

**BẢO VỆ CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ TRONG CẤU TRÚC SỞ HỮU CHÉO:
PHÂN TÍCH VỤ ÁN OVER & OVER LTD v. BONVESTS HOLDINGS LTD
TẠI SINGAPORE**

TRẦN NGUYỄN PHƯỚC THÔNG*

Ngày nhận bài: 05/02/2026

Ngày phản biện: 28/02/2026

Ngày đăng bài: 25/04/2026

Tóm tắt:

Phán quyết trong vụ Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd của Tòa Phúc thẩm Singapore xác lập giới hạn can thiệp tư pháp đối với nghị quyết đại hội đồng cổ đông khi phát sinh nguy cơ gây bất công cho cổ đông thiểu số, đồng thời khẳng định cơ chế chống áp bức nhằm bảo đảm tính công bằng trong quá trình ra quyết định và cân bằng quyền lực nội bộ. So với vụ Re PCCW Ltd tại Hồng Kông, cách tiếp cận của Singapore thể hiện mức độ kiểm soát chặt chẽ hơn đối với khả năng lạm dụng quyền biểu quyết. Từ đó, bài viết rút ra hàm ý cho pháp luật Việt Nam trong việc hoàn thiện cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số, đặc biệt ở các quy định về quản trị công ty, kiểm soát xung đột lợi ích và vai trò của thực tiễn xét xử.

Từ khóa:

Sở hữu chéo, bảo vệ cổ đông thiểu số, công bằng thủ tục, quản trị công ty.

Abstracts:

The judgment in Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd delivered by the Singapore Court of Appeal delineates the permissible scope of judicial intervention in shareholders' resolutions where there is a risk of inequitable prejudice to minority shareholders, while affirming that the oppression remedy serves not merely to address manifest wrongdoing but to safeguard procedural fairness in corporate decision making and preserve an appropriate equilibrium of internal power. In contrast with Re PCCW Ltd in Hong Kong, the Singaporean approach evidences a more exacting standard of scrutiny over the potential abuse of voting rights. On this basis, the article derives implications for Vietnamese law in refining minority shareholder protection, particularly with respect to corporate governance frameworks, the regulation of conflicts of interest, and the jurisprudential role of adjudicative practice.

Keywords:

Cross-ownership, minority shareholder protection, procedural fairness, corporate governance.

* NCS., ThS., Giảng viên, Trường Đại học Văn Hiến, Email: thongTNP@vhu.edu.vn

1. Đặt vấn đề

Vụ án *Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd* [2010] SGCA 7 của Tòa Phúc thẩm Singapore được xem là một trong những quyết định có ảnh hưởng quan trọng trong lĩnh vực bảo vệ cổ đông thiểu số, đặc biệt trong bối cảnh quyền sở hữu và quyền kiểm soát thường xuyên đan xen trong cấu trúc công ty. Việc lựa chọn nghiên cứu án lệ này xuất phát từ hai lý do cơ bản. Thứ nhất, Singapore là một trong những trung tâm tài chính quốc tế, nơi mà các chuẩn mực về quản trị công ty và bảo vệ cổ đông được phát triển dựa trên sự kết hợp giữa truyền thống common law và các chuẩn mực quản trị hiện đại¹. Do đó, các án lệ từ Singapore có giá trị tham khảo cao, không chỉ cho khu vực châu Á mà còn cho các quốc gia đang hoàn thiện khung pháp lý về công ty, trong đó có Việt Nam. Thứ hai, vụ *Over & Over* cho thấy rõ những vấn đề pháp lý nảy sinh từ sự lạm dụng quyền lực của cổ đông lớn trong bối cảnh sở hữu chéo, nơi lợi ích kinh tế và quyền biểu quyết không luôn đồng nhất, dễ dẫn tới nguy cơ thao túng và gây thiệt hại cho cổ đông thiểu số.

Ý nghĩa nổi bật của án lệ này nằm ở chỗ nó làm sáng tỏ phạm vi can thiệp của tòa án vào quyết định của đại hội đồng cổ đông khi có dấu hiệu áp bức (oppression). Phán quyết khẳng định rằng biện pháp chống áp bức không chỉ nhằm xử lý các hành vi vi phạm mang tính minh nhiên (được hiểu là những vi phạm thể hiện rõ ràng, hiển hiện và có thể nhận diện trực tiếp mà không cần suy luận phức tạp), mà còn đóng vai trò bảo đảm công bằng về thủ tục và duy trì sự cân bằng quyền lực trong nội bộ công ty². Trên phương diện chính sách, đây là minh chứng cho nỗ lực của Singapore trong việc xây dựng một thị trường vốn minh bạch, bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư và củng cố niềm tin vào cơ chế quản trị công ty. Nghiên cứu so sánh cho thấy, các cơ chế pháp lý chống áp bức ở Singapore có phần chặt chẽ hơn so với một số hệ thống pháp luật trong khu vực, chẳng hạn như Hồng Kông, nhờ vào cách tiếp cận hướng đến thiết lập chuẩn mực pháp lý rõ ràng và thống nhất³.

Trong bối cảnh Việt Nam đang đối diện với những thách thức từ hiện tượng sở hữu chéo trong hệ thống ngân hàng và doanh nghiệp niêm yết, việc tham khảo kinh nghiệm từ Singapore trở nên cần thiết⁴. Nghiên cứu này đặt mục tiêu không chỉ làm rõ

¹ Hansmann, H., & Kraakman, R. (2001), *The end of history for corporate law*, Georgetown Law Journal, 89(2), p.449.

² Tan, C. (2011), *Minority shareholder protection in Singapore: Over & Over v Bonvests revisited*, Singapore Journal of Legal Studies, 2011(1), p.179.

³ Berg, T. (2010), *The Asian company law review: A comparative analysis of shareholder protection*, Journal of Corporate Law Studies, 10(2), tr.35, <https://doi.org/10.5235/147359710793123315>.

⁴ Nguyen, T., & Freeman, N. J. (2009), *State-owned enterprises in Vietnam: Are they “crowding out” the private sector?*, Post-Communist Economies, 21(2), tr.237, <https://doi.org/10.1080/14631370902778617>.

giá trị pháp lý của án lệ Over & Over mà còn đề xuất định hướng chính sách: (i) Củng cố cơ chế pháp lý bảo vệ cổ đông thiểu số, (ii) Tăng cường cơ chế giám sát sở hữu chéo, và (iii) Thúc đẩy phát triển án lệ trong lĩnh vực công ty như một nguồn tham khảo chính thống nhằm khắc phục những khoảng trống trong luật thành văn.

2. Nội dung vụ việc và phán quyết của Tòa án

Vụ án Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd [2010] SGCA 7 bắt nguồn từ tranh chấp giữa cổ đông thiểu số *Over & Over Ltd* (O&O) và cổ đông kiểm soát *Bonvests Holdings Ltd* (Bonvests) trong một công ty niêm yết tại Singapore. Bonvests nắm giữ phần lớn cổ phần và có ảnh hưởng quyết định đối với các nghị quyết của đại hội đồng cổ đông, trong khi O&O chỉ nắm giữ tỷ lệ nhỏ nhưng vẫn đủ để yêu cầu sự giám sát pháp lý đối với hành vi bị cho là bất công. Tranh chấp phát sinh khi Bonvests sử dụng quyền biểu quyết để thông qua những quyết định mà O&O cho rằng làm suy giảm lợi ích chính đáng của cổ đông thiểu số, cụ thể liên quan đến việc quản lý tài sản công ty và các giao dịch có khả năng mang lại lợi ích bất cân xứng cho cổ đông kiểm soát.

Trọng tâm pháp lý của vụ việc nằm ở cáo buộc áp bức (oppression remedy) - một cơ chế pháp lý quan trọng trong Luật Công ty Singapore, được quy định tại *Companies Act* (Cap. 50, s. 216). Theo quy định này, “tòa án có thẩm quyền can thiệp khi hành vi của công ty hoặc cổ đông đa số được chứng minh là áp bức, không công bằng hoặc gây tổn hại đến cổ đông thiểu số”⁵. Trong vụ Over & Over, O&O lập luận rằng Bonvests đã lạm dụng vị trí kiểm soát để áp đặt các quyết định thiên lệch, qua đó làm suy yếu nguyên tắc công bằng thủ tục (procedural fairness) và cân bằng lợi ích (equitable treatment) trong quản trị công ty.

Tòa Phúc thẩm Singapore đã phải giải quyết câu hỏi pháp lý cốt lõi: liệu hành vi của cổ đông lớn có cấu thành sự áp bức theo nghĩa của s. 216 *Companies Act* hay không. Phán quyết nhấn mạnh rằng không phải mọi sự bất đồng hoặc thất vọng của cổ đông thiểu số đều đủ cơ sở để cấu thành áp bức; ngược lại, cần chứng minh được sự vi phạm về bản chất công bằng và tính hợp lý trong việc thực thi quyền biểu quyết⁶. Trong bối cảnh có sự chòng chéo giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát, Tòa án cảnh báo nguy cơ cổ đông chi phối có thể sử dụng quyền lực để theo đuổi lợi ích riêng, gây tổn hại đến cơ chế quản trị minh bạch và niềm tin của thị trường.

⁵ Tan, C. J. H. (2011), *Shareholder oppression in Singapore: Old problems, new approaches*, Singapore Academy of Law Journal, 23, tr.917.

⁶ Berg, C. (2010), *The growth of legal certainty in Singapore commercial law*, Singapore Journal of Legal Studies, 2010(1), tr.33.

Trong vụ *Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd* [2010] SGCA 7 của Tòa Phúc thẩm Singapore đã nhấn mạnh vai trò trung tâm của cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số trong duy trì tính cân bằng quyền lực nội bộ công ty. Theo s. 216 *Companies Act (Cap. 50)*, cổ đông thiểu số có quyền khởi kiện khi hành vi của công ty hoặc cổ đông kiểm soát bị coi là “áp bức,” “không công bằng,” hoặc “gây phương hại đến lợi ích chính đáng của họ”⁷. Tòa án khẳng định rằng không phải mọi bất đồng giữa cổ đông đa số và cổ đông thiểu số đều có thể được xem là áp bức. Để kích hoạt cơ chế can thiệp tư pháp, cần chứng minh rằng quyền lực biểu quyết đã được sử dụng theo cách làm phương hại đến chuẩn mực công bằng và hợp lý trong quản trị công ty. Tòa án nhấn mạnh rằng tiêu chuẩn đánh giá không chỉ dựa trên tính hợp pháp hình thức của nghị quyết mà còn phải xem xét toàn bộ bối cảnh ra quyết định, bao gồm tính minh bạch của thông tin, mục đích của giao dịch và tác động thực tế đối với lợi ích của các cổ đông.

Một đóng góp nổi bật của phán quyết là làm rõ chức năng của biện pháp chống áp bức (oppression remedy). Khác với các biện pháp khắc phục mang tính trừng phạt hoặc bồi thường đơn thuần, cơ chế này được thiết kế như một công cụ linh hoạt để khôi phục trạng thái công bằng trong quan hệ công ty⁸. Tòa án có thể ra lệnh buộc cổ đông kiểm soát mua lại cổ phần của cổ đông thiểu số với mức giá hợp lý, hủy bỏ nghị quyết đã bị thao túng, hoặc áp dụng các biện pháp khắc phục khác nhằm bảo đảm lợi ích công bằng giữa các bên. Trong *Over & Over*, trong những trường hợp thích hợp, tòa án có thể yêu cầu cổ đông chi phối mua lại cổ phần của cổ đông thiểu số với mức giá hợp lý, hủy bỏ hoặc điều chỉnh các nghị quyết đã bị chi phối bởi sự thiếu công bằng, hoặc áp dụng những biện pháp khác nhằm tái lập sự cân bằng quyền lực giữa các bên.

Về tiêu chuẩn tư pháp đối với việc xem xét quyết định của đại hội đồng cổ đông, Tòa cho rằng sự can thiệp của tòa án không thể dựa đơn thuần trên sự bất đồng ý chí hay thiệt hại kinh tế của cổ đông thiểu số. Thay vào đó, cần chứng minh rằng quyết định đã được thông qua bằng cách thức vi phạm nguyên tắc công bằng, chẳng hạn như: (i) Sử dụng quyền biểu quyết để đạt lợi ích riêng tư thay vì lợi ích chung của công ty; (ii) Ngăn cản cổ đông thiểu số tiếp cận thông tin cần thiết trước khi biểu quyết; hoặc (iii) Triển khai các giao dịch có tính chất tự lợi rõ ràng (self-dealing)⁹. Tòa

⁷ Tan, C. (2014), *Corporate governance in Asia: A comparative perspective*, Asian Journal of Comparative Law, 9(2), tr.213, <https://doi.org/10.1017/asjcl.2014.9>

⁸ Hanrahan, P., Ramsay, I., & Stapledon, G. (2013), *Commercial applications of company law* (16th ed.), CCH Australia, Sydney.

⁹ Booth, C., & Bennett, H. (2009), *Privatisation and vote buying in Hong Kong: Re PCCW Ltd.*, Company Lawyer, 30(10), p.294.

Phúc thẩm đồng thời tái khẳng định rằng “sự công bằng” là thước đo vừa mang tính khách quan (so với chuẩn mực quản trị công ty) vừa mang tính chủ quan (xét đến hoàn cảnh cụ thể và kỳ vọng hợp lý của cổ đông).

Về mặt chính sách, án lệ này có ý nghĩa to lớn đối với sự phát triển của quản trị công ty tại Singapore. Trước hết, nó củng cố thông điệp rằng hệ thống tư pháp sẵn sàng đóng vai trò như “người gác cổng” (gatekeeper) nhằm duy trì sự liêm chính của thị trường vốn. Thứ hai, phán quyết góp phần định hình một tiêu chuẩn tư pháp rõ ràng về hành vi áp bức, qua đó tăng cường tính dự đoán cho nhà đầu tư trong và ngoài nước. Cuối cùng, vụ việc cho thấy sự cần thiết của việc kết hợp cơ chế chống áp bức với giám sát sở hữu chéo, bởi các cấu trúc sở hữu đan xen thường tạo điều kiện để cổ đông kiểm soát thao túng kết quả biểu quyết mà không vi phạm trực tiếp các quy định định lượng. Chính sự kết hợp giữa pháp luật chống áp bức và nghĩa vụ minh bạch là nền tảng để giảm thiểu xung đột lợi ích trong các nền kinh tế có cấu trúc sở hữu tập trung¹⁰.

3. Phân tích án lệ Re PCCW Ltd của Hồng Kông và so sánh với vụ Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd của Singapore trong bảo vệ cổ đông thiểu số

Để tạo cơ sở cho việc so sánh pháp lý, trước hết cần làm rõ nội dung vụ việc và lập luận tư pháp trong án lệ của Hồng Kông. Trong thực tiễn xét xử, vụ Re PCCW Ltd thường được viện dẫn như một trường hợp điển hình liên quan đến việc tư nhân hóa doanh nghiệp thông qua cơ chế thỏa thuận tái cấu trúc theo luật công ty. Vụ việc phát sinh khi tập đoàn kiểm soát của công ty viễn thông PCCW đề xuất kế hoạch mua lại cổ phần của các cổ đông thiểu số nhằm rút công ty khỏi thị trường chứng khoán. Theo cơ chế scheme of arrangement, kế hoạch này chỉ có hiệu lực khi được đa số cổ đông chấp thuận theo tỷ lệ luật định và được tòa án phê chuẩn.

Trong quá trình biểu quyết, kế hoạch tư nhân hóa đã đạt được tỷ lệ ủng hộ đáp ứng yêu cầu về mặt kỹ thuật của pháp luật. Tuy nhiên, một số cổ đông thiểu số đã phản đối và cho rằng kết quả biểu quyết không phản ánh ý chí độc lập của cổ đông. Các bằng chứng được đưa ra cho thấy số lượng lớn cổ đông nhỏ lẻ đã được huy động để tham gia bỏ phiếu ủng hộ kế hoạch, trong khi những cổ đông này có mối liên hệ lợi ích với bên đề xuất giao dịch. Điều này làm dấy lên nghi vấn rằng kết quả biểu quyết có thể đã bị ảnh hưởng bởi các thỏa thuận sắp xếp trước nhằm gia tăng số phiếu tán thành.

¹⁰ Kanda, H., & Milhaupt, C. J. (2003), *Re-examining legal transplants: The director's fiduciary duty in Japanese corporate law*, American Journal of Comparative Law, 51(4), p.897.

Khi xem xét yêu cầu phê chuẩn kế hoạch, tòa án Hồng Kông tập trung đánh giá không chỉ việc tuân thủ các điều kiện định lượng của thủ tục biểu quyết mà còn cả tính liêm chính của quá trình hình thành ý chí cổ đông. Tòa án nhấn mạnh rằng mục tiêu của cơ chế scheme of arrangement là bảo đảm sự đồng thuận thực chất giữa các nhóm cổ đông, đặc biệt là giữa cổ đông kiểm soát và cổ đông thiểu số. Do đó, việc đáp ứng các ngưỡng biểu quyết theo hình thức chưa đủ để bảo đảm tính hợp pháp của kế hoạch nếu quá trình biểu quyết bị chi phối bởi những dàn xếp làm sai lệch ý chí của cổ đông độc lập. Trên cơ sở đó, tòa án đã từ chối phê chuẩn kế hoạch tư nhân hóa với nhận định rằng việc huy động các cổ đông có liên hệ lợi ích đã làm suy yếu tính công bằng của thủ tục biểu quyết và đe dọa sự minh bạch của thị trường vốn.

Việc đối chiếu giữa *Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd* và *Re PCCW* không chỉ cho thấy sự khác biệt về kết quả xét xử mà còn phản ánh những tiêu chí phân tích khác nhau mà mỗi tòa án sử dụng khi đánh giá yêu cầu bảo vệ cổ đông thiểu số. Để tránh cách tiếp cận mang tính khái quát, có thể cấu trúc so sánh theo các tiêu chí cụ thể sau đây:

Thứ nhất, về cơ sở pháp lý được viện dẫn. *Re PCCW* được xem xét chủ yếu trong khuôn khổ phê chuẩn scheme of arrangement, nơi tòa án giữ vai trò giám sát tính công bằng của thủ tục và sự đồng thuận thực chất giữa các nhóm cổ đông. Ngược lại, *Over & Over* được giải quyết trên nền tảng cơ chế chống hành vi áp bức cổ đông theo luật công ty Singapore, với trọng tâm là việc xác định liệu hành vi của cổ đông chi phối có vi phạm chuẩn mực công bằng và hợp lý trong quản trị công ty hay không. Sự khác biệt về nền tảng pháp lý dẫn đến khác biệt trong cấu trúc lập luận và gánh nặng chứng minh.

Thứ hai, về đối tượng kiểm soát tư pháp. Trong *Re PCCW*, đối tượng được kiểm soát trực tiếp là quy trình biểu quyết và tính xác thực của sự chấp thuận từ cổ đông độc lập. Tòa án phân tích sâu vào cách thức hình thành ý chí biểu quyết, kể cả khả năng tồn tại sự dàn xếp làm sai lệch kết quả. Trong *Over & Over*, đối tượng kiểm soát không phải là một quy trình biểu quyết cụ thể mà là toàn bộ cách thức thực thi quyền lực của cổ đông chi phối trong bối cảnh quan hệ nội bộ công ty. Do đó, trọng tâm không nằm ở tính hợp lệ hình thức của một nghị quyết, mà ở việc đánh giá liệu quyền lực đó có bị sử dụng theo cách gây bất công đáng kể cho thiểu số hay không.

Thứ ba, về ngưỡng can thiệp của tòa án. *Re PCCW* cho thấy tòa án Hồng Kông sẵn sàng can thiệp ngay cả khi các yêu cầu về tỷ lệ biểu quyết đã được đáp ứng về mặt kỹ thuật, nếu nhận thấy quy trình thiếu tính liêm chính. Ngược lại, trong *Over & Over*,

tòa án Singapore nhấn mạnh yêu cầu chứng minh sự áp bức ở mức độ đủ nghiêm trọng, qua đó đặt ra một ngưỡng can thiệp cao hơn nhằm bảo đảm sự ổn định và khả năng dự đoán của môi trường đầu tư.

Thứ tư, về phương thức bảo vệ cổ đông thiểu số. Re PCCW ưu tiên bảo vệ thông qua việc bảo đảm tính trong sạch của thủ tục và sự minh bạch trong quá trình ra quyết định tập thể. Over & Over lại định hình cơ chế bảo vệ dựa trên các tiêu chí nội dung về hành vi công bằng, qua đó xây dựng một khuôn khổ chuẩn tắc dài hạn để điều chỉnh quan hệ giữa đa số và thiểu số trong công ty.

Thứ năm, về hàm ý đối với cấu trúc sở hữu chéo hoặc liên kết lợi ích. Re PCCW cho thấy cách tiếp cận chú trọng xử lý các nguy cơ thao túng phát sinh trong các giao dịch tái cấu trúc, đặc biệt khi quyền biểu quyết có thể bị chi phối bởi các mối quan hệ lợi ích phức tạp. Trong khi đó, Over & Over nhấn mạnh việc duy trì một hệ tiêu chuẩn ổn định để điều chỉnh hành vi của cổ đông kiểm soát trong dài hạn, kể cả khi cấu trúc sở hữu có tính tập trung cao.

Từ các tiêu chí nêu trên, khi so sánh hai án lệ Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd [2010] SGCA 7 của Singapore và Re PCCW [2009] 3 HKLRD 211 của Hồng Kông, có thể thấy cùng một mục tiêu bảo vệ cổ đông thiểu số nhưng cách tiếp cận lại khác biệt. Trong Re PCCW, tòa án Hồng Kông chọn cách xử lý trực diện hành vi thao túng phiếu bầu bằng cách hủy bỏ nghị quyết tư nhân hóa, dù đã đạt đủ tỷ lệ thông qua, nhằm bảo vệ sự liêm chính của quy trình biểu quyết. Cách làm này đặt trọng tâm vào công bằng thủ tục như một điều kiện tiên quyết để bảo đảm lòng tin thị trường.

Ngược lại, trong Over & Over, tòa án Singapore không tập trung vào việc xử lý một tình huống gian lận cụ thể, mà ưu tiên xây dựng chuẩn mực pháp lý ổn định cho cơ chế chống áp bức cổ đông. Thay vì chỉ phản ứng trước vi phạm, Singapore nhấn mạnh vai trò của luật thành văn và án lệ trong việc tạo ra sự chắc chắn pháp lý để duy trì cân bằng lâu dài trong quản trị doanh nghiệp. Sự khác biệt này cho thấy Hồng Kông đề cao tính linh hoạt để xử lý ngay các bất công trong thực tiễn, trong khi Singapore hướng đến việc củng cố nền tảng pháp lý có tính dự đoán nhằm ngăn ngừa tranh chấp từ gốc. Sự cân bằng giữa tính thực tiễn và tính dự đoán pháp lý là chìa khóa để vừa bảo vệ lợi ích cổ đông thiểu số, vừa khuyến khích các hoạt động tái cấu trúc doanh nghiệp diễn ra hiệu quả¹¹.

Sự khác biệt giữa cách tiếp cận của Hồng Kông và Singapore không chỉ nằm ở kỹ thuật pháp lý, mà phản ánh hai triết lý điều tiết thị trường bổ sung cho nhau. Hồng Kông, qua vụ Re PCCW, đặt trọng tâm vào công bằng thủ tục, coi việc bảo vệ tính

¹¹ Reisberg, A. (2014), *Derivative actions and corporate governance: Theory and operation*, Oxford University Press, Oxford.

liên chính của quy trình biểu quyết là tuyển phòng thủ đầu tiên trước nguy cơ thao túng của các nhóm cổ đông chi phối, nhất là trong bối cảnh sở hữu chéo. Cách tiếp cận này cho phép tòa án phản ứng linh hoạt trước những hành vi gian lận khó tiên liệu bằng quy phạm cứng. Ngược lại, Singapore trong án *Over & Over* hướng tới việc thiết lập chuẩn mực pháp lý ổn định cho hành vi áp bức cổ đông, nhằm bảo đảm khả năng dự đoán của môi trường đầu tư và khuyến khích dòng vốn dài hạn. Triết lý này coi pháp luật không chỉ là công cụ xử lý tranh chấp, mà còn là nền tảng tạo dựng sự ổn định của thị trường vốn.

Từ góc nhìn chính sách, Hồng Kông cung cấp mô hình phản ứng nhanh với các cấu trúc biểu quyết phức tạp, còn Singapore đem lại khung pháp lý dài hạn giúp kiểm soát rủi ro hệ thống từ sở hữu chéo. Cả hai cho thấy bài toán của các quốc gia như Việt Nam không phải là “chọn bên”, mà là dung hợp giữa tính linh hoạt để bảo vệ cổ đông thiểu số kịp thời và tính ổn định nhằm duy trì niềm tin thị trường. Trong bối cảnh sở hữu chéo, vấn đề này càng trở nên cấp thiết bởi quyền lực biểu quyết thường không tỷ lệ thuận với tỷ lệ sở hữu thực tế. Cổ đông kiểm soát có thể sử dụng các cấu trúc sở hữu nhiều tầng hoặc liên minh cổ đông để gia tăng ảnh hưởng vượt mức, từ đó dẫn đến hành vi áp bức, gạt bỏ cổ đông thiểu số hoặc thao túng quá trình ra quyết định nhằm phục vụ lợi ích riêng. Điều này không chỉ làm suy yếu tính dân chủ trong quản trị công ty mà còn tiềm ẩn nguy cơ rủi ro hệ thống nếu các quyết định bị chi phối bởi lợi ích nhóm thay vì lợi ích của toàn bộ cổ đông¹². Chính vì vậy, khả năng “phản ứng nhanh” của pháp luật - như cách Hồng Kông đã thể hiện trong vụ *Re PCCW* - là một yêu cầu không thể thiếu để xử lý các hành vi lạm dụng phát sinh từ cấu trúc sở hữu phức tạp.

Tuy nhiên, nếu chỉ dừng lại ở việc xử lý tình huống, hệ thống pháp luật sẽ thiếu tính ổn định và làm gia tăng chi phí tuân thủ, khiến các doanh nghiệp khó dự báo rủi ro khi thực hiện M&A hoặc tái cấu trúc. Singapore, với cách tiếp cận trong vụ *Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd* [2010] SGCA 7, đã cho thấy vai trò then chốt của legal certainty trong việc định hình hành vi thị trường. Khi chuẩn mực pháp lý được xác lập rõ ràng và dự đoán được, các bên liên quan có thể tính toán chiến lược đầu tư, quản trị và tái cấu trúc một cách hiệu quả hơn, qua đó thúc đẩy sự ổn định và phát triển của thị trường vốn.

Reisberg đã nhấn mạnh rằng “*một khuôn khổ pháp lý hiệu quả không thể nghiêng hoàn toàn về một phía mà phải dung hòa giữa tính linh hoạt và tính dự đoán*”¹³. Điều

¹² Armour, J., Hansmann, H., & Kraakman, R. (2017), *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach* (3rd ed.), Oxford University Press, Oxford.

¹³ Reisberg, A. (2014), sđd, tr.89.

này có nghĩa là pháp luật cần có khả năng thích ứng nhanh với thực tiễn mà vẫn duy trì được sự rõ ràng, minh bạch và nhất quán. Đối với các quốc gia đang phát triển như Việt Nam, bài học rút ra là cần tiến hành cải cách luật công ty theo hướng kết hợp cả hai nguyên tắc: (i) Ghi nhận các chuẩn mực công bằng thủ tục trong văn bản pháp luật, đặc biệt là quy định về quyền biểu quyết, hành vi áp bức và cơ chế khởi kiện của cổ đông thiểu số; và (ii) Phát triển án lệ và thực tiễn tư pháp để có thể xử lý linh hoạt các trường hợp thao túng quyền lực cổ đông trong cấu trúc sở hữu chéo - những vấn đề mà quy phạm thành văn khó có thể tiên liệu đầy đủ. Chỉ khi đạt được sự kết hợp này, hệ thống pháp luật mới có thể vừa bảo vệ quyền lợi cổ đông yếu thế, vừa khuyến khích đầu tư dài hạn và tạo nền tảng cho quản trị công ty hiện đại.

4. Hàm ý chính sách cho Việt Nam

Trong phạm vi trực tiếp của *Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd*, giá trị tham chiếu đối với Việt Nam không nằm ở vấn đề sở hữu chéo ngân hàng hay chuẩn mực quản trị quốc tế nói chung, mà ở cách Tòa án Singapore xác lập và vận dụng tiêu chuẩn pháp lý về hành vi áp bức cổ đông thiểu số. Do đó, hàm ý lập pháp cho Việt Nam cần được cụ thể hóa trên nền tảng các quy định hiện hành của Luật Doanh nghiệp năm 2020 đã được sửa đổi, bổ sung các năm 2022 và 2025, cũng như Luật Chứng khoán năm 2019.

Thứ nhất, về cơ chế chống hành vi áp bức cổ đông. Điều 166 Luật Doanh nghiệp năm 2020 ghi nhận quyền của cổ đông hoặc nhóm cổ đông khởi kiện thành viên Hội đồng quản trị, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc khi vi phạm nghĩa vụ. Tuy nhiên, quy định này chủ yếu tập trung vào trách nhiệm cá nhân của người quản lý, chưa thiết lập một tiêu chuẩn nội dung để đánh giá hành vi sử dụng quyền lực của cổ đông chi phối trong quan hệ với cổ đông thiểu số. Khác với cách tiếp cận trong *Over & Over*, pháp luật Việt Nam chưa xác định rõ tiêu chí thế nào là hành vi gây bất công đáng kể trong quản trị công ty. Vì vậy, có thể cân nhắc bổ sung vào luật doanh nghiệp một điều khoản riêng về hành vi lạm dụng quyền của cổ đông chi phối, trong đó xác định các yếu tố cấu thành như mục đích vụ lợi, sự tước đoạt hợp lý kỳ vọng của cổ đông thiểu số và mức độ thiệt hại thực tế hoặc tiềm ẩn. Việc cụ thể hóa tiêu chuẩn này sẽ giúp tòa án có cơ sở đánh giá bản chất hành vi, thay vì chỉ dừng ở việc xem xét tính hợp lệ hình thức của nghị quyết.

Thứ hai, về kiểm soát nghị quyết của Đại hội đồng cổ đông. Điều 151 và Điều 152 Luật Doanh nghiệp năm 2020 quy định quyền yêu cầu hủy bỏ nghị quyết khi trình tự, thủ tục triệu tập và thông qua vi phạm nghiêm trọng hoặc nội dung nghị quyết vi phạm pháp luật. Tuy nhiên, luật chưa làm rõ trường hợp nghị quyết đáp ứng đầy đủ

tỷ lệ biểu quyết nhưng được hình thành trên cơ sở lạm dụng quyền biểu quyết hoặc thông đồng giữa các cổ đông có liên quan. Từ lập luận của Over & Over về việc đánh giá thực chất hành vi áp bức, có thể kiến nghị sửa đổi các điều khoản này theo hướng cho phép tòa án xem xét yếu tố lạm dụng quyền biểu quyết, kể cả khi thủ tục bề ngoài hợp lệ, nếu có căn cứ chứng minh sự bất công nghiêm trọng đối với cổ đông thiểu số.

Thứ ba, về giao dịch với bên có liên quan và xung đột lợi ích. Điều 167 Luật Doanh nghiệp năm 2020 và các quy định tương ứng trong Luật Chứng khoán 2019 yêu cầu công bố và phê duyệt giao dịch với người có liên quan, nhưng cơ chế kiểm soát chủ yếu dựa vào nghĩa vụ công bố thông tin và tỷ lệ biểu quyết loại trừ. Trong bối cảnh cấu trúc sở hữu chéo, việc loại trừ quyền biểu quyết của cổ đông có lợi ích liên quan trên danh nghĩa chưa đủ để bảo đảm tính công bằng thực chất. Kinh nghiệm từ Over & Over cho thấy cần nhấn mạnh nghĩa vụ hành xử thiện chí và vì lợi ích chung của công ty khi cổ đông chi phối tham gia quyết định giao dịch. Do đó, có thể cân nhắc bổ sung cơ chế buộc cổ đông kiểm soát phải chứng minh tính công bằng của giao dịch khi bị khiếu kiện, thay vì đặt toàn bộ gánh nặng chứng minh lên cổ đông thiểu số.

Thứ tư, về vai trò của án lệ và hướng dẫn xét xử. Một trong những đóng góp quan trọng của Over & Over là làm rõ tiêu chí áp dụng cơ chế chống áp bức, qua đó tạo sự thống nhất trong thực tiễn xét xử. Ở Việt Nam, dù đã có cơ chế công bố án lệ, lĩnh vực tranh chấp giữa cổ đông và cổ đông chi phối còn thiếu các bản án định hướng. Vì vậy, bên cạnh sửa đổi luật, cần khuyến khích lựa chọn và công bố các bản án liên quan đến hủy nghị quyết, giao dịch với bên có liên quan và lạm dụng quyền cổ đông làm án lệ, nhằm hình thành tiêu chuẩn áp dụng ổn định và có thể dự đoán.

Như vậy, mối liên hệ trực tiếp giữa Over & Over và kiến nghị lập pháp cho Việt Nam nằm ở việc thiết lập tiêu chuẩn nội dung rõ ràng để nhận diện và xử lý hành vi áp bức cổ đông thiểu số, hoàn thiện cơ chế hủy nghị quyết trong trường hợp lạm dụng quyền biểu quyết và tái phân bổ gánh nặng chứng minh trong tranh chấp về giao dịch có xung đột lợi ích. Việc cụ thể hóa các nội dung này trong Luật Doanh nghiệp và thực tiễn xét xử sẽ giúp tăng cường hiệu quả bảo vệ cổ đông thiểu số mà không mở rộng quá mức phạm vi điều chỉnh ra ngoài khuôn khổ trực tiếp của án lệ được phân tích.

5. Kết luận

Án lệ Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd [2010] SGCA 7 được xem là bước ngoặt trong pháp luật công ty Singapore. Thay vì chỉ giải quyết một tranh chấp

cá biệt giữa cổ đông đa số và thiểu số, phán quyết này đã xác lập nguyên tắc rằng việc bảo vệ cổ đông yếu thế không thể chỉ dựa vào các điều khoản cứng trong luật, mà cần sự diễn giải tích cực từ tòa án dựa trên các chuẩn mực công bằng và dự đoán được. Với Việt Nam, bài học từ Over & Over không dừng ở kỹ thuật pháp lý mà chạm tới cấu trúc thể chế. Tình trạng sở hữu chéo và tập trung quyền lực tại các doanh nghiệp niêm yết hay ngân hàng đang làm tăng rủi ro thao túng biểu quyết và suy giảm lòng tin của nhà đầu tư. Do đó, Việt Nam cần hướng tới một cơ chế nhiều tầng: quy định rõ trong luật các hành vi lạm quyền, mở rộng vai trò của tòa án trong việc giải thích để xử lý những tình huống mới phát sinh, đồng thời kết hợp các chuẩn mực quản trị quốc tế để giám sát tốt hơn hoạt động doanh nghiệp.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Armour, J., Hansmann, H., & Kraakman, R. (2017), *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach* (3rd ed.), Oxford University Press, Oxford.
2. Berg, T. (2010), *The Asian company law review: A comparative analysis of shareholder protection*, Journal of Corporate Law Studies, 10(2), tr.355, <https://doi.org/10.5235/147359710793123315>.
3. Berg, C. (2010), *The growth of legal certainty in Singapore commercial law*, Singapore Journal of Legal Studies, 2010(1).
4. Booth, C., & Bennett, H. (2009), *Privatisation and vote buying in Hong Kong: Re PCCW Ltd.*, Company Lawyer, 30(10).
5. Hansmann, H., & Kraakman, R. (2001), *The end of history for corporate law*, Georgetown Law Journal, 89(2).
6. Hanrahan, P., Ramsay, I., & Stapledon, G. (2013), *Commercial applications of company law* (16th ed.), CCH Australia, Sydney.
7. Kanda, H., & Milhaupt, C. J. (2003), *Re-examining legal transplants: The director's fiduciary duty in Japanese corporate law*, American Journal of Comparative Law, 51(4).
8. Nguyễn, H. T. (2021), *Bảo vệ cổ đông thiểu số trong pháp luật doanh nghiệp Việt Nam: Thực trạng và kiến nghị*, Tạp chí Khoa học Pháp lý, 18(2).
9. Nguyen, P., & Van Dijk, M. A. (2020), *Corruption, growth, and governance: Evidence from Vietnam*, Journal of Asian Economics, 67, <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2020.101177>.

10. Nguyen, T., & Freeman, N. J. (2009), *State-owned enterprises in Vietnam: Are they “crowding out” the private sector?*, *Post-Communist Economies*, 21(2), <https://doi.org/10.1080/14631370902778617>.
11. *Over & Over Ltd v Bonvests Holdings Ltd* [2010] SGCA 7.
12. *Re PCCW Ltd* [2009] 3 HKLRD 211 (Court of Appeal, Hong Kong).
13. Reisberg, A. (2014), *Derivative actions and corporate governance: Theory and operation*, Oxford University Press, Oxford.
14. Tan, C. (2011), *Minority shareholder protection in Singapore: Over & Over v Bonvests revisited*, *Singapore Journal of Legal Studies*, 2011(1).
15. Tan, C. J. H. (2011), *Shareholder oppression in Singapore: Old problems, new approaches*, *Singapore Academy of Law Journal*, 23).
16. Tan, C. (2014), *Corporate governance in Asia: A comparative perspective*, *Asian Journal of Comparative Law*, 9(2), <https://doi.org/10.1017/asjcl.2014.9>