

การกำกับดูแลกิจการ  
ของบริษัทจดทะเบียน :  
คู่มือสำหรับนักลงทุน

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ตามความหมายของคู่มือฉบับนี้ คือ ระบบการดำเนินงาน และการควบคุมภายในของบริษัท ซึ่งกำหนดแนวทางเกี่ยวกับสิทธิ บทบาทหน้าที่ และความรับผิดชอบของผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับองค์กร ไม่ว่าจะเป็นคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ พนักงาน ไปจนถึงผู้ถือหุ้น โดยหัวใจสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ คือ การจัดโครงสร้างให้มีการตรวจสอบ ถ่วงดุล รวมทั้งการพิจารณาผลตอบแทนที่เหมาะสม และการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างบุคลากรขององค์กรและผู้ถือหุ้นให้อยู่ในระดับต่ำที่สุด ทั้งนี้ เพื่อป้องกันมิให้บุคคลกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งนำทรัพย์สินขององค์กรไปใช้แสวงหาผลประโยชน์โดยมิชอบ

คู่มือฉบับนี้จึงถูกจัดทำขึ้นเพื่อแนะนำวิธีการประเมินนโยบายการกำกับดูแลกิจการของบริษัท และความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น โดยคณะผู้จัดทำหวังว่า นักลงทุน นักวิเคราะห์ และท่านผู้อ่านจะสามารถใช้แนวทางในคู่มือฉบับนี้เป็นปัจจัยประกอบการพิจารณาลงทุน ภายใต้เป้าหมายและข้อจำกัดในการลงทุน รวมถึงระดับการยอมรับความเสี่ยงของแต่ละคน และหวังเป็นอย่างยิ่งว่า คู่มือฉบับนี้จะช่วยเสริมสร้างความรู้ความเข้าใจแก่นักลงทุน ในการตัดสินใจลงทุน และได้ตระหนักว่าการกำกับดูแลกิจการจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าการลงทุนของตน

ต้นฉบับภาษาอังกฤษของคู่มือฉบับนี้ “The Corporate Governance of Listed Companies: A Manual for Investors” จัดทำขึ้นโดย CFA Centre for Financial Integrity (CFA Centre) เป็นการรวบรวมแนวทางการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่างๆ ได้กำหนดขึ้น (ดูรายละเอียดใน Appendix A) โดยมีการแนะนำประเด็นต่างๆ ที่นักลงทุนควรพิจารณา อย่างไรก็ตาม ประเด็นเหล่านี้มิได้เป็นแนวทางปฏิบัติที่ดีที่สุด และไม่สามารถนำมาใช้เป็นมาตรฐานตัดสินได้ว่า โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่สุดสำหรับนักลงทุนควรเป็นอย่างไร ทั้งนี้ วัตถุประสงค์ที่แท้จริงของคู่มือฉบับนี้ คือ การกระตุ้นให้นักลงทุนเกิดความสนใจและเห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการและความเสี่ยงซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อบริษัท รวมทั้งการเน้นย้ำให้เห็นถึงปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนควรพิจารณา

ในการแปลและเรียบเรียงคู่มือฉบับภาษาไทยนี้ สมาคม ซีเอฟเอ ไทยแลนด์ (CFA Society of Thailand) ได้รับความร่วมมือเป็นอย่างดีจาก คุณสุทธิชัย จิตรวานิช รองผู้จัดการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (สายงานกำกับองค์กรและส่งเสริมบรรษัทภิบาล) คุณโสภณวดี เลิศมนัสชัย กรรมการผู้จัดการ บริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และคณะทำงานโดยเฉพาะอย่างยิ่งสมาชิกสมาคม ซีเอฟเอ ไทยแลนด์ (ดูรายชื่อใน Appendix D)

เนื่องจากในตลาดการเงินมีความเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นตลอดเวลา CFA Centre จะใช้คู่มือฉบับนี้เป็นบรรทัดฐานสำหรับการปรับปรุงแก้ไขเนื้อหาตามความจำเป็นและในระยะเวลาที่เหมาะสม ซึ่งสมาคม ซีเอฟเอ ไทยแลนด์ จะดำเนินการแปล เรียบเรียง และเผยแพร่ต่อไป

สมาคม ซีเอฟเอ ไทยแลนด์ หวังเป็นอย่างยิ่งว่านักลงทุน นักวิเคราะห์ และผู้อ่านทุกท่านที่ได้อ่านคู่มือฉบับนี้แล้ว จะได้รับความรู้ความเข้าใจในหลักการและแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพิ่มขึ้น และสามารถนำไปใช้ประกอบการพิจารณาลงทุนได้อย่างเหมาะสม อันจะส่งผลให้เกิดเสถียรภาพในตลาดทุนไทยอย่างยั่งยืน



ชนิตร ชาญชัยณรงค์, CFA  
ประธานสมาคม  
สมาคม ซีเอฟเอ ไทยแลนด์  
CFA Society of Thailand

# การกำกับดูแลกิจการ ของบริษัทจดทะเบียน : คู่มือสำหรับนักลงทุน

(The Corporate Governance of Listed Companies: A Manual for Investors)

## วัตถุประสงค์ของคู่มือฉบับนี้

การล้มละลายและการสูญเสียขององค์กรธุรกิจขนาดใหญ่หลายแห่งที่ผ่านมาในระลอกนี้ ทำให้เห็นความสำคัญที่ชัดเจนขึ้นของการกำกับดูแลกิจการในการรักษาธุรกิจให้อยู่รอด และคุ้มครองรักษาผลประโยชน์ของนักลงทุน การกำกับดูแลกิจการที่ล้มเหลวอย่างเช่นในกรณีของ Enron, Parmalat และกรณีบริษัทอื่นๆ ตั้งแต่ปี 2001 เป็นตัวอย่างให้เห็นถึงความเสียหายที่เกิดจากการขาดการกำกับดูแลกิจการ ความสูญเสียมหาศาลของนักลงทุนมูลค่ากว่าหมื่นล้านเหรียญสหรัฐปัจจุบันนี้ให้เห็นแล้วว่า ระบบการตรวจสอบและถ่วงดุลการดำเนินการของบุคคลวงในของบริษัทที่มีอยู่ในปัจจุบัน ไม่สามารถคุ้มครองผู้ถือหุ้นจากการจัดลำดับความสำคัญที่ผิดพลาดของคณะกรรมการ และจากการนำทรัพยากรของบริษัทไปใช้อย่างผิดๆ หรือเพื่อตนเองของฝ่ายจัดการ และของบุคคลกลุ่มอื่นๆ ที่มีอิทธิพลต่อการดำเนินงานของบริษัท

ดังนั้น ด้วยเป้าหมายในการให้ความรู้แก่นักลงทุน คู่มือฉบับนี้จึงพยายามที่จะแนะนำวิธีการประเมินนโยบายการกำกับดูแลกิจการของบริษัท และความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น ผู้จัดทำหวังว่า นักลงทุนทุกท่านไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทอยู่แล้ว หรือนักลงทุนที่สนใจลงทุน ตลอดจนนักวิเคราะห์ จะสามารถใช้แนวทางนี้เป็นส่วนหนึ่งของการวิเคราะห์และการประเมินมูลค่าหุ้น ภายใต้เป้าหมายของการลงทุน และระดับการยอมรับความเสี่ยงของนักลงทุนแต่ละคน และโดยเฉพาะอย่างยิ่ง เราหวังว่าคู่มือฉบับนี้จะช่วยให้นักลงทุนตระหนัก เข้าใจ และสามารถวิเคราะห์ว่าการกำกับดูแลกิจการจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าการลงทุนของตน ซึ่งจะช่วยให้นักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน

เพื่อที่จะรับมือกับผลกระทบอย่างกว้างขวางจากความล้มเหลวขององค์กรธุรกิจที่เพิ่งเกิดขึ้นไม่นานนี้ ทำให้หลายประเทศ ตลอดจนกลุ่มอุตสาหกรรมและกลุ่มองค์กรต่างๆ ดำเนินการเสนอ จัดทำ หรือแก้ไขข้อกำหนดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ<sup>1</sup> ข้อกำหนดเหล่านี้มุ่งเน้นไปในเรื่องการจัดให้มีระบบการควบคุมภายใน หรือการมีจริยธรรมโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของนักลงทุนเป็นสำคัญ และไม่ว่าจะเป็นการบังคับโดยภาครัฐ หรือให้ปฏิบัติตามความสมัครใจ ข้อกำหนดเหล่านี้จะช่วยฟื้นฟูความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดทุนได้ในระดับหนึ่ง แต่นั่นก็เป็นเพียงแค่ส่วนหนึ่งของคำตอบ นักลงทุนเองก็ต้องเริ่มเรียนรู้ที่จะประเมินระบบการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่ตนสนใจลงทุน ตลอดจนวัฒนธรรมขององค์กรนั้นด้วย

ด้วยเหตุนี้ The CFA Centre for Financial Market Integrity (“CFA Centre”) จึงได้จัดทำคู่มือฉบับนี้ขึ้นภายใต้การทำงานของทีมงาน Global Corporate Governance Task Force ถึงแม้ว่าจะมีการแนะนำประเด็นต่างๆ ที่นักลงทุนควรพิจารณา แต่ประเด็นเหล่านี้ก็ไม่ได้หมายถึงแนวทางปฏิบัติที่ดีที่สุด และอาจไม่สามารถใช้ตัดสินได้ในทุกกรณีว่าโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่สุดสำหรับนักลงทุนควรเป็นอย่างไร ในทางตรงข้าม วัตถุประสงค์ของคู่มือฉบับนี้คือการกระตุ้นให้นักลงทุนให้ความสนใจกับประเด็นที่สำคัญของการกำกับดูแลกิจการ และความ

<sup>1</sup> ดูรายละเอียดแหล่งข้อมูลเกี่ยวกับแนวทางและหลักการกำกับดูแลกิจการที่กำหนดโดยหน่วยงานรัฐต่างๆ ใน Appendix A

เสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อบริษัท และเน้นย้ำให้เห็นถึงปัจจัยบางประการที่นักลงทุนควรพิจารณา คู่มือฉบับนี้ จะมีการปรับปรุงเป็นระยะๆ เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนและตลาดการเงินมีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา และ CFA Centre จะใช้คู่มือฉบับนี้เป็นจุดเริ่มต้นสำหรับการทบทวนปรับปรุงในครั้งต่อไปตามความจำเป็น

บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อาจพบว่าคู่มือฉบับนี้เป็นประโยชน์แก่ท่านในฐานะที่เป็นแหล่งอ้างอิงเพื่อพิจารณาว่า ประเด็นการกำกับดูแลกิจการประเด็นใดบ้างที่มีความสำคัญต่อนักลงทุน เราหวังว่าคู่มือฉบับนี้จะช่วยกระตุ้นให้เกิดความสนใจมากขึ้นในเรื่องมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในแวดวงของการลงทุน

## ความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการต่อนักลงทุน

เพื่อให้โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ผู้ถือหุ้นจำเป็นต้องมีความตื่นตัวและระมัดระวังในการใช้สิทธิของตน นั่นหมายถึง ผู้ถือหุ้นต้องกระทำตนเหมือนเป็นเจ้าของบริษัทและใช้สิทธิที่มีอยู่ของตนอย่างต่อเนื่อง Benjamin Graham และ David Dodd เคยกล่าวเอาไว้ในช่วงทศวรรษที่ 1930 ว่า :

การเลือกลงทุนในหุ้นสามัญนั้นเป็นเรื่องของการกระทำเพียงครั้งเดียว แต่ความเป็นเจ้าของเป็นกระบวนการที่ต่อเนื่อง และแน่นอนว่าต้องมีเหตุผลที่จะต้องใช้ความระมัดระวังและดุลพินิจในการเป็นผู้ถือหุ้น พอๆ กับเหตุผลที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุน<sup>2</sup>

ผลการศึกษาจำนวนมากที่ตีพิมพ์ในช่วงไม่กี่ปีมานี้ แสดงให้เห็นถึงความเชื่อมโยงที่ชัดเจนระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลกำไรจากการประกอบการ และตัวชี้วัดผลตอบแทนจากการลงทุน ตัวอย่างเช่น ผลการศึกษาร่วมกันระหว่าง Institutional Shareholder Services (“ISS”) และ Georgia State University<sup>3</sup> พบว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามผลประเมินโดย ISS’s Corporate Governance Quotient จะมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น สูงกว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการไม่ดีในช่วงปีเดียวกันถึงร้อยละ 18.7 และ 23.8 ตามลำดับ นอกจากนี้ผลการวิจัยของ California Public Employees Retirement System (“CalPERS”) เกี่ยวกับหุ้นในกลุ่ม “Focus List” ของ CalPERS พบว่า ความพยายามของกองทุนรวมที่จะปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนที่มีการกำกับดูแลกิจการไม่ดี จะสามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนของตลาด<sup>4</sup>

<sup>2</sup> Benjamin Graham และ David Dodd, *Security Analysis*, 1<sup>st</sup> ed. (New York: McGraw Hill, 1934)

<sup>3</sup> Brown, Lawrence D., และ Caylor, Marcus, “Corporate Governance Study: The Correlation between Corporate Governance and Company Performance,” Institutional Shareholder Services (2004)

<sup>4</sup> Anson, Mark, Ted White, และ Ho Ho, “Good Corporate Governance Works: More Evidence from CalPERS,” *Journal of Asset Management*, Vol.5, 3 (February 2004), 149-156. ผลตอบแทนส่วนเกินสะสมคือ “ผลตอบแทนสะสมที่ได้รับสูงกว่าผลตอบแทนสำหรับแต่ละบริษัทที่ผู้ถือหุ้นต้องการหลังปรับค่าด้วยความเสี่ยง” และดูข้อมูลเพิ่มเติมได้ที่ “The Shareholder Wealth Effects of CalPERS’ Focus List” โดยผู้แต่งคนเดียวกันซึ่งตีพิมพ์ใน *The Journal of Applied Corporate Finance*, (Winter 2003), 8-17. ผู้แต่งพบว่าระหว่างปี 1992 และปี 2002 จากการเผยแพร่ “Focus List” ของ CalPERS และความพยายามที่จะปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในลิสต์ดังกล่าว สามารถให้ผลตอบแทนส่วนเกินสะสม 1 ปี เฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 59.4 โดยให้คำนิยามของคำว่า ผลตอบแทนส่วนเกินสะสม คือ “ผลตอบแทนสะสมที่ได้รับสูงกว่าผลตอบแทนสำหรับแต่ละบริษัทที่ผู้ถือหุ้นต้องการหลังปรับค่าด้วยความเสี่ยง”

ด้วยหลักฐานดังกล่าว จึงไม่เป็นที่น่าแปลกใจที่นักลงทุนจะประเมินมูลค่าที่สูงขึ้นสำหรับบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จากการศึกษาตลาดหุ้นของประเทศสหรัฐอเมริกาโดย Paul Gompers of Harvard University และทีมงานจากมหาวิทยาลัย Harvard และ University of Pennsylvania<sup>5</sup> พบว่า การลงทุนในหุ้นกลุ่มที่มีการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นอย่างเข้มแข็งจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนในหุ้นกลุ่มที่มีการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นมีความอ่อนแอ ถึงร้อยละ 8.5 ต่อปี และจากการศึกษาที่คล้ายคลึงกันในยุโรปพบว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นทั้งสองกลุ่มมีความแตกต่างกันประมาณร้อยละ 3.0 ต่อปี<sup>6</sup> ส่วนการศึกษ่อีกชิ้นหนึ่งซึ่งนำไปใช้ในการกำหนดและทดสอบระบบการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการในเยอรมนี ตั้งแต่ช่วงเดือนมีนาคม 1998 ถึงเดือนกุมภาพันธ์ 2002 พบว่าพอร์ตการลงทุนในหุ้นกลุ่มที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่สุดจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าพอร์ตการลงทุนในหุ้นกลุ่มที่มีการกำกับดูแลกิจการแย่มากที่สุด โดยเฉลี่ยถึงร้อยละ 2.33 ต่อเดือน<sup>7</sup>

ปรากฏการณ์ต่างๆ เหล่านี้ไม่ใช่เป็นเรื่องใหม่ หรือเกิดขึ้นเฉพาะในตลาดหุ้นที่พัฒนาแล้วเท่านั้น แม้กระทั่งก่อนการล่มสลายของ Enron นักวิเคราะห์ของมาเลเซียชื่อ Amar Gill พบว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ Emerging Markets ได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าจากการลงทุนในบริษัทกลุ่มที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี<sup>8</sup> และจากการติดตามบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 100 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ Emerging Markets พบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่สุดจะให้ผลตอบแทนในช่วง 5 ปี สูงกว่าค่าเฉลี่ยอย่างมาก ทั้งนี้โดยพิจารณาจากวินัยของการบริหารงาน ความโปร่งใส ความเป็นอิสระ ความรับผิดชอบต่อผลงานและหน้าที่ ความยุติธรรม และความรับผิดชอบต่อสังคม<sup>9</sup>

โดยสรุปแล้ว การกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าทั้งสำหรับบริษัทจดทะเบียนและนักลงทุน การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนจึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนไม่อาจละเลยหรือมองข้าม แต่ควรให้ความสำคัญและนำมาพิจารณาก่อนตัดสินใจลงทุน เพื่อผลตอบแทนที่ดีที่สุดที่จะเป็นไปได้ทั้งต่อตนเองหรือต่อลูกค้า

<sup>5</sup> Gompers, Paul A., Joy L. Ishii, และ Andrew Metrick, “Corporate Governance and Equity Prices,” Quarterly Journal of Economics, 118(1) (February 2003), 107-155. ผู้แต่งเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนในกว่า 1,500 บริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกา กับดัชนีชี้วัดการกำกับดูแลกิจการที่ผู้แต่งคิดขึ้นจากหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่สำคัญ 24 ข้อ โปรดดูข้อมูลเพิ่มเติมได้จาก Lucian Bebchuk, Alma Cohen, and Allen Ferrell, “What Matters in Corporate Governance,” (2004), The John M. Olin Center for Law, Economics and Business of Harvard University.

<sup>6</sup> Bauer, Rod, และ Nadja Guenster, “Good Corporate Governance Pays Off! Well-governed companies perform better on the stock market,” (2003). งานศึกษาชิ้นนี้ใช้ Deminor Ratings เป็นฐานในการพิจารณาบริษัทเปรียบเทียบกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (<http://www.deminor-rating.com>).

<sup>7</sup> Wolfgang Drobetz, Andreas Schillhofer, และ Heinz Zimmermann, “Ein Corporate Governance Rating für deutsche Publikums-gesellschaften,” WWZ/Department of Finance, Working Paper No. 5/03 (2003) (ภาษาเยอรมัน) (<http://www.unibas.ch/wwz/finanz/publications/researchpapers/5>).

<sup>8</sup> Gill, Amar, “Corporate Governance in Emerging Markets-Saints and Sinners: Who’s Got Religion?,” CLSA Emerging Markets, April 2001. Gill ชี้ให้เห็นว่า CLSA มีการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการให้แก่บริษัทจำนวน 495 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ 25 แห่ง

<sup>9</sup> Gill พบว่า การลงทุนในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการดี และมีมูลค่าตามราคาตลาดสูงในตลาด Emerging Markets จะให้ผลตอบแทนในช่วงระยะเวลา 5 ปี สูงถึงร้อยละ 930 เปรียบเทียบกับผลตอบแทนเฉลี่ยเพียงร้อยละ 388 ที่ได้รับจากการลงทุนในบริษัทที่มีเฉพาะมูลค่าตามราคาตลาดสูงเพียงอย่างเดียวในตลาดหลักทรัพย์ Emerging Markets ในช่วงระยะเวลาเดียวกัน

# สรุปประเด็น พิจารณาการกำกับดูแลกิจการ

## คณะกรรมการ

### นักลงทุนและผู้ถือหุ้นควม

- พิจารณาว่าคณะกรรมการส่วนใหญ่เป็นกรรมการอิสระ หรือไม่
- พิจารณาว่ากรรมการมีคุณสมบัติที่เหมาะสมและจำเป็นต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัท หรือไม่
- พิจารณาว่าคณะกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อยมีอำนาจในการเบิกจ่ายงบประมาณ เพื่อว่าจ้างที่ปรึกษาอิสระจากภายนอก โดยไม่จำเป็นต้องได้รับความเห็นชอบจากฝ่ายจัดการ หรือไม่
- พิจารณาว่ามีการแต่งตั้งกรรมการเป็นประจำทุกปี หรือมีการกำหนดให้กรรมการพ้นวาระไม่พร้อมกันหรือไม่
- ตรวจสอบว่าบริษัทมีความสัมพันธ์ทางธุรกิจ โดยการซื้อ/ขายสินค้าหรือบริการในนามของบริษัทกับฝ่ายจัดการ หรือคณะกรรมการ หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับทั้งสองกลุ่มนี้ หรือไม่
- พิจารณาว่าคณะกรรมการได้แต่งตั้งคณะกรรมการชุดย่อยที่ประกอบด้วยกรรมการอิสระ ซึ่งเป็นผู้ที่มีความรู้หรือประสบการณ์ด้านการเงินและบัญชี เพื่อสอดส่องดูแลการตรวจสอบงบการเงินของบริษัทหรือไม่
- พิจารณาว่าบริษัทมีคณะกรรมการชุดย่อยที่มีความเป็นอิสระ ทำหน้าที่กำหนดค่าตอบแทนของผู้บริหารระดับสูง หรือไม่
- พิจารณาว่าบริษัทมีคณะกรรมการสรรหาที่เป็นกรรมการอิสระ เพื่อทำหน้าที่สรรหากรรมการบริษัท หรือไม่
- พิจารณาว่าคณะกรรมการบริษัทมีการแต่งตั้งคณะกรรมการชุดย่อย ซึ่งรับผิดชอบดูแลการดำเนินงานของฝ่ายจัดการในด้านใดด้านหนึ่ง หรือไม่ เช่น การกำกับดูแลกิจการ การควบและรวมกิจการ กฎหมาย หรือการบริหารความเสี่ยง

## ฝ่ายจัดการ

### นักลงทุนและผู้ถือหุ้นควม

- พิจารณาว่าบริษัทมีการจัดทำจรรยาบรรณธุรกิจ หรือไม่ หรือมีการดำเนินการใดๆ ที่บ่งชี้ได้ว่า บริษัทมีความมุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรม
- พิจารณาว่าบริษัทอนุญาตให้กรรมการ ฝ่ายจัดการ และครอบครัวของบุคคลเหล่านี้ ใช้ทรัพย์สินของบริษัทเพื่อเหตุผลส่วนตัว หรือไม่
- วิเคราะห์จำนวนค่าตอบแทน และวิธีการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารในการบริหารจัดการธุรกิจของบริษัท เพื่อดูว่าค่าตอบแทนนั้นมีความสอดคล้องกับระดับความรับผิดชอบและผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารหรือไม่ และสามารถให้แรงจูงใจที่เหมาะสม หรือไม่
- ศึกษาปริมาณ วัตถุประสงค์ วิธีการจัดหาเงินทุน และระยะเวลาของโครงการซื้อหุ้นคืน ตลอดจนการสร้างเสถียรภาพของราคาหุ้น

## สิทธิของผู้ถือหุ้น

### นักลงทุนและผู้ถือหุ้นควรถ

- พิจารณาว่าบริษัทอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นออกเสียงลงคะแนนโดยการมอบฉันทะหรือไม่ โดยไม่คำนึงว่าผู้ถือหุ้นจะสามารถเข้าร่วมประชุมด้วยตนเองหรือไม่
- พิจารณาว่าผู้ถือหุ้นสามารถลงคะแนนเสียงลับได้หรือไม่
- ตรวจสอบว่าผู้ถือหุ้นสามารถลงคะแนนเสียงแบบแบ่งเสียงได้ (Cumulative Voting) ในการพิจารณาแต่งตั้งผู้ได้รับการเสนอชื่อเป็นกรรมการหรือไม่
- ศึกษาว่าผู้ถือหุ้นของบริษัทสามารถอนุมัติการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างบริษัท และนโยบายใดๆ ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับบริษัทหรือไม่
- ศึกษาว่าผู้ถือหุ้นสามารถเสนอชื่อบุคคลเพื่อแต่งตั้งเป็นกรรมการได้หรือไม่ และภายใต้เงื่อนไขใด
- พิจารณาว่าผู้ถือหุ้นสามารถเสนอวาระเพื่อพิจารณาในการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปีหรือไม่ และภายใต้เงื่อนไขใด
- พิจารณาว่าคณะกรรมการและฝ่ายจัดการผูกมัดที่จะดำเนินการตามวาระที่ผู้ถือหุ้นให้ความเห็นชอบแล้วหรือไม่
- ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท เพื่อพิจารณาว่า บริษัทมีหุ้นสามัญแบ่งออกเป็นกี่ประเภท และหุ้นสามัญแต่ละประเภทมีสิทธิออกเสียงตามมูลค่าเชิงเศรษฐกิจอย่างไร
- พิจารณาว่าข้อกำหนดเรื่องการกำกับดูแลกิจการและข้อกำหนดทางกฎหมายอื่นๆ ของประเทศที่บริษัทตั้งสำนักงานใหญ่อยู่นั้น อนุญาตให้ผู้ถือหุ้นสามารถดำเนินการทางกฎหมาย เพื่อคุ้มครองและบังคับใช้สิทธิความเป็นเจ้าของที่ตนมีอยู่หรือไม่
- ประเมินอย่างรอบคอบถึงโครงสร้างของมาตรการป้องกันการถูกครอบงำกิจการที่มีอยู่ หรือที่เสนอให้พิจารณา และวิเคราะห์ว่ามาตรการดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น ทั้งในสภาวะการณ์ปกติ และในกรณีที่ได้รับคำเสนอเข้าครอบงำกิจการ





## สารบัญ

คำนิยาม.....	9
คณะกรรมการ.....	13
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ.....	13
คุณสมบัติของกรรมการ.....	14
อำนาจในการจ้างที่ปรึกษาภายนอก.....	16
ประเด็นอื่นๆ.....	17
วาระการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการ.....	17
รายการกับบุคคลหรือนิติบุคคลที่เกี่ยวข้อง.....	19
คณะกรรมการชุดย่อย.....	20
คณะกรรมการตรวจสอบ.....	20
คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน.....	23
คณะกรรมการสรรหา.....	25
คณะกรรมการชุดย่อยอื่นๆ.....	26
ฝ่ายจัดการ.....	28
จรรยาบรรณบริษัท.....	28
การนำทรัพย์สินของบริษัทไปใช้ส่วนตัว.....	29
ความโปร่งใสในการบริหารงาน.....	30
ค่าตอบแทนผู้บริหาร.....	30
โครงการซื้อหุ้นคืนและการสร้างเสถียรภาพของราคาหุ้น.....	32
สิทธิของผู้ถือหุ้น.....	35
การออกเสียงของผู้ถือหุ้น.....	36
การออกเสียงโดยการมอบฉันทะ.....	36
การลงคะแนนเสียงลับ และการรวบรวมหรือบันทึกการลงคะแนนเสียง.....	37
การลงคะแนนแบบแบ่งเสียงได้.....	38
การออกเสียงกรณีการเปลี่ยนแปลงอื่นๆ ของบริษัท.....	38
ข้อเสนอของผู้ถือหุ้น.....	40
การเสนอชื่อบุคคลเป็นกรรมการโดยผู้ถือหุ้น.....	40
การเสนอวาระเพื่อพิจารณาโดยผู้ถือหุ้น.....	41
ข้อเสนอของผู้ถือหุ้นที่มีผลผูกมัดหรือคำแนะนำของผู้ถือหุ้น.....	42
ประเด็นอื่นๆ เรื่องสิทธิของผู้ถือหุ้น.....	43
โครงสร้างความเป็นเจ้าของ.....	43
สิทธิตามกฎหมายของผู้ถือหุ้น.....	44
การป้องกันการถูกครอบงำกิจการ หรือการเทกโอเวอร์.....	45
Appendix A.....	47
Sources for Existing and Proposed Corporate Governance Codes and Principles.....	47
Appendix B.....	56
Corporate Governance Studies and Research.....	56
Appendix C.....	61
CFA Centre for Financial Market Integrity.....	61
Corporate Governance Manual Staff.....	61
Global Corporate Governance Task Force and Subcommittees.....	61
Appendix D.....	64
รายชื่อคณะทำงานที่แปลและเรียบเรียงคู่มือฉบับนี้.....	64



# คำนิยาม (Definitions)

## การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

การกำกับดูแลกิจการคือ ระบบการดำเนินงานและการควบคุมภายในของบริษัท ซึ่งกำหนดแนวทางเกี่ยวกับสิทธิ บทบาทหน้าที่ และความรับผิดชอบของผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มภายในองค์กร ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย คณะกรรมการ และฝ่ายจัดการ ระบบการดำเนินงานและแนวทางดังกล่าวเป็นสิ่งจำเป็นอย่างยิ่ง โดยเฉพาะสำหรับบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมาก

หัวใจสำคัญที่สุดของการกำกับดูแลกิจการ คือ การจัดโครงสร้างให้มีการตรวจสอบ ถ่วงดุล รวมทั้งการให้ผลตอบแทนซึ่งเป็นสิ่งสำคัญสำหรับบริษัทในการบริหารและลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างบุคคลภายในองค์กรและผู้ถือหุ้นให้อยู่ในระดับต่ำที่สุด ทั้งนี้ เพื่อป้องกันมิให้บุคคลกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งนำทรัพย์สินขององค์กรไปใช้ เพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตน

โดยทั่วไปแล้ว การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะทำให้แน่ใจได้ว่า :

- คณะกรรมการทำหน้าที่เพื่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น
- บริษัทดำเนินธุรกิจอย่างถูกต้องตามกฎหมายและมีจริยธรรมในการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม
- ผู้ถือหุ้นทุกรายมีสิทธิเท่าเทียมกันในการมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลกิจการของบริษัท และได้รับการปฏิบัติอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียมกันจากคณะกรรมการและฝ่ายจัดการ รวมทั้งมีการอธิบายและสื่อสารเกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอย่างชัดเจน
- โครงสร้างของคณะกรรมการเอื้อให้กรรมการสามารถทำหน้าที่ได้อย่างเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ จากบุคคล หรือนิติบุคคลที่มีอำนาจควบคุมฝ่ายจัดการ หรือจากกลุ่มอื่นๆ ที่มีใช้ผู้ถือหุ้น
- บริษัทมีระบบการดำเนินงานและการควบคุมที่เหมาะสม ซึ่งครอบคลุมกิจกรรมของฝ่ายจัดการในการบริหารจัดการงานประจำขององค์กร และ
- ผู้ถือหุ้นจะได้รับการรายงานเกี่ยวกับการดำเนินงาน การดูแลติดตาม ตลอดจนผลประโยชน์ประกอบกิจการของบริษัทอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา และสามารถตรวจสอบได้

การที่จะบรรลุเป้าหมายที่กล่าวมาข้างต้นนี้มากน้อยเพียงใด ขึ้นอยู่กับ 1) ความเพียงพอของโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ และ 2) การใช้สิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้นในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งจะส่งผลต่อประสิทธิผลของการทำหน้าที่ของคณะกรรมการในการปกป้องและดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

คู่มือสำหรับนักลงทุนฉบับนี้ จะมุ่งเน้นไปที่ 2 ประเด็นดังกล่าว ซึ่งเป็นช่องทางในการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน

## ความเป็นอิสระ (Independence)

โดยทั่วไปแล้วแนวทางปฏิบัติของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในหลายประเทศได้กำหนดนิยามของความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งโดยทั่วไปแล้ว จะกำหนดให้กรรมการต้องไม่มีธุรกิจ หรือมีความสัมพันธ์ที่มึนัยสำคัญกับบุคคล กลุ่มบุคคล หรือนิติบุคคล ดังต่อไปนี้ :

- บริษัทและบริษัทย่อย หรือบริษัทในกลุ่ม รวมถึงอดีตพนักงาน และผู้บริหารของบริษัทดังกล่าว ตลอดจนสมาชิกในครอบครัวของบุคคลเหล่านี้
- บุคคล กลุ่มบุคคล หรือนิติบุคคล เช่น กลุ่มครอบครัวที่มีอำนาจควบคุม และหน่วยงานรัฐ ซึ่งสามารถใช้อิทธิพลหรืออำนาจควบคุมของตนกับฝ่ายจัดการของบริษัท
- ผู้บริหาร รวมถึงสมาชิกในครอบครัวของผู้บริหาร
- ที่ปรึกษาของบริษัท (รวมถึงผู้สอบบัญชี) และสมาชิกในครอบครัว หรือ
- นิติบุคคลใดๆ ซึ่งมีความสัมพันธ์กับบริษัทจดทะเบียน และมีกรรมการร่วมกัน (Cross-Directorship Relationship)

## กสรมการ (Board Members)

กรรมการในคู่มือฉบับนี้ หมายถึงบุคคลใดๆ ที่ดำรงตำแหน่งอยู่ในคณะกรรมการ ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็นกรรมการที่เป็นผู้บริหาร กรรมการอิสระ และกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร

### กสรมการที่เป็นผู้บริหาร (Executive Board Members)

หมายถึง กรรมการที่เป็นสมาชิกของฝ่ายจัดการ ในกรณีที่มีคณะกรรมการชุดเดียว (Unitary Board) กรรมการที่เป็นผู้บริหารจะเป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างคณะกรรมการ แต่ในกรณีที่มีคณะกรรมการ 2 ระดับ (Two-Tier Board) กรรมการเหล่านี้จะเป็นส่วนหนึ่งของคณะกรรมการบริหาร และถือว่าขาดความเป็นอิสระ

### กสรมการอิสระ (Independent Board Members)

หมายถึง กรรมการที่มีคุณสมบัติตามนิยามความเป็นอิสระที่กล่าวถึงข้างต้น

### กสรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (Non-executive Board Members)

หมายถึง ผู้ที่มีได้เป็นกรรมการที่เป็นผู้บริหารหรือกรรมการอิสระ กรรมการเหล่านี้อาจเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นที่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์กับผู้ถือหุ้นกลุ่มอื่น กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารอาจเป็นผู้เกี่ยวข้องกับบุคคล หรือนิติบุคคลที่มีอำนาจควบคุมฝ่ายจัดการ หรือเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนอื่นที่มีกรรมการร่วมกัน หรือเป็นตัวแทนจากสหภาพแรงงาน

<sup>10</sup> ดูข้อมูลเพิ่มเติมได้จาก Appendix A สำหรับแนวทางกำกับดูแลกิจการแห่งชาติ และแนวทางที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ (national and exchange-based governance codes)

## คณะกรรมการ (Board)

คณะกรรมการในคู่มือฉบับนี้ หมายถึงทั้ง Supervisory Board (ในประเทศที่มีระบบคณะกรรมการ 2 ระดับ) และ Board of Directors (ในประเทศที่มีระบบคณะกรรมการชุดเดียว) โดยส่วนใหญ่แล้ว โครงสร้างคณะกรรมการจะมีรูปแบบอย่างใดอย่างหนึ่งจากสองแบบนี้ และจะเหมือนกันในทุกบริษัท แต่ในหลายๆ ประเทศ เช่น ฝรั่งเศส และญี่ปุ่น รวมถึงประเทศไทย จะเปิดโอกาสให้บริษัทสามารถเลือกจัดตั้งคณะกรรมการได้ โดยเลือกรูปแบบอย่างใดอย่างหนึ่งจากสองแบบนี้

## คณะกรรมการ 2 ระดับ (Two-Tier or Dual Board)

ประเทศในยุโรปหลายๆ ประเทศ เช่น เยอรมนี เนเธอร์แลนด์ ออสเตรีย และเดนมาร์ก จะมีโครงสร้างคณะกรรมการแบบ 2 ระดับ ซึ่งจะประกอบด้วย คณะกรรมการบริหาร (Management Board) และคณะกรรมการ (Supervisory Board) โดยคณะกรรมการทั้งสองชุดจะมีความแตกต่างกันดังนี้

### คณะกรรมการบริหาร (Management Board)

คณะกรรมการบริหาร ประกอบด้วย สมาชิกที่เป็นผู้บริหารเท่านั้น และรับผิดชอบการดำเนินงานประจำวันของบริษัท ตลอดจนกำหนดกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจ โดยได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ (Supervisory Board) ซึ่งสมาชิกคณะกรรมการบริหารจะไม่มีตำแหน่งอยู่ใน Supervisory Board

### คณะกรรมการกำกับ (Supervisory Board)

คณะกรรมการกำกับจะเป็นผู้กำกับ ดูแล ติดตาม และให้คำปรึกษาแก่คณะกรรมการบริหาร สมาชิกคณะกรรมการ จะประกอบด้วยกรรมการอิสระ และกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร เท่านั้น

### ระบบคณะกรรมการตรวจสอบ (Corporate Auditors System)

ในประเทศญี่ปุ่น โครงสร้างคณะกรรมการ 2 ระดับ จะเรียกว่า Corporate Auditors System ซึ่งเป็นโครงสร้างคณะกรรมการที่นิยมในบริษัทชั้นนำส่วนใหญ่ของญี่ปุ่น โดยจะประกอบด้วย Board และ Board of Corporate Auditors โดยที่ Board จะประกอบด้วยกรรมการอิสระ หรือกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ซึ่งแต่งตั้งโดยผู้ถือหุ้น และทำหน้าที่รับผิดชอบการตัดสินใจทางธุรกิจ ส่วน Board of Corporate Auditors จะประกอบด้วยผู้ตรวจสอบ ซึ่งจะต้องมีผู้ตรวจสอบองค์กรที่ทำงานเต็มเวลาอย่างน้อย 1 คน และสมาชิกอย่างน้อยก็หนึ่งต้องเป็นผู้ตรวจสอบภายนอก ผู้ตรวจสอบเหล่านี้จะได้รับการแต่งตั้งโดยผู้ถือหุ้น เพื่อทำหน้าที่ตรวจสอบการดำเนินงานของ Board

## คณะกรรมการชุดเดียว (Unitary Board)

ในโครงสร้างคณะกรรมการแบบชุดเดียว คณะกรรมการจะประกอบด้วยกรรมการที่เป็นผู้บริหาร กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร และกรรมการอิสระ ซึ่งจะทำหน้าที่ดูแล ติดตามการดำเนินงานของฝ่ายจัดการ และให้คำปรึกษา ตลอดจนกำหนดกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจ โดยส่วนใหญ่แล้วคณะกรรมการจะไม่เข้ามามีส่วนร่วมตัดสินใจในการบริหารงานประจำวัน ยกเว้นกรณีที่เป็นเรื่องสำคัญๆ เช่น การควบรวมกิจการ การได้มาและจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สิน หรือการถอนการลงทุน เป็นต้น ในหลายประเทศมักมีข้อกำหนดให้คณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการอิสระเป็นส่วนมาก

### ระบบคณะกรรมการชุดย่อย (Committees System)

เป็นระบบคณะกรรมการชุดเดียวที่ใช้ในประเทศไทยปัจจุบัน ในระบบนี้ คณะกรรมการจะแต่งตั้งคณะกรรมการชุดย่อย (หรืออาจเรียกว่า คณะกรรมการชุดย่อย) อีก 3 ชุด คือ คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการสรรหา และ คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน ในแต่ละคณะจะประกอบด้วยกรรมการอย่างน้อย 3 ท่าน ซึ่งส่วนใหญ่เป็น กรรมการอิสระ หรือกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร

### บริษัท (Company)

บริษัทในคู่มือฉบับนี้ หมายถึง บริษัทที่ผู้ถือหุ้นทุกรายมีสถานะเป็นเจ้าของบริษัท และเป็นบริษัทที่นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์สนใจลงทุน

### นักลงทุน (Investors)

นักลงทุน หมายถึง นักลงทุนรายย่อยหรือสถาบัน ซึ่งสนใจลงทุนในหุ้น หรือหลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ ที่ออกโดยบริษัท

### ผู้ถือหุ้น (Shareowners)

ความหมายของคำว่า ผู้ถือหุ้นในที่นี้จะแตกต่างจากนักลงทุน โดยจะหมายถึงบุคคล สถาบัน หรือนิติบุคคล ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้น หรือหุ้นสามัญของบริษัทที่กำลังอ้างถึงเท่านั้น

# คณะกรรมการ (The Board)

คณะกรรมการมีหน้าที่พิจารณาตัดสินใจเรื่องที่มีความสำคัญต่อบริษัทเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดในระยะยาวต่อผู้ถือหุ้น เพื่อให้สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ คณะกรรมการจึงจำเป็นต้องมีความเป็นอิสระและประสบการณ์ รวมทั้งมีทรัพยากรที่จำเป็นต่อการปฏิบัติหน้าที่ดังกล่าว

**ประการแรก** คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งสามารถทำหน้าที่ได้อย่างเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ กรรมการทุกคนควรมีความมุ่งมั่นในการปฏิบัติหน้าที่อย่างไม่มีอคติเพื่อผลประโยชน์ต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น โดยไม่จำเป็นต้องให้ความเห็นชอบเหมือนกับฝ่ายจัดการทุกเรื่อง

**ประการที่สอง** กรรมการที่มีประสบการณ์และความชำนาญที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจของบริษัท จะสามารถประเมินได้ว่า อะไรคือสิ่งที่สำคัญที่สุดสำหรับผู้ถือหุ้น ดังนั้น การมีกรรมการบางท่านที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านอาจเป็นสิ่งจำเป็นอย่างยิ่งในธุรกิจบางประเภท

**ประการที่สาม** เพื่อให้กรรมการสามารถทำหน้าที่ได้อย่างเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ จำเป็นต้องมีกลไกภายในที่สนับสนุนให้คณะกรรมการสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ เช่น คณะกรรมการควรมีอำนาจที่จะจ้างที่ปรึกษาจากภายนอก โดยปราศจากการแทรกแซงจากฝ่ายจัดการ กลไกดังกล่าวจะช่วยให้คณะกรรมการสามารถขอคำปรึกษาจากผู้เชี่ยวชาญเฉพาะด้าน หลีกเลี่ยงประเด็นที่อาจสร้างความขัดแย้งกับฝ่ายจัดการ และรักษาความเป็นอิสระของคณะกรรมการในการทำหน้าที่กำกับดูแลกิจการ

นักลงทุนจะสามารถประเมินคุณสมบัติของคณะกรรมการทั้ง 3 ประการ ตามแนวทางข้างล่างนี้

## ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (Board Independence)

นักลงทุนควรพิจารณาว่าบริษัทมีคณะกรรมการส่วนใหญ่เป็นกรรมการอิสระหรือไม่

**ความเป็นอิสระคืออะไร?** หมายถึงการที่คณะกรรมการที่ดำรงความเป็นกลาง และไม่อยู่ภายใต้การควบคุมโดยฝ่ายจัดการ หรือโดยกลุ่มบุคคล หรือนิติบุคคลที่มีอำนาจควบคุมฝ่ายจัดการ ปัจจัยที่จะใช้พิจารณาความเป็นอิสระของกรรมการ ดูได้จากนิยามของความเป็นอิสระที่กล่าวถึงในส่วนแรกของคู่มือนี้

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** คณะกรรมการที่มีกรรมการที่มีความเป็นอิสระในสัดส่วนที่น้อยกว่ากึ่งหนึ่ง หรือคณะกรรมการชุดย่อยที่ไม่ได้ประกอบด้วยกรรมการอิสระทั้งหมด อาจมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจที่ไม่ยุติธรรมหรือเพื่อผลประโยชน์ของฝ่ายจัดการ หรือเพื่อกลุ่มที่มีอำนาจควบคุมฝ่ายจัดการ ซึ่งการตัดสินใจในลักษณะเช่นนี้ย่อมเป็นผลเสียต่อผลประโยชน์ระยะยาวของผู้ถือหุ้น

**ประเด็นที่ควรพิจารณา** นักลงทุนควรพิจารณาเรื่องเหล่านี้

- คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระมากกว่ากึ่งหนึ่ง และควรมีคุณสมบัติที่หลากหลาย องค์ประกอบเหล่านี้จะช่วยจำกัดการครอบงำที่ไม่เหมาะสมของฝ่ายจัดการและบุคคลกลุ่มอื่นๆ ต่อการทำหน้าที่ของคณะกรรมการ

- กรรมการอิสระควรมีโอกาสประชุมร่วมกันอย่างสม่ำเสมอ โดยไม่มีฝ่ายจัดการเข้าร่วมประชุมด้วย เพื่อพิจารณาประเด็นสำคัญต่างๆ โดยปราศจากการครอบงำของกรรมการบริหาร และควรรายงานผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นอย่างน้อยปีละครั้ง
- ประธานกรรมการไม่ควรดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการด้วย เนื่องจากจะส่งผลให้กรรมการบริหารมีการครอบงำมากเกินไป และอาจลดทอนความสามารถและความตั้งใจของกรรมการอิสระที่จะใช้ดุลพินิจอย่างเหมาะสม แนวทางปฏิบัติเรื่องการกำกับดูแลกิจการในหลายประเทศจึงกำหนดให้แยกตำแหน่งทั้งสองนี้ออกจากกัน
- ในกรณีที่ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ กรรมการอิสระควรมีผู้นำ หรือประธานของกรรมการอิสระด้วยตนเอง
- ในกรณีที่ประธานกรรมการเป็นอดีตกรรมการผู้จัดการ หรืออดีตประธานเจ้าหน้าที่บริหารของบริษัท อาจส่งผลให้กรรมการไม่สามารถทำหน้าที่ได้อย่างเป็นอิสระ อันเนื่องมาจากอิทธิพลของฝ่ายจัดการที่เข้ามายุ่งเกี่ยวได้ค่อนข้างมาก สถานการณ์นี้ยังก่อให้เกิดความเสี่ยงกับการที่ประธานกรรมการอาจขัดขวางความพยายามที่จะแก้ไขปัญหา หรือความผิดพลาดที่ตนได้เคยกระทำไว้เมื่อครั้งที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการหรือประธานเจ้าหน้าที่บริหาร
- กรณีที่กรรมการคนใดคนหนึ่งมีความสัมพันธ์กับคู่ค้า ลูกค้า หรือฝ่ายจัดการ หรือที่ปรึกษาบริษัทเรื่องการให้สิทธิประโยชน์แก่ผู้บริหาร และพนักงานในรูปของ Share Option หรือ Pension Plan ความสัมพันธ์ในลักษณะเช่นนี้ อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ นักลงทุนจึงควรพิจารณาว่า กรรมการท่านนั้นจะสามารถทำหน้าที่ได้อย่างเป็นอิสระมากน้อยเพียงใด

#### **แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับความเป็นอิสระของคณะกรรมการ และคณะกรรมการชุดย่อย**

- ในหลายประเทศ บริษัทจะเปิดเผยชื่อ ประวัติ และประสบการณ์ของกรรมการทุกคนไว้ในรายงานประจำปี หรือในหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี (Annual Proxy Statement) ที่ส่งให้ผู้ถือหุ้น
- ในบางกรณี บริษัทอาจแยกเป็นหัวข้อต่างหากในรายงานประจำปีเพื่อรายงานถึงประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ และคณะกรรมการชุดย่อยในปีที่ผ่านมา
- เว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ มักจะให้ข้อมูลเกี่ยวกับคณะกรรมการและความเป็นอิสระของกรรมการ

### **คุณสมบัติของกสสุภาส (Board Member Qualifications)**

**นักลงทุนควรพิจารณาว่ากรรมการมีคุณสมบัติที่เหมาะสมและจำเป็นต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัทหรือไม่**

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** ควรพิจารณาว่ากรรมการแต่ละท่านมีความรู้และประสบการณ์ที่จำเป็นและเพียงพอที่จะให้คำแนะนำแก่ฝ่ายจัดการในการบริหารงานอย่างเหมาะสมกับลักษณะเฉพาะของบริษัทประเภทธุรกิจ และสภาพแวดล้อมในการแข่งขันหรือไม่ เพียงใด กรรมการที่ขาดคุณสมบัติไม่ว่าจะเป็นทักษะ ความรู้ ความชำนาญในธุรกิจของบริษัท จะมีแนวโน้มที่จะมอบหมายการตัดสินใจไปให้ฝ่ายจัดการดำเนินการแทน การพึ่งพิงฝ่ายจัดการเช่นนี้นอกจากจะเป็นผลไม่สามารถช่วยคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอันเป็นหน้าที่ที่ควรคำนึงถึงเป็นอันดับแรกแล้ว ยังเป็นผลเสียต่อผลประโยชน์ของบริษัทยิ่งอีกด้วย (ดูรายละเอียดเรื่องคณะกรรมการสรรหา



ประกอบเพิ่มเติม หน้า 25)

**ปัจจัยอื่นที่ควรพิจารณา** ปัจจัยต่อไปนี้เป็นสิ่งที่นักลงทุนควรพิจารณาเพื่อวิเคราะห์คุณสมบัติของกรรมการ<sup>11</sup> โดยการตั้งคำถามว่าคณะกรรมการ :

- สามารถใช้วิจารณญาณในการตัดสินใจเกี่ยวกับขนาดของบริษัทหรือทิศทางการดำเนินธุรกิจได้หรือไม่
- สามารถทำหน้าที่ด้วยความระมัดระวังและอย่างมืออาชีพ โดยมีความชำนาญหรือความเข้าใจเป็นอย่างดีหรือไม่ในเรื่องต่อไปนี้
  - เทคโนโลยี ผลิตภัณฑ์ หรือบริการหลักของบริษัท
  - แผนกลยุทธ์ และแผนการดำเนินงาน
  - การเงิน กฎหมาย บัญชี การตรวจสอบภายใน ตลอดจน
  - ปัจจัยความเสี่ยงต่างๆ ของการดำเนินธุรกิจ
- เคยมีการรายงานหรือการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะที่แสดงให้เห็นถึงการปฏิบัติหน้าที่อย่างมีจรรยาบรรณหรือไม่
- เคยมีปัญหาหรือข้อพิพาทด้านกฎหมาย อันเป็นผลจากการทำหน้าที่คณะกรรมการของบริษัทอื่นหรือไม่
- มีประสบการณ์การเป็นกรรมการของบริษัทอื่น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือไม่
- ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่นหรือไม่ เนื่องจากการดำรงตำแหน่งกรรมการในหลายบริษัท อาจส่งผลให้การทำหน้าที่กรรมการมีประสิทธิภาพลดลง<sup>12</sup>
- เข้าประชุมคณะกรรมการหรือคณะกรรมการชุดย่อยอย่างสม่ำเสมอ หรือไม่
- มีความมุ่งมั่นที่จะดูแลความต้องการของผู้ถือหุ้น เช่น โดยการลงทุนในสัดส่วนที่มีนัยสำคัญในบริษัท หรือโดยการหลีกเลี่ยงสถานการณ์หรือธุรกิจที่อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์กับบริษัท หรือไม่
- มีความรู้ ประสบการณ์ และความชำนาญ ในเรื่องที่จะต้องการทำหน้าที่กรรมการ หรือไม่
- ทำหน้าที่กรรมการในบริษัทจดทะเบียนนั้นมาเกินกว่า 10 ปี หรือไม่ กรรมการที่อยู่ในตำแหน่งมาเป็นเวลานานอาจมีความรู้ ความชำนาญในธุรกิจของบริษัท แต่ขณะเดียวกัน อาจสร้างความสัมพันธ์ที่ใกล้ชิดกับฝ่ายจัดการมากเกินไป จนทำให้ไม่สามารถทำหน้าที่เพื่อผลประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้ นักลงทุนยังควรพิจารณาว่าบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับ

- จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อยในช่วงปีที่ผ่านมา และสถิติการเข้าประชุมของกรรมการแต่ละท่าน
- มีการประเมินผลงานตนเองของคณะกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อย หรือไม่ ตลอดจนข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการประเมิน (เช่น ผลการประเมิน หรือแนวทางการประเมิน) ซึ่งจะช่วยให้ นักลงทุนสามารถพิจารณาความสามารถ และความเป็นอิสระของคณะกรรมการในการเผชิญหน้ากับการแข่งขัน และความท้าทายทางการเงินที่บริษัทประสบอยู่

<sup>11</sup> ปัจจัยที่ใช้ในการพิจารณา คัดลอกมาจากหนังสือเล่มใหม่ของ CFA Institute “Corporate Finance for the CFA Program.”

<sup>12</sup> แนวทางการกำกับดูแลกิจการในบางประเทศรวมถึงของประเทศปากีสถานกำหนดจำนวนบริษัทสูงสุดที่กรรมการสามารถดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการ ตัวอย่างเช่นในปากีสถาน กำหนดไว้ที่ 10 บริษัท

- มีการอบรวมกรรมการอย่างเพียงพอถึงบทบาท หน้าที่และความรับผิดชอบ หรือไม่ ไม่ว่าจะเป็นการดำเนินการโดยความสมัครใจ หรือตามแนวทางปฏิบัติของประเทศนั้นๆ

### แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับคุณสมบัติของคณะกรรมการ

- บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่จะมีข้อมูลเกี่ยวกับชื่อ และคุณสมบัติของคณะกรรมการอยู่บนเว็บไซต์ นอกจากนี้ ข้อมูลเกี่ยวกับคณะกรรมการยังปรากฏในรายงานประจำปี และในบางกรณีในหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี (Annual Proxy Statement)
- ในหลายประเทศ บริษัทจะรายงานจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการ และคณะกรรมการชุดย่อย และสถิติการเข้าประชุมของกรรมการแต่ละท่านไว้ในรายงานประจำปี เว็บไซต์ หรือในรายงานการกำกับดูแลกิจการประจำปี และ หนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี
- ในกฎหมายบางประเทศ เช่น ออสเตรเลีย แคนาดา อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา จะกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยการกำกับดูแลกิจการของตนไว้ในรายงานประจำปี และอธิบายหากไม่สามารถปฏิบัติตามแนวทางที่กำหนด และถ้าเหตุผลของการที่ไม่สามารถปฏิบัติตามแนวทางนั้นได้
- ในกลุ่มประเทศสหภาพยุโรปได้ยอมรับข้อเสนอแนะของ European Commission ที่ว่าคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนต้องพิจารณาหารือกันเป็นประจำทุกปีในเรื่องการจัดโครงสร้างภายในของคณะกรรมการ กระบวนการที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนการเปลี่ยนแปลงอย่างมีสาระสำคัญอันเป็นผลจากการประเมินผลงานตนเอง
- ในประเทศสหรัฐอเมริกา บริษัทจะแสดงรายชื่อและคุณสมบัติของกรรมการแต่ละท่านไว้พร้อมกับรายงานของคณะกรรมการถึงผู้ถือหุ้น หรือในหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี และบนเว็บไซต์ นอกจากนี้ยังมีรายงานของคณะกรรมการสรรหาในหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี ซึ่งจะปรากฏรายละเอียดของกรรมการสรรหาแต่ละท่าน ตลอดจนผลการปฏิบัติงาน

### อำนาจในการจ้างที่ปรึกษาภายนอก (Authority to Hire External Consultants)

นักลงทุนควรพิจารณาว่าคณะกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อยมีอำนาจในการเบิกจ่ายงบประมาณเพื่อว่าจ้างที่ปรึกษาอิสระจากภายนอก โดยไม่จำเป็นต้องได้รับความเห็นชอบจากฝ่ายจัดการ หรือไม่

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** สิ่งสำคัญที่ควรทราบคือ กรรมการอิสระโดยทั่วไปแล้วจะมีเวลาค่อนข้างจำกัด ดังนั้น คณะกรรมการจึงต้องมีผู้ช่วยเหลือในการรวบรวมหรือวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ที่จำเป็นในการกำกับดูแลบริษัท

คณะกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อยจึงจำเป็นต้องอาศัยคำปรึกษาจากมืออาชีพที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน และมีความเป็นอิสระ เพื่อพิจารณาประเด็นต่างๆ ในการดำเนินกิจการและความเสี่ยง อาทิเช่น ค่าตอบแทน การควบคุมกิจการ ข้อกฎหมาย ข้อกำหนดต่างๆ การเงิน และชื่อเสียงภาพลักษณ์ หากคณะกรรมการสามารถว่าจ้างที่ปรึกษาภายนอกได้โดยไม่ต้องขอความเห็นชอบจากฝ่ายจัดการ ก็จะทำให้คณะกรรมการมีความเป็นอิสระในการขอคำปรึกษาที่ปลอดจากการครอบงำของฝ่ายจัดการ

นอกจากนี้ยังเป็นการรับประกันว่า คณะกรรมการจะได้รับคำปรึกษาจากผู้เชี่ยวชาญเฉพาะด้านในประเด็นซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

**ปัจจัยอื่นที่ควรพิจารณา** นักลงทุนควรพิจารณาประเด็นต่อไปนี้เพิ่มเติมด้วยว่า

- ในอดีตที่ผ่านมา คณะกรรมการได้เคยว่าจ้างที่ปรึกษาทางการเงินจากภายนอกเพื่อให้คำปรึกษาด้านการควบหรือรวมกิจการ การถอนการลงทุน หรือการบริหารความเสี่ยง หรือไม่
- ในอดีตที่ผ่านมา คณะกรรมการสรรหาได้เคยว่าจ้างที่ปรึกษาภายนอกในการสรรหาผู้ได้รับการเสนอชื่อที่มีคุณสมบัติเหมาะสม เพื่อคัดเลือกเป็นกรรมการ หรือผู้บริหาร หรือไม่
- ในอดีตที่ผ่านมา คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนได้เคยว่าจ้างที่ปรึกษาภายนอกในการพิจารณาค่าตอบแทนที่เหมาะสมสำหรับผู้บริหารระดับสูง หรือไม่

**แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับอำนาจของคณะกรรมการเพื่อว่าจ้างที่ปรึกษาภายนอก**

- รายงานประจำปีของบริษัท ภายใต้เรื่องการกำกับดูแลกิจการ
- รายงานการกำกับดูแลกิจการประจำปี
- เว็บไซต์ของบริษัท ภายใต้เรื่องการกำกับดูแลกิจการ หรือ
- กฎบัตรของคณะกรรมการ หรือคณะกรรมการชุดย่อย

**แหล่งข้อมูลอื่นๆ เพิ่มเติม ได้แก่**

- ข้อบังคับหรือข้อกำหนดของบริษัท
- ข้อพึงปฏิบัติแห่งชาติเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (National Corporate Governance Codes) หรือข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์เรื่องการกำกับดูแลกิจการ เป็นต้น

## ประเด็นอื่นๆ (Other Board Issues)

**วาระการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการ**

นักลงทุนควรพิจารณาว่ามีการแต่งตั้งกรรมการเป็นประจำทุกปี หรือมีการกำหนดให้กรรมการพ้นวาระไม่พร้อมกัน หรือไม่

**เหตุผลของการพิจารณาวาระการดำรงตำแหน่งของกรรมการ** นักลงทุนควรทำความเข้าใจถึงกลไกของการใช้สิทธิ หรือการจำกัดหรือการลดรอนสิทธิของผู้ถือหุ้นในการออกเสียงเพื่อแต่งตั้งกรรมการ

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** กรณีที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถให้ความเห็นชอบหรือปฏิเสธการแต่งตั้งกรรมการอย่างสม่ำเสมอเป็นประจำทุกปีนั้น ถือเป็น การจำกัดสิทธิของผู้ถือหุ้นที่จะเปลี่ยนแปลงโครงสร้างคณะกรรมการเมื่อเกิดความจำเป็น เช่น เมื่อกรรมการคนใดคนหนึ่งไม่ทำหน้าที่ตามที่ได้รับมอบหมาย หรือเมื่อผู้ถือหุ้นต้องการแต่งตั้งกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน เพื่อให้สอดคล้องกับกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงไป เป็นต้น

**ปัจจัยอื่นที่ควรพิจารณา** เมื่อพิจารณานโยบายของบริษัทในการแต่งตั้งกรรมการ นักลงทุนควรพิจารณาว่า

- ผู้ถือหุ้นอาจแต่งตั้งกรรมการเป็นประจำทุกปี หรือตามวาระที่กำหนด เช่น 2-3 ปี แต่พันวาระไม่พร้อมกัน (แบบ Staggered) หรือไม่ (ในลักษณะหลังนี้เรียกว่า Classified Board) การแต่งตั้งกรรมการเป็นประจำทุกปี จะให้ความคล่องตัวและยืดหยุ่นมากกว่าในการเสนอชื่อกรรมการใหม่ให้สอดคล้องกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงอยู่ทุกขณะ ในขณะที่เดียวกันการกำหนดวาระในการดำรงตำแหน่งของกรรมการอาจถูกใช้เป็นเครื่องมือป้องกันการถูกครอบงำกิจการ<sup>13</sup> แต่ก็อาจมีประโยชน์ในแง่ของความต่อเนื่องและความเชี่ยวชาญในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ

ในประเทศญี่ปุ่น ผู้ถือหุ้นจะใช้ระบบ Corporate Auditor System เพื่อแต่งตั้งกรรมการซึ่งจะกำหนดวาระการดำรงตำแหน่ง 2 ปี และแต่งตั้งกรรมการสำหรับ Corporate Auditor Board ด้วยวาระ 4 ปี โดยผู้ถือหุ้นจะใช้ระบบคณะกรรมการชุดย่อย (ซึ่งก็คือคณะกรรมการสรรหา) ในการแต่งตั้งกรรมการทุกปี

- คณะกรรมการมีการแต่งตั้งกรรมการคนใหม่ เพื่อต่อจากวาระที่เหลืออยู่ของกรรมการคนก่อนหน้า โดยไม่ต้องขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นในการประชุมสามัญประจำปี หรือไม่
- ผู้ถือหุ้นสามารถออกเสียงถอดถอนกรรมการในบางกรณีที่กำหนดไว้ได้ด้วย หรือไม่
- คณะกรรมการมีจำนวนกรรมการที่เหมาะสมกับการดำเนินธุรกิจของบริษัท หรือไม่ ทั้งนี้หากมีคณะกรรมการชุดใหญ่เกินไปจะทำให้เกิดความยากลำบากในการประสานงานกับกรรมการทั้งหมด ความล่าช้าในการตัดสินใจหรือดำเนินการ และมีโอกาสที่จะเกิดการตัดสินใจไปให้ฝ่ายจัดการมากขึ้น ในขณะที่คณะกรรมการที่มีจำนวนกรรมการน้อยเกินไปก็อาจขาดประสิทธิภาพหรือคำแนะนำที่รอบคอบ และอาจไม่สามารถกระจายปริมาณงานที่เหมาะสมให้แก่กรรมการทำให้กรรมการไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพ

### **แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับกลไกหรือกระบวนการที่เกี่ยวข้องกับการแต่งตั้งกรรมการและโครงสร้าง**

- โดยทั่วไปแล้ว แหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดเกี่ยวกับการแต่งตั้งกรรมการคือหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี ในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศแคนาดา ข้อมูลนี้จะเป็นส่วนหนึ่งของหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปีที่ส่งให้ผู้ถือหุ้น
- นักลงทุนควรตรวจสอบข้อบังคับบริษัท และข้อกำหนดที่เกี่ยวข้องด้วยว่า ฝ่ายจัดการและคณะกรรมการของบริษัทสามารถแต่งตั้งกรรมการเพื่อทดแทนตำแหน่งที่ว่างลง โดยไม่ต้องขออนุมัติจากผู้ถือหุ้น หรือไม่

<sup>13</sup> ข้อมูลได้จาก “The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy,” โดย Lucian A. Bebchuk, John C. Coates, IV, และ Guhan Subramanian, Stanford Law Review, Vol. 54, Issue 5, pg. 887-952. ผู้แต่งสรุปว่า การออกเสียงที่นำไปสู่การครอบงำกิจการเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นได้ยากสำหรับบริษัทที่กำหนดให้กรรมการพันวาระไม่พร้อมกัน เนื่องจากผู้เสนอชื่อต้องขอเสียงสนับสนุนและความสนใจจากการออกเสียงของผู้ถือหุ้นในการลงคะแนนเสียงทั้ง 2 ครั้งซึ่งต้องมีระยะเวลาห่างกันอย่างน้อย 14 เดือน

## รายการกับบุคคลหรือนิติบุคคลที่เกี่ยวข้อง (Related-Party Transactions)

นักลงทุนควรตรวจสอบว่า บริษัทมีความสัมพันธ์ทางธุรกิจ โดยการซื้อ/ขายสินค้า หรือบริการในนามของบริษัท กับฝ่ายจัดการ หรือคณะกรรมการ หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับทั้งสองกลุ่มนี้ หรือไม่

**เหตุผลของการพิจารณา** นโยบายของบริษัทว่าด้วยการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง เนื่องจากการทำรายการดังกล่าวเกี่ยวข้องกับกรรมการ นโยบายเรื่องการทำรายการเกี่ยวข้องจะทำให้แน่ใจได้ว่ากรรมการมีความเป็นอิสระอย่างแท้จริง โดยไม่ควรสนับสนุนให้กรรมการมีส่วนในการทำธุรกรรมต่อไปนี้ เช่น

- การรับเงินค่าที่ปรึกษาสำหรับงานที่ดำเนินการในนามของบริษัท
- การรับเงินค่านายหน้าในการเสาะหาผู้ค้าทางธุรกิจ หรือการควบ/รวมกิจการ ให้แก่บริษัท

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** การรับผลประโยชน์หรือค่าตอบแทนจากบริษัทในธุรกรรมที่กรรมการมีส่วนเกี่ยวข้อง จะทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เนื่องจากกรรมการไม่สามารถใช้ดุลพินิจหรือการตัดสินใจที่เป็นอิสระ บริษัทจึงควรกำหนดจรรยาบรรณ หรือนโยบายของคณะกรรมการที่ชัดเจนในการทำธุรกรรมดังกล่าว เพื่อลดการครอบงำของฝ่ายจัดการ และปกป้องผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น

**ปัจจัยอื่นที่ควรพิจารณา** เมื่อพิจารณานโยบายของบริษัทเกี่ยวกับการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง นักลงทุนควรพิจารณาว่า

- ข้อกำหนดเกี่ยวกับจรรยาบรรณของบริษัท หรือนโยบายของคณะกรรมการมีการจำกัดเงื่อนไขในการอนุญาตให้บุคคลภายใน ซึ่งรวมทั้งกรรมการและบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกรรมการ สามารถรับค่าตอบแทนจากบริษัทในการให้บริการหรือคำปรึกษานอกเหนือจากขอบเขตหน้าที่ของการเป็นกรรมการ หรือไม่ การกำหนดนโยบายที่ชัดเจนในเรื่องดังกล่าวไม่เพียงแต่จะช่วยรักษาความเป็นอิสระของกรรมการ แต่ยังทำให้เป็นเรื่องยากต่อบริษัทในการทำธุรกรรมหรือสัญญาซึ่งอาจก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น
- บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลรายการระหว่างกันที่มีนัยสำคัญกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง หรือความสัมพันธ์ทางการค้ากับกรรมการหรือผู้ได้รับการเสนอชื่อเป็นกรรมการ หรือไม่ (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมภายใต้หัวข้อเรื่องความเป็นอิสระของกรรมการ หน้า 13)
- กรรมการหรือผู้บริหารได้ให้ยืม หรือให้เช่า หรือจัดหาทรัพย์สินหรืออุปกรณ์ให้แก่บริษัท หรือไม่
- บริษัทมีการจ่ายค่านายหน้าให้แก่กรรมการในรายการได้มาซึ่งทรัพย์สินสำคัญ หรือการทำธุรกรรมที่มีนัยสำคัญ หรือไม่

**แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับรายการธุรกรรมระหว่างบริษัทกับ กรรมการ ผู้บริหาร หรือผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม**

- รายงานประจำปีของบริษัทในหลายประเทศ จะมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับรายการที่กระทำกับบุคคลภายใน และค่าธรรมเนียมที่บริษัทจ่ายให้แก่กรรมการ หรือผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม ซึ่งมักจะอยู่ภายใต้หัวข้อรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง (หรือรายการระหว่างกันในกรณีของไทย)

- ในประเทศสหรัฐอเมริกา บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับธุรกรรมที่กระทำกับบุคคลภายในไว้ในหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี โดยอยู่ภายใต้หัวข้อเรื่องรายการกับบุคคลหรือ นิติบุคคลที่เกี่ยวข้อง (Related-Party Transactions)
- นักลงทุนควรศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องของบริษัทในหนังสือชี้ชวนเพื่อเสนอขายหุ้นต่อประชาชน ข้อมูลเหล่านี้จะทำให้นักลงทุนทราบว่ามีการเสนอขายหุ้นให้แก่บุคคลภายใน หรือผู้ที่เกี่ยวข้องในราคาต่ำกว่าราคาตลาด เมื่อเปรียบเทียบกับราคาที่จะเสนอขายหุ้นกับประชาชน หรือไม่

## คณะกรรมการชุดย่อย (Board Committees)

### คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee)

นักลงทุนควรพิจารณาว่า คณะกรรมการได้แต่งตั้งคณะกรรมการชุดย่อยที่ประกอบด้วยกรรมการอิสระ ซึ่งเป็นผู้ที่มีความรู้หรือประสบการณ์ด้านการเงินและบัญชี เพื่อสอดส่องดูแลการตรวจสอบงบการเงินของบริษัท หรือไม่

**จุดประสงค์ของคณะกรรมการตรวจสอบ** หน้าที่หลักของคณะกรรมการตรวจสอบคือ การสร้างความเชื่อมั่นว่าข้อมูลทางการเงินของบริษัทมีความถูกต้อง ครบถ้วน เชื่อถือได้ และนำเสนอได้ทันต่อเวลา

ดังนั้น กรรมการตรวจสอบจึงมีความรับผิดชอบในการว่าจ้างผู้สอบบัญชีภายนอกที่เป็นอิสระ ตลอดจนดูแลการทำงานของผู้สอบบัญชีภายนอกเพื่อให้มั่นใจได้ว่าผู้สอบบัญชีปฏิบัติตามหน้าที่เพื่อผลประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหุ้น และให้แน่ใจว่า

- ข้อมูลอื่นๆ ที่อยู่ในรายงานทางการเงินที่เสนอต่อผู้ถือหุ้นมีความครบถ้วน ถูกต้อง เชื่อถือได้ สามารถตรวจสอบได้ และเสนอต่อผู้ถือหุ้นได้ทันเวลา
- งบการเงินจัดทำตามมาตรฐานบัญชีที่เป็นที่ยอมรับ ซึ่งในต่างประเทศคือ Generally Accepted Accounting Principles - GAAP (แต่ในกรณีของไทยการจัดทำงบการเงินควรเป็นไปตามมาตรฐานบัญชีไทย) ตลอดจนข้อกำหนดเรื่องการเปิดเผยข้อมูล
- การสอบบัญชีเป็นไปตามมาตรฐานการสอบบัญชี ซึ่งในต่างประเทศคือ Generally Accepted Auditing Standards - GAAS (แต่ในกรณีของไทย ควรเป็นไปตามมาตรฐานการสอบบัญชีไทย)
- ผู้สอบบัญชีภายนอกมีความเป็นอิสระจากการครอบงำของฝ่ายจัดการ
- มีการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้สอบบัญชีภายนอกและบริษัท โดยคำนึงถึงผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ และ
- ผู้สอบบัญชีมีอำนาจในการสอบบัญชีของบริษัททั้งกลุ่ม รวมถึงบริษัทย่อยและบริษัทที่เกี่ยวข้องในต่างประเทศ

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** หากคณะกรรมการตรวจสอบขาดความเป็นอิสระ จะส่งผลกระทบต่อความโปร่งใสและความถูกต้องของกระบวนการจัดทำงบการเงิน และความน่าเชื่อถือของงบการเงินย่อมนลดลงตามไปด้วยการเสนอข้อมูลที่ผิดพลาด การบิดเบือนข้อมูลเกี่ยวกับผลประกอบการหรือสถานภาพทางการเงินของบริษัท ย่อมส่งผลกระทบต่ออย่างร้ายแรงต่อมูลค่าหุ้นของบริษัท

### ปัจจัยอื่นที่ควรพิจารณา นักลงทุนควรพิจารณาว่า

- กรรมการตรวจสอบทุกคนมีความเป็นอิสระหรือไม่ ในบางประเทศอาจอนุญาตให้กรรมการที่ไม่เป็นอิสระในคณะกรรมการบริษัทสามารถเป็นกรรมการตรวจสอบได้ ตัวอย่างเช่นในประเทศญี่ปุ่นกำหนดให้คณะกรรมการตรวจสอบต้องประกอบด้วยกรรมการ 3 ท่าน โดยส่วนใหญ่ต้องเป็นกรรมการอิสระ หรือกรรมการที่มีโซ่ผู้บริหาร<sup>14</sup>
- คณะกรรมการตรวจสอบมีกรรมการที่มีความรู้ ความเชี่ยวชาญด้านการเงิน หรือไม่<sup>15</sup>
- คณะกรรมการเสนอวาระการแต่งตั้งผู้สอบบัญชี เพื่อขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น หรือไม่
- คณะกรรมการตรวจสอบมีอำนาจในการอนุมัติ หรือปฏิเสธข้อเสนองานบริการอื่นๆ ที่มีช่างานสอบบัญชีของผู้สอบบัญชีภายนอก หรือไม่ โดยพิจารณาจากรายงานของคณะกรรมการตรวจสอบเกี่ยวกับบริการและค่าบริการของผู้สอบบัญชี นักลงทุนควรพิจารณาเพิ่มเติมด้วยว่าคณะกรรมการตรวจสอบมีนโยบายเกี่ยวกับการจ่ายค่าธรรมเนียมให้แก่ผู้สอบบัญชีภายนอกสำหรับงานบริการที่มีช่างานสอบบัญชี หรือไม่ ตลอดจนแนวทางการขจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น เนื่องจากผลประโยชน์จากการให้บริการที่นอกเหนือจากงานสอบบัญชี อาจทำให้ผู้สอบบัญชีแก้ไขข้อขัดแย้งเกี่ยวกับรายงานทางการเงินตามความต้องการของฝ่ายจัดการ โดยมองข้ามผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น
- บริษัทมีกระบวนการและแนวทางที่ชัดเจนว่า ผู้ตรวจสอบภายในต้องรายงานต่อใคร แต่ไม่ว่าจะมีสายการรายงานขึ้นกับใคร ผู้ตรวจสอบภายในควรสามารถหารือกับคณะกรรมการตรวจสอบได้โดยตรง เมื่อมีประเด็นเกี่ยวกับความถูกต้อง โปร่งใสของรายงานทางการเงิน หรือการจัดทำบัญชี และในทำนองเดียวกัน คณะกรรมการตรวจสอบก็ควรสามารถเข้าถึงผู้ตรวจสอบภายในด้วยเช่นกัน
- มีการหารือร่วมกันระหว่างคณะกรรมการตรวจสอบและผู้สอบบัญชีภายนอกเพื่อแก้ไขงบการเงิน ซึ่งเป็นผลจากการตีความมาตรฐานบัญชีที่อาจมีข้อโต้แย้ง การทุจริต หรือปัญหาด้านบัญชีอื่นๆ หรือไม่ และบริษัทได้ยกเลิกการว่าจ้างผู้สอบบัญชีภายนอกหรือนั้น หรือไม่
- คณะกรรมการตรวจสอบเป็นผู้ควบคุมงบประมาณการตรวจสอบ หรือไม่ เพื่อให้คณะกรรมการตรวจสอบสามารถยกและหารือประเด็นปัญหาต่างๆ ที่ไม่คาดคิด หรือมีความซับซ้อน

### แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับคณะกรรมการตรวจสอบ

**ออสเตรเลีย** - บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียต้องเปิดเผยในรายงานประจำปี หากไม่สามารถปฏิบัติตามแนวทางของตลาดหลักทรัพย์เรื่องคณะกรรมการตรวจสอบ พร้อมคำอธิบายถึงเหตุผลในกรณีที่ไม่สามารถปฏิบัติตามแนวทางที่เสนอแนะ

<sup>14</sup> Commercial Code ของประเทศญี่ปุ่นมีข้อกำหนดที่มีลักษณะคล้ายคลึงกันสำหรับคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน และคณะกรรมการสรรหา

<sup>15</sup> ข้อกำหนดของสหรัฐอเมริกาที่เกี่ยวข้องกับ Sarbanes-Oxley กำหนดให้กรรมการผู้เชี่ยวชาญด้านการเงิน หมายถึง กรรมการผู้ซึ่ง (i) เข้าใจงบการเงินและมาตรฐาน GAAP (ii) สามารถประเมินการประยุกต์ใช้มาตรฐาน GAAP เพื่อประมาณการ ตั้งค่า และตั้งสำรอง (iii) จัดเตรียมตรวจสอบ วิเคราะห์ หรือประเมิน งบการเงินที่คล้ายคลึงกับงบการเงินของบริษัท หรือมีประสบการณ์ในการดูแลผู้ปฏิบัติงานในหน้าที่ดังกล่าว (iv) เข้าใจระบบการควบคุมภายใน และกระบวนการรายงานทางการเงิน และ (v) เข้าใจหน้าที่ของคณะกรรมการตรวจสอบ โดยบุคคลเหล่านี้ อาจมีคุณสมบัติดังกล่าวผ่านทางการศึกษา ประสบการณ์โดยตรง หรือประสบการณ์ในฐานะที่เป็นผู้ดูแลหัวหน้าเจ้าหน้าที่ทางการเงิน หัวหน้าเจ้าหน้าที่ด้านบัญชี คอนโทรลเลอร์ นักบัญชีหรือผู้สอบบัญชี หรือประสบการณ์ในการดูแล หรือประเมินบริษัทหรือนักบัญชีในการจัดเตรียมตรวจสอบ หรือ ประเมินงบการเงิน หรือจากประสบการณ์ที่เกี่ยวข้อง ดูข้อมูลได้ที่ <http://www.sec.gov/rules/final/33-8177.htm> ภายใต้หัวข้อเรื่อง "Audit Committee Financial Experts."

**แคนาดา** - ตามข้อกำหนดของ Canada's Multilateral Instruments 52-101, 102 and 110 บริษัทจดทะเบียนต้องรายงานข้อมูลต่อไปนี้เกี่ยวกับคณะกรรมการตรวจสอบของบริษัทในแบบข้อมูลประจำปี (Annual Information Form):

- กฎบัตรและองค์ประกอบของคณะกรรมการตรวจสอบ
- วุฒิการศึกษา และประสบการณ์ของกรรมการตรวจสอบแต่ละท่าน และ
- บริษัทได้รับข้อยกเว้น หรือการผ่อนปรนหรือไม่

นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โตรอนโต ต้องเปิดเผยข้อมูลต่อไปนี้ในรายงานประจำปี :

- บริษัทมีคณะกรรมการตรวจสอบ หรือไม่
- กรรมการตรวจสอบทุกคนเป็นกรรมการที่มีผู้บริหาร หรือไม่
- คณะกรรมการบริษัทได้กำหนดบทบาท หน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการตรวจสอบหรือไม่
- คณะกรรมการตรวจสอบสื่อสารโดยตรงกับผู้ตรวจสอบภายใน และผู้สอบบัญชีภายนอก หรือไม่ และ
- คณะกรรมการตรวจสอบทำหน้าที่ดูแลการรายงานของฝ่ายจัดการ และระบบการควบคุมภายในหรือไม่

**สหภาพยุโรป** - The Prospectus Directive ในสหภาพยุโรปใช้มาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลของ International Organization of Securities Commissioners โดยกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยชื่อของกรรมการตรวจสอบ และสรุปสาระสำคัญของกฎบัตรในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการตรวจสอบไว้ในหนังสือชี้ชวน นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนในอังกฤษต้องรายงานเรื่องระบบการควบคุมภายในของบริษัทในรายงานประจำปีของคณะกรรมการด้วย

**สหรัฐอเมริกา** - บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยว่าในคณะกรรมการตรวจสอบมีกรรมการอย่างน้อย 1 คนที่มีความเชี่ยวชาญด้านการเงิน หรือไม่ รวมทั้งระบุชื่อของกรรมการผู้เชี่ยวชาญด้านการเงินดังกล่าวอย่างน้อย 1 ชื่อด้วย และเปิดเผยว่ากรรมการดังกล่าวมีความเป็นอิสระ หรือไม่ หากบริษัทไม่มีกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านการเงิน ต้องอธิบายเหตุผล นอกจากนี้บริษัทจดทะเบียนยังต้องเปิดเผยข้อมูลต่อไปนี้ในหนังสือเชิญประชุม ผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี :

- บริษัทมีคณะกรรมการตรวจสอบหรือไม่ ถ้ามี ให้เปิดเผยรายชื่อของกรรมการแต่ละท่าน จำนวนครั้งของการประชุม และผลการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการตรวจสอบ
- คณะกรรมการได้กำหนดกฎบัตรที่เป็นลายลักษณ์อักษรสำหรับคณะกรรมการตรวจสอบ หรือไม่ ถ้ามี ต้องแนบกฎบัตรไปกับแบบหนังสือมอบฉันทะอย่างน้อยหนึ่งครั้งในทุกๆ 3 ปี<sup>16</sup> ซึ่งส่วนใหญ่แล้วนักลงทุนจะพบข้อมูลนี้บนเว็บไซต์ด้วย
- หากเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Nasdaq, American หรือ New York Stock Exchanges ต้องเปิดเผยว่ากรรมการตรวจสอบมีความเป็นอิสระ ตามคุณสมบัติที่กำหนดไว้ในมาตรฐานของการเข้าจดทะเบียน หรือไม่ (พร้อมทั้งข้อมูลของกรรมการตรวจสอบที่ขาดความเป็นอิสระ)

<sup>16</sup> กรุณาดูข้อกำหนดของ NYSE หรือ NASDAQ ที่เกี่ยวข้องกับกฎบัตรของคณะกรรมการตรวจสอบ และ Regulation S-K, Item 401(h), 2004, <http://sec.gov/divisions/corpfin/forms/regs.htm>.



- คณะกรรมการตรวจสอบได้ทบทวน/สอบทานรายการทางการเงินที่ผ่านการตรวจสอบแล้ว และหารือกับฝ่ายจัดการ และผู้สอบบัญชีที่เป็นอิสระ หรือไม่ และผู้สอบบัญชีได้เปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับความเป็นอิสระของตนเอง หรือไม่ และ
- รายงานของคณะกรรมการตรวจสอบว่า คณะกรรมการตรวจสอบเสนอต่อคณะกรรมการบริษัทว่า ควรเปิดเผยงบการเงินที่ตรวจสอบแล้วไว้ในรายงานประจำปี หรือไม่

#### **คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (Remuneration/Compensation Committee)**

นักลงทุนควรพิจารณาว่า บริษัทมีคณะกรรมการชดเชยที่มีความเป็นอิสระ ทำหน้าที่กำหนดค่าตอบแทนของผู้บริหารระดับสูง หรือไม่

**จุดประสงค์ของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน** คณะกรรมการชุดนี้มีหน้าที่กำหนดค่าตอบแทน หรือ การตอบแทนในรูปแบบต่างๆ ที่เหมาะสมแก่ผู้บริหารระดับสูง เพื่อเป็นแรงจูงใจให้ทำหน้าที่โดยคำนึงถึงผลประโยชน์และมูลค่าของกิจการในระยะยาว ค่าตอบแทนดังกล่าวควรสอดคล้องกับความรับผิดชอบของผู้บริหาร และผลประโยชน์ของบริษัท ทั้งนี้เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ข้างต้น คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนควร

- ประกอบด้วยกรรมการอิสระทั้งหมด<sup>17</sup> และ
- กำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารโดยเชื่อมโยงเข้ากับผลประโยชน์ในระยะยาวของบริษัท และการเพิ่มขึ้นของมูลค่าหุ้นในระยะยาว เมื่อเปรียบเทียบกับคู่แข่ง และบริษัทจดทะเบียนอื่นที่เทียบเคียงกันได้

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** การมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนที่มีความเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ จะช่วยให้มั่นใจได้ว่าค่าตอบแทนและผลประโยชน์ในรูปแบบอื่นๆ ที่ให้แก่ผู้บริหารนั้น มีความสอดคล้องกับผลประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหุ้นในระยะยาว ในทางตรงข้าม คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนที่ขาดความเป็นอิสระอาจถูกกดดันจากฝ่ายจัดการ ทำให้ค่าตอบแทนของผู้บริหารสูงกว่าที่ควรจะเป็นเมื่อเทียบกับบริษัทจดทะเบียนอื่นที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน หรือทำให้มีการเสนอค่าตอบแทนที่จูงใจให้ผู้บริหารกระดุนราคาหุ้นในระยะสั้น โดยมองข้ามผลกำไรและมูลค่ากิจการในระยะยาว

**ปัจจัยอื่นที่ควรพิจารณา** เพื่อวิเคราะห์ประเด็นคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน นักลงทุนควรพิจารณาว่า :

- ค่าตอบแทนต่างๆ ที่เสนอให้แก่ผู้บริหารระดับสูงมีความเหมาะสม หรือไม่
- บริษัทมีการให้คณะกรรมการบริษัทกู้ยืมเงิน หรือใช้ทรัพย์สินหรืออุปกรณ์ของบริษัท เช่น เครื่องบิน และที่ดิน หรือไม่
- กรรมการกำหนดค่าตอบแทนแต่ละท่านเข้าประชุมอย่างสม่ำเสมอในปีที่ผ่านมา หรือไม่
- คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนมีนโยบายหรือกระบวนการดำเนินงานที่ชัดเจน หรือไม่ อย่างไร

<sup>17</sup> กรุณาดูคำอธิบายเรื่องความเป็นอิสระของคณะกรรมการชดเชย โดยเฉพาะในประเทศญี่ปุ่น ภายใต้หัวข้อคณะกรรมการตรวจสอบ

- บริษัทที่มีการเปิดเผยรายละเอียดคำตอบตอบแทนของผู้บริหารที่ได้รับคำตอบแทนสูงสุด 5 รายแรก และคำตอบตอบแทนของคณะกรรมการให้ผู้ถือหุ้นทราบในแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ หรือไม่ นักลงทุนควรตรวจสอบด้วยว่า คำตอบแทนให้แก่บุคคลเหล่านี้แบ่งออกเป็นอะไรบ้าง (เช่น เบี้ยประชุม เงินเดือน โบนัส) มีความเหมาะสมหรือไม่ แต่ในบางประเทศจะกำหนดให้บริษัทเปิดเผยเฉพาะคำตอบแทนรวมของผู้บริหารระดับสูง และคณะกรรมการเท่านั้น
- เงื่อนไขของการให้สิทธิซื้อหุ้น (Options) แก่ผู้บริหารและพนักงาน เป็นอย่างไร มีความเหมาะสม หรือไม่
- บริษัทมีแผนที่จะออกหุ้นใหม่เพื่อรองรับการใช้สิทธิซื้อหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการ ตามเงื่อนไขการจ่ายคำตอบแทน หรือไม่ หรือบริษัทมีแผนที่จะรองรับการใช้สิทธิดังกล่าว โดยการซื้อหุ้นคืนในตลาด
- บริษัทและคณะกรรมการจำเป็นต้องขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น เพื่ออนุมัติแผนการจ่ายคำตอบแทนด้วยหุ้น หรือไม่ เนื่องจากแผนดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วของบริษัท และผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และยังมีผลกระทบต่อการคำนวณกำไรต่อหุ้น และการประเมินมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด
- ผู้บริหารระดับสูงจากบริษัทจดทะเบียนอื่นซึ่งส่งตัวเข้ามาเป็นกรรมการในบริษัท (หรือบริษัทส่งตัวแทนไปนั่งเป็นกรรมการ) เป็นกรรมการกำหนดคำตอบแทน หรือไม่ เนื่องจากการกำหนดคำตอบแทนผู้บริหารมักจะเทียบเคียงกับตำแหน่งที่คล้ายคลึงกันในบริษัทจดทะเบียนอื่น ดังนั้น ถ้ากรรมการกำหนดคำตอบแทนเป็นบุคคลที่อาจได้รับประโยชน์โดยตรงจากการตัดสินใจที่เกื้อกูลซึ่งกันและกันในการกำหนดคำตอบแทน การตัดสินใจดังกล่าวจึงอาจไม่เป็นไปเพื่อผลประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหุ้น (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมเรื่องความเป็นอิสระของกรรมการ หน้า 13)

### **แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับคณะกรรมการกำหนดคำตอบแทน**

**ออสเตรเลีย** - บริษัทจดทะเบียนใน Australian Stock Exchange ต้องเปิดเผยว่าบริษัทได้ปฏิบัติตามแนวทางของตลาดหลักทรัพย์เรื่องคณะกรรมการกำหนดคำตอบแทน หรือไม่ หากไม่ปฏิบัติตาม ต้องอธิบายเหตุผลว่าเหตุใดจึงไม่ปฏิบัติตาม

**แคนาดา** - ตลาดหลักทรัพย์โตรอนโต กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยในรายงานประจำปี หรือในข้อมูลจากฝ่ายจัดการและหนังสือมอบฉันทะ ว่าบริษัทมีคณะกรรมการกำหนดคำตอบแทน หรือไม่ ถ้ามี คณะกรรมการชุดย่อยดังกล่าวประกอบด้วยกรรมการอิสระหรือกรรมการที่มิใช่ผู้บริหารหรือไม่ และส่วนใหญ่มีความเป็นอิสระหรือไม่

**สหภาพยุโรป** - ใน European Commission ได้ให้ข้อเสนอแนะว่าบริษัทควรเปิดเผยนโยบายการกำหนด คำตอบแทนและจำนวนเงินคำตอบแทนที่จ่ายให้แก่ผู้บริหารระดับสูงในรายงานประจำปี ส่วนบริษัทจดทะเบียนในอังกฤษจะต้องเปิดเผยจำนวนครั้งของการเข้าประชุมของกรรมการกำหนดคำตอบแทนทุกคนไว้ในรายงานประจำปี บริษัทยังต้องเปิดเผยหน้าที่ความรับผิดชอบที่มอบหมายให้กรรมการชุดนี้ด้วย

**สหรัฐอเมริกา** - บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยไว้ในหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปีว่ามีคณะกรรมการกำหนดคำตอบแทน หรือไม่ พร้อมด้วยชื่อของกรรมการทุกคน นโยบายการกำหนดคำตอบแทน ตลอดจนกระบวนการดำเนินงานของกรรมการ

## คณะกรรมการสรรหา (Nomination Committee)

นักลงทุนควรพิจารณาว่า บริษัทมีคณะกรรมการสรรหาที่เป็นกรรมการอิสระ เพื่อทำหน้าที่สรรหากรรมการบริษัท หรือไม่

**จุดประสงค์ของคณะกรรมการสรรหา** หน้าที่ความรับผิดชอบของคณะกรรมการสรรหา คือ :

- สรรหากรรมการคนใหม่สำหรับคณะกรรมการบริษัท ซึ่งมีคุณสมบัติและประสบการณ์เหมาะสมกับการดำเนินธุรกิจของบริษัท
- ตรวจสอบผลงาน ความเป็นอิสระ ทักษะ และความเชี่ยวชาญของกรรมการบริษัทอย่างสม่ำเสมอ เพื่อพิจารณาว่ากรรมการเหล่านี้สามารถตอบสนองความต้องการทั้งในปัจจุบันและในอนาคตของบริษัท และของคณะกรรมการ หรือไม่
- กำหนดนโยบายและกระบวนการในการสรรหากรรมการ และ
- เตรียมแผนการสืบทอดตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงและคณะกรรมการ

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** บุคคลที่ได้รับการเสนอชื่อเป็นกรรมการโดยคณะกรรมการสรรหาจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำหน้าที่ของคณะกรรมการเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และเป็นสิ่งสำคัญอย่างยิ่งที่คณะกรรมการสรรหาต้องมีความเป็นอิสระ<sup>18</sup> เพื่อให้มั่นใจว่าคณะกรรมการสรรหาได้คัดเลือกบุคคลที่มีความสามารถและความตั้งใจที่จะทำงานเพื่อผู้ถือหุ้น และเพื่อให้แน่ใจว่าการประเมินผลงานของคณะกรรมการเป็นไปด้วยความยุติธรรม และเหมาะสม (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมเรื่อง คุณสมบัติของกรรมการ หน้า 14)

**ปัจจัยอื่นที่ควรพิจารณา** นักลงทุนควรศึกษาข้อมูลของบริษัทย้อนหลังหลายปี เพื่อประเมินว่าคณะกรรมการสรรหาได้เสนอแต่งตั้งกรรมการของบริษัทซึ่งเข้ามาทำหน้าที่เพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น หรือไม่ และควรพิจารณาประเด็นต่อไปนี้เพิ่มเติม :

- หลักเกณฑ์ในการสรรหากรรมการคนใหม่
- โครงสร้างของคณะกรรมการปัจจุบัน คุณวุฒิ ประสบการณ์ และความเชี่ยวชาญของกรรมการ และพิจารณาว่าผู้ได้รับการเสนอชื่อเป็นกรรมการมีคุณสมบัติที่จะช่วยเสริมความสามารถของคณะกรรมการชุดปัจจุบัน หรือไม่
- คณะกรรมการสรรหา มีขั้นตอนอย่างไรในการสรรหาบุคคลที่มีความเหมาะสมเพื่อเสนอชื่อเป็นกรรมการ เช่น การใช้บริการจากบริษัทที่รับจัดหาบุคลากรระดับผู้บริหาร หรืออาศัยคำแนะนำจากฝ่ายจัดการ หรือกรรมการในคณะกรรมการบริษัท
- สถิติการเข้าประชุมของกรรมการแต่ละท่านในคณะกรรมการบริษัท ทั้งการประชุมปกติและวาระพิเศษ
- บริษัทมีแผนสืบทอดตำแหน่งสำหรับผู้บริหารระดับสูง หรือไม่ โดยเฉพาะในสถานการณ์ที่ไม่สามารถคาดการณ์ล่วงหน้า เช่น กรณีที่หัวหน้าฝ่ายปฏิบัติการ หรือหัวหน้าฝ่ายการเงินไม่สามารถปฏิบัติงานได้อย่างฉับพลัน (เช่น เกิดอุบัติเหตุ หรือเสียชีวิต) นักลงทุนควรศึกษาข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยเกี่ยวกับแผนสืบทอดตำแหน่ง และผู้รับผิดชอบดำเนินการตามแผนดังกล่าว

<sup>18</sup> กรุณาดูคำอธิบายเรื่องความเป็นอิสระของคณะกรรมการชุดย่อย โดยเฉพาะในประเทศญี่ปุ่น ภายใต้อำนาจของคณะกรรมการตรวจสอบ

- รายงานของคณะกรรมการสรรหา ซึ่งรวมถึงผลการปฏิบัติหน้าที่และการตัดสินใจที่ได้กระทำในปีที่ผ่านมา (รวมถึงจำนวนครั้งของการประชุม สถิติการเข้าประชุมของกรรมการสรรหาแต่ละท่าน นโยบายและกระบวนการดำเนินงานของคณะกรรมการสรรหา)

#### แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับคณะกรรมการสรรหา

- รายงานประจำปีของบริษัทในหลายประเทศจะเปิดเผยผลการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการสรรหาในปีที่ผ่านมา
- รายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในบางประเทศ เช่น ออสเตรเลีย และอังกฤษ กำหนดให้เปิดเผยและอธิบายเหตุผล หากบริษัทไม่สามารถปฏิบัติตามข้อกำหนดเกี่ยวกับคณะกรรมการสรรหา
- รายงานการกำกับดูแลกิจการมักจะมีคำอธิบายเกี่ยวกับกระบวนการสรรหาของบริษัท และเปิดเผยว่าบริษัทมีคณะกรรมการสรรหาหรือไม่
- ในบางประเทศเช่น อเมริกาและแคนาดา นักลงทุนควรศึกษาข้อมูลจากหนังสือเชิญประชุม ผู้ถือหุ้นสามัญประจำปีที่ส่งถึงผู้ถือหุ้นว่าบริษัทมีคณะกรรมการสรรหาหรือไม่ รวมถึงรายชื่อกรรมการแต่ละท่าน และจำนวนครั้งของการจัดประชุม
- เว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียนจะพบข้อมูลของกรรมการสรรหาและกิจกรรมที่กระทำ ในบางประเทศจะพบข้อมูลเกี่ยวกับกฎบัตรของคณะกรรมการสรรหาด้วย

#### คณะกรรมการชุดย่อยอื่นๆ

นักลงทุนควรพิจารณาว่า คณะกรรมการบริษัทมีการแต่งตั้งคณะกรรมการชุดย่อย ซึ่งรับผิดชอบดูแลการดำเนินงานของฝ่ายจัดการในด้านใดด้านหนึ่ง หรือไม่ เช่น การกำกับดูแลกิจการ การควบและรวมกิจการ กฎหมาย หรือการบริหารความเสี่ยง

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** ขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ของบริษัท คณะกรรมการอาจแต่งตั้งคณะกรรมการชุดย่อย ซึ่งช่วยสร้างความเข้าใจเพิ่มเติมเกี่ยวกับเป้าหมายและกลยุทธ์ของบริษัท ตัวอย่างเช่น คณะกรรมการบริหารความเสี่ยงอาจพิจารณาปัจจัยเสี่ยงของบริษัท และผลกระทบจากความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น ตลอดจนกำหนดแนวทางบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม

การที่คณะกรรมการชุดย่อยต่างๆ ประกอบด้วยกรรมการอิสระทั้งชุดหรือไม่ นั่น ถือเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งในการประเมินว่ากรรมการมุ่งมั่นทำหน้าที่เพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดสำหรับบริษัทและผู้ถือหุ้นมากน้อยเพียงใด หรืออาจตกอยู่ภายใต้การครอบงำของฝ่ายจัดการ และบุคคลภายในอื่นๆ

**ปัจจัยอื่นที่ควรพิจารณา** เนื่องจากข้อกำหนดเรื่องการกำกับดูแลกิจการ หรือแนวทางของตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศอาจไม่ครอบคลุมแนวปฏิบัติที่ดีสำหรับคณะกรรมการชุดย่อยอื่นๆ เหมือนกับคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน และคณะกรรมการสรรหา จึงมีความเป็นไปได้ค่อนข้างมากที่คณะกรรมการชุดย่อยอื่นๆ จะมีสมาชิกที่มาจากฝ่ายจัดการ ดังนั้น ความเป็นอิสระของคณะกรรมการชุดย่อยเหล่านี้ จึงอาจไม่จำเป็นต้องเท่ากับที่คาดหวังจากคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการสรรหา และคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน

### แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับคณะกรรมการชุดย่อยอื่น ๆ :

เช่นเดียวกับกรณีของคณะกรรมการชุดย่อยทั้งสามชุดที่กล่าวมาข้างต้น ข้อมูลเกี่ยวกับคณะกรรมการชุดย่อยอื่นๆ สามารถพบได้จากแหล่งข้อมูลหลัก 4 แหล่งต่อไปนี้

- รายงานประจำปีที่เสนอต่อผู้ถือหุ้น
- รายงานการกำกับดูแลกิจการประจำปี (ถ้ามี) และ
- หนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปีที่เสนอต่อผู้ถือหุ้น ในกรณีของสหรัฐอเมริกา และแคนาดา
- เว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียน

# ฝ่ายจัดการ (Management)

ถึงแม้ว่าคณะกรรมการจะเป็นผู้กำหนดกลยุทธ์ เป้าหมายและแผนการดำเนินการให้แก่บริษัทโดยหรือร่วมกับฝ่ายจัดการ แต่ในที่สุดนักลงทุนต้องพึ่งพิงฝ่ายจัดการในการดำเนินการตามแผนงานที่กำหนดไว้ นอกจากนี้ฝ่ายจัดการยังเป็นผู้รับผิดชอบในการสื่อสารข้อมูลผลประกอบการของบริษัท สถานภาพทางการเงิน และการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์หรือแผนงานของบริษัทให้แก่นักลงทุนและสาธารณะชนทราบอย่างครบถ้วน และทันเวลา

นักลงทุนมักจะคุ้นเคยกับผลประกอบการของบริษัท และสถานภาพทางการเงินที่ฝ่ายจัดการรายงานให้ทราบเป็นประจำอยู่แล้ว อย่างไรก็ตาม นักลงทุนอาจไม่ทราบว่า ยังมีแหล่งข้อมูลอื่นที่จะช่วยสร้างความเข้าใจเกี่ยวกับวัฒนธรรมองค์กร หรือการกำกับดูแลกิจการของบริษัท ซึ่งอันที่จริงมีข้อมูลอยู่อีกหลายแหล่งที่ช่วยให้นักลงทุนสามารถประเมินบทบาทของฝ่ายจัดการในการกำกับดูแลกิจการของบริษัท นอกเหนือจากรายงานทางการเงิน

เพื่อที่จะช่วยให้นักลงทุนได้เข้าใจถึงบทบาทและความรับผิดชอบของฝ่ายจัดการในประเด็นต่างๆ ที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการได้ชัดเจนยิ่งขึ้น คู่มือฉบับนี้จะพูดถึงจรรยาบรรณของบริษัทและวัฒนธรรมองค์กร ประเด็นที่สำคัญเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรม เช่น รายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง การให้ค่าตอบแทนผู้บริหาร การเข้าทำสัญญา การซื้อหุ้นคืน และการป้องกันการถูกครอบงำกิจการ

## จรรยาบรรณบริษัท (Implementation of Code of Ethics)

นักลงทุนควรพิจารณาว่าบริษัทมีการจัดทำจรรยาบรรณธุรกิจ หรือไม่ หรือมีการดำเนินการใดๆ ที่บ่งชี้ได้ว่า บริษัทมีความมุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรม

**วัตถุประสงค์ของการมีจรรยาบรรณธุรกิจ** จรรยาบรรณธุรกิจของบริษัทเป็นเครื่องมือกำหนดมาตรฐานในการดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรมของบริษัท โดยอยู่บนหลักการพื้นฐานคือ ความซื่อสัตย์ ความซื่อสัตย์สุจริต ตรงไปตรงมา และความไว้วางใจ นอกจากนี้ ยังเป็นตัวกำหนดกรอบการประพฤติของบุคลากรในการดำเนินธุรกิจ และเป็นแนวทางในการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ โดยรวมแล้ว จรรยาบรรณธุรกิจคือส่วนหนึ่งของนโยบายการบริหารความเสี่ยงซึ่งจะป้องกันมิให้บุคลากรของบริษัทดำเนินการที่อาจทำให้เกิดความเสียหายต่อบริษัท ผลิตภัณฑ์ของบริษัท หรือผู้ถือหุ้น

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** การกระทำใดๆ ที่ผิดต่อจริยธรรมมักจะส่งผลเสียหายต่อผลประกอบการของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นการถูกสั่งปรับหรือลงโทษโดยหน่วยงานกำกับดูแล การลาออกของฝ่ายจัดการ หรือการปรากฏเป็นข่าวเสื่อมเสียตามสื่อต่างๆ การยึดถือจรรยาบรรณธุรกิจเป็นกรอบในการดำเนินธุรกิจเป็นเครื่องชี้ให้เห็นถึงความมุ่งมั่นของฝ่ายจัดการในการรักษามาตรฐานจริยธรรม นอกจากนี้ จรรยาบรรณธุรกิจยังเป็นปัจจัยที่อาจช่วยลดการแทรกแซงจากมาตรการของหน่วยงานกำกับดูแล กรณีที่มีการฝ่าฝืนกฎหมายเกิดขึ้น

**ปัจจัยที่ควรพิจารณา** นักลงทุนควรพิจารณาปัจจัยต่อไปนี้ เพื่อวิเคราะห์สถานภาพทางจริยธรรมของบริษัท

- บริษัทให้คณะกรรมการเข้าถึงข้อมูลการดำเนินงานของบริษัทอย่างเพียงพอ และเหมาะสมแก่เวลา หรือไม่

- บริษัทได้ปฏิบัติตามข้อกำหนดเรื่องการกำกับดูแลกิจการของประเทศ หรือข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ โดยทั่วไปแล้วบริษัทจะต้องเปิดเผยว่าได้ปฏิบัติตามข้อกำหนดดังกล่าวหรือไม่ หากไม่ปฏิบัติตาม ต้องให้เหตุผลของการไม่ปฏิบัติตามด้วย และในบางกรณี การฝ่าฝืนอาจส่งผลให้บริษัท ต้องเสียค่าปรับหรือถูกลงโทษโดยหน่วยงานกำกับดูแล นอกจากนี้ บริษัทอาจประสบผลเสียหายทางอ้อม เช่น การต่อต้านสินค้าของบริษัทจากกลุ่มลูกค้าหรือกลุ่มทางการเมือง
- บริษัทมีจรรยาบรรณธุรกิจหรือไม่ และจรรยาบรรณดังกล่าวได้ห้ามการดำเนินการที่เอื้อประโยชน์เฉพาะต่อบุคคลภายใน โดยมีได้เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น หรือไม่ ตัวอย่างเช่น จรรยาบรรณอาจกำหนดห้ามบริษัทเสนอขายหุ้นในราคาต่ำกว่าราคาเสนอขายทั่วไป แก่ฝ่ายจัดการ กรรมการบริษัท และบุคคลภายใน ก่อนการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไป เพื่อป้องกันการลดลง (Dilution) ของมูลค่าหุ้นและผลประโยชน์ของนักลงทุนที่ซื้อหุ้นในราคาเสนอขายทั่วไป
- มีการแต่งตั้งบุคคลใดบุคคลหนึ่งเพื่อรับผิดชอบการกำกับดูแลกิจการ หรือไม่
- มีการกำหนดจรรยาบรรณ ซึ่งให้ข้อยกเว้นจากข้อห้ามใดๆ แก่ฝ่ายจัดการในระดับใดระดับหนึ่ง หรือไม่ เพราะเหตุใด
- มีการยกเว้นไม่ต้องปฏิบัติตามจรรยาบรรณในช่วงเวลาที่ผ่านมา หรือไม่ เพราะเหตุใด
- มีการตรวจสอบการปฏิบัติตามนโยบายและแนวทางการกำกับดูแลกิจการอย่างสม่ำเสมอ เพื่อปรับปรุงให้ดียิ่งๆ ขึ้น หรือไม่

**แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับจรรยาบรรณธุรกิจของบริษัทและข้อมูลที่เกี่ยวข้อง :**

- รายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในบางประเทศ เช่น ออสเตรเลีย ต้องเปิดเผยว่าเมื่อไร และเหตุใดบริษัทจึงไม่สามารถปฏิบัติตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่กำหนดเรื่องการจัดทำและปฏิบัติตามจรรยาบรรณธุรกิจ
- บริษัทที่มีจรรยาบรรณธุรกิจมักจะเปิดเผยข้อมูลนี้บนเว็บไซต์ หรือในรายงานประจำปี หรือในบางประเทศ อาจกำหนดให้เปิดเผยไว้ในรายงานการกำกับดูแลกิจการประจำปีของบริษัท
- นักลงทุนอาจตรวจสอบข้อกำหนดของแต่ละประเทศเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (National Corporate Governance Code) หรือข้อกำหนดที่เกี่ยวข้องของตลาดหลักทรัพย์ ดังรายละเอียดที่ปรากฏตามเอกสารแนบ A หรือที่ [http://www.ecgi.org/codes/all\\_codes.htm](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.htm)

**การนำทรัพย์สินของบริษัทไปใช้ส่วนตัว (Personal Use of Company Assets)**

นักลงทุนควรพิจารณาว่า บริษัทอนุญาตให้กรรมการ ฝ่ายจัดการ และครอบครัวของบุคคลเหล่านี้ใช้ทรัพย์สินของบริษัทเพื่อเหตุผลส่วนตัว หรือไม่

**เหตุผลของการพิจารณานโยบายเรื่องการนำทรัพย์สินของบริษัทไปใช้ส่วนตัว** นโยบายจำกัดหรือห้ามบุคคลภายในนำทรัพย์สินของบริษัทไปใช้ส่วนตัวจะช่วยให้มั่นใจได้ว่า ทรัพยากรของบริษัทถูกใช้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล เพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนแก่บริษัท และผู้ถือหุ้นทุกราย นโยบายดังกล่าวและกระบวนการที่เกี่ยวข้องยังช่วยรักษาความเป็นอิสระของกรรมการ โดยการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ซึ่งอาจเกิดขึ้นเมื่อกรรมการหรือครอบครัวของกรรมการมีการใช้ทรัพย์สินของบริษัทเพื่อประโยชน์ส่วนตัว

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** เมื่อบุคคลภายใน เช่น กรรมการ ฝ่ายจัดการ และครอบครัวของบุคคลเหล่านี้ นำทรัพย์สินของบริษัทไปใช้เพื่อเหตุผลส่วนตัว ททรัพย์ากรเหล่านี้จึงไม่ได้ถูกนำไปใช้ในกิจกรรมที่มีประโยชน์ และสามารถสร้างรายได้ให้แก่บริษัท นอกจากนั้นยังทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์สำหรับกรรมการด้วย

**ปัจจัยอื่นที่ควรพิจารณา** เมื่อพิจารณานโยบายของบริษัทเกี่ยวกับการนำทรัพย์สินบริษัทไปใช้ส่วนตัว นักลงทุนควรพิจารณาว่าบริษัท :

- กำหนดจรรยาบรรณ หรือนโยบาย หรือกระบวนการที่ห้ามหรือจำกัดบุคคลภายใน ในการนำทรัพย์สินของบริษัทไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตัว หรือไม่
- ให้ยืมเงินสด หรือทรัพย์สินอื่น ๆ แก่กรรมการ ฝ่ายจัดการ หรือครอบครัวของบุคคลเหล่านี้ หรือไม่
- ซื้ออสังหาริมทรัพย์ หรือทรัพย์สินอื่น ๆ เช่น บ้าน หรือเครื่องบิน เพื่อให้กรรมการ ฝ่ายจัดการ หรือ ครอบครัวของบุคคลเหล่านี้ใช้เป็นส่วนตัว หรือไม่
- ให้เช่าทรัพย์สินเช่น ที่อยู่อาศัย หรือยานพาหนะ แก่กรรมการ ฝ่ายจัดการ หรือครอบครัวของบุคคลเหล่านี้ หรือไม่ และการให้เช่าดังกล่าวอยู่ภายใต้สัญญาที่มีเงื่อนไขเหมาะสมตามราคาตลาด หรือไม่

**แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับธุรกรรมของบุคคลภายในซึ่งรวมถึงกรรมการฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม :**

- นักลงทุนสามารถหาข้อมูลเกี่ยวกับการให้กู้ยืมแก่ผู้บริหาร กรรมการ หรือครอบครัวของบุคคลเหล่านี้ ภายใต้วางขายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง หรือรายการระหว่างกัน ในรายงานประจำปีของบริษัท รายงานการกำกับดูแลกิจการประจำปี และหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี (Annual Proxy Statement) ที่ส่งให้ผู้ถือหุ้น หรือเว็บไซต์บริษัท
- นักลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นต่อประชาชนเกี่ยวกับรายการเกี่ยวโยง หรือรายการระหว่างกัน เพื่อให้ทราบว่า บริษัทอนุญาตให้บุคคลภายในซื้อหุ้นบริษัทในราคาต่ำกว่าราคาเสนอขายทั่วไป หรือไม่

## ความโปร่งใสในการบริหารงาน (Corporate Transparency)

### คำตอบแทนผู้บริหาร

นักลงทุนควรวิเคราะห์ทั้งจำนวนคำตอบแทน และวิธีการจ่ายคำตอบแทนแก่ผู้บริหารในการบริหารจัดการธุรกิจของบริษัท เพื่อดูว่าคำตอบแทนนั้นมีความสอดคล้องกับระดับความรับผิดชอบและผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร หรือไม่ และสามารถให้แรงจูงใจที่เหมาะสม หรือไม่

**เหตุผลของการพิจารณาข้อมูลคำตอบแทนผู้บริหาร** ข้อมูลเกี่ยวกับจำนวน วิธีการจ่ายคำตอบแทน และหลักเกณฑ์การจ่ายคำตอบแทนให้แก่ผู้บริหาร แสดงให้เห็นถึงการทำหน้าที่ของคณะกรรมการในการสอดส่องดูแลทรัพย์สินของผู้ถือหุ้น นอกจากนั้น นักลงทุนยังสามารถประเมินว่า คำตอบแทนนั้นมีความเหมาะสมมากน้อยเพียงใด เมื่อเทียบกับผลประกอบการของบริษัท



**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** วิธีการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารสามารถส่งผลกระทบต่อมูลค่าลงทุนของผู้ถือหุ้นได้ในหลายทาง รูปแบบการจ่ายค่าตอบแทนที่ไม่เหมาะสม อาจทำให้ผู้บริหารตัดสินใจบริหารงานเพื่อให้ตนเองได้รับค่าตอบแทนสูงขึ้น โดยการสร้างผลกำไรระยะสั้นแทนที่จะดำเนินกลยุทธ์ทางธุรกิจที่มุ่งเน้นการเติบโตระยะยาว นอกจากนี้ ยังทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมลดลง ในทางตรงกันข้าม รูปแบบการจ่ายค่าตอบแทนที่เหมาะสมจะสามารถสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหารที่จะสร้างผลตอบแทนที่น่าพอใจให้แก่ผู้ถือหุ้น

**ปัจจัยที่ควรพิจารณา** เมื่อพิจารณาการเปิดเผยข้อมูลเรื่องค่าตอบแทนของผู้บริหาร นักลงทุนควรตรวจสอบข้อมูลต่อไปนี้ :

- **แนวทางการจ่ายค่าตอบแทนของบริษัท** โดยตรวจสอบเงื่อนไขของแนวทางการจ่ายค่าตอบแทนควบคู่ไปกับการวิเคราะห์ผลสรุปข้อตกลงต่างๆ ที่บริษัททำกับผู้บริหาร ซึ่งจะช่วยให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจว่าแนวทางการจ่ายค่าตอบแทนดังกล่าวนำไปสู่การเติบโตของบริษัทในระยะยาว หรือการเพิ่มมูลค่าหุ้นในระยะสั้นเท่านั้น นอกจากนี้ ควรพิจารณาด้วยว่าคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนหรือกับที่ปรึกษาหรือผู้เชี่ยวชาญจากภายนอกในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร หรือไม่ หรือใช้เพียงแหล่งข้อมูลภายในบริษัทเท่านั้น นักลงทุนควรตรวจสอบด้วยการให้ค่าตอบแทนผู้บริหารขึ้นอยู่กับผลประกอบการของบริษัท โดยเทียบกับคู่แข่งของบริษัท หรือบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน หรือไม่ หรือขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆ อย่างไรบ้าง
- **ค่าตอบแทนผู้บริหาร** การวิเคราะห์จำนวนค่าตอบแทนที่จ่ายให้ผู้บริหารในช่วงปีที่ผ่านมา และองค์ประกอบของค่าตอบแทนรวมที่เสนอให้แก่ผู้บริหาร จะช่วยให้ให้นักลงทุนตัดสินใจได้ว่า บริษัทได้รับผลตอบแทนที่เหมาะสมกับการลงทุนในฝ่ายจัดการ หรือไม่
- **เงื่อนไขของการจ่ายค่าตอบแทนด้วยหุ้นหรือที่อิงกับหุ้น** การตรวจสอบเงื่อนไขของการจ่ายค่าตอบแทนประเภทนี้ รวมถึงจำนวนหุ้นทั้งหมดที่เสนอขายต่อผู้บริหาร หรือพนักงานอื่นๆ จะทำให้นักลงทุนทราบว่าค่าตอบแทนดังกล่าวส่งผลกระทบต่อจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วของบริษัท การลดลงของผลประโยชน์ผู้ถือหุ้น และมูลค่าหุ้น นักลงทุนควรพิจารณาด้วยว่าบริษัทได้ดำเนินการขออนุมัติผู้ถือหุ้นสำหรับการร่างและเปลี่ยนแปลงแผนการจ่ายค่าตอบแทนหรือไม่ (ดูรายละเอียดเรื่องสิทธิของผู้ถือหุ้นตั้งแต่ หน้า 35 สำหรับประเด็นอื่นๆ ที่อาจจำเป็นต้องขออนุมัติจากผู้ถือหุ้น)
- **การจ่ายค่าตอบแทนในรูปแบบของ Stock Option** ค่าตอบแทนผู้บริหารทุกประเภทไม่ว่าจะเป็นการจ่ายด้วยเงินสดหุ้น หรือสิทธิในการซื้อหุ้น ถือเป็นค่าตอบแทนสำหรับบริการที่บริษัทได้รับ จึงควรปรากฏเป็นค่าใช้จ่ายในงบกำไร/ขาดทุน ซึ่งทั้งมาตรฐาน International Financial Reporting Standards (IFRS) และ U.S. Generally Accepted Accounting Principles กำหนดให้บริษัทบันทึกการให้ Stock Option เป็นค่าใช้จ่าย<sup>19</sup>
- **ค่าตอบแทนที่อ้างอิงกับผลประกอบการ** นักลงทุนควรพิจารณาว่าการให้ Stock Option และหุ้น หรือสิทธิอื่นๆ ซึ่งทำให้เกิดมูลค่าเพิ่มของหุ้นที่ได้รับ ตลอดจนโปรแกรมการให้ค่าตอบแทนที่อิงกับผลประกอบการ มีความเชื่อมโยงกับผลกำไรระยะยาวและราคาหุ้นของบริษัท หรือไม่ เมื่อเปรียบเทียบกับคู่แข่งและผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมเดียวกัน จุดมุ่งหมายของการให้ค่าตอบแทนประเภทนี้ คือการให้รางวัลแก่ฝ่ายจัดการที่สามารถทำให้บริษัทมีผลประกอบการที่ดีกว่าคู่แข่ง ดังนั้น การเชื่อมโยงค่าตอบแทนกับผลประกอบการของบริษัทจึงเป็นวิธีหนึ่งที่ทำให้บรรลุดูวัตถุประสงค์ดังกล่าว

<sup>19</sup> ข้อกำหนดนี้มีผลใช้บังคับสำหรับบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาที่ปีการเงินสิ้นสุดหลัง 15 มิถุนายน 2548 เป็นต้นไป

- **การปรับราคาของ Option** นักลงทุนควรระวังว่า บริษัทที่มีการปรับลดราคาการใช้สิทธิในการซื้อหุ้นที่เคยให้แก่ผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการไว้ก่อนหน้านี้อหรือไม่ การเปลี่ยนแปลงของราคาใช้สิทธิอาจทำให้แรงจูงใจของการให้ Option เดิมลดลง ซึ่งจะส่งผลให้ความเชื่อมโยงระหว่างผลกำไรระยะยาว ผลประกอบการ และค่าตอบแทนผู้บริหารลดลงตามไปด้วย
- **การถือหุ้นโดยฝ่ายจัดการ** นักลงทุนควรพิจารณาว่าผู้บริหารมีการถือหุ้นของบริษัทนอกเหนือจากหุ้นส่วนที่เกี่ยวข้องกับการได้รับ Stock Option หรือไม่ เนื่องจากการถือหุ้นในกรณีดังกล่าวอาจทำให้ผลประโยชน์ของผู้บริหารสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

#### **แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับค่าตอบแทนผู้บริหาร :**

- ในหลายประเทศ บริษัทจดทะเบียนจะเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับค่าตอบแทนผู้บริหารไว้ในรายงานประจำปี ในบางกรณี การเปิดเผยจำนวนค่าตอบแทนที่จ่ายให้แก่ผู้บริหารแต่ละรายยังเป็นเรื่องของความสมัครใจของบริษัท แต่หน่วยงานที่กำหนดมาตรฐานบัญชีและหน่วยงานกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นที่จะบังคับให้บริษัทต้องมีการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว
- ในสหรัฐอเมริกา แนวทางการให้ค่าตอบแทนผู้บริหารและรายงานการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารระดับสูงที่เกิดขึ้นจริงจะปรากฏอยู่ในหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปีที่ส่งให้แก่ผู้ถือหุ้น
- นักลงทุนอาจสามารถหาข้อมูลดังกล่าวได้จากเว็บไซต์ของบริษัท

#### **โครงการซื้อหุ้นคืนและการสร้างเสถียรภาพของราคาหุ้น**

นักลงทุนควรสอบถามถึงขนาด วัตถุประสงค์ วิธีการจัดหาเงินทุน และระยะเวลาของโครงการซื้อหุ้นคืน ตลอดจนการสร้างเสถียรภาพของราคาหุ้น

**เหตุผลของการพิจารณาข้อมูลเรื่องโครงการซื้อหุ้นคืน และการรักษาเสถียรภาพของราคาหุ้น** บริษัทจะใช้โครงการซื้อหุ้นคืนเพื่อซื้อหุ้นของบริษัทคืนจากหุ้นที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ส่วนการสร้างเสถียรภาพของราคาหุ้น บริษัทจะให้วณิชธนกรทำหน้าที่ซื้อและขายหุ้นของบริษัทภายหลังการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนเพื่อลดความผันผวนของราคาหุ้น

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** การซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์จะมีผลทางบวกต่อราคาหุ้น เนื่องจากการลดลงของจำนวนหุ้นที่มีอยู่ในตลาด ทำให้หุ้นที่ยังคงหมุนเวียนอยู่มีราคาสูงขึ้น ในขณะที่การสร้างเสถียรภาพของราคาหุ้น อาจช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ภายหลังการเสนอขายต่อประชาชน และทำให้เกิดความสมดุลระหว่างความต้องการซื้อและขายหุ้นของบริษัท แต่ก็เปิดโอกาสให้บุคคลภายในเข้ามาขายหุ้นในราคาที่สูงกว่าหากคาดหวังว่าราคาหุ้นจะลดลง หรือในทางกลับกัน เข้ามาซื้อหุ้นในราคาที่ต่ำกว่า หากคาดหวังว่าราคาหุ้นจะสูงขึ้น

**ปัจจัยที่ควรพิจารณา** เมื่อศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืนและการสร้างเสถียรภาพของราคาหุ้น นักลงทุนควรพิจารณา :

- **วัตถุประสงค์ของโครงการ** นักลงทุนควรพิจารณาว่าคณะกรรมการมีความตั้งใจที่จะซื้อหุ้นคืนเพื่อ 1) ลดจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วเพื่อเพิ่มมูลค่าของหุ้นในระยะยาว หรือไม่ 2) เพื่อรองรับการใช้สิทธิในการซื้อหุ้นของฝ่ายจัดการในอนาคต หรือ 3) เพื่อป้องกันการถูกครอบงำกิจการอย่างไม่เป็นมิตร โครงการดังกล่าวอาจเพิ่มหรือลดมูลค่าของหุ้นในระยะยาวก็ได้ ขึ้นอยู่กับมุมมองของนักลงทุน ตัวอย่างเช่น นัก

ลงทุนในตราสารหนี้ อาจมองว่าการใช้เงินสดในการซื้อหุ้นคืนเป็นผลเสียต่อความสามารถของบริษัทในการชำระคืนภาระหนี้ ในขณะที่เดียวกัน นักลงทุนในตราสารหนี้ก็อาจมองว่าการซื้อหุ้นคืน จะเป็นผลดีต่อการประเมินมูลค่าหุ้น<sup>20</sup>

- **ขนาดและวิธีการจัดหาเงินทุนในการดำเนินการ** การศึกษาข้อมูลเหล่านี้ควบคู่ไปกับการดูว่าบริษัทมีแผนที่จะใช้เงินสดจากการดำเนินงานหรือการออกตราสารหนี้เพื่อทำการซื้อหุ้นคืน จะช่วยให้นักลงทุนประเมินได้ว่า การซื้อหุ้นคืนจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นของบริษัท

นอกจากนี้ นักลงทุนยังควรศึกษาข้อมูลต่อไปนี้เพิ่มเติม :

- **รายงานความคืบหน้าของโครงการ** นักลงทุนควรศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับราคาซื้อหุ้นคืนจากตลาดหลักทรัพย์ จำนวนหุ้นที่ซื้อคืน จำนวนสะสมทั้งหมดของหุ้นที่ซื้อคืนนับจนถึงปัจจุบัน และราคาซื้อหุ้นคืนเฉลี่ย จนถึงปัจจุบัน ข้อมูลเหล่านี้จะช่วยให้นักลงทุนสามารถคาดการณ์ภาพรวมภายหลังสิ้นสุดโครงการ และประเมินผลกระทบที่มีต่อราคาหุ้น นอกจากนี้ นักลงทุนยังสามารถประเมินได้ว่า การดำเนินโครงการเป็นไปตามแผนที่กำหนด หรือเกินกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้หรือไม่ ทั้งในเรื่องของจำนวนหุ้น และค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้น
- **ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินการในการสร้างเสถียรภาพราคาหุ้น** ภายหลังการเสนอขายหุ้นต่อประชาชน บริษัทอาจจ้างผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ (หรือ Underwriter) เพื่อรักษาระดับราคาหุ้นที่เหมาะสม โดยการเข้ามาส่งคำสั่งซื้อหรือขายหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ตามระยะเวลาที่กำหนด ก่อนการตัดสินใจลงทุน นักลงทุนจึงควรศึกษาว่า บริษัทมีแผนที่จะทำการสร้างเสถียรภาพของราคาหรือไม่ และศึกษารายงานความคืบหน้าของจำนวนหุ้นที่ทำการซื้อหรือขายโดย Underwriter ภายใตโครงการดังกล่าว ราคาเฉลี่ยของราคาหุ้นที่ซื้อหรือขาย ตลอดจนระยะเวลาสิ้นสุดของโครงการ ข้อมูลเหล่านี้จะบ่งชี้ให้นักลงทุนเห็นว่า บริษัทและ Underwriter ดำเนินการตามแผนที่เสนอไว้หรือไม่ หรือดำเนินการในสิ่งที่อยู่นอกเหนือจากแผน หรือที่ไม่ได้มีการเปิดเผยข้อมูลให้ทราบ

#### **แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืน และการสร้างเสถียรภาพของราคาหุ้น :**

- รายงานประจำปีหรือระหว่างกาลของบริษัทส่วนใหญ่จะเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืน
- หนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นต่อประชาชนจะเปิดเผยข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับการสร้างเสถียรภาพของราคาหุ้น (ซึ่งก็คือการทำ Greenshoe Option ในกรณีของไทย) นอกจากนี้ รายงานทางการเงินของบริษัททั้งประจำปีและระหว่างกาล ควรเปิดเผยข้อมูลสรุปผลการดำเนินการเรื่องนี้ไว้ด้วย
- นักลงทุนควรศึกษาหนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นต่อประชาชนว่า ณ เวลาที่เสนอขายหุ้น บริษัทมีความประสงค์ที่จะใช้ตัวแทนในการสร้างเสถียรภาพของราคาหุ้นภายหลังการเสนอขาย หรือไม่
- การเปิดเผยข้อมูลภายหลังการสร้างเสถียรภาพของราคาหุ้น ในสหภาพยุโรป The Market Abuse Directive ได้กำหนดให้บริษัทเปิดเผยว่ามีการดำเนินการสร้างเสถียรภาพราคาหุ้นเกิดขึ้น หรือไม่ วันเริ่มต้นและสิ้นสุดโครงการ ช่วงราคาหุ้นที่ทำการซื้อหรือขายเพื่อรักษาระดับราคา ซึ่งข้อมูลเหล่านี้จะต้องเปิดเผยโดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ หรือผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์หลัก

<sup>20</sup> เงื่อนไขของหุ้นกู้ อาจกำหนดให้บริษัทต้องชำระคืนหนี้คงค้าง หรือต้องได้รับการอนุญาตจากผู้ถือหุ้นก่อนการออกโครงการซื้อคืนหุ้นของบริษัท

สำหรับสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา ปัจจุบันยังไม่กำหนดให้บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลภายหลังการ  
สร้างเสถียรภาพราคาเช่นเดียวกับในสหภาพยุโรป แต่ขณะนี้กำลังอยู่ระหว่างการพิจารณาข้อกำหนดดังกล่าว<sup>21</sup>  
ส่วนตลาดหลักทรัพย์ Nasdaq กำหนดให้ Market Maker ใส่สัญลักษณ์พิเศษในการส่งคำสั่งซื้อหรือขายหุ้นเพื่อ  
การรักษาระดับราคา ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ กำหนดให้ผู้รับประกัน การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์แจ้งต่อ  
ตลาดหลักทรัพย์ และเปิดเผยข้อมูลให้แก่นักลงทุนทราบว่าการเสนอซื้อหุ้นดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งของโครงการ  
สร้างเสถียรภาพของราคาหุ้น

ในทำนองเดียวกัน การเปิดเผยข้อมูลในประเทศอื่นๆ จะกำหนดให้เปิดเผยเฉพาะต่อบริษัทและตลาด  
หลักทรัพย์เท่านั้น

<sup>21</sup> “Amendments to Regulation M: Anti-Manipulation Rules Concerning Securities Offerings; Proposed Rule,” 17 ธันวาคม 2004, (Federal Register, Vol. 69, No. 242, page 75782), ภายใต้คำถามที่สามว่า: “ถ้าหากสำนักงาน ก.ล.ต. พิจารณา นอกจากการเปิดเผยข้อมูลที่เสนอแล้ว การทบทวน Rule 104 เพื่อกำหนดให้บริษัทแจ้งต่อสาธารณชนเป็นการทั่วไป (เช่น ผ่านการเผยแพร่ข่าว การเผยแพร่บนเว็บไซต์ หรือ ข่าวสารจากฝ่ายบริหาร) ให้ทราบว่า บริษัทได้เริ่มต้นดำเนินการซื้อหุ้นคืนหรือสร้างเสถียรภาพของราคาหุ้นของบริษัทแล้ว”

# สิทธิของผู้ถือหุ้น (Shareowner Rights)

มูลค่าของหลักทรัพย์ไม่เพียงแต่จะประเมินได้จากส่วนแบ่งจากกำไรในอนาคตของบริษัท แต่ยังคงขึ้นอยู่กับสิทธิที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับจากการถือครองหลักทรัพย์นั้นด้วย สิทธิดังกล่าวรวมถึง สิทธิในการแต่งตั้งกรรมการ และสิทธิในการออกเสียงในประเด็นที่อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าของหุ้น เช่น การควบหรือรวมกิจการ เป็นต้น นอกจากนี้ สิทธิดังกล่าว ยังรวมถึงสิทธิในการแบ่งคะแนนเสียงเพื่อแต่งตั้งผู้ได้รับการเสนอชื่อเป็นกรรมการหนึ่งคนหรือหลายคน (หรือ Cumulative Voting) ความสามารถในการเสนอชื่อบุคคลเพื่อเป็นกรรมการ หรือการเสนอการเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่เกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท

ในกรณีส่วนใหญ่ ผู้ถือหุ้นอาจไม่ได้รับสิทธิตามที่กล่าวมาทั้งหมด และถึงแม้ว่าจะได้รับสิทธิดังกล่าว ผู้ถือหุ้นก็อาจมีข้อจำกัดในการใช้สิทธิ ตัวอย่างเช่น ในบางประเทศ บริษัทอาจจำกัดสิทธิให้เฉพาะกับผู้ถือหุ้นที่มาประชุมผู้ถือหุ้นด้วยตนเอง หรือห้ามมิให้ผู้ถือหุ้นทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่กำหนดก่อนการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น หากผู้ถือหุ้นต้องการใช้สิทธิออกเสียงในบางกรณี ผู้ลงทุนรายย่อยและสถาบันจะต้องลงคะแนนเสียงอย่างเปิดเผย หรือในกรณีอื่นๆ ผู้ก่อตั้งหรือผู้ถือหุ้นที่เป็นภาคีรัฐอาจใช้สิทธิพลในการควบคุมกิจการของบริษัทได้ โดยการถือครองหุ้นประเภทพิเศษ ซึ่งให้สิทธิออกเสียงแก่ผู้ถือหุ้นดังกล่าวเหนือกว่าสิทธิโดยปกติทั่วไป (ในไทยมักเรียกกันว่า Golden Shares ซึ่งอาจพบได้ในรัฐวิสาหกิจ หรือองค์กรที่รัฐเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่)

ผู้ถือหุ้นอาจมีอำนาจในการฟื้นฟูแก้ไขสถานการณ์หรือใช้สิทธิของตนในบางกรณีถึงแม้ว่าการกระทำดังกล่าวอาจมีลักษณะเฉพาะในประเทศนั้นๆ นอกจากนี้ กฎหมายและข้อกำหนดของแต่ละประเทศอาจเอื้อให้มีการชดเชยแก่ผู้ถือหุ้นด้วย

สิทธิของผู้ถือหุ้นเป็นเรื่องที่อยู่ในความสนใจไม่เฉพาะแต่ของนักลงทุนในตราสารทุนเท่านั้น แต่ยังรวมถึงนักลงทุนที่สนใจลงทุนในตราสารหนี้อีกด้วย ตัวอย่างเช่น ในอดีตที่ผ่านมา บริษัทซึ่งให้สิทธิออกเสียงพิเศษแก่ผู้ถือหุ้นประเภทใดประเภทหนึ่ง มักมีการจัดหาแหล่งเงินเพื่อลงทุนในโครงการใหม่ๆ ด้วยการออกตราสารหนี้มากกว่าการระดมทุนผ่านตราสารทุน<sup>22</sup> กลยุทธ์ดังกล่าวอาจเพิ่มความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท และเพิ่มโอกาสของการผิดนัดชำระหนี้ในที่สุด

นักลงทุนจึงควรคำนึงถึงสิทธิเฉพาะต่างๆ ที่จะได้รับจากการลงทุนในหุ้นที่กำลังพิจารณา โดยถือเป็นปัจจัยหนึ่งเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน การทำเช่นนี้อาจช่วยหลีกเลี่ยงสถานการณ์ที่นำไปสู่มูลค่าหุ้นที่ลดลงและผลตอบแทนจากการลงทุนที่ตกต่ำได้

ประเด็นที่นักลงทุนควรพิจารณาในการประเมินสิทธิของผู้ถือหุ้นของแต่ละบริษัท มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

<sup>22</sup> จากงานศึกษาในเดือนธันวาคม 2003 โดย Gompers, et. al, พบว่า บริษัทที่มีหุ้นสามัญ 2 ประเภท ซึ่งแยกสิทธิในการออกเสียงจากสิทธิในส่วนแบ่งกำไร จะส่งผลให้เกิดการลงทุนของกิจการที่น้อยเกินไปและการประเมินมูลค่าหุ้นที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ดูข้อมูลเพิ่มเติมได้ที่ Gompers, et. al, "Incentives vs. Control : An Analysis of U.S. Dual-Class Companies," <http://knowledge.wharton.upenn.edu/papers/1278.pdf>.

## การออกเสียงของผู้ถือหุ้น (Shareowner Voting)

### การออกเสียงโดยการมอบฉันทะ

นักลงทุนควรพิจารณาว่าบริษัทอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นออกเสียงลงคะแนนโดยการมอบฉันทะ หรือไม่ โดยไม่คำนึงว่า ผู้ถือหุ้นจะสามารถเข้าร่วมประชุมด้วยตนเอง หรือไม่

**เหตุผลของการประเมินหลักเกณฑ์ในการออกเสียงของบริษัท** สิทธิในการออกเสียงถือเป็นสิทธิพื้นฐานของความเป็นเจ้าของ ในบางประเทศ ผู้ถือหุ้นอาจพบว่า เป็นเรื่องยากที่จะออกเสียงของตน เนื่องจากบริษัทยอมให้มีการออกเสียงได้เฉพาะผู้มาออกเสียงในการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี โดยไม่อนุญาตให้มีการมอบฉันทะ หรือบริษัทมีการกำหนดข้อจำกัดอื่นๆ

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** การที่ผู้ถือหุ้นสามัญไม่สามารถใช้สิทธิออกเสียงหรือทำได้โดยยาก ถือเป็น การจำกัด ความสามารถของผู้ถือหุ้นในการแต่งตั้งกรรมการ หรือแสดงความคิดเห็น หรือข้อเสนอแนะต่างๆ ซึ่ง อาจเปลี่ยนแปลงการดำเนินการของบริษัท

**ปัจจัยที่ควรพิจารณา** เพื่อตรวจสอบว่าบริษัทอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นออกเสียงโดยการมอบฉันทะ หรือไม่ นักลงทุนควรพิจารณาว่า บริษัท :

- จำกัดความสามารถของผู้ถือหุ้นในการใช้สิทธิออกเสียง โดยมีเงื่อนไขว่าต้องมาประชุมผู้ถือหุ้นสามัญ ประจำปีด้วยตนเอง หรือไม่
- ร่วมมือกับบริษัทอื่นในภูมิภาคเดียวกัน เพื่อกำหนดวันเวลาในการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปีพร้อม กัน หรือเป็นวันเดียวกันทุกบริษัทแต่ต่างสถานที่ ในบางแห่งอาจกำหนดให้ผู้ถือหุ้นต้องเข้าร่วมประชุม ด้วยตนเองจึงจะมีสิทธิออกเสียง การกระทำเช่นนี้ถือเป็นการกีดกันผู้ถือหุ้นไม่ให้เข้าร่วมประชุมได้ทุกการ ประชุมที่ตนถือหุ้นอยู่ ซึ่งก็คือการกีดกันผู้ถือหุ้นไม่ให้ใช้สิทธิออกเสียงนั่นเอง
- อนุญาตให้ผู้ถือหุ้นออกเสียงผ่านการมอบฉันทะ หรือไม่ โดยการใช้อัตราลงคะแนน การลงคะแนนแบบ อิเล็กทรอนิกส์ การรับมอบฉันทะ หรือโดยวิธีการผ่านสื่อทางไกลอื่นๆ (เช่น ผ่านโทรศัพท์มือถือ หรือ อินเทอร์เน็ต เป็นต้น )
- ได้รับอนุญาตภายใต้ข้อกำหนดเกี่ยวกับการกักตุนหลักทรัพย์ ให้สามารถใช้ Share Blocking หรือไม่ ซึ่ง จะเป็นการห้ามไม่ให้นักลงทุนซึ่งต้องการใช้สิทธิออกเสียง ทำการซื้อหรือขายหุ้นของบริษัทภายใน ช่วงระยะเวลาหนึ่งก่อนการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี ทั้งนี้ เพื่อให้บริษัทและสถาบันการเงินสามารถ ตรวจสอบได้ว่า ใครเป็นผู้ถือหุ้นในขณะนั้น

### แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ของบริษัทเรื่องการออกเสียงโดยการมอบฉันทะ

- นักลงทุนควรศึกษานโยบายการกำกับดูแลกิจการของบริษัทว่า ผู้ถือหุ้นสามารถออกเสียงโดยการ มอบฉันทะได้หรือไม่
- ในสหรัฐอเมริกา ในหนังสือมอบฉันทะ (Proxy Statement) จะมีการอธิบายถึงวิธีการที่ผู้ถือหุ้น สามารถใช้สิทธิออกเสียงโดยการมอบฉันทะ

- นักลงทุนควรศึกษาข้อบังคับของบริษัทและข้อกำหนดที่เกี่ยวข้อง เพื่อพิจารณาวิธีการที่ผู้ถือหุ้นสามารถใช้อิทธิพลออกเสียง
- ในสหรัฐอเมริกา กฎหมายธุรกิจจะครอบคลุมประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการมอบฉันทะ ดังนั้น นักลงทุนจึงอาจต้องพิจารณาก่อนว่าบริษัทจัดตั้งอยู่ในรัฐใด โดยหาข้อมูลได้จากข้อบังคับบริษัท (Article of Incorporation) เพื่อศึกษาข้อกำหนดของรัฐนั้นเกี่ยวกับการมอบฉันทะของผู้ถือหุ้น

### การลงคะแนนเสียงลับ และการรวบรวมหรือบันทึกการลงคะแนนเสียง

#### นักลงทุนควรพิจารณาว่า ผู้ถือหุ้นสามารถลงคะแนนเสียงลับได้หรือไม่

**เหตุผลของการพิจารณาว่าผู้ถือหุ้นสามารถลงคะแนนเสียงลับได้ หรือไม่** ผู้ถือหุ้นมีแนวโน้มที่จะออกเสียงอย่างเป็นอิสระตามที่ต้องการมากกว่า หากแน่ใจว่ากรรมการและฝ่ายจัดการไม่ทราบว่าคุณออกเสียงอย่างไร

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** การรักษาคะแนนเสียงเป็นความลับย่อมทำให้แน่ใจได้ว่าทุกคะแนนเสียงถูกนับอย่างเท่าเทียมกัน และกรรมการและฝ่ายจัดการจะไม่สามารถขอให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือผู้ถือหุ้นสถาบันที่ออกเสียงแย้งกับมติของบุคคลภายในเหล่านี้เพื่อออกเสียงใหม่ได้ จนกว่าคะแนนเสียงทั้งหมดจะได้รับการบันทึกอย่างเป็นทางการ<sup>23</sup>

**ปัจจัยที่ควรพิจารณา** ในการตรวจสอบว่าผู้ถือหุ้นสามารถออกเสียงโดยไม่ระบุชื่อได้หรือไม่ นักลงทุนควรพิจารณาว่า

- บริษัทมีการใช้หน่วยงานภายนอกในการรวบรวมหรือการบันทึกการลงคะแนนเสียงของผู้ถือหุ้น หรือไม่
- บริษัทหรือหน่วยงานภายนอกนั้นเก็บรักษาบันทึกการลงคะแนนเสียงไว้ หรือไม่
- การรวบรวมหรือบันทึกคะแนนเสียงที่ดำเนินการโดยบริษัท หรือหน่วยงานภายนอกนั้นได้รับการตรวจสอบและรับรองความถูกต้อง หรือไม่
- ผู้ถือหุ้นได้รับอนุญาตให้ออกเสียงได้เฉพาะกรณีที่มาประชุมผู้ถือหุ้นด้วยตนเองตามวันเวลาที่กำหนดหรือไม่ (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมเรื่อง การออกเสียงโดยการมอบฉันทะ หน้า 36)

#### แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับการรักษาความลับของสิทธิออกเสียง

- นักลงทุนควรพิจารณาข้อกำหนดหรือข้อบังคับของบริษัท เพื่อตรวจสอบกระบวนการในการนับคะแนนเสียง และการรวบรวมคะแนนเสียงของผู้ถือหุ้น

<sup>23</sup> ในกรณีของกองทุนรวมประเภท pooled funds CFA Institute เสนอแนะว่ากองทุนควรเปิดเผยต่อผู้ลงทุนว่า กองทุนดำเนินการใช้สิทธิในการออกเสียงในนามของผู้ดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนอย่างไร การเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวจะแตกต่างจากการเปิดเผยการลงคะแนนเสียงให้แก่ฝ่ายจัดการและคณะกรรมการในแง่ที่ว่า กองทุนรวมเปิดเผยการลงคะแนนเสียงต่อผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน ซึ่งตนได้ดำเนินการแทนในนามของผู้ดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนเหล่านี้

## การลงคะแนนแบบแบ่งเสียงได้ (Cumulative Voting)

ผู้ถือหุ้นควรตรวจสอบว่า ผู้ถือหุ้นสามารถลงคะแนนแบบแบ่งเสียงได้ (Cumulative Voting) ในการพิจารณาแต่งตั้งผู้ได้รับการเสนอชื่อเป็นกรรมการ หรือไม่

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** ความสามารถในการออกเสียงแบบสะสมทำให้ผู้ถือหุ้นมีโอกาสมากขึ้นในการส่งตัวแทนเข้าไปนั่งเป็นกรรมการในคณะกรรมการบริษัท

**ปัจจัยที่ควรพิจารณา** ในการประเมินว่าบริษัทดำเนินการให้มีการออกเสียงแบบ Cumulative Voting อย่างไร นักลงทุนควรพิจารณาว่า:

- บริษัทมีกลุ่มผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่มีความสำคัญหรือไม่ เช่นกลุ่มครอบครัวที่ก่อตั้งบริษัท ซึ่งอาจสามารถใช้การออกเสียงแบบ Cumulative Voting ในการแต่งตั้งกรรมการเป็นตัวแทนผลประโยชน์ของกลุ่มตนซึ่งสามารถส่งผลเสียต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายอื่น

### แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับการอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นออกเสียงแบบ Cumulative Voting

- ข้อบังคับของบริษัทและข้อกำหนดที่เกี่ยวข้องมักจะให้ข้อมูลว่าบริษัทให้ความสำคัญกับสิทธิและข้อเสนอแนะของผู้ถือหุ้นอย่างไร
- หนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นต่อประชาชนที่บริษัทจดทะเบียนต้องยื่นต่อหน่วยงานกำกับดูแล จะอธิบายว่าผู้ถือหุ้นสามารถใช้สิทธิออกเสียงภายใต้เงื่อนไขใดบ้าง
- ในสหรัฐอเมริกา นักลงทุนอาจศึกษาจากแบบฟอร์ม 8-A ซึ่งบริษัทจดทะเบียนต้องยื่นต่อสำนักงาน ก.ล.ต. สำหรับคำอธิบายเกี่ยวกับสิทธิที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับจากการถือหุ้นสามัญของบริษัท

### การออกเสียงกรณีการเปลี่ยนแปลงอื่นๆ ของบริษัท

ผู้ถือหุ้นควรศึกษาว่า ตนสามารถอนุมัติการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างบริษัท และนโยบายใด ๆ ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับบริษัท หรือไม่

**เหตุผลของการพิจารณาการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นต่อการเปลี่ยนแปลงของบริษัท** การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างบริษัทบางกรณีย่อมส่งผลกระทบต่อมูลค่า สัดส่วนความเป็นเจ้าของ และสิทธิที่มาพร้อมกับหุ้นของบริษัทนั้น ประเด็นที่ผู้ถือหุ้นควรพิจารณาคือความสามารถของตนในการเปลี่ยนแปลงเรื่องต่อไปนี้อย่างไร :

- ข้อบังคับบริษัท
- ข้อกำหนดภายใน
- โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ
- สิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้นและกลไกที่เกี่ยวข้อง
- Poison Pills และ
- เงื่อนไขเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงการควบคุม



**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** การเปลี่ยนแปลงในข้อกำหนดหรือข้อบังคับของบริษัทสามารถส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์ของบริษัทของผู้ถือหุ้น ตัวอย่างเช่น การนำกลไกการป้องกันการถูกรวบงำกิจการ (หรือเทกโอเวอร์) มาใช้อาจทำให้การควบงำกิจการมีภาวะค่าใช้จ่ายที่แพงเกินไปสำหรับผู้ถือหุ้นที่สนใจเข้าควบงำกิจการ ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดอย่างเต็มที่ ในทำนองเดียวกัน การเสนอให้ Stock Option จำนวนมากแก่ฝ่ายจัดการและพนักงานอาจส่งผลให้มูลค่าหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมลดลง และเป็นการกระจายทรัพย์สินของบริษัทไปให้กับบุคคลภายในโดยไม่ได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น

**ปัจจัยที่ควรพิจารณา** ในการพิจารณาว่าประเด็นใดบ้างที่ต้องขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น นักลงทุนควรพิจารณาว่าผู้ถือหุ้น :

- ต้องให้ความเห็นชอบต่อข้อเสนอดังกล่าวด้วยมติเสียงข้างมากเป็นพิเศษ (Supermajority Votes) หรือไม่
- มีโอกาสที่จะใช้สิทธิออกเสียงในกรณีที่มีการขายกิจการทั้งหมด หรือบางส่วนของการให้แก่ผู้ซื้อ ซึ่งเป็นบุคคลภายนอก หรือไม่ นักลงทุนอาจพิจารณาเพิ่มเติมว่า ผู้ถือหุ้นมีโอกาสที่จะออกเสียงกรณีมีการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินสำคัญ ซึ่งอาจส่งผลให้รายได้ต่อปีเพิ่มขึ้นหรือลดลงตั้งแต่ร้อยละ 10 ขึ้นไป หรือไม่ และมีข้อจำกัดอย่างไร หรือไม่ ในการให้ความเห็นชอบรายการธุรกรรมดังกล่าว
- มีสิทธิออกเสียงในเรื่องเกี่ยวกับค่าตอบแทนผู้บริหาร หรือไม่ (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมเรื่อง ค่าตอบแทนผู้บริหาร หน้า 30)
- มีสิทธิอนุมัติมาตรการป้องกันการถูกรวบงำกิจการที่ถูกเสนอมา หรือไม่ และมีสิทธิทบทวนมาตรการดังกล่าวเป็นระยะๆ และยับยั้งมาตรการดังกล่าวได้หรือไม่ (ดูรายละเอียดเรื่อง มาตรการป้องกันการถูกรวบงำกิจการ หน้า 45)
- สามารถพิจารณาทบทวนเป็นระยะๆ และสามารถออกเสียงในกฎเกณฑ์ที่ต้องอาศัยมติเสียงข้างมากเป็นพิเศษ เพื่อทบทวนข้อกำหนด ข้อบังคับของบริษัท หรือการกำกับดูแลกิจการอื่นๆ หรือไม่ ถึงแม้ว่าหลักเกณฑ์เรื่องมติเสียงข้างมากเป็นพิเศษอาจเป็นประโยชน์ ในกรณีที่ไม่ต้องการให้เกิดการเปลี่ยนแปลงขึ้นในช่วงเริ่มต้นของกิจการ แต่อาจกลับกลายเป็นอุปสรรคในช่วงที่กิจการมีการเติบโตอย่างรวดเร็ว ข้อกำหนดดังกล่าวอาจทำให้การเปลี่ยนแปลงใดๆ ของกิจการ ซึ่งถึงแม้ว่าจะได้รับคะแนนเสียงเห็นด้วยจากผู้ถือหุ้นจำนวนมาก ก็ยังเป็นเรื่องยากที่จะผ่านมติเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นโดยรวม
- สามารถออกเสียงให้มีการเปลี่ยนแปลงในเรื่องต่อไปนี้ หรือไม่
  - ข้อบังคับบริษัท
  - ข้อกำหนดภายใน
  - โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ
  - สิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้นและกลไกที่เกี่ยวข้อง
- อาจใช้สิทธิความเป็นเจ้าของในฐานะที่ถือหุ้นอยู่จำนวนหนึ่ง เพื่อเสนอวาระให้ผู้ถือหุ้นพิจารณาลงมติในเรื่องที่เป็นผลประโยชน์เฉพาะตน หรือไม่ โดยเรื่องดังกล่าวไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจของบริษัท การกระทำดังกล่าวอาจส่งผลให้คณะกรรมการต้องดำเนินการในสิ่งที่ทำให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ ยื่นเสนอวาระที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจของบริษัทได้ยากขึ้น

นักลงทุนควรพิจารณาประเด็นต่อไปนี้เพิ่มเติม เพื่อตัดสินใจว่าผู้ถือหุ้นสามารถออกเสียงในเรื่องเหล่านี้ได้หรือไม่ และหากกระทำได้ จะอยู่ภายใต้เงื่อนไขใด

- โครงการซื้อหุ้นคืน โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการให้ค่าตอบแทนแก่ฝ่ายจัดการในรูปแบบที่อิงกับหุ้น (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมเรื่องโครงการซื้อหุ้นคืน หน้า 32)
- การแก้ไข เพิ่มเติม และ/หรือ ยกเลิกกฎบัตรของบริษัท หรือข้อกำหนดภายใน
- การออกหุ้นใหม่ ซึ่งรวมถึงหุ้นสามัญ และหลักทรัพย์ที่สามารถแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ

**แหล่งข้อมูลเพื่อดูว่าการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัทต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นหรือไม่**

- บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลแก่ผู้ถือหุ้นหากต้องการขอความเห็นชอบในเรื่องใดเรื่องหนึ่ง ข้อมูลดังกล่าวมักจะเป็นส่วนหนึ่งของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี หรือการประชุมวิสามัญ
- โดยปกติ วาระที่บริษัทต้องขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นจะถูกกำหนดไว้ในข้อกำหนดหรือข้อบังคับของบริษัท เอกสารเหล่านี้ยังให้ข้อมูลด้วยว่า ฝ่ายจัดการและคณะกรรมการสามารถแต่งตั้งบุคคลเข้ามาดำรงตำแหน่งที่ว่างลงใดๆ ได้ โดยไม่ต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น หรือไม่

## ข้อเสนอของผู้ถือหุ้น (Shareowner Proposals)

การเสนอชื่อบุคคลเป็นกรรมการโดยผู้ถือหุ้น

นักลงทุนควรศึกษาว่าผู้ถือหุ้นสามารถเสนอชื่อบุคคลเพื่อแต่งตั้งเป็นกรรมการได้หรือไม่ และภายใต้เงื่อนไขใด

**เหตุผลในการพิจารณาว่าผู้ถือหุ้นสามารถเสนอชื่อบุคคลเป็นกรรมการได้หรือไม่** ความสามารถในการเสนอชื่อบุคคลหนึ่งหรือหลายคนเพื่อแต่งตั้งเป็นกรรมการจะช่วยรักษามูลค่าของผู้ถือหุ้นไม่ให้ลดลง เมื่อคณะกรรมการและฝ่ายจัดการไม่สามารถแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นหรือปรับปรุงผลประกอบการของบริษัทให้ดีขึ้น ผู้ถือหุ้นอาจใช้อำนาจในการเสนอชื่อบุคคลเป็นกรรมการ เพื่อให้แน่ใจได้ว่าผู้ได้รับการเสนอชื่ออย่างน้อย 1 คน มีความเป็นอิสระทั้งจากคณะกรรมการและคณะกรรมการสรรหา

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** หากผู้ถือหุ้นมีสิทธิในการเสนอชื่อบุคคลเป็นกรรมการ ผู้ถือหุ้นจะสามารถบังคับให้คณะกรรมการหรือฝ่ายจัดการดำเนินการต่างๆ เพื่อแก้ไขปัญหาหรือข้อกังวลของผู้ถือหุ้น

**ปัจจัยที่ควรพิจารณา** ในการประเมินว่าผู้ถือหุ้นของบริษัทสามารถเสนอชื่อบุคคลเพื่อเป็นกรรมการหรือไม่ นักลงทุนควรพิจารณาว่า

- ภายใต้เงื่อนไขใดที่ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในการเสนอชื่อบุคคลเพื่อเป็นกรรมการ ตัวอย่างเช่น ในกรณีที่คณะกรรมการละเลยหรือเพิกเฉยต่อข้อเสนอแนะของผู้ถือหุ้น<sup>24</sup>
- ในบางสถานการณ์ ผู้ถือหุ้นสามารถออกเสียงเพื่อปลดกรรมการบางท่านออกจากตำแหน่ง หรือไม่

- บริษัทดำเนินการแต่งตั้งกรรมการที่ได้รับการเสนอชื่ออย่างไร ในหลายประเทศ โดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกา ผู้ได้รับการเสนอชื่อที่ไม่มีคู่แข่งขันอาจได้รับการแต่งตั้งเป็นกรรมการได้ด้วยคะแนนเสียงเพียงเสียงเดียว แต่ในกรณีที่มีผู้ได้รับการเสนอชื่อหลายคนโดยผู้ถือหุ้นเป็นผู้เสนอ อาจใช้หลักเกณฑ์ที่แตกต่างออกไป เพื่อตัดสินผู้ได้รับการแต่งตั้งเป็นกรรมการ

### แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับความสามารถของผู้ถือหุ้นในการเสนอชื่อบุคคลเพื่อเป็นกรรมการ

- หนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี อาจให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการแต่งตั้งกรรมการ
- ในประเทศสหรัฐอเมริกา นักลงทุนสามารถดูข้อมูลจากหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปีของบริษัท
- ในประเทศส่วนใหญ่ ข้อบังคับและข้อกำหนดของบริษัทจะระบุข้อมูลเกี่ยวกับแนวทางปฏิบัติของบริษัท ต่อข้อเสนอแนะและสิทธิของผู้ถือหุ้น

### การเสนอวาระเพื่อพิจารณาโดยผู้ถือหุ้น

นักลงทุนควรพิจารณาว่า ผู้ถือหุ้นสามารถเสนอวาระเพื่อพิจารณาในการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี หรือไม่ และภายใต้เงื่อนไขใด

**เหตุผลในการพิจารณาว่าผู้ถือหุ้นสามารถยื่นเสนอวาระหรือข้อเสนอแนะหรือไม่** นักลงทุนจำเป็นต้องเข้าใจว่าตนสามารถทำอะไรได้บ้าง หากคณะกรรมการและผู้บริหารไม่สามารถแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นกับบริษัท หรือปรับปรุงผลประกอบการของบริษัทให้ดีขึ้น นักลงทุนควรทำความเข้าใจด้วยว่า บุคคลภายนอกไม่ว่าจะเป็นนิติบุคคลหรือบุคคลธรรมดาที่มีผลประโยชน์เฉพาะตน หรือเฉพาะกลุ่มของตนในบริษัท สามารถมีอิทธิพลต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัทได้อย่างไร การที่ผู้ถือหุ้นสามารถยื่นข้อเสนอแนะเพื่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงที่จำเป็นนั้น จะช่วยรักษามูลค่าของผู้ถือหุ้นไม่ให้ลดลง

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** สิทธิในการเสนอวาระเพื่อพิจารณาในการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปีเป็นอีกทางหนึ่งที่ผู้ถือหุ้นจะสื่อสารให้ทราบว่า ตนไม่เห็นด้วยกับวิธีการที่คณะกรรมการ และ/หรือฝ่ายจัดการใช้ในการบริหารกิจการของบริษัท หากวาระที่ผู้ถือหุ้นเสนอนั้นได้รับเสียงเห็นด้วยเป็นจำนวนมาก ย่อมสามารถกดดันให้คณะกรรมการและฝ่ายจัดการดำเนินการตามที่ได้มีการเรียกร้อง หรือมิฉะนั้นก็ต้องให้เหตุผลอธิบายต่อผู้ถือหุ้น หากไม่ดำเนินการตามข้อเสนอ

**ปัจจัยที่ควรพิจารณา** ในการประเมินความสามารถของผู้ถือหุ้นที่จะเสนอการเปลี่ยนแปลงใดๆ เพื่อบริษัท นักลงทุนควรพิจารณาว่า :

- บริษัทกำหนดให้วาระที่ผู้ถือหุ้นเสนอต้องได้รับเสียงเห็นด้วยข้างมาก (Simple Votes) หรือสองในสาม หรือเสียงข้างมากเป็นพิเศษ หรือไม่ แต่หากเป็นวาระที่คณะกรรมการหรือฝ่ายจัดการเป็นผู้เสนอ กลับต้องได้รับเสียงเห็นด้วยข้างมากเท่านั้น

<sup>24</sup> ข้อมูลเพิ่มเติมได้ที่ [http://www.cfainstitute.org/advocacy/03commmltr/03shd\\_nominations.html](http://www.cfainstitute.org/advocacy/03commmltr/03shd_nominations.html) สำหรับคำอธิบายฉบับเต็มเกี่ยวกับความเห็นของ CFA Institute ในประเด็นดังกล่าว นอกจากนี้ท่านสามารถดูข้อเสนอของสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาได้ที่ <http://www.sec.gov/rules/proposed/34-48626.htm>

- ผู้ถือหุ้นสามารถร้องขอให้บริษัทจัดการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญ เพื่อพิจารณาประเด็นที่ผู้ถือหุ้นเสนอ หรือไม่
- วาระที่ผู้ถือหุ้นเสนอเป็นเรื่องที่เป็นประโยชน์ต่อผลประโยชน์ระยะยาวของผู้ถือหุ้นทุกราย หรือไม่ หรือ เป็นเพียงวาระที่เป็นประโยชน์ในวงจำกัดเฉพาะผู้ถือหุ้นที่เสนอวาระเท่านั้น

### แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้นในการเสนอมติเพื่อพิจารณา

- ในสหรัฐอเมริกา ผู้ถือหุ้นอาจศึกษาข้อมูลได้จากหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี สำหรับ รายละเอียดเกี่ยวกับวิธีการเสนอมติเพื่อพิจารณา
- ในประเทศส่วนใหญ่ ข้อบังคับและข้อกำหนดของบริษัทจะระบุข้อมูลเกี่ยวกับแนวทางปฏิบัติของบริษัทต่อการเสนอมติเพื่อพิจารณาของผู้ถือหุ้น

### ข้อเสนอของผู้ถือหุ้นที่มีผลผูกมัดหรือคำแนะนำของผู้ถือหุ้น

นักลงทุนควรพิจารณาว่า คณะกรรมการและฝ่ายจัดการผูกมัดที่จะต้องดำเนินการตามวาระที่ผู้ถือหุ้นให้ความเห็นชอบแล้ว หรือไม่

**เหตุผลของการพิจารณาว่าวาระที่ผู้ถือหุ้นให้ความเห็นชอบแล้วมีผลผูกมัด หรือไม่** คณะกรรมการและฝ่ายจัดการอาจมีแนวโน้มที่จะละเลยหรือเพิกเฉยต่อข้อเสนอแนะของผู้ถือหุ้น นอกเสียจากว่าบริษัทจะถูกกำหนดหรือผูกมัดให้ต้องดำเนินการตามข้อเสนอแนะที่ผู้ถือหุ้นให้ความเห็นชอบแล้ว

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** การกำหนดให้คณะกรรมการและฝ่ายจัดการต้องดำเนินการตามวาระที่ผู้ถือหุ้นเสนอและอนุมัติแล้ว จะช่วยให้คณะกรรมการและฝ่ายจัดการมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นมากขึ้น

**ปัจจัยที่ควรพิจารณา** เมื่อตรวจสอบหลักเกณฑ์ของบริษัทเกี่ยวกับการเสนอมติของวาระของผู้ถือหุ้น นักลงทุนควรพิจารณาว่า :

- ในอดีตที่ผ่านมา บริษัทได้ดำเนินการหรือเพิกเฉยต่อข้อเสนอของผู้ถือหุ้นที่ผ่านการอนุมัติแล้ว หรือไม่
- บริษัทกำหนดให้ต้องได้รับมติเสียงข้างมากเป็นพิเศษในการอนุมัติการเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับข้อกำหนด หรือข้อบังคับของบริษัท หรือไม่
- หน่วยงานกำกับดูแลมีการผลักดัน หรือกำหนดให้บริษัทต้องปฏิบัติตามวาระที่ผู้ถือหุ้นเสนอและให้ความเห็นชอบแล้ว หรือไม่

### แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้นในการเสนอมติเพื่อพิจารณา

- ข้อบังคับของบริษัท หรือข้อกำหนดของบริษัทจะทำให้ทราบว่า วาระที่ผู้ถือหุ้นเสนอและได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นแล้วจะมีผลผูกมัดให้บริษัทต้องปฏิบัติตาม หรือไม่ และจำนวนของเสียงสนับสนุนที่ต้องได้รับเพื่อที่จะให้บริษัทต้องดำเนินการตามมติของผู้ถือหุ้น
- นักลงทุนควรศึกษาด้วยว่า หน่วยงานกำกับดูแลในประเทศที่ซึ่งบริษัทมีสำนักงานใหญ่ตั้งอยู่นั้น ได้ดำเนินการอย่างไรหรือไม่ เพื่อให้บริษัทต้องปฏิบัติตามมติของผู้ถือหุ้น ในกรณีนอกเหนือจากที่ระบุไว้ในข้อบังคับหรือข้อกำหนดของบริษัท

## ประเด็นอื่นๆ เรื่องสิทธิของผู้ถือหุ้น (Other Shareowner Rights Issues)

### โครงสร้างความเป็นเจ้าของ

นักลงทุนควรศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท เพื่อพิจารณาว่า บริษัทมีหุ้นสามัญ แบ่งออกเป็นกี่ประเภท และหุ้นสามัญแต่ละประเภทมีสิทธิออกเสียงตามมูลค่าเชิงเศรษฐกิจอย่างไร

**เหตุผลของการตรวจสอบโครงสร้างความเป็นเจ้าของบริษัท** บริษัทที่ให้สิทธิออกเสียง 1 เสียงต่อ 1 หุ้น มีความเป็นไปได้มากที่คณะกรรมการของบริษัทจะทำหน้าที่โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหุ้นทั้งหมด แต่ในทางกลับกัน บริษัทที่มีหุ้นสามัญหลายประเภทที่ให้สิทธิออกเสียงส่วนใหญ่ หรือทั้งหมด แก่ผู้ถือหุ้นสามัญ ประเภทใดประเภทหนึ่งโดยเฉพาะ ย่อมมีแนวโน้มที่ฝ่ายจัดการและคณะกรรมการจะให้ความสำคัญต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นสามัญประเภทดังกล่าวเท่านั้น ซึ่งจะส่งผลเสียต่อสิทธิของผู้ถือหุ้นสามัญประเภทอื่นๆ

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** การที่บริษัทมีหุ้นสามัญ 2 ประเภทอาจส่งเสริมให้ผู้ต้องการซื้อกิจการติดต่อโดยตรงกับกลุ่มผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงเหนือกว่ากลุ่มอื่น นอกจากนั้น จากงานศึกษาวิจัยพบว่า บริษัทที่แยกสิทธิในการออกเสียงออกจากสิทธิเชิงเศรษฐกิจของหุ้นสามัญ (สิทธิเชิงเศรษฐกิจหมายถึง สิทธิใน ส่วนแบ่งรายได้และทรัพย์สินของบริษัทตามสัดส่วนการถือหุ้น) จะทำให้การระดมเงินทุนเพื่อนำไปใช้ในการปรับปรุงฐานะการเงิน หรือการลงทุนเพื่อพัฒนาผลิตภัณฑ์ของบริษัท ทำได้ยากกว่าบริษัทที่ให้สิทธิออกเสียงสอดคล้องควบคู่ไปกับสิทธิเชิงเศรษฐกิจ

**ปัจจัยที่ควรพิจารณา** เมื่อวิเคราะห์โครงสร้างความเป็นเจ้าของบริษัท นักลงทุนควรพิจารณาว่า :

- ในข้อบังคับ หรือข้อกำหนดของบริษัทมีมาตรการคุ้มครองสิทธิและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงน้อยกว่า หรือไม่
- บริษัทเพิ่งผ่านการแปรรูปจากหน่วยงานภาครัฐเป็นบริษัทเอกชน และผู้ถือหุ้นใหญ่ที่เป็นรัฐบาลหรือ หน่วยงานภาครัฐมีสิทธิออกเสียงพิเศษ ซึ่งสามารถคัดค้านการตัดสินใจของฝ่ายจัดการ และคณะกรรมการหรือไม่ หากเป็นกรณีดังกล่าว ผู้ถือหุ้นรายอื่นอาจไม่ได้รับมูลค่าเต็มที่ของหุ้นที่ถืออยู่
- การที่ผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งมีสิทธิออกเสียงเหนือกว่าผู้ถือหุ้นรายอื่น อาจทำให้ความสามารถของ บริษัทในการระดมทุนเพื่อขยายกิจการในอนาคตทำได้ยากขึ้น เนื่องจากนักลงทุนอาจไม่สนใจลงทุนในหุ้นสามัญที่มีสิทธิต่ำกว่า จึงส่งผลเสียต่อความสามารถในการจัดหาแหล่งเงินทุนเพื่อการเติบโตของ บริษัท นอกเหนือจากการกักเงินและเพิ่มภาระหนี้สิน<sup>25</sup>

### แหล่งข้อมูลเพื่อดูว่าบริษัทมีหุ้นสามัญมากกว่าหนึ่งกลุ่ม หรือไม่

- ในบางประเทศและบางบริษัท นักลงทุนอาจศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นสามัญกลุ่มต่างๆ ในหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปีที่ส่งให้ผู้ถือหุ้น

<sup>25</sup> ข้อมูลเพิ่มเติมได้ที่ [http://www.cfainstitute.org/advocacy/03commltr/03shd\\_nominations.html](http://www.cfainstitute.org/advocacy/03commltr/03shd_nominations.html) สำหรับคำอธิบายฉบับเต็มเกี่ยวกับความเห็นของ CFA Institute ในประเด็นดังกล่าว นอกจากนี้ท่านสามารถดูข้อเสนอของสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาได้ที่ <http://www.sec.gov/rules/proposed/34-48626.htm>

- เว็บไซต์ของบริษัทอาจอธิบายถึงความแตกต่างของหุ้นสามัญแต่ละประเภทของบริษัท และอาจให้เชื่อมต่อไปถึงข้อบังคับของบริษัท รายงานทางการเงินทั้งประจำปีและรายไตรมาส หนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้น และหนังสือมอบฉันทะ (Proxy Statements)
- หนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นสามัญต่อประชาชนครั้งแรกและครั้งต่อๆ มาของบริษัท อาจให้ข้อมูลอธิบายถึงความแตกต่างของหุ้นสามัญแต่ละประเภท รวมถึงระบุให้ทราบว่า มีผู้ถือหุ้นกลุ่มใดหรือไม่ที่ได้รับสิทธิออกเสียงพิเศษมากพอที่จะคัดค้าน หรือยกเลิกการตัดสินใจของฝ่ายจัดการ หรือคณะกรรมการ
- หมายเหตุประกอบงบการเงิน โดยเฉพาะในรายงานประจำปี มักจะเปิดเผยให้ทราบถึงความแตกต่างของหุ้นสามัญแต่ละประเภทของบริษัท

### สิทธิตามกฎหมายของผู้ถือหุ้น

นักลงทุนควรพิจารณาว่า ข้อกำหนดเรื่องการกำกับดูแลกิจการและข้อกำหนดทางกฎหมายอื่น ๆ ของประเทศที่บริษัทตั้งสำนักงานใหญ่อยู่นั้น อนุญาตให้ผู้ถือหุ้นสามารถดำเนินการทางกฎหมาย เพื่อคุ้มครองและบังคับใช้สิทธิความเป็นเจ้าของที่ตนมีอยู่ หรือไม่

**เหตุผลของการพิจารณาสหิตตามกฎหมายที่ให้แก่ผู้ถือหุ้น** ในกรณีที่บริษัทไม่เคารพและตระหนักถึงสิทธิของผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นอาจจำเป็นต้องหันไปพึ่งพศาลตามกระบวนการยุติธรรม หรือหน่วยงานกำกับดูแล เพื่อบังคับใช้สิทธิความเป็นเจ้าของที่ตนเองมีอยู่

**ปัจจัยที่ควรพิจารณา** เมื่อศึกษาข้อกำหนดเรื่องการกำกับดูแลกิจการ และข้อกำหนดเกี่ยวกับกระบวนการยุติธรรม นักลงทุนควรพิจารณาว่า

- กฎหมายในประเทศนั้นอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นใช้มาตรการทางกฎหมายทางอ้อม หรือไม่ โดยอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นดำเนินการทางกฎหมายต่อฝ่ายจัดการหรือคณะกรรมการในนามของบริษัท และหากเป็นเช่นนั้น ต้องมีเงื่อนไขอย่างไรบ้าง
- หน่วยงานกำกับดูแลในตลาดหลักทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนอยู่นั้น เคยดำเนินการเพื่อรักษาสิทธิของผู้ถือหุ้น หรือเพื่อป้องกันการปฏิเสธสิทธิของผู้ถือหุ้นในกรณีอื่นๆ ที่ผ่านมา หรือไม่
- ผู้ถือหุ้นไม่ว่าจะเป็นรายบุคคลหรือในนามของกลุ่ม สามารถดำเนินการตามกฎหมายกับฝ่ายจัดการหรือคณะกรรมการบริษัทในข้อหาทุจริตหรือฉ้อโกง หรือไม่
- ผู้ถือหุ้นมีสิทธิคัดค้านและเรียกร้องให้บริษัทดำเนินการซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นในราคาตลาดที่เหมาะสมภายใต้เงื่อนไขที่กำหนด หรือไม่

### แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับมาตรการตามกฎหมายเพื่อช่วยเหลือผู้ถือหุ้น

- หน่วยงานกำกับดูแลในประเทศที่บริษัทมีสำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ อาจให้ข้อมูลเกี่ยวกับมาตรการช่วยเหลือทางกฎหมายแก่ผู้ถือหุ้นในกรณีต่างๆ

## การป้องกันการถูกรวบงำกิจการ หรือการเทกโอเวอร์

ผู้ถือหุ้นควรประเมินโครงสร้างของมาตรการป้องกันการถูกรวบงำกิจการที่มีอยู่ หรือที่เสนอให้พิจารณาอย่างรอบคอบ และวิเคราะห์หว่า มาตรการดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น ทั้งในสภาวะการณ์ปกติ และในกรณีที่ได้รับคำเสนอเข้าครอบงำกิจการ

**เหตุผลของการศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับมาตรการป้องกันการถูกเทกโอเวอร์** การเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวควรทำให้ผู้ถือหุ้นทราบถึงสถานการณ์ที่บริษัทอาจนำมาตรการป้องกันการถูกเทกโอเวอร์ ได้แก่ Golden Parachute, Poison Pills และ Greenmail มาใช้ในการตอบโต้กับคำเสนอที่ไม่เป็นมิตร

**นัยสำคัญสำหรับนักลงทุน** โดยการบังคับให้ผู้เสนอซื้อต้องติดต่อกับฝ่ายจัดการและคณะกรรมการ มาตรการป้องกันการถูกรวบงำกิจการ ซึ่งมักจะเรียกกันว่า แผนสิทธิของผู้ถือหุ้น (Shareowner Rights Plans) อาจลดโอกาสที่ผู้เสนอซื้อจะประสบความสำเร็จ แม้แต่ในสถานการณ์ที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ มาตรการดังกล่าวยังอาจส่งผลให้นักลงทุนต้องปรับลดราคาหุ้นของบริษัทลงในช่วงเวลาปกติ เนื่องจากเงื่อนไขและข้อจำกัดอันเป็นผลจากมาตรการป้องกันการถูกรวบงำกิจการ

**ปัจจัยที่ควรพิจารณา** เมื่อพิจารณามาตรการป้องกันการถูกรวบงำกิจการของบริษัท นักลงทุนควร

- สอบถามว่าบริษัทต้องขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นต่อมาตรการดังกล่าวก่อนดำเนินการ หรือไม่ เพราะมีความเป็นไปได้มากที่มาตรการป้องกันของแต่ละบริษัทจะแตกต่างกัน ในบางกรณี นักลงทุนอาจพบว่า คณะกรรมการต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นภายในระยะเวลาที่กำหนด ก่อนที่จะสามารถดำเนินการตามมาตรการป้องกันการถูกรวบงำกิจการ ในขณะที่บางบริษัทอาจไม่กำหนดให้ต้องขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นเลย
- สอบถามว่าในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา บริษัทเคยได้รับข้อเสนอเข้าครอบงำกิจการอย่างเป็นทางการ หรือไม่
- พิจารณาว่ามีความเป็นไปได้มากน้อยเพียงใดที่คณะกรรมการและฝ่ายจัดการจะใช้เงินสดและวงเงินกู้ยืมที่มีอยู่ของบริษัท เพื่อจ่ายให้แก่ผู้เสนอซื้อกิจการเพื่อยกเลิกการครอบงำกิจการ โดยทั่วไปแล้ว ผู้ถือหุ้นควรดำเนินการเพื่อยับยั้งคณะกรรมการจากการกระทำดังกล่าว แต่ถ้านักลงทุนตกลงที่จะจ่ายเงินให้แก่ผู้เสนอซื้อกิจการแล้ว ผู้ถือหุ้นควรศึกษาข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชนเกี่ยวกับเงื่อนไขของ Greenmail payment ดังกล่าว<sup>26</sup>
- พิจารณาว่าในบางกรณี การเปลี่ยนแปลงการควบคุมกิจการมีความเป็นไปได้หรือไม่ที่จะสร้างความสนใจให้แก่หน่วยงานภาครัฐ ซึ่งอาจกดดันให้ผู้ขายทำการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขของการควบหรือรวมกิจการที่เสนอมานั้น ในบางกรณี อาจเป็นไปได้ที่นักลงทุนจะทราบทิศทางที่ชัดเจนของภาครัฐว่าจะตัดสินใจอย่างไรต่อการป้องกันการครอบงำกิจการ อย่างไรก็ตาม นักลงทุนอาจพบเครื่องบ่งชี้ถึงความเป็นไปได้ของการดำเนินการของภาครัฐ โดยศึกษาจากการดำเนินการของภาครัฐที่ผ่านมาในอดีตที่เกี่ยวข้องกับบริษัท หรือบริษัทอื่นในสถานการณ์ที่คล้ายคลึงกัน

<sup>26</sup> กรีนเมล (Greenmail) คือ การจ่ายค่าตอบแทนพิเศษโดยบริษัทที่กำลังถูกรวบงำกิจการอย่างไม่เป็นมิตร (Hostile Takeover Bid) ให้แก่นิติบุคคลที่กำลังจะทำการเสนอซื้อกิจการ เพื่อให้เกิดข้อตกลงระหว่างกันกับผู้เสนอซื้อจะหยุดดำเนินการเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการเป็นระยะเวลาหนึ่งตามที่ตกลง

- พิจารณาว่าข้อกำหนดเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงการควบคุมกิจการของบริษัทจะทำให้เกิดการให้ผลประโยชน์ และการจ่ายค่าตอบแทนจำนวนมากแก่ผู้บริหารระดับสูงของบริษัท หรือไม่

#### **แหล่งข้อมูลเกี่ยวกับข้อกำหนดเรื่องการเทกโอเวอร์**

- ข้อบังคับของบริษัทจะเป็นแหล่งที่ดีที่สุดในการหาข้อมูลเกี่ยวกับมาตรการป้องกันการถูกเทกโอเวอร์ของบริษัท
- สำหรับมาตรการป้องกันการถูกครอบงำกิจการฉบับใหม่ บริษัทอาจขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นหรือไม่ก็ได้ แต่ไม่ว่าจะเป็นกรณีใดก็ตาม บริษัทจำเป็นต้องแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบถึงการแก้ไขใดๆ ในมาตรการฉบับเดิมที่มีอยู่



# Appendix A

---

## Sources for Existing and Proposed Corporate Governance Codes and Principles

---

### AUSTRALIA –

Investment and Financial Services Association, *Blue Book Corporate Governance: A Guide for Fund Managers and Corporations*, 2004, [http://www.ifsa.com.au/IFSAWeb/attach.nsf/Attachments/WG++Blue+Book~IFSA+Blue+Book\\_2004.pdf/\\$File/IFSA+Blue+Book\\_2004.pdf](http://www.ifsa.com.au/IFSAWeb/attach.nsf/Attachments/WG++Blue+Book~IFSA+Blue+Book_2004.pdf/$File/IFSA+Blue+Book_2004.pdf)

Australian Stock Exchange, ASX Corporate Governance Council, *Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations*, 2003; <http://www.shareholder.com/visitors/dynamicdoc/document.cfm?documentid=364&companyid=ASX>

### AUSTRIA –

Austrian Working Group for Corporate Governance, *Austrian Code of Corporate Governance* (English version), 2002; [http://www.wienerboerse.at/corporate/pdf/CG\\_Code\\_engl1103final.pdf](http://www.wienerboerse.at/corporate/pdf/CG_Code_engl1103final.pdf).

### BELGIUM –

Corporate Governance Committee, *The Belgian Code of Corporate Governance* (English version), 2004; [http://www.ecgi.org/codes/documents/bel\\_code\\_dec2004\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/bel_code_dec2004_en.pdf), or [http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/final%20code/CorpoGov\\_UK.pdf](http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/final%20code/CorpoGov_UK.pdf).

### Commission Bancaire et Financiere –

*Reporting Corporate Governance* (French only), 1999; [http://www.ecgi.org/codes/documents/be\\_guide\\_fr.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/be_guide_fr.pdf).  
*Corporate Governance for Belgian Listed Companies (The Cardon Report)* (English version), 1998; [http://www.ecgi.org/codes/documents/cbf\\_dec1998\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/cbf_dec1998_en.pdf).

Federation of Belgian Companies, *Recommendations of Federation of Companies* (English version), 1998; [http://www.ecgi.org/codes/documents/vbo\\_feb\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/vbo_feb_en.pdf).

### BRAZIL –

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), *Code of Best Practice of Corporate Governance* (English version), 2004; [http://www.ecgi.org/codes/documents/ibgc\\_may2004.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/ibgc_may2004.pdf).

Comissão de Valores Mobiliários, *Recomendações sobre Governança Corporativa* (English version), 2002; <http://www.cvm.gov.br/ingl/indexing.asp>.

### CANADA –

#### Multilateral Agreements

Multilateral Instrument 52-110, *Audit Committees*, 2004, [http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule\\_20040326\\_52-110-audit-com.jsp](http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule_20040326_52-110-audit-com.jsp).

**Amendments to Multilateral Instrument 52-110, Audit Committees**, 2004, [http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule\\_20041029\\_52-110\\_amend-audit-com.jsp](http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule_20041029_52-110_amend-audit-com.jsp).

**National Instrument 52-102 (Continuous Disclosure Obligations); National Instrument 71-102 (Continuous Disclosure and Other Exemptions Relating to Foreign Issuers);**

**National Instrument 52-107 (Acceptable Accounting Principles, Auditing Standards and Reporting Currency);** and

**Multilateral Instrument 52-109 (Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings);**  
[http://www.osc.gov.on.ca/webcast/wc\\_index.jsp](http://www.osc.gov.on.ca/webcast/wc_index.jsp).

**Ontario Teachers Pension Plan, Good Governance is Good Business: Corporate Governance Policies and Proxy Voting Guidelines**, 2005, [http://www.otpp.com/web/website.nsf/web/corpgov\\_12\\_04eng/\\$FILE/Corpgov\\_12\\_04ENG.pdf](http://www.otpp.com/web/website.nsf/web/corpgov_12_04eng/$FILE/Corpgov_12_04ENG.pdf)

**Canadian Coalition for Good Governance, Corporate Governance Guidelines for Building High Performance Boards, Version 1.0**, September 2003; [http://www.ccg.ca/web/website.nsf/web/ccgg\\_guidelines\\_v1\\_january\\_2005/\\$FILE/CCGG\\_Guidelines\\_v1\\_January\\_2005.pdf](http://www.ccg.ca/web/website.nsf/web/ccgg_guidelines_v1_january_2005/$FILE/CCGG_Guidelines_v1_January_2005.pdf).

**Toronto Stock Exchange, Corporate Governance: A Guide to Good Disclosure**, 2003;  
[http://www.tsx.com/en/pdf/TSXCorpGov\\_GuideToGoodDisclosure.pdf](http://www.tsx.com/en/pdf/TSXCorpGov_GuideToGoodDisclosure.pdf).

**Joint Committee on Corporate Governance, Beyond Compliance: Building a Governance Culture (Saucier Report)**, 2001; [http://www.cica.ca/multimedia/Download\\_Library/Research\\_Guidance/Risk\\_Management\\_Governance/Governance\\_Eng\\_Nov26.pdf](http://www.cica.ca/multimedia/Download_Library/Research_Guidance/Risk_Management_Governance/Governance_Eng_Nov26.pdf).

## **CHINA –**

**China Securities Regulatory Commission, The Code of Corporate Governance for Listed Companies in China** (English version), 2001; [http://www.ecgi.org/codes/documents/code\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/code_en.pdf).

## **DENMARK –**

**Copenhagen Stock Exchange, The Nørby Committee's Report on Corporate Governance in Denmark** (English version), 2001;  
<http://www.cse.dk/servlet/BlobServer?blobcol=urlblob&blobheader=application%2Fpdf&blobkey=id&blobtable=Document&blobwhere=1071142970211&1071142970211.pdf>.

## **EUROPE –**

**European Association of Securities Dealers, EASD Principles and Recommendations**, 2000;  
<http://www.apcims.co.uk/public/publications/discussions/pdf/CorpGovPrinciples.pdf>.

**European Shareholders Group, Euroshareholders Guidelines**, 2000;  
[http://www.infy.com/investor/corp\\_gov/Euroshareholders.pdf](http://www.infy.com/investor/corp_gov/Euroshareholders.pdf).

**European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), *Sound Business Standards and Corporate Practices: A Set of Guidelines*, 1997;** <http://www.apcims.co.uk/public/publications/discussions/pdf/CorpGovPrinciples.pdf>.

#### **EUROPEAN COMMISSION –**

*Draft Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors and on the committees of the (supervisory) board*, 2004; [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/company/docs/independence/2004-recommendation\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/independence/2004-recommendation_en.pdf).

*Draft Commission Recommendation on fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies*, 2004; [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/company/docs/directors-remun/2004-recommendation\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/directors-remun/2004-recommendation_en.pdf).

**Weil, Gotshal & Manges LLP, *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States*, 2002;** [http://www.odce.ie/\\_fileupload/services/EU%20Comparison.pdf](http://www.odce.ie/_fileupload/services/EU%20Comparison.pdf).

#### **FINLAND –**

**HEX Plc, Central Chamber of Commerce of Finland, Confederation of Finnish Industry and Employers, *Corporate Governance Recommendations for Listed Companies*, 2003;** [http://www.keskuskauppamari.fi/kkk/julkaisut/en\\_GB/corporate\\_governance/](http://www.keskuskauppamari.fi/kkk/julkaisut/en_GB/corporate_governance/).

#### **FRANCE –**

**L'Association Française de la Gestion Financière (AFG), *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise* (French only), 2004;** <http://www.afg.asso.fr/upload/3/Fichier65.pdf>.

**Mouvement des Entreprises de France (MEDEP), Association Française des Entreprises Privées(AFEP), *The Corporate Governance of Listed Corporations (English version)*, 2001;** [http://www.paris-europlace.net/files/vienot\\_bouton\\_summary.pdf](http://www.paris-europlace.net/files/vienot_bouton_summary.pdf).

#### **GERMANY –**

**German Government Commission, *Amendment to the German Corporate Governance Code* (Cromme Commission Code) (English version), 2003.** [http://www.ecgi.org/codes/documents/code\\_200305\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/code_200305_en.pdf).

**Berliner Initiativkreis, *German Code of Corporate Governance* (English version), 2000;** [http://www.gccg.de/eng\\_German-Code-of-Corporate-Governance.pdf](http://www.gccg.de/eng_German-Code-of-Corporate-Governance.pdf).

#### **GREECE –**

**Federation of Greek Industries, *Principles of Corporate Governance*, 2001 (English version);** [http://www.ecgi.org/codes/documents/fge\\_july2001\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/fge_july2001_en.pdf).

## **HONG KONG –**

Hong Kong Exchanges and Clearing, Ltd., *Rules Governing the Listing of Securities on the Stock Exchange of Hong Kong Ltd.* (English version), Chapter 3, Authorised Representative And Directors, 2005;  
[http://www.hkex.com.hk/rule/listrules/MB%20Chapter%203%20\(E\).pdf](http://www.hkex.com.hk/rule/listrules/MB%20Chapter%203%20(E).pdf).

Hong Kong Society of Accountants, *Corporate Governance for Public Bodies* (English version), 2004;  
[http://www.hkicpa.org.hk/publications/corporategovernanceguides/eframework\\_guide.pdf](http://www.hkicpa.org.hk/publications/corporategovernanceguides/eframework_guide.pdf).

## **HUNGARY –**

Budapest Stock Exchange, *Corporate Governance Recommendations* (English version), 2004;  
[http://www.bse.hu/onlinesz/index\\_e.html](http://www.bse.hu/onlinesz/index_e.html).

## **INDIA –**

Confederation of Indian Industry, *Desirable Corporate Governance in India-A Code*, 2004;  
<http://www.ciionline.org/Services/68/Images/desirable%20corporate%20governance240902.pdf>.

Securities and Exchange Board of India, *Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance*, 2002; <http://www.ecgi.org/codes/documents/corpgov.pdf>.

## **INDONESIA -**

The National Committee on Corporate Governance, *Code for Good Corporate Governance*, 2001;  
[http://www.ecgi.org/codes/documents/indon\\_2001.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/indon_2001.pdf).

## **INTERNATIONAL –**

Organization for Economic Cooperation and Development, *OECD Principles of Corporate Governance*, January 2004; <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

International Corporate Governance Network, *Global Corporate Governance Principles*, 2003;  
[http://www.icgn.org/organisation/documents/cgp/cgp\\_report\\_may2003.php](http://www.icgn.org/organisation/documents/cgp/cgp_report_may2003.php).

International Organization of Securities Commissioners, *Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence*, 2002;  
<http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD133.pdf>.

## **IRELAND –**

Irish Association of Investment Managers, *Corporate Governance, Share Option and Other Incentive Schemes*, 1999; <http://www.iaim.ie/Guideline1.htm>.

## **ITALY –**

**Associazione fra le Società Italiane per Azioni (Assonime)**, *Handbook on Corporate Governance Reports*, 2004; [http://www.ecgi.org/codes/documents/cg\\_guide.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_guide.pdf) (Italian and English).

**Borsa Italiana S.p.A.**, Committee for the Corporate Governance of Listed Companies, *Corporate Governance Code* (English version), July 2002; [http://www.ecgi.org/codes/documents/code\\_it\\_jul2002\\_eng.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/code_it_jul2002_eng.pdf).

## **JAPAN –**

**Tokyo Stock Exchange**, *Principles of Corporate Governance for Listed Companies* (English version), 2004; <http://www.tse.or.jp/english/listing/cg/principles.pdf>.

**Japan Corporate Governance Forum**, *Revised Corporate Governance Principles* (English version), 2001; <http://www.jcgf.org/en/index.html>.

## **MALAYSIA –**

**Bursa Malaysia**, *Listing Requirements* (Chapter 15: Corporate Governance), 2001; [http://www.klse.com.my/website/documents/KLSE\\_ListReq2001-05012004.pdf](http://www.klse.com.my/website/documents/KLSE_ListReq2001-05012004.pdf).

**Securities Commission Malaysia**, *Malaysian Code on Corporate Governance*, 2000; <http://www.sc.com.my/eng/html/resources/inhouse/mccg.pdf>.

## **MEXICO –**

**Mexican Stock Exchange, Mexican Bankers' Association, Mexican Institute of Finance Executives, and Mexican Institute of Public Accountants**, *Código de Mejores Prácticas Corporativas*, 1999; <http://www.bmv.com.mx/DOC/CMPC.pdf> (in Spanish) or [http://www.ecgi.org/codes/documents/mexico\\_code\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/mexico_code_en.pdf) (English version).

## **NEW ZEALAND –**

**The New Zealand Securities Commission –**

*Corporate Governance in New Zealand: Principles and Guidelines – A Handbook for Directors, Executives and Advisers*, 2004; <http://www.sec-com.govt.nz/publications/documents/governance-principles/index.shtml>.

*Corporate Governance in New Zealand: Principles and Guidelines*, 2004; <http://www.sec-com.govt.nz/publications/documents/governance-principles/index.shtml>.

## **THE NETHERLANDS –**

Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, *Manual Corporate Governance SCGOP* (English version), 2004; <http://www.scgop.nl/upload/4/Handboek%20SCGOP%20Engels%20Read%20only.pdf>.

Corporate Governance Committee, *The Dutch Corporate Governance Code: Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Provisions* (English version), 2003; <http://corpgov.nl/page/downloads/CODE%20DEF%20ENGELS%20COMPLEET%20III.pdf>.

## **NORWAY –**

Norwegian Shareholders Assoc., Norwegian Institute of Public Accountants, Institutional Investor Forum, Norwegian Financial Services Assoc., Norwegian Society of Financial Analysts, Confederation of Norwegian Business and Industry, Norwegian Assoc. of Private Pension Funds, Oslo Børs, Norwegian Mutual Fund Assoc., *The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance*, (English version), 2004; <http://www.oslobors.no/servlet/BlobServer?blobcol=urlblob&blobheader=application%2Fpdf&blobkey=id&blobtable=Document&blobwhere=1102027592819&1102027592819.pdf>.

## **PAKISTAN –**

Securities and Exchange Commission of Pakistan, *Code of Corporate Governance*, (English version), 2002; [http://www.secp.gov.pk/news/code\\_corporate\(revised\).htm](http://www.secp.gov.pk/news/code_corporate(revised).htm).

Securities and Exchange Commission of Pakistan, *Manual of Corporate Governance*, (English version), 2002; <http://www.secp.gov.pk/dp/pdf/manual-CG.pdf>.

## **PERU –**

Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, *Principos de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas* (English version), 2002; <http://www.secp.gov.pk/dp/pdf/manual-CG.pdf>.

## **POLAND –**

The Polish Corporate Governance Forum, *The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies (The Gdańsk Code)*, 2002; [http://www.pfcg.org.pl/files/download/code\\_final\\_complete.pdf](http://www.pfcg.org.pl/files/download/code_final_complete.pdf).

## **PORTUGAL –**

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM),

*CMVM Regulation No. 11/2003: Corporate Governance*, (English version), 2003;

[http://www.cmvm.pt/english\\_pages/legislacao\\_e\\_publicacoes/regulamentos\\_da\\_cmvm/2003/reg2003\\_11.asp](http://www.cmvm.pt/english_pages/legislacao_e_publicacoes/regulamentos_da_cmvm/2003/reg2003_11.asp).

*Recommendations on Corporate Governance* (English version) 2001;

[http://www.cmvm.pt/english\\_pages/recomendacoes\\_e\\_orientacoes/recomendacoes/soccot/indice\\_soccot.asp](http://www.cmvm.pt/english_pages/recomendacoes_e_orientacoes/recomendacoes/soccot/indice_soccot.asp).

## **RUSSIA –**

The Co-ordination Council for Corporate Governance, *The Russian Code of Corporate Governance*, 2002;  
[http://www.ecgi.org/codes/documents/final\\_code\\_english.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/final_code_english.pdf).

## **SINGAPORE –**

The Council on Corporate Disclosure and Governance (CCDG), *Proposed Revisions to the Code of Corporate Governance*, 2004; [http://www.ccdg.gov.sg/news/media\\_release\\_5.htm](http://www.ccdg.gov.sg/news/media_release_5.htm).

Monetary Authority of Singapore, *Consultation on Guidelines and Regulations*, 2003;  
<http://www.mas.gov.sg/singfinsec/download/CorpGov.pdf>.

## **SOUTH AFRICA –**

Institute of Directors in Southern Africa, *King Report on Corporate Governance for South Africa (King II Report)*, 2002; <http://www.iodsa.co.za/> (Code order form and summary).

## **SOUTH KOREA –**

Committee on Corporate Governance, *Code of Best Practice for Corporate Governance* (English version), 2002; [http://www.ecgi.org/codes/documents/code\\_korea.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/code_korea.pdf).

## **SPAIN –**

Fundación de Estudios Financieros, *Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas* (Spanish only), 2004;  
<http://www.ieaf.es/archivos/PAPELES%202.pdf>.

Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), *Decálogo del Directivo* (Spanish only), 2004;  
[http://www.ieaf.es/archivos/Decalogo\\_del\\_directivo.pdf](http://www.ieaf.es/archivos/Decalogo_del_directivo.pdf).

Special Commission, *To Foster Transparency and Security in The Markets and in Listed Companies (The Aldama Report)* (English version), 2003; [http://www.ecgi.org/codes/documents/informefinal\\_e.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/informefinal_e.pdf).

Special Commission, *Código de Buen Gobierno* (English version), 1998;  
[http://www.ecgi.org/codes/documents/codigo\\_eng.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/codigo_eng.pdf).

## **SWEDEN –**

The Code Group, *Swedish Code of Corporate Governance* (English version), 2004;  
[http://www.ecgi.org/codes/documents/code\\_sweden.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/code_sweden.pdf).

The Swedish Shareholders' Association, *Corporate Governance Policy* (English version), 2001;  
[http://www.ecgi.org/codes/documents/corporate\\_governance\\_policy0201.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/corporate_governance_policy0201.pdf).

## **SWITZERLAND –**

**Swiss Business Federation**, *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance* (English version), 2002;  
<http://www.economiesuisse.ch/d/content.cfm?upid=DD23731B-DCDF-4F99-960C0AE389A96E3C&type=pdf&filetype=pdf>.

**SWX Swiss Exchange**, *Corporate Governance Directive* (English version), 2002;  
[http://www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx\\_guideline\\_20020701-1\\_en.pdf](http://www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20020701-1_en.pdf).

## **THAILAND –**

**The Stock Exchange of Thailand**, *The Principles of Corporate Governance*, 2002;  
<http://www.set.or.th/download/CG15-ENG.pdf>.

## **UNITED KINGDOM –**

**London Stock Exchange**, *Corporate Governance: A Practical Guide*, 2004;  
[http://www.rsmi.co.uk/rrweb/freeloder.nsf/live+freeloder+items+download/Corporate-Governance:-A-Practical-Guide/\\$file/Practical%20guide%20to%20CG%20v5.pdf?openelement](http://www.rsmi.co.uk/rrweb/freeloder.nsf/live+freeloder+items+download/Corporate-Governance:-A-Practical-Guide/$file/Practical%20guide%20to%20CG%20v5.pdf?openelement).

**HM Treasury**, *The Impact of Shareholders' Pre-Emption Rights on a Public Company's Ability to Raise New Capital: An Invitation to Comment from Paul Myners*, 2004-11-19;  
<http://www.hm-treasury.gov.uk/media/843F0/31.pdf>.

**Financial Reporting Council**, *Audit Committees Combined Code Guidance: A Report and Proposed Guidance (Smith Report)*, 2003; <http://www.frc.org.uk/publications/content/ACReport.pdf>

**Financial Services Authority**, *The Combined Code on Corporate Governance*, 2003;  
[http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf).

**Department of Trade and Industry**, *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors (Higgs Report)*, 2003; [http://www.dti.gov.uk/cld/non\\_exec\\_review/pdfs/higgsreport.pdf](http://www.dti.gov.uk/cld/non_exec_review/pdfs/higgsreport.pdf).

**Financial Reporting Council and the London Stock Exchange**, *The Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)*, 1992; <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

## **UNITED STATES –**

**State of Delaware, Division of Corporations**, *Delaware Corporation and Business Entity Laws*, (current),  
<http://www.state.de.us/corp/DElaw.shtml>.

**Council of Institutional Investors**, *Corporate Governance Policies*, 2004;  
[http://www.cii.org/dcwascii/web.nsf/doc/policies\\_index.cm](http://www.cii.org/dcwascii/web.nsf/doc/policies_index.cm).



**New York Society of Securities Analysts**, *Corporate Governance Handbook*, 2004;

[http://www.nyssa.org/Content/ContentGroups/Committee\\_Descriptions/Corporate\\_Governance/Corporate\\_Governance.htm](http://www.nyssa.org/Content/ContentGroups/Committee_Descriptions/Corporate_Governance/Corporate_Governance.htm).

**New York Stock Exchange**, *Final Corporate Governance Listing Standards*, Section 303A: Final Rules,

NYSE, November 2003: 4; [http://www.nyse.com/pdfs/section303A\\_final\\_rules.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/section303A_final_rules.pdf).

**Conference Board**, Commission on Public Trust and Private Enterprise, *Findings and Recommendations*, 2003;

[http://www.conference-board.org/pdf\\_free/SR-03-04.pdf](http://www.conference-board.org/pdf_free/SR-03-04.pdf).

**The Nasdaq Stock Market Inc.**, *Nasdaq Rule 4200*, revised 2003;

<http://a257.g.akamaitech.net/7/257/2422/14mar20010800/edocket.access.gpo.gov/2003/03-6987.htm>.

**Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund**, *TIAA-CREF Policy*

*Statement on Corporate Governance*, 2002; [http://www.tiaa-cref.org/pubs/html/governance\\_policy/](http://www.tiaa-cref.org/pubs/html/governance_policy/).

**Business Roundtable**, *Principles of Corporate Governance*, May 2002;

<http://www.businessroundtable.org/pdf/704.pdf>.

**California Public Employees' Retirement System**, *Global Corporate Governance Principles*,

<http://www.calpers-governance.org/principles/international/global/page01.asp>.

**Securities and Exchange Commission (SEC)**,

*Management's Report on Internal Control over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports*, 2004; <http://www.sec.gov/rules/final/33-8392.htm>.

*Regulation S-K*, 2004, <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/forms/regsk.htm>.

*Standards Relating to Listed Company Audit Committees*, RIN 3235-A175, 2003;

<http://www.sec.gov/rules/final/33-8220.htm>

*Disclosure Required by Sections 406 and 407 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*,

<http://www.sec.gov/rules/final/33-8177.htm>.

*Disclosure Regarding Nominating Committee Functions and Communications Between Security Holders and Boards of Directors*, 2003; <http://www.sec.gov/rules/final/33-8340.htm>.

*Improper Influence on Conduct of Audits*, 2003; <http://www.sec.gov/rules/final/34-47890.htm>.

*Strengthening the Commission's Requirements Regarding Auditor Independence*, 2003;

<http://www.sec.gov/rules/final/33-8183a.htm>.

*Ownership Reports and Trading by Officers, Directors and Principal Security Holders*, 2002;

<http://www.sec.gov/rules/final/34-46421.htm>.

**Federal Register**, *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, [http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=107_cong_reports&docid=f:hr610.107.pdf)

[getdoc.cgi?dbname=107\\_cong\\_reports&docid=f:hr610.107.pdf](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=107_cong_reports&docid=f:hr610.107.pdf)

# Appendix B

---

## Corporate Governance Studies and Research

---

“2003 Global Performance Analysis,” by Governance Metrics International, Research report, September 2003.

“A Modest Proposal for Improved Corporate Governance,” by Martin Lipton and Jay.W. Lorsch,  
*Business Lawyer*, vol. 48, no. 1, November 1992: 59-77.

“Accounting Choice in Troubled Companies,” by H. DeAngelo, Linda DeAngelo, and Douglas J.  
Skinner, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, nos. 1-2, January 1994: 113-143.

“Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value,” by J.J. McConnell and H. Servaes,  
*Journal of Financial Economics*, vol. 27, no. 2, October 1990: 595-612.

“Agency Problems and the Theory of the Firm,” by Eugene F. Fama,  
*Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 2, April 1980: 288-307.

“Agenda of a Shareholder Activist,” by Paul Coombes, *The McKinsey Quarterly*, no. 2, 2004.

“A Note on Audit Committee Independence: Evidence from the NYSE on Gray Area Directors,”  
by David Vicknair, Kent Hickman, and Kay C. Carnes, *Accounting Horizons*, vol. 7, nos. 1, March 1993: 53-57.

“An Empirical Investigation of the Relation between Board of Director Composition and Financial Statement Fraud,”  
by M.S. Beasley, *Accounting Review*, vol. 71, no. 4, October 1996: 443-460.

“A Perspective on Liability Risks to Directors in Light of Current Events,” by E. Norman Veasey, speech  
for the Audit Committee Issues Conference, 19 January 2005.

“Asia’s Governance Challenge,” by Dominic Barton, Paul Coombes, and Simon Chiu-Yin Wong,  
*The McKinsey Quarterly*, no. 2, 2004.

“Assessing the Likelihood of Fraudulent Financial Reporting: A Cascaded Logit Approach,”  
by T.B. Bell, S. Szykowny, and J.J.Willingham, Working Paper, KPMG Peat Marwick, 1991.

“Board Composition and Corporate Fraud,” by Hatice Uzun, Samuel H. Szewczyk, and Raj Varma,  
*Financial Analysts Journal*, May/June 2004: 33-43.

- “Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers,”  
by Anil Shivdasani, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, nos. 1-3, January-July 1993: 167-298.
- “Board of Directors, Ownership Structure and CEO Compensation,” by Robert W. Holthausen and David F. Larcker,  
Unpublished manuscript, Wharton School, University of Pennsylvania, 1993a.
- “Board Meeting Frequency and Firm Performance,” by Nikos Vafeas, *Journal of Financial Economics*,  
vol. 53, no. 1, July 1999: 113-142.
- “Corporate Governance and Equity Prices,” by Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, and Andrew Metrick,  
published in *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), February 2003: 107-155.
- “Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective,”  
by Stuart L. Gillan and Laura T. Starks, University of Delaware John L. Weinberg Center for  
Corporate Governance, Working Paper Series, 2003.
- “Corporate Governance in Emerging Markets,” by Amar Gill, CLSA Emerging Markets, *CG Watch*,  
Research report, February 2002.
- “Corporate Governance Practices of the Fortune 100 Publicly Listed Companies,”  
by Shearman & Sterling LLP, Working Paper, 15 June 2004.
- “Corporate Governance Study: The Correlation Between Corporate Governance and Company Performance,”  
by Lawrence D. Brown and Marcus L. Caylor, Research report commissioned by Institutional  
Shareholder Services, 2004.
- “Does Corporate Governance Affect Firms’ Market Values? Evidence from Korea,” by Bernard S. Black,  
Hasung Jang, and Woochan Kim, U of Texas Law and Economics Research Paper No. 26, July 2003.
- “Ein Corporate Governance Rating für deutsche Publikumsgesellschaften,”  
by Wolfgang Drobetz, Andreas Schillhofer, and Heinz Zimmerman, Research report, April 2003.
- “Firm Performance and Board Committee Structure,” by April Klein, *Journal of Law and Economics*, vol. 41, no. 1,  
April 1998: 275-303.
- “Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms,”  
by M.S. Beasley, Joseph V. Carcello, Dan R. Hermanson, and Paul D. Lapide,  
*Accounting Horizons*, vol. 14, no. 4, December 2000: 441-454.

- “GMI Governance and Performance Analysis: March 2004,” by Governance Metrics International, Research report, March 2004.
- “GMI Ratings” What’s Happened Since?” by Governance Metrics International, Research report, 25 October 2004.
- “Good Corporate Governance Pays Off! Well-Governed Companies Perform Better on the Stock Market,” by Rob Bauer and Nadja Guenster, Research report, April 2003.
- “Good Corporate Governance Works: More Evidence from CalPERS,” by Mark Anson, Ted White, and Ho Ho, *Journal of Asset Management*, February 2004: 149-156.
- “Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance,” by Rita D. Kosnick, *Administrative Science Quarterly*, vol. 32, no. 2, June 1987: 163-185.
- “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors,” by David Yermack, *Journal of Financial Economics*, vol. 40, no. 2, February 1996: 185-211.
- “Incentives vs. Control: An Analysis of U.S. Dual-Class Companies,” by Paul A. Gompers, Joy Ishii, and Andrew Metrick, December 2003.
- “Informations fournies en matière de corporate governance par les sociétés belges cotées au premier marché d’Euronext Brussels - capita selecta,” by Commission Bancaire, Financière et des Assurances, Working paper, December 2004.
- “Internal Control over Financial Reporting: An Investor Resource,” by Deloitte & Touche LLP, Ernst & Young LLP, KMPG LLP, and Pricewaterhouse Coopers LLP, Working paper, December 2004.
- “Is Shareholder Wealth Maximization Immoral?” by John Dobson, *Financial Analysts Journal*, September-October 1999: pages 69-75.
- “Large Shareholders and Corporate Control,” by A. Shleifer and R. Vishny, *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 3, June 1986: 461-488.
- “Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Anti-Takeover Charter Amendments,” by A. Agrawal and G. Mandelker, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, no. 2, June 1990: 143-162.
- “Organizational Structure and Financial Performance,” by Robert W. Holthausen and David F. Larcker, Unpublished manuscript, Wharton School, University of Pennsylvania, 1993b.

- “Outside Directors and CEO Turnover,” by M.S.Weisbach, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, nos.1-2, January-March 1988: 431-460.
- “Outside Directors and the Adoption of Poison Pills,” by James A. Brickley, Jeffrey L. Coles, and Roy L. Terry, *Journal of Financial Economics*, vol. 35, no. 3, June 1994: 371-390.
- “Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth,” by Stuart Rosenstein and Jeffrey G. Wyatt, *Journal of Financial Economics*, vo. 26, no. 2, August 1990: 175-192.
- “Perspectives on Internal Control Reporting: An Resource for Financial Market Participants,”  
by Deloitte & Touche LLP, Ernst & Young LLP, KMPG LLP, and Pricewaterhouse Coopers LLP,  
Working paper, December 2004.
- “Separation of Ownership and Control,” by Eugene F. Fama and Michael C. Jensen,  
*Journal of Law and Economics*, vol. 26, June 1983: 301-325.
- “Some Thoughts for Board of Directors in 2005,” by Martin Lipton, Working Paper, Wachtell,  
Lipton, Rosen & Katz, Working paper, 7 January 2005.
- “Splitting Chairs: Should CEOs Give Up the Chairman’s Role?” by Robert F. Felton,”  
*The McKinsey Quarterly*, no. 4, 2004.
- “The Case for Shareholder Access to the Ballot,” by Lucian Bebchuk, 59 *The Business Lawyer*, 43-66, 2004.
- “The Costs of Entrenched Boards,” by Lucian Bebchuk and Alma Cohen, Harvard Olin Discussion Paper  
No. 478, 2004. (Also see this article in the *Journal of Financial Economics*.)
- “The Determinants of Board Composition,” by Benjamin E. Hermalin and Michael S.Weisbach,  
*Rand Journal of Economics*, vol. 19, no. 4, Winter 1988: 589-606.
- “The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Additional Evidence,” by K.C. Han and David Y. Suk,  
*Review of Financial Economics*, vol. 7, no. 2, 1998: 143-155.
- “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems,”  
by M.C. Jensen, *Journal of Finance*, vo. 34, no. 2, July 1993: 757-802.
- “The New Federalism of the American Corporate Governance System: Preliminary Reflections of Two Residents  
of One Small State,” by William B. Chandler III and Leo E. Strine, Jr., New York Center for Law and  
Business, 26 February 2002: Working Paper No. CLB 03-01.

“The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy,” by Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates IV, & Guhan Subramanian, *Stanford Law Review*, 2002: Number 54, Issue 5, 887-952.

“The Shareholder Wealth Effects of CalPERS’ Focus List,” by Mark Anson, Ted White, and Ho Ho, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, No. 3 (Winter 2003), 8-17.

“What Matters in Corporate Governance,” by Lucian Bebchuk, Alma Cohen, and Allen Ferrell, Discussion paper of The John M. Olin Center’s Program on Corporate Governance, Harvard University, no. 491, November 2004.

“What We Must Do to Restore Owners Capitalism,” by John C. Bogle, Speech to the Directors’ Summit of the State of Wisconsin Investment Board, 1 October 2003.

“Why Ethics Codes Don’t Work,” by John Dobson, *Financial Analysts Journal*, November-December 2003: pages 29-34.

# Appendix C

**CFA Centre for Financial Market Integrity** [www.cfacentre.org](http://www.cfacentre.org)

## **CORPORATE GOVERNANCE MANUAL STAFF**

**Kurt Schacht, CFA**

Executive Director

CFA Centre for Financial Market Integrity

**Rebecca McEnally, CFA**

Director

Capital Markets Policy Group

CFA Centre for Financial Market Integrity

**James C. Allen, CFA**

Corporate Governance Project Manager

Senior Policy Analyst

Capital Markets Policy Group

CFA Centre for Financial Market Integrity

**Linda Rittenhouse, Esq.**

Senior Policy Analyst

Capital Markets Policy Group

CFA Centre for Financial Market Integrity

## **GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE TASK FORCE AND SUBCOMMITTEES**

**R. Charles Tschampion, CFA, Chair**

Managing Director

General Motors Investment Management Corp.

New York, NY, USA

**DeWitt Bowman, CFA**

Principal

Pension Investment Consulting

Mill Valley, CA, USA

**Hiroshi Amemiya, CFA**

Cambridge, MA, USA

**Peter Brennan, CFA**

Managing Member

MidCap Investors, LLC

New York, NY, USA

**John F. Kennedy School of Government**

Harvard University

Cambridge, MA, USA

**John Broussard, CFA**

Associate Professor of Finance

Rutgers University

Camden, NJ, USA

**Mark Anson, CFA**

Chief Investment Officer

California Public Employees' Retirement System

(CalPERS)

Sacramento, CA, USA

**Alicia Bryan, CFA**

CapTrust Financial Advisors

Tampa, FL, USA

**Chenchuramaiah T. Bathala, CFA**

Professor of Finance  
Cleveland State University  
Cleveland, OH, USA

**Charles “Skip” Berents, CFA**

Chief Investment Officer  
North American Management, Corp.  
Boston, MA, USA

**Nancy Hoi Bertrand, CFA**

Shearman & Sterling LLP  
Toronto, ON, Canada

**Yung-Cheun (Joey) Chan, CFA**

Deputy General Manager  
China Resources (Holding) Co. Ltd.  
Hong Kong

**John Chapman, CFA**

New York, NY, USA

**Christian Dreyer, CFA**

Schoenenbuch, Switzerland

**Ru Huey Fung, CFA**

Sector Head  
Bursa Malaysia  
Kuala Lumpur, Malaysia

**Dwight W. Galda**

Scottsdale, AZ, USA

**Fabio Galli**

Secretary General  
Assogestioni  
Milan, Italy

**Helmut Henschel**

Dusseldorf, Germany

**Bill Krantz, CFA**

Principal  
Boston Partners Asset Management  
Los Angeles, CA, USA

**Richard Mak, CFA**

Vice President  
JP Morgan Private Bank  
Hong Kong

**Michael McCauley**

Director  
Office of Corporate Governance  
and Investment Communications  
State Board of Administration (SBA) of Florida  
Tallahassee, FL, USA

**George Mellman, CFA**

Institutional Investment Consultant  
Fidelity Investments  
Boston, MA, USA

**Raymond F. Orr, CFA**

Stanley Financial Services  
Woolloomooloo, NSW, Australia

**Ian Pitfield**

Corporate Governance Director  
UBS Global Asset Management  
London, United Kingdom

**Eric Ridgley, CFA**

Senior Vice President  
Sonnenblick - Del Rio  
Brentwood, CA, USA



**John Rogers**

CEO

UK Society of Investment Professionals (UKSIP)

London, United Kingdom

**David Schulte, CFA**

Managing Director

Tortoise Capital Advisors

Overland Park, KS, USA

**Prakash Shimpi, CFA**

Practice Leader

Enterprise Risk Management

Towers Perrin

New York, NY, USA

**Mohammad Shoaib, CFA**

Chief Executive

Al Meezan Investment Management Ltd.

Karachi, Pakistan

**Bruce Tomlinson, CFA**

Senior Fund Manager

AMP Capital Investors

Sydney, Australia

**Gerald Yip, CFA**

Executive Director

Auston Ventures Pty Ltd

Singapore/Melbourne, Australia

# Appendix D

## รายชื่อคณะทำงานที่แปลและเรียบเรียงคู่มือฉบับนี้

ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนและงานผู้ลงทุนสัมพันธ์  
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Pitchayanun Watchara-Arpa  
สมาคม ซีเอฟเอ ไทยแลนด์ (CFA Society of Thailand)

พิชญนันท์ วัชรอาภา

### กรรวมการ

Andrew Stotz, CFA

Chanitr Charnchainarong, CFA

George Morgan, CFA

Jiroj Buranasiri, CFA

Pisit Jeungpraditphan, CFA

Prasit Boondoungprasert, CFA

Siriporn Suwannagarn, CFA

Supachai Wongvorazathe, CFA

Suthisak Vageepiyanantanon, CFA

ชนิตร์ ชาญชัยณรงค์, CFA

จิโรจน์ บุรณศิริ, CFA

พิสิต จึงประดิษฐ์ภักดิ์, CFA

ประสิทธิ์ บุญดวงประเสริฐ, CFA

ศิริพร สุวรรณการ, CFA

ศุภชัย วงศ์วรเศรษฐ์, CFA

สุทธิศักดิ์ วชิรปัญญาพานนท์, CFA

### สมาชิก

Archari Suppiroj, CFA

Jeerisuda Iamsakul, CFA

Dr. Piman Limpaphayom, CFA

Dr. Soraphol Tulayasathien, CFA

Wachiraya Permbhusri, CFA

Yingyong Chiaravutthi, CFA

อาจารย์ ศุภพิโรจน์, CFA

จิรัฐดา เขียมสกุล, CFA

ดร. พิमान ลิ้มปพยอม, CFA

ดร. ศรพล ตูลยะเสถียร, CFA

วชิรญา เพิ่มภูศรี, CFA

Yingyong เขียววุฒิ , CFA