

บทที่ 1

หลักเกณฑ์ทางกฎหมายเพื่อส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลที่ดีโดยอาศัยกลไกภายในบริษัท

วิทยานิพนธ์บทนี้ผู้เขียนจัดทำขึ้นโดยมุ่งประสงค์ที่จะให้เห็นว่า หลักเกณฑ์ทางกฎหมายที่ส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลที่ดีขึ้นในบริษัททั้งหมดว่า ได้แก่ หลักเกณฑ์ประการใด แต่ละหลักเกณฑ์ที่มีขึ้นเพราะเหตุใด และแต่ละหลักเกณฑ์ที่มีขึ้นนั้นมีความเชื่อมโยงกันอย่างไรเป็นหลัก

โดยภาพรวม หลักเกณฑ์ทางกฎหมายที่ส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยอาศัยกลไกทางกฎหมายภายในบริษัทได้เริ่มขึ้นจากแนวความคิดของ Professor Oliver Hart ซึ่งกล่าวไว้ตอนหนึ่งในวารสาร Economic Journal (1995) ว่าไม่ต้องการให้บุคคลหนึ่งบุคคลใดมีอำนาจเด็ดขาดในการบริหารจัดการงานในบริษัท เพราะการที่ให้บุคคลใดเข้ามามีอำนาจบริหารงานอย่างเด็ดขาดจะทำให้ผู้ที่มีอำนาจเอาผลประโยชน์ของตนเป็นที่ตั้ง และนำมาซึ่งการเอารัดเอาเปรียบกันเกิดขึ้นได้เช่นถ้าให้กรรมการบริษัทมีอำนาจเด็ดขาด คณะกรรมการบริษัทอาจจะจัดให้ตนได้รับค่าตอบแทนที่สูงมากในกลุ่มของตน ซึ่งในกรณีนี้ผู้ที่รับภาระและค่าใช้จ่ายคือผู้ถือหุ้น ในขณะที่หากกำหนดให้ผู้ถือหุ้นมีอำนาจที่เด็ดขาดผู้ถือหุ้นก็อาจเอาเปรียบเจ้าหน้าที่ของบริษัทได้โดยลงทุนในกิจการที่มีความเสี่ยงสูง โดยหวังว่าถ้าการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงประสบความสำเร็จผู้ถือหุ้นจะได้รับประโยชน์เต็มที่ในรูปของเงินปันผลในขณะที่เจ้าหน้าที่ยังคงได้รับประโยชน์จากดอกเบี้ยในอัตราเท่าเดิม แต่จะมีความเสี่ยงที่สูงมากขึ้นและผู้ที่เกี่ยวข้องกับประโยชน์ก็คือเจ้าหน้าที่

ดังนั้น เพื่อให้ไม่บุคคลหนึ่งบุคคลใดมีอำนาจเด็ดขาดในการบริหารงานภายในบริษัท พร้อมทั้งส่งเสริมให้ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องยึดถือผลประโยชน์โดยรวมของบริษัทเป็นที่ตั้ง จึงเกิดระบบที่เรียกว่า Self-Enforcing Model ขึ้นมา โดยระบบดังกล่าวจะกำหนดให้ผู้ถือหุ้นเลือกคณะกรรมการจากนั้นคณะกรรมการของบริษัทจะเป็นบุคคลซึ่งเข้าไปใช้อำนาจบริหารจัดการงานในเรื่องต่างๆ ไปในบริษัท คณะกรรมการบริษัทสามารถที่จะพ่วงถ่ายโอนอำนาจบางส่วนที่เป็นของตนให้กับฝ่ายจัดการของบริษัทได้ นอกจากนี้แม้ว่าผู้ถือหุ้นจะเลือกบุคคลที่ตนเห็นว่ามีความเหมาะสมเข้าไปเป็นกรรมการบริษัทแล้วก็ตาม แต่ผู้ถือหุ้นก็ยังคงมีอำนาจที่จะเข้าไปควบคุมการทำงานของคณะกรรมการบริษัทได้อยู่ โดยการเข้าไปเป็นผู้พิจารณาอนุมัติในเรื่อง

ที่อาจกระทบต่อส่วนได้เสียของคน (เช่นในเรื่องปรับโครงสร้างบริษัท ในเรื่องที่บริษัทจะเข้าไปทำสัญญาโดยมีคู่สัญญาอีกฝ่ายเป็นกรรมการผู้บริหารผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ในเรื่องบุคคลภายนอกที่จะเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ ในเรื่องเพิ่มทุนและซื้อหุ้นคืน) รวมทั้งอาจพิจารณาแต่งตั้งกรรมการ ปลดกรรมการออกจากตำแหน่งโดยกรรมการคนนั้นไม่จำเป็นต้องกระทำความผิดใดๆเลยก็ได้ เราอาจพิจารณาในเนื้อหาและรายละเอียดของระบบ Self-Enforcing Model ออกเป็น 2 ประการดังนี้คือ

1. หลักเกณฑ์ทางกฎหมายเพื่อส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลที่ดีในบริษัทในเรื่องทั่วไป (ซึ่งถูกกำกับดูแลโดยคณะกรรมการของบริษัท) ดังนั้น เนื้อหาส่วนใหญ่ที่จะกล่าวต่อไป จึงมุ่งไปที่ปัญหาการจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัทและแนวทางการแก้ไขปัญหาในโครงสร้างของคณะกรรมการของบริษัทเป็นหลัก เช่น การให้หุ้นแก่กรรมการ การประชุมในระดับกรรมการบริษัทโดยใช้เทคโนโลยีสารสนเทศ การเลือกตั้งกรรมการโดยใช้วิธีลงคะแนนเสียงแบบสะสมและการจัดตั้งคณะกรรมการชุดย่อยขึ้นในบริษัท

2. หลักเกณฑ์ทางกฎหมายเพื่อส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลที่ดีในบริษัทในกรณีเฉพาะเรื่อง (ซึ่งถูกกำกับดูแลโดยผู้ถือหุ้น) โดยมีสาระสำคัญดังนี้

2.1.. กำหนดให้ผ่านกระบวนการพิจารณาอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทเพื่อให้คุ้มครองผลประโยชน์และส่วนได้เสียของผู้ถือหุ้น

2.2 บางกรณีอาจกำหนดให้ลงมติอนุมัติโดยใช้เพียงเสียงข้างมากจากกรรมการที่ไม่มีส่วนได้เสียในบริษัทเท่านั้น เพราะถ้าทุกเรื่องต้องผ่านการลงมติอนุมัติจากผู้ถือหุ้นแต่เพียงอย่างเดียว ก็อาจส่งผลให้การลงมติอนุมัติโดยผู้ถือหุ้นเข้าไปห้ามมิให้บริษัทเข้าทำสัญญาซึ่งเป็นประโยชน์ต่อบริษัทก็ได้

2.3. กำหนดให้ผู้ถือหุ้นแต่ละคนมีสิทธิที่เรียกว่า Transactional Rights เข้ามาเป็นมาตรการเสริมเพื่อให้ระบบ Self - Enforcing Model สามารถทดแทนความเสียหายที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ โดยการให้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิมในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนตามอัตราส่วนการถือหุ้นที่ผู้ถือหุ้นมีอยู่ก่อนเพิ่มทุน หรือขายหุ้นคืนแก่บริษัทเมื่อมีการปรับโครงสร้างบริษัทหรือบุคคลภายนอกที่เข้ามาครอบงำกิจการแล้วแต่กรณีได้

1. หลักเกณฑ์ทางกฎหมายเพื่อส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลที่ดีในบริษัทในเรื่อง ทั่วไป

1.1. การจัดสรรอำนาจการบริหารงานภายในบริษัท

ในหัวข้อนี้อาจจะแบ่งพิจารณาเป็น 3 หัวข้อย่อยๆดังนี้คือ 1.1.1. หลักการพื้นฐานของการจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัท 1.1.2. สภาพปัญหาที่เกิดขึ้นจากการจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัท 1.1.3. แนวทางการแก้ไขปัญหาจากการจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัทโดยนำคณะกรรมการชุกย่อยเข้ามาใช้บังคับ

1.1.1. หลักการพื้นฐานของการจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัท

โดยทั่วไปแล้ว การจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัทนั้นมีอยู่ 2 วิธีดังนี้ โดยวิธีแรกคือการตั้งผู้แทน โดยให้ผู้ถือหุ้นเลือกกรรมการและให้กรรมการเข้าไปมีอำนาจบริหารจัดการบริษัทโดยเด็ดขาด

ส่วนวิธีที่สองคือ วิธีที่ไม่ต้องมีการตั้งกรรมการแต่ให้ผู้ถือหุ้นเข้าไปจัดการบริษัทโดยตรงผ่านการนำทุกเรื่องที่เกี่ยวข้องเข้าสู่ที่ประชุมผู้ถือหุ้น และ ดำเนินการไปตามเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง¹

โดยเราจะพบว่าทั้ง 2 วิธีตามที่กล่าวมานั้นต่างก็มีข้อดีและข้อเสียด้วยกันทั้งคู่กล่าวคือ วิธีตั้งผู้แทน แม้จะเป็นวิธีที่มีข้อดีตรงที่สามารถจัดการงานของบริษัทได้ด้วยความรวดเร็วแต่มีข้อด้อยตรงที่วิธีตั้งผู้แทนนี้ง่ายต่อการที่ผู้แทนหรือคณะกรรมการบริษัทจะเกะจกร้านในการทำงานหรือถูกควบคุมโดยฝ่ายจัดการของบริษัท ส่วนวิธีที่ผู้ถือหุ้นเข้าไปจัดการงานบริษัทโดยตรง มีข้อดีตรงที่สามารถแก้ไขปัญหาอันเกิดจากคณะกรรมการบริษัทเกะจกร้านในการทำงาน หรือ ถูกควบคุมโดยฝ่ายจัดการของบริษัทได้ แต่มีข้อเสียตรงที่ทำให้เกิดการสับสนเปลืองทั้งทางด้านตัวเงินและเวลาที่ต้องนำทุกเรื่องต้องนำเข้าไปประชุมผู้ถือหุ้นและดำเนินการไปตามเสียงข้างมากผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง ยิ่งไปกว่านั้นเมื่อให้ผู้ถือหุ้นหรือคณะ

¹ Bernard Black, Reinier Kraakma and Anna S. Tarassova , Guide to the Russian Law on Joint Stock Companies , (Hague Netherlands : Kluwer Law International , 1998) , p. 46.

กรรมการบริษัท ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งมีอำนาจที่เด็ดขาดก็จะนำไปสู่การยึดถือผลประโยชน์ของตนเป็นที่ตั้งและนำมาซึ่งการเอาใจเอาเปรียบกันเกิดขึ้น ดังนั้นเมื่อแต่ละวิธีต่างมีข้อดีที่อีกฝ่ายไม่มีและข้อดีของอีกฝ่ายก็เป็นข้อเสียของอีกฝ่าย วิธีที่ดีที่สุดจึงได้แก่การนำทั้ง 2 วิธีมารวมกันเป็นวิธีที่สาม²

วิธีที่สามคือ ให้ผู้ถือหุ้นเลือกคณะกรรมการและคณะกรรมการมีอำนาจจัดการงานในบริษัท ในขณะที่เดียวกันคณะกรรมการก็สามารถที่จะพ่วงถ่ายโอนอำนาจบางส่วนไปให้ฝ่ายจัดการดำเนินการก็ได้ นอกจากนี้แม้ว่าผู้ถือหุ้นจะเลือกบุคคลที่ตนเห็นว่ามีความเหมาะสมเข้าไปเป็นกรรมการบริษัทแล้วก็ตาม แต่ผู้ถือหุ้นก็ยังคงมีอำนาจที่จะเข้าไปควบคุมการทำงานของคณะกรรมการบริษัทได้อยู่ โดยการเข้าไปเป็นผู้พิจารณาอนุมัติในเรื่องที่อาจกระทบต่อส่วนได้เสียของตน และ เข้าไปลงมติให้กรรมการคนใดออกจากตำแหน่งก่อนถึงคราวออกตามวาระก็ได้ เมื่อผู้ถือหุ้นเห็นว่าคณะกรรมการบริษัทไม่อาจจะสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นก็ได้

โดยผู้เขียนพบว่าวิธีที่สามมีข้อดีกว่าวิธีที่หนึ่งและวิธีที่สองรวมกันดังนี้

- (1). วิธีที่สามจะช่วยให้บริษัทเกิด Double Review ทั้งในระดับคณะกรรมการบริษัทและในระดับของผู้ถือหุ้น ในขณะที่วิธีที่หนึ่งและวิธีที่สองไม่มี Double Review แต่เป็นการให้คณะกรรมการของบริษัทหรือผู้ถือหุ้นของบริษัทเข้าไปมีอำนาจเด็ดขาดแต่ฝ่ายเดียวไป
- (2). วิธีที่สามจะช่วยให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทไม่ต้องเข้าไปเกี่ยวข้องกับกิจการของบริษัทมากเกินไปกว่าที่ความสามารถของผู้ถือหุ้นที่สามารถช่วยได้ โดยผู้ถือหุ้นควรเข้าไปเกี่ยวข้องเฉพาะการเลือกตั้งกรรมการปลดกรรมการ หรือ การลงมติอนุมัติในกรณีที่กรรมการทำเรื่องเสนอมาให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติอนุมัติเท่านั้น สรุปแล้วโดยผลของวิธีที่สามนี้จะทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ต้องมาเข้าไปจัดการบริษัทโดยตรงและทุกเรื่องอีกต่อไป
- (3). วิธีที่สามจะช่วยให้การดำเนินธุรกิจของบริษัทยังคงสามารถดำเนินต่อไปได้โดยราบรื่นต่อไปเพราะวิธีที่สามยังคงอำนาจในการตัดสินใจทางธุรกิจในบางเรื่องบางกรณีไว้กับคณะกรรมการของบริษัท

² Bernard Black, Reinier Kraakma and Anna S. Tarassova , Guide to the Russian Law on Joint Stock Companies , (Hague Netherlands : Kluwer Law International , 1998) , pp. 46-47.

(4). วิธีที่สามจะช่วยให้คณะกรรมการบริษัทและผู้ถือหุ้น ไม่ได้มีอำนาจในการตัดสินใจที่เด็ดขาดมากเกินไป อันทำให้ลดปัญหาการที่เกิดจากการเอาผลประโยชน์ของตนเป็นที่ตั้งลงไปได้

แต่อย่างไรก็ตาม ขณะนี้หลังจากใช้วิธีที่สามไปนานๆก็พบว่าวิธีที่สามนี้มีข้อด้อยอยู่บ้างเช่น ในส่วนของคณะกรรมการของบริษัทก็พบว่าแม้ทางกฎหมายคณะกรรมการบริษัทจะมีอำนาจสูงสุด แต่แท้จริงแล้วคณะกรรมการของบริษัทไม่มีอำนาจในการบริหารงานที่แท้จริงภายในบริษัทเลยก็ได้เนื่องจากคณะกรรมการ ไม่ได้ควบคุมข้อมูลทางธุรกิจของบริษัทและเป็นเพียงผู้กำหนดนโยบายและทิศทางของบริษัทเท่านั้น ในส่วนของผู้ถือหุ้นที่บอกว่าผู้ถือหุ้นสามารถแต่งตั้ง และ ปลดกรรมการออกจากตำแหน่งได้เสมอในความเป็นจริงอาจจะไม่เป็นเช่นนั้นก็ได้ เพราะการที่บริษัทเปิดเผยข้อมูลที่ไม่เพียงพอจะส่งผลให้ผู้ถือหุ้นไม่สามารถรู้ได้ว่าเมื่อใดคณะกรรมการบริษัทหยุดที่จะสร้างกำไรให้แก่บริษัท ผู้ถือหุ้นจึงไม่สามารถที่จะกระทำการใดเพื่อแก้ไขหรือช่วยในการพยุราคาหุ้นของบริษัทไว้ไม่ให้ตกต่ำลงได้

ดังนั้น เพื่อให้การจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัทในวิธีที่สามมีประสิทธิภาพสูงสุดอยู่ต่อไป ผู้เขียนจึงมีความเห็นว่าควรทำการศึกษาถึงสภาพปัญหาที่เกิดขึ้นจากการจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัทอย่างละเอียด รวมทั้งหาแนวทางในการแก้ไขปัญหา ซึ่งจะกล่าวถึงในหัวข้อถัดไป เพื่อให้การจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัทในวิธีที่สามมีประสิทธิภาพสูงสุดอยู่ต่อไป

1.1.2. สภาพปัญหาที่เกิดขึ้นจากการจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัท

สภาพปัญหาที่เกิดขึ้นจากการจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัท (Agency Problem) มีอยู่หลายปัญหา ซึ่งสามารถสรุปได้เป็นลำดับดังนี้คือ

ก. สภาพปัญหาที่เกิดขึ้นจากการจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัทที่เกิดขึ้นจากคณะกรรมการบริษัท ไม่ได้ควบคุมอยู่เหนือทุนหรือควบคุมอยู่เหนือข้อมูล จึงทำให้คณะกรรมการของบริษัทไม่ได้มีอำนาจบริหารงานอย่างแท้จริง กล่าวคือในทางกฎหมาย (วิธีที่สาม) ที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น ได้แสดงให้เห็นแล้วว่า คณะกรรมการบริษัทเป็นบุคคลที่นั่งอยู่ในจุดสูงสุดของการบริหารจัดการและคณะกรรมการมีอำนาจเหนือฝ่ายจัดการ โดยคณะกรรมการ

สามารถฟ้องถ่ายโอนอำนาจบางส่วนไปให้ฝ่ายจัดการดำเนินการ หรือ จะไม่ถ่ายโอนก็ได้ แต่ นาย Vance ได้ให้ความเห็นว่า ในความเป็นจริงนั้นตรงกันข้ามกับในทางกฎหมายอย่างสิ้นเชิง กล่าวคือ คณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีอำนาจเหนือฝ่ายจัดการของบริษัทเนื่องจากอำนาจในการบริหารจัดการบริษัทที่แท้จริงน่าจะอยู่กับบุคคลที่ควบคุมอยู่เหนือข้อมูลมากกว่า เมื่อฝ่ายจัดการของบริษัททำหน้าที่ประจำอยู่ที่บริษัททุกวัน ฝ่ายจัดการจึงอยู่ในฐานะที่จะทราบข้อมูล และ มีความเข้าใจในปัญหาที่เกิดขึ้นกับบริษัทได้ทั้งหมดมากกว่าบุคคลอื่นๆ

ยิ่งกว่านั้น ในระยะหลังๆนี้เมื่อความสัมพันธ์ของคณะกรรมการบริษัทกับฝ่ายจัดการของบริษัทได้มีความสลับซับซ้อนขึ้นเรื่อยๆ โดยเฉพาะกรรมการผู้จัดการของบริษัทผู้ซึ่งเป็นผู้มีส่วนสำคัญอย่างมากในการกำหนดว่า บุคคลใดเหมาะสมที่จะเป็นกรรมการบริษัทต่อไป กล่าวคือ เมื่อถึงวาระที่ต้องเลือกตั้งกรรมการบริษัทใหม่อีกครั้งหนึ่ง ฝ่ายจัดการของบริษัทเป็นผู้เสนอว่า บุคคลผู้ใดที่ควรถูกเสนอชื่อแต่งตั้งเป็นกรรมการบริษัทและผู้ถือหุ้นเป็นเพียงผู้ลงคะแนนผ่านใบมอบฉันทว่าจะเอาหรือไม่เอาบุคคลที่ฝ่ายจัดการเสนอมาเท่านั้น³ ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า ฝ่ายจัดการคือบุคคลที่กุมอำนาจในการบริหารงานที่แท้จริงภายในบริษัทนั่นเอง (Mace, 1971) ส่วนอำนาจในการบริหารจัดการที่แท้จริงที่เกิดขึ้นจากควบคุมอยู่เหนือทุนนั้น เราจะพบว่าอำนาจนี้มักอยู่กับนักลงทุนประเภทสถาบันของบริษัท กล่าวคือ นักลงทุนประเภทสถาบันของบริษัทสามารถขายหุ้นที่ถืออยู่จำนวนมาก อันส่งผลให้บริษัทที่นักลงทุนประเภทสถาบันถือหุ้นอยู่ถูกคุกคามจากการครอบงำกิจการได้ และ เมื่อผู้เข้ามาใหม่ครอบงำกิจการได้สำเร็จ ผู้ที่เข้ามาใหม่อาจจะดำเนินการจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติปลดกรรมการบริษัทที่บริษัทมีอยู่ในขณะนั้นออกจากตำแหน่งก็ได้ ดังนั้นเมื่อคณะกรรมการชุดเดิมของบริษัทต้องการที่จะดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการบริษัทต่อไป คณะกรรมการบริษัทจึงจำยอมที่จะทำตามคำสั่งของนักลงทุนประเภทสถาบันซึ่งส่งผลให้คณะกรรมการของบริษัทไม่อาจใช้ทรัพย์สินของบริษัทไปในทางที่จะก่อให้เกิดประโยชน์แก่บริษัทอย่างเต็มที่ (Westphal and Zajac, 1995)⁴

³ Robert w. Hamilton, The law of Corporations in a Nutshell. (United States of America : West Publishing Co , 1996), pp. 335-357.

⁴ Phillip h. Phan, Taking back The Boardroom. (Singapore : McGraw Hill Book , 2,000) , pp. 89-90.

ข. สภาพปัญหาที่เกิดขึ้นจากการจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัทที่เกิดขึ้นจากทฤษฎีของ Adolph Berle and Gardiner บุคคล 2 คนนี้ได้กล่าวว่าปัจจุบันบริษัทสมัยใหม่ต้องการทุนจำนวนมากเพื่อที่จะได้คิดค้นเทคโนโลยีที่จะช่วยให้บริษัทสามารถผลิตสินค้าที่มีต้นทุนต่อหน่วยต่ำลง หรือ ที่เรียกว่ามีการประหยัดต่อขนาดขึ้นมาได้ (Economic of Scale) เมื่อบริษัทมีความต้องการทางด้านเงินทุนที่มากขึ้นแต่ความสามารถที่ผู้ถือหุ้นแต่ละคนจะใส่เงินเข้ามาในบริษัทให้มากขึ้นต่อคนก็น้อยลงซึ่งก็หมายความว่าเงินทุนของบริษัทที่เพิ่มพูนขึ้นมาจากนักลงทุนรายอื่นๆที่สนใจเข้ามาลงทุนในบริษัท และ ทำที่สุดก็จะส่งผลให้โครงสร้างทุนของบริษัทเกิดความเปลี่ยนแปลงและทำให้บริษัทสูญเสียการกำกับดูแลที่ดีไป กล่าวคือจะนำไปสู่การกระจายในการถือครองหุ้น ผู้ถือหุ้นแต่ละคนของบริษัทถือหุ้นในจำนวนที่น้อยมากเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท เมื่อผู้ถือหุ้นแต่ละคนของบริษัทถือหุ้นในจำนวนที่น้อยมากเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมดก็จะส่งผลให้ความสามารถของผู้ถือหุ้นในการกำกับดูแลการใช้อำนาจของคณะกรรมการบริษัทมีน้อยลง แต่ความสามารถของคณะกรรมการบริษัทในการควบคุมทรัพย์สินของบริษัทเพิ่มมากขึ้นแทน จนในท้ายที่สุดก็จะทำให้คณะกรรมการของบริษัทมีสถานะเป็น “De facto Owner” ขึ้นมาและใช้อำนาจดังกล่าวนี้ไปเอารัดเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทต่อไป

โดยความเป็น “De facto Owner” นี้มีลักษณะแตกต่างจากการเป็นเจ้าของหุ้นในบริษัท กล่าวคือ การเป็นเจ้าของหุ้นที่แท้จริงในบริษัทจะได้รับผลกระทบเมื่อบริษัทขาดทุนหรือ บริษัทมีทรัพย์สินลดน้อยถอยลงแต่ “De facto Owner” จะไม่ได้รับการลงโทษในลักษณะเดียวกับการเป็นเจ้าของหุ้นในบริษัทจึงทำให้ “De facto Owner” หรือคณะกรรมการของบริษัทกล้าที่จะตัดสินใจในหลายๆเรื่องที่ทำให้ผู้ถือหุ้นบาดเจ็บได้เสมอ เช่นอาจให้บริษัทพิจารณาจ่ายเงินเดือนแก่ตนเกินสมควรจนบริษัทขาดทุน ไม่มีเงินทุนพอที่จะดำเนินธุรกิจต่อไปหรือมีกำไรไม่พอที่จะนำมาจ่ายเป็นเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทได้⁵ (Fama and Jensen, 1983)

ค. เกิดจากทฤษฎีของ La Porta, De-Silanes, Shleifer and Vishny (1998) โดยทั้ง 4 คนนี้เชื่อว่า การที่เปิดเผยข้อมูลที่ไม่เพียงพอจะส่งผลให้บริษัทขาดความโปร่งใส (Transparency) และสูญเสียความรับผิดชอบตามหน้าที่ (Accountability) ทั้งนี้เนื่องจากว่า

⁵ Phillip h. Phan, Taking back The Boardroom. (Singapore : McGraw Hill Book, 2,000) , pp. 8-9.

เมื่อผู้ถือหุ้นไม่สามารถรู้ได้ว่าเมื่อใดคณะกรรมการของบริษัทหยุดที่จะสร้างกำไรให้แก่บริษัท ผู้ถือหุ้นก็ไม่สามารถที่จะกระทำการใดเพื่อแก้ไขหรือช่วยในการพยุงราคาหุ้นของบริษัทไว้ไม่ให้ตกต่ำลงได้ และ เมื่อปรากฏแน่ชัดในภายหลังว่าคณะกรรมการบริษัทไม่ทำหน้าที่ในฐานะกรรมการของบริษัทที่ดี ก็พบว่าเข้าไปเสียแล้ว ทางเลือกสุดท้ายที่ผู้ถือหุ้นจะทำได้ก็คือการขายหุ้นทิ้งและรับผลกระทบที่เกิดจากการขาดทุนจากการลงทุนไป

โดยจะพบว่า ประเทศในแถบเอเชียเช่นไทยหรืออินโดนีเซียที่มักจะไม่มีการไม่เปิดเผยข้อมูลของบริษัทอย่างเพียงพอประกอบกับผู้ถือหุ้นขาดประสิทธิภาพที่จะรวมตัวกันในอันที่จะดำเนินคดีต่อกรรมการบริษัทที่ประพฤติไม่ชอบได้เข้าไปสู่การชื้อครอง หรือ ถือครองทรัพย์สินของผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะเรียกหรือบังคับให้คณะกรรมการของบริษัทร่วมมือ โดยให้คณะกรรมการของบริษัทตัดสินใจดำเนินธุรกิจที่ไม่เป็นธุรกิจปกติของบริษัทและมีความเสี่ยงสูง ซึ่งการตัดสินใจดังกล่าวจะทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทได้รับประโยชน์ทางด้านทรัพย์สินและไม่ต้องรับผลกระทบที่เกิดขึ้นทั้งหมด ในขณะที่เป็นภาระของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่ได้รับค่าตอบแทนพิเศษดังกล่าว⁶

1.1.3. แนวทางการแก้ไขปัญหาจากการจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัทโดยนำกรรมการอิสระและคณะกรรมการชุดย่อยเข้ามาใช้บังคับ

แนวทางในการแก้ไขปัญหานี้มีหลายแนว แต่ในปัจจุบันมีความเห็นที่ตรงกันว่า การแก้ไขปัญหาในระดับคณะกรรมการบริษัทน่าจะเป็นทางออกที่ดีที่สุด ดีกว่าการแก้ไขในระดับของผู้ถือหุ้น โดยมีเหตุผลสนับสนุนหลากหลายประการ

ประการแรก คณะกรรมการบริษัทเป็นบุคคลที่อยู่ใกล้ชิดกับปัญหาที่เกิดขึ้นในบริษัทและเข้าถึงข้อมูลต่างๆ ในบริษัทได้มากกว่าผู้ถือหุ้นที่มีบทบาทเป็นเพียงนักลงทุน ดังนั้น

⁶ Phillip h. Phan, Taking back The Boardroom. (Singapore : McGraw Hill Book , 2,000) , pp.

คณะกรรมการบริษัทจึงเป็นบุคคลที่มีความเป็นไปได้ที่จะแก้ไขปัญหาต่างๆที่เกิดขึ้นในบริษัท ได้สูงกว่าและดีกว่าการให้ผู้ถือหุ้นเข้าไปแก้ไขปัญหา⁷

ประการที่สอง การแก้ไขปัญหาในระดับผู้ถือหุ้นนั้นทำได้ยากกว่าในระดับคณะกรรมการบริษัทเพราะในระดับผู้ถือหุ้นมีปัญหาในเรื่องของการรวมตัวกันฟ้อง กล่าวคือ ถ้าผู้ถือหุ้นรายใดต้องการเห็นบริษัทเปลี่ยนแปลงไปในทางที่ดีขึ้น และได้ใช้สิทธิที่ตนมีอยู่ฟ้องร้องเอาผิดกับกรรมการที่ประพฤติไม่ชอบ ผู้ถือหุ้นรายดังกล่าวจะต้องรับผิดชอบในค่าใช้จ่ายในการฟ้องร้องโดยลำพังถ้าฟ้องแล้วตนแพ้คดี ในขณะที่เดียวกัน ถ้าฟ้องร้องจนชนะคดีผู้ถือหุ้นที่ดำเนินการฟ้องร้องจะได้รับประโยชน์ตามอัตราส่วนการถือหุ้นที่ตนถืออยู่ในบริษัท เท่านั้น (ซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้ดำเนินการฟ้องร้องไม่ได้ทำอะไรทั้งสิ้นก็ได้รับประโยชน์ไปด้วยในจำนวนที่เท่ากัน) จนท้ายที่สุดแล้วก็จะไม่มีผู้ถือหุ้นรายใดที่อยากสร้างความเปลี่ยนแปลงให้เกิดขึ้นกับบริษัทจะมีแต่ผู้ถือหุ้นที่คอยรับผลประโยชน์จากความเปลี่ยนแปลงนั้นเท่านั้น และ แม้ว่าในอนาคตผู้ถือหุ้นจะเปลี่ยนรูปแบบของการลงทุนโดยไม่ลงทุนโดยตรงแต่หันไปลงทุนผ่านกองทุนต่างๆที่จัดตั้งขึ้นในรูปของนักลงทุนประเภทสถาบันแทนก็ตาม ปัญหาในเรื่องนี้ก็ยังคงมีอยู่ต่อไป เพราะนักลงทุนประเภทสถาบันต่างๆที่ตั้งขึ้นมามากจะแข่งขันกันเองอย่างรุนแรงเพื่อดึงเงินจากนักลงทุนให้ได้มากที่สุด และ ความเป็นคู่แข่งนี้เป็นอุปสรรคสำคัญที่ทำให้นักลงทุนสถาบันเหล่านี้ไม่อาจร่วมมือกันได้ กล่าวคือเมื่อใดก็ตามที่นักลงทุนสถาบันรายหนึ่งต้องการเห็นความเปลี่ยนแปลง และได้ชักชวนให้พรรคพวกของตนที่เป็นนักลงทุนประเภทสถาบันด้วยกันเข้าร่วมในการดำเนินคดีกับกรรมการบริษัทที่ประพฤติไม่ชอบ สิ่งที่ถูกชักชวนจะคิดก็คือ ถ้าผู้ชักชวนดำเนินการฟ้องร้องแล้วแพ้คดีขึ้นมาผู้ชักชวนอาจขายหุ้นที่ถือทิ้ง และ เมื่อขายหุ้นที่ถือทิ้งไปในจำนวนมากกว่าราคาของหุ้นทั้งหมดย่อมถูกกดให้ต่ำลงโดยผลของกลไกราคาตามหลักในทางเศรษฐศาสตร์แน่นอน ดังนั้นผู้ชักชวนจึงคิดว่าน่าจะรีบขายหุ้นที่ตนถือทิ้งก่อนที่หุ้นทั้งหมดของบริษัทจะมีราคาตกต่ำกว่านี้ น่าจะดีที่สุดดีกว่าร่วมมือกับผู้ชักชวนแล้วไปดำเนินการฟ้องกรรมการบริษัทแน่นอน⁸

⁷ Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets , Organisation For Economic Co-Operation and Development (OECD), April 1998 , p. 46.

⁸ Brian R. Cheffins, Company Law : Theory , Structure , and Operation, (Great Britain : Oxford University Press, 1997), pp. 635- 636.

ดังนั้นจากที่กล่าวมาข้างต้น ผู้เขียนจึงมีความเห็นว่า วิธีการที่จะเข้าไปแก้ไขปัญหาในเรื่องของการบริหารจัดการในบริษัทที่ดีที่สุด ก็คือ การปรับปรุงแก้ไขโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท โดยมีแนวทางดังนี้คือ

ก. แก้ไขปัญหาระดับคณะกรรมการบริษัท โดยจัดให้มีคณะกรรมการบริษัท ประกอบไปด้วยกรรมการที่เป็นอิสระ (Non - Executive Director or Independent Director) ทั้งนี้ เพื่อให้บุคคลที่ทำหน้าที่ในคณะกรรมการบริษัทมีความเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการของบริษัท และ พร้อมทั้งเข้ามาปลดฝ่ายจัดการออกจากตำแหน่งได้ถ้าฝ่ายจัดการประพฤติไม่ชอบตามหลักที่ว่า บุคคลที่เป็นญาติสนิทหรือมีความเกี่ยวข้องใดๆกับฝ่ายจัดการก็ยากที่จะเข้ามาตรวจสอบและปลดฝ่ายจัดการออกจากตำแหน่ง แต่ถ้าบุคคลนั้นมีความเป็นอิสระและมีความเป็นมืออาชีพ บุคคลดังกล่าวย่อมมีความเป็นผู้นำในอันที่จะวางนโยบายที่เหมาะสมให้กับบริษัท และสามารถทำหน้าที่ในการกำกับดูแลฝ่ายจัดการได้อย่างมีประสิทธิภาพ และ ถ้าเรื่องใดที่ต้องอาศัยความเป็นอิสระมากๆ ก็อาจใช้วิธีจัดตั้งคณะกรรมการชุดย่อยขึ้นซึ่งประกอบไปด้วยกรรมการที่เป็นอิสระของบริษัททั้งหมด เพื่อให้บริษัทสามารถใช้ประโยชน์จากการที่บริษัทมีกรรมการอิสระได้ประโยชน์สูงสุด⁹ อย่างไรก็ตามเราควรต้องคำนึงอยู่เสมอว่าการที่บริษัทใดไม่มีกรรมการที่เป็นอิสระเลยก็ไม่ได้แปลความว่า บริษัทนั้นมีโครงสร้างกรรมการที่ไม่เหมาะสมเพราะว่าจริง ๆ แล้วไม่มีใครที่สามารถบอกได้อย่างเด็ดขาดว่าโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทแบบใดถูกต้องหรือแบบใดที่ไม่ถูกต้อง ทั้งนี้เนื่องจากรูปแบบที่เหมาะสมจะขึ้นอยู่กับสถานการณ์แต่ละสถานการณ์ที่บริษัทกำลังเผชิญอยู่มากกว่า เช่นเมื่อมีการจัดตั้งบริษัทใหม่ ๆ เพื่อให้การบริหารมีความคล่องตัวและประหยัดค่าใช้จ่ายจึงมักจะให้บริษัทมีกรรมการบริษัททุกคนมาจากผู้เริ่มก่อตั้งบริษัททั้งหมด (The All - Executive Board) และเมื่อบริษัทตั้งขึ้นมาได้หลายปี คณะกรรมการบริษัทมีความต้องการที่จะให้บริษัทเติบโตมากขึ้นจึงนำเอากรรมการอิสระจากบุคคลภายนอกเข้ามาเพื่อที่จะได้นำเอาความเห็นประสบการณ์และความรู้ในทางธุรกิจของกรรมการอิสระมาปรับใช้กับธุรกิจของบริษัทอันทำให้โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทก็จะพัฒนามาสู่รูปแบบที่สอง คือ รูปแบบที่คณะกรรมการข้างมากมาจากผู้เริ่มก่อตั้งบริษัทและข้างน้อยมาจากบุคคลภายนอกที่เป็นอิสระ (The Majority

⁹Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets , (France : Organisation For Economic Co-Operation and Development (OECD), 1998) , p. 48.

Executive Board) และ เมื่อบริษัทต้องการให้กรรมการที่เป็นอิสระเข้ามามีบทบาทมากยิ่งขึ้นเพื่อเป็นหนทางในการปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานของคณะกรรมการบริษัททั้งหมด โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทที่เหมาะสม ก็จะพัฒนาจากรูปแบบที่สองเข้าไปสู่รูปแบบที่สาม คือ รูปแบบที่กรรมการข้างมากมาจากบุคคลภายนอกที่มีความเป็นอิสระ(The Majority Non-Executive Board) และ ท้ายที่สุดก็อาจจะไปสู่รูปแบบที่สี่คือคณะกรรมการบริษัททั้งหมดประกอบไปด้วยกรรมการที่เป็นอิสระทั้งหมด (The All Non - Executive Board)รูปแบบนี้เป็นรูปแบบที่แยกผู้มีหน้าที่กำหนดทิศทางของบริษัท ออกจากผู้มีหน้าที่ในการจัดการธุรกิจประจำวันของบริษัทออกจากกัน โดยรูปแบบนี้เรามักจะพบในประเทศเยอรมันและประเทศในภาคพื้นยุโรปซึ่งแยกโครงสร้างกรรมการบริษัทออกเป็น 2 ชั้น (Two-tier Board Structure) ชั้นแรกเราเรียกคณะกรรมการกำกับดูแล (Supervisory Board) ซึ่งประกอบไปด้วยบุคคลต่าง ๆ ซึ่งมีที่มาจากกลุ่มผู้ถือหุ้นเจ้าหนี้และลูกจ้างของบริษัทโดยจะไม่มีอำนาจในการบริหาร มีเพียงแต่อำนาจในการกำหนดทิศทางที่บริษัทควรจะไป รวมถึงแต่งตั้งถอดถอนตรวจสอบและรับรายงานจากบุคคลที่ทำหน้าที่ในกรรมการชั้นที่สอง หรือ ที่เรียกกันว่า กรรมการผู้มีอำนาจบริหาร (Management Board) ¹⁰

ข. แก้ไขปัญหในระดับคณะกรรมการของบริษัท โดยจัดให้มีคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการสรรหา คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน หรือที่เรียกย่อๆต่อไปว่า คณะกรรมการชด้อย เมื่อบริษัทมีคณะกรรมการชด้อยจะพบว่า คณะกรรมการชด้อยมีข้อดีหลากหลายประการดังนี้

ข้อดีประการแรกคือ ถ้าเรื่องใดที่ต้องอาศัยความเป็นอิสระมากๆ ก็อาจใช้วิธีจัดตั้ง คณะกรรมการชด้อยขึ้นซึ่งประกอบไปด้วยกรรมการที่เป็นอิสระของบริษัททั้งหมด เพื่อให้บริษัทสามารถใช้ประโยชน์จากการที่บริษัทมีกรรมการอิสระได้ประโยชน์สูงสุด¹¹

¹⁰ The Australian Institute of Company Directors, Company Directors' Manual. (Australia : Print in Prentice Hall, 1990) , pp. 594-612.

¹¹ Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Captial in Global Markets , Organisation For Economic Co-Operation and Development (OECD), April 1998 , p. 48.

ข้อดีประการที่สองคือ ช่วยให้คณะกรรมการประหยัดเวลาโดยใช้วิธีอนุญาตให้คณะกรรมการชด้อยเป็นผู้ดำเนินการในบางอย่าง ซึ่งเป็นหน้าที่การทำงานของคณะกรรมการบริษัท แทนคณะกรรมการบริษัท ในกรณีที่หน้าที่การงานดังกล่าวนั้น ไม่มีความจำเป็นถึงขนาดที่ต้องให้คณะกรรมการบริษัทเข้ามาพิจารณาทั้งหมด

ข้อดีประการที่สามคือ เมื่อคณะกรรมการชด้อยเข้ามาทำหน้าที่สรุปผลรวมทั้งทำข้อเสนอแนะต่างๆ ให้คณะกรรมการบริษัทใช้ในการตัดสินใจแล้ว ก็จะช่วยให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจของบริษัททั้งจากเบื้องล่างขึ้นสู่เบื้องสูง กล่าวคือจะช่วยให้คณะกรรมการของบริษัททราบข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัท ก่อนที่จะมีการประชุมคณะกรรมการบริษัท อันทำให้คณะกรรมการบริษัทเข้าไปดูแลเฉพาะเรื่องได้ทั่วถึงและไม่พลาดเมื่อหยิบยกประเด็นสำคัญดังกล่าวนั้นขึ้นมาพูด¹²

ข้อดีประการสุดท้ายคือ เมื่อนำคณะกรรมการชด้อยเข้ามาใช้อำนาจแทนการมอบอำนาจการตัดสินใจให้กับกรรมการบริษัทคนใดคนหนึ่งตัดสินใจไปโดยลำพังก็จะช่วยให้การตัดสินใจเรื่องใดเรื่องหนึ่งเป็นไปด้วยความโปร่งใสสะท้อนถึงการมีส่วนร่วม (Participation) และความคิดเห็นต่างๆ ของกรรมการทุกคนที่นั่งอยู่คณะกรรมการชด้อยได้อย่างเต็มที่

หนึ่งในการเพิ่มประสิทธิภาพของคณะกรรมการบริษัท นอกจากจะใช้วิธีการจัดตั้งคณะกรรมการชด้อยแล้ว ประสิทธิภาพในการทำหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทยังขึ้นอยู่กับปัจจัยแวดล้อมในด้านอื่นๆ ด้วย เช่น

(1). การอนุญาตให้มีการประชุมในระดับคณะกรรมการบริษัทที่ปราศจากฝ่ายจัดการของบริษัทได้ เพื่อให้กรรมการบริษัทกล้าที่จะให้ความเห็นที่ขัดแย้งหรือตรงข้ามกับฝ่ายจัดการของบริษัทได้ รวมทั้งอนุญาตให้การประชุมดังกล่าวสามารถทำได้โดยอาศัยเทคโนโลยีทาง Teleconferencing , Fax หรือ E-mail ได้ด้วยเช่นกัน เพื่อให้การอยู่ห่างกันโดยระยะทางของกรรมการบริษัทแต่ละคน ไม่เป็นอุปสรรคต่อการจัดให้มีการประชุมในระดับคณะกรรมการ

¹² Phillip h. Phan, Taking back The Boardroom. (Singapore : McGraw Hill Book , 2,000) , p. 91.

กรรมการบริษัทเกิดขึ้น คณะกรรมการบริษัทสามารถจัดประชุมบ่อยได้เท่าที่ต้องการอันทำให้บริษัทได้ประโยชน์จากการตัดสินใจที่เร็วบนพื้นฐานของข้อมูลที่ใหม่ได้อย่างเต็มที่¹³ หรือ

(2). การจัดการให้ผลประโยชน์ของคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ ลูกจ้างและผู้ถือหุ้นของบริษัทเป็นไปในแนวทางเดียวกันทั้งหมดโดยใช้โครงสร้างผลตอบแทนที่เหมาะสม เช่น ใช้ในรูปของหุ้นพนักงาน ทั้งนี้เพื่อที่จะลดปัญหาที่เกิดขึ้นจากการบริหารที่ล้มเหลวและส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลที่ดีมากขึ้น¹⁴ เช่น แต่เดิมคณะกรรมการบริษัทมีสถานะเป็นเพียงผู้บริหารของบริษัทและได้รับผลตอบแทนการจากใช้สมอง และ แรงงานของตนในรูปของเงินเดือนเท่านั้น แม้บริษัทจะมีผลกำไรมากขึ้นคณะกรรมการบริษัทก็ยังคงได้เงินเดือนเท่าเดิมในขณะที่ผู้ถือหุ้นซึ่งลงทุนในบริษัทในรูปของการซื้อหุ้นของบริษัทเท่านั้น กลับได้รับส่วนแบ่งกำไรของบริษัทไปทั้งหมด ดังนั้น ด้วยเหตุดังกล่าวนี้จึงก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ขึ้นในระหว่างคณะกรรมการของบริษัทและผู้ถือหุ้น และ เป็นมูลเหตุจูงใจที่สำคัญอันหนึ่งที่ทำให้คณะกรรมการบริษัทมักฉ้อฉลโดยพิจารณาจ่ายเงินเดือนแก่ตนเกินสมควรจนทำให้บริษัทไม่มีกำไรมาจ่ายเป็นผลตอบแทนคืนสู่ผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผล¹⁵ เมื่อสาเหตุของปัญหาเกิดขึ้นจากการที่คณะกรรมการบริษัทไม่มีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท ดังนั้น แนวทางการแก้ไขปัญหาก็เพียงแต่การให้หุ้นแก่คณะกรรมการบริษัท เพื่อให้คณะกรรมการของบริษัทได้รับส่วนแบ่งกำไรของบริษัทเช่นเดียวกับที่ผู้ถือหุ้นของบริษัทได้รับ ทั้งนี้เพื่อลดปัญหาที่เกิดขึ้นจากการบริหารที่ล้มเหลวตลอดจนชักจูงให้คณะกรรมการบริษัทเข้ามาทำหน้าที่กำกับดูแลบริษัทมากขึ้น อนึ่งในเรื่องของโครงสร้างผลตอบแทนที่เหมาะสมนั้นนอกจากจะได้รับการสนับสนุนจากผู้ถือหุ้นของบริษัทแล้ว เรายังพบข้อเท็จจริงต่อไปว่าโครงสร้างผลตอบแทนที่เหมาะสมดังกล่าวนี้อาจได้รับการสนับสนุนจากเจ้าหน้าที่ของบริษัทด้วย เนื่องจากโครงสร้างผลตอบแทนที่เหมาะสมจะช่วยให้บริษัทสามารถรักษา และ ชักจูงให้คนที่ฝีมืออยู่

¹³ Phillip h. Phan, Taking back The Boardroom. (Singapore : McGraw Hill Book , 2,000) , pp.90-95.

¹⁴ Business Sector Advisory Group on Corporate Governance , Corporate Governance : Improving Competitiveness and Access to Captial in Global Markets , (France : Organisation For Economic Co-Operation and Development (OECD), 1998) , pp. 61-63.

¹⁵ Kose John , Lemma W. Senbet, “Corporate Governance and Board Effectiveness,” Journal of Banking & Finance (1998) : 376.

กับบริษัทต่อไป ในขณะที่เดียวกัน โครงสร้างผลตอบแทนที่เหมาะสมก็จะลงโทษคนที่ไม่มีฝีมือให้ออกจากบริษัทไปด้วยพร้อมๆกัน (Crystal : 1997)¹⁶

ก. ปล่อยให้กลไกตลาดเข้ามาดำเนินการควบคุม (Market – Base Mechanisms)
โดยกลไกตลาดมีอยู่ 3 ระดับ

ในระดับแรกคือ ให้ตลาดสำหรับสินค้าและบริการของบริษัทเข้ามาควบคุมโดยเป็นที่เข้าใจกันว่าบริษัทดำเนินธุรกิจโดยการเปลี่ยนสภาพแรงงาน , วัตถุดิบ , เทคโนโลยีให้มาเป็นสินค้าและบริการที่สามารถขายได้โดยการเพิ่มมูลค่าลงไป กรรมการของบริษัทที่มีหน้าที่คือหาวัตถุดิบที่มีต้นทุนที่ต่ำที่สุด ขณะเดียวกัน ก็พยายามเพิ่มมูลค่าให้ได้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้ นี่คือหลักทั่วไปในการแข่งขันทางการค้า ซึ่งถ้าทำไม่ได้บริษัทนั้นก็ไม่สามารถจะอยู่ต่อไปได้เองอยู่แล้ว

ในระดับที่สองคือ ให้ตลาดแรงงานสำหรับกรรมการผู้จัดการของบริษัทเข้ามาควบคุมเมื่อแต่ละบริษัทมักจะมีกรรมการผู้จัดการเพียง 1 ตำแหน่งจึงเท่ากับว่าตลาดแรงงานสำหรับบุคคลที่เข้ามาทำหน้าที่เป็นกรรมการผู้จัดการนั้นแคบมาก การกระทำของกรรมการผู้จัดการในวันนี้ จึงสามารถช้อนาคัดและกำหนดเงินเดือนของกรรมการผู้จัดการในวันข้างหน้าได้ ดังนั้นในระยะยาวกรรมการผู้จัดการของบริษัทที่ไม่ดีจะถูกกำจัดออกจากตลาดแรงงานอยู่แล้ว

ในระดับที่สามคือ ให้ตลาดสำหรับซื้อหรือขายหุ้นของบริษัทเข้ามาควบคุม (Market for Corporate Control) กล่าวคือ เมื่อผู้ถือหุ้นไม่พอใจการบริหารงานของกรรมการบริษัทมากผู้ถือหุ้นดังกล่าว ก็สามารถขายหุ้นทิ้งไปได้อันส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาดให้ตกต่ำลง เมื่อราคาหุ้นตกต่ำลงก็จะจูงใจให้บุคคลภายนอกเข้ามาซื้อหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการและสร้างกำไรให้แก่ตัวเองและตัวบริษัท โดยเปลี่ยนคณะกรรมการบริษัทชุดเดิมออกไปอย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติกรรมการของบริษัทมักจะใช้วิธีซื้อหุ้นคืน (Share Buybacks)

¹⁶ Phillip h. Phan, Taking back The Boardroom. (Singapore : McGraw Hill Book , 2,000) , pp. 96-97.

หรือ จ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง (Special Dividends) ทั้งนี้เพื่อให้หุ้นของบริษัทที่มีมูลค่าสูง
ขึ้นจะได้ลดการคุกคามจากการที่บุคคลภายนอกเข้ามาซื้อหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการได้¹⁷

ปัญหาที่น่าสนใจต่อไปคือระหว่างการแก้ไขปัญหาในระดับคณะกรรมการของบริษัท
กับการปล่อยให้กลไกตลาดเข้ามาดำเนินการควบคุมวิธีการไหนจะดีกว่ากัน

นาย Philip H. Phan ได้ให้ความเห็นว่า ถ้าวัตถุประสงค์ของการกำกับดูแลที่คืออยู่ที่การ
ใช้ทุนแรงงานวัตถุดิบและเทคโนโลยีให้มีประสิทธิภาพ การแก้ไขปัญหาในระดับกรรมการ
การของบริษัท (โดยจัดให้มีกรรมการอิสระและคณะกรรมการชุดย่อย) ย่อมดีกว่าการปล่อยให้
กลไกตลาดเข้ามาดำเนินการ ทั้งนี้เพราะปล่อยให้กลไกตลาดเข้ามาดำเนินการไม่ได้เข้ามา
ป้องกันปัญหาเพียงแต่เข้ามาทำสิ่งที่ผิดให้มาเป็นสิ่งที่ถูกเท่านั้นหลังจากที่ความเสียหายได้เกิด
ขึ้นไปแล้ว นอกจากนี้การที่บุคคลภายนอกเข้ามาซื้อหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการก็ไม่แน
นกว่าจะได้ผลเสมอไปเนื่องจาก

(1). จะต้องใช้จ่ายเงินในจำนวนที่มากเพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจควบคุมในบริษัท และ
อาจถูกต่อต้านได้ง่ายๆ โดยวิธี Anti -Takeover Sentimentซึ่งกรรมการของบริษัทชอบนำมาใช้

(2). จะใช้ได้ผลเมื่อบริษัทมีความจำเป็นต้องพึ่งพาเงินทุนจากภายนอกบริษัทเท่านั้น
ถ้าบริษัทมีกำไรสะสมมากพอที่จะใช้เป็นทุนในการดำเนินธุรกิจและไม่ต้องพึ่งพาเงินทุนจาก
ภายนอก ก็จะพบว่าปล่อยให้กลไกตลาดเข้ามาดำเนินการควบคุมนั้นไร้ผลโดยสิ้นเชิง

(3). ในกรณีที่บริษัทต้องพึ่งพาเงินทุนจากภายนอก บริษัทอาจใช้วิธีที่เรียกว่าDebt
Financing ก็ได้ซึ่งส่งผลให้กลไกตลาดไม่สามารถเข้ามาควบคุมได้เช่นกันและผู้ให้กู้ยืมเงินจะ
สนใจเพียงแต่ว่าจะได้รับเงินต้นและดอกเบี้ยคืนครบจำนวนหรือไม่เท่านั้น

(4). แม้บริษัทจะพึ่งพาเงินทุนจากภายนอกที่เรียกว่า Equity financing แต่ก็ไม่แน
นว่าเมื่อราคาหุ้นตกต่ำลงจะจูงใจให้บุคคลภายนอกเข้ามาซื้อหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ และ
สร้างกำไรให้แก่ตัวเองและตัวบริษัท โดยเปลี่ยนคณะกรรมการบริษัทชุดเดิมออกไป ทั้งนี้

¹⁷ Phillip h. Phan, Taking back The Boardroom. (Singapore : McGrow Hill Book , 2,000) , pp.
12-17.

เนื่องจากบุคคลภายนอกอาจให้ความสนใจในบริษัทที่มีการบริหารจัดการที่ดี แต่ราคาหุ้นของบริษัทยังต่ำไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงตามที่เป็นอย่างยิ่ง

(5) เมื่อความเสียหายที่เกิดขึ้นกับบริษัทมีมากแล้วก็ยากที่จะเข้ามาแก้ไขเพื่อให้มีสภาพดีตั้งเดิมได้ และอาจส่งผลให้เงินใหม่ที่น่าเข้ามาลงทุนได้ เมื่อเป็นเช่นนี้บุคคลที่ต้องการเข้ามาใหม่อาจเปลี่ยนใจไม่เข้ามาลงทุนก็ได้¹⁸ ยิ่งไปกว่านั้น การแก้ไขปัญหาในระดับคณะกรรมการของบริษัทยังมีข้อดีมากมาย เช่น สามารถเห็นแนวโน้มของปัญหาได้ก่อน สามารถป้องกันไม่ให้เกิดปัญหาที่เล็กลงกลายเป็นปัญหาที่ใหญ่ในวันข้างหน้าได้ และที่สำคัญที่สุดคือไม่เป็นภาระหรือค่าใช้จ่ายแก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทมากนัก

ดังนั้นด้วยเหตุผลตามที่กล่าวมาข้างต้น ผู้เขียนจึงมีความเห็นว่าการแก้ไขปัญหาในระดับคณะกรรมการของบริษัทนั้นย่อมดีกว่าการแก้ไขปัญหาโดยการปล่อยให้กลไกตลาดเข้ามาดำเนินการควบคุม

1.2. ให้เลือกตั้งคณะกรรมการบริษัทโดยใช้วิธีลงคะแนนแบบเสียงสะสม (Voting for Director : Cumulative Voting)

การเลือกตั้งกรรมการโดยวิธี Cumulative voting คือวิธีการที่กำหนดให้เลือกกรรมการทุกคนพร้อมกันในครั้งเดียว โดยให้ผู้ถือหุ้นแต่ละคนมีคะแนนเสียงเท่ากับจำนวนหุ้นที่ตนถือคูณด้วยจำนวนกรรมการที่จะเลือกตั้งและให้สิทธิผู้ถือหุ้นลงคะแนนเสียงให้กับบุคคลคนเดียวหรือหลายคนเป็นกรรมการก็ได้ โดยถ้าผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยพร้อมใจกันลงคะแนนให้กับพวกตนคนใดคนหนึ่ง ผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยก็สามารถมีกรรมการฝ่ายผู้ถือหุ้นข้างน้อยในคณะกรรมการบริษัทได้ ในทางตรงกันข้ามถ้าผู้ถือหุ้นข้างน้อยไม่พร้อมใจกัน ไปลงคะแนนให้กรรมการคนใดคนหนึ่งก็เป็นไปได้ที่ในคณะกรรมการนั้นอาจจะมีกรรมการฝ่ายผู้ถือหุ้นข้างน้อยเลยก็ได้

¹⁸ George w. Dent, JR, "Toward Unifying Ownership and Control in the Public Corporation," Wisconsin Law Review, 1989 : 885-889.

การเลือกตั้งแบบลงคะแนนเสียงแบบสะสมมีผลดี ดังนี้

- (1). การเลือกตั้งแบบลงคะแนนเสียงแบบสะสมจะช่วยทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีกรรมกรฝ่ายตนในคณะกรรมการของบริษัท
- (2). การเลือกตั้งแบบลงคะแนนเสียงแบบสะสมจะช่วยทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยทราบข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจของบริษัทที่ถูกต้องจากกรรมกรฝ่ายข้างน้อยของตนในคณะกรรมการของบริษัท อันเป็นการเสริมประสิทธิภาพในการใช้สิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้น และทำให้สามารถแยกธุรกรรมที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัทออกจากธุรกรรมที่เป็นผลร้ายต่อบริษัทได้

การเลือกตั้งแบบลงคะแนนเสียงแบบสะสมมีผลร้ายดังนี้

- (1). การเลือกตั้งแบบลงคะแนนเสียงแบบสะสมอาจก่อให้เกิดภาวะที่ไม่ซื่อสัตย์ต่อบริษัทโดยพบว่าการเลือกตั้งวิธีดังกล่าว จะทำให้กรรมกรซื่อสัตย์ต่อผู้ถือหุ้นที่เลือกตนเข้ามามากกว่าที่จะซื่อสัตย์และรักษาผลประโยชน์ให้แก่บริษัท
- (2). การที่คณะกรรมการแบ่งเป็นหลายฝ่ายไม่ใช่ Winner - Take -All ซึ่งอาจทำให้การทำงานของบริษัทย่ำแย่ประสิทธิภาพลงได้

ความเป็นจริงอื่นๆเกี่ยวกับระบบการเลือกตั้งกรรมการแบบลงคะแนนเสียงสะสม เช่น ถ้าลดจำนวนกรรมการที่เลือกทั้งหมดภายในหนึ่งครั้งลง ก็อาจทำให้การเลือกตั้งโดยวิธีลงคะแนนเสียงแบบสะสมด้อยประสิทธิภาพลงได้ ดังนั้นเพื่อรักษาประสิทธิภาพของการลงคะแนนเสียงเลือกตั้งกรรมการแบบสะสม ระบบ Self - Enforcing Model จึงกำหนดเงื่อนไขลงการใช้วิธีการเลือกตั้งกรรมการแบบสะสมในบริษัท ดังนี้คือ¹⁹

- (1). ในกรณีที่บริษัทมีผู้ถือหุ้น 1,000 คนต้องมีกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการอย่างน้อย 7 คนและถ้าบริษัทมีผู้ถือหุ้น 10,000 คนต้องมีกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการอย่างน้อย 12 คน

¹⁹ Bernard Black, Reinier Kraakma and Anna S. Tarassova , Guide to the Russian Law on Joint Stock Companies , (Hague Netherlands : Kluwer Law International , 1998) , pp. 51-53.

(2). ควรที่จะจำกัดสิทธิของผู้ถือหุ้นในการปลดกรรมการเป็นรายบุคคลออกจากตำแหน่ง กล่าวคือปลดเป็นรายบุคคลไม่ได้ (แต่ให้ปลดทั้งคณะได้) ทั้งนี้เนื่องมาจากว่า ถ้ากำหนดให้เลือกตั้งกรรมการโดยใช้คะแนนเสียงสะสม แต่กลับไปอนุญาตให้หลังจากที่เลือกตั้งเป็นกรรมการครบจำนวนแล้ว ให้เลือกปลดกรรมการเป็นรายบุคคลได้ก็อาจจะเกิดกรณีที่ผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างมากนำมาใช้ในทางที่ไม่ชอบ โดยกล่าวว่ากรรมการฝ่ายผู้ถือหุ้นรายย่อยทำความเสียหายให้กับบริษัทซึ่งจะเป็นเหตุให้กรรมการที่มาจากฝ่ายผู้ถือหุ้นข้างน้อยในบริษัทถูกปลดออกจากตำแหน่ง ซึ่งท้ายที่สุดก็จะทำให้บริษัทปราศจากกรรมการที่มาจากฝ่ายผู้ถือหุ้นข้างน้อยอยู่ดีและจะทำให้วิธีการเลือกตั้งแบบลงคะแนนเสียงสะสมไร้ค่าลงไป ดังนั้นจึงควรกำหนดมาตรการป้องกันเช่นกำหนดลงไปว่า ตั้งทั้งคณะเวลาปลดก็ให้ปลดและออกไปทั้งคณะ

(3). ควรกำหนดให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิออกเสียงแบบหุ้นหนึ่งต่อหนึ่งเสียงแบบตายตัว เพื่อให้สามารถคงไว้ซึ่งประสิทธิภาพของการเลือกตั้ง โดยวิธีการลงคะแนนเสียงเลือกตั้งแบบสะสมไว้ได้ต่อไป

อนึ่ง การกำหนดให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิออกเสียงแบบหุ้นหนึ่งต่อหนึ่งเสียงแบบตายตัวนี้ นอกจากจะมีประโยชน์ในอันที่จะช่วยให้การการเลือกตั้งโดยวิธีลงคะแนนเสียงแบบสะสมนี้ สามารถที่จะคงประสิทธิภาพไว้ได้ต่อไปแล้ว การกำหนดให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิออกเสียงในรูปแบบหรือในลักษณะดังกล่าวยังมีประโยชน์ในแง่อื่นๆอีกมากมาย เช่น ทำให้ผู้ถือหุ้นรู้สึกว่าได้รั้งคุ้มครองในระดับหนึ่งอันจะทำให้หุ้นมีสภาพคล่องที่จะขายเปลี่ยนมือ และ ทำให้บริษัทสามารถที่จะขายหุ้นในราคาที่สูงโดยไม่ถูกกดราคาจากผู้เข้ามาซื้อหุ้นมากเกินไปนัก อย่างไรก็ตาม การกำหนดให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิออกเสียงแบบหุ้นหนึ่งต่อหนึ่งเสียงตายตัวก็มีข้อด้อยตรงที่ทำให้โอกาสที่คณะกรรมการบริษัทจะกำหนดให้บริษัทมีโครงสร้างทุนที่มีความเหมาะสมหมดไปโดยไม่มีโอกาสที่จะกำหนดให้หุ้นมีสิทธิออกเสียงต่างกัน หรือ หุ้นที่มีสิทธิรับผลกำไรที่ต่างกัน ในราคาที่ต่างกัน เพื่อให้บริษัทมีต้นทุนทางการเงินที่เหมาะสมได้อีกต่อไป²⁰ ดังนั้น เพื่อให้เกิดทางออกที่ดีที่สุดกับทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องในเรื่องสิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้น ระบบ Self- Enforcing Model จึงเสนอให้กฎหมายบริษัทกำหนดหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการใช้สิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้น ไว้ดังนี้คือ

²⁰ OECD Principle of Corporate Governance, (United States : Clearance Center Customer Service, 1999), pp. 29-32.

(ก). ให้บริษัทสามารถออกหุ้นบุริมสิทธิที่ไม่มีสิทธิออกเสียงและหุ้นชนิดอื่น ๆ ที่ไม่มีสิทธิออกเสียงได้ แต่ต้องกำหนดข้อจำกัดลงไว้ด้วยว่าบริษัทจะออกหุ้นบุริมสิทธิหรือหุ้นชนิดอื่น ๆ ที่ไม่มีสิทธิออกเสียงได้นั้นในจำนวนแค่ไหนเพียงใด

(ข). แม้ว่าบริษัทจะได้ออกหุ้นบุริมสิทธิที่ไม่มีสิทธิออกเสียงแล้ว ต่อมาถ้ามีเหตุการณ์เช่น ควบกิจการ ซื้อหรือขายในทรัพย์สินขนาดใหญ่ กรณีที่บริษัทไม่ยอมจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ และ กรณีที่ได้แปลงหุ้นบุริมสิทธิเป็นหุ้นสามัญแล้วก็ให้ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิสามารถที่จะกลับเข้ามามีสิทธิออกเสียงได้

(ค). ก่อนที่จะซื้อหุ้นผู้ถือหุ้นต้องได้รับการบอกกล่าวก่อนว่าหุ้นที่ตนจะเข้าซื้อ มีสิทธิเพียงใดและหลังจากที่ได้ตัดสินใจเข้าซื้อหุ้นแล้วจะไม่มี การเปลี่ยนแปลงใดๆ ในสิทธิออกเสียงอีก เว้นแต่จะได้รับอนุมัติจากที่ประชุมใหญ่ของผู้ถือหุ้น ในบริษัท

(4). ในกรณีที่บริษัทมีกรรมการอิสระ (กรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกบริษัท) เพื่อให้กรรมการอิสระไม่ใช่อิสระแต่ในนาม ผู้เขียนมีความเห็นว่าควรกำหนดลงไป ในกฎหมายบริษัทว่าให้บริษัทมีกรรมการอิสระไม่น้อยกว่า 1/3 ของคณะกรรมการบริษัททั้งหมด และให้เลือกตั้งกรรมการอิสระดังกล่าวโดยวิธีลงคะแนนเสียงแบบสะสมเพื่อให้ได้กรรมการอิสระที่เป็น Watchdog Institution ได้อย่างแท้จริง

2. หลักเกณฑ์ทางกฎหมายเพื่อส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลที่ดีในบริษัทในกรณีเฉพาะเรื่อง

หัวข้อแรกที่ผ่านมาจะเน้นถึงเกณฑ์ที่ใช้กำกับ Routine Business Transaction ของบริษัท โดยเกณฑ์ที่ใช้กำกับได้ดีที่สุดคือ การใช้คณะกรรมการของบริษัท ดังนั้นเนื้อหาส่วนใหญ่จึงมุ่ง ๆ ไปที่ปัญหาการจัดสรรอำนาจบริหารภายในบริษัทและแนวทางการแก้ไข ปัญหาในโครงสร้างของคณะกรรมการของบริษัท ในหัวข้อสองนี้จะเน้นถึงหลักเกณฑ์เพื่อส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลที่ดีในเฉพาะเรื่อง ซึ่งมีเนื้อหาและสาระสำคัญดังนี้คือ

(1). กำหนดให้ผ่านกระบวนการพิจารณาอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทเพื่อให้คุ้มครองผลประโยชน์และส่วนได้เสียของผู้ถือหุ้น โดยคะแนนเสียงจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่จะใช้ในการลงมติอนุมัตินี้จะต้องได้คะแนนเสียงข้างมากแบบพิเศษมากกว่าเสียงข้างมากแบบธรรมดา ทั้งนี้เพื่อให้บริษัทสามารถคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีในบริษัทได้อย่างเต็มที่

อย่างไรก็ตาม ไม่ได้หมายความว่าคะแนนเสียงข้างมากแบบพิเศษนี้จะต้องได้คะแนนเสียงตั้งแต่ร้อยละเจ็ดสิบขึ้นไปจนคณะกรรมการของบริษัทไม่อาจทำอะไรได้ แต่ให้หมายถึงจำนวนที่มากพอที่จะคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยได้โดยพิจารณาจากโครงสร้างทุนของบริษัท เช่น ถ้าโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทแห่งหนึ่งถือหุ้นโดยลูกจ้างของบริษัทและคณะกรรมการของบริษัทมักจะใช้ความมั่นคงในตำแหน่งหน้าที่การงานของลูกจ้างมาบีบบังคับให้ลูกจ้างของบริษัทลงคะแนนเสียงไปตามที่คณะกรรมการบริษัทต้องการ ก็ควรที่จะกำหนดลงไปว่า คะแนนเสียงข้างมากแบบพิเศษในกรณีนี้คือ จำนวนหุ้นหรือจำนวนคะแนนเสียงที่สูงกว่าคะแนนเสียงของกรรมการและลูกจ้างที่ถือหุ้นในบริษัททั้งหมดรวมกัน เพื่อให้เกิดการคานอำนาจได้อย่างแท้จริง และ คุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยของบริษัทได้

(2). การกำหนดให้ใช้คะแนนเสียงข้างมากแบบพิเศษดังกล่าวนี้ไม่ได้เป็นการเอาผิดเอาเปรียบ หรือ ทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทเสียประโยชน์แต่ประการใดเพราะว่าจะต้องกรณีหรือเรื่องที่สำคัญจริง ๆ เท่านั้นถึงจะให้ใช้เสียงข้างมากแบบพิเศษนี้ (ส่วนกรณีใดที่จะถือว่าเป็นเรื่องสำคัญนั้นผู้เขียนจะขอก้าวอีกทีหนึ่งเมื่อถึงหัวข้อนั้น ๆ)

(3). กำหนดให้ผู้ถือหุ้นแต่ละคนมีสิทธิที่เรียกว่า Transactional Rights เข้ามาเป็นมาตรการเสริมเพื่อให้ระบบ Self - Enforcing Model สามารถทดแทนความเสียหายที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยได้โดยมีข้อพิจารณาดังนี้

ประการแรกคือ ในกรณีที่บริษัทได้ออกหุ้นเพิ่มทุนก็ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นเดิมในการที่จะซื้อหุ้นเพิ่มทุนตามอัตราส่วนของการถือหุ้นที่ผู้ถือหุ้นมีอยู่ก่อนเพิ่มทุนเพื่อให้สามารถรักษาสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัท หรือ ป้องกันการออกหุ้นใหม่ที่ขายต่ำกว่าราคาตลาดได้

ประการที่สองคือ ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นไม่เห็นด้วยกับเสียงส่วนใหญ่ของที่ประชุมผู้ถือหุ้นในกรณีที่มีการปรับโครงสร้างบริษัทเพื่อให้ผู้ถือหุ้นเหล่านี้มีทางออกก็อนุญาตให้ผู้ถือหุ้นเหล่านี้ขายหุ้นคืนแก่บริษัทได้

ประการที่สามคือ ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นไม่เห็นด้วยกับการที่บริษัทเปลี่ยนอำนาจควบคุมเนื่องจากมีบุคคลภายนอกเข้ามาครอบงำกิจการ จึงทดแทนความเสียหายที่เกิดขึ้นกับผู้ถือหุ้นจากการถ่ายโอนอำนาจควบคุมกิจการจากบุคคล (ที่ถูกสันนิษฐานว่าน่าเชื่อถือ) ไปยังบุคคล (ที่ถูกสันนิษฐานว่าไม่ค่อยน่าเชื่อถือ) ก็ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นก่อนมีการเปลี่ยนอำนาจควบคุมในบริษัทสามารถที่จะขายหุ้นให้แก่ผู้ที่เข้ามาครอบงำกิจการได้²¹

อนึ่ง เพื่อให้สะดวกต่อการวิเคราะห์ว่าหลักเกณฑ์ทางกฎหมายเพื่อส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลที่ดีในบริษัทในกรณีเฉพาะเรื่องนี้มีเนื้อหาและรายละเอียดเป็นประการใด ผู้เขียนจึงขอแยกพิจารณาเป็น 4 กรณีด้วยกันคือ

²¹ These Transactional Rights can be understood as call options and put options , for those familiar with options terminology .

A call option on share involves the right to buy the shares at a specified price, within a specified period of time. A put option on share involves the right to sell the share at a specified price, within a specified period of time.

Shareholders also receive transactional rights (put and call option) triggered by specified corporate actions. These include Redemption Right (put option) for shareholders who do not approve major transactions ; preemptive rights (call option) when a company issues new shares ; and Take out right (put option) when controlling stake in the firm is acquired (that is, minority shareholder rights to sell their Shares the new controlling shareholder)

- ก. กรณีที่มีการปรับโครงสร้างบริษัท
- ข. กรณีที่บริษัทที่จะเข้าทำสัญญาใดๆซึ่งมีคู่สัญญาอีกฝ่ายเป็นกรรมการผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่
- ค. กรณีที่มีบุคคลภายนอกเข้ามาถือหลักทรัพย์ของบริษัทเพื่อเข้าครอบงำกิจการ
- ง. กรณีที่บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนและซื้อหุ้นคืน

2.1. กรณีที่มีการปรับโครงสร้างบริษัท (Reorganization)

การปรับโครงสร้างของบริษัทนี้มีความหมายกว้างมาก โดยทั่วไปการปรับโครงสร้างบริษัทจะมีความหมายรวมถึงวิธีที่ทั้ง 2 บริษัทรวมเข้าด้วยกันทั้งทางด้านทรัพย์สินและหนี้สิน และเกิดใหม่เป็นบริษัทที่สามหรือที่เรียกว่าการควบกิจการ การซื้อขายทรัพย์สินขนาดใหญ่ไม่ว่าจะซื้อโดยตรงหรือซื้อผ่านบริษัทลูก การชำระบัญชีเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ ซึ่งไม่ว่าจะปรับโครงสร้างบริษัทโดยวิธีใดก็ตาม การปรับโครงสร้างบริษัทย่อมก่อให้เกิดผลกระทบที่รวดเร็วและรุนแรงต่อบริษัทที่ผู้ถือหุ้นเข้าไปลงทุนและบางครั้งการปรับโครงสร้างบริษัทอาจถูกบุคคลวงในของบริษัทนำมาใช้เพื่อขยับถ่ายทรัพย์สินที่มีค่าออกไปจากบริษัทได้

ดังนั้นในประเทศที่พัฒนาแล้ว จึงได้กำหนดกฎเกณฑ์ที่มากำกับโดยกำหนดให้การปรับโครงสร้างบริษัทอย่างเข้มงวดดังนี้

- (1) บริษัทสามารถดำเนินการใดๆที่ถูกต้องว่าเป็นการปรับโครงสร้างบริษัทได้ก็ต่อเมื่อได้รับอนุญาตจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นเท่านั้น
- (2) บริษัทต้องกำหนดทางออกให้แก่ผู้ถือหุ้นที่คัดค้านเพื่อเยียวยาในความเสียหายที่ผู้ถือหุ้นเหล่านี้คาดว่าจะได้รับเมื่อบริษัทตัดสินใจที่จะให้มีการปรับโครงสร้างบริษัท โดยการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นที่คัดค้านเหล่านี้ขายหุ้นคืนแก่บริษัทได้

โดยเนื้อหาในส่วนนี้จะแบ่งพิจารณาออกเป็น 3 ประเด็น

- ประเด็นแรก การปรับโครงสร้างของบริษัทได้แก่กรณีใดบ้าง
- ประเด็นที่สอง คะแนนเสียงที่ใช้ลงมติอนุมัติควรใช้จำนวนเท่าใด

ประเด็นที่สาม เมื่อให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นที่คัดค้านสามารถที่จะขายหุ้นคืนแก่บริษัทได้ ก็มีประเด็นที่ต้องพิจารณากันต่อไปว่าบริษัทควรจะรับซื้อหุ้นที่ตนออกจำหน่ายไปคืนในราคาเท่าใดคืนควรจะเป็นเท่าไร

ในประเด็นแรกคือการปรับโครงสร้างของบริษัทได้แก่กรณีใดบ้าง จากการศึกษาพบว่าระบบ Self - Enforcing ได้กำหนดเรื่องใหญ่ไว้ด้วยกัน 4 กรณีด้วยกันคือ

- (1). a reorganization involving the company and one or more other companies
- (2). a liquidation of the company.
- (3). a transformation of company into another type of legal entity , such as a limited liability society ; and
- (4). a sale or purchase of assets , directly or through subsidiaries , for a price equal to 50 % or more of the book value of the company 's assets.

จะเห็นได้ว่าการปรับโครงสร้างของบริษัทใน 3 กรณีแรกเป็นกรณี queen ได้โดยทั่วไป ในกฎหมายบริษัทของประเทศที่พัฒนาแล้ว ส่วนการซื้อขายทรัพย์สินขนาดใหญ่ไม่ว่าจะซื้อโดยตรงหรือซื้อผ่านบริษัทลูกหรือกรณีที่ 4 นั้นจะเห็นได้ว่าเป็นกรณีที่ไม่ค่อยปรากฏในกฎหมายของประเทศที่พัฒนาแล้วแต่เหตุที่เรานำมาเสนอขึ้นมาก็เนื่องมาจากการกำกับดูแลไม่ทำให้บริษัทเข้าทำสัญญาในสัญญาใดๆที่มีกรรมการผู้บริหาร และ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นคู่สัญญาอีกฝ่ายของบริษัท (ดังที่จะกล่าวต่อไปในภายหลัง) มักจะไม่ถูกเปิดเผยขึ้นมาและเป็นง่ายต่อการที่บุคคลวงในผู้มีส่วนได้เสียจะถือเอาประโยชน์อันทำให้บริษัทและผู้ถือหุ้นรายย่อยอื่นที่ไม่ได้เกี่ยวข้องไม่ล่วงรู้ได้รับผลร้าย ดังนั้นเพื่อป้องกันเหตุร้ายและความเสียหายที่อาจจะเกิดขึ้นแก่บริษัทและผู้ถือหุ้นรายย่อย รวมทั้งส่งเสริมให้กำกับดูแลบริษัทที่จะเข้าทำสัญญาใดๆซึ่งมีคู่สัญญาอีกฝ่ายเป็นกรรมการผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นจึงเป็นเหตุผลให้เรากำหนดให้สัญญาซื้อขายทรัพย์สินเฉพาะที่มีขนาดใหญ่ที่มีกรรมการ ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนได้เสียเข้าขายเป็นกรณีที่ 4 ที่ต้องผ่านการตรวจสอบซ้ำอีกครั้ง

๒. หนึ่งจากหลักเกณฑ์ที่ใช้กำกับบริษัทที่ต้องการจะปรับโครงสร้างบริษัทนั่นเอง²²

²² Bernard Black, Reinier Kraakma and Anna S. Tarassova , Guide to the Russian Law on Joint Stock Companies , (Hague Netherlands : Kluwer Law International , 1998) , pp. 59-61.

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าการซื้อขายทรัพย์สินขนาดใหญ่ไม่ว่าจะซื้อโดยตรงหรือซื้อผ่านบริษัทลูกควรที่จะต้องถูกกำกับดูแลอย่างเข้มงวดตามที่กล่าวมาแล้วข้างต้น แต่ถ้าเรากำหนดให้การซื้อขายทรัพย์สินที่มีขนาดใหญ่ทุกกรณีต้องผ่านกระบวนการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นทุกครั้งก็จะก่อให้เกิดความสิ้นเปลืองทั้งในด้านตัวเงิน และ เวลาจากการที่คณะกรรมการบริษัทจะต้องเรียกประชุมผู้ถือหุ้นและต้องรอคอยจนกว่าจะมีการประชุมผู้ถือหุ้นขึ้นจริงเพื่อขอมติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้มีมติเห็นชอบก่อนบริษัทจึงกระทำได้ ดังนั้น เพื่อลดความสิ้นเปลืองทั้งในแง่ตัวเงินเวลาดังกล่าว ในขณะเดียวกัน ก็ป้องกันการฉวยโอกาสจากบุคคลวงในที่อยู่ในบริษัทได้ด้วยจึงควรกำหนดว่าเฉพาะกรณีที่มีการทุจริต หรือ ฉวยโอกาสมากๆเท่านั้นที่ต้องขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น เช่น กำหนดเงื่อนไขลงไปว่าถ้าเป็นการดำเนินธุรกิจอันเป็นเงื่อนไขทางการค้าโดยทั่วไปของบริษัทแล้ว ให้ถือเป็นรายการที่ไม่ตกอยู่ภายใต้การฉวยโอกาสจากบุคคลวงในที่อยู่ในบริษัทอาจได้รับการยกเว้น ไม่ต้องผ่านกระบวนการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นก่อนก็ได้หรือใช้ร่วมกับการกำหนดคณิยามศัพท์คำว่า “ ขาย ” โดยกำหนดให้คำว่า “ ขาย ” ไม่ควรที่จะรวมถึง การนำทรัพย์สินขนาดใหญ่ของบริษัทไปเป็นหลักประกันในการกู้ยืมเงินจากธนาคาร แม้ว่าการผิดเงื่อนไขในสัญญากู้ยืมเงิน (จะส่งผลทางอ้อมที่จะให้ทรัพย์สินของบริษัทถูกขายเพื่อตีใช้หนี้) อันเป็นการขายทรัพย์สินของบริษัทโดยทางอ้อมก็ตาม ทั้งนี้ เนื่องมาจากการกระทำดังกล่าว นอกจากจะทำให้ผิดสัญญาฉบับหนึ่งแล้ว ยังอาจส่งผลให้ผิดสัญญาฉบับอื่นๆซึ่งมี Cross- Default - Provision เข้ามากำกับดูแลอยู่แล้วจึงไม่จำเป็นที่จะต้องมากำกับดูแลบริษัทซ้ำซ้อนโดยผ่านกระบวนการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นอีกต่อไป

ประเด็นที่สองคือคะแนนเสียงที่ใช้ลงมติอนุมัติควรใช้จำนวนเท่าใด

คำตอบในเบื้องต้นคือ จะต้องใช้คะแนนเสียงข้างมากแบบพิเศษมากกว่าการใช้แค่เสียงข้างมากแบบธรรมดาเพื่อตอบสนองต่อเป้าหมายของระบบ Self-Enforcing Model ที่อยู่ที่การคุ้มครองประโยชน์ได้เสียของผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นหลัก แต่การที่จะกำหนดตัวเลขออกมาในจำนวนที่ตายตัวว่าคะแนนเสียงข้างมากแบบพิเศษว่าควรจะเป็นเท่าไรนั้นจากการศึกษาพบว่าไม่สามารถจะหาตัวเลขดังกล่าวได้ ทั้งนี้เนื่องจากจำนวนตัวเลขดังกล่าวต้องขึ้นอยู่กับโครงสร้างการถือหุ้นในบริษัท (Ownership Structure of Public Companies) เช่น ในโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทในประเทศศรีสเทียที่ส่วนใหญ่แล้วจะถือหุ้นโดยลูกจ้างของบริษัท สิ่งที่จะเกิดขึ้น คือ กรรมการของบริษัทจึงมักใช้ความมั่นคงในตำแหน่งหน้าที่การงานของลูกจ้างในการที่จะบังคับให้ลูกจ้างของบริษัทลงคะแนนเสียงไปตามที่คณะกรรมการบริษัทต้องการ

เมื่อโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทเป็นเช่นนี้แล้ว การที่จะกำหนดให้ใช้คะแนนเสียงข้างมากแบบพิเศษมากกว่าการใช้แค่เสียงข้างมากแบบธรรมดา จึงควรกำหนดให้คะแนนเสียงที่ใช้ให้สูงกว่าคะแนนเสียงของกรรมการและลูกจ้างที่ถือหุ้นในบริษัทรวมกัน ทั้งนี้เพื่อคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยในบริษัทได้อย่างแท้จริง แต่ไม่ควรสูงเกินไปจนบริษัทไม่อาจถือเอาประโยชน์จากการปรับโครงสร้างบริษัทได้²³

ประเด็นที่สามคือบริษัทควรจะรับซื้อหุ้นที่ตนได้ออกจำหน่ายไปคืนในราคาเท่าใด

จากการศึกษาพบว่าระบบ Self – Enforcing กำหนดให้ซื้อหุ้นคืนในราคา Fair Market Value คือราคาหุ้นในตลาดก่อนที่จะปรับโครงสร้างบริษัท ซึ่งมาตรฐานราคาหุ้นดังกล่าวจะไม่มีปัญหาในตลาดในประเทศที่พัฒนาแล้ว เนื่องจากมีตลาดที่สามารถสะท้อนราคาซื้อขายหรือมูลค่าหุ้นที่ซื้อขายได้คืออยู่แล้ว แต่อาจมีปัญหาสำหรับตลาดในประเทศกำลังพัฒนาที่มักจะหาราคาตลาดของหุ้นไม่ได้ (รายละเอียดเพิ่มเติมในเรื่องราคาหุ้นที่บริษัทจะใช้รับซื้อคืนนี้ ผู้เขียนขอให้ศึกษาเพิ่มเติมได้จากหัวข้อ 2.4 เรื่องกรณีที่บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนและกรณีที่บริษัทซื้อหุ้นคืน)

อนึ่ง นอกจาก 3 ประเด็นตามที่กล่าวมาข้างต้นแล้วก็มีข้อพิจารณาในด้านตัวผู้มีสิทธิขายหุ้นคืนแก่บริษัท กล่าวคือ ในปัจจุบันได้กำหนดให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่เห็นด้วยกับเสียงส่วนใหญ่ของที่ประชุมผู้ถือหุ้นเท่านั้นที่มีสิทธิขายหุ้นคืนแก่บริษัทได้ (Redemption Right) ซึ่งการกำหนดเช่นนี้ก็มิใช่ข้อดีคือ

(1). ทำให้บริษัทสามารถทดแทนความเสียหายที่ผู้ถือหุ้นของบริษัทเหล่านี้ได้รับ โดยการให้บริษัทรับซื้อคืน

(2). แต่มีข้อสังเกตว่าการให้สิทธิผู้ถือหุ้นขายหุ้นที่ตนถือคืนแก่บริษัทได้ ก็มีข้อเสียเช่นกัน กล่าวคือ ทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทไม่พยายามเรียนรู้ หรือ ศึกษาข้อมูลว่าการซื้อหรือขายทรัพย์สินของบริษัทนั้นจะก่อให้เกิดผลดีหรือไม่ โดยจะใช้วิธีคัดค้านไว้ก่อนเพื่อให้ได้มาซึ่ง สิทธิผู้ถือหุ้นขายหุ้นที่ตนถือคืนแก่บริษัท

²³ Bernard Black, Reinier Kraakma and Anna S. Tarassova , Guide to the Russian Law on Joint Stock Companies , (Hague Netherlands : Kluwer Law International , 1998) , p. 60.

(3). เหตุผลที่ผู้ถือหุ้นมักจะคัดค้านไว้ก่อนก็เนื่องจากว่า สิทธิผู้ถือหุ้นขายหุ้นที่ตนถือคืนแก่บริษัทนั้นมีมูลค่าที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดโดยเรียกให้บริษัทซื้อหุ้นคืนได้ ไม่ว่าหลังจากนั้น ราคาหุ้นในตลาดจะราคาตกต่ำลงอันเป็นกระทบมาจากการที่บริษัทเข้าไปทำธุรกรรมซื้อ หรือ ขายทรัพย์สินขนาดใหญ่หรือเข้าไปควบกิจการหรือไม่ก็ตาม ดังนั้นเพื่อป้องกันและ แก้ไขปัญหาจึงควรจำกัดระยะเวลาการใช้สิทธิผู้ถือหุ้นว่าจะขายหุ้นที่ตนถือคืนแก่บริษัทภายในระยะเวลาที่วันนับแต่วันที่ผู้ถือหุ้นมีสิทธิ²⁴

2.2. กรณีที่บริษัทที่จะเข้าทำสัญญาใดๆซึ่งมีคู่สัญญาอีกฝ่ายเป็นกรรมการผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Self - Interest Transaction)

จากการศึกษาพบว่า ระบบ Self - Enforcing กำหนดให้กำกับดูแลให้บริษัทไม่อาจทำสัญญาใดๆที่มีคู่สัญญาอีกฝ่ายเป็นกรรมการ ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนได้เสียได้ เว้นแต่ สัญญาดังกล่าวจะได้รับความเห็นชอบจากกรรมการที่ไม่มีมีส่วนได้เสียในบริษัทเสียก่อน โดยกรรมการที่ไม่มีส่วนได้เสียจะให้ความเห็นชอบได้ต่อเมื่อสัญญานั้นมีความเป็นธรรมกับบริษัท

ปัญหา คือกรณีใดถือว่าเป็นธรรมกับบริษัท

คำตอบคือ กรณีปัญหาดังกล่าวข้างต้นควรจะแปลความคำว่ามีความเป็นธรรมกับบริษัท โดยพิจารณาจากราคาที่ซื้อหรือขายเทียบกับราคาตลาดของทรัพย์สิน ณ เวลาที่มีการซื้อหรือขายเกิดขึ้น กล่าวคือถ้าบริษัทเป็นฝ่ายซื้อทรัพย์สินเข้ามา บริษัทไม่ควรจ่ายเงินในจำนวนที่เกินกว่าราคาตลาดของทรัพย์สินนั้น แต่ถ้าบริษัทเป็นฝ่ายขายทรัพย์สินของบริษัทออกไป บริษัทก็ไม่ควรได้รับชำระเงินค่าตอบแทนน้อยกว่าราคาตลาดของทรัพย์สินในขณะนั้น เป็นต้น

เหตุผลที่กำหนดให้บริษัทไม่อาจทำสัญญาใดๆที่มีคู่สัญญาอีกฝ่ายเป็นกรรมการ ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนได้เสีย เว้นแต่จะผ่านกระบวนการพิจารณาอนุมัติจากกรรมการที่

²⁴ Bernard Black, Reinier Kraakma and Anna S. Tarassova , Guide to the Russian Law on Joint Stock Companies , (Hague Netherlands : Kluwer Law International , 1998) , pp. 63-65.

ไม่มีส่วนได้เสียเท่านั้นก็เนื่องมาจากต้องการให้เกิดสมดุลระหว่าง ความเสี่ยง ค่าใช้จ่ายและ ประโยชน์ที่จะได้จากการเข้าทำสัญญา กล่าวคือ ถ้ากำหนดให้ทุกๆสัญญาที่กรรมการและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนได้เสียต้องผ่านการลงมติอนุมัติจากผู้ถือหุ้นแต่เพียงอย่างเดียว ก็อาจทำให้เกิดผลร้าย โดยอาจจะเข้าไปห้ามมิให้บริษัทเป็นประโยชน์ต่อบริษัทแทนที่จะไปห้ามสัญญาที่ไม่เป็นประโยชน์ต่อบริษัทก็ได้

ข้อสังเกต

การกำหนดให้ผ่านกระบวนการพิจารณาอนุมัติจากกรรมการบริษัท อาจจะมีแนวโน้มที่จะช่วยให้เกิดกรณีที่กรรมการใช้ดุลพินิจที่ไม่เป็นอิสระขึ้นมาได้ แต่ไม่ต้องเป็นกังวลแต่อย่างใด เนื่องจากกรรมการบริษัทได้รับเลือกตั้งผ่านวิธีการเลือกตั้งโดยลงคะแนนเสียงแบบสะสม มีแนวโน้มที่จะทำให้กรรมการใช้ดุลพินิจได้อย่างอิสระ²⁵

2.3. กรณีที่มีบุคคลภายนอกเข้ามาถือหลักทรัพย์ของบริษัทเพื่อเข้าครอบงำกิจการ (Control Transaction)

ในเรื่องการเข้าครอบงำกิจการหรือเข้าไปมีอำนาจควบคุมในกิจการนั้น จะมีข้อสังเกตในเบื้องต้นว่าจะมีกฎที่ใช้สำหรับกำกับดูแลการเข้าครอบงำกิจการน้อยกว่ากรณีอื่นๆ ทั้งนี้เนื่องจากการที่อนุญาตให้เกิดการครอบงำ หรือ เปลี่ยนอำนาจควบคุมได้ง่ายจะช่วยส่งเสริมให้บริษัทปรับโครงสร้างไปในทางที่ดีได้ ยิ่งไปกว่านั้นการที่สามารถเข้าครอบงำกิจการได้ง่ายโดยไม่ต้องให้กรรมการของบริษัทที่ดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการอยู่ในขณะนั้นยินยอม ก็เท่ากับสนับสนุนให้ผู้เข้ามาใหม่ต่อต้านการบริหารจัดการที่ไม่ดี โดยการเปลี่ยนคณะกรรมการบริษัทชุดเดิมออกไปได้อีกด้วย

โดยระบบ Self - Enforcing ได้กำหนดหลักเกณฑ์เพื่อกำกับการเข้าหลักทรัพย์เพื่อเข้าครอบงำกิจการไว้ดังนี้คือ

²⁵ Bernard Black, Reinier Kraakma and Anna S. Tarassova , Guide to the Russian Law on Joint Stock Companies , (Hague Netherlands : Kluwer Law International , 1998) , p. 68.

(1). กำหนดให้บุคคลภายนอกเข้ามาครอบงำกิจการในหุ้นของบริษัท ตั้งแต่ร้อยละ 30% ขึ้นไปต้องเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของบริษัทที่ยังเหลืออยู่ในราคาสูงสุดที่บุคคลภายนอกเคยจ่ายเพื่อให้ได้มาซึ่งหุ้นของบริษัทในช่วงระยะเวลาใดระยะเวลาหนึ่ง ซึ่งเห็นสมควรว่าควรกำหนดช่วงเวลาเอาไว้ที่ 6 เดือนเพื่อคุ้มครองความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นกับผู้ถือหุ้นจากการถ่ายโอนอำนาจควบคุมกิจการจากบุคคล (ที่สันนิษฐานว่าเป็นที่น่าเชื่อถือ) ไปยังบุคคล (ที่สันนิษฐานว่าไม่ค่อยเป็นที่น่าเชื่อถือ) ตลอดจนเพื่อให้ผู้ถือหุ้นทุกคนของบริษัทได้รับความเป็นธรรมในแง่ของราคาที่บุคคลภายนอกจากบริษัทเข้ามารับซื้อที่เท่าเทียมกัน²⁶

(2). กำหนดให้นำมาตรการ Delay และ Notice Provision เข้ามาเสริมด้วย เพื่อให้โอกาสกรรมการของบริษัทที่จะหาบุคคลอื่นที่เสนอราคาได้ดีกว่าผู้เสนอราคาคนแรก ซึ่งจะทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถที่จะขายหุ้นได้ราคาที่สูงขึ้น หรือ ในกรณีที่กรรมการของบริษัทไม่ได้หาบุคคลอื่นเข้ามาเสนอราคา ในกรณีที่ราคาหุ้นต่ำเกินไป ประกอบกับยังพอมีเวลาที่ย่อมจูงใจให้มีบุคคลอื่นเข้ามาเสนอราคาที่สูงกว่าอันจะเป็นประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตามก็พบว่า มาตรการ Delay และ Notice Provision นี้ก็สร้างปัญหาบางประการเช่นทำให้กรรมการของบริษัทที่จะถูกครอบงำกิจการรู้ตัวล่วงหน้า และ พยายามสร้างอุปสรรคขัดขวางมิให้มีการเปลี่ยนอำนาจควบคุมในบริษัทได้โดยง่าย เพื่อให้สามารถรักษาเก้าอี้ที่ตนนั่งเป็นกรรมการอยู่ให้ดำรงอยู่ต่อไป ดังนั้นเพื่อกันไม่ให้ปัญหานี้เกิดขึ้นจึงควรกำหนดลงไปในกฎหมายบริษัทเพิ่มเติมลงไปว่า ห้ามกรรมการออกมาตรการที่เป็นการต่อต้านการครอบงำกิจการเว้นเสียแต่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น²⁷

2.4. กรณีที่บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนและซื้อหุ้นคืน (Issuance and Repurchase of Shares)

กรณีที่บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนและซื้อหุ้นคืนเป็นกรณีสุดท้าย ซึ่งจะถูกลงนามเป็นพิเศษ โดยกรณีดังกล่าวอาจถูกนำมาใช้ในทางที่ผิดเพื่อเปลี่ยนแปลงอำนาจในการควบคุมบริษัท

²⁶ Bernard Black, Reinier Kraakma and Anna S. Tarassova , Guide to the Russian Law on Joint Stock Companies , (Hague Netherlands : Kluwer Law International , 1998) , pp. 69-71.

²⁷ Ibid ., pp. 71-73.

ในระหว่างผู้ถือหุ้นได้โดยง่าย (reallocate voting power among shareholders) แต่อย่างไรก็ตามก็ไม่มีอะไรสำคัญไปกว่าการอยู่รอดและเติบโตขึ้นของบริษัท ดังนั้นไม่ว่าจะออกมาตราการใดๆมาเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นก็ต้องคิดคำนึงด้วยว่า มาตรการนั้นจะต้องไม่เป็นอุปสรรคแก่บริษัทหรือทำให้บริษัทเสียโอกาสที่จะเพิ่มทุนไป²⁸

2.4.1. กรณีที่บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุน

โดยแรกเริ่มเดิมทีก็มีข้อเสนอว่า ควรจะยกเลิกระบบที่บริษัทสามารถมีทุนจดทะเบียนเป็นจำนวนสูงกว่าหุ้นที่ได้ออกจำหน่าย (authorized but unissued shares) เสียเพื่อบังคับให้กรรมการบริษัทต้องขออนุมัติผู้ถือหุ้นทุกครั้งที่บริษัทต้องการที่จะออกหุ้นเพิ่มทุนแต่ข้อเสนอดังกล่าวนี้ได้ถูกยกเลิกไปเสียก่อนเพราะการยกเลิกระบบดังกล่าวทำให้บริษัทระดมทุนได้ยากขึ้น อนึ่งแม้จะหันไปบังคับให้กรรมการบริษัทต้องขออนุมัติผู้ถือหุ้นทุกครั้งที่บริษัทต้องการที่จะออกหุ้นเพิ่มทุนจริงๆก็ไม่อาจคุ้มครองผู้ถือหุ้นได้อย่างเด็ดขาดและแก้ไขปัญหาในเรื่องการเพิ่มทุนของบริษัทได้อย่างลุล่วงทั้งนี้เนื่องจากกรรมการของบริษัทจะค้นหาวิธีการหลีกเลี่ยงกฎหมายข้อนี้จนได้ เช่น อาจจะไปขอให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติอนุมัติในการเพิ่มทุนไว้ล่วงหน้า (blank- check authorization) ซึ่งถ้าเลี้ยงได้สำเร็จก็จะส่งผลให้กฎหมายบริษัทปราศจากมาตรการใดๆที่จะมาช่วยเหลือและคุ้มครองผู้ถือหุ้นได้ต่อไป²⁹ ดังนั้นเพื่อให้คุ้มครองผู้ถือหุ้นได้อย่างเด็ดขาดและแก้ไขปัญหในเรื่องการเพิ่มทุนของบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ ระบบ Self - Enforcing จึงได้กำหนดให้ใช้มาตรการ 4 อย่างร่วมกันดังต่อไปนี้คือ

(1). ในกรณีที่บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนและขายหุ้นเพิ่มทุนนั้นให้แก่กรรมการบริษัทหรือขายให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะเท่ากับเป็น Self-Interest Transaction ซึ่งต้องถูกกำกับดูแลโดยผ่านการพิจารณาอนุมัติจากกรรมการที่ไม่มีส่วนได้เสียในบริษัทตามข้อ 2.2.2. อยู่แล้ว³⁰

²⁸ Bernard Black, Reinier Kraakma and Anna S. Tarassova , Guide to the Russian Law on Joint Stock Companies , (Hague Netherlands : Kluwer Law International , 1998) , p. 74.

²⁹ Ibid., p. 74.

³⁰ Ibid ., p. 75.

(2). ในกรณีที่บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนจำนวนมาก ๆ ก็จะเท่ากับว่าเป็นการปรับโครงสร้างของบริษัท ซึ่งจะถูกกำกับดูแลโดยเสียงข้างมากแบบพิเศษมากกว่าเสียงข้างมากแบบธรรมดาจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นตามข้อ 2.2.1. อยู่แล้วเช่นกัน³¹

(3). ในกรณีที่กรรมการบริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนในราคาต่ำกว่าราคาตลาดให้กับพวกพ้องก็เท่ากับกรรมการทำผิดหน้าที่ต้องถูกกำกับ โดย Personal liability อยู่แล้ว³²

(4). กรณีสุดท้ายนี้เสนอให้ทุกครั้งที่บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนให้บริษัทให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นที่เรียกว่า Preemptive Rights และ Participation Rights³³

Preemptive Rights คือ สิทธิที่บริษัทให้แก่ผู้ถือหุ้นในบริษัทในการที่จะซื้อหุ้นเพิ่มทุนตามอัตราส่วนของการถือหุ้นที่ผู้ถือหุ้นแต่ละคนมีอยู่ก่อนเพิ่มทุน เพื่อให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทมีโอกาสที่จะรักษาสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทที่ถืออยู่แต่เดิมไว้ได้แต่อย่างไรก็ตามไม่ได้หมายความว่า จะบังคับโดยเด็ดขาดว่าทุกครั้งที่มีการเพิ่มทุนบริษัทจะต้องให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นในการที่จะซื้อหุ้นเพิ่มทุนก่อนเสมอ อย่างไรก็ตามในบางกรณีเพื่อความจำเป็นและการอยู่รอดเติบโตขึ้นของบริษัท การจะรอให้ผู้ถือหุ้นปฏิเสธการใช้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุนก่อนแล้วหลังจากนั้นบริษัทจึงสามารถที่จะนำหุ้นเพิ่มทุนไปขายต่อให้บุคคลภายนอกบริษัทได้อาจจะไม่ทันการ ดังนั้นเพื่อให้บริษัทสามารถที่จะอยู่รอดได้ต่อไป ระบบ Self - Enforcing จึงกำหนดให้บริษัทสามารถขอให้ผู้ถือหุ้นของตนยกเว้นการใช้สิทธิในการที่จะซื้อหุ้นเพิ่มทุนได้ อย่างไรก็ตามการยกเว้นนี้อาจจะก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้นภายหลังได้ ถ้าหลังจากได้รับมติยกเว้นจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น บริษัทได้ออกหุ้นเพิ่มทุนขายต่อบุคคลภายนอกในราคาขายที่ต่ำกว่าราคาตลาด ดังนั้นเพื่อป้องกันผลกระทบดังกล่าว ระบบSelf-Enforcing จึงกำหนดทางแก้ไขแก่ผู้ถือหุ้นที่คัดค้าน โดยให้สิทธิที่เรียกว่า Participation Right³⁴

ดังนั้น เราจึงสรุปว่าParticipation Right คือ สิทธิที่บริษัทให้แก่ผู้ถือหุ้นในบริษัทที่คัดค้านสามารถซื้อหุ้นเพิ่มทุนได้ภายหลังที่บริษัทออกหุ้นใหม่ราคา offering pricing เสมือนหนึ่ง

³¹ Bernard Black, Reinier Kraakma and Anna S. Tarassova , Guide to the Russian Law on Joint Stock Companies , (Hague Netherlands : Kluwer Law International , 1998) , p. 75.

³² Ibid ., p. 75.

³³ Ibid ., p. 75.

³⁴ Ibid ., p. 75.

กับที่ผู้ถือหุ้นสามารถซื้อหุ้นเพิ่มทุนได้ตามปกติอยู่แล้ว ถ้าหากไม่มีมติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น
 มากเกินเอาไว้อ³⁵

Participation Right เป็นสิทธิที่มีความสำคัญมาก โดยเราอาจจะเห็นความสำคัญของ
 Participation Right ได้จากตัวอย่างที่จะยกมาเป็นกรณีศึกษาข้างล่างนี้

กรณีศึกษาสมมติว่า ธนาคารมีลูกค้ำของตนซึ่งถือหุ้นในบริษัทหนึ่งประมาณ 50%
 (ผู้วิจัยขอเรียกลูกค้ำของธนาคารที่ถือหุ้นในบริษัทแห่งหนึ่งในปริมาณมากต่อไปว่า “ ผู้ถือ
 หุ้นรายใหญ่”) และธนาคารก็ถือหุ้นอีก30%ในบริษัทเดียวกันกับที่ลูกค้ำของธนาคารถือหุ้น
 ในวันหนึ่งลูกค้ำของธนาคารได้วางแผนให้บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนในราคาต่ำกว่าราคาตลาด
 เพื่อว่าตนจะได้รับซื้อหุ้นเพิ่มทุนไว้ทั้งหมด เพื่อลดสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่
 เหลืออยู่ในบริษัทประมาณ 20% ให้หมดไป

ซึ่งแน่นอน การออกหุ้นเพิ่มทุนดังกล่าวแน่นอนย่อมเข้าเป็นทั้งการปรับโครงสร้าง
 บริษัทและSelf-Interest Transaction ซึ่งต้องถูกกำกับโดยการลงมติอนุมัติทั้งจากจากที่ประชุม
 ผู้ถือหุ้นของบริษัทและจากกรรมการที่ไม่มีส่วนได้เสียในบริษัท

แม้กระนั้นก็ตาม ก็มีความเป็นไปได้ที่กรรมการที่ไม่มีส่วนได้เสียและธนาคารผู้ซึ่ง
 ต้องการช่วยเหลือลูกค้ำของตนจะมีมติเห็นชอบให้บริษัทเพิ่มทุน รวมทั้งยกเว้นสิทธิของผู้ถือ
 หุ้นที่ซื้อหุ้นเพิ่มทุนตามอัตราสัดส่วนการถือหุ้นที่มีอยู่ก่อนการเพิ่มทุน และ ให้ขายหุ้นเพิ่ม
 ทุนทั้งหมดให้กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทที่ถือหุ้นในขณะนั้นประมาณ 50% อยู่แล้วก็ได้

ซึ่งถ้าต้องเป็นคดีขึ้นสู่ศาลกันจริงๆการที่จะพิสูจน์ว่า ธนาคารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่
 ถืออยู่ประมาณ 50% มีความเกี่ยวข้องกันเพื่อให้ธนาคารขาดคุณสมบัติที่จะใช้สิทธิออกเสียง
 นั้นเป็นไปได้หรือไม่ คำตอบคือเป็นไปได้ยาก นอกจากนี้การที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะได้แย้งว่า
 การเพิ่มทุนนั้นทำโดยเจตนาไม่สุจริต เนื่องจากได้ขายหุ้นเพิ่มทุนต่ำกว่าราคาตลาดก็พิสูจน์ได้
 ยากเนื่องจาก ธนาคารอาจจะโอนขายหุ้นที่ตนถืออยู่บางส่วนออกสู่ตลาดในราคาที่ต่ำเพื่อหัก
 ล้างค้ำกล่าวอ้างของผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยสร้างภาพให้เห็นว่า ราคาที่ต่ำนั้นก็ป็นราคาตลาดแล้ว
 ก็ได้

จากกรณีศึกษานี้พอสรุปและชี้ให้เห็นแล้วว่า มาตรการต่างๆที่กำหนดไว้เพื่อให้การ
 เพิ่มทุนของบริษัทมีประสิทธิภาพ (ไม่ว่าจะต้องของความเห็นชอบจากกรรมการที่ไม่มีส่วน

³⁵ Bernard Black, Reinier Kraakma and Anna S. Tarassova , Guide to the Russian Law on
 Joint Stock Companies , (Hague Netherlands : Kluwer Law International , 1998) , p. 76.

ได้เสียก่อน หรือ จะต้องได้รับมติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อน หรือ ต้องให้สิทธิที่บริษัทให้แก่ผู้ถือหุ้นในบริษัทในการที่จะซื้อหุ้นเพิ่มทุนตามอัตราส่วนของการถือหุ้นที่ผู้ถือหุ้นแต่ละคนมีอยู่เดิม) บางทีก็อาจจะไม่เพียงพอที่จะคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทได้ ดังนั้นเพื่อให้กฎหมายบริษัทสามารถที่จะคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทได้อย่างแท้จริงการกำหนดให้ผู้ถือหุ้นได้รับสิทธิที่เรียกว่า Participation Rights จึงเป็นสิ่งที่หลีกเลี่ยงไม่ได้

ข้อสังเกต

แม้ว่า Participation Rightsจะมีข้อดีตามที่กล่าวมาแต่ Participation Right ก็คือสินค้าอย่างหนึ่งซึ่งมีมูลค่า(Call Option) ผู้ถือหุ้นจึงอาจซื้อหุ้นในราคาหนึ่งจากการใช้สิทธิที่เรียกว่า Participation Right จากนั้นก็ขายหุ้นนั้นต่อไปในราคาที่สูงกว่าในตลาดได้ ดังนั้นเพื่อป้องกันการใช้ Participation Right ในทางที่มุ่งค้าหากำไร จึงควรมีมาตรการทางกฎหมายเข้ามาควบคุมเอาไว้ด้วย เช่นควรกำหนดระยะเวลาการใช้ Participation Right ในการซื้อหุ้นให้สั้นๆ และ กำหนดเวลาที่ผู้ถือหุ้นจะรับซื้อหุ้นและห้ามขายต่อภายในช่วงระยะเวลาเท่าไรไว้ด้วย³⁶

2.4.2. กรณีที่บริษัทซื้อหุ้นคืน

ในเรื่องการซื้อหุ้นคืนนั้น จะเห็นได้ว่าการให้บริษัทซื้อหุ้นคืนได้จะเป็นภัยที่ร้ายแรงกว่ากรณีที่ให้บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนกล่าวคือ การเพิ่มทุนก่อให้เกิดก่อให้เกิดปัญหาทางด้านการเปลี่ยนแปลงอำนาจในการควบคุมบริษัทในระหว่างผู้ถือหุ้นได้โดยง่ายเท่านั้น ในขณะที่กรณีที่บริษัทซื้อหุ้นคืนหุ้นคืน นอกจากจะก่อให้เกิดปัญหาทางด้านการเปลี่ยนแปลงอำนาจในการควบคุมบริษัทในระหว่างผู้ถือหุ้นได้โดยง่ายแล้ว การซื้อหุ้นคืนของบริษัทโดยจ่ายเงินสดคืนแก่ผู้ถือหุ้นมีผลให้เงินทุนของบริษัท หรือ ทรัพย์สินของบริษัทลดน้อยถอยลงโดยเป็นผลร้ายกับเจ้าหนี้ ดังนั้นในกฎหมายบริษัทของหลายประเทศรวมทั้งตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนของไทยจึงมีข้อกำหนดที่ห้ามไม่ให้บริษัทซื้อหุ้นของตัวเองคืนมา

³⁶ Bernard Black, Reinier Kraakma and Anna S. Tarassova , Guide to the Russian Law on Joint Stock Companies , (Hague Netherlands : Kluwer Law International , 1998) , p. 80-81.

แต่อย่างไรก็ตาม ในระบบของSelf-Enforcingก็ไม่ได้ห้ามไม่ให้บริษัทซื้อหุ้นของตัวเองคืน ถ้าจะซื้อหุ้นคืนจะต้องทำตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดโดยมีอยู่ดังนี้คือ

(1). กำหนดให้ บริษัทจะได้รับอนุญาตให้ซื้อหุ้นคืนและให้จ่ายเงินปันผลได้ ถ้าเข้าหลักเกณฑ์ข้อใดข้อหนึ่ง ดังต่อไปนี้คือ

(ก). ถ้าสมมติว่าหลังจากที่บริษัทจ่ายเงินปันผล หรือค่าตอบแทนในการซื้อหุ้นของตนคืนแล้ว บริษัทจะยังคงมีทรัพย์สินมากกว่าหนี้สิน(Asset Test for Company Solvency) หรือ

(ข). ถ้าสมมติว่าหลังจากที่บริษัทจ่ายเงินปันผลหรือค่าตอบแทนในการซื้อหุ้นของตนคืนแล้ว บริษัทยังคงมีความสามารถในการชำระหนี้ต่อเจ้าหนี้ไว้ได้ เมื่อหนี้สินที่บริษัทค้างชำระหนี้ต่อเจ้าหนี้ถึงกำหนดชำระ (Liquidity Test for Company Solvency)³⁷

(2) ในกรณีที่บริษัทออกหุ้นบุริมสิทธิ หลักในกฎหมายบริษัทมักจะกำหนดว่าถ้ามีการเลิกบริษัท เมื่อมีการแบ่งทรัพย์สินก็ต้องแบ่งใช้คืนแก่เจ้าหนี้ และ ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิเสียก่อน เหลือเท่าไรจึงจะนำมาคืนแก่ผู้ถือหุ้นสามัญ ดังนั้นในกรณีที่บริษัทออกหุ้นบุริมสิทธิเอาไว้ บริษัทจะจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืนได้ ในกรณีที่หลังจากที่บริษัทจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืนแล้ว บริษัทยังคงมี Net Asset เหลือพอที่จะจ่ายคืนแก่เจ้าหนี้ของบริษัทและผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิได้เมื่อบริษัทเลิกกิจการแล้วเท่านั้น³⁸

³⁷ Bernard Black, Reinier Kraakma and Anna S. Tarassova , Guide to the Russian Law on Joint Stock Companies , (Hague Netherlands : Kluwer Law International , 1998) , pp. 80-81.

³⁸ Ibid ., p. 81.