

CẤU TRÚC VỐN VÀ QUYỀN KIỂM SOÁT TRONG CÁC TẬP ĐOÀN ĐA QUỐC GIA TẠI EU SAU CÁC ÁN LỆ NHÂN MẠNH VỀ NGUYÊN TẮC “NỘI DUNG QUAN TRỌNG HƠN HÌNH THỨC”

Trần Nguyễn Phước Thông*

Ngày nhận bài: 22/12/2025 | Ngày gửi phản biện: 07/01/2026 | Ngày duyệt đăng: 20/01/2026

Tóm tắt: Bài viết phân tích tác động của các án lệ gần đây của Tòa Công lý Liên minh châu Âu đối với mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và quyền kiểm soát trong các tập đoàn đa quốc gia hoạt động tại EU, trong bối cảnh nguyên tắc “Nội dung quan trọng hơn hình thức” (*substance over form*) ngày càng được nhấn mạnh trong thực tiễn xét xử. Trên cơ sở kết hợp lý luận về cấu trúc vốn với khung phân tích pháp lý của luật công ty EU, bài viết làm rõ sự dịch chuyển từ cách tiếp cận dựa trên hình thức sở hữu sang cách tiếp cận dựa trên thực chất kinh tế khi xác định quyền kiểm soát và trách nhiệm pháp lý trong tập đoàn. Các phân tích cho thấy nhiều mô hình cấu trúc vốn truyền thống, vốn dựa vào cổ phần ưu đãi, công cụ vốn lãi hoặc sự phân tầng pháp lý phức tạp, đang đối mặt với rủi ro bị tái định danh về mặt pháp lý nếu không phản ánh đúng mức độ kiểm soát và phân bổ rủi ro thực tế. Từ đó, bài viết chỉ ra những hệ quả quan trọng đối với quản trị tập đoàn, quyền của cổ đông và chiến lược đầu tư, đồng thời gợi mở các hàm ý chính sách nhằm cân bằng giữa tự do kinh doanh trong thị trường nội khối và yêu cầu minh bạch, công bằng trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp đa quốc gia.

Từ khóa: Liên minh Châu Âu, cấu trúc vốn, quyền kiểm soát, tập đoàn đa quốc gia, nguyên tắc “Nội dung quan trọng hơn hình thức”.

Abstract: This paper analyzes the impact of recent precedents of the European Court of Justice on the relationship between capital structure and control in multinational corporations operating in the EU, in the context of the increasing

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

emphasis on the principle of “substance over form” in adjudication practice. Combining the theory of capital structure with the legal analytical framework of EU company law, the paper clarifies the shift from an ownership-based approach to an economic substance-based approach when determining control and legal liability within a corporation. The analysis shows that many traditional capital structure models, based on preferred stock, hybrid capital instruments, or complex legal stratification, face the risk of being legally redefined if they do not accurately reflect the actual level of control and risk allocation. From there, the article points out the important consequences for corporate governance, shareholder rights, and investment strategy, while suggesting policy implications to balance free enterprise in the internal market with the requirements for transparency and fairness in the capital structure of multinational corporations.

Keywords: European Union, capital structure, control, multinational corporation, substance over form.

Mở đầu

Quá trình toàn cầu hóa đầu tư trong nhiều thập niên qua đã thúc đẩy sự hình thành và mở rộng nhanh chóng của các tập đoàn đa quốc gia, đặc biệt trong không gian thị trường chung của Liên minh châu Âu, nơi sự tự do lưu chuyển vốn, quyền thành lập doanh nghiệp và dịch chuyển hoạt động kinh doanh được bảo đảm ở mức độ cao. Trong bối cảnh đó, các tập đoàn đa quốc gia không chỉ vận hành trên nền tảng kinh tế xuyên biên giới, mà còn tồn tại trong một không gian pháp lý đa tầng, nơi pháp luật của các quốc gia thành viên đan xen với các nguyên tắc và án lệ mang tính siêu quốc gia của EU. Sự đan xen này tạo ra cả cơ hội lẫn thách thức, khi doanh nghiệp có thể tận dụng sự khác biệt pháp lý để thiết kế cấu trúc đầu tư linh hoạt, đồng thời phải đối mặt với rủi ro bị xem xét lại về mặt pháp lý khi các cấu trúc đó bị đánh giá là không phản ánh đúng thực chất hoạt động kinh tế. Trong bối cảnh đó, vấn đề cấu trúc vốn và quyền kiểm soát nổi lên như một điểm giao thoa giữa chiến lược tài chính doanh nghiệp và yêu cầu tuân thủ pháp luật EU.

Về mặt lý luận và thực tiễn, cấu trúc vốn từ lâu đã được coi là công cụ then chốt để phân bổ quyền kiểm soát trong doanh nghiệp và trong toàn bộ tập đoàn. Thông qua việc kết hợp vốn cổ phần, nợ và các công cụ tài chính lai, các tập đoàn đa quốc gia có thể thiết kế cơ chế kiểm soát linh hoạt, phân tán rủi ro giữa các pháp nhân trong tập đoàn và tối ưu hóa chi phí vốn trên phạm vi toàn cầu. Các nghiên cứu kinh điển về tài chính doanh nghiệp chỉ ra rằng, cấu trúc vốn không chỉ ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn, mà còn định hình hành vi quản trị, mức độ giám sát của chủ nợ và quyền lực của cổ

đồng trong việc định hướng chiến lược dài hạn của doanh nghiệp (Modigliani & Miller, 1958; Jensen & Meckling, 1976). Trong môi trường EU, vai trò này còn trở nên phức tạp hơn khi cấu trúc vốn thường được sử dụng để thích ứng với sự khác biệt về thuế, quy định công ty và cơ chế bảo vệ nhà đầu tư giữa các quốc gia thành viên, qua đó gián tiếp tác động đến quyền kiểm soát thực tế trong tập đoàn.

Tuy nhiên, cách tiếp cận truyền thống vốn dựa vào hình thức pháp lý của cấu trúc vốn đang chịu áp lực điều chỉnh đáng kể trước sự phát triển của án lệ của Tòa Công lý Liên minh châu Âu. Trong nhiều lĩnh vực như thuế, cạnh tranh và tự do thành lập doanh nghiệp, Tòa án EU ngày càng nhấn mạnh nguyên tắc “*substance over form*”, theo đó, việc đánh giá quyền và nghĩa vụ pháp lý không dừng lại ở hình thức sở hữu, hoặc cấu trúc pháp nhân, mà phải dựa trên bản chất kinh tế và mức độ kiểm soát thực tế. Cách tiếp cận này phản ánh nỗ lực của EU trong việc ngăn chặn hành vi lạm dụng cấu trúc pháp lý nhằm né tránh nghĩa vụ pháp lý, hoặc bóp méo sự vận hành của thị trường nội khối, đồng thời bảo đảm rằng các quyền tự do cơ bản của EU không bị sử dụng như công cụ thuần túy cho các mục tiêu hình thức (Craig & de Búrca, 2020). Trong lĩnh vực luật công ty, xu hướng này đặt ra câu hỏi căn bản về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn được thiết kế trên giấy tờ và quyền kiểm soát được thực thi trên thực tế.

Từ góc độ chính sách, sự dịch chuyển sang cách tiếp cận coi trọng bản chất kinh tế cho thấy EU đang tìm cách tái cân bằng giữa hai mục tiêu có phần căng thẳng với nhau. Một mặt là bảo đảm tự do kinh doanh và quyền tự chủ trong việc tổ chức cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Mặt khác là yêu cầu minh bạch, công bằng và trách nhiệm giải trình trong quản trị tập đoàn, đặc biệt trong bối cảnh các cấu trúc vốn phức tạp có thể che giấu rủi ro hệ thống và làm suy yếu vị thế của cổ đông thiểu số. Cách tiếp cận “*substance over form*” vì vậy không chỉ mang ý nghĩa kỹ thuật xét xử, mà còn phản ánh định hướng chính sách rộng hơn của EU hướng tới một thị trường vốn ổn định, bền vững và ít bị thao túng bởi các cấu trúc pháp lý thuần túy hình thức (OECD, 2015).

Trên cơ sở đó, bài viết này đặt mục tiêu phân tích một cách có hệ thống tác động của các án lệ của Tòa Công lý Liên minh châu Âu theo hướng “*substance over form*” đối với quyền kiểm soát và chiến lược cấu trúc vốn của các tập đoàn đa quốc gia. Thông qua việc kết nối lý luận về cấu trúc vốn với phân tích pháp luật và chính sách của EU, bài viết hướng tới làm rõ những thay đổi căn bản trong cách hiểu về quyền kiểm soát, cũng như những hệ quả dài hạn đối với quản trị doanh nghiệp và hành vi đầu tư trong không gian thị trường nội khối.

1. Cơ sở lý luận về cấu trúc vốn và quyền kiểm soát trong tập đoàn đa quốc gia

Trong lý luận tài chính doanh nghiệp, cấu trúc vốn được hiểu là sự kết hợp giữa các nguồn tài trợ khác nhau mà doanh nghiệp sử dụng để hình thành và duy trì hoạt động kinh doanh, bao gồm vốn cổ phần, nợ và các công cụ vốn lai. Vốn cổ phần phản ánh quan hệ sở hữu và gắn liền với quyền biểu quyết, cũng như quyền tham gia vào các quyết định chiến lược của doanh nghiệp. Nợ thể hiện quan hệ tín dụng, thường không đi kèm quyền kiểm soát trực tiếp nhưng lại tạo ra cơ chế kỷ luật tài chính thông qua nghĩa vụ trả nợ và các điều kiện ràng buộc trong hợp đồng. Các công cụ vốn lai, như trái phiếu chuyển đổi hoặc cổ phần ưu đãi, nằm ở vùng giao thoa giữa vốn và nợ, vừa mang đặc điểm tài chính của khoản vay, vừa tiềm ẩn khả năng chuyển hóa thành quyền sở hữu và quyền kiểm soát trong những điều kiện nhất định. Trong bối cảnh tập đoàn đa quốc gia, cấu trúc vốn không chỉ được thiết kế ở cấp độ một pháp nhân đơn lẻ, mà còn được tổ chức theo chiều dọc và chiều ngang giữa công ty mẹ và các công ty con tại nhiều quốc gia khác nhau, qua đó tạo nên một mạng lưới tài chính và pháp lý phức tạp (Myers, 2001).

Mối liên hệ giữa cấu trúc vốn và quyền kiểm soát là một trong những trụ cột của lý thuyết doanh nghiệp hiện đại. Các nghiên cứu về chi phí đại diện chỉ ra rằng, sự phân bổ quyền sở hữu và quyền kiểm soát có thể dẫn đến xung đột lợi ích giữa cổ đông, nhà quản lý và chủ nợ, trong đó cấu trúc vốn đóng vai trò như công cụ điều chỉnh hành vi và phân bổ quyền lực (Jensen & Meckling, 1976). Quyền biểu quyết gắn với cổ phần phổ thông cho phép cổ đông ảnh hưởng trực tiếp đến việc bổ nhiệm và giám sát ban quản lý, trong khi các điều khoản bảo vệ chủ nợ trong hợp đồng vay có thể hạn chế quyền tự do quyết định của doanh nghiệp trong các vấn đề đầu tư và phân phối lợi nhuận. Trong tập đoàn đa quốc gia, các cơ chế này thường được tái cấu trúc thông qua việc phân bổ cổ phần giữa các pháp nhân trong tập đoàn, sử dụng các thỏa thuận cổ đông và thiết kế các lớp cổ phần khác nhau nhằm duy trì quyền kiểm soát tập trung ở công ty mẹ ngay cả khi tỷ lệ sở hữu vốn danh nghĩa không chiếm ưu thế tuyệt đối (La Porta et al., 1999).

Trong không gian pháp lý của Liên minh châu Âu, mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và quyền kiểm soát còn chịu ảnh hưởng mạnh mẽ của các nguyên tắc về tự do thành lập doanh nghiệp và tự do lưu chuyển vốn. Sự khác biệt giữa các hệ thống luật công ty quốc gia, đặc biệt trong cách tiếp cận đối với quyền cổ đông, cấu trúc cổ phần và nghĩa vụ công bố thông tin, đã tạo điều kiện cho các tập đoàn đa quốc gia lựa chọn hình thức pháp lý và địa điểm thành lập phù hợp với chiến lược kiểm soát của mình. Việc sử dụng các cấu trúc sở hữu đa tầng, công ty trung gian và công cụ vốn lai cho phép tập đoàn

vừa tận dụng lợi thế pháp lý của từng quốc gia thành viên vừa duy trì quyền kiểm soát thực tế đối với các đơn vị kinh doanh cốt lõi. Từ góc độ chính sách, hiện tượng này phản ánh sự căng thẳng nội tại giữa mục tiêu hội nhập thị trường nội khối và yêu cầu bảo vệ tính minh bạch, công bằng trong quản trị doanh nghiệp, đặc biệt đối với cổ đông thiểu số và các bên liên quan khác (OECD, 2015).

Động cơ sử dụng các hình thức pháp lý phức tạp trong cấu trúc vốn của tập đoàn đa quốc gia vì vậy không chỉ xuất phát từ mục tiêu tối ưu hóa chi phí vốn, mà còn gắn chặt với chiến lược củng cố hoặc phân tán quyền kiểm soát. Một mặt, các cấu trúc này có thể giúp công ty mẹ kiểm soát hoạt động của công ty con mà không cần nắm giữ đa số tuyệt đối vốn cổ phần, qua đó giảm thiểu chi phí đầu tư và rủi ro tài chính. Mặt khác, sự phức tạp về mặt pháp lý có thể làm mờ ranh giới giữa quyền sở hữu danh nghĩa và quyền kiểm soát thực tế, tạo ra thách thức cho các cơ quan quản lý và tòa án trong việc xác định trách nhiệm pháp lý và nghĩa vụ đối với thị trường. Trong bối cảnh EU ngày càng nhấn mạnh cách tiếp cận dựa trên bản chất kinh tế, cơ sở lý luận này trở thành nền tảng quan trọng để đánh giá lại vai trò của cấu trúc vốn không chỉ như một công cụ tài chính, mà còn như một cơ chế pháp lý phân bổ quyền lực trong tập đoàn đa quốc gia.

2. Nguyên tắc “*substance over form*” trong án lệ của Liên minh châu Âu

Nguyên tắc “*substance over form*” không được quy định một cách thống nhất trong một văn bản pháp lý duy nhất của Liên minh châu Âu, nhưng đã hình thành và phát triển dần dần thông qua án lệ của Tòa Công lý Liên minh châu Âu như một nguyên tắc giải thích mang tính nền tảng. Ban đầu, nguyên tắc này xuất hiện rõ nét trong lĩnh vực thuế, gắn với nỗ lực của EU nhằm ngăn chặn hành vi lạm dụng quyền tự do cơ bản của thị trường nội khối để đạt được lợi ích thuần túy về thuế mà không có hoạt động kinh tế thực chất. Theo thời gian, cách tiếp cận coi trọng bản chất kinh tế đã lan tỏa sang lĩnh vực cạnh tranh và luật công ty, phản ánh sự dịch chuyển rộng hơn trong tư duy pháp lý của EU từ chủ nghĩa hình thức sang đánh giá dựa trên tác động và thực chất của hành vi pháp lý. Trong bối cảnh đó, “*substance over form*” không chỉ là một kỹ thuật xét xử mà còn trở thành công cụ chính sách nhằm bảo đảm tính toàn vẹn của thị trường chung và sự công bằng giữa các chủ thể kinh tế (Craig & de Búrca, 2020).

Trong lĩnh vực thuế, án lệ của Tòa Công lý Liên minh châu Âu đã đóng vai trò then chốt trong việc định hình nội hàm của nguyên tắc “*substance over form*”. Các phán quyết liên quan đến hành vi lạm dụng quyền tự do thành lập doanh nghiệp cho thấy, Tòa án sẵn sàng vượt qua hình thức pháp lý của cấu trúc doanh nghiệp để xem xét liệu có tồn tại hoạt động kinh tế thực sự hay không. Cách tiếp cận này nhằm phân biệt giữa việc sử dụng hợp pháp các quyền tự do của EU và việc lợi dụng các quyền đó để né tránh

nghĩa vụ thuế mà không có giá trị kinh tế tương xứng. Dù xuất phát từ lĩnh vực thuế, logic lập luận này đã tạo tiền đề cho việc mở rộng sang các lĩnh vực khác, trong đó có đánh giá quyền kiểm soát trong các cấu trúc doanh nghiệp phức tạp, đặc biệt là trong các tập đoàn đa quốc gia hoạt động xuyên biên giới (Lang et al., 2018).

Trong lĩnh vực cạnh tranh, nguyên tắc “*substance over form*” được thể hiện rõ qua cách Tòa Công lý Liên minh châu Âu xác định khái niệm doanh nghiệp và đơn vị kinh tế. Thay vì dựa thuần túy vào tư cách pháp nhân độc lập của từng công ty trong tập đoàn, Tòa án tập trung vào việc đánh giá liệu các pháp nhân đó có thực sự độc lập về mặt kinh tế và quyết định hay không. Cách tiếp cận này cho phép các cơ quan cạnh tranh của EU quy trách nhiệm cho công ty mẹ đối với hành vi vi phạm của công ty con khi công ty mẹ nắm giữ quyền kiểm soát thực chất, bất kể cấu trúc sở hữu được thiết kế tinh vi đến đâu. Từ góc độ chính sách, điều này phản ánh quan điểm của EU, rằng việc bảo vệ cạnh tranh hiệu quả trên thị trường nội khối đòi hỏi phải nhìn nhận tập đoàn như một chỉnh thể kinh tế thống nhất, thay vì một tập hợp các pháp nhân biệt lập về mặt hình thức (Whish & Bailey, 2021).

Trong lĩnh vực luật công ty, sự thâm nhập của nguyên tắc “*substance over form*” diễn ra chậm hơn nhưng ngày càng rõ rệt, đặc biệt trong bối cảnh tranh chấp liên quan đến quyền kiểm soát và trách nhiệm quản trị trong các cấu trúc vốn phức tạp. Các phán quyết của Tòa Công lý Liên minh châu Âu liên quan đến tự do thành lập doanh nghiệp và quyền của cổ đông cho thấy, Tòa án không chỉ xem xét tỷ lệ sở hữu cổ phần danh nghĩa mà còn đánh giá khả năng chi phối thực tế đối với hoạt động và chiến lược của doanh nghiệp. Điều này có ý nghĩa đặc biệt quan trọng đối với các tập đoàn đa quốc gia, nơi quyền kiểm soát thường được thực hiện thông qua mạng lưới hợp đồng, thỏa thuận cổ đông và công cụ vốn lai, thay vì thông qua sở hữu trực tiếp đa số cổ phần. Cách tiếp cận này đặt ra thách thức đối với các mô hình cấu trúc vốn, vốn được xây dựng chủ yếu dựa trên hình thức pháp lý nhằm duy trì quyền kiểm soát mà hạn chế trách nhiệm pháp lý (Wymeersch, 2016).

Để xác định thực chất kiểm soát, Tòa Công lý Liên minh châu Âu thường dựa trên một tập hợp tiêu chí mang tính tổng hợp, thay vì một chuẩn mực cứng nhắc. Thứ nhất, mức độ độc lập trong quản trị, thể hiện qua khả năng của công ty con trong việc tự đưa ra quyết định kinh doanh quan trọng mà không chịu sự chỉ đạo trực tiếp hoặc gián tiếp từ công ty mẹ. Thứ hai, mức độ gánh chịu rủi ro kinh tế, bao gồm việc ai là chủ thể thực sự hưởng lợi từ lợi nhuận và ai chịu tổn thất khi hoạt động kinh doanh thất bại. Thứ ba, quyền quyết định chiến lược, thể hiện ở khả năng kiểm soát các quyết định dài hạn như đầu tư lớn, tái cấu trúc vốn hoặc định hướng thị trường. Việc kết hợp các tiêu chí này

cho phép Tòa án xây dựng một bức tranh toàn diện về quan hệ kiểm soát thực tế, vượt ra ngoài những gì được thể hiện trên giấy tờ pháp lý (Sauter, 2014).

Sự phát triển của nguyên tắc “*substance over form*” trong án lệ EU phản ánh một lựa chọn chính sách có chủ đích nhằm hạn chế mặt trái của toàn cầu hóa doanh nghiệp mà không làm suy yếu các quyền tự do kinh tế cốt lõi của thị trường nội khối. Tuy nhiên, cách tiếp cận này cũng đặt ra vấn đề về tính dự đoán của pháp luật, khi ranh giới giữa cấu trúc hợp pháp và hành vi bị coi là thiếu thực chất không phải lúc nào cũng rõ ràng. Đối với các tập đoàn đa quốc gia, điều này đòi hỏi phải xem xét lại cấu trúc vốn và cơ chế kiểm soát không chỉ dưới góc độ hiệu quả tài chính, mà còn dưới lăng kính trách nhiệm pháp lý và chính sách công của EU. Do đó, nguyên tắc “*substance over form*” không chỉ là sản phẩm của án lệ mà còn là biểu hiện của một trật tự pháp lý EU đang chuyển dịch theo hướng coi trọng thực chất kinh tế, tính công bằng và trách nhiệm giải trình trong quản trị doanh nghiệp xuyên biên giới.

3. Tác động của án lệ “*substance over form*” đến cấu trúc vốn của các tập đoàn đa quốc gia

Sự phát triển nhất quán của án lệ Liên minh châu Âu theo hướng đề cao nguyên tắc “*substance over form*” đã tạo ra những thay đổi đáng kể trong cách các tập đoàn đa quốc gia thiết kế và vận hành cấu trúc vốn. Trước đây, cấu trúc vốn thường được xây dựng dựa trên sự tách biệt tương đối rõ ràng giữa hình thức pháp lý và mục tiêu kiểm soát kinh tế, cho phép doanh nghiệp sử dụng các loại cổ phần và công cụ tài chính phức tạp nhằm duy trì quyền chi phối mà không phải gánh chịu đầy đủ các nghĩa vụ pháp lý tương ứng. Tuy nhiên, trong bối cảnh Tòa Công lý EU ngày càng sẵn sàng xem xét bản chất kinh tế của các quan hệ tài chính và quản trị, các công cụ như cổ phần ưu đãi, cổ phần không quyền biểu quyết và các hình thức vốn lai đang được đánh giá lại cả về tính hợp pháp lẫn mức độ rủi ro pháp lý. Điều này buộc các tập đoàn đa quốc gia phải điều chỉnh cách tiếp cận đối với cấu trúc vốn, không chỉ dưới góc độ hiệu quả tài chính mà còn dưới lăng kính tuân thủ pháp luật và chính sách công của EU.

Trong bối cảnh pháp luật công ty và án lệ của Liên minh châu Âu, cổ phần ưu đãi và cổ phần không quyền biểu quyết ngày càng được xem xét dựa trên hình thức pháp lý, và trên cơ sở bản chất kinh tế gắn với quyền lực và rủi ro. Về mặt luật định, Chỉ thị 2017/1132/EU về một số khía cạnh của pháp luật công ty cho phép các quốc gia thành viên thừa nhận sự tồn tại của cổ phần không quyền biểu quyết, đặc biệt thông qua các quy định về cấu trúc vốn và quyền cổ đông trong các công ty cổ phần, trong đó Điều 6 và Điều 47 ghi nhận quyền tự do nhất định của doanh nghiệp trong việc thiết kế các loại cổ phần khác nhau. Tuy nhiên, án lệ của Tòa Công lý Liên minh châu Âu cho thấy, xu

hướng không chấp nhận việc tách rời tuyệt đối giữa quyền hưởng lợi kinh tế và quyền kiểm soát khi sự tách rời này chỉ mang tính danh nghĩa. Trong các vụ việc liên quan đến xác định quyền kiểm soát thực chất trong lĩnh vực thuế và cạnh tranh, Tòa án thường dựa vào các tiêu chí vượt ra ngoài quyền biểu quyết hình thức, bao gồm khả năng chi phối quyết định chiến lược, mức độ gánh chịu rủi ro kinh tế và sự phụ thuộc tài chính của doanh nghiệp, phù hợp với cách tiếp cận đã được hình thành trong các án như *Cadbury Schweppes* và các vụ việc về chống lạm dụng quyền tự do thành lập theo Điều 49 và Điều 54 của Hiệp ước về Hoạt động của Liên minh châu Âu. Khi các cổ đông nắm giữ cổ phần ưu đãi, hoặc cổ phần không quyền biểu quyết chịu phần lớn rủi ro tài chính hoặc có quyền can thiệp gián tiếp thông qua các thỏa thuận cổ đông, điều khoản bảo vệ đặc biệt hoặc quyền phủ quyết thực tế, Tòa Công lý Liên minh châu Âu có xu hướng coi họ là chủ thể có quyền kiểm soát về mặt kinh tế, bất chấp việc thiếu quyền biểu quyết danh nghĩa. Cách tiếp cận này phản ánh định hướng chính sách nhất quán của EU trong ngăn chặn việc lợi dụng các cấu trúc vốn phức tạp nhằm né tránh nghĩa vụ pháp lý, đặc biệt trong bối cảnh bảo vệ thị trường nội khối và bảo đảm cạnh tranh lành mạnh theo Điều 101 và Điều 102 của Hiệp ước. Sự dịch chuyển này làm suy giảm tính hấp dẫn của các cấu trúc vốn dựa quá nhiều vào sự phân tầng hình thức của cổ phần, đồng thời thúc đẩy các tập đoàn đa quốc gia thiết kế cơ chế quản trị gắn chặt hơn giữa quyền lực quyết định và sự phân bổ rủi ro, qua đó tăng cường tính minh bạch và trách nhiệm giải trình trong quản trị doanh nghiệp châu Âu, phù hợp với các nguyên tắc quản trị công ty được khuyến nghị ở cấp độ EU và OECD (Wymeersch, 2016; OECD, 2015).

Các công cụ tài chính lai, vốn nằm ở ranh giới giữa nợ và vốn cổ phần, cũng chịu tác động mạnh mẽ từ cách tiếp cận “*substance over form*”. Trong thực tiễn của các tập đoàn đa quốc gia, các công cụ này thường được sử dụng để đạt được lợi ích thuế, hoặc tránh các yêu cầu pháp lý gắn với vốn cổ phần, chẳng hạn như nghĩa vụ công bố thông tin hoặc hạn chế về phân phối lợi nhuận. Tuy nhiên, án lệ EU ngày càng cho thấy việc phân loại pháp lý của các công cụ này không thể tách rời khỏi chức năng kinh tế mà chúng thực hiện trong cấu trúc tập đoàn. Khi một công cụ tài chính lai mang lại cho người nắm giữ khả năng kiểm soát đáng kể đối với quyết định chiến lược, hoặc đặt họ vào vị thế gánh chịu rủi ro tương tự cổ đông, việc tiếp tục coi đó thuần túy là nợ trở nên khó bảo vệ về mặt pháp lý. Cách tiếp cận này không chỉ ảnh hưởng đến cách thiết kế cấu trúc vốn, mà còn tác động trực tiếp đến chiến lược huy động vốn và quản trị rủi ro của các tập đoàn đa quốc gia trong EU (Myers, 2001).

Một hệ quả pháp lý nổi bật của án lệ “*substance over form*” trong Liên minh châu Âu là sự gia tăng đáng kể rủi ro đối với các cấu trúc vốn được thiết kế chủ yếu nhằm tối ưu

hóa thuế hoặc né tránh nghĩa vụ pháp lý mà không có nền tảng kinh tế thực chất. Về mặt điều ước, Tòa Công lý Liên minh châu Âu đã phát triển học thuyết chống lạm dụng quyền dựa trên các quyền tự do cơ bản của thị trường nội khối, đặc biệt là quyền tự do thành lập theo Điều 49 và Điều 54 của Hiệp ước về Hoạt động của Liên minh Châu Âu. Theo án lệ kinh điển trong vụ Cadbury Schweppes, Tòa án khẳng định rằng việc lựa chọn cấu trúc pháp lý thuận lợi về thuế chỉ được bảo vệ khi gắn liền với hoạt động kinh tế thực sự, thể hiện qua sự hiện diện vật chất, nhân sự và chức năng quản trị độc lập, trong khi các cấu trúc thuần túy hình thức nhằm tránh thuế có thể bị các quốc gia thành viên bác bỏ mà không vi phạm luật EU. Nguyên tắc này sau đó được củng cố trong các phán quyết liên quan đến chống xói mòn cơ sở thuế, nơi Tòa Công lý EU cho phép các biện pháp quốc gia hạn chế quyền tự do thị trường nếu đáp ứng tiêu chí chống hành vi lạm dụng và tương xứng với mục tiêu chính sách công.

Song song với án lệ, khuôn khổ pháp lý thứ cấp của EU cũng phản ánh rõ xu hướng đề cao bản chất kinh tế. Chỉ thị 2016/1164 về chống tránh thuế, đặc biệt Điều 6 khoản 1 quy định điều khoản chống lạm dụng chung cho phép các cơ quan thuế bỏ qua các sắp xếp không có mục đích thương mại thực chất và được thiết kế chủ yếu nhằm đạt lợi ích thuế. Khi các cấu trúc vốn phức tạp như công cụ lai, hoặc chuỗi công ty trung gian chỉ tồn tại để chuyển dịch lợi nhuận, chúng đối mặt với nguy cơ bị bác bỏ ưu đãi thuế, cũng như có thể bị tái phân loại về mặt pháp lý. Từ góc nhìn chính sách, cách tiếp cận này phản ánh nỗ lực của EU trong việc bảo đảm sự công bằng giữa các doanh nghiệp hoạt động xuyên biên giới và doanh nghiệp nội địa, đồng thời hạn chế cuộc cạnh tranh xuống đáy giữa các hệ thống thuế quốc gia trong thị trường chung.

Đối với các tập đoàn đa quốc gia, hệ quả của xu hướng này vượt ra ngoài lĩnh vực thuế thuần túy. Khi Tòa Công lý EU đánh giá quyền kiểm soát dựa trên thực chất kinh tế, các cấu trúc vốn mang tính hình thức cao có thể dẫn đến việc xác lập quyền kiểm soát thực tế của công ty mẹ, qua đó làm phát sinh trách nhiệm pháp lý đối với nghĩa vụ của công ty con trong các lĩnh vực như cạnh tranh và tuân thủ nghĩa vụ tài chính. Điều này đặc biệt có ý nghĩa trong bối cảnh các quy định của EU về trách nhiệm doanh nghiệp và minh bạch đang được tăng cường, khiến rủi ro pháp lý của các cấu trúc vốn thiếu thực chất trở nên đa chiều và khó dự báo hơn. Sự kết hợp giữa án lệ và chính sách thuế chung của EU cho thấy “*substance over form*” đã trở thành một công cụ trung tâm nhằm tái cân bằng mối quan hệ giữa tự do kinh doanh và nghĩa vụ đóng góp công bằng của doanh nghiệp vào thị trường nội khối, đồng thời định hướng hành vi của các tập đoàn đa quốc gia theo hướng gắn kết chặt chẽ hơn giữa cấu trúc vốn, hoạt động kinh tế và trách nhiệm pháp lý thực tế (Lang et al., 2018).

Trước những áp lực pháp lý và chính sách đó, một xu hướng đáng chú ý là sự tái cấu trúc vốn theo hướng đơn giản hóa và minh bạch hơn. Nhiều tập đoàn đa quốc gia đang dần giảm bớt các lớp trung gian pháp lý và các công cụ tài chính khó phân loại, thay vào đó là các cấu trúc vốn phản ánh rõ ràng hơn mối quan hệ giữa phân bổ vốn và quyền kiểm soát thực tế. Từ góc độ học giả, xu hướng này có thể được xem là sự điều chỉnh hợp lý nhằm khôi phục mối liên hệ truyền thống giữa quyền hưởng lợi, quyền chịu rủi ro và quyền quyết định. Đồng thời, nó cũng cho thấy ảnh hưởng lan tỏa của án lệ EU không chỉ ở cấp độ giải quyết tranh chấp cụ thể, mà còn ở việc định hình hành vi chiến lược dài hạn của doanh nghiệp. Việc cấu trúc vốn ngày càng gắn chặt với thực chất kinh tế có thể làm giảm tính linh hoạt trong ngắn hạn, nhưng về dài hạn lại góp phần nâng cao tính ổn định và độ tin cậy của thị trường vốn nội khối, phù hợp với mục tiêu chính sách của EU về quản trị doanh nghiệp bền vững và minh bạch (OECD, 2015).

4. Quyền kiểm soát và quản trị tập đoàn sau các án lệ mới

Các án lệ gần đây của Tòa Công lý Liên minh châu Âu đã góp phần tái định hình một cách căn bản khái niệm quyền kiểm soát trong tập đoàn đa quốc gia, theo hướng vượt ra ngoài cách hiểu truyền thống vốn gắn chặt với tỷ lệ sở hữu cổ phần danh nghĩa. Trong nhiều thập niên, quyền kiểm soát thường được suy đoán dựa trên việc nắm giữ đa số cổ phần có quyền biểu quyết, hoặc quyền bổ nhiệm ban lãnh đạo chủ chốt. Tuy nhiên, trong bối cảnh cấu trúc sở hữu ngày càng phức tạp và các công cụ tài chính lai được sử dụng rộng rãi, cách tiếp cận dựa thuần túy vào tỷ lệ sở hữu trở nên không còn đủ để phản ánh thực tế phân bổ quyền lực trong tập đoàn. Án lệ EU, chịu ảnh hưởng sâu sắc của nguyên tắc “*substance over form*”, đã chuyển trọng tâm sang việc đánh giá khả năng chi phối thực tế đối với hoạt động kinh doanh và quyết định chiến lược, bất kể hình thức pháp lý của quan hệ sở hữu. Sự dịch chuyển này không chỉ mang ý nghĩa học thuật, mà còn phản ánh lựa chọn chính sách nhằm bảo đảm rằng trách nhiệm pháp lý đi kèm với quyền lực kinh tế thực sự (Craig & de Búrca, 2020).

Hệ quả trực tiếp và có ý nghĩa sâu rộng của cách tiếp cận dựa trên thực chất kinh tế là sự mở rộng đáng kể phạm vi quyền và nghĩa vụ của công ty mẹ đối với các công ty con trong tập đoàn đa quốc gia. Trong khuôn khổ pháp luật EU, nguyên tắc này được thể hiện rõ ràng nhất trong lĩnh vực cạnh tranh, nơi Tòa Công lý Liên minh châu Âu đã phát triển học thuyết về trách nhiệm của doanh nghiệp mẹ dựa trên khái niệm “đơn vị kinh tế” thay vì tư cách pháp nhân độc lập. Theo Điều 101 Khoản 1 của Hiệp ước về Hoạt động của Liên minh châu Âu, các thỏa thuận hạn chế cạnh tranh bị cấm khi được thực hiện bởi một “*undertaking*”, khái niệm này trong án lệ được hiểu là một thực thể kinh tế thống nhất, có thể bao gồm nhiều pháp nhân riêng biệt nếu chúng hoạt động

dưới sự kiểm soát chung. Trong các phán quyết kinh điển như *Akzo Nobel*, Tòa án khẳng định rằng, khi công ty mẹ nắm giữ toàn bộ, hoặc gần như toàn bộ vốn của công ty con, tồn tại giả định có thể bác bỏ rằng công ty mẹ thực sự chi phối hành vi của công ty con, qua đó cho phép quy trách nhiệm trực tiếp cho công ty mẹ đối với hành vi vi phạm pháp luật cạnh tranh của công ty con.

Điều đáng chú ý là Tòa Công lý Liên minh châu Âu không dừng lại ở tỷ lệ sở hữu vốn danh nghĩa mà còn xem xét khả năng chi phối thực tế đối với các quyết định chiến lược, bao gồm định hướng thương mại, chính sách giá và tổ chức quản lý nội bộ. Cách tiếp cận này làm suy yếu đáng kể khả năng của công ty mẹ trong việc né tránh trách nhiệm pháp lý thông qua việc duy trì khoảng cách hình thức bằng các pháp nhân trung gian, hoặc các thỏa thuận hợp đồng phức tạp. Ngay cả trong trường hợp công ty con có tư cách pháp nhân độc lập theo luật quốc gia, việc thiếu tự chủ thực chất trong hoạt động kinh doanh vẫn có thể dẫn đến việc gán trách nhiệm cho công ty mẹ theo pháp luật EU. Từ góc nhìn quản trị doanh nghiệp, logic này đang dần lan tỏa sang các lĩnh vực ngoài cạnh tranh, đặt ra yêu cầu cao hơn đối với công ty mẹ trong việc thiết lập cơ chế giám sát và kiểm soát tuân thủ trong toàn bộ tập đoàn, đặc biệt khi các quyết định chiến lược được tập trung ở cấp tập đoàn.

Về phương diện chính sách, sự phát triển của án lệ phản ánh quan điểm nhất quán của EU rằng, quyền kiểm soát thực chất không thể chỉ được hiểu như một đặc quyền kinh tế, mà phải gắn liền với trách nhiệm pháp lý tương xứng. Trong bối cảnh các tập đoàn đa quốc gia có khả năng gây ra những tác động kinh tế và xã hội vượt ra ngoài biên giới của từng quốc gia thành viên, việc mở rộng trách nhiệm của công ty mẹ được xem là công cụ cần thiết để bảo đảm hiệu lực thực thi pháp luật và duy trì sân chơi bình đẳng trong thị trường nội khối. Cách tiếp cận này đồng thời khuyến khích các tập đoàn tái đánh giá cấu trúc quản trị nội bộ, chuyển từ mô hình phân tán trách nhiệm mang tính hình thức sang mô hình quản trị dựa trên trách nhiệm giải trình thực chất, phù hợp với định hướng chung của pháp luật cạnh tranh và quản trị doanh nghiệp châu Âu hiện đại (Whish & Bailey, 2021).

Đối với công ty con, sự tái định hình khái niệm quyền kiểm soát đặt ra câu hỏi về mức độ tự chủ thực sự trong quản trị và điều hành. Mặc dù về mặt hình thức, công ty con vẫn là một pháp nhân độc lập theo pháp luật quốc gia của quốc gia thành viên nơi nó được thành lập, nhưng quyền tự chủ đó có thể bị hạn chế đáng kể nếu công ty mẹ nắm giữ quyền kiểm soát thực chất đối với các quyết định chiến lược then chốt. Án lệ EU cho thấy, sự tồn tại của các chỉ đạo mang tính hệ thống, các cơ chế phê duyệt bắt

buộc hoặc sự phụ thuộc kinh tế sâu sắc có thể đủ để xác lập quyền kiểm soát, kéo theo trách nhiệm pháp lý cho công ty mẹ. Từ góc nhìn học giả, điều này đặt ra thách thức đối với mô hình tập đoàn truyền thống vốn dựa trên sự phân tách rõ ràng giữa các pháp nhân, đồng thời thúc đẩy sự phát triển của các chuẩn mực quản trị tập đoàn nhấn mạnh trách nhiệm chung và sự phối hợp chặt chẽ hơn giữa các đơn vị trong tập đoàn (Wymeersch, 2016).

Sự thay đổi trong cách hiểu về quyền kiểm soát cũng tác động đáng kể đến cân bằng quyền lực nội bộ tập đoàn và mối quan hệ với cổ đông thiểu số. Khi quyền kiểm soát được đánh giá dựa trên thực chất kinh tế, khả năng lạm dụng vị thế của cổ đông chi phối, hoặc công ty mẹ thông qua các cấu trúc pháp lý tinh vi có xu hướng bị thu hẹp. Điều này có thể góp phần tăng cường bảo vệ cổ đông thiểu số, những người thường chịu bất lợi khi quyền kiểm soát được thực hiện thông qua các cơ chế không minh bạch. Đồng thời, việc gắn quyền lực với trách nhiệm pháp lý rõ ràng hơn có thể thúc đẩy hành vi quản trị thận trọng và cân bằng hơn, giảm thiểu xung đột lợi ích trong tập đoàn. Tuy nhiên, từ góc độ chính sách, thách thức đặt ra là làm thế nào để đạt được sự cân bằng hợp lý giữa việc bảo vệ cổ đông và việc duy trì tính linh hoạt cần thiết cho các tập đoàn đa quốc gia trong việc tổ chức hoạt động kinh doanh và cấu trúc quản trị của mình. Sự phát triển của án lệ EU trong lĩnh vực này vì vậy không chỉ định hình lại quyền kiểm soát và quản trị tập đoàn, mà còn góp phần tái cấu trúc nền tảng pháp lý của quản trị doanh nghiệp trong thị trường nội khối (OECD, 2015).

5. Hệ quả pháp lý và chiến lược đối với doanh nghiệp và nhà đầu tư

Sự phát triển của án lệ Liên minh Châu Âu theo hướng đề cao nguyên tắc “*substance over form*” đã tạo ra những hệ quả sâu rộng đối với chiến lược đầu tư, huy động vốn và quản trị rủi ro pháp lý của các tập đoàn đa quốc gia hoạt động trong thị trường nội khối. Khi quyền kiểm soát và trách nhiệm pháp lý ngày càng được xác định dựa trên thực chất kinh tế thay vì hình thức sở hữu, các quyết định chiến lược về cấu trúc đầu tư không còn có thể tách rời khỏi đánh giá rủi ro pháp lý tiềm ẩn. Đối với các tập đoàn đa quốc gia, điều này đồng nghĩa với việc mọi lựa chọn về địa điểm đầu tư, hình thức góp vốn và cơ chế quản trị đều phải được xem xét trong mối liên hệ chặt chẽ với khả năng bị tái định danh về mặt pháp lý bởi các cơ quan xét xử và quản lý của EU. Từ góc độ chính sách, xu hướng này phản ánh nỗ lực của EU nhằm bảo đảm rằng, lợi ích kinh tế thu được từ quyền tự do thị trường nội khối phải đi kèm với nghĩa vụ tuân thủ và trách nhiệm giải trình tương xứng, qua đó hạn chế hành vi lựa chọn cấu trúc đầu tư thuần túy mang tính hình thức (Craig & de Búrca, 2020).

Trong lĩnh vực huy động vốn, các án lệ gần đây của Tòa Công lý Liên minh châu Âu cho thấy sự dịch chuyển rõ rệt theo hướng yêu cầu mức độ minh bạch cao hơn và sự nhất quán chặt chẽ hơn giữa phân bổ vốn và quyền kiểm soát thực tế trong các tập đoàn đa quốc gia. Về phương diện pháp lý, yêu cầu này gắn liền với các nguyên tắc cốt lõi của thị trường nội khối được ghi nhận trong Hiệp ước về Hoạt động của Liên minh Châu Âu, đặc biệt là Điều 49 và Điều 63 bảo đảm quyền tự do thành lập và tự do lưu chuyển vốn. Tuy nhiên, Tòa Công lý Liên minh châu Âu đã nhất quán khẳng định rằng các quyền tự do này không bảo vệ những cấu trúc vốn thuần túy hình thức nhằm đạt lợi ích tài chính mà không phản ánh hoạt động kinh tế thực sự hoặc nhằm né tránh trách nhiệm pháp lý. Khi các công cụ vốn lai hoặc cấu trúc sở hữu đa tầng được sử dụng để tách rời lợi ích kinh tế khỏi quyền quyết định chiến lược, cơ quan có thẩm quyền của EU có thể xem xét lại bản chất pháp lý của các giao dịch trên cơ sở nguyên tắc “*substance over form*”.

Yêu cầu về minh bạch này cũng được củng cố bởi pháp luật thứ cấp của EU trong lĩnh vực thị trường vốn và quản trị công ty. Chỉ thị 2004/109/EC về minh bạch thông tin, đặc biệt Điều 9 Khoản 1 và Điều 13 Khoản 1, buộc các công ty niêm yết phải công bố đầy đủ các quyền biểu quyết và các công cụ tài chính có thể dẫn đến việc nắm giữ quyền kiểm soát, qua đó hạn chế khả năng che giấu quyền lực kinh tế thông qua các thiết kế pháp lý phức tạp. Đồng thời, Quy định 596/2014 về lạm dụng thị trường nhấn mạnh nghĩa vụ công bố thông tin chính xác và đầy đủ nhằm bảo vệ tính toàn vẹn của thị trường vốn, khiến các cấu trúc huy động vốn thiếu nhất quán giữa rủi ro và quyền kiểm soát trở nên dễ bị giám sát và thách thức hơn. Từ góc nhìn án lệ, cách tiếp cận này phản ánh lập trường của Tòa Công lý Liên minh châu Âu rằng quyền kiểm soát thực chất là yếu tố then chốt để đánh giá trách nhiệm pháp lý và nghĩa vụ minh bạch, bất kể hình thức công cụ tài chính được sử dụng.

Việc nâng cao yêu cầu tuân thủ trong huy động vốn có thể làm gia tăng chi phí ngắn hạn cho các tập đoàn đa quốc gia, đặc biệt trong việc thiết kế và công bố thông tin về các công cụ vốn phức tạp. Tuy nhiên, về dài hạn, cách tiếp cận này góp phần củng cố niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường vốn châu Âu bằng cách bảo đảm rằng quyền quyết định chiến lược tương xứng với mức độ rủi ro kinh tế mà nhà đầu tư gánh chịu. Điều này phù hợp với các nguyên tắc quản trị công ty của OECD, trong đó nhấn mạnh sự minh bạch, trách nhiệm giải trình và sự liên kết hợp lý giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát như nền tảng của một thị trường vốn ổn định và bền vững (OECD, 2015).

Đối với nhà đầu tư, sự tách rời tương đối giữa hình thức sở hữu vốn và quyền kiểm soát thực tế dẫn đến sự điều chỉnh đáng kể trong hành vi và kỳ vọng đầu tư. Khi quyền kiểm soát không còn được suy đoán một cách máy móc từ tỷ lệ sở hữu cổ phần, nhà đầu tư buộc phải phân tích sâu hơn các cơ chế quản trị, thỏa thuận nội bộ và mức độ ảnh hưởng thực tế đến quyết định chiến lược của doanh nghiệp. Điều này đặc biệt quan trọng đối với các nhà đầu tư tổ chức và quỹ đầu tư, những chủ thể thường tham gia vào các cấu trúc sở hữu phức tạp và có khả năng bị coi là nắm giữ quyền kiểm soát thực chất ngay cả khi tỷ lệ sở hữu danh nghĩa không chiếm ưu thế. Từ góc nhìn học giả, sự thay đổi này có thể thúc đẩy một cách tiếp cận đầu tư thận trọng hơn, trong đó đánh giá rủi ro pháp lý và trách nhiệm tiềm ẩn trở thành một phần không thể tách rời của quá trình ra quyết định đầu tư (La Porta et al., 1999).

Một hệ quả đáng chú ý khác là khả năng gia tăng tranh chấp liên quan đến việc xác định quyền kiểm soát và trách nhiệm pháp lý trong các cấu trúc tập đoàn phức tạp. Khi tiêu chí xác định quyền kiểm soát mang tính tổng hợp và phụ thuộc nhiều vào đánh giá thực chất kinh tế, ranh giới giữa kiểm soát hợp pháp và sự can thiệp quá mức có thể trở nên mờ nhạt. Điều này tạo điều kiện cho các tranh chấp phát sinh không chỉ giữa doanh nghiệp và cơ quan quản lý, mà còn giữa các cổ đông với nhau, đặc biệt trong bối cảnh lợi ích của cổ đông thiểu số ngày càng được nhấn mạnh trong chính sách pháp luật của EU. Từ góc độ chính sách, thách thức đặt ra là làm thế nào để bảo đảm tính linh hoạt cần thiết cho hoạt động kinh doanh xuyên biên giới, đồng thời duy trì mức độ dự đoán hợp lý của pháp luật nhằm giảm thiểu chi phí tranh chấp và bất ổn pháp lý. Án lệ EU trong lĩnh vực này vì vậy vừa đóng vai trò định hướng hành vi doanh nghiệp, vừa là động lực thúc đẩy sự phát triển của các chuẩn mực quản trị tập đoàn phù hợp hơn với thực tiễn kinh tế toàn cầu hóa (Whish & Bailey, 2021).

6. Hàm ý chính sách và so sánh ngắn

Những phát triển gần đây trong án lệ của Tòa Công lý Liên minh châu Âu về nguyên tắc “*substance over form*” đặt ra các hàm ý quan trọng đối với quá trình hoàn thiện pháp luật công ty và pháp luật tài chính của EU. Trước hết, xu hướng xét xử dựa trên bản chất kinh tế cho thấy khuôn khổ pháp lý hiện hành cần được điều chỉnh theo hướng tăng cường tính nhất quán giữa các quy định về cấu trúc vốn, quyền kiểm soát và trách nhiệm pháp lý trong tập đoàn đa quốc gia. Pháp luật công ty của EU, vốn vẫn chịu ảnh hưởng mạnh của sự đa dạng trong truyền thống pháp lý của các quốc gia thành viên, đang đứng trước yêu cầu phải làm rõ hơn các tiêu chí xác định quyền kiểm soát thực chất nhằm giảm thiểu khoảng trống pháp lý có thể bị khai thác thông qua các

cấu trúc sở hữu phức tạp. Trong lĩnh vực tài chính, việc gắn chặt phân bổ vốn với rủi ro và quyền quyết định thực tế cũng phản ánh mục tiêu chính sách rộng hơn của EU trong việc xây dựng một thị trường vốn minh bạch, ổn định và có khả năng chống chịu tốt hơn trước các cú sốc hệ thống. Từ góc nhìn học giả, điều này cho thấy sự dịch chuyển từ mô hình điều chỉnh dựa trên hình thức sang mô hình điều chỉnh dựa trên tác động và trách nhiệm, phù hợp với định hướng phát triển bền vững và quản trị doanh nghiệp dài hạn của EU.

Khi đặt cách tiếp cận của Liên minh châu Âu trong tương quan so sánh với các khu vực pháp lý khác, có thể nhận diện rõ nét tính đặc thù của mô hình EU trong việc cân bằng giữa tự do kinh doanh và yêu cầu bảo vệ trật tự thị trường. Tại Mỹ, mặc dù nguyên tắc “*substance over form*” được thừa nhận trong một số lĩnh vực nhất định như thuế liên bang và luật chứng khoán, điển hình là học thuyết “*economic substance doctrine*” được ghi nhận tại Điều 7701(0) của Bộ luật Thuế nội địa, hệ thống pháp luật nhìn chung vẫn tôn trọng mạnh mẽ nguyên tắc tách biệt pháp nhân. Trong luật công ty của Mỹ, việc xuyên thủng bức màn pháp nhân chỉ được áp dụng trong những trường hợp ngoại lệ, khi có bằng chứng rõ ràng về gian lận hoặc lạm dụng, và tiêu chuẩn này thường được các tòa án áp dụng rất chặt chẽ. Cách tiếp cận đó tạo ra mức độ dự đoán cao cho doanh nghiệp và nhà đầu tư, đồng thời cho phép duy trì nhiều cấu trúc vốn và sở hữu phức tạp mang tính hình thức nhưng hợp pháp, miễn là không vi phạm các quy định cụ thể về công bố thông tin và bảo vệ nhà đầu tư.

Trong khi đó, tại nhiều hệ thống pháp luật châu Á, đặc biệt là ở các nền kinh tế mới nổi, chính sách pháp luật thường ưu tiên mục tiêu thu hút đầu tư và tăng trưởng kinh tế. Các cấu trúc sở hữu đa tầng và công cụ vốn lai nhìn chung được chấp nhận với mức độ khoan dung cao hơn, miễn là đáp ứng các yêu cầu tối thiểu về đăng ký, công bố thông tin và tuân thủ luật doanh nghiệp nội địa. Cách tiếp cận này phản ánh lựa chọn chính sách đặt trọng tâm vào tính linh hoạt và khả năng cạnh tranh trong thu hút vốn, đôi khi chấp nhận đánh đổi mức độ kiểm soát chặt chẽ đối với sự phân tách giữa quyền hưởng lợi kinh tế và quyền kiểm soát thực tế.

So với các mô hình nêu trên, EU nổi bật ở việc không tuyệt đối hóa quyền tự do thiết kế cấu trúc doanh nghiệp mà đặt quyền này trong mối quan hệ chặt chẽ với các mục tiêu nền tảng của thị trường nội khối. Theo Điều 49 và Điều 54 của Hiệp ước về Hoạt động của Liên minh châu Âu, quyền tự do thành lập được bảo đảm nhưng không mang tính tuyệt đối, khi Tòa Công lý Liên minh châu Âu cho phép các quốc gia thành viên áp dụng các biện pháp hạn chế cần thiết và tương xứng nhằm ngăn

chặn hành vi lạm dụng. Đồng thời, trong lĩnh vực cạnh tranh, Điều 101 và Điều 102 của Hiệp ước được Tòa án diễn giải theo hướng coi trọng thực thể kinh tế thống nhất hơn là hình thức pháp nhân, qua đó mở rộng phạm vi trách nhiệm của các chủ thể có quyền kiểm soát thực chất. Cách tiếp cận này phản ánh quan điểm rằng tự do kinh doanh chỉ có ý nghĩa bền vững khi được đặt trong khuôn khổ bảo vệ cạnh tranh lành mạnh, tính toàn vẹn của thị trường nội khối và quyền lợi của các chủ thể yếu thế hơn trong tập đoàn, đặc biệt là cổ đông thiểu số, phù hợp với các nguyên tắc quản trị công ty được khuyến nghị ở cấp độ EU và OECD.

Từ góc độ chính sách, thách thức trung tâm đối với EU là tìm ra điểm cân bằng hợp lý giữa bảo đảm tự do kinh doanh và bảo vệ tính minh bạch, công bằng trong quản trị tập đoàn. Một mặt, việc áp dụng quá cứng nhắc nguyên tắc “*substance over form*” có thể làm gia tăng chi phí tuân thủ và làm giảm sức hấp dẫn của thị trường EU đối với đầu tư quốc tế. Mặt khác, nếu thiếu các tiêu chí rõ ràng và nhất quán, nguyên tắc này có nguy cơ trở thành công cụ mang tính tùy nghi, làm suy giảm tính dự đoán của pháp luật. Do đó, một hướng tiếp cận cân bằng có thể là kết hợp án lệ với các hướng dẫn chính sách và tiêu chuẩn mềm ở cấp độ EU nhằm cung cấp khung tham chiếu rõ ràng cho doanh nghiệp trong việc thiết kế cấu trúc vốn và cơ chế kiểm soát phù hợp với thực chất kinh tế. Đồng thời, việc tăng cường vai trò của công bố thông tin và trách nhiệm giải trình trong quản trị tập đoàn có thể giúp giảm bớt nhu cầu can thiệp sâu của tòa án, qua đó bảo đảm rằng tự do kinh doanh được thực thi trong một môi trường minh bạch và công bằng. Cách tiếp cận này không chỉ củng cố tính chính danh của trật tự pháp lý EU mà còn góp phần định hình một mô hình quản trị tập đoàn có khả năng thích ứng tốt hơn với những thách thức của toàn cầu hóa và tài chính hóa trong thế kỷ XXI.

Kết luận

Các phân tích trong bài viết cho thấy án lệ của Tòa Công lý Liên minh châu Âu về nguyên tắc “*substance over form*” đã tạo ra một bước chuyển quan trọng trong cách tiếp cận đối với cấu trúc vốn và quyền kiểm soát trong các tập đoàn đa quốc gia. Trọng tâm của sự thay đổi này nằm ở việc từ bỏ cách nhìn thuần túy hình thức vốn dựa vào tỷ lệ sở hữu cổ phần danh nghĩa, để chuyển sang đánh giá toàn diện bản chất kinh tế của các quan hệ tài chính và quản trị. Quyền kiểm soát không còn được hiểu như một hệ quả tự động của cấu trúc pháp lý trên giấy tờ, mà được xác định thông qua khả năng chi phối thực tế đối với quyết định chiến lược, mức độ gánh chịu rủi ro và sự phụ thuộc kinh tế giữa các pháp nhân trong tập đoàn. Cách tiếp cận đó đã làm thay đổi căn bản vai trò của

cấu trúc vốn, từ một công cụ kỹ thuật nhằm tối ưu hóa tài chính trở thành một yếu tố pháp lý có ý nghĩa trực tiếp trong việc phân bổ trách nhiệm và nghĩa vụ trong không gian pháp lý EU.

Về phương diện quản trị doanh nghiệp, xu hướng đề cao bản chất kinh tế đã góp phần tái định hình mối quan hệ giữa quyền lực và trách nhiệm trong tập đoàn đa quốc gia. Việc gắn chặt quyền kiểm soát với trách nhiệm pháp lý không chỉ hạn chế khả năng lạm dụng các cấu trúc pháp lý phức tạp, mà còn thúc đẩy hành vi quản trị thận trọng và minh bạch hơn. Đồng thời, sự dịch chuyển này tạo ra cơ chế bảo vệ hiệu quả hơn cho cổ đông thiểu số và các bên liên quan khác, khi quyền lực không còn có thể được che giấu hoàn toàn sau các lớp hình thức pháp lý. Ở bình diện rộng hơn, án lệ “substance over form” phản ánh nỗ lực có hệ thống của EU trong việc duy trì sự ổn định và công bằng của thị trường nội khối, bảo đảm rằng tự do kinh doanh và lưu chuyển vốn được thực thi trong khuôn khổ của trách nhiệm giải trình và lợi ích chung. Từ góc nhìn dài hạn, xu hướng này không chỉ định hình lại cấu trúc vốn và quyền kiểm soát trong các tập đoàn đa quốc gia, mà còn góp phần củng cố nền tảng pháp lý cho một mô hình quản trị doanh nghiệp bền vững, phù hợp với yêu cầu hội nhập sâu và phát triển ổn định của Liên minh châu Âu.

Tài liệu tham khảo

1. Craig, P., & de Búrca, G. (2020). *EU law: Text, cases, and materials* (7th ed.). Oxford University Press.
2. 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)
3. Lang, M., Pistone, P., Schuch, J., & Staringer, C. (2018). *Introduction to European tax law on direct taxation* (3rd ed.). IBFD.
4. La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
5. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
6. Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>
7. OECD. (2015). *G20/OECD principles of corporate governance*. OECD Publishing.
8. Sauter, W. (2014). *Competition law and industrial policy in the EU*. Oxford University Press.
9. Whish, R., & Bailey, D. (2021). *Competition law* (10th ed.). Oxford University Press.
10. Wymeersch, E. (2016). Corporate governance and company law in Europe. In J. N. Gordon & W.-G. Ringe (Eds.), *The Oxford handbook of corporate law and governance* (pp. 1–28). Oxford University Press