Khoản 1 Điều 129 Luật Doanh nghiệp 2014 quy định công ty có nghĩa vụ mua lại cổ phần của cổ đông nếu cổ đông có yêu cầu trong trường hợp: “*Cổ đông biểu quyết phản đối nghị quyết về việc tổ chức lại công ty hoặc thay đổi quyền, nghĩa vụ của cổ đông quy định tại Điều lệ công ty có quyền yêu cầu công ty mua lại cổ phần của mình*”. Đề nghị bổ sung quyền của cổ đông về việc yêu cầu công ty mua lại cổ phần khi cổ đông phản đối việc doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo cổ phần. Vì vậy, Khoản 1 Điều 129 Luật Doanh nghiệp 2014 có thể sửa đổi như sau: “*Cổ đông biểu quyết phản đối nghị quyết về việc tổ chức lại công ty, phản đối việc công ty tạo thành quan hệ sở hữu chéo với doanh nghiệp khác từ 5% cổ phần của doanh nghiệp khác, hoặc thay đổi quyền, nghĩa vụ của cổ đông quy định tại Điều lệ công ty có quyền yêu cầu công ty mua lại cổ phần của mình*”. Sở dĩ cần phải bổ sung quy định như trên vì đây là một cơ chế để bảo vệ quyền và lợi ích chính đáng của cổ đông khi không đồng ý với quyết định tham gia sở hữu chéo cổ phần của doanh nghiệp. Trong trường hợp cổ đông cho rằng quan hệ sở hữu có thể ảnh hưởng đến cổ đông, hoặc ảnh hưởng đến tính minh bạch trong quản lý, doanh nghiệp có nghĩa vụ mua lại cổ phần của cổ đông, theo yêu cầu của cổ đông.

Ngoài ra, tỷ lệ sở hữu chéo đạt mức 5% cổ phần của doanh nghiệp đã được giải thích tại Chương 3 của Luận án³²¹, phù hợp với kiến nghị về tỷ lệ bị hạn chế các quyền biểu quyết, quyền hưởng cổ tức của doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo.

Kết luận chương 4

1. Một trong những mục tiêu chính của doanh nghiệp là tối đa hoá lợi nhuận cho các cổ đông. Tuy nhiên, sự tách bạch giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát tạo ra sự phân biệt giữa lợi nhuận và ý tưởng quản lý. Việc bảo vệ nhà đầu tư là rất quan

³²¹ Chương 2, Mục 3.3.3, Trang 97, 98 của Luận án.

trọng bởi vì, khả năng chiếm đoạt lợi ích của cổ đông, đặc biệt là của cổ đông không nắm quyền kiểm soát là rất lớn. Lý thuyết về ủy quyền – đại diện cho thấy cổ đông phải đối mặt với nguy cơ rằng lợi nhuận trên các khoản đầu tư sẽ không đạt được như kì vọng thông qua các cách thức chiếm đoạt của cổ đông kiểm soát hoặc người quản lý công ty.

Qua sở hữu chéo cổ phần, cổ đông kiểm soát (phía sau là những người có liên quan) có thể làm tăng quyền biểu quyết trong khi giữ một phần nhỏ của lợi ích kinh tế. Trong ý nghĩa này, cơ chế kiểm soát CMS có thể mang lại lợi ích cho cổ đông kiểm soát gây thiệt hại cho các cổ đông không kiểm soát

Thông qua cơ chế này, các cổ đông thiểu số nằm trong nguy cơ bị thiệt hại bởi những giao dịch qua các kênh ngầm của cổ đông kiểm soát, để chuyển giao tài sản và lợi nhuận ra khỏi các công ty vì lợi ích của những người kiểm soát chúng. Vì vậy, trong trường hợp tồn tại sở hữu chéo cổ phần, cần có cơ chế bảo vệ và ngăn ngừa việc xâm phạm quyền lợi của cổ đông.

2. Về vấn đề này, pháp luật các quốc gia khác có quy định tương đối rõ ràng. Pháp luật Nhật bản quy định rõ về thẩm quyền quyết định sở hữu chéo cổ phần thuộc về cơ quan cao nhất là đại hội đồng cổ đông và quyền khởi kiện của cổ đông đối với doanh nghiệp, người quản lý doanh nghiệp khi sở hữu chéo cổ phần là gây bất lợi cho cổ đông. Điều này cũng tương tự với Ý khi quốc gia này quy định nếu hai doanh nghiệp nắm giữ chéo vượt quá mức 5%, hai doanh nghiệp này phải kí kết một thoả thuận và thoả thuận này phải được sự chấp thuận của đại hội đồng cổ đông. Pháp luật Đức quy định cũng có một số quy định nhằm bảo vệ quyền lợi của các cổ đông thiểu số trong doanh nghiệp bị chi phối. Các cổ đông này có quyền yêu cầu bồi thường nếu như họ bị thiệt hại vì lí do công ty của họ bị chi phối bởi một công ty khác. Pháp luật Pháp quy định nếu việc thực hiện đầu tư chéo chỉ phục vụ cho mục đích của cổ đông nắm quyền kiểm soát, chống lại lợi ích của cổ đông thiểu số hoặc lợi ích của doanh nghiệp, cổ đông có thể khởi kiện người quản lý, bất kỳ thành viên nào của HĐQT hoặc ban kiểm soát cũng có thể bị Tòa án xem xét trách nhiệm nếu quyết định đầu tư chéo vi phạm quy định pháp luật, điều lệ doanh nghiệp hoặc chỉ phục vụ cho lợi ích của người quản lý, cổ đông lớn, chống lại lợi ích của doanh nghiệp.

3. Về vấn đề bảo vệ quyền của cổ đông khi doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo cổ phần, có thể thấy pháp luật Việt Nam có đặc điểm sau: (i) Pháp luật Việt Nam chỉ có quy định về thẩm quyền quyết định đối với các giao dịch của doanh nghiệp căn cứ trên giá trị giao dịch, không có quy định riêng biệt về thẩm quyền quyết định đối với hoạt động sở hữu chéo cổ phần. (ii) Pháp luật Việt Nam đã có quy định về quyền khởi kiện của cổ đông nói chung. Mặc dù quy định này không dành riêng cho sở hữu chéo cổ phần nhưng có thể thấy pháp luật đã cho cổ đông quyền khởi kiện khi có cơ sở cho rằng quyền và lợi ích hợp pháp bị xâm phạm.

4. Vì vậy, cần có bổ sung quy định của Luật Doanh nghiệp 2014 như sau: (i) Bổ sung thành một điểm nằm trong khoản 2 của Điều 136 Luật Doanh nghiệp 2014 trường hợp thẩm quyền của Đại hội đồng cổ đông quyết định việc doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo từ 5% trở lên; (ii) Sửa đổi, bổ sung Khoản 1 Điều 129 Luật Doanh nghiệp 2014 như sau: *“Cổ đông biểu quyết phản đối nghị quyết về việc tổ chức lại công ty, phản đối việc công ty tạo thành quan hệ sở hữu chéo với doanh nghiệp khác từ 5% cổ phần của doanh nghiệp khác, hoặc thay đổi quyền, nghĩa vụ của cổ đông quy định tại Điều lệ công ty có quyền yêu cầu công ty mua lại cổ phần của mình”*.

CHƯƠNG 5

MINH BẠCH THÔNG TIN TRONG SỞ HỮU CHÉO CỔ PHẦN

5.1. Cơ sở lý thuyết và ý nghĩa của yêu cầu minh bạch thông tin

Kể từ cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á xảy ra năm 1997, yêu cầu về tính minh bạch và chất lượng công bố thông tin ngày càng nhận được sự quan tâm của các nhà nghiên cứu và hoạch định chính sách. Một trong những nguyên nhân dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính bắt nguồn trực tiếp từ việc thiếu công khai về tài chính và không cung cấp đầy đủ thông tin về quản trị. Xã hội đòi hỏi phải được cung cấp một cách kịp thời, nhất quán và chính xác thông tin về hoạt động tài chính, trách nhiệm pháp lý, quyền kiểm soát và sở hữu, và các vấn đề quản trị doanh nghiệp. Điều này là quan trọng để các nhà đầu tư đưa ra đánh giá về những rủi ro, lợi nhuận kì vọng của bất kỳ khoản đầu tư nào. Mặt khác, mức độ minh bạch càng lớn, thị trường sẽ nhận được sự tin tưởng cao của nhà đầu tư, do đó, khả năng tiếp cận vốn sẽ khả quan hơn, tạo ra lợi ích cho tất cả các bên liên quan.³²²

Yêu cầu về minh bạch thông tin được đề xuất dựa trên hai lý thuyết liên quan, đó là lý thuyết về chi phí đại diện, và lý thuyết báo hiệu.

Lý thuyết về chi phí đại diện thường được sử dụng để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn. Bắt đầu từ công trình tiên phong của Jensen và Meckling (1976) mà nhiều tác giả sau này tiếp tục kế thừa.³²³ Một thách thức quan trọng đối với bất kỳ nền kinh tế nào là sự phân bổ nguồn vốn tiết kiệm một cách tối ưu nhất đến các cơ hội đầu tư. Các doanh nghiệp muốn thu hút các khoản tiết kiệm từ cá nhân, hộ gia đình, tổ chức... để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Cả bên phía người tiết kiệm và phía doanh nghiệp đều muốn có cơ hội để cùng nhau kinh doanh. Tuy nhiên, từ đây dẫn đến hai vấn đề. Thứ nhất, phía doanh nghiệp thường có lợi về mặt thông tin hơn nhà đầu tư về giá trị của cơ hội đầu tư. Thứ

³²² Benjamin Fung (2014), “The Demand and Need for Transparency and Disclosure in Corporate Governance”, *Universal Journal of Management*, 2(2), 72-80.

³²³ Jensen, M.C. và Meckling, W. H. (1976), “Theory of the Firm: Managerial behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 82-137.

hai, thông tin mà doanh nhân cung cấp cho nhà đầu tư có thể không hoàn toàn đáng tin cậy.

Để giảm thiểu vấn đề này, nhìn chung có ba biện pháp sau: (i) Một hợp đồng tối ưu giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư để loại bỏ vấn đề đánh giá sai;³²⁴ (ii) các quy định yêu cầu nhà quản lý phải tiết lộ đầy đủ thông tin. Cung cấp thông tin trung thực có thể làm giảm chi phí đại diện giữa người quản lý và chủ sở hữu,³²⁵ trong đó Báo cáo tài chính có ý nghĩa quan trọng;³²⁶ (iii) Sự tham gia của các tổ chức thông tin trung gian, như các nhà phân tích tài chính và các cơ quan xếp hạng.

Tiếp theo, lí thuyết tín hiệu hoàn thành việc giải thích về trách nhiệm công bố thông tin của doanh nghiệp. Thông tin bất đối xứng là một vấn đề lớn sẽ phát sinh khi một người muốn mua một chiếc xe đã qua sử dụng.³²⁷ Người bán biết nhiều hơn người mua. Chính sự khác biệt trong thông tin về sản phẩm là sự không đối xứng thông tin giữa người mua và người bán. Trong thị trường vốn, kịch bản này có thể được so sánh với vấn đề phát sinh khi doanh nghiệp trở thành công ty đại chúng. Các chủ sở hữu hiện tại của công ty và người quản lý công ty (người bán) biết nhiều hơn về công ty (sản phẩm) hơn những nhà đầu tư tiềm năng (người mua). Việc tiết lộ thêm thông tin cho các nhà đầu tư tiềm năng có thể làm giảm vấn đề thông tin bất đối xứng. Chính sách công bố thông tin công ty liên quan đến tính bền vững của hoạt động của doanh nghiệp dựa trên nguyên tắc tiết lộ tự nguyện.

³²⁴ David Kreps (1990), *A course in Microeconomic Theory*, Princeton University Press.

³²⁵ Healy, P.M và Palepu, K.G. (2001), “Information Assymetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature”, *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 373-381.

Botosan Ch. A và Plumlee M., (2002), “A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital”, *Journal of Accounting Research*, 40, 21-40.

³²⁶ Prabowo, R và Angkoso, K.S. (2006), “Factors Influencing the Extent of Web-Based Disclosure: An Empirical Analysis of Indonesian Manufacturing Firms”, *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 8 (2), 92-98.

³²⁷ Akerlof, G. (1970), “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, 629-650.

Công bố thông tin là phương tiện chính để doanh nghiệp có thể trở nên minh bạch, là yêu cầu quan trọng của một thị trường vốn hiệu quả.³²⁸ Vì mục đích quản trị công ty là phục vụ các bên liên quan.³²⁹ Vì thế, công bố thông tin là yếu tố quyết định trong việc đảm bảo phân bổ có hiệu quả các nguồn lực trong xã hội và làm giảm sự không đối xứng thông tin giữa công ty và các bên liên quan. Có năm trụ cột mà công bố thông tin phải đáp ứng³³⁰, bao gồm:

- (i) Tính chân thực, thông tin được cung cấp phải là thông tin đã được mô tả chính xác và hoàn chỉnh;
- (ii) Tính hoàn thiện, thông tin được cung cấp phải đầy đủ để các nhà đầu tư có thể thông qua đó ra quyết định đầu tư. Thông tin phải bao gồm cả khía cạnh tài chính và phi tài chính.
- (iii) Tính vật chất, thông tin phải được tiết lộ dưới dạng vật chất.
- (iv) Tính kịp thời, thông tin được tiết lộ phải có khả năng cho phép các nhà đầu tư phản ứng nhanh nhất có thể.
- (v) Tính dễ tiếp cận, thông tin được tiết lộ phải dễ dàng và sẵn có để nhà đầu tư có thể tiếp cận với chi phí thấp nhất.

Việc đảm bảo chất lượng minh bạch thông tin có vai trò quan trọng, trong đó có các vấn đề sau:

Thứ nhất, chất lượng minh bạch thông tin ảnh hưởng đến tính thanh khoản của thị trường chứng khoán. Một thị trường chứng khoán hoạt động hiệu quả phải dựa trên nền tảng thông tin minh bạch.³³¹ Ở nơi nào mà nhà đầu tư bị ảnh hưởng từ hệ thống công bố thông tin không đầy đủ và thiếu minh bạch, thị trường chứng khoán nơi đó trở nên dễ bị tổn thương do sự bất cân xứng thông tin giữa người bán và người

³²⁸ Healy, P.M và Palepu, K.G. (2001), “Information Assymetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature”, *Journal of Accounting and Economics*, 31, 1, 373-381.

³²⁹ Solomon, J. (2007), *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons Ltd publisher, 143.

³³⁰ Benjamin Fung (2014), “The Demand and Need for Transparency and Disclosure in Corporate Governance”, *Universal Journal of Management*, 2, 2, 72-80.

³³¹ Merritt B. Fox (1999), “Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment”, *Virginia Law Review*, 85, 1335.

mua.³³² Bên cạnh đó, các nhà đầu tư tiềm năng nếu không biết tình trạng thực tế của doanh nghiệp thì chỉ có thể tham gia vào thị trường ở mức trung bình nhất. Họ sẽ chỉ trả cho chứng khoán theo mức giá đã được giảm đi rất nhiều so với các số liệu thống kê được công bố.³³³ Việc tiết lộ tự nguyện làm giảm vấn đề thông tin bất đối xứng.³³⁴ Do đó, đối với các doanh nghiệp càng có mức độ minh bạch cao, các nhà đầu tư có thể tin tưởng rằng, giá của cổ phiếu là phù hợp với giá trị doanh nghiệp. Điều này làm tăng tính thanh khoản đối với cổ phiếu của công ty trên thị trường chứng khoán.³³⁵

Thông tin kế toán tài chính của doanh nghiệp hỗ trợ nhà đầu tư trong việc xác định và đánh giá cơ hội đầu tư. Dữ liệu kế toán tài chính có chất lượng nâng cao hiệu quả bằng cách cho phép các nhà quản lý và nhà đầu tư xác định được việc tạo ra những cơ hội có giá trị hơn với ít lỗi hơn. Điều này dẫn đến việc phân bổ vốn chính xác đến nơi có giá trị sử dụng cao nhất.³³⁶ Có thể nói, một hệ thống kế toán tài chính rõ ràng cung cấp trực tiếp thông tin về cơ hội đầu tư. Theo quan điểm của Black và Ball,³³⁷ một doanh nghiệp có một chế độ kế toán tài chính mạnh là một chế độ tập trung vào uy tín và trách nhiệm giải trình, và đây cũng là một điều kiện tiên quyết đến tính sôi động của thị trường chứng khoán. Thị trường chứng khoán hiệu quả trong đó giá chứng khoán phản ánh toàn bộ các thông tin, được tiếp cận bởi các nhà đầu tư hiện tại và tiềm năng. Dye và Sridhar mô tả rõ ràng vai trò chỉ đạo chiến lược cho giá của cổ phiếu.³³⁸ Trong các mô hình này, giá cổ phiếu đã thu hút được cá nhân, thông

³³² George A. Akerlof (1970), “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, 84, 488.

³³³ Bernard Black (2000), “The Core Institutions that Support Strong Securities Markets”, *Business Lawyer*, 55, 1565, 1567-68.

³³⁴ Kim O và Verrecchia R (1994), “Market liquidity and volume around earnings announcements”, *Journal of Account Economic*, 17(1-2), 41-67.

³³⁵ Healy PM và Palepu KG (2001), “Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital market: A review of the empirical disclosure literature”, *Journal of Account Economic*, 31(1-3), 405-440.

³³⁶ Robert M. Bushman và Abbie J. Smith (2003), “Transparency, financial accounting information, and corporate governance”, *Economic Policy Review*, (9), 1.

³³⁷ Bernard Black (2000), “The Core Institutions that Support Strong Securities Markets”, *Business Lawyer* (55), 1565, 1567-68.)

³³⁸ Dye, R. và S. Sridhar (2001), *Strategy-Directing Disclosures*, Đại học Northwestern, Mỹ.

tin liên quan đến quyết định mà các nhà quản lý chưa biết đến, quyết định đầu tư của các nhà quản lý đáp ứng với điều này. Một báo cáo tài chính minh bạch sẽ làm tăng niềm tin vào sự công bằng của thị trường.³³⁹

Thứ hai, chất lượng minh bạch thông tin ảnh hưởng đến vai trò giám sát của thị trường. Với sự biến động to lớn của thị trường, nhu cầu được cung cấp đầy đủ và phù hợp báo cáo tài chính doanh nghiệp là điều cần thiết.³⁴⁰ Theo ấn bản Hướng dẫn về thực tiễn trong quản trị công ty theo Hội nghị Liên hợp quốc về Thương mại và Phát triển năm 2006, hướng dẫn chú trọng đến việc tiết lộ tài chính và một loạt các thông tin không phải là tài chính như công ty mục tiêu, quyền sở hữu và quyền của cổ đông, những thay đổi trong kiểm soát và giao dịch liên quan đến tài sản quan trọng, cơ cấu và chính sách quản trị,... Công bố thông tin để giảm thiểu sự bất đối xứng thông tin giữa quản lý và tham gia thị trường vốn,³⁴¹ cho phép giám sát tốt hơn các quyết định của cơ quan quản lý.³⁴² Thông tin tài chính kế toán đóng vai trò quản lý, đóng góp trực tiếp vào hiệu quả kinh tế, ví dụ, kịp thời từ bỏ các dự án không hiệu quả, và giảm sự chiếm đoạt tài sản của nhà đầu tư.³⁴³

Thứ ba, minh bạch thông tin giúp tăng hiệu quả kinh tế bằng cách giảm rủi ro thanh khoản và lựa chọn bất lợi. Bảo vệ các nhà đầu tư từ hành vi cơ hội của người quản lý là một yếu tố cơ bản mang tính quyết định đến khả năng sẵn sàng đầu tư để tài trợ cho các công ty. Theo Amihud và Mendelson, tính thanh khoản trong chứng khoán của công ty ảnh hưởng đến chi phí vốn của công ty.³⁴⁴ Nếu rủi ro thanh khoản trong thị trường vốn là thấp, các nhà đầu tư có thể yên tâm đầu tư vào những dự án

³³⁹ Benjamin Fung (2014), “The Demand and Need for Transparency and Disclosure in Corporate Governance”, *Universal Journal of Management* 2(2), 72-80.

³⁴⁰ Benjamin Fung (2014), “The Demand and Need for Transparency and Disclosure in Corporate Governance”, *Universal Journal of Management* 2(2), 72-80.

³⁴¹ Diamond, D.W. và R.E. Verrecchia (1991), “Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital”, *Journal of Finance* (46), 1325–1359.

³⁴² Baldwin, B.A. (1984), “Segment Earnings Disclosure and the Ability of Security Analysts to Forecast Earnings Per Share”, *Accounting Review* (54), 376–389.

³⁴³ Robert M. Bushman và Abbie J. Smith (2003), “Transparency, financial accounting information, and corporate governance”, *Economic Policy Review*, (9), 1.

³⁴⁴ Amihud, Y., và H. Mendelson (2000), “The Liquidity Route to a Lower Cost of Capital”, *Journal of Applied Corporate Finance* (12), 4, 8-25.

dài.³⁴⁵ Do đó, chất lượng minh bạch thông tin có ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động thu hút vốn của doanh nghiệp.

5.2. Ảnh hưởng của sở hữu chéo cổ phần đến chất lượng minh bạch thông tin

Patel đã nghiên cứu các mối quan hệ giữa minh bạch thông tin và sở hữu chéo cổ phần trong 19 thị trường mới nổi.³⁴⁶ Đối với hầu hết các nước, tương quan giữa mức độ sở hữu và mức độ minh bạch thông tin là tiêu cực, trong khi mối tương quan giữa tỷ lệ giá cổ phiếu và minh bạch là tích cực. Điều này có thể ngụ ý rằng các nhóm doanh nghiệp có sự nắm giữ chéo phức tạp sẽ khó minh bạch trong hoạt động của họ, và vì vậy cổ phiếu của doanh nghiệp có thể sẽ được các nhà đầu tư đánh giá thấp hơn trên thị trường so với các công ty độc lập không tham gia sở hữu chéo cổ phần.³⁴⁷

Sở hữu chéo cổ phần được đặc trưng bởi các mối quan hệ chặt chẽ và sự phụ thuộc lẫn nhau, do đó dẫn đến ổn định mối quan hệ giữa các công ty. Sở hữu chéo cổ phần do đó là một trong những nguyên nhân làm giảm chất lượng minh bạch thông tin trên thị trường.³⁴⁸

Xuất phát từ tầm quan trọng của vấn đề nắm bắt thông tin, sở hữu chéo cổ phần có thể tạo ra một số lợi ích cho các doanh nghiệp tham gia mạng lưới. Các doanh nghiệp trong mạng lưới sở hữu chéo cổ phần khi giao dịch với nhau có thể tránh được vấn đề thông tin bất cân xứng, do: (i) Được trao đổi và cung cấp những thông tin đáng tin cậy; (ii) Không phải trả nhiều chi phí, nhân sự cho công tác điều tra, tìm hiểu về tình hình của các đối tác có liên quan trong giao dịch; (iii) Giảm thiểu các chi phí khắc phục, giải quyết hậu quả của việc không tiếp cận đầy đủ thông tin của bên còn lại trong giao dịch; (iv) Tận dụng được hiểu biết của các doanh nghiệp trong mạng lưới đối với bên thứ ba. Có thể nói, do sự phụ thuộc lẫn nhau, sở hữu chéo cổ phần

³⁴⁵ Levine, R. (1997), “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature* (35), 2, 688-726.

³⁴⁶ Patel, Sandeep, Bwakira và Balic (2002), “Measuring transparency and disclosure at firm – level in emerging markets”, *Emerging Markets Review*, 3, 4.

³⁴⁷ Ram Kumar Kakani và Tejas Joshi (2006), “Cross shareholding strategy to increase control: Case of the Tata group”, *XLRI jamshedpur*, Ấn Độ.

³⁴⁸ Bergloff, Erick và Perotti (1994), “The Governance structure of the japanese financial keiretsus”, *Journal of Financial Economics*, 36, 259-284.

có thể giúp làm giảm các vấn đề nguy hiểm về đạo đức của các thành viên trong nhóm.³⁴⁹

Đối với những mạng lưới sở hữu chéo cổ phần có sự tham gia của ngân hàng, việc giảm thiểu được các chi phí giao dịch này có ý nghĩa đối với hoạt động cho vay. “Theo kinh nghiệm của nhiều nước và từ nhiều chuyên gia nghiên cứu, trừ những cú sốc bất ngờ như khủng hoảng kinh tế, thiên tai... nguyên nhân gây ra tình trạng nợ xấu nhiều nhất là do các ngân hàng không có đầy đủ thông tin từ phía khách hàng của mình mặc dù đã có rất nhiều nỗ lực trong công tác thẩm định”.³⁵⁰ Trong hoạt động tín dụng, ngân hàng luôn là bên có ít thông tin về dự án, mục đích sử dụng khoản tín dụng được cấp của khách hàng. Để đảm bảo an toàn trong hoạt động của mình, bản thân các tổ chức tín dụng phải xử lý thông tin bất cân xứng để cho vay đúng đối tượng và giám sát chặt chẽ nhằm đảm bảo việc thu hồi cả gốc và lãi của khoản tín dụng đã cấp. Việc cho vay với những doanh nghiệp trong cùng hệ thống sở hữu chéo cổ phần sẽ giúp ngân hàng hạn chế những rủi ro. Ngân hàng sẽ có nhiều thông tin từ khách hàng, do đó chi phí giao dịch sẽ giảm.³⁵¹

Tuy nhiên, do sự ưu tiên về vấn đề thông tin đối với các doanh nghiệp thuộc mạng lưới, sở hữu chéo cổ phần tạo ra những ảnh hưởng tiêu cực đến chất lượng minh bạch thông tin.

Vấn đề về ảnh hưởng của sở hữu chéo cổ phần đối với chất lượng minh bạch thông tin được quan tâm nghiên cứu nhiều hơn từ đầu những năm 80.³⁵² Nghiên cứu cho thấy mức độ sở hữu chéo cổ phần càng cao, sự không đối xứng về thông tin trên

³⁴⁹ Berglof, E. và Perotti, E. (1994), “The governance structure of the Japanese financial keiretsu”, *Journal of Financial Economics*, 36, 259-284.

³⁵⁰ Huỳnh Thế Du, Nguyễn Minh Kiều và Nguyễn Trọng Hoài (2005), “Thông tin bất cân xứng trong hoạt động tín dụng tại Việt Nam”, Bài nghiên cứu tình huống Chương trình giảng dạy Kinh tế FullBright, đường dẫn <http://www.fetp.edu.vn/vn/tinh-huong/thong-tin-bat-can-xung-trong-hoat-dong-tin-dung-tai-viet-nam/>, truy cập lần cuối ngày 18/3/2019.

³⁵¹ ADB Institute (2004), *Relationship Banking and Its Role in Corporate Governance*, Research paper series, 56.

³⁵² Fama (1980), “Agency problems and the theory of the firm”, *Journal of Political Economy* 88 (2), 288–307.

Fama, E. F. và M. C. Jensen (1983), “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301–325.

thị trường càng lớn.³⁵³ Mạng lưới sở hữu chéo cổ phần trên thị trường chứng khoán được áp dụng như là một mạng lưới hai cấp.³⁵⁴ Mạng chia sẻ hai cấp bao gồm mạng lưới chứa các công ty được liệt kê trong nhóm sở hữu chéo cổ phần, và mạng lưới các cổ đông bên ngoài của doanh nghiệp.³⁵⁵ Điều này có thể tạo ra hai lớp thông tin như sau:

Lớp thông tin thứ nhất là thông tin nội bộ giữa các doanh nghiệp trong mạng lưới sở hữu chéo cổ phần và chỉ được cung cấp trong nội bộ các doanh nghiệp này. Các thông tin này có ít sự gian lận và sai lệch nhằm giảm chi phí giao dịch, đồng thời tạo ra lợi thế cho các doanh nghiệp trong mạng lưới. Các thông tin này được trao đổi nội bộ giữa các doanh nghiệp trong cùng mạng lưới thông qua các cơ quan điều hành, các cuộc gặp gỡ giữa các nhà quản lý, do đó, các doanh nghiệp trong mạng lưới sẽ không chịu áp lực về việc công bố thông tin chính xác và rộng rãi cho các nhà đầu tư nói riêng và cho thị trường nói chung. Những thông tin này không được thể hiện trong báo cáo tài chính và các báo cáo công khai khác của doanh nghiệp.

Truyền thống này thường xảy ra với các doanh nghiệp Nhật Bản. Trong hệ thống keiretsu thường có một câu lạc bộ, mà thành viên gồm chủ tịch các tập đoàn, gọi là “*shacho-kai*”.³⁵⁶ Đây là một đặc điểm quan trọng trong việc bồi đắp mối quan hệ giữa các doanh nghiệp thuộc cùng một là một keiretsu. Các cuộc họp thường diễn ra theo định kì, bí mật và không có biên bản nào được ghi chép lại, không có bất kỳ tuyên bố nào được đưa ra sau khi cuộc họp kết thúc, nên người ngoài không thể có

³⁵³ Heflin, F. và K. W. Shaw (2000), “Blockholder ownership and market liquidity”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 621–633.

Fan, J. P. H. và T. J. Wong (2002), “Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia”, *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3), 401–425.

Gul, F. A., J.-B. Kim, và A. A. Qiu (2010), “Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China”, *Journal of Financial Economics*, 95 (3), 425–442.

³⁵⁴ Yvind B hren và Yvind Norli (1997), *Determinants of Intercompany Shareholdings*, Norwegian School of Management.

³⁵⁵ Yvind B hren và Yvind Norli (1997), *Determinants of Intercompany Shareholdings*, Norwegian School of Management.

³⁵⁶ Kunio Odaka (1993), *The Source of Japanese Management, in Japanese Business – Cultural Perspectives*, State University of New York Press publisher, 20-24.

thông tin về những nội dung diễn ra tại cuộc họp.³⁵⁷ Mọi hoạt động của doanh nghiệp, các thông tin trong thị trường sản phẩm và thị trường chứng khoán, những khó khăn về tài chính... sẽ chỉ diễn ra trong vòng cấp quản lý của các công ty.³⁵⁸

Từ mục tiêu bảo mật thông tin, các doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần nắm giữ cổ phần của nhau như là một cách để củng cố các mối quan hệ kinh doanh. Thị trường được sắp xếp bao gồm các giao dịch dài hạn, chứ không phải là những giao dịch ngắn hạn. Sở hữu chéo cổ phần tạo ra đảm bảo về những giao dịch dài hạn.³⁵⁹ Do đó, quyết định tiếp tục hay chấm dứt mối quan hệ của họ không phải được thực hiện theo quan điểm của thị trường.³⁶⁰

Từ vấn đề này, thị trường kiểm soát doanh nghiệp hầu như không tồn tại. Ví dụ, trong giai đoạn phát triển của sở hữu chéo cổ phần, những hoạt động tiếp quản ngoài ý muốn không phổ biến tại Nhật Bản, bởi vì đã có một số lượng cổ phiếu được nắm giữ chéo không được giao dịch công khai trên thị trường.³⁶¹ Năm 1985, tỷ lệ cổ phần ổn định giữa các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Nhật Bản lên đến đỉnh điểm ở 66,1 % tổng giá trị thị trường và duy trì trên 50% cho đến năm 1999.³⁶² Điều này lý giải rõ ràng lý do tại sao khi Nhật Bản xảy ra bong bóng kinh tế vào cuối năm 1980 và bùng nổ vào những năm 1990, vẫn không có thương vụ tiếp quản ngoài ý muốn nào được thực hiện thành công. Điều này đồng thời cũng giải thích lý do tại sao khi có sự suy giảm đáng kể trong tỷ lệ cổ đông ổn định vào cuối năm 1990 và đầu những năm 2000, các doanh nghiệp buộc phải bán cổ phần đang sở

³⁵⁷ Caslav Pejovic (2011), "Japanese Corporate Governance: Behind Legal Norms", *Penn State International Law Review* 483, Singapore.

³⁵⁸ Zenichi Shishido (2000), *Japanese Corporate Governance: The Hidden Problems of Corporate Law and their Solutions*, Berkeley Law Scholarship Repository, Nhật Bản.

³⁵⁹ Zenichi Shishido (1989), "A Texan Raid on a Japanese Company", *Japan Echo*, 151-4, 61.

³⁶⁰ Zenichi Shishido (2000), *Japanese Corporate Governance: The Hidden Problems of Corporate Law and their Solutions*, Berkeley Law Scholarship Repository, Nhật Bản.

³⁶¹ Ebengt Holmstrom (1979), "Moral Hazard and Observability", *The Bell Journal of Economics*, 10, 74.

³⁶² Tokyo Stock Exchange (2016), *2015 Share Ownership Survey*, đường dẫn www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/examination/b5b4pi00000154dp-att/e-bunpu2015.pdf, truy cập lần cuối ngày 18/3/2019.

hữu chéo, các chuyên gia tài chính đã dự đoán rằng Nhật Bản sẽ phát triển một thị trường sôi động về mua bán, sáp nhập doanh nghiệp.³⁶³

Sự duy trì chế độ sở hữu chéo cổ phần, tạo thành những cổ đông ổn định khiến cho Nhật Bản là một trong những quốc gia “không tương” cho hoạt động thâm tóm.³⁶⁴ Vì thuận lợi trong việc tiếp cận thông tin, các doanh nghiệp trong nhóm sở hữu chéo cổ phần cũng sẽ có một số hoạt động hiệu quả hơn vì không mất nhiều chi phí giao dịch. Ở khía cạnh trong nội bộ nhóm doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần, việc nắm giữ cổ phần làm giảm thông tin bất cân xứng.³⁶⁵ Trong thời kỳ suy thoái kinh tế, các công ty trong một nhóm nhất định có thể dựa vào cách thức này để giảm chi phí.³⁶⁶

Lớp thông tin thứ hai là các thông tin cung cấp ra bên ngoài; bao gồm các thông tin đã bị lược bỏ đi hay đã được làm thay đổi, sai lệch đi so với những thông tin thuộc lớp thứ nhất. Nói cách khác, những thông tin này có thể không phản ánh chính xác và trung thực tình trạng của doanh nghiệp. Điều này tạo ra thiệt thòi cho các nhà đầu tư, cổ đông không kiểm soát, những nhà phân tích nghiên cứu thị trường và cơ quan quản lý nhà nước. Cụ thể:

(i) Tạo khó khăn cho các doanh nghiệp bên ngoài khi muốn tham gia giao dịch với các doanh nghiệp trong mạng lưới sở hữu chéo cổ phần. Trong một mạng lưới sở hữu chéo cổ phần nơi mà các doanh nghiệp chỉ có ý định thực hiện các hoạt động

³⁶³ Ronald J. Gilson (2004), “The Poison Pill in Japan: The Missing Infrastructure”, *Columbia Law and Economics Working Paper*, 244.

³⁶⁴ Dan W. Puchniak (2008), The Efficiency of Friendliness: Japanese Corporate Governance Succeeds again without Hostile Takeovers, *Berkeley Business Law Journal*, 195, 251-254.

³⁶⁵ Sheard, P. (1989), “The main bank system and corporate monitoring and control in Japan”, *Journal of Economic, Behavior and Organization*, 11, 399-422.

Kester, W.C. (1993) “Governance, contracting, and investment horizons: a look at Japan and Germany”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 10, 82-98.

Lim, Y (1999), *Technology and Productivity: The Korean Way of Learning and Catching Up*, NxbThe MIT Press, Cambridge.

Hoshi, T., Kashyap, A. và Scharfstein, D. (1990), “The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan”, *Journal of Financial Economics*, 27, 67-88.

R. J. Gilson và M. J. Roe (1992), “Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between Corporate Governance and Industrial Organization”, *Yale Law Journal*, 102, 871.

³⁶⁶ Debnath, Sajit Chandra & Tokuda và Akio (2013), “Value-based Management in Japanese Keiretsu and Korean Chaebols”, *Ritsumeikan International Affairs*, 11, 45-70.

kinh doanh với các doanh nghiệp trong nhóm sẽ dẫn đến khó khăn cho các doanh nghiệp ngoài nhóm tham gia vào hoạt động kinh doanh này mặc dù có các điều kiện tương tự hoặc ưu việt hơn. Việc lựa chọn khách hàng, đối tác trong đa số trường hợp sẽ không hoàn toàn dựa trên chất lượng sản phẩm hay dịch vụ của đối tác mà họ dựa trên những đối tượng trong cùng mạng lưới sở hữu chéo cổ phần. Chính điều này tạo khó khăn cho việc tham gia của các nguồn vốn bên ngoài đối với các giao dịch của doanh nghiệp. Điều này dẫn đến việc loại trừ, hạn chế các hoạt động cạnh tranh.³⁶⁷ Ngoài ra, đây cũng là một trong những nguyên nhân làm cho doanh nghiệp trở nên cách ly khỏi sự điều chỉnh của thị trường. Khi doanh nghiệp được cách ly khỏi sự điều chỉnh của thị trường, người quản lý doanh nghiệp có xu hướng điều khiển doanh nghiệp theo ý muốn chủ quan của họ.³⁶⁸

(ii) Các cổ đông sẽ chỉ giao dịch nội bộ trong một "đường hầm" giữa các doanh nghiệp của tập đoàn, ngay cả khi các doanh nghiệp bên ngoài có khả năng cung cấp hàng hoá, dịch vụ tốt hơn. Sở hữu chéo cổ phần sẽ theo đuổi các chính sách nhấn mạnh sự ổn định về mặt lợi nhuận hơn là tối đa hóa lợi nhuận. Điều này làm tổn hại lợi ích của các cổ đông của một doanh nghiệp cụ thể bằng cách phân bổ các nguồn lực hoặc lợi nhuận cho một doanh nghiệp khác của tập đoàn.³⁶⁹

(iii) Trong trường hợp các doanh nghiệp của cùng mạng lưới sở hữu chéo cổ phần hoạt động trên cùng thị trường liên quan, các doanh nghiệp này được xem là cạnh tranh với nhau. Tuy nhiên, do hoạt động sở hữu chéo cổ phần sẽ dẫn đến việc có thể tạo ra những thỏa thuận hạn chế cạnh tranh trong việc đặt ra các chính sách chung về khách hàng, điều kiện giao dịch... Nói cách khác là các doanh nghiệp có nhiều khả năng sẽ thực hiện các hành động chung để điều chỉnh lợi nhuận hoặc giá cả trên thị trường. Lúc này, lợi nhuận thu được sẽ là lợi nhuận độc quyền.³⁷⁰ Nếu đây là những

³⁶⁷ Mark Scher (2001), "Bank-firm Cross-shareholding in Japan: What is it, why does it matter, is it winding down", *Economic & Social Affairs*, DESA Discussion Paper, Mỹ, 15.

³⁶⁸ Mitsuaki Okabe (2001), "Are cross-shareholding of Japanese corporation dissolving? Evolution and implications", *Nissan Institute, University of Oxford*, 33, 21.

³⁶⁹ Claesens, Djankov, Fan, Lang (1999), "Expropriation of minority shareholders: evidence from East Asia", *Policy Research Paper 2088*, The World Bank.

³⁷⁰ Reynolds, R.J., Snapp (1986), "The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures", *International Journal of Industrial Organization*, 4, 2, 141-153.

doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực đặc thù và có sức ảnh hưởng rộng như tài chính, viễn thông... thì hậu quả gây ra cho thị trường là không nhỏ. Các doanh nghiệp này có thể tạo ra sự liên kết nhóm để duy trì lợi thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp khác không nằm trong nhóm mặc dù chúng đều có chung thị trường liên quan. Đây cũng là lí do mà nhóm các doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần là đối tượng điều chỉnh của Luật chống độc quyền của Nhật Bản.³⁷¹ Các mô hình phức tạp của sở hữu chéo cổ phần mà thường phát sinh giữa các doanh nghiệp có liên quan trong hệ thống người trong cuộc, và đó dẫn đến nhóm doanh nghiệp lớn, cũng có thể dẫn đến hành vi thông đồng, cùng chung chính sách cạnh tranh.³⁷²

Với mối quan hệ lâu dài giữa doanh nghiệp và các nhà cung cấp, việc chia sẻ thông tin có thể giúp doanh nghiệp đạt những lợi ích về chi phí và chất lượng sản phẩm. Tuy nhiên, sự gia tăng trong tập trung trong cùng một ngành công nghiệp lại có thể làm suy yếu mức độ cạnh tranh tổng thể trong thị trường sản phẩm. Các mối quan hệ phức tạp trong mạng lưới sở hữu chéo cổ phần thường có xu hướng tăng lên bởi các doanh nghiệp có liên quan trong hệ thống bên trong, có thể dẫn đến những hành vi thông đồng, và cùng có chung chính sách cạnh tranh. “Điều này cho thấy tình hình quản trị doanh nghiệp trong hệ thống bên trong cần được quan tâm đặc biệt để củng cố sức cạnh tranh trên thị trường”.³⁷³

Nhật Bản là một ví dụ điển hình về ảnh hưởng của sở hữu chéo cổ phần đến cạnh tranh. Việc nắm giữ cổ phần đã che chở cho các doanh nghiệp Nhật Bản khỏi áp lực thị trường vốn.³⁷⁴ Lawrence đã đưa ra bằng chứng cho thấy các cổ phần chéo keiretsu làm rào cản đối với việc mua lại của các doanh nghiệp Nhật Bản và cản trở đầu tư trực tiếp nước ngoài.³⁷⁵ Các doanh nghiệp của Keiretsu thường chỉ giao dịch với nhau, tham gia vào hoạt động chống cạnh tranh bằng cách loại trừ hành vi thương

³⁷¹ Nguyễn Thị Lan Hương (2013), “Điều chỉnh pháp lý về sở hữu cổ phần chéo ở Nhật Bản”, *Tài chính*, (11).

³⁷² OECD (1999), *Corporate Governance: Effect on Firm Performance and Economic Growth*, Paris.

³⁷³ OECD (Organisation For Economic Co-operation and Development) (1999), *Corporate Governance Effects on Firm Performance and Economic growth*, Paris, 30.

³⁷⁴ Sheard, Paul (1991), “The Economics of Interlocking Shareholding in Japan”, *Recherche Economique*, 45, 2-3, 421-48.

³⁷⁵ Lawrence, Robert Z (1993), “Japan’s Low Levels of Inward Investment: The Role of Inhibitions on Acquisitions,” *Foreign Direct Investment*, Nxb Đại học Chicago, 85-107.

mại với bên ngoài.³⁷⁶ Nghiên cứu cho thấy chính đặc điểm này của Keiretsu là một trong những nguyên nhân tạo ra ảnh hưởng tiêu cực tới cân bằng thương mại song phương Mỹ và Nhật Bản.³⁷⁷

Sự vắng mặt của một thị trường hiệu quả để kiểm soát doanh nghiệp đã cản trở sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài, cả ở khía cạnh chủ động lẫn bị động. Ví dụ, hoạt động sáp nhập và mua hoạt động ở Nhật Bản thường không phổ biến. Tại Đức, các doanh nghiệp ngoài nước rất khó khăn khi muốn mua lại các doanh nghiệp Đức.³⁷⁸ Hoạt động thu tóm hiếm khi xảy ra vào những năm 1988.³⁷⁹ Điều này dù sau đó có thay đổi, song thị trường mua bán doanh nghiệp vẫn rất nhỏ bé trong sự so sánh với những quốc gia mà nền kinh tế luôn tuân thủ những quy tắc của thị trường, như Mỹ và Anh.³⁸⁰ Mặc dù mức độ cạnh tranh ở Nhật đang tăng lên và sự cạnh tranh đang lan rộng đến các khu vực được bảo vệ trước đây của nền kinh tế, nhưng nền kinh tế của Nhật vẫn bị cản trở bởi việc vẫn tiếp tục bóp méo hình thức cạnh tranh trong nhiều ngành.³⁸¹

5.3. Pháp luật Việt Nam về minh bạch thông tin trong sở hữu chéo cổ phần

5.3.1. Thực trạng pháp luật về minh bạch thông tin trong sở hữu chéo cổ phần

³⁷⁶ Lawrence, Robert Z (1991), “Efficient or Exclusionist? The Import Behavior of Japanese Corporate Groups”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 311–30.

³⁷⁷ Fung, K. C (1991), “Characteristics of Japanese Industrial Groups and Their Potential Impact on U.S.-Japanese Trade,” *Empirical Studies of Commercial Policy*, Nxb Đại học Chicago, 137–64.

³⁷⁸ OECD (Organisation For Economic Co-operation and Development) (1999), *Corporate Governance Effects on Firm Performance and Economic growth*, 29.

³⁷⁹ OECD (1999c), *Changing Patterns of Industrial Globalisation: Cross-Border Mergers and Acquisition*, DSTI/IND (99)12.

³⁸⁰ OECD (1999c), *Changing Patterns of Industrial Globalisation: Cross-Border Mergers and Acquisition*, DSTI/IND (99)12.

OECD (1999b), *The OECD Principles of Corporate Governance*, C999, 67.

³⁸¹ Michael E. Porter và Mariko Sakakibara (2004), “Competition in Japan”, *Journal of Economic Perspectives*, 18, 27-50.

Ngày 18-9-2013, tại Luxembourg, đại diện Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam đã chính thức ký kết Phụ lục A, Biên bản ghi nhớ (MMoU) của IOSCO.³⁸² MMoU được đa số các nước thành viên thông qua vào tháng 5-2002, nhằm mục tiêu tăng cường việc giám sát và hợp tác giám sát thị trường, trao đổi thông tin quản lý giữa các cơ quan quản lý chứng khoán của các nước thành viên IOSCO.

IOSCO nhấn mạnh tầm quan trọng của việc công bố thông tin kịp thời đối với một công ty phát hành. Nguyên tắc 16 của Nguyên tắc IOSCO đối với việc tiết lộ nói rằng: *"Cần phải có đầy đủ, chính xác và kịp thời tiết lộ kết quả tài chính, rủi ro và các thông tin khác có ý nghĩa quyết định đối với các nhà đầu tư. IOSCO xem xét tính chính xác, tính toàn vẹn và tính so sánh của việc tiết lộ của người phát hành là cần thiết cho duy trì sự tự tin của nhà đầu tư và do đó tạo điều kiện cho một quốc tế ổn định hệ thống tài chính"*.³⁸³

Việc gia nhập IOSCO chứng minh sự quan tâm của Việt Nam đối với chất lượng minh bạch thông tin. Về thực tiễn, pháp luật Việt Nam về công bố thông tin được đánh giá tương đối tương thích với pháp luật các quốc gia trên thế giới.

Đối với công ty cổ phần nói chung, việc minh bạch thông tin sẽ được thực hiện thông qua các quy định về: Công khai các lợi ích liên quan (Điều 159 Luật Doanh nghiệp 2014), công khai thông tin (Điều 171 Luật Doanh nghiệp 2014) và công bố thông tin (Điều 108 và Điều 109 Luật Doanh nghiệp 2014).

Thứ nhất, về trách nhiệm công khai các lợi ích liên quan³⁸⁴:

³⁸² IOSCO là một tổ chức quốc tế của Ủy ban Chứng khoán các quốc gia, một trong những hiệp hội ngành nghề quốc tế quan trọng cho sự hợp tác giữa các cơ quan quản lý thị trường vốn. IOSCO là tổ chức định ra các tiêu chuẩn, các nguyên tắc quốc tế về quản lý, vận hành các TTCK thế giới. Vai trò và vị trí của IOSCO đã được Ngân hàng Thế giới (WB), Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), nhóm G20... và các hiệp hội ngành nghề, các diễn đàn quốc tế công nhận. Cho đến nay, IOSCO đã phát triển rất mạnh và bao quát hầu hết thị trường vốn trên thế giới.

³⁸³ IOSCO (2016), Bộ Nguyên tắc của IOSCO, 2.

³⁸⁴ Điều 159 Luật Doanh nghiệp 2014.

- Công ty phải tập hợp và cập nhật danh sách những người có liên quan của công ty³⁸⁵, và các giao dịch tương ứng của họ với công ty;
- Thành viên Hội đồng quản trị, Kiểm soát viên, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc và người quản lý khác của công ty phải kê khai các lợi ích liên quan của họ với công ty, bao gồm: (i) Tên, mã số doanh nghiệp, địa chỉ trụ sở chính, ngành, nghề kinh doanh của doanh nghiệp mà họ có sở hữu phần vốn góp hoặc cổ phần; tỷ lệ và thời điểm sở hữu phần vốn góp hoặc cổ phần đó; (ii) Tên, mã số doanh nghiệp, địa chỉ trụ sở chính, ngành, nghề kinh doanh của doanh nghiệp mà những người có liên quan của họ cùng sở hữu hoặc sở hữu riêng phần vốn góp hoặc cổ phần trên 10% vốn điều lệ;³⁸⁶

Thứ hai, công ty cổ phần phải công khai các thông tin sau:

- Công ty cổ phần phải gửi báo cáo tài chính hằng năm đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua đến cơ quan nhà nước có thẩm quyền theo quy định của luật về kế toán và pháp luật có liên quan.³⁸⁷
- Công ty cổ phần công bố trên trang thông tin điện tử của mình các thông tin sau đây: (i) Điều lệ công ty; (ii) Sơ yếu lý lịch, trình độ học vấn và kinh nghiệm nghề nghiệp của các thành viên Hội đồng quản trị, Kiểm soát viên, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc công ty; (iii) Báo cáo tài chính hằng năm đã được Đại hội đồng cổ

³⁸⁵ Khoản 17 Điều 4 Luật Doanh nghiệp 2014 quy định *Người có liên quan* là tổ chức, cá nhân có quan hệ trực tiếp hoặc gián tiếp với doanh nghiệp trong các trường hợp sau đây: a) Công ty mẹ, người quản lý công ty mẹ và người có thẩm quyền bổ nhiệm người quản lý đó đối với công ty con trong nhóm công ty; b) Công ty con đối với công ty mẹ trong nhóm công ty; c) Người hoặc nhóm người có khả năng chi phối việc ra quyết định, hoạt động của doanh nghiệp đó thông qua cơ quan quản lý doanh nghiệp; d) Người quản lý doanh nghiệp; đ) Vợ, chồng, cha đẻ, cha nuôi, mẹ đẻ, mẹ nuôi, con đẻ, con nuôi, anh ruột, chị ruột, em ruột, anh rể, em rể, chị dâu, em dâu của người quản lý công ty hoặc của thành viên, cổ đông sở hữu phần vốn góp hay cổ phần chi phối; e) Cá nhân được ủy quyền đại diện cho những người, công ty quy định tại các điểm a, b, c, d và đ khoản này; g) Doanh nghiệp trong đó những người, công ty quy định tại các điểm a, b, c, d, đ, e và h khoản này có sở hữu đến mức chi phối việc ra quyết định của các cơ quan quản lý ở doanh nghiệp đó; h) Nhóm người thỏa thuận cùng phối hợp để thu tóm phần vốn góp, cổ phần hoặc lợi ích ở công ty hoặc để chi phối việc ra quyết định của công ty.

³⁸⁶ Khoản 2, Điều 159 Luật Doanh nghiệp 2014.

³⁸⁷ Khoản 1, Điều 171 Luật Doanh nghiệp 2014.

đồng thông qua; (iv) Báo cáo đánh giá kết quả hoạt động hằng năm của Hội đồng quản trị và Ban kiểm soát.³⁸⁸

- Công ty cổ phần không phải là công ty niêm yết phải thông báo cho Cơ quan đăng ký kinh doanh nơi công ty có trụ sở chính chậm nhất 03 ngày sau khi có thông tin hoặc có thay đổi các thông tin về họ, tên, quốc tịch, số hộ chiếu, địa chỉ thường trú, số cổ phần và loại cổ phần của cổ đông là cá nhân nước ngoài; tên, mã số doanh nghiệp, địa chỉ trụ sở chính, số cổ phần và loại cổ phần và họ, tên, quốc tịch, số hộ chiếu, địa chỉ thường trú người đại diện theo ủy quyền của cổ đông là tổ chức nước ngoài.³⁸⁹

Thứ ba, công ty cổ phần phải công bố thông tin định kỳ trên trang thông tin điện tử của công ty³⁹⁰ những thông tin sau: (i) Thông tin cơ bản về công ty và điều lệ công ty; (ii) Mục tiêu tổng quát, mục tiêu, chỉ tiêu cụ thể của kế hoạch kinh doanh hằng năm; (iii) Báo cáo và tóm tắt Báo cáo tài chính hằng năm đã được kiểm toán bởi tổ chức kiểm toán độc lập trong thời hạn không quá 150 ngày, kể từ ngày kết thúc năm tài chính; Báo cáo và tóm tắt Báo cáo tài chính giữa năm đã được kiểm toán bởi tổ chức kiểm toán độc lập; thời hạn công bố phải trước ngày 31 tháng 07 hằng năm (gồm Báo cáo tài chính của công ty mẹ và Báo cáo tài chính hợp nhất); (iv) Báo cáo đánh giá về kết quả thực hiện kế hoạch sản xuất kinh doanh hằng năm và 03 năm gần nhất tính đến năm báo cáo; (v) Báo cáo kết quả thực hiện các nhiệm vụ công ích được giao theo kế hoạch hoặc đấu thầu (nếu có) và trách nhiệm xã hội khác; (vi) Báo cáo về thực trạng quản trị, cơ cấu tổ chức công ty. Báo cáo này, theo quy định tại Khoản 2 Điều 171 Luật Doanh nghiệp 2014, phải bao gồm các thông tin sau: Thông tin về cơ quan đại diện chủ sở hữu, người đứng đầu và cấp phó của người đứng đầu cơ quan đại diện chủ sở hữu; Thông tin về người quản lý công ty, bao gồm trình độ chuyên môn, kinh nghiệm nghề nghiệp, các vị trí quản lý đã nắm giữ, cách thức được bổ nhiệm, công việc quản lý được giao, mức tiền lương, thưởng, cách thức trả tiền lương và các lợi ích khác; những người có liên quan và ích lợi có

³⁸⁸ Khoản 2, Điều 171 Luật Doanh nghiệp 2014.

³⁸⁹ Khoản 3, Điều 171 Luật Doanh nghiệp 2014.

³⁹⁰ Khoản 1, Điều 108 Luật Doanh nghiệp 2014.

liên quan của họ với công ty; bản tự kiểm điểm, đánh giá hàng năm của họ trên cương vị là người quản lý công ty; Các quyết định có liên quan của cơ quan đại diện chủ sở hữu; các quyết định, nghị quyết của Hội đồng thành viên hoặc Chủ tịch công ty; Thông tin về Ban kiểm soát, Kiểm soát viên và hoạt động của họ; Thông tin về Đại hội công nhân, viên chức; số lượng lao động bình quân năm và tại thời điểm báo cáo, tiền lương và lợi ích khác bình quân năm trên người lao động; Báo cáo kết luận của cơ quan thanh tra (nếu có) và các báo cáo của Ban kiểm soát, Kiểm soát viên; Thông tin về các bên có liên quan của công ty, giao dịch của công ty với bên có liên quan; Các thông tin khác theo quy định của Điều lệ công ty.

Thứ tư, công ty cổ phần phải công bố thông tin bất thường trong các trường hợp sau:

- Công ty phải công bố trên trang thông tin điện tử và ấn phẩm (nếu có) và niêm yết công khai tại trụ sở chính và địa điểm kinh doanh của công ty về các thông tin bất thường trong thời hạn 36 giờ, kể từ khi xảy ra một trong các sự kiện sau đây: (i) Tài khoản của công ty tại ngân hàng bị phong tỏa hoặc được phép hoạt động trở lại sau khi bị phong tỏa; (ii) Tạm ngừng một phần hoặc toàn bộ hoạt động kinh doanh; bị thu hồi Giấy chứng nhận đăng ký doanh nghiệp, giấy phép thành lập hoặc giấy phép thành lập và hoạt động hoặc giấy phép hoạt động hoặc giấy phép khác liên quan đến kinh doanh của công ty; (iii) Sửa đổi, bổ sung nội dung Giấy chứng nhận đăng ký doanh nghiệp, giấy phép thành lập và hoạt động, giấy phép hoạt động hoặc bất kỳ giấy phép, giấy chứng nhận khác có liên quan đến hoạt động của doanh nghiệp; (iv) Thay đổi người quản lý công ty, gồm thành viên Hội đồng thành viên, Chủ tịch công ty, Giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Tổng giám đốc, Phó Tổng giám đốc, Trưởng Ban kiểm soát hoặc Kiểm soát viên, Kế toán trưởng, trưởng phòng tài chính kế toán; (v) Có quyết định kỷ luật, khởi tố, có bản án, quyết định của Tòa án đối với một trong số các người quản lý doanh nghiệp; (vi) Có kết luận của cơ quan thanh tra hoặc của cơ quan quản lý thuế về việc vi phạm pháp luật của doanh nghiệp; (vii) Có quyết định thay đổi tổ chức kiểm toán độc lập, hoặc bị từ chối kiểm toán báo cáo tài chính; (viii) Có quyết định, thành lập, giải thể, hợp nhất, sáp nhập,

chuyển đổi công ty con; quyết định đầu tư, giảm vốn hoặc thoái vốn đầu tư tại các công ty khác.³⁹¹

Riêng đối với công ty đại chúng, ngoài các quy định chung về công ty cổ phần được quy định tại Luật Doanh nghiệp 2014, còn chịu trách nhiệm công bố thông tin theo quy định của pháp luật về chứng khoán. Trách nhiệm công bố thông tin của công ty đại chúng được Việt Nam xây dựng và hoàn thiện cùng với quá trình học hỏi kinh nghiệm của các nước trên thế giới. Các quy định này chủ yếu nằm ở Thông tư số 52/2012/TT-BTC ngày 05/4/2012 của Bộ Tài chính hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán và Thông tư số 121/2012/TT-BTC ngày 26/07/2012 quy định về quản trị công ty áp dụng cho các công ty đại chúng, và sau này nằm ở các văn bản thay thế là Nghị định số 71/2017/NĐ-CP ngày 06/6/2017 hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với các công ty đại chúng và Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.

Thứ nhất, quy định về trách nhiệm của công ty đại chúng:

- Trách nhiệm công bố thông tin:
- + Công bố công khai Báo cáo tài chính năm đã được kiểm toán, Báo cáo thường niên, Báo cáo tình hình quản trị công ty, các tài liệu liên quan đến việc họp Đại hội đồng cổ đông.³⁹²
- + Công bố thông tin về tiến độ sử dụng vốn, lý do khi chào bán chứng khoán ra công chúng để huy động vốn cho dự án đầu tư. Trách nhiệm này được thực hiện cho đến khi giải ngân hết vốn huy động được từ đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng.³⁹³

³⁹¹ Điều 109, Luật Doanh nghiệp 2014.

³⁹² Khoản 1, Khoản 2, Khoản 3, Điều 8, Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.

³⁹³ Khoản 4, Điều 8, Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.

+ Công bố thông tin bất thường khi có quyết định về việc thành lập, mua, bán hoặc giải thể doanh nghiệp con, đầu tư hoặc không còn đầu tư vào doanh nghiệp liên doanh, liên kết.³⁹⁴

+ Công bố thông tin bất thường các vấn đề liên quan đến nhân sự, tài chính, hoạt động kinh doanh của công ty, đầu tư một phần lớn tài sản của công ty... Ngoài ra, công ty đại chúng phải công bố đầy đủ, chính xác và kịp thời các thông tin khác nếu các thông tin đó có khả năng ảnh hưởng đến giá chứng khoán và ảnh hưởng đến quyết định của cổ đông và nhà đầu tư.³⁹⁵

Thứ hai, trách nhiệm công bố thông tin của cổ đông:

Cổ đông giao dịch dẫn đến nắm giữ 5% số cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty hoặc có các giao dịch dẫn đến việc thay đổi tỷ lệ này phải công bố thông tin. Cổ đông sáng lập nắm giữ cổ phiếu trong thời gian bị hạn chế chuyển nhượng, cổ đông nội bộ cũng phải tuân thủ các quy định về công bố thông tin khi giao dịch cổ phiếu của công ty.³⁹⁶

Thứ ba, trách nhiệm công khai thông tin của người nội bộ của công ty đại chúng³⁹⁷, trước ngày thực hiện giao dịch tối thiểu là 03 ngày làm việc, về việc dự kiến giao dịch cổ phiếu, quyền mua cổ phiếu của công ty đại chúng, kể cả trường hợp chuyển nhượng không thông qua hệ thống giao dịch tại Sở giao dịch chứng

³⁹⁴ Khoản 1 Điều 9, Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.

³⁹⁵ Điểm b, Khoản 1, Điều 3, Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.

³⁹⁶ Khoản 1, Điều 26, Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.

³⁹⁷ Khoản 5, Điều 2, Thông tư số 155/2015/TT-BTC quy định người nội bộ của công ty đại chúng là: (i) Thành viên Hội đồng quản trị; (ii) Thành viên Ban kiểm soát, thành viên Ban kiểm toán nội bộ; (iii) Giám đốc hoặc Tổng Giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Phó Tổng giám đốc hoặc các chức danh quản lý tương đương do Đại hội đồng cổ đông hoặc Hội đồng quản trị bổ nhiệm; cá nhân giữ chức danh quản lý khác có thẩm quyền nhân danh công ty ký kết giao dịch của công ty theo quy định tại Điều lệ công ty; (iv) Giám đốc Tài chính, Kế toán trưởng, Trưởng phòng tài chính kế toán, người phụ trách kế toán; (v) Người đại diện theo pháp luật, người được ủy quyền công bố thông tin.

khoán (như các giao dịch cho hoặc được cho, tặng hoặc được tặng, thừa kế, chuyển nhượng hoặc nhận chuyển nhượng cổ phiếu, quyền mua cổ phiếu).³⁹⁸

Ngoài quy định nêu trên, còn phải thực hiện trách nhiệm trung thực và tránh các xung đột về quyền lợi của các thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Giám đốc (Tổng giám đốc) điều hành và các cán bộ quản lý khác, cụ thể:

- Thành viên Hội đồng quản trị, thành viên Ban kiểm soát, Giám đốc (Tổng giám đốc) điều hành, cán bộ quản lý khác và những người liên quan tới các thành viên này không được phép sử dụng những cơ hội kinh doanh có thể mang lại lợi ích cho công ty vì mục đích cá nhân; không được sử dụng những thông tin có được nhờ chức vụ của mình để tư lợi cá nhân hay để phục vụ lợi ích của tổ chức hoặc cá nhân khác.³⁹⁹

- Thành viên Hội đồng quản trị không được biểu quyết đối với các giao dịch mà thành viên đó hoặc người có liên quan đến thành viên đó tham gia, bao gồm các giao dịch mà lợi ích vật chất hay phi vật chất của thành viên Hội đồng quản trị đó chưa được xác định. Các giao dịch nêu trên phải được công bố trong Báo cáo thường niên của công ty.⁴⁰⁰

- Các thành viên Hội đồng quản trị, thành viên Ban kiểm soát, Giám đốc (Tổng giám đốc) điều hành, cán bộ quản lý khác và những người có liên quan tới các thành viên nêu trên không được sử dụng các thông tin chưa được phép công bố của công ty hoặc tiết lộ cho người khác để thực hiện các giao dịch có liên quan.⁴⁰¹

Để đảm bảo sự minh bạch thông tin, Chuẩn mực kế toán số 25 "Báo cáo tài chính hợp nhất và kế toán khoản đầu tư vào doanh nghiệp con", Chuẩn mực kế toán số 07 "Kế toán các khoản đầu tư vào doanh nghiệp liên kết" (Ban hành kèm theo

³⁹⁸ Điều 28, Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.

³⁹⁹ Khoản 2, Điều 24, Nghị định số 71/2017/NĐ-CP ngày 06/6/2017 của Chính phủ hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng.

⁴⁰⁰ Khoản 4, Điều 24, Nghị định số 71/2017/NĐ-CP ngày 06/6/2017 của Chính phủ hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng.

⁴⁰¹ Khoản 5, Điều 25, Nghị định số 71/2017/NĐ-CP ngày 06/6/2017 của Chính phủ hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng.

Quyết định số 234/2003/QĐ-BTC ngày 30/12/2003 của Bộ trưởng Bộ Tài chính v/v ban hành và công bố 06 chuẩn mực kế toán Việt Nam) yêu cầu trình bày các nội dung thông tin sau:

- Danh sách các doanh nghiệp con và các doanh nghiệp liên kết kèm theo các thông tin về phần sở hữu và tỷ lệ (%) quyền biểu quyết, nếu tỷ lệ này khác với phần sở hữu.
- Các giao dịch chủ yếu giữa các bên liên quan cũng phải được trình bày trong báo cáo tài chính.
- Những mối quan hệ giữa các bên liên quan có tồn tại sự kiểm soát đều phải được trình bày trong báo cáo tài chính, bất kể là có các giao dịch giữa các bên liên quan hay không.
- Trường hợp có các giao dịch giữa các bên liên quan thì doanh nghiệp báo cáo cần phải trình bày bản chất các mối quan hệ của các bên liên quan cũng như các loại giao dịch và các yếu tố của các giao dịch đó.
- Các Tập đoàn, Tổng công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán phải nộp báo cáo tài chính hợp nhất cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và các Sở giao dịch chứng khoán.

Ngoài ra, để đảm bảo sự minh bạch thông tin, Chuẩn mực kế toán số 25 "Báo cáo tài chính hợp nhất và kế toán khoản đầu tư vào doanh nghiệp con", Chuẩn mực kế toán số 07 "Kế toán các khoản đầu tư vào doanh nghiệp liên kết" (Ban hành kèm theo Quyết định số 234/2003/QĐ-BTC ngày 30/12/2003 của Bộ trưởng Bộ Tài chính v/v ban hành và công bố 06 chuẩn mực kế toán Việt Nam) yêu cầu trình bày các nội dung thông tin sau:

- Danh sách các doanh nghiệp con và các doanh nghiệp liên kết kèm theo các thông tin về phần sở hữu và tỷ lệ (%) quyền biểu quyết, nếu tỷ lệ này khác với phần sở hữu.
- Các giao dịch chủ yếu giữa các bên liên quan cũng phải được trình bày trong báo cáo tài chính.

- Những mối quan hệ giữa các bên liên quan có tồn tại sự kiểm soát đều phải được trình bày trong báo cáo tài chính, bất kể là có các giao dịch giữa các bên liên quan hay không.
- Trường hợp có các giao dịch giữa các bên liên quan thì doanh nghiệp báo cáo cần phải trình bày bản chất các mối quan hệ của các bên liên quan cũng như các loại giao dịch và các yếu tố của các giao dịch đó.
- Các Tập đoàn, Tổng công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán phải nộp báo cáo tài chính hợp nhất cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và các Sở giao dịch chứng khoán”.

Quy định về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam và về trách nhiệm công khai thông tin của doanh nghiệp được đánh giá là tương đối hoàn thiện và đầy đủ đối với trách nhiệm minh bạch thông tin của công ty cổ phần. Tuy nhiên, đây là những quy định về công bố thông tin nói chung, không quy định về trách nhiệm công bố thông tin trong trường hợp doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần lẫn nhau.

5.3.2. Hoàn thiện pháp luật Việt Nam trên cơ sở liên hệ pháp luật một số quốc gia về minh bạch thông tin trong sở hữu chéo

Pháp luật một số quốc gia trên thế giới có những quy định cụ thể về trách nhiệm công khai thông tin khi doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo cổ phần. Tại Nhật Bản, yêu cầu về công bố thông tin khi doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo cổ phần được điều chỉnh với pháp luật về chứng khoán và pháp luật về chống độc quyền. Doanh nghiệp phải thực hiện:

- (i) Công bố thông tin bất thường (theo Luật giao dịch chứng khoán số 25 và Quy tắc của Trung tâm Giao dịch chứng khoán Tokyo)⁴⁰²;

⁴⁰² Luật giao dịch chứng khoán của Nhật Bản (SEL) số 25, bản sửa đổi năm 1994.

(ii) Thông báo cho doanh nghiệp còn lại biết về việc này, theo pháp luật về chống độc quyền).⁴⁰³

Ngoài ra, khi một doanh nghiệp nắm giữ chéo doanh nghiệp còn lại, Quy tắc trị doanh nghiệp Nhật Bản đặt ra nguyên tắc 1.6 như sau: Khi các công ty nắm giữ cổ phiếu của các công ty niêm yết khác là sở hữu chéo cổ phần, công ty phải tiết lộ chính sách của họ liên quan đến việc làm này. Hội đồng quản trị phải kiểm tra các lý do kinh tế trung và dài hạn và triển vọng trong tương lai của chính cổ phần chéo trên cơ sở hàng năm, có tính đến cả rủi ro liên quan đến việc hoàn trả vốn cổ đông và trả về. Việc kiểm tra hàng năm sẽ dẫn đến lời giải thích chi tiết của hội đồng mục tiêu và lý do đằng sau cổ phần chéo. Các công ty nên thiết lập và công bố các tiêu chuẩn liên quan đến quyền biểu liên quan đến sở hữu chéo cổ phần của họ.⁴⁰⁴

Trong quy định về công bố thông tin, Pháp yêu cầu phải công bố thông tin về cấu trúc sở hữu. Báo cáo thường niên phải chứa đựng thông tin về: cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp (bao gồm thông tin về quyền, nghĩa vụ đi kèm với các loại cổ phiếu). Cổ đông sở hữu trực tiếp, cổ đông sở hữu gián tiếp phải thông báo cho doanh nghiệp biết về việc sở hữu này.⁴⁰⁵

Ngoài ra, doanh nghiệp niêm yết phải báo cáo hàng tháng theo mẫu cho cơ quan tài chính Pháp (French Autorite des Marches Financiers - AMF) tổng số quyền biểu quyết và tổng số cổ phiếu tạo nên vốn cổ phần của doanh nghiệp. Thông tin này đồng thời được công bố công khai và đăng tải tại trang thông tin điện tử của doanh nghiệp.⁴⁰⁶

⁴⁰³ Phần 2, Phụ lục C, Shearman & Sterling, Institutional Share Holder Services và European corporate governance institute (2007), *Proportionality Between Ownership And Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study*, Brussels, (Phần 2, Phụ lục C, Legal Study for each Jurisdiction), 371.

⁴⁰⁴ Bộ Quy tắc quản trị doanh nghiệp Nhật Bản 2018, khuyến nghị bởi Sở giao dịch Chứng khoán Tokyo.

⁴⁰⁵ Điều L. 233 – 7 và Điều L 233 - 12 Bộ luật Thương mại Pháp, tại Shearman & Sterling, Institutional Share Holder Services and European Corporate Governance Institute (2007), *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study* (Phần 1, Phụ lục C: Legal Study for each Jurisdiction, 273).

⁴⁰⁶ Điều L. 233 – 8 Bộ Luật Thương mại Pháp và Điều 223 – 16 quy tắc của AMF, tại Shearman & Sterling, Institutional Share Holder Services and European Corporate Governance Institute (2007), *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study* (Phần 1, Phụ lục C: Legal Study for each Jurisdiction, 272).

Ngay cả những quốc gia không điển hình về sở hữu chéo cổ phần như Mỹ cũng quy định, khi sở hữu chéo cổ phần vượt quá 5% bất kì cổ phiếu có quyền biểu quyết của một công ty đại chúng (dù là trực tiếp hay gián tiếp) phải được công bố và được thể hiện trong báo cáo thường niên. Thêm vào đó, nếu có bất kì thay đổi nào liên quan đến sở hữu chéo cổ phần là kết quả của sự thay đổi về mối quan hệ sở hữu từ 1% phải được công bố bởi các doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo cổ phần.⁴⁰⁷ Mặt khác, mục 13 (d) của Luật Giao dịch Chứng khoán đòi hỏi phải tiết lộ một số yêu cầu đối với người trong thời hạn mười ngày kể từ ngày họ có được trên 5% quyền sở hữu có lợi của một công ty đại chúng.⁴⁰⁸ Mục đích của mục là "cung cấp thông tin về bất kỳ sự nắm giữ cổ phần nào mang tính tập trung ", để “ngay cả một nhà đầu tư tạo ra một sự đầu tư đáng kể nhưng thụ động, thực sự chỉ thực hiện cho đầu tư và không vì mục đích có được sự kiểm soát, sẽ phải giải quyết các yêu cầu của nó.”⁴⁰⁹

Như vậy, có thể thấy, pháp luật các quốc gia rất chú trọng điều chỉnh vấn đề công bố thông tin khi doanh nghiệp nằm trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần. Mặc dù pháp luật về minh bạch thông tin của Việt Nam tương đối hoàn thiện, song đối với công bố thông tin về sở hữu chéo cổ phần, pháp luật Việt Nam chưa có quy định cụ thể. Vì vậy, để đảm bảo tính công bằng, pháp luật về công bố thông tin cần bổ sung các yêu cầu cụ thể sau:

(i) Bổ sung thành một điểm, nằm trong Khoản 1 Điều 109 Luật Doanh nghiệp năm 2014 về yêu cầu công bố thông tin bất thường khi doanh nghiệp nằm trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần, bao gồm: thông tin về số cổ phần nắm giữ chéo, mục đích của việc xây dựng mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần, các hạn chế liên quan đến số lượng cổ phần nắm giữ chéo.

Hiện tại, Điểm h, Khoản 1, Điều 9 Thông tư 115/2015/TT-BTC về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán có quy định công ty đại chúng phải công bố thông tin bất thường khi “*Quyết định tham gia góp vốn thành lập, mua để tăng sở*

⁴⁰⁷ Khoản 2, Điều 13d Luật chứng khoán Mỹ sửa đổi, bổ sung năm 1996.

⁴⁰⁸ Macey và Netter (1987), “Regulation 13D and the Regulatory Process”, *Washington University Law Quarterly*, 65, 131.

⁴⁰⁹ Gilson và Black (1995), *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Nxb Foundation, Mỹ, tái bản lần thứ 2, 898.

hữu trong một công ty dẫn đến công ty đó trở thành công ty con, công ty liên doanh, công ty liên kết hoặc bán để giảm sở hữu tại công ty con, công ty liên doanh, công ty liên kết dẫn đến công ty đó không còn là công ty con, công ty liên doanh, công ty liên kết hoặc giải thể công ty con, công ty liên doanh, công ty liên kết; đóng, mở chi nhánh, nhà máy, văn phòng đại diện”. Tuy nhiên, quy định này không đề cập đến việc mua cổ phần của công ty khác dẫn đến sở hữu chéo, và cũng chỉ đang áp dụng cho riêng đối với công ty đại chúng. Vì vậy, việc bổ sung vào Luật Doanh nghiệp như trên là cần thiết.

(ii) Bổ sung thành một điểm, nằm trong Khoản 1, Điều 108 Luật Doanh nghiệp 2014 yêu cầu công bố thông tin định kỳ về tình trạng sở hữu chéo của doanh nghiệp, bao gồm: thông tin về số cổ phần nắm giữ chéo, mục đích của việc xây dựng mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần, các hạn chế liên quan đến số lượng cổ phần nắm giữ chéo.

(iii) Điểm d, Khoản 1, Điều 108 Luật Doanh nghiệp mới chỉ quy định về trách nhiệm công bố Báo cáo tài chính của Doanh nghiệp (Bao gồm Báo cáo tài chính của công ty mẹ và Báo cáo tài chính hợp nhất). Đề nghị bổ sung vào điểm này nội dung công bố bao gồm cả Thuyết minh báo cáo tài chính.⁴¹⁰ Hiện nay, việc công bố thuyết minh báo cáo tài chính mới chỉ đang áp dụng riêng cho công ty đại chúng theo quy định tại Điểm a, Khoản 1, Điều 8 của Thông tư số 115/2015/TT-BTC về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán, chưa áp dụng chung đối với tất cả các công ty cổ phần.

(iv) Báo cáo thường niên của doanh nghiệp phải chứa đựng thông tin về: cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp (bao gồm thông tin về quyền, nghĩa vụ đi kèm với các loại cổ phiếu). Cổ đông sở hữu trực tiếp, cổ đông sở hữu gián tiếp, và những giới hạn về quyền biểu quyết, quyền chuyển nhượng cổ phần nếu có theo quy định pháp luật.

⁴¹⁰ Bản thuyết minh Báo cáo tài chính (BCTC) được thực hiện bắt buộc theo đúng quy định của Chuẩn mực kế toán “Trình bày Báo cáo tài chính”. Đây thực chất là một bản “giải trình” của doanh nghiệp, gồm những thông tin bổ sung với mục đích làm rõ và chi tiết hơn các thông tin và dữ liệu kế toán đã bị “bỏ qua” trong các BCTC như Bảng cân đối kế toán và Báo cáo kết quả kinh doanh. Thông qua thuyết minh BCTC, nhiều nhà đầu tư đã bắt đầu tìm hiểu sâu hơn về các khoản ĐTTT (ngắn hạn và dài hạn), các khoản vay nợ dài hạn... của các công ty niêm yết.

Kết luận Chương 5

1. Việc quản lý của một công ty cổ phần được kiểm soát bởi các nhà quản lý, nhưng quyền sở hữu thuộc về các cổ đông. Trong trường hợp tồn tại sở hữu chéo cổ phần, doanh nghiệp có thể bị cách li khỏi thị trường. Thông tin do doanh nghiệp cung cấp có thể không phản ánh chính xác tình trạng của doanh nghiệp.
2. Sở hữu chéo cổ phần có thể gây ra những ảnh hưởng tiêu cực liên quan đến trách nhiệm công bố thông tin. Sở hữu chéo cổ phần là một cơ chế tạo ra hai lớp thông tin như sau: (i) Lớp thông tin thứ nhất, là thông tin chỉ trao đổi trong nội bộ doanh nghiệp. Đây là lớp thông tin có ít nhất sự sai lệch, đem lại nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp trong nhóm sở hữu chéo cổ phần; (ii) Lớp thông tin thứ hai là những thông tin công bố ra bên ngoài đã được làm sai lệch đi. Điều này ảnh hưởng đến tính cân bằng của thị trường.
3. Quy định về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay được đánh giá là tương đối hoàn thiện và đầy đủ đối với trách nhiệm công bố thông tin của công ty cổ phần. Tuy nhiên, đây là những quy định về công bố thông tin nói chung, không quy định về trách nhiệm công bố thông tin trong trường hợp doanh nghiệp sở hữu chéo cổ phần lẫn nhau. Trong khi đó, pháp luật các quốc gia trên thế giới có những quy định rất cụ thể về trách nhiệm công khai thông tin khi tồn tại sở hữu chéo cổ phần. Điều này giúp các thành phần của thị trường có thêm căn cứ để quyết định các giao dịch với các doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo cổ phần.
4. Pháp luật về công bố thông tin cần bổ sung các yêu cầu cụ thể sau:
 - (i) Yêu cầu công bố thông tin bất thường khi doanh nghiệp nằm trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần, bao gồm: thông tin về số cổ phần nắm giữ chéo, mục đích của việc xây dựng mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần, các hạn chế liên quan đến số lượng cổ phần nắm giữ chéo, bằng cách quy định thành một điểm nằm trong khoản 1 Điều 109 Luật Doanh nghiệp 2014.
 - (ii) Yêu cầu công bố thông tin định kỳ về tình trạng sở hữu chéo của doanh nghiệp, bao gồm: thông tin về số cổ phần nắm giữ chéo, mục đích của việc xây dựng mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần, các hạn chế liên quan đến số lượng cổ phần nắm giữ chéo, bằng cách quy định thành một điểm nằm trong khoản 1 Điều 108 Luật Doanh

ng nghiệp 2014, bằng cách quy định thành một điểm nằm trong khoản 1 Điều 108 Luật Doanh nghiệp 2014.

(iii) Bổ sung vào Điểm d Khoản 1 Điều 108 Luật Doanh nghiệp về trách nhiệm công bố thông tin đối với Thuyết minh báo cáo tài chính.

(iv) Quy định Báo cáo thường niên của doanh nghiệp phải chứa đựng thông tin về: cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp (bao gồm thông tin về quyền, nghĩa vụ đi kèm với các loại cổ phiếu). Cổ đông sở hữu trực tiếp, cổ đông sở hữu gián tiếp, và những giới hạn về quyền biểu quyết, quyền chuyển nhượng cổ phần nếu có theo quy định pháp luật.

KẾT LUẬN

Khi nghiên cứu pháp luật điều chỉnh sở hữu chéo cổ phần, vấn đề được quan tâm là bản chất kinh tế của mối quan hệ này. Sở hữu chéo cổ phần là một hoạt động của doanh nghiệp, do đó nó bị ảnh hưởng bởi cấu trúc sở hữu của nền kinh tế nói chung và cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp nói riêng. Cấu trúc sở hữu doanh nghiệp trên thế giới tương đối đa dạng, song được phân chia thành hai nhóm khác nhau.

Trong hệ thống sở hữu bên ngoài, điển hình là Mỹ và Anh, sở hữu chủ yếu liên quan đến thể chế nhà đầu tư, quyền sở hữu cá nhân là phổ biến. Hệ thống tài chính dựa trên thị trường giống hệt nhau gồm Mỹ, Canada, Hà Lan, Anh và Úc. Đây là những quốc gia nêu bật tầm quan trọng của thị trường chứng khoán, thường xuyên diễn ra các hoạt động mua bán, sáp nhập. Việc bảo vệ quyền của cổ đông được đẩy mạnh và thị trường chứng khoán có tính thanh khoản cao.

Mặt khác, hệ thống tài chính dựa trên các ngân hàng có thể kể đến các quốc gia như Đức, Nhật, Áo, Pháp, Ý, Indonesia... Đặc điểm chung của các nước này là có tỷ lệ tín dụng/GDP cao, chiếm tỷ trọng lớn trong các công ty bảo hiểm cho các nhà đầu tư tổ chức các hoạt động mua bán, sáp nhập không diễn ra mạnh mẽ. Trong hệ thống trong nội bộ, quyền sở hữu chủ yếu thuộc về một số nhà đầu tư kiểm soát.

Sở hữu chéo cổ phần đề cập đến cơ cấu sở hữu, trong đó cổ phiếu của hai công ty khác nhau lần lượt được nắm giữ bởi nhau. Một mô hình đơn giản nhất của sở hữu chéo cổ phần cổ phần là doanh nghiệp A có $a\%$ cổ phần trong doanh nghiệp B, đến lượt nó, doanh nghiệp B có $b\%$ cổ phần trong doanh nghiệp A. Tuy nhiên, sở hữu chéo cổ phần thường xảy ra trong các nhóm doanh nghiệp, có cấu trúc phức tạp hơn và bao gồm nhiều doanh nghiệp. Trong trường hợp có hơn hai doanh nghiệp tham gia, sở hữu chéo có thể được gọi là sở hữu vòng tròn, đề cập đến tình huống trong đó công ty A sở hữu một $\%$ cổ phần trong B, B sở hữu C và đến lượt nó C sở hữu A. Về mặt lý thuyết, số lượng các doanh nghiệp trung gian là không giới hạn.

Sở hữu chéo cổ phần đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển của một số quốc gia vào những thời kì nhất định (ví dụ như ở Nhật Bản và Hàn Quốc sau chiến tranh thế giới lần thứ hai). Điều này được giải thích vì những ưu điểm của sở hữu chéo cổ phần như sau: (i) Sở hữu chéo cổ phần giúp doanh nghiệp giảm khả năng bị

thâu tóm ngoài ý muốn. Ví dụ điển hình là Nhật Bản. Hầu hết cổ phần đều nằm trong tay của các công ty thành viên nhóm được coi là hợp tác và ổn định và không muốn bán cổ phần cho người ngoài; nếu các cổ đông là các công ty nước ngoài thì sẽ khó có đủ số cổ phiếu để giành quyền kiểm soát các công ty Nhật Bản. (ii) Sở hữu chéo cổ phần hỗ trợ các cổ đông duy trì vai trò kiểm soát của họ mà không nhất thiết sở hữu phần lớn cổ phần của doanh nghiệp. Các công ty trong cơ cấu sở hữu chéo cổ phần được kết nối bởi những liên kết chéo nắm giữ cổ phần để củng cố sức mạnh; (iii) Sở hữu chéo cổ phần có thể giúp doanh nghiệp gia tăng lợi ích, giảm chi phí; (iv) Sở hữu chéo cổ phần có thể tạo ra sự bình ổn trong hoạt động quản trị doanh nghiệp.

Mặc dù vậy, sở hữu chéo cổ phần cũng tạo ra những tác động tiêu cực, cụ thể:

(i) Nguồn vốn của doanh nghiệp có thể không được phản ánh thực chất. Thông qua sở hữu chéo cổ phần, vốn của mỗi doanh nghiệp được tăng cao, nhưng trên thực tế lại không có nguồn tiền nào được thêm vào, tức là tài sản của doanh nghiệp không được tăng lên cân bằng với vốn, đồng nghĩa với việc đầu tư chéo lẫn nhau không làm tăng giá trị tài sản của doanh nghiệp. Về bản chất, chỉ có một dòng tiền chảy giữa các doanh nghiệp, nhưng thông qua bàn tay của mỗi doanh nghiệp, vốn của mỗi doanh nghiệp sẽ tăng lên tương ứng. Hiện tượng này còn gọi là hiện tượng vốn rỗng. Về mặt sổ sách, tổng giá trị của các doanh nghiệp có quan hệ đầu tư chéo rất lớn, nhưng đó là tổng giá trị vốn được tạo ra từ hoạt động đầu tư lẫn nhau, dòng tiền đã đi vượt quá giá trị thực vốn có của nó. Cùng một khoản góp vốn ban đầu sẽ tạo ra sự gia tăng vốn ở cả hai doanh nghiệp.

(ii) Sở hữu chéo cổ phần có thể tạo ra những điều kiện cho việc xâm phạm quyền cổ đông. Việc ra quyết định đầu tư của doanh nghiệp có thể vì một lý do liên quan đến các mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần hoặc nhằm phục vụ cho lợi ích của các doanh nghiệp trong mạng lưới chứ không đơn thuần là vì mục đích lợi nhuận của công ty, của các cổ đông. Ngoài ra, các cổ đông thiểu số bị ảnh hưởng với nguy cơ từ các giao dịch qua các kênh ngầm của cổ đông kiểm soát để chuyển giao tài sản và lợi nhuận ra khỏi ông ty vì lợi ích của những người kiểm soát chúng.

Việt Nam là một quốc gia có cấu trúc sở hữu tương đối tập trung. Điều này hàm ý rằng sở hữu chéo cổ phần có điều kiện tồn tại và phát triển trong nền kinh tế

Việt Nam. Mặc dù vậy, trước năm 2010, sở hữu chéo cổ phần chưa được quan tâm phát triển, cho đến khi sự an toàn của thị trường tài chính được đặt lên bàn cân thì sở hữu chéo cổ phần mới bắt đầu nhận được sự quan tâm. Pháp luật Việt Nam về sở hữu chéo cổ phần có các đặc điểm sau:

Thứ nhất, pháp luật không cấm sở hữu chéo cổ phần nói chung, chỉ cấm sở hữu chéo cổ phần trong một số trường hợp cụ thể.

Thứ hai, pháp luật cấm sở hữu chéo cổ phần giữa doanh nghiệp mà doanh nghiệp con, giữa các doanh nghiệp con của cùng doanh nghiệp mẹ. Pháp luật không điều chỉnh các mối quan hệ sở hữu chéo giữa các doanh nghiệp trong các trường hợp còn lại.

Trên cơ sở phân tích quy định pháp luật Việt Nam hiện hành, tham khảo các quy định pháp luật của một số quốc gia, luận án kiến nghị hoàn thiện pháp luật về sở hữu chéo cổ phần như sau:

- (i) Bổ sung khoản 2 Điều 189 Luật Doanh nghiệp quy định như sau: *“Trong trường hợp không thuộc nhóm công ty mẹ - công ty con, nếu một doanh nghiệp sở hữu trực tiếp hoặc gián tiếp từ 5% cổ phần của công ty là cổ đông của nó tạo thành sở hữu chéo, thì doanh nghiệp tạo thành sở hữu chéo không được thực hiện quyền biểu quyết và quyền hưởng cổ tức đối với số cổ phần sở hữu chéo”*.
- (ii) Bổ sung thành một điểm nằm trong khoản 2 của Điều 136 Luật Doanh nghiệp 2014 trường hợp thẩm quyền của Đại hội đồng cổ đông quyết định việc doanh nghiệp tham gia sở hữu chéo từ 5% trở lên;
- (iii) Sửa đổi, bổ sung Khoản 1 Điều 129 Luật Doanh nghiệp 2014 như sau: *“Cổ đông biểu quyết phản đối nghị quyết về việc tổ chức lại công ty, phản đối việc công ty tạo thành quan hệ sở hữu chéo với doanh nghiệp khác từ 5% cổ phần của doanh nghiệp khác, hoặc thay đổi quyền, nghĩa vụ của cổ đông quy định tại Điều lệ công ty có quyền yêu cầu công ty mua lại cổ phần của mình”*.
- (iv) Yêu cầu công bố thông tin bất thường khi doanh nghiệp nằm trong mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần, bao gồm: thông tin về số cổ phần nắm giữ chéo, mục đích của việc xây dựng mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần, các hạn chế liên quan đến số

lượng cổ phần nắm giữ chéo, bằng cách quy định thành một điểm nằm trong khoản 1 Điều 109 Luật Doanh nghiệp 2014.

(v) Yêu cầu công bố thông tin định kỳ về tình trạng sở hữu chéo của doanh nghiệp, bao gồm: thông tin về số cổ phần nắm giữ chéo, mục đích của việc xây dựng mối quan hệ sở hữu chéo cổ phần, các hạn chế liên quan đến số lượng cổ phần nắm giữ chéo, bằng cách quy định thành một điểm nằm trong khoản 1 Điều 108 Luật Doanh nghiệp 2014, bằng cách quy định thành một điểm nằm trong khoản 1 Điều 108 Luật Doanh nghiệp 2014.

(vi) Bổ sung vào Điểm d Khoản 1 Điều 108 Luật Doanh nghiệp về trách nhiệm công bố thông tin đối với Thuyết minh báo cáo tài chính.

(vii) Quy định Báo cáo thường niên của doanh nghiệp phải chứa đựng thông tin về: cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp (bao gồm thông tin về quyền, nghĩa vụ đi kèm với các loại cổ phiếu). Cổ đông sở hữu trực tiếp, cổ đông sở hữu gián tiếp, và những giới hạn về quyền biểu quyết, quyền chuyển nhượng cổ phần nếu có theo quy định pháp luật.

Như vậy, Luận án đã đạt được các kết quả như sau:

- (i) Luận án thống nhất nội hàm của sở hữu chéo cổ phần, tránh trường hợp tồn tại nhiều cách hiểu khác nhau tại Việt Nam cho cùng một thuật ngữ.
- (ii) Thứ hai, luận án phân tích quy định pháp luật Việt Nam liên quan đến việc điều chỉnh sở hữu chéo cổ phần, chỉ ra những bất cập cần hoàn thiện.
- (iii) Thứ ba, trên cơ sở tham khảo quy định pháp luật một số quốc gia, luận án đề ra các khuyến nghị hoàn thiện pháp luật Việt Nam về sở hữu chéo cổ phần.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

A. Văn bản pháp luật

Văn bản pháp luật do Việt Nam ban hành

1. Hiến pháp nước Cộng hòa Xã hội chủ nghĩa Việt Nam năm 2013.
2. Bộ luật Dân sự số 91/2015/QH13.
3. Luật Doanh nghiệp số 68/2014/QH13.
4. Luật các tổ chức tín dụng số 47/2010/QH12.
5. Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11 và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán số 62/2010/QH12.
6. Nghị định số 96/2015/NĐ-CP ngày 19/10/2015 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Doanh nghiệp.
7. Nghị định số 69/2014/NĐ-CP ngày 15/7/2014 của Chính phủ về Tập đoàn kinh tế nhà nước và Tổng công ty nhà nước.
8. Nghị định số 71/2017/NĐ-CP ngày 06/6/2017 của Chính phủ hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng.
9. Thông tư số 155/2015/TT-BTC ngày 06/10/2015 của Bộ Tài chính hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.
10. Thông tư số 121/2012/TT-BTC ngày 26/07/2012 của Bộ Tài chính quy định về quản trị công ty áp dụng cho các công ty đại chúng.
11. Quyết định số 234/2003/QĐ-BTC ngày 30/12/2003 của Bộ trưởng Bộ Tài chính v/v ban hành và công bố 06 chuẩn mực kế toán Việt Nam (Chuẩn mực kế toán số 07 “Kế toán các khoản đầu tư vào doanh nghiệp liên kết” và Chuẩn mực kế toán số 25, phần Chuẩn mực kế toán hợp nhất kinh doanh, mục 15).

Văn bản pháp luật một số quốc gia trên thế giới

12. Chỉ thị minh bạch của Liên minh Châu Âu số 2004/109/EC năm 2004.
13. Bộ luật Thương mại Nhật Bản năm 1981, sửa đổi bổ sung năm 2005.
14. Luật Công ty Nhật Bản số 86 năm 2005.
15. Luật giao dịch chứng khoán Nhật Bản 1994.
16. Luật Công ty Indonesia, số 40, năm 2007.
17. Bộ luật Dân sự của Ý năm 2003.

18. Đạo luật Chứng khoán của Ý năm 1998.
19. Quy tắc của Trung tâm giao dịch chứng khoán Tokyo năm 2005.
20. Luật quản trị doanh nghiệp của Nhật Bản do Sở giao dịch Chứng khoán Tokyo ban hành năm 2005.
21. Luật chứng khoán Mỹ sửa đổi, bổ sung năm 1996.
22. Luật về tiếp quản doanh nghiệp Anh.
23. Bộ luật Thương mại Pháp (bản sửa đổi, bổ sung 2007).
24. Luật công bố thông tin Anh.
25. Luật về tiếp quản doanh nghiệp Anh.
26. Luật về giao dịch chứng khoán Anh.
27. Chỉ thị minh bạch của Liên minh Châu Âu.
28. Bộ nguyên tắc của IOSCO năm 2003.

B. Tài liệu tham khảo

Tiếng Việt

29. Vũ Thành Tự Anh, Trần Thị Quế Giang, Đinh Công Khải, Nguyễn Đức Mậu, Nguyễn Xuân Thành, Đỗ Thiên Anh Tuấn (2013), *Sở hữu chéo giữa các tổ chức tín dụng và tập đoàn kinh tế tại Việt Nam*, Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright.
30. Huỳnh Thế Du, Nguyễn Minh Kiều và Nguyễn Trọng Hoài (2005), “Thông tin bất cân xứng trong hoạt động tín dụng tại Việt Nam”, Bài nghiên cứu tình huống Chương trình giảng dạy Kinh tế FullBright.
31. Nguyễn Tuấn Dương (2010), “Phương thức tạo lợi nhuận của các tập đoàn kinh tế”, *Tài chính kế toán*, 06, 05.
32. Nguyễn Thị Thanh Huyền (2012), “Quan niệm của J. Locke về quyền sở hữu trong tác phẩm “Khảo luận thứ hai về chính quyền”, *Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, Khoa học Xã hội và Nhân văn*, Hà Nội.
33. Trịnh Thanh Huyền, “Sở hữu chéo: Từ các Chaebol Hàn Quốc đến hệ thống ngân hàng Việt Nam”, *Tài chính*, 11/2012, 58-60.
34. Nguyễn Hoàng (2008), Sở hữu chéo cổ phần trên thị trường chứng khoán Nhật Bản, *Chứng khoán Việt Nam* (7), 87 – 89.

35. Nguyễn Thị Lan Hương (2005), “Điều chỉnh pháp lý về sở hữu cổ phần chéo ở Nhật Bản”, *Tạp chí Tài chính*, 11.
36. Phạm Duy Nghĩa (2004), *Chuyên khảo Luật Kinh tế*, NXB Đại học Quốc gia Hà Nội.
37. Nguyễn Đôn Phước (dịch) (2010), *Kinh tế học Doanh nghiệp*, NXB. Tri Thức, Hà Nội.
38. Vũ Huy Từ (2002), *Mô hình tập đoàn kinh tế trong công nghiệp hoá, hiện đại hoá*, Nxb Chính trị quốc gia, Hà Nội.
39. Phan Thị Nhã Trúc (2016), “Sở hữu chéo giữa ngân hàng thương mại và công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán”, *Tạp chí Tài chính*, 2.
40. Bùi Sướng (2011), “Sở hữu vòng tròn: Rủi ro cho cổ đông nhỏ”, *Đầu tư chứng khoán*, (06).
41. Nhà Pháp luật Việt – Pháp dịch (2004), *Hội thảo các Tập đoàn Kinh tế lớn*, Hà Nội.

Tiếng Anh

42. ADB Institute (2004), *Relationship Banking and Its Role in Corporate Governance*, Research paper series, 56.
43. Adam, M (1999), “Cross shareholding in Germany”, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 155, 0.
44. Anderson, M. (1999), *Corporate Governance: Effects On Firm Performance And Economic Growth*, Organization for Economic Cooperation and Development (OECD).
45. Anderson, R.C. và D.M. Reeb (2003), “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *The Journal of Finance*, 58, 3.
46. Allen, F.; Gale, D (2000), “Financial Contagion”, *Journal of Political Economy*, 108.
47. Amihud, Y., and H. Mendelson (2000), “The Liquidity Route to a Lower Cost of Capital”, *Journal of Applied Corporate Finance* (12), 4.

48. Akerlof, G. (1970), "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 629-650.
49. Altunbas, Yener, Kara, Alper and Adrian van Rixtel (2007), *Corporate governance and corporate ownership: The investment behavior of Japanese institutional investors*, 0703.
50. ESADEgeo Center for Global Economy and Geopolitics (2013), *Understanding Korean Capitalism: Chaebols and their Corporate Governance*, Hàn Quốc.
51. Barca, F. (1995), "On corporate governance in Italy: issues, facts, and agency", *Manuscript*, Bank of Italy, Rome.
52. Baldwin, B.A. (1984), "Segment Earnings Disclosure and the Ability of Security Analysts to Forecast Earnings Per Share", *Accounting Review* (54).
53. Barca, F. (2001), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University.
54. Bebchuk, Kraakman and Triantis (1999), "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights", *N.B.E.R. Working Paper* 6951, 8.
55. Becht, M. (1997), "Strong blockholders, weak owners and the need for European mandatory disclosure", in *The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries*, Preliminary Report to the European Commission.
56. Berle, A., và Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Nxb Routledge, New York.
57. Benjamin Fung (2014), "The Demand and Need for Transparency and Disclosure in Corporate Governance", *Universal Journal of Management* 2(2).
58. Berglof, E. và Perotti, E. (1994), "The governance structure of the Japanese financial keiretsu", *Journal of Financial Economics*, 36.
59. H. Bierman, Jr. và N. H. Noyes (1990), "Total stock market value with reciprocal ownership: A note on the Japanese situation", *Financial Analyst Journal*, 46, 1.
60. Bernard Black (2000), "The Core Institutions that Support Strong Securities Markets", *Business Lawyer* (55).

61. Botosan Ch. A và Plumlee M., (2002), “A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital”, *Journal of Accounting Research*, 40.
62. Burkart, S. (2007), “One share - One vote”, *ECGI - Finance Working Paper* (176).
63. Brioschi, L. Buzzacchi và G. Massimo (1991), “More on stock market value with reciprocal ownership”, *Financial Analyst Journal*, 47, 3.
64. Caslav Pejovic (2012), *Reform of the japanese corporate governance: Convergence in the eye of the Beeholder*, Đại học Kyushu University, Nhật Bản.
65. Christian Upper (2011), “Simulation methods to assess the danger of contagion in interbank markets”, *Journal of Financial Stability*, 7.
66. Claesens, Djankov, Fan, Lang (1999), “Expropriation of minority shareholders: eviden from East Asia”, *Policy Research Paper 2088*, The World Bank.
67. Claessens S, Djankov S, Lang LHP (2000), “The separation of ownership and control in East Asian corporation”, *Journal of Financial Economics*, 58.
68. Cowling, K. and Tomlinson, P. R., (2007), “Transnational Monopoly Capitalism, the J- mode Firm and Industrial Hollowing Out in Japan”, in Bailey, D., Coffey, D. and Tomlinson, P. eds., “*Crisis or Recovery in Japan: State and Industrial Economy*”, Nxb Edward Elgar, Cheltenham, Anh.
69. Chen, S., X. Chen và Q. Cheng (2008), “Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure”, *Journal of Accounting Research*, 46, 3.
70. Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, Karl V. Lins, Darius P. Miller, và Rene’ M. Stulz, *Private benefits of control, onwership, and the cross-listing decision*, Đại học Toronto, Canada.
71. Claessens, S. Djankvo, S. Lang (2000), “The Separation of onwership and control in East Asian corporations”, *Journal of Financial Economies*, 58, 1-2.
72. Claesens, Djankov, Fan, Lang (1999), “Expropriation of minority shareholders: eviden from East Asia”, *Policy Research Paper 2088*, The World Bank.

73. David Flath (1990), *Shareholding Interlocks in the Keiretsu, Japan's Financial Groups*, Đại học Columbia.
74. Dan W. Puchniak (2008), "The Efficiency of Friendliness: Japanese Corporate Governance Succeeds again without Hostile Takeovers", *Berkeley Business Law Journal*, 195.
75. Dan W. Puchniak (2003), "The 2002 Reform of the Management of Large Corporations in Japan", *Australian Journal of Asian Law* (5)42;
76. Diamond, D.W. và R.E. Verrcchia (1991), "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital", *Journal of Finance* (46).
77. Diebold, F.X. và Yilmaz, K (2014), "On the Network Topology of Variance Decompositions: Measuring the Connectedness of Financial Firms", *Journal of Economic*, 182.
78. Doidge C, Karolyi G và AStulz RM (2004), "Why are foreign firms listed in the U.S. worth more", *Journal of Financial Economics*, 71(2).
79. Md. Dulal Miah and A.K.M Kamrul Haque (2013), "Systemic Weaknesses of Japnaese Relationship Capitalism Evidence from the Case of Livedoor", *Worl Journal of Social Sciences*, 3.
80. Debnath, Sajit Chandra & Tokuda, Akio (2013), "Value-based Management in Japanese Keiretsu and Korean Chaebols", *Ritsumeikan International Affairs*, 11.
81. Dye, R., and S. Sridhar (2001), *Strategy-Directing Disclosures*, Đại học Northwestern.
82. ESADEgeo Center for Global Economy and Geopolitics (2013), *Understanding Korean Capitalism: Chaebols and their Corporate Governance*, Hàn Quốc.
83. Ebengt Holmstrom (1979), "Moral Hazardand Observability", *The Bell Journal of Economics*, 10, 74.
84. Edward B. Douthett, Kooyul Jung và Wilkil Kwak (2004), "Japanese Corporate Groupings (Keiretsu) and the Characteristics of Analysts' Forecast", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, (23).

85. Fama, E. F (1980), “Agency problems and the theory of the firm”, *Journal of Political Economy*, 88 (2).
86. Fama, E. F. và M. C. Jensen (1983), “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, 26 (2).
87. Fan, J. P. H. và T. J. Wong (2002), “Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia”, *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3).
88. Federal Reserve Bank of San Francisco (2009), “Japan’s Cross shareholding Legalcy: The Financial Impact on Bank ”, *Asia Focus*.
89. Ferris, Kim, Kitsabunnarat (2003), “The cost (and benefits?) of diversified business groups: the case of Korean Chaebols”, *Journal of Banking & Finance*, 27(2).
90. Ferguson R. và N. B. Hitzig (1993), “How to get rich quick using GAAP”, *Financial Analyst Journal*, 49-3.
91. Franks, J. và C. Mayer (1996), “Hostile takeovers and the correction of managerial failure”, *Journal of Financial Economics*, 40.
92. Franklin, A. (2005), “Corporate governance in emerging economies”, *Oxford review of economic policy*, 21.
93. Fung, K. C (1991), “Characteristics of Japanese Industrial Groups and Their Potential Impact on U.S.-Japanese Trade,” *Empirical Studies of Commercial Policy*, Nxb Đại học Chicago, 137–64.
94. Gen Goto (2014), “Legally “strong” shareholders of Japan”, *Michigan Business & Entrepreneurial Review*, Tokyo, Nhật Bản, 3, 2.
95. George A. Akerlof (1970), “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism ”, *The Quarterly Journal of Economics*, 84, 488.
96. R. J. Gilson và M. J. Roe (1992), “Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between Corporate Governance and Industrial Organization”, *Yale Law Journal*, 102.
97. Gilson and Black (1995), *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Nxb Foundation, Mỹ, tái bản lần thứ 2, 898.

98. Gibson, M. (1998), “Big Bang Deregulation and Japanese Corporate Governance: A Survey of This Issues,” Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, 624.
99. Guo Li & Yakura Shinsuke (2009), *The cross holding of company shares – A Preliminary legal study of Japan and China*, Peking University Law School.
100. Gul, F. A., J.-B. Kim và A. A. Qiu (2010), “Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China”, *Journal of Financial Economics*, 95 (3).
101. Hao-Feng Xu và Mei-Feng Lin (2011), “Controlling owner and transparency: Information transparency and disclosure rankings system”, *African Journal of Business Management* 5(29).
102. Healy PM, Palepu KG (2001), “Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital market: A review of the empirical disclosure literature”, *Journal of Account Economic*, 31(1-3).
103. Heitor Almeida, Sang Yong Park, Mrti Subrahmanyam, Daniel Wolfenzon (2007), “Valuation and performance of firms in complex ownership structures: An application to Korean chaebols”, *NYU Stern School of Business*.
104. Hyo Jin Kim, Soon Suk Yoon (2011), *How does cross holding affect corporate governance and financial reporting*, Đại học Jeoniu University, Hàn Quốc.
105. Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy & The University of Hong Kong (2000), *Asia Financial Crisis: Causes and Development*, Hong Kong Graphicraft Limited, Hong Kong.
106. Hoshi, T., Kashyap, A., Scharfstein, D. (1990). “The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan”, *Journal of Financial Economics*, 27.
107. Hoshi T and A. Kashyap (2001), *Corporate Financing and Corporate governance in Japan: The Road to the future*, Nxb MIT Press, Boston, Mỹ.

108. Hideaki Miyajima, Fumiaki Kuroki (2006), *The Unwinding of Cross shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications*, Đại học Havard University.
109. Hill, C.W. và S. Snell (1989), “The Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity”, *Academy of Management Journal* 32.
110. Healy, P.M. và Palepu, K.G. (2001), “Information Assymetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature”, *Journal of Accounting and Economics*, 31(1).
111. Heflin, F. and K. W. Shaw (2000), “Blockholder ownership and market liquidity”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35.
112. Heitor Almeida, Sang Yong Park, Mrti Subrahmanyam, Daniel Wolfenzon (2011), “The Structure and formation of business groups: Evidence from Korean Chaebols”, *Journal of Finacial Economics*, 99.
113. Heitor Almeida, Sang Yong Park, Mrti Subrahmanyam, Daniel Wolfenzon (2007), *Valuation and performance of frims in complex ownership structures: An application to Korean chaebols*, NYU Stern School of Business.
114. In Jun, Peter Sheldon và Jaehoon Rhee (2010), *Business group and regulatory institutions: Korea’s Chaebol, cross-company shareholding and the East Asia crisis*, Đại học Yeungnam University, Hàn Quốc.
115. In Woo Jun (2009), *The Strategic Management of Korean and Japanese Bis Business Groups: A Comparison Study between Korean General Trading Companies and Japanese Sogo Shoshas*, Đại học Birmingham, Anh.
116. Ito, T (1992), *The Japanese Economy*, Nxb MIT Press, Cambridge, Mỹ.
117. Victor Dorofeenko, Larry H. P. Lang, Klaus Ritzberger và Jamsheed Shorish (2008), “Who controls Allianz – Measuring the separation of dividend and control rights under cross-ownership among firm”, *Annals of Finance* (4).
118. Javier Campos and Gilberto Vega (2003), “Concentration Measurement Under Cross-ownership: The case of the Spanish Electricity Sector”, *Journal of Industry, Competition and Trade*, Bank Papers, 313-335.

119. Jaang, Daehong T., Kim, Kyung-Soo, Kim, Woo Tack, and Sangsoo Park (2002), *Cross shareholding and corporate financial policy: The case of Korea*, Working Paper Sku Econ, 02.
120. Jensen, M.C. và Meckling, W. H. (1976), “Theory of the Firm: Managerial behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3.
121. Jill Solomon and Aris Solomon (2007), *Corporate Governance and Accountability*, Nxb John Wiley & Sons Ltd, Anh.
122. Joseph. P. H. Fan and T. J. Wong (2002), “Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia”, *Journal of Accounting and Economics* 33 (3).
123. Junning Cai và Jiameng Zhang (2008), *Measuring Cross Shareholding Linkages Among Companies*, Central University of Finance and Economics, Bắc Kinh, Trung Quốc.
124. F. Jens Koke (1999), *New Evidence on Ownership Structures in Germany*, Centre for European Economic Research, Đức.
125. Kang, J và R. Stulz (1996), “How different is Japanese corporate finance? An investigation of the information content of new security issues”, *Review of Financial Studies*, 9 (1).
126. Kanda, Capital Market Research Group (2001), *Theory and Practice of dissolution of cross shareholding*, Tokyo, Nhật Bản.
127. Kim O, Verrecchia R (1994), “Market liquidity and volume around earnings announcements”, *Journal of Account Economic*, 17.
128. Korea Fair Trade Commission (2014), “Stock Ownership of Large Corporate groups in 2014”, *Fair Trade Commission News*, Hàn Quốc.
129. Kole, S.R (1997), “The Complexity of Compensation Contracts”, *Journal of Financial Economics*, 43.
130. Kim, Paul (2009), “The Management Characteristics of Korean Chaebols vs non-Chaebols: Differences in Leverage and its Ramifications: Myth or Reality”, *Advances in Management*, 2(11).

131. Kester WC (1992), “Industrial groups as a system of contractual governance”, *Oxford Review Economic Policy*, 8(3).
132. Kester, W.C. (1993), “Governance, contracting, and investment horizons: a look at Japan and Germany”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 10.
133. Kunio Odaka (1993), *The Source of Japanese Management*, in *Japanese Business – Cultural Perspectives*, State University of New York Press publisher, 20-24.
134. Lim, Y.(1999), *Technology and Productivity: The Korean Way of Learning and Catching Up*, Nxb The MIT Press, Cambridge.
135. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (2000), “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 68.
136. La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer (1999), “Corporate Ownership around the World”, *The Journal of Finance*, 54.
137. Lawrence, Robert Z (1993), “Japan’s Low Levels of Inward Investment: The Role of Inhibitions on Acquisitions,” in *Foreign Direct Investment*. K. A. Froot, Nxb Đại học Chicago.
138. Lawrence, Robert Z (1991), “Efficient or Exclusionist? The Import Behavior of Japanese Corporate Groups.” *Brookings Papers on Economic Activity*, 01.
139. Li, M., & Simerly, R. L. (1998), “The Moderating Effect of Environmental Dynamism on the Ownership and Performance Relationship”, *Strategic Management Journal*, 19(2).
140. Liu, X.F và Tse, C.K (2012), “Dynamics of network of global stock market”, *Accounting and Finance Research*, 1.
141. Leuz C, Nanda D, Wysocki P (2003), “Earnings management and institutional factors: An international comparison”, *Journal of Financial Economics*, 69(3).
142. Levine, R. (1997), “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, (35), 2.

143. Lucian Aye Bebchuk, Reinier Kraakman, and George Triantis (2000), “Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights”, *Concentrated Corporate Ownership*, 445-460.
144. Macey and Netter (1987), “Regulation 13D and the Regulatory Process”, *Washington University Law Quarterly*, 65.
145. McCahery, J. (2002), *Corporate governance regimes: convergence and diversity*, Nxb Đại học Oxford, Anh.
146. Marco Becht, Ariane Chapelle and Luc Renneboog (2000), “Shareholding Cascades: The Separation of Ownership and Control in Belgium”, *Ownership and Control: A European Perspective*, Nxb Đại học Oxford University.
147. Mark Scher (2001), “Bank-firm Cross-shareholding in Japan: What is it, why does it matter, is it winding down?”, *Economic & Social Affairs*, DESA Discussion Paper số 15, Mỹ.
148. J.Mark Ramseyer (1998), “Cross-shareholding in the Japanese Keiretsu”, *Economic and Business Discussion Paper Series*, Havard Law School John M. Olin Center of Law.
149. Maher, M. E. (1997), “Transaction cost economics and contractual relations”, *Cambridge Journal of Economics*, 21(2).
150. OECD (1999), *Coporate Governance: Effect on Firm Perferrmance and Economic Growth*, Pháp.
151. Merritt B. Fox (1999), “Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment”, *Virginia Law Review* (85).
152. Michael E. Porter, Mariko Sakakibara (2004), “Competition in Japan”, *Journal of Economic Perspectives*, 18.
153. Morck, R. và M. Nakamura (1999), “Banks and corporate control in Japan”, *Journal of Finance* 54.
154. Mueller, K. D. (2004), “In Corporate Governance and Globalization”, *Oxford review of Economic policy*, 129-156.

155. Mitsuaki Okabe (1999), *Theory of contemporary finance and the financial system: Financial intermediation, payments, and market information*, Tokyo, Nhật Bản.
156. Mitsuaki Okabe (2001), “Are cross-shareholding of Japanese corporation dissolving? Evolution and implications”, *Nissan Institute, University of Oxford*, 33.
157. Mitsuaki Okabe (2002), *Cross shareholding in Japan: A New unified perspective pf the economic system*, Nxb Edward Elgar Publisher, Nhật Bản.
158. Miyashita K, Russel D (1994), *Keiretsu: Inside the Hidden Japanese Conglomerates*, MacGraw-Hill, 21-33.
159. Michael E. Porter, Mariko Sakakibara (2004), “Competition in Japan”, *Journal of Economic Perspectives*, 18.
160. McDonald (1989), “The mochiai effect: Japanese corporate cross-holdings”, *Journal of Portfolio Management*, 16-1.
161. Nomura Sogo Kenkyujo (1992), “*Corporate governance of Japanese companies*”.
162. Nansulhun Choi, Sang Yop Kang (2015), “Competition Law meets Corporate Gevernance: Ownership structure, Voting leverage, and Investor protecton of large family corporate groups in Korea”, *PKU Transnational Law Review*, 2.
163. Nazanin Sharifi (2014), *The Ownership Structure and Control Mechanisms in Sweden: Case Study of Leading Pyramidal Corporations*, Institute of Graduate Studies and Research, Đại học Eastern Mediterranean.
164. Nobuyuki Isagawa (2006), *Mutual Shareholding and Unwinding of Mutual Shareholding as Stockpile for Business Recovery*, Đại học Kobe, Nhật Bản.
165. Noe, T. và M. Rebello, 1997, “Renegotiation, investment horizons, and managerial discretion”, *Journal of Economic Business*, 70.
166. OECD (1999), *Corporate Governance Effects on Firm Performance and Economic growth*, 29.
167. OECD (1999), *The OECD Principles of Corporate Governance*, C999, 67.

168. OECD (1999), *Changing patterns of Industrial Globalisation: Cross border Mergers and Acquisition*, DSTI/IND(99)12.
169. OECD (1999), "The Transformation of The French Model of Capital Holding and Management", *The conference on "Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective"*, Hàn Quốc.
170. OECD (2007), *Lack of proportionality between ownership and control: Overview and issues for discussion*, Pháp.
171. Osano, H., 1996, "Intercorporate shareholdings and corporate control in the Japanese firm", *Journal of Banking and Finance*, 20.
172. Osano (1996), *Financial and labour system in Japan*, Nxb Đại học Tokyo, Nhật Bản.
173. Oyvind Bohren và Dag Michalsen (1994), "Corporate cross-ownership and market aggregates: Oslo Stock Exchange", *Journal of Banking & Finance*, 18.
174. O'Sullivan (2000), *Contest for corporate control: Corporate Governance and Economic Performance in the United State and Germany*, Đại học Oxford University, Oxford.
175. Onnela, J.P.; Chakraborti, A.; Kaski, K.; Kertesz, J (2003), "Dynamic asset trees and black Monday", *Physical A: Statistical Mechanics and its Applications*, 324.
176. Ok-Rial Song (2002), "The Legacy of Controlling Minority Structure: A Kaleidoscope of Corporate Governance Reform in Korean Chaebol", *Journal of Law and Policy in International Business*, 183.
177. Patel, Sandeep và Bwakira, Balic (2002), "Measuring transparency and disclosure at firm – level in emerging markets", *Emerging Markets Review*, 3.
178. Pascale và T. P. Rohlen (1983), "The Mazda Turnaround", *Journal of Japanese Studies*, 9(2).
179. Prabowo, R.và Angkoso, K.S. (2006), "Factors Influencing the Extent of Web-Based Disclosure: An Empirical Analysis of Indonesian Manufacturing Firms", *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 8 (2).

180. Pecora, N.; Spelta, A (2015), “Shareholding relationships in the Euro Area banking market: A network perspective”, *Physical A: Statistical Mechanics and its Applications*, 434, 1–12.
181. Rama, T. (2006), *Corporate Governance and Globalization: ownership and control*, Nxb SAGE, Anh.
182. Ram Kumar Kakani, Tejas Joshi (2006), “Cross shareholding strategy to increase control: Case of the Tata group”, *XLRI jamshedpur*, Ấn Độ.
183. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny (1998), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106 (6).
184. Robert M. Bushman and Abbie J. Smith (2003), “Transparency, financial accounting information, and corporate governance”, *Economic Policy Review* (9), 1.
185. Ronald J. Gilson (2004), “The Poison Pill in Japan: The Missing Infrastructure”, *Columbia Law and Economics Working Paper*, 244.
186. Ronald J. Gilson (2014), “The Nordic Model in an International Perspective: The Role of Ownership”, *The Nordic Corporate Governance Model*, 94.
187. Ritzberger, K. and Shorish, J. (2002), *Cross-ownership among firms: some determinants of the separation of ownership from control*, Institute for Advanced Studies, Áo.
188. Reynolds, R.J., Snapp (1986), “The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures”, *International Journal of Industrial Organization*, 4, 2.
189. R. Sinha (1998), “Company cross-holdings and investment analysis”, *Financial Analyst Journal*, 545.
190. Sang Yop Kang (2014), “Re-envisioning the Controlling Shareholder Regime: Why Controlling Shareholders and Minority Shareholders Often Embrace”, *Journal of Business Law of University of Pennsylvania*, (16).

191. Schaeede (2006), *Competition for Corporate Control: Institutional Investor, Investment Funds and Hostile Takeover in Japan*, Working Paper, Center for the Japanese Economy Business.
192. Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer (2000), "Tunneling", *American Economic Review*, 90.
193. Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer (2008), "The Law and Economics of Self-Dealing", *Journal of Financial Economics* (88).
194. Shearman & Sterling, Institutional Share Holder Services and European corporate governance institute (2007), *Proportionality Between Ownership And Control in EU Listed Companies: Comparative Legal study*, Brussels, 17.
195. Sheard, Paul (1991), "The Economics of Interlocking Shareholding in Japan", *Recherche Economique*, 45.
196. Sheard, P. (1989), "The main bank system and corporate monitoring and control in Japan", *Journal of Economic, Behavior and Organization*, 11.
197. Seiji Ogishima, Takao Kobayashi (2002), *Cross shareholding and Equity Valuation in Japan*, The Security Analysts Association of Japan, Nhật Bản.
198. Suzuki (2005), *Financial Market, Institution and Credit Monitoring*, Yuigaku Shobo, Tokyo, Nhật Bản.
199. Shisido (2000), "Japanese Corporate Governance: The hidden problem of the corporate law and their solutions", *Delaware Journal of Corporate Law*, 25, 2.
200. Simeon Djankov et al (2008), *The Law and Economics of Self-Dealing*, *Journal of Finance Economics*, (88).
201. Shleifer, A., và Vishny, R. (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, 94.
202. Shleifer và Vishny (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, 52.
203. Schaeede (2006), *Competition for Corporate Control: Institutional Investor, Investment Funds and Hostile Takeover in Japan*, Working Paper, Center for the Japanese Economy Business, Nhật Bản.

204. Schid, M. (2009), *Ownership structure and the separation of voting and cash flow rights-evidence from Switzerland*, Institute of Banking and Finance-University of St.Gallen, Thụy Điển.
205. Solomon, J. (2007), *Corporate Governance and Accountability*, Nxb John Wiley & Sons Ltd, Anh.
206. Tachibanaki (2000), “Absorbing agencies of the discharged shares of cross-held shares”, *Contemporary finance and the policy*, Tokyo, Nhật Bản.
207. Thesmar, D. (2001), *The governance of subsidiaries: How pyramidal ownership magnifies the separation of ownership and control*, Center for Research in Economics and Statistics, Paris, Pháp.
208. Upper, C (2011), “Simulation methods to assess the danger of contagion in interbank markets”, *Journal of Financial Stability*, 7.
209. Wang Bin Rong, Wang Yun Fang (2003), “The Influence and the Countermeasure Analysis of Mutual Shareholding to Company Capital”, *Chinese Lawyer*, (6).
210. William Lazonick (1998), *Japanese Corporate Governance and Strategy*, The Jerome Levy economics Institute of Bard College, Mỹ.
211. Williamson, O E (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, Nxb Free Press, New York, Mỹ.
212. Williamson, O E (1985), "Employee ownership and internal governance: a perspective", *Journal of Economic Behavior and Organization*, (6).
213. Xiaoyan Wang, Jiurong Song, Chris Deeley (2012), *Research on the “Double-Edged Sword Effect” of Cross Shareholding in China*, International Conference on Engineering and Business Management, Trung Quốc.
214. Yvind B hren, yvind Norli (1997), *Determinants of Intercompany Shareholdings*, Norwegian School of Management, Norway.
215. Yasuhiro Yonezawa and Kazushiro Miyake (1998), “The structure of Japanese Stock Market”, *Asia-Pacific Financial Markets*, (5), 1-12.

216. Yuan Lu, Jun Yao (2006), “Impact of state ownership and control mechanisms on the performance of group affiliated companies in China”, *Asia Pacific J Manage* (23), 485-503.
217. Yoser Gadhoum (2006), “Power of Ultimate Controlling Owner: A Survey of Canadian Landscape”, *Journal of Management Governance*, (10), p.179-204.
218. Yoshimory, M. (1995), “Whose company is it”, *Journal of finance*, 33-44.
219. Yebei Hu, Shigema Izumida (2008), “The Relationship between Ownership and Performance: A Review of Theory and Evidence”, *International Business Research*, 1, 4.
220. Zenichi Shishido (1989), “A Texan Raid on a Japanese Company”, *Japan Echo*, 151-4, 61.
221. Zenichi Shishido (2000), *Japanese Corporate Governance: The Hidden Problems of Corporate Law and Their Solutions*, The Delaware Journal of Corporate Law, 25 (189), 210-11.
222. Zenichi Shishido, Takaaki Eguchi (2014), *The Fututre of Janpanese Corporate Governance: Internal Governance and the Development of Japanese-Style Ecxternal Governance through engagemen*, Hitotsubashi University, Japan.
223. Zweibel, J., 1996, “Dynamic capital structure under managerial entrenchment”, *American Economic Review*, 86, 1197–1215.

Các trang tin điện tử

224. Aman, H., W. Beekes và P. Brown (2011), “Corporate Governance and Transparency in Japan”, Working Paper, Đại học Kwansei Gakuin, đường dẫn: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1874611, truy cập lần cuối ngày 18/3/2019.
225. Association of British Insurers (2005), *Application of oneshare-one vote principle in Europe*, đường dẫn <http://deminor.org/articles.do?id=3479>, truy cập lần cuối ngày 18/3/2019.
226. The Chinfamily (2017), Domino effect as a result of cross-shareholding, đường dẫn

<https://www.thechinfamily.hk/web/en/financial-products/investment/stock/beware-of-manipulative-tactics/domino-effect-result-of-cross-shareholding.html>, truy cập lần cuối ngày 14/3/2019.

227. Hồng Sương (2011), “Sở hữu chéo ở các doanh nghiệp: Dễ bị chi phối bởi lợi ích nhóm”, <http://vietstock.vn/2011/11/dau-tu-cheo-o-cac-cong-ty-de-chi-phoi-boi-loi-ich-nhom-733-207332.htm>.

228. Nguyễn Thu Hiền, Trần Duy Thanh (2011), *Tinh táo trong quản trị công ty: cấu trúc sở hữu và khả năng thao túng*”, bài đăng trên trang thông tin điện tử cafef, đường dẫn: <http://cafef.vn/quan-tri/tinh-tao-trong-quan-tri-cong-ty-cau-truc-so-huu-va-kha-nang-thao-tung-2011092909302491.chn>, truy cập lần cuối ngày 18/3/2019.

229. Tokyo Stock Exchange (2016), *2015 Share Ownership Survey*, đường dẫn www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/examination/b5b4pj00000154dp-att/e-bunpu2015.pdf, truy cập lần cuối ngày 18/3/2019.

230. Sang Yop Kang (2013), “*Generous Thieves*”: *The Puzzle of Controlling Shareholder Arrangements in Bad-Law Jurisdictions*, đường dẫn http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2305645, truy cập lần cuối ngày 14/3/2019.

231. Sachi Suzuki (2016), “Untangling tight knots: Cross shareholdings in Japan”, *Hermest Investment Management*, đường dẫn <https://www.hermes-investment.com/blog/eos/untangling-cross-shareholdings-japan/>, truy cập lần cuối ngày 14/3/2019.

232. Investopedia (2013), *Agency Problem*, đường dẫn <http://www.investopedia.com/terms/a/agencyproblem.asp>, truy cập lần cuối ngày 18/3/2019.