



CORPORATE GROUP GOVERNANCE IN VIETNAM: ISSUES AND LEGAL FRAMEWORK IN ACCORDANCE WITH INTERNATIONAL PRACTICES

Pham Tien Dat^{1*}

¹University of Finance - Marketing, Vietnam

ARTICLE INFO	ABSTRACT
DOI: 10.52932/jfmr.v16i6.1125 <i>Received:</i> October 11, 2025 <i>Accepted:</i> October 30, 2025 <i>Published:</i> December 25, 2025 Keywords: Business groups; Corporate governance; OECD/G20 principles; International standards. JEL codes: G34; L22; K22	This article examines the corporate governance of business groups in Vietnam, focusing on both state-owned conglomerates and private multi-sector groups. Over the past two decades, business groups have played a crucial role in Vietnam's economic growth, yet their governance structure remains problematic. Based on a multidisciplinary approach combining legal analysis, economic theory, and comparative studies, this research analyzes the current legal framework, typical case studies, and international practices (OECD, Japan, Korea, EU). The findings show that while business groups in Vietnam contribute significantly to GDP, job creation, and innovation, they also pose systemic risks due to cross-ownership, lack of transparency, and abuse of control. Case studies such as Vinashin, Vinalines, FLC, Tan Hoang Minh, and Van Thinh Phat highlight weaknesses in corporate governance and the shortcomings of regulatory oversight. Compared to OECD/G20 principles and international standards, Vietnam's legal framework remains fragmented and underdeveloped. The paper proposes comprehensive reforms: strengthening legal accountability of parent companies, enforcing consolidated financial reporting, enhancing minority shareholder rights, establishing an independent supervisory authority, and promoting modern governance practices. These reforms are essential to reduce systemic risks, restore investor confidence, and foster sustainable development of business groups in Vietnam.

*Corresponding author:

Email: phamtiendat@ufm.edu.vn



QUẢN TRỊ NHÓM CÔNG TY TẠI VIỆT NAM: VẤN ĐỀ VÀ KHUNG PHÁP LÝ THEO THÔNG LỆ QUỐC TẾ

Phạm Tiến Đạt^{1*}

¹Trường Đại học Tài chính - Marketing

THÔNG TIN	TÓM TẮT
DOI: 10.52932/jfmr.v16i6.1125	Bài báo này nghiên cứu vấn đề quản trị nhóm công ty tại Việt Nam, bao gồm cả tập đoàn kinh tế nhà nước và tập đoàn tư nhân đa ngành. Trong hai thập niên qua, các nhóm công ty đã đóng vai trò quan trọng trong tăng trưởng kinh tế, song cơ chế quản trị vẫn còn nhiều bất cập. Trên cơ sở tiếp cận liên ngành, kết hợp phân tích pháp lý, lý thuyết kinh tế và so sánh quốc tế, nghiên cứu phân tích khung pháp lý hiện hành, các vụ việc điển hình cũng như kinh nghiệm quốc tế (OECD, Nhật Bản, Hàn Quốc, EU). Kết quả cho thấy, mặc dù các tập đoàn tại Việt Nam đóng góp lớn cho GDP, tạo việc làm và thúc đẩy đổi mới, nhưng cũng tiềm ẩn rủi ro hệ thống do sở hữu chéo, thiếu minh bạch và lạm dụng quyền kiểm soát. Trường hợp Vinashin, Vinalines, FLC, Tân Hoàng Minh và Vạn Thịnh Phát minh chứng rõ những điểm yếu trong quản trị và giám sát. So với nguyên tắc OECD/G20 và thông lệ quốc tế, khung pháp lý Việt Nam vẫn còn phân tán và chưa hoàn thiện. Bài báo đề xuất cải cách toàn diện: tăng trách nhiệm pháp lý của công ty mẹ, bắt buộc báo cáo tài chính hợp nhất, bảo vệ quyền cổ đông thiểu số, thành lập cơ quan giám sát độc lập, và khuyến khích áp dụng quản trị hiện đại. Đây là những điều kiện cần thiết để giảm thiểu rủi ro, khôi phục niềm tin của nhà đầu tư và hướng tới sự phát triển bền vững của nhóm công ty tại Việt Nam.
Ngày nhận bài: 11/10/2025	
Ngày chấp nhận: 30/10/2025	
Ngày đăng: 25/12/2025	
Từ khóa: Nguyên tắc OECD/G20; Nhóm công ty; Thông lệ quốc tế; Quản trị.	
Mã JEL: G34; L22; K22	

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh toàn cầu hóa và hội nhập kinh tế quốc tế, mô hình nhóm công ty (corporate groups) ngày càng trở nên phổ biến và đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế thế giới. Theo OECD (2021), phần lớn các doanh nghiệp niêm yết hiện nay là thành viên của một nhóm công ty, bởi mô hình này mang lại nhiều lợi thế như

tối ưu hóa chuỗi cung ứng, tận dụng quy mô kinh tế, chia sẻ nguồn lực nội bộ và thúc đẩy hoạt động hợp nhất, sáp nhập. Sự phát triển mạnh mẽ của nhóm công ty đã tạo ra động lực to lớn cho tăng trưởng kinh tế, đổi mới sáng tạo và gia tăng khả năng hội nhập quốc tế của các quốc gia.

Tại Việt Nam, trong hai thập niên gần đây, các tập đoàn kinh tế và tổng công ty phát triển nhanh chóng cả ở khu vực nhà nước lẫn tư nhân. Các tập đoàn nhà nước như PetroVietnam,

*Tác giả liên hệ:

Email: phamtiendat@ufm.edu.vn

EVN, Vinacomin hay SCIC cùng với các tập đoàn tư nhân đa ngành như Vingroup, Masan, FPT, Hòa Phát, THACO đã góp phần định hình những ngành then chốt của nền kinh tế. Tuy nhiên, bên cạnh những đóng góp, thực tiễn cũng cho thấy, nhiều bất cập trong quản trị, đặc biệt liên quan đến sở hữu chéo, giao dịch liên kết thiếu minh bạch và rủi ro chuyển giá. Những vụ việc lớn như Vinashin, Vinalines, FLC hay Vạn Thịnh Phát đã làm lộ rõ các lỗ hổng quản trị và gây thiệt hại nghiêm trọng cho thị trường tài chính, đồng thời bào mòn niềm tin của nhà đầu tư (OECD, 2021).

Về mặt lý thuyết, nhiều học thuyết quản trị doanh nghiệp đã lý giải sự hình thành và vận hành của nhóm công ty. Lý thuyết chi phí giao dịch của Williamson (1975) cho rằng, các tập đoàn hình thành nhằm giảm thiểu chi phí thương lượng và giám sát khi so sánh với giao dịch thị trường. Lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976) cảnh báo nguy cơ xung đột lợi ích giữa cổ đông chi phối, cổ đông thiểu số và nhà quản lý trong bối cảnh quyền kiểm soát tập trung ở công ty mẹ. Trong khi đó, lý thuyết các bên liên quan (Freeman, 1984) nhấn mạnh yêu cầu cân bằng lợi ích giữa cổ đông, người lao động, khách hàng và cộng đồng thông qua minh bạch hóa và cơ chế giám sát hữu hiệu. Thực tiễn quốc tế đã chỉ ra rằng, nếu thiếu các quy định quản trị phù hợp, nhóm công ty có thể trở thành “vùng xám pháp lý” dẫn đến thất thoát nguồn lực và tổn hại cho thị trường tài chính (Claessens và cộng sự, 2000).

Ở Việt Nam, Luật Doanh nghiệp đã có bước tiến khi lần đầu tiên quy định rõ ràng về nhóm công ty, cấm sở hữu chéo và yêu cầu minh bạch hơn trong quan hệ mẹ – con. Tuy nhiên, nhìn chung khung pháp lý vẫn rời rạc, thiếu cơ chế đồng bộ để kiểm soát hiệu quả hoạt động tập đoàn. Nhiều doanh nghiệp tự nhận là “tập đoàn” nhưng thực chất chỉ là tập hợp các công ty thiếu cơ chế quản trị tập trung và không có tư cách pháp nhân nhóm, dẫn tới khó khăn trong việc công khai thông tin và giám sát cổ đông nhỏ.

Các nghiên cứu trong và ngoài nước đã chỉ ra rằng, quản trị nhóm công ty vừa mang lại lợi ích kinh tế (tận dụng thị trường vốn nội bộ, hỗ trợ đổi mới) vừa tiềm ẩn nhiều rủi ro (lạm dụng quyền kiểm soát, thiếu minh bạch, tổn thương cổ đông thiểu số) (Colli & Colpan, 2016; Khanna & Yafeh, 2007). Ở Việt Nam, hầu hết công trình trước đây mới dừng ở phân tích quản trị công ty nói chung, chưa có nghiên cứu toàn diện về cơ chế quản trị nhóm công ty và so sánh hệ thống pháp lý Việt Nam với thông lệ quốc tế (Phạm Hữu Thiện, 2019). Chính vì vậy, việc nghiên cứu sâu hơn nhằm xây dựng khung pháp lý đầy đủ, khả thi và phù hợp với điều kiện Việt Nam là nhiệm vụ cấp bách.

Từ góc độ chính sách, nghiên cứu quản trị nhóm công ty còn mang ý nghĩa chiến lược trong việc bảo vệ thị trường tài chính và thu hút vốn đầu tư quốc tế. OECD và G20 đều nhấn mạnh rằng, các quốc gia muốn tiếp cận dòng vốn toàn cầu cần có khung quản trị minh bạch, bảo vệ cổ đông và tuân thủ chuẩn mực quốc tế (OECD, 2015). Trong bối cảnh Việt Nam đẩy mạnh hội nhập và phát triển thị trường vốn, việc hoàn thiện quản trị nhóm công ty sẽ góp phần nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia và thúc đẩy phát triển bền vững.

Xuất phát từ thực tiễn và khoảng trống nghiên cứu, bài báo hướng đến mục tiêu: Phân tích thực trạng quản trị nhóm công ty tại Việt Nam, bao gồm cơ chế hoạt động, khung pháp lý, mô hình sở hữu và kiểm soát; Đối chiếu với thông lệ và kinh nghiệm quốc tế để nhận diện những bất cập. Từ đó, đề xuất khung pháp lý và chính sách quản trị nhóm công ty phù hợp với điều kiện Việt Nam nhưng vẫn đáp ứng chuẩn mực quốc tế.

2. Cơ sở lý thuyết

Nhóm công ty: Trong bối cảnh toàn cầu hóa và đa dạng hóa cấu trúc doanh nghiệp, nhóm công ty ngày càng trở thành hình thức tổ chức phổ biến nhưng phức tạp. Dù chưa có sự thống nhất tuyệt đối trong học thuật, pháp lý

và thực tiễn, khái niệm này thường được hiểu là một hệ thống gồm nhiều công ty độc lập về pháp lý nhưng liên kết chặt chẽ về quyền sở hữu, kiểm soát hoặc lợi ích kinh tế – chiến lược dưới sự điều phối của trung tâm quyền lực chung (Aguilera và cộng sự, 2024). Theo Khanna và Rivkin (2001), nhóm công ty là “mạng lưới các công ty đa ngành được gắn kết thông qua sở hữu tài chính và điều phối chiến lược từ một thực thể kiểm soát chung”. Từ góc độ lý luận, nhóm công ty được xem như hình thức tổ chức trung gian (intermediate form) giữa thị trường và doanh nghiệp tích hợp theo chiều dọc, giúp tối ưu hóa nguồn lực nội bộ trong bối cảnh thể chế và thị trường vốn chưa hoàn thiện (Williamson, 1985). Cấu trúc này cho phép doanh nghiệp phân tán rủi ro, luân chuyển vốn và khai thác hiệu quả theo quy mô mà không phụ thuộc hoàn toàn vào thị trường bên ngoài. Về mặt pháp lý, Luật Doanh nghiệp Việt Nam (2020) xác định công ty mẹ là đơn vị nắm giữ trên 50% vốn điều lệ hoặc có quyền quyết định chiến lược của công ty khác. Tương tự, Chỉ thị 2013/34/EU của Liên minh châu Âu quy định nhóm công ty là tập hợp của công ty mẹ và các công ty con có nghĩa vụ hợp nhất báo cáo tài chính. Tuy nhiên, trên thực tế, nhiều nhóm công ty lại vận hành thông qua sở hữu chéo, kiểm soát gián tiếp hoặc ràng buộc phi chính thức như quan hệ gia đình, mạng lưới xã hội hoặc thỏa thuận ngầm (Clarke, 2015), gây khó khăn cho việc minh bạch hóa và giám sát quản trị. Tóm lại, nhóm công ty là cấu trúc đa tầng, nơi quyền kiểm soát có thể tách rời quyền sở hữu, đòi hỏi cách tiếp cận đa chiều – từ kinh tế, pháp lý đến quản trị – nhằm đảm bảo nhận diện chính xác và thiết kế cơ chế điều tiết phù hợp.

Quản trị nhóm công ty (Corporate Group Governance) là hệ thống cơ chế, chính sách, quy trình và cấu trúc tổ chức được thiết lập để định hướng, điều hành và kiểm soát mối quan hệ giữa công ty mẹ và các công ty con/thành viên, nhằm đảm bảo hoạt động thống nhất, hiệu quả, minh bạch và phù hợp với mục tiêu chiến lược chung của toàn nhóm. Theo OECD (2015), “quản trị công ty nhóm là việc thiết lập

và vận hành các cơ chế điều phối, kiểm soát và giám sát trong các tập đoàn có cấu trúc đa tầng, nhằm bảo đảm quyền lợi của cổ đông, nhà đầu tư và các bên liên quan trong toàn hệ thống”.

Các lý thuyết liên quan: Lý thuyết đại diện của Jensen và Meckling (1976) chỉ ra xung đột lợi ích giữa chủ sở hữu và nhà quản lý, đồng thời mở rộng sang cấp độ tập đoàn khi công ty mẹ điều phối các công ty con. Trong nhóm công ty, sự phức tạp của nhiều tầng sở hữu và kiểm soát gián tiếp làm gia tăng chi phí đại diện và rủi ro chiếm đoạt giá trị cổ đông thiểu số. Bổ sung cho điều này, Lý thuyết các bên liên quan của Freeman (1984) nhấn mạnh quản trị doanh nghiệp phải cân bằng lợi ích của cổ đông, người lao động, khách hàng, cộng đồng và cơ quan quản lý – đặc biệt quan trọng trong nhóm công ty khi cần minh bạch và điều phối lợi ích giữa các thành viên. Theo Lý thuyết quyền sở hữu và kiểm soát của La Porta và cộng sự (1999) cùng Claessens và cộng sự (2000), các nhóm công ty ở nền kinh tế mới nổi thường có sở hữu tập trung và sở hữu chéo, giúp điều phối hiệu quả nhưng dễ dẫn đến thao túng quyền lực và thiếu minh bạch. Do đó, cơ chế quản trị cần cân bằng giữa hiệu quả kiểm soát và bảo vệ cổ đông. OECD (2021) cũng khuyến nghị quản trị nhóm công ty phải dựa trên công khai thông tin, minh bạch giao dịch nội bộ và trách nhiệm giải trình của hội đồng quản trị nhằm hạn chế rủi ro chuyển giá và lạm dụng quyền lực. Tổng hợp lại, quản trị nhóm công ty là lĩnh vực đa chiều, phản ánh sự tương tác giữa cấu trúc sở hữu, động lực thị trường và khung thể chế; đồng thời là nền tảng để xây dựng mô hình quản trị phù hợp với điều kiện Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này tiếp cận theo hướng liên ngành, kết hợp giữa khoa học pháp lý, quản trị kinh doanh và kinh tế học thể chế. Trên cơ sở đó, bài báo vừa phân tích khung pháp lý hiện hành tại Việt Nam, vừa tham chiếu thông lệ quốc tế để đối chiếu, so sánh. Cách tiếp cận này cho phép đánh giá đa chiều về nhóm công ty, không chỉ từ góc nhìn luật pháp mà còn từ

khía cạnh hiệu quả kinh tế và tác động đến thị trường vốn.

Nguồn dữ liệu của nghiên cứu gồm (1) Hệ thống pháp luật như Luật Doanh nghiệp, Luật Chứng khoán, Luật Các tổ chức tín dụng, cùng các nghị định hướng dẫn và văn bản dưới luật liên quan; (2) Tài liệu và báo cáo quốc tế gồm Bộ Nguyên tắc Quản trị công ty của OECD/G20 (phiên bản 2023, phát hành năm 2024); Bộ Nguyên tắc Quản trị công ty theo thông lệ tốt nhất của Việt Nam năm 2019 (phát hành năm 2020); cùng với các báo cáo và hướng dẫn thực hành do IFC, Ngân hàng Thế giới và ADB công bố. Đặc biệt, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) phối hợp với IFC vừa ra mắt “Cẩm nang Quản trị công ty 2025”, đồng thời đang triển khai nâng cấp Bộ Nguyên tắc Quản trị công ty Việt Nam (VN CG Code) với sự hỗ trợ của IFC – SECO, nhằm giúp các doanh nghiệp đại chúng tiệm cận với chuẩn mực của ASEAN và Bộ Nguyên tắc Quản trị công ty G20/OECD 2023; (3) Nguồn nghiên cứu thực nghiệm: Các công trình trong và ngoài nước; (4) Trường hợp thực tiễn (case study): Các vụ việc tiêu biểu của doanh nghiệp Việt Nam như Vinashin, Vinalines, FLC, Tân Hoàng Minh, Vạn Thịnh Phát. Các dữ liệu được tổng hợp từ báo cáo kiểm toán, bản án, tài liệu của Thanh tra Chính phủ, Bộ Tài chính, Kiểm toán Nhà nước và các nguồn truyền thông chính thống.

Nghiên cứu sử dụng kết hợp ba nhóm phương pháp chính (1) Phân tích định tính: Dùng để xem xét khung pháp lý hiện hành, cơ chế quản trị nhóm công ty và đánh giá tính minh bạch. Phương pháp này giúp giải thích các hiện tượng pháp lý và quản trị dựa trên dữ liệu thứ cấp; (2) So sánh pháp luật (comparative legal method): Đối chiếu quy định pháp luật Việt Nam với khung pháp lý quốc tế (OECD, Nhật Bản, Hàn Quốc, EU) để tìm ra điểm tương đồng, khác biệt và những yếu tố Việt Nam có thể tiếp thu. Nghiên cứu tập trung vào Việt Nam, song có đối chiếu với một số quốc gia Đông Á (Nhật Bản, Hàn Quốc) và châu Âu để tham chiếu. Dữ liệu pháp lý và thực tiễn giai đoạn 2005-2023, trong đó nhấn mạnh các sự kiện nổi bật từ năm 2010 trở lại đây (sau khủng hoảng Vinashin).

4. Kết quả nghiên cứu và đánh giá

4.1. Thực trạng quản trị nhóm công ty tại Việt Nam

Sự phát triển của các tập đoàn và nhóm công ty

Trong hai thập niên qua, nền kinh tế Việt Nam đã chứng kiến sự trỗi dậy mạnh mẽ của các tập đoàn kinh tế, bao gồm cả khu vực nhà nước và tư nhân. Ở khu vực nhà nước, một loạt tập đoàn được hình thành trên cơ sở hợp nhất hoặc tổ chức lại các tổng công ty, nhằm tạo ra những “quả đấm thép” dẫn dắt phát triển kinh tế quốc gia. Tiêu biểu có thể kể đến Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PetroVietnam), Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), Tập đoàn Than – Khoáng sản (Vinacomin), và Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC). Các tập đoàn này không chỉ chi phối các ngành công nghiệp thiết yếu mà còn đóng vai trò quan trọng trong đảm bảo an ninh năng lượng, khai thác tài nguyên và quản lý vốn nhà nước.

Ở khu vực tư nhân, sự phát triển diễn ra nhanh chóng hơn, đặc biệt kể từ sau giai đoạn 2000. Những doanh nghiệp như Vingroup, Masan, Hòa Phát, THACO và FPT đã mở rộng mạnh mẽ hoạt động sang nhiều lĩnh vực: bất động sản, bán lẻ, công nghệ, dịch vụ, công nghiệp sản xuất và nông nghiệp. Đáng chú ý, một số tập đoàn tư nhân đã niêm yết trên thị trường chứng khoán trong nước và phát hành trái phiếu ra quốc tế cho thấy, mức độ hội nhập ngày càng sâu rộng vào thị trường vốn toàn cầu.

Tuy nhiên, cùng với sự phát triển về quy mô, các tập đoàn này cũng bộc lộ nhiều thách thức trong quản trị. Tính minh bạch thông tin, đặc biệt là báo cáo tài chính hợp nhất và công bố giao dịch liên kết, vẫn còn hạn chế. Trường hợp của FLC và Vạn Thịnh Phát trong thời gian gần đây đã cho thấy, việc quản trị lỏng lẻo, thiếu kiểm soát nội bộ có thể gây ra rủi ro hệ thống cho thị trường tài chính.

Ưu điểm của mô hình nhóm công ty

Thứ nhất, mô hình nhóm công ty mang lại nhiều lợi thế cả về kinh tế lẫn quản trị, đặc biệt trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam hội nhập

ngày càng sâu rộng vào thị trường khu vực và quốc tế. Trước hết, các tập đoàn kinh tế cho phép hình thành thị trường vốn nội bộ (internal capital market), nhờ đó các công ty thành viên có thể điều tiết và phân bổ nguồn lực linh hoạt hơn so với việc huy động từ bên ngoài. Almeida & Wolfenzon (2006) đã chứng minh rằng, cơ chế này giúp các tập đoàn tối ưu hóa dòng vốn nội bộ, giảm chi phí giao dịch và khắc phục hạn chế của thị trường vốn chưa hoàn thiện. Điều này đặc biệt quan trọng đối với Việt Nam – nơi thị trường tài chính còn non trẻ và chịu nhiều biến động.

Thứ hai, nhóm công ty góp phần gia tăng sức cạnh tranh quốc tế, khi các tập đoàn lớn có khả năng tích hợp chuỗi giá trị, tận dụng lợi thế quy mô và huy động nguồn vốn lớn để mở rộng hoạt động. Thực tế cho thấy, Vingroup, THACO hay Hòa Phát đã khẳng định được vị thế trong lĩnh vực bất động sản, công nghiệp sản xuất và dịch vụ tiêu dùng, từ đó nâng cao hình ảnh của doanh nghiệp Việt Nam trên trường quốc tế (Khanna & Yafeh, 2007).

Thứ ba, mô hình này còn thúc đẩy đổi mới sáng tạo thông qua sự liên kết và chia sẻ nguồn lực giữa các công ty thành viên. Các doanh nghiệp như FPT là ví dụ điển hình khi kết hợp thế mạnh của các công ty con trong lĩnh vực công nghệ, viễn thông, phần mềm và giáo dục để thúc đẩy đổi mới sáng tạo, nâng cao năng lực cạnh tranh trên cả thị trường trong nước và quốc tế (Belenzon & Berkovitz, 2010).

Cuối cùng, các tập đoàn và nhóm công ty tại Việt Nam cũng có đóng góp kinh tế – xã hội quan trọng. Thông qua hoạt động kinh doanh đa ngành và quy mô lớn, họ không chỉ đóng góp tỷ trọng lớn vào GDP mà còn tạo việc làm cho hàng triệu lao động, đồng thời đóng góp hàng trăm nghìn tỷ đồng vào ngân sách nhà nước mỗi năm. Như vậy, xét trên bình diện tổng thể, nhóm công ty đã trở thành lực lượng chủ lực thúc đẩy phát triển kinh tế và hội nhập quốc tế.

Hạn chế và thách thức: Bên cạnh những lợi thế nêu trên, thực trạng quản trị nhóm công ty

tại Việt Nam vẫn tồn tại nhiều bất cập cần được nhìn nhận một cách nghiêm túc.

Trước hết, thiếu cơ chế quản trị tập trung là một vấn đề nổi cộm. Nhiều tập đoàn, đặc biệt trong khu vực tư nhân, chủ yếu được hình thành từ sự liên kết sở hữu chéo, thiếu cơ chế điều hành tập trung và hệ thống quản trị tập đoàn rõ ràng. Thậm chí, có trường hợp doanh nghiệp tự xưng là “tập đoàn” nhưng thực chất chỉ là tập hợp các công ty con, hoạt động rời rạc mà không có ban điều hành tập đoàn độc lập.

Thứ hai, tình trạng sở hữu chéo và rủi ro hệ thống vẫn hiện hữu, mặc dù Luật Doanh nghiệp 2020 đã quy định cấm công ty con nắm giữ cổ phần của công ty mẹ và hạn chế sở hữu chéo. Trên thực tế, nhiều cấu trúc sở hữu phức tạp thông qua trung gian vẫn tồn tại, gây khó khăn trong việc giám sát và tiềm ẩn nguy cơ rủi ro hệ thống, đặc biệt khi liên quan đến quan hệ giữa ngân hàng và doanh nghiệp (Claessens và cộng sự, 2000).

Thứ ba, tình trạng thiếu minh bạch thông tin tiếp tục là một thách thức lớn. Một số công ty con trong tập đoàn chưa thực hiện công bố báo cáo tài chính hợp nhất hoặc công khai các giao dịch liên kết. Điều này khiến cổ đông và nhà đầu tư khó có được thông tin chính xác để đánh giá tình hình tài chính. Các vụ việc liên quan đến FLC, Tân Hoàng Minh và Vạn Thịnh Phát gần đây đã minh chứng rõ ràng cho những rủi ro do thiếu minh bạch gây ra.

Thứ tư, tình trạng lạm dụng quyền kiểm soát cũng được ghi nhận, khi công ty mẹ sử dụng quyền lực chi phối để ép buộc công ty con thực hiện những giao dịch bất lợi. Các giao dịch này có thể bao gồm chuyển vốn nội bộ hoặc thế chấp tài sản nhằm phục vụ lợi ích riêng của cổ đông chi phối. Hiện tượng này được gọi là “tunneling” – tức là chuyển lợi ích từ cổ đông nhỏ sang cổ đông lớn, làm suy yếu niềm tin vào thị trường (Johnson và cộng sự, 2000; Almeida & Wolfenzon, 2006).

Cuối cùng, khung pháp lý về quản trị nhóm công ty vẫn còn rời rạc. Dù Luật Doanh nghiệp

2020, Luật Chứng khoán 2019 và các văn bản liên quan đã có những bước tiến, hệ thống pháp luật điều chỉnh hoạt động của nhóm công ty tại Việt Nam vẫn thiếu sự thống nhất, chưa đồng bộ với thông lệ quốc tế. Điều này dẫn đến những khoảng trống pháp lý, khiến việc giám sát hoạt động nhóm công ty chưa thực sự hiệu quả

Có thể thấy, thực trạng quản trị nhóm công ty tại Việt Nam vừa phản ánh những thành tựu đáng ghi nhận, vừa bộc lộ nhiều bất cập cần khắc phục. Mô hình này mang lại lợi thế lớn về huy động và phân bổ vốn, gia tăng sức cạnh tranh, thúc đẩy đổi mới sáng tạo và đóng góp đáng kể vào nền kinh tế. Tuy nhiên, những hạn chế như thiếu cơ chế quản trị tập trung, sở hữu chéo phức tạp, thiếu minh bạch thông tin, lạm dụng quyền kiểm soát và khung pháp lý chưa đồng bộ đang làm suy yếu niềm tin của nhà đầu tư và tạo ra rủi ro hệ thống cho thị trường tài chính. Chính vì vậy, việc hoàn thiện cơ chế quản trị nhóm công ty theo chuẩn mực OECD và thông lệ quốc tế là yêu cầu cấp thiết, nhằm đảm bảo phát triển bền vững và bảo vệ lợi ích của cổ đông cũng như nền kinh tế quốc gia.

4.2. Khung pháp lý hiện hành về quản trị nhóm công ty tại Việt Nam

Cơ sở pháp lý điều chỉnh nhóm công ty

Khung pháp lý về nhóm công ty ở Việt Nam hiện nay chủ yếu được điều chỉnh bởi Luật Doanh nghiệp 2020, Luật Chứng khoán 2019, Luật Các tổ chức tín dụng 2010 (sửa đổi 2017) cùng với một số văn bản dưới luật như nghị định, thông tư hướng dẫn của Chính phủ và Bộ Tài chính. Luật Doanh nghiệp 2020 lần đầu tiên đã có bước tiến quan trọng khi đưa ra định nghĩa và quy định rõ ràng hơn về mối quan hệ giữa công ty mẹ và công ty con. Cụ thể, Điều 195 xác định công ty mẹ có quyền sở hữu chi phối vốn hoặc quyền quyết định bổ nhiệm, miễn nhiệm thành viên hội đồng quản trị và ban giám đốc của công ty con. Bên cạnh đó, luật này cũng đưa ra những quy định nhằm hạn chế tình trạng sở hữu chéo, vốn từng gây ra nhiều rủi ro trong hệ thống tài chính.

Tuy nhiên, trên thực tế, các quy định này vẫn chưa đầy đủ để điều chỉnh toàn diện hoạt động của các tập đoàn, đặc biệt là tập đoàn tư nhân có cấu trúc sở hữu phức tạp. Luật Chứng khoán 2019 quy định nghĩa vụ công bố thông tin của công ty niêm yết, trong đó bao gồm cả các giao dịch liên kết, nhưng việc thực thi còn nhiều hạn chế. Tương tự, Luật Các tổ chức tín dụng 2010 (sửa đổi 2017) có các quy định nhằm kiểm soát sở hữu chéo giữa ngân hàng và doanh nghiệp, song các vụ việc gần đây như Vạn Thịnh Phát và Tân Hoàng Minh cho thấy, tình trạng lách luật vẫn diễn ra phổ biến.

Quy định về quan hệ công ty mẹ - công ty con

Luật Doanh nghiệp 2020 đã xác định rõ quyền và nghĩa vụ giữa công ty mẹ và công ty con. Công ty mẹ phải chịu trách nhiệm đối với quyết định mang tính chỉ đạo gây thiệt hại cho công ty con. Đây là bước tiến nhằm nâng cao trách nhiệm pháp lý và hạn chế tình trạng lạm dụng quyền kiểm soát. Tuy nhiên, các điều khoản vẫn chưa quy định đầy đủ về trách nhiệm pháp lý liên đới – tức là công ty mẹ phải chịu trách nhiệm trực tiếp với nghĩa vụ tài chính của công ty con trong trường hợp phá sản hay vi phạm pháp luật. Trong khi đó, tại nhiều quốc gia châu Âu, cơ chế trách nhiệm liên đới đã được áp dụng nhằm tăng cường bảo vệ cổ đông thiểu số (OECD, 2015).

Bên cạnh đó, pháp luật hiện hành chưa có quy định thống nhất và đầy đủ về nghĩa vụ công bố thông tin hợp nhất ở cấp nhóm công ty, đặc biệt đối với các tập đoàn, tổng công ty hoạt động theo mô hình công ty mẹ - công ty con. Dù các doanh nghiệp niêm yết như FLC có nghĩa vụ công bố thông tin theo Luật Chứng khoán 2019 và Thông tư 96/2020/TT-BTC, song phạm vi công bố thường chỉ giới hạn ở công ty niêm yết, chưa phản ánh đầy đủ bức tranh tài chính hợp nhất của toàn bộ nhóm công ty. Ngược lại, nhiều tập đoàn tư nhân chưa niêm yết (ví dụ như Tân Hoàng Minh) lại không thuộc diện bắt buộc công bố thông tin ra công chúng, dẫn đến thiếu minh bạch về cấu trúc sở hữu và giao dịch nội bộ. Những vụ việc này cho thấy, khoảng

trống pháp lý trong việc yêu cầu minh bạch và công khai thông tin ở cấp độ hợp nhất, không chỉ đối với doanh nghiệp niêm yết mà cả nhóm công ty tư nhân lớn.

Kiểm soát sở hữu chéo và giao dịch liên kết

Một trong những điểm tiến bộ của Luật Doanh nghiệp 2020 là quy định cấm công ty con sở hữu cổ phần ngược lại công ty mẹ, cũng như hạn chế các hình thức sở hữu chéo giữa các công ty trong cùng một nhóm. Quy định này nhằm ngăn chặn việc sử dụng cấu trúc sở hữu phức tạp để che giấu nợ, thao túng tài chính hoặc trốn tránh trách nhiệm. Tuy nhiên, theo nghiên cứu của Claessens và cộng sự (2000), ở nhiều nền kinh tế mới nổi, việc thực thi các quy định chống sở hữu chéo thường gặp khó khăn do thiếu cơ chế giám sát độc lập và minh bạch thông tin. Thực tiễn Việt Nam cũng cho thấy, tình trạng sở hữu chéo vẫn tồn tại dưới hình thức gián tiếp hoặc thông qua bên trung gian.

Đối với giao dịch liên kết, pháp luật hiện hành yêu cầu công ty niêm yết phải công bố và được sự chấp thuận của đại hội đồng cổ đông nếu giá trị giao dịch vượt ngưỡng nhất định. Tuy nhiên, việc giám sát còn mang tính hình thức, thiếu kiểm tra sâu. OECD (2021) khuyến nghị rằng, các quốc gia cần áp dụng chuẩn mực công bố thông tin chi tiết về giao dịch liên kết, đồng thời xây dựng cơ chế bảo vệ cổ đông thiếu số hiệu quả hơn.

Công khai và minh bạch thông tin

Minh bạch thông tin là nguyên tắc cốt lõi trong quản trị công ty hiện đại. Ở Việt Nam, Luật Chứng khoán 2019 yêu cầu công ty niêm yết công bố thông tin định kỳ và bất thường, bao gồm báo cáo tài chính, thay đổi nhân sự quản lý và giao dịch lớn. Tuy nhiên, các tập đoàn không niêm yết hoặc niêm yết một phần công ty con thường né tránh nghĩa vụ này. Điều đó khiến thị trường thiếu thông tin toàn diện về tình hình tài chính thực sự của tập đoàn.

So với thông lệ quốc tế, yêu cầu minh bạch tại Việt Nam vẫn còn thấp. IFC (2018) khuyến cáo rằng, công bố thông tin hợp nhất nên được

áp dụng bắt buộc cho tất cả tập đoàn có ảnh hưởng lớn đến thị trường vốn, không chỉ giới hạn ở công ty niêm yết. Thực tiễn các vụ việc gần đây cho thấy, thiếu minh bạch là nguyên nhân trực tiếp dẫn đến khủng hoảng niềm tin trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Vai trò của cơ quan quản lý nhà nước

Hiện nay, việc quản lý và giám sát hoạt động của nhóm công ty vẫn được phân công giữa nhiều cơ quan quản lý nhà nước, bao gồm: Bộ Kế hoạch và Đầu tư (KH&ĐT) – chịu trách nhiệm quản lý đăng ký doanh nghiệp và cơ cấu sở hữu vốn. Bộ Tài chính (BTC) – giám sát tài chính doanh nghiệp nhà nước và quản lý thị trường chứng khoán thông qua Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), hiện vẫn trực thuộc Bộ Tài chính. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) – giám sát các mối quan hệ sở hữu chéo, tín dụng nội bộ và đầu tư tài chính giữa các tổ chức tín dụng và doanh nghiệp. Tính đến năm 2025, Chính phủ Việt Nam vẫn đang trong quá trình kiện toàn, sắp xếp lại tổ chức các bộ, ngành theo Nghị quyết của Quốc hội và các Đề án trình Bộ Nội vụ, tuy chưa có quyết định sáp nhập chính thức giữa các bộ quản lý lĩnh vực kinh tế - tài chính. Do đó, nhận định về sự phân tán chức năng quản lý giữa các cơ quan hiện vẫn có cơ sở, thể hiện qua việc thiếu một đầu mối thống nhất chịu trách nhiệm giám sát toàn diện nhóm công ty. Thực tế, chống chéo trong quản lý và giám sát đã được chỉ ra trong các Báo cáo của Kiểm toán Nhà nước (2023) và Bộ KH&ĐT (2024), đặc biệt trong các lĩnh vực liên quan đến tập đoàn kinh tế nhà nước và các nhóm công ty đa ngành.

OECD (2015) nhấn mạnh tầm quan trọng của một cơ quan điều phối trung ương nhằm đảm bảo sự nhất quán trong thực thi quy định về quản trị công ty. Mô hình quản lý nhóm công ty tại Việt Nam hiện nay được tổ chức theo hướng phân tán, tức là nhiều cơ quan cùng chia sẻ chức năng giám sát và quản lý tùy theo lĩnh vực hoạt động, thay vì tập trung vào một thiết chế duy nhất như ở một số quốc gia khác. Trước đây, Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (UBGSTCQG) từng kiến nghị trong các Báo

cáo giám sát tài chính năm 2017-2020 về việc thành lập cơ quan điều phối thống nhất nhằm giám sát rủi ro tập trung của các tập đoàn kinh tế và nhóm công ty đa ngành. Tuy nhiên, theo Nghị định số 21/2023/NĐ-CP của Chính phủ, UBGSTCQG đã được giải thể, và chức năng giám sát tài chính tổng hợp hiện được chuyển giao cho Bộ Tài chính.

Từ các phân tích trên, có thể thấy khung pháp lý về quản trị nhóm công ty tại Việt Nam đã có những bước tiến, đặc biệt là sau khi Luật Doanh nghiệp 2020 có hiệu lực. Tuy nhiên, vẫn tồn tại nhiều hạn chế: (i) thiếu quy định về trách nhiệm pháp lý liên đới; (ii) cơ chế kiểm soát sở hữu chéo chưa hiệu quả; (iii) yêu cầu minh bạch thông tin còn thấp; và (iv) sự phối hợp giữa cơ quan quản lý còn lỏng lẻo. Những hạn chế này khiến Việt Nam vẫn chưa đạt được chuẩn mực quản trị công ty theo thông lệ OECD và G20, do đó tiềm ẩn nguy cơ rủi ro đối với thị trường vốn và niềm tin của nhà đầu tư.

4.3. Rủi ro trong quản trị nhóm công ty tại Việt Nam

Rủi ro từ cấu trúc sở hữu chéo

Một trong những rủi ro lớn nhất của mô hình nhóm công ty tại Việt Nam là tình trạng sở hữu chéo phức tạp. Dù Luật Doanh nghiệp đã có quy định hạn chế, trên thực tế nhiều tập đoàn vẫn duy trì quan hệ sở hữu gián tiếp thông qua công ty trung gian hoặc cổ đông cá nhân. Cấu trúc này khiến việc giám sát trở nên khó khăn, làm gia tăng nguy cơ thao túng tài chính và chuyển lợi ích từ cổ đông nhỏ sang cổ đông chi phối. Claessens và cộng sự (2000) đã chỉ ra rằng, ở các nền kinh tế mới nổi, sở hữu chéo thường được sử dụng như công cụ củng cố quyền lực hơn là phục vụ mục tiêu tăng trưởng bền vững. Tại Việt Nam, các vụ việc liên quan đến Vạn Thịnh Phát và Tân Hoàng Minh minh chứng cho việc sở hữu chéo được lợi dụng để che giấu nợ và huy động vốn bất hợp pháp.

Rủi ro từ thiếu minh bạch thông tin

Minh bạch thông tin vẫn là điểm yếu cố hữu trong quản trị tập đoàn tại Việt Nam. Nhiều

công ty con không công bố báo cáo tài chính hợp nhất, thậm chí cố tình trì hoãn công bố thông tin bắt buộc. Việc thiếu minh bạch khiến nhà đầu tư, cổ đông thiểu số và cơ quan quản lý khó nắm bắt tình hình thực tế của tập đoàn. OECD (2021) nhấn mạnh rằng, minh bạch là nền tảng để giảm thiểu xung đột lợi ích và nâng cao hiệu quả giám sát. Thực tiễn cho thấy, sự sụp đổ của Vinashin, FLC hay Tân Hoàng Minh đều gắn liền với tình trạng thông tin sai lệch hoặc bị che giấu, dẫn đến khủng hoảng niềm tin trên thị trường vốn và chứng khoán.

Rủi ro từ lạm dụng quyền kiểm soát

Một vấn đề phổ biến khác là lạm dụng quyền kiểm soát của công ty mẹ hoặc nhóm cổ đông chi phối. Công ty mẹ có thể buộc công ty con thực hiện các giao dịch bất lợi, chẳng hạn như cho vay, bảo lãnh hoặc chuyển nhượng tài sản nhằm phục vụ lợi ích riêng. Hiện tượng này thường được gọi là “tunneling” – chuyển lợi ích từ cổ đông nhỏ sang cổ đông lớn (Johnson và cộng sự, 2000). Ở Việt Nam, nhiều trường hợp công ty mẹ dùng công ty con làm công cụ huy động vốn hoặc che giấu nợ, trong khi rủi ro lại chuyển sang các bên liên quan, đặc biệt là nhà đầu tư trái phiếu và ngân hàng thương mại. Hệ quả là rủi ro tài chính không chỉ giới hạn trong một doanh nghiệp mà lan sang toàn bộ hệ thống.

Rủi ro hệ thống đối với thị trường tài chính

Những rủi ro trên không chỉ ảnh hưởng đến từng tập đoàn mà còn có thể gây ra rủi ro hệ thống đối với nền kinh tế. Các tập đoàn lớn thường có mối liên hệ mật thiết với ngân hàng thương mại, thị trường trái phiếu và chứng khoán. Khi một tập đoàn sụp đổ, tác động lan tỏa có thể gây bất ổn toàn bộ hệ thống tài chính. Kinh nghiệm từ khủng hoảng chaebol Hàn Quốc năm 1997 cho thấy, khi tập đoàn vay vốn quá mức và thiếu minh bạch, rủi ro vỡ nợ dễ dàng biến thành khủng hoảng tài chính (Chang, 2003). Việt Nam hiện cũng đối mặt với tình trạng tương tự, đặc biệt qua các vụ việc gần đây trong thị trường trái phiếu doanh nghiệp cho thấy, mức độ mong manh của hệ thống tài

chính nếu khung pháp lý và cơ chế giám sát không được củng cố.

Rủi ro từ khung pháp lý chưa hoàn thiện

Mặc dù Luật Doanh nghiệp và Luật Chứng khoán đã có nhiều cải tiến, song khung pháp lý về quản trị nhóm công ty vẫn còn nhiều khoảng trống. Thứ nhất, Việt Nam chưa quy định rõ về trách nhiệm liên đới của công ty mẹ đối với công ty con như trong luật công ty của nhiều quốc gia châu Âu. Thứ hai, việc giám sát sở hữu chéo và giao dịch liên kết mới chỉ dừng ở mức hình thức, thiếu cơ chế cưỡng chế mạnh. Thứ ba, cơ chế giám sát còn thiếu sự phối hợp hiệu quả giữa các cơ quan quản lý. Việc quản lý nhóm công ty hiện được thực hiện theo mô hình phân tán, trong đó Bộ KH&ĐT, BTC, NHNN và UBCKNN cùng tham gia theo lĩnh vực. Tuy nhiên, thiếu một cơ chế phối hợp và chia sẻ dữ liệu thống nhất khiến công tác giám sát rủi ro liên ngành chưa thực sự hiệu quả. Trong bối cảnh chức năng giám sát tài chính tổng hợp đã được chuyển giao cho BTC sau khi UBGSTCQG giải thể, Việt Nam cần hoàn thiện cơ chế điều phối liên ngành thay vì xây dựng một thiết chế tập trung mới. Đây cũng là định hướng phù hợp với khuyến nghị của OECD (2015) về tăng cường phối hợp và minh bạch thông tin trong mô hình giám sát phân tán.

Rủi ro về niềm tin và phát triển bền vững

Ngoài các rủi ro pháp lý và tài chính, một thách thức lớn là khủng hoảng niềm tin từ phía nhà đầu tư và công chúng. Các vụ việc FLC, Tân Hoàng Minh hay Vạn Thịnh Phát không chỉ gây thiệt hại kinh tế trực tiếp mà còn làm suy giảm lòng tin vào tính minh bạch của thị trường vốn Việt Nam. Điều này có thể làm giảm sức hút đối với vốn đầu tư nước ngoài, đồng thời cản trở sự phát triển bền vững của khu vực doanh nghiệp tư nhân, vốn được kỳ vọng trở thành động lực chính của nền kinh tế trong giai đoạn tới.

Tổng hợp các phân tích trên, có thể thấy rằng, quản trị nhóm công ty tại Việt Nam đang đối mặt với nhiều rủi ro: (i) sở hữu chéo phức tạp; (ii) thiếu minh bạch thông tin; (iii)

lạm dụng quyền kiểm soát; (iv) rủi ro hệ thống đối với thị trường tài chính; (v) khung pháp lý chưa hoàn thiện; và (vi) khủng hoảng niềm tin. Những rủi ro này có tính chất liên kết và tác động dây chuyền, làm gia tăng nguy cơ bất ổn cho cả nền kinh tế. Do đó, việc hoàn thiện khung pháp lý, nâng cao hiệu lực giám sát và áp dụng thông lệ quốc tế là yêu cầu cấp thiết để giảm thiểu rủi ro và đảm bảo sự phát triển bền vững của các tập đoàn kinh tế tại Việt Nam.

5. Kết luận và khuyến nghị

5.1. Kết luận

Nghiên cứu đã làm rõ thực trạng quản trị nhóm công ty tại Việt Nam, chỉ ra những bất cập về minh bạch, sở hữu chéo và giám sát, đồng thời so sánh với các chuẩn mực quốc tế để rút ra bài học cải cách phù hợp. Kết quả cho thấy, việc hoàn thiện khung pháp lý, tăng cường trách nhiệm của công ty mẹ, bảo vệ cổ đông thiểu số và áp dụng quản trị hiện đại là yêu cầu cấp thiết nhằm giảm thiểu rủi ro và thúc đẩy phát triển bền vững. Trong bối cảnh Việt Nam hội nhập sâu rộng và hướng tới chuẩn mực OECD, việc cải thiện cơ chế quản trị nhóm công ty không chỉ giúp nâng cao năng lực cạnh tranh mà còn củng cố niềm tin của nhà đầu tư, góp phần xây dựng nền kinh tế minh bạch và ổn định hơn.

5.2. Khuyến nghị

Hoàn thiện khung pháp lý về quản trị nhóm công ty

Thứ nhất, cần sửa đổi và bổ sung Luật Doanh nghiệp và Luật Chứng khoán để làm rõ hơn cơ chế điều chỉnh nhóm công ty. Trong đó, nên đưa ra định nghĩa cụ thể hơn về tập đoàn kinh tế, phân biệt rõ giữa “nhóm công ty” theo cấu trúc sở hữu và “tập đoàn” theo nghĩa kinh tế – pháp lý. Điều này giúp tránh tình trạng doanh nghiệp tự gắn mác “tập đoàn” mà không có cơ chế quản trị phù hợp.

Thứ hai, nên bổ sung quy định về trách nhiệm pháp lý liên đới của công ty mẹ đối với công ty con, tương tự như mô hình ở Liên minh

châu Âu (Enriques & Volpin, 2007). Khi công ty mẹ lạm dụng quyền kiểm soát gây thiệt hại cho công ty con hoặc chủ nợ, công ty mẹ phải chịu trách nhiệm trực tiếp. Đây là cơ chế hữu hiệu để ngăn chặn hiện tượng “tunneling” và bảo vệ cổ đông thiểu số.

Thứ ba, cần thiết lập cơ chế cưỡng chế mạnh mẽ hơn trong kiểm soát sở hữu chéo. Ngoài việc cấm công ty con sở hữu ngược công ty mẹ, pháp luật cần mở rộng phạm vi kiểm soát tới các sở hữu gián tiếp thông qua công ty trung gian và cá nhân liên quan. Bài học từ Hàn Quốc sau khủng hoảng 1997 cho thấy, việc kiểm soát sở hữu chéo chỉ có hiệu quả khi đi kèm giám sát chặt chẽ và cơ chế xử phạt nghiêm minh (Chang, 2003).

Tăng cường minh bạch thông tin

Việt Nam cần nâng cấp chuẩn mực công bố thông tin cho phù hợp với Bộ Nguyên tắc Quản trị công ty G20/OECD 2023 (phát hành 2024) và Bộ Nguyên tắc Quản trị công ty theo thông lệ tốt nhất Việt Nam 2019 (phát hành 2020). Trong năm 2025, UBCKNN phối hợp với IFC - SECO đã phát hành Cẩm nang Quản trị công ty Việt Nam 2025, nhấn mạnh vai trò minh bạch, trách nhiệm giải trình và công bố giao dịch bên liên quan.

Do đó, nên bắt buộc tất cả các tập đoàn quy mô lớn - dù niêm yết hay chưa – công bố báo cáo tài chính hợp nhất theo chuẩn mực IFRS; đồng thời tăng cường công bố giao dịch liên kết và minh bạch hóa quyền sở hữu thực tế. Việt Nam cần tăng mức xử phạt và chế tài đối với hành vi che giấu hoặc sai lệch thông tin, đặc biệt trong phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Bảo vệ quyền cổ đông và nhà đầu tư

Bảo vệ quyền của cổ đông, đặc biệt là cổ đông thiểu số, là điều kiện tiên quyết để củng cố niềm tin thị trường. Việt Nam cần mở rộng quyền khởi kiện của cổ đông thiểu số đối với quyết định bất lợi do công ty mẹ hoặc hội đồng quản trị đưa ra. Bên cạnh đó, các giao dịch có giá trị lớn với bên

liên quan cần phải được phê chuẩn bởi cổ đông độc lập, thay vì chỉ thông qua đa số cổ đông, như khuyến nghị của OECD (2021).

Đối với nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp, cần có cơ chế bảo vệ thông qua việc giám sát mục đích sử dụng vốn và yêu cầu xếp hạng tín nhiệm độc lập cho các đợt phát hành lớn. Bài học từ vụ Tân Hoàng Minh và Vạn Thịnh Phát cho thấy rằng, khi thiếu bảo vệ nhà đầu tư, rủi ro không chỉ nằm ở một doanh nghiệp mà lan ra toàn bộ thị trường vốn

Nâng cao vai trò giám sát của cơ quan quản lý

Hiện nay, mô hình quản lý nhóm công ty tại Việt Nam mang tính phân tán liên ngành, với sự tham gia của Bộ KH & DT, BTC, NHNN và UBCKNN. Chúc năng giám sát tài chính tổng hợp đã chuyển về Bộ Tài chính. Do đó, thay vì thành lập mới một “thiết chế tập trung”, Việt Nam nên tăng cường cơ chế phối hợp liên ngành, phân định rõ trách nhiệm và xây dựng cơ sở dữ liệu số tập trung về cấu trúc sở hữu, giao dịch liên kết và phát hành trái phiếu. Việc số hóa và chia sẻ dữ liệu giữa các cơ quan sẽ giúp phát hiện sớm rủi ro sở hữu chéo, chuyển giá và thao túng vốn, đảm bảo giám sát hiệu quả trong mô hình phân tán hiện nay.

Khuyến khích cơ chế quản trị hiện đại trong doanh nghiệp

Bên cạnh hoàn thiện pháp luật, cần thúc đẩy doanh nghiệp áp dụng các chuẩn mực quản trị tiên tiến. Trước hết, nên khuyến khích hoặc bắt buộc có thành viên hội đồng quản trị độc lập trong các tập đoàn tư nhân lớn. Mô hình này đã chứng minh hiệu quả tại Nhật Bản và EU trong việc tăng cường giám sát khách quan (Colpan & Hikino, 2010). Thứ hai, các tập đoàn nên áp dụng hệ thống kiểm toán nội bộ và quản trị rủi ro theo chuẩn quốc tế, nhằm giảm thiểu nguy cơ gian lận tài chính. Ngoài ra, cần xây dựng văn hóa minh bạch và trách nhiệm giải trình, không chỉ để tuân thủ pháp luật mà còn như một chiến lược kinh doanh bền vững, giúp nâng cao uy tín và thu hút vốn quốc tế.

Phát triển thị trường tài chính lành mạnh

Một khía cạnh quan trọng khác là hoàn thiện thể chế thị trường vốn. Chính phủ cần xây dựng cơ chế xếp hạng tín nhiệm bắt buộc đối với các tập đoàn phát hành trái phiếu doanh nghiệp, đồng thời phát triển thị trường thứ cấp để tăng thanh khoản. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy, khi thị trường tài chính minh bạch và có cơ chế giám sát hiệu quả, rủi ro từ nhóm công ty sẽ giảm đáng kể (La Porta và cộng sự, 1999). Bên cạnh đó, cần hạn chế tình trạng tập trung tín dụng vào một số tập đoàn lớn. Ngân hàng Nhà nước có thể áp dụng giới hạn tỷ lệ cho vay đối với các doanh nghiệp thuộc cùng một nhóm công ty, nhằm giảm thiểu nguy cơ lan truyền rủi ro trong hệ thống ngân hàng.

Từ các phân tích trên, có thể thấy rằng, để nâng cao hiệu quả quản trị nhóm công ty tại Việt Nam, cần đồng bộ nhiều giải pháp: hoàn thiện khung pháp lý, tăng cường minh bạch thông tin, bảo vệ cổ đông thiểu số và nhà đầu tư, xây dựng cơ quan giám sát độc lập, đồng thời khuyến khích doanh nghiệp áp dụng chuẩn mực quản trị tiên tiến. Việc cải cách này không chỉ giúp giảm thiểu rủi ro và ngăn ngừa khủng hoảng, mà còn tạo điều kiện cho sự phát triển bền vững của khu vực tập đoàn kinh tế – động

lực quan trọng của nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn hội nhập sâu rộng.

5.3. Hạn chế của nghiên cứu

Nghiên cứu này vẫn tồn tại một số hạn chế nhất định. Trước hết, phương pháp tiếp cận chủ yếu mang tính định tính và dựa trên dữ liệu thứ cấp, chưa có bằng chứng định lượng để đo lường tác động của cơ chế quản trị đến hiệu quả hoạt động hay rủi ro hệ thống của nhóm công ty. Bên cạnh đó, phạm vi nghiên cứu tập trung vào một số tập đoàn lớn nên kết quả có thể chưa phản ánh toàn diện các loại hình nhóm công ty khác, đặc biệt là khu vực tư nhân quy mô vừa và nhóm công ty FDI. Ngoài ra, việc thiếu dữ liệu nội bộ về cấu trúc sở hữu và giao dịch liên kết cũng hạn chế khả năng phân tích sâu về cơ chế kiểm soát nội bộ và minh bạch tài chính. Phần so sánh quốc tế chỉ mang tính khái quát, do khác biệt về thể chế và trình độ phát triển giữa Việt Nam và các nước OECD, Nhật Bản, Hàn Quốc, EU. Trong tương lai, các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng theo hướng định lượng, thu thập dữ liệu doanh nghiệp, đánh giá chi phí – lợi ích của các đề xuất cải cách và thử nghiệm tính khả thi của các mô hình quản trị tiên tiến trong bối cảnh Việt Nam.

Tài liệu tham khảo

- Aguilera, R. V., Federo, R., Justo, R., Merida, A. L., & Pascual-Fuster, B. (2024). The corporate governance of business groups around the world: A review and agenda for future research. *Corporate Governance: An International Review*, 33(2), 298-325. <https://doi.org/10.1111/corg.12603>
- Almeida, H. V., & Wolfenzon, D. (2006). A theory of pyramidal ownership and family business groups. *The journal of finance*, 61(6), 2637-2680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01001.x>
- Belenzon, S., & Berkovitz, T. (2010). Innovation in business groups. *Management Science*, 56(3), 519-535. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1090.1107>
- Bộ Kế hoạch và Đầu tư (KH&ĐT) (2024). *Báo cáo tổng kết giám sát đầu tư và phát triển doanh nghiệp nhà nước năm 2023*. Hà Nội.
- Chang, S. J. (2003). Ownership structure, expropriation, and performance of group-affiliated companies in Korea. *Academy of Management Journal*, 46(2), 238-253. <https://doi.org/10.5465/30040617>
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). *The separation of ownership and control in East Asian corporations*. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- Clarke, T. (2015). Changing paradigms in corporate governance: New cycles and new responsibilities. *Society and Business Review*, 10(3), 306-326. <https://doi.org/10.1108/SBR-07-2015-0027>
- Colli, A., & Colpan, A. M. (2016). Business groups and corporate governance: Review, synthesis, and extension. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 274-302. <https://doi.org/10.1111/corg.12144>

- Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.) (2010). *The Oxford handbook of business groups*. OUP Oxford.
- Enriques, L., & Volpin, P. (2007). Corporate governance reforms in continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), 117-140. DOI: 10.1257/jep.21.1.117
- Freeman, R. E. (1984/2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge University Press.
- International Finance Corporation (IFC) (2018). *Corporate governance in emerging markets: Principles and practices*. Washington, DC: World Bank Group.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22-27. DOI: 10.1257/aer.90.2.22
- Khanna, T., & Rivkin, J. W. (2001). Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic Management Journal*, 22(1), 45-74. [https://doi.org/10.1002/1097-0266\(200101\)22:1<45::AID-SMJ147>3.0.CO;2-F](https://doi.org/10.1002/1097-0266(200101)22:1<45::AID-SMJ147>3.0.CO;2-F)
- Khanna, T., & Yafeh, Y. (2007). Business groups in emerging markets: Paragons or parasites? *Journal of Economic Literature*, 45(2), 331-372. DOI: 10.1257/jel.45.2.331
- Kiểm toán Nhà nước (2023). *Báo cáo tổng hợp kết quả kiểm toán năm 2023*. Hà Nội.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Liên minh châu Âu (2013). *Chỉ thị 2013/34/EU của Nghị viện và Hội đồng châu Âu ngày 26 tháng 6 năm 2013 về báo cáo tài chính hàng năm, báo cáo hợp nhất và báo cáo liên quan của một số loại hình doanh nghiệp*. Công báo Liên minh châu Âu, L182/19.
- OECD (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing.
- OECD (2021). *Corporate governance factbook*. Paris: OECD Publishing.
- OECD (2024). *Principles of Corporate Governance 2023*. Paris: OECD Publishing.
- Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam (2010). *Luật Các tổ chức tín dụng số 47/2010/QH12, ngày 16 tháng 6 năm 2010 (được sửa đổi, bổ sung năm 2017 theo Luật số 17/2017/QH14)*. Hà Nội: Nhà xuất bản Chính trị quốc gia Sự thật.
- Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam (2019). *Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14, ngày 26 tháng 11 năm 2019*. Hà Nội: Nhà xuất bản Chính trị quốc gia Sự thật.
- Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam (2020). *Luật Doanh nghiệp số 59/2020/QH14 ngày 17 tháng 6 năm 2020*. Hà Nội: Nhà xuất bản Chính trị quốc gia Sự thật.
- Phạm Hữu Thiện (2019). *Nhóm công ty: Pháp luật và thực tiễn tại Việt Nam*. Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) (2020). *Bộ Nguyên tắc Quản trị công ty theo thông lệ tốt nhất Việt Nam (VN CG Code 2019)*. Hà Nội.
- Williamson, O. E. (1975). Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications: a study in the economics of internal organization. *University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship*.
- Williamson, O. E. (1985). The economic institutions of capitalism. Firms, markets, relational contracting. In *Das Summa Summarum des Management: Die 25 wichtigsten Werke für Strategie, Führung und Veränderung* (pp. 61-75). Wiesbaden: Gabler.