

ผู้ถือหุ้นและกรรมการ: โครงสร้างอำนาจและหน้าที่ใน กฎหมายองค์การธุรกิจเปรียบเทียบ

โดย เอกสยาม ชัยศรี ที่ปรึกษากฎหมาย
บริษัท เอกสยาม แอนด์ पार्टเนอร์ส จำกัด

เนื้อหานี้เป็นข้อมูลกฎหมายทั่วไป ไม่ใช่ความเห็นทางกฎหมายเฉพาะกรณี การพิจารณาแต่ละเรื่องต้องอาศัยข้อเท็จจริง และ พยานหลักฐาน ของ เรื่อง นั้น ฉบับ ออนไลน์ ที่ ปรับปรุง ล่าสุด อยู่ ที่ <https://eksiamlegal.com/articles/shareholders-directors.html>

บทนำ: ปัญหาตัวแทนในองค์การธุรกิจ

การมอบอำนาจบริหารจัดการบริษัทให้แก่กรรมการผู้เชี่ยวชาญเป็นคุณลักษณะสากลที่ Armour, Hansmann และ Kraakman กำหนดให้เป็นหนึ่งในห้าคุณลักษณะพื้นฐานของบริษัท ข้อดีของการมอบอำนาจนี้คือประสิทธิภาพและความเชี่ยวชาญ แต่ผลพลอยได้คือ "ปัญหาตัวแทน" (agency problem) กล่าวคือความเสี่ยงที่กรรมการจะกระทำเพื่อประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าประโยชน์ของผู้ถือหุ้น¹

Andreas Cahn และ David C. Donald นักวิชาการด้านกฎหมายองค์การธุรกิจเปรียบเทียบ อธิบายว่า การมอบอำนาจบริหารก่อให้เกิด "ต้นทุนตัวแทน" (agency costs) ซึ่ง Jensen และ Meckling นักเศรษฐศาสตร์การเงิน ได้วิเคราะห์ไว้ว่าประกอบด้วยสี่ส่วน ได้แก่ (1) ต้นทุนในการออกแบบสัญญา (2) ต้นทุนการกำกับดูแลกรรมการ (3) ต้นทุนที่กรรมการใช้ในการพิสูจน์ความซื่อสัตย์ และ (4) ต้นทุนสูญเสียจากความไม่สมบูรณ์แบบของกรรมการ²



กฎหมายองค์กรธุรกิจมีบทบาทสำคัญในการลดต้นทุนตัวแทนผ่านสองแนวทางหลัก แนวทางแรกคือการกำหนดหน้าที่และมาตรฐานพฤติกรรม (duties and standards) สำหรับกรรมการ แนวทางที่สองคือการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นในการตรวจสอบและควบคุมกรรมการ Chander Velu แห่ง Cambridge Judge Business School เสริมว่า กลไกการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพช่วยลดความเสี่ยงด้านพฤติกรรม (conduct risk) ซึ่งเป็นแหล่งที่มาสำคัญของวิกฤตองค์กรในโลกสมัยใหม่³

ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ไทย (ป.พ.พ.) บรรพ 3 ลักษณะ 22 มาตรา 1144-1170 วางกรอบความสัมพันธ์ ระหว่าง กรรมการ และ บริษัท ไว้อย่าง ครบถ้วน บทความ นี้ จะ วิเคราะห์ กรอบ ดังกล่าว ใน บริบท เปรียบเทียบกับระบบกฎหมายเยอรมัน สหราชอาณาจักร และสหรัฐอเมริกา⁴

II. โครงสร้างคณะกรรมการ: สองแบบที่โดดเด่น

จุดแตกต่างที่สำคัญที่สุดระหว่าง ระบบ กฎหมาย ทั้ง สาม ใน เรื่อง การกำกับดูแลกิจการ คือ โครงสร้าง คณะ กรรมการ โดยระบบเยอรมันใช้โครงสร้างสองชั้น (two-tier board) ในขณะที่สหราชอาณาจักร และ สหรัฐอเมริกาใช้โครงสร้างชั้นเดียว (one-tier board)

1. เยอรมัน: โครงสร้างสองชั้น (Vorstand + Aufsichtsrat)

AktG กำหนดโครงสร้าง คณะกรรมการ ภาคบังคับ สองชั้น ได้แก่ Vorstand (คณะกรรมการ บริหาร) ซึ่งทำหน้าที่บริหารจัดการและเป็นตัวแทนบริษัทภายนอก และ Aufsichtsrat (คณะกรรมการกำกับดูแล) ซึ่งทำหน้าที่แต่งตั้ง กำกับ และถอดถอนสมาชิก Vorstand รวมถึงให้ความเห็นชอบในการตัดสินใจสำคัญ⁵

ลักษณะพิเศษของ Aufsichtsrat คือการมีส่วนร่วมของพนักงาน (Mitbestimmung หรือ co-determination) ซึ่งกำหนดโดย MitbestG (Codetermination Act) ว่าในบริษัทที่มีพนักงานเกิน 2,000 คน พนักงานมีสิทธิเลือกตั้งตัวแทนได้ถึงครึ่งหนึ่งของ Aufsichtsrat แนวคิดนี้สะท้อนปรัชญาของระบบกฎหมายเยอรมันที่มองว่าบริษัทมีหน้าที่ต่อผู้มีส่วนได้เสียหลายฝ่าย (Unternehmensinteresse) ไม่ใช่เพียงผู้ถือหุ้น⁶

นับตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2559 AktG กำหนดด้วยว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และอยู่ภายใต้กฎการมีส่วนร่วมของพนักงานต้องมีกรรมการหญิงในสัดส่วนไม่น้อยกว่าร้อยละ 30 ของ Aufsichtsrat ซึ่งแสดงให้เห็นถึงพัฒนาการของกฎหมายเยอรมันในการสะท้อนค่านิยมสังคม⁷



2. สหราชอาณาจักร: โครงสร้างชั้นเดียว (Unitary Board)

CA 2006 กำหนดให้มีคณะกรรมการชั้นเดียวซึ่งรวมทั้งกรรมการบริหาร (executive directors) และ กรรมการอิสระ (non-executive directors) ไว้ใน คณะ เดียวกัน คณะกรรมการ นี้มี อำนาจบริหาร จัดการ บริษัทเต็มรูปแบบ ขณะที่กรรมการอิสระทำหน้าที่กำกับดูแลภายใน ความยืดหยุ่นนี้ทำให้ CA 2006 กำหนด เพียง model articles เป็น พื้นฐาน ส่วน รายละเอียด การกำกับ ดูแล กำหนด ได้ ตามอธยาศัย ใน ข้อบังคับ บริษัท⁸

CA 2006 มาตรา 170-177 ประมวลหน้าที่กรรมการไว้อย่างละเอียดที่สุดในบรรดาสมาชิก โดยกำหนด หน้าที่เจ็ดประการ ได้แก่ หน้าที่กระทำตามอำนาจที่ได้รับมอบหมายโดยชอบ หน้าที่ส่งเสริมความสำเร็จของ บริษัท หน้าที่ใช้วิจารณ์ญาณอิสระ หน้าที่ใช้ความเอาใจใส่ทักษะและความพยายาม หน้าที่หลีกเลี่ยงความ ขัดแย้งทางผลประโยชน์ หน้าที่ไม่รับผลประโยชน์จากบุคคลภายนอก และหน้าที่เปิดเผยผลประโยชน์ใน ธุรกิจของบริษัท⁹

3. สหรัฐอเมริกา: คณะกรรมการภายใต้ DGCL

DGCL มาตรา 141(ก) กำหนดว่า บริษัทจะ ถูก บริหารจัดการ "by or under" the board of directors ซึ่ง หมายความว่า คณะกรรมการสามารถมอบ อำนาจบริหาร ให้ฝ่ายจัดการได้โดยไม่ต้องบริหารโดยตรง คณะ กรรมการอเมริกันโดยทั่วไปมีโครงสร้างชั้นเดียวเช่นเดียวกับสหราชอาณาจักร แต่แตกต่างกันตรงที่บทบาท ของ "business judgment rule" ซึ่งจะกล่าวถึงต่อไป¹⁰

Cahn และ Donald ชี้ว่าความแตกต่างระหว่างโครงสร้างสองชั้นและชั้นเดียวมีนัยสำคัญต่อประสิทธิภาพ การกำกับดูแล ระบบสองชั้นมีแนวโน้มกำกับดูแลได้เข้มแข็งกว่าเพราะแยกหน้าที่บริหารและกำกับดูแลออกจากกัน แต่ก็อาจลดประสิทธิภาพการตัดสินใจเพราะต้องผ่านสองชั้น ในขณะที่ระบบชั้นเดียวยืดหยุ่นกว่า แต่การกำกับดูแลภายในต้องพึ่งพากรรมการอิสระมากกว่า¹¹

4. ไทย: คณะกรรมการภายใต้ ป.พ.พ.

ป.พ.พ. มาตรา 1144 กำหนดว่า "บรรดาบริษัทจำกัด ให้มีกรรมการคนหนึ่งหรือหลายคนด้วยกันจัดการตาม ข้อบังคับของบริษัท และอยู่ในความครอบงำของที่ประชุมใหญ่แห่งผู้ถือหุ้นทั้งปวง" หลักการนี้สอดคล้องกับ ระบบชั้นเดียวของ Common Law ในแง่ที่ผู้ถือหุ้นมีอำนาจสูงสุดผ่านที่ประชุมใหญ่¹²



มาตรา 1151 บัญญัติว่า "อันผู้เป็นกรรมการนั้น เฉพาะแต่ที่ประชุมใหญ่เท่านั้นอาจจะตั้งหรือถอนได้" แสดงให้เห็นว่า ป.พ.พ. วางหลักอำนาจสูงสุดของที่ประชุมใหญ่อย่างชัดเจน ซึ่งเป็นหลักการที่ CA 2006 รับรองเช่นกันตามมาตรา 168 ว่าด้วยการถอดถอนกรรมการโดยมติธรรมดาของที่ประชุมใหญ่¹³

ลักษณะ	เยอรมนี (AktG)	สหราชอาณาจักร (CA 2006)	สหรัฐอเมริกา (DGCL)	ไทย (ป.พ.พ.)
โครงสร้างคณะกรรมการ	สองชั้น (Vorstand + Aufsichtsrat)	ชั้นเดียว (Unitary Board)	ชั้นเดียว (Board of Directors)	ชั้นเดียว (คณะกรรมการ)
การมีส่วนร่วมพนักงาน	บังคับ (Mitbestimmung)	ไม่บังคับ	ไม่บังคับ	ไม่มีกำหนด
อำนาจแต่งตั้ง/ถอดถอนกรรมการ	Aufsichtsrat แต่งตั้ง Vorstand; ผู้ถือหุ้นเลือก Aufsichtsrat	ที่ประชุมใหญ่ (s. 168)	ที่ประชุมใหญ่ (§ 141)	ที่ประชุมใหญ่ (ม. 1151)
หน้าที่กรรมการ	Treupflicht + Sorgfaltspflicht (§ 93 AktG)	ประมวลหน้าที่ 7 ประการ (ss. 170-177)	Duty of care + loyalty (Model Act § 8.30)	ม. 1168 ป.พ.พ.

III. หน้าที่กรรมการ: ความดูแลและความซื่อสัตย์

ในทุกระบบกฎหมาย กรรมการมีฐานะเป็น fiduciary กล่าวคือผู้รับมอบหมายจัดการทรัพย์สินของผู้อื่น (ผู้ถือหุ้น) ด้วยการใช้ดุลยพินิจโดยอิสระ ดังนั้นกรรมการจึงต้องอยู่ภายใต้มาตรฐานพฤติกรรมสองประการหลัก คือ ความดูแลและมัดระวัง (duty of care) และความซื่อสัตย์ (duty of loyalty)¹⁴

มาตรฐานที่ 1

หน้าที่ดูแลและมัดระวัง

Duty of Care / Sorgfaltspflicht

มาตรฐานที่ 2

หน้าที่ซื่อสัตย์ต่อบริษัท

Duty of Loyalty / Treupflicht



กลไกป้องกัน

หลักดุลยพินิจทางธุรกิจ

Business Judgment Rule

การบังคับใช้

สิทธิฟ้องร้องของผู้ถือหุ้น

Shareholder Derivative Suit

1. หน้าที่ดูแลและมัดระวัง

หน้าที่ดูแลและมัดระวัง (duty of care) ในระบบเยอรมันอยู่ในมาตรา 93(1) AktG ซึ่งกำหนดว่ากรรมการต้อง "ใช้ความใส่ใจของผู้บริหารธุรกิจที่มีความรู้และความระมัดระวัง" (die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters) มาตรฐานนี้ใช้ทดสอบว่ากรรมการกระทำอย่าง "ผู้บริหารธุรกิจที่ดี" หรือไม่¹⁵

CA 2006 มาตรา 174 กำหนดมาตรฐานว่ากรรมการต้องปฏิบัติหน้าที่ด้วย "ความใส่ใจ ทักษะ และความพยายามที่สมเหตุสมผล" โดยทดสอบจากสององค์ประกอบรวมกัน คือ (i) มาตรฐานของบุคคลในฐานะที่กรรมการพึงมี และ (ii) มาตรฐานของความรู้และประสบการณ์จริงที่กรรมการคนนั้นมี¹⁶

Model Act (สหรัฐฯ) มาตรา 8.30 กำหนดว่ากรรมการต้อง "believe to be in the best interests of the corporation" โดยมีหลัก business judgment rule เป็นกลไกคุ้มกัน กล่าวคือศาลจะไม่ตรวจสอบสาระของการตัดสินใจเชิงธุรกิจหากกรรมการไม่มีส่วนได้เสีย ใช้กระบวนการที่เหมาะสม และตัดสินใจอย่างมีข้อมูล¹⁷

ป.พ.พ. มาตรา 1168 กำหนดมาตรฐานว่า "กรรมการต้องใช้ความเอื้อเพื่อ สอดส่อง อย่าง บุคคล ค้าขาย ผู้ประกอบด้วย ความระมัดระวัง" มาตรฐาน นี้ คล้าย กับ Sorgfaltspflicht ของ เยอรมัน ในแง่ ที่ ทดสอบ กับ "บุคคลที่สมเหตุสมผลในฐานะที่" มากกว่าการทดสอบแบบ subjective¹⁸

2. หน้าที่ซื่อสัตย์และหลีกเลี่ยงความขัดแย้งทางผลประโยชน์

Cahn และ Donald อธิบายว่าหน้าที่ซื่อสัตย์ (duty of loyalty) เกิดขึ้นเมื่อกรรมการมีผลประโยชน์ส่วนตัวในธุรกรรมของบริษัท ในระบบเยอรมัน AktG มาตรา 88 ห้ามกรรมการ Vorstand ประกอบธุรกิจแข่งขันกับ บริษัท และมาตรา 112 กำหนดให้ Aufsichtsrat เป็นตัวแทนบริษัทในการทำสัญญา กับ สมาชิก Vorstand เพื่อป้องกันการเอาเปรียบตนเอง¹⁹



CA 2006 มาตรา 175 กำหนดหน้าที่ "avoid a situation in which he has, or can have, a direct or indirect interest that conflicts, or possibly may conflict, with the interests of the company" หน้าที่นี้มีลักษณะกว้างขวางกว่าระบบอื่น โดยครอบคลุมแม้แต่การใช้โอกาสของบริษัทเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว²⁰

ในระบบ สหรัฐา DGCL มาตรา 144 กำหนดว่า ธุรกรรม ที่กรรมการ มี ผลประโยชน์ จะ ไม่ เป็น โฆษะ โดย อัตโนมัติ หากผ่านกระบวนการอนุมัติโดยกรรมการไม่มีส่วนได้เสียหรือผู้ถือหุ้น ซึ่งสะท้อนแนวทางปฏิบัติ นิยมที่มุ่งให้ธุรกิจดำเนินได้อย่างคล่องตัวมากกว่าการห้ามอย่างเด็ดขาด²¹

ป.พ.พ. มาตรา 1168 วรรคสาม กำหนดห้ามมิให้กรรมการ "ประกอบการค้าขายใด ๆ อันมีสภาพเป็นอย่าง เดียวกัน และเป็นการแข่งขันกับการค้าขายของบริษัทนั้น...โดยมิได้รับความยินยอมของที่ประชุมใหญ่ของผู้ ถือหุ้น" ซึ่งสอดคล้องกับ AktG มาตรา 88 และหลักการห้ามใช้โอกาสของบริษัท (corporate opportunity doctrine) ในระบบ Common Law²²

"ฝ่ายตัวแทน (grantees of discretion) จะละเมิดหน้าที่ความซื่อสัตย์เมื่อใดก็ตามที่ทำให้บริษัทตัดสินใจในทางที่ เป็นประโยชน์ต่อตนเองแต่ก่อความเสียหายแก่บริษัท มาตรฐานนี้เปิดให้กรรมการบริหารงานอย่างอิสระจนกว่า จะกระทำการที่ไม่ซื่อสัตย์": Cahn and Donald

IV. สิทธิผู้ถือหุ้น: ระหว่าง "เสียง" และ "การออก"

Cahn และ Donald อธิบายกรอบทฤษฎีของ Albert O. Hirschman นักเศรษฐศาสตร์การเมือง แห่งสถาบัน Institute for Advanced Study เมือง Princeton ที่แบ่งวิธีที่ผู้ถือหุ้นตอบสนองต่อการบริหารที่ไม่ดีออกเป็น สองทาง คือ "เสียง" (voice) คือการใช้สิทธิออกเสียงหรือฟ้องร้องเพื่อเปลี่ยนแปลง และ "การออก" (exit) คือ การขายหุ้น²³

Exit ส่งผลต่อการบริหารผ่านราคาหุ้นและต้นทุนการระดมทุน แต่สัญญาณที่ส่งออกไปมีความหมายกว้าง เกินไป: ผู้ขายอาจต้องการเงินสดหรืออาจไม่พอใจการบริหาร: และไม่รับประกันว่าเจ้าของใหม่จะแก้ปัญหา Voice จึงมีความสำคัญในเชิงระบบ แต่มีต้นทุนสูงกว่า²⁴



1. สิทธิออกเสียง

ในทุกระบบ หุ้นสามัญอย่างน้อยหนึ่งประเภทต้องมีสิทธิออกเสียง และสิทธินี้ต้องกระจายเท่าเทียมในหุ้นประเภทเดียวกัน AktG มาตรา 133 กำหนดว่ามติที่ประชุมใหญ่ให้ใช้เสียงข้างมากของคะแนนที่ออก CA 2006 มาตรา 282 กำหนดมติธรรมดา (ordinary resolution) และมาตรา 283 กำหนดมติพิเศษ (special resolution) ซึ่งต้องได้คะแนนไม่น้อยกว่าร้อยละ 75²⁵

สิทธิออกเสียงในระบบเยอรมันถือเป็น "องค์ประกอบสำคัญของสมาชิกภาพ" (constituent element of membership) และไม่สามารถแยกออกจากหุ้นได้ ขณะที่ Delaware อนุญาตให้ขายสิทธิออกเสียงได้ภายในขอบเขตของหน้าที่ fiduciary ซึ่งสะท้อนความแตกต่างทางปรัชญาระหว่างการมองสิทธิออกเสียงในเชิงทรัพย์สิน (asset) กับในเชิงสมาชิกภาพ (membership)²⁶

2. สิทธิเรียกร้องข้อมูลและสิทธิฟ้องร้อง

CA 2006 มาตรา 303 กำหนดให้ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 ของสิทธิออกเสียงสามารถเรียกประชุมวิสามัญได้ ซึ่งเปรียบได้กับ ป.พ.พ. มาตรา 1173 ที่กำหนดว่าผู้ถือหุ้นที่มีหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าหนึ่งในห้าของจำนวนหุ้นทั้งหมดสามารถร้องขอให้เรียกประชุมวิสามัญได้²⁷

สิทธิฟ้องร้องแทนบริษัท (derivative suit หรือ Aktionärsklage) เป็นกลไกสำคัญในทุกระบบ ป.พ.พ. มาตรา 1169 กำหนดว่า "ถ้ากรรมการทำให้เกิดเสียหายแก่บริษัท บริษัทจะฟ้องร้องเรียกเอาสินไหมทดแทนแก่กรรมการก็ได้ หรือในกรณีที่บริษัทไม่ยอมฟ้องร้อง ผู้ถือหุ้นคนหนึ่งคนใดจะเอาคดีนั้นขึ้นมาก็ได้" สิทธินี้เทียบได้กับ derivative action ใน Common Law²⁸

อีกทั้ง ป.พ.พ. มาตรา 1169 วรรคสอง ยังให้สิทธิเจ้าหน้าที่ของบริษัทฟ้องร้องกรรมการได้ด้วย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีของ John Armour นักวิชาการด้านกฎหมาย บริษัทแห่ง Oxford University ที่ชี้ว่าการมอบสิทธิฟ้องร้องแก่เจ้าหน้าที่เป็นกลไกคุ้มครองผู้ให้สินเชื่อที่สำคัญ โดยเฉพาะเมื่อบริษัทอยู่ในสภาวะใกล้ล้มละลาย²⁹

V. การจัดแนวผลประโยชน์ระหว่างกรรมการและผู้ถือหุ้น

นอกจากการควบคุมผ่านกฎหมาย ระบบการกำกับดูแลกิจการทั้งสามยังใช้กลไกจูงใจในการลดต้นทุนตัวแทน กฎหมายเยอรมันแก้ไข AktG ในปี 1998 เพื่อเอื้อให้ใช้หุ้นและสิทธิซื้อหุ้น (stock options) เป็นส่วนหนึ่งของค่าตอบแทนผูกโยงกับผลการดำเนินงาน และแก้ไขอีกครั้งในปี 2005 เพื่อกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยค่าตอบแทนกรรมการต่อตลาดทุน³⁰



Velu วิเคราะห์ว่าโครงสร้างค่าตอบแทนกรรมการมีผลโดยตรงต่อรูปแบบธุรกิจที่กรรมการเลือกสนับสนุน หากค่าตอบแทนผูกกับผลระยะสั้น กรรมการอาจเลือกละเลยการลงทุนเพื่ออนาคตในระยะยาว ซึ่งนำไปสู่ความเสี่ยงด้านพฤติกรรม (conduct risk) ที่ Meeks และ Velu วิเคราะห์พบในกรณี Lehman Brothers³¹

ป.พ.พ. มาตรา 1150 กำหนดว่า "ผู้เป็นกรรมการจะพึงมีจำนวนไม่น้อยเท่าใด และจะพึงได้บำเหน็จเท่าใด ให้สุดแล้วแต่ที่ประชุมใหญ่จะกำหนด" บทบัญญัตินี้มอบอำนาจการกำหนดค่าตอบแทนให้แก่ที่ประชุมใหญ่ ซึ่งเป็นกลไกการตรวจสอบที่สำคัญ แต่ในบริบทไทยที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักมีอำนาจควบคุม กลไกนี้อาจไม่มีประสิทธิภาพเท่าระบบที่มีกรรมการอิสระจำนวนมาก³²

VI. ป.พ.พ. กับมาตรฐานสากล: การวิเคราะห์เชิงเปรียบเทียบ

เมื่อเปรียบเทียบ ป.พ.พ. กับระบบสากล พบว่ามีจุดบรรจบสำคัญในสาระ แต่มีความแตกต่างใน กระบวนการและโครงสร้าง

ประการแรก ป.พ.พ. มาตรา 1168 รับรองทั้งหน้าที่ดูแลและมัดระวัง ("ใช้ความเอื้อเพื่อสอดส่องอย่างบุคคล ค้าขายผู้ประกอบด้วยความระมัดระวัง") และหน้าที่ซื่อสัตย์ (ห้ามแข่งขันกับบริษัทโดยไม่ได้รับอนุมัติ) ซึ่ง สอดคล้องกับสาระของทุกระบบ³³

ประการที่สอง ป.พ.พ. ไม่มีหลัก business judgment rule อย่างชัดเจน (หลักนี้มีบัญญัติแล้วเฉพาะบริษัทที่ ออกหลักทรัพย์ ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 89/8 วรรคสอง ซึ่ง เพิ่มโดยฉบับที่ 4 พ.ศ. 2551) สำหรับ บริษัทจำกัดทั่วไป จึงหมายความว่าศาลไทยอาจมีดุลพินิจในการ ตรวจสอบสาระของการตัดสินใจทางธุรกิจของกรรมการกว้างกว่าระบบ Common Law ซึ่งอาจสร้างความ เสี่ยงทางกฎหมายสำหรับกรรมการที่ต้องการตัดสินใจเชิงรุก³⁴

ประการที่สาม ป.พ.พ. ไม่มีบทบัญญัติเรื่อง co-determination หรือการมีส่วนร่วมของพนักงานใน คณะ กรรมการ ซึ่งแตกต่างจาก ระบบเยอรมัน ที่ให้น้ำหนักกับ "Unternehmensinteresse" (ผลประโยชน์ของ องค์กรในวงกว้าง) อย่างไรก็ตาม ป.พ.พ. มาตรา 1168 กำหนดให้กรรมการใช้ความระมัดระวังในการ ประกอบกิจการของบริษัท และมาตรา 1169 วรรคสอง เปิดให้เจ้าหน้าที่ของบริษัทใช้สิทธิเรียกร้องต่อ กรรมการได้ ซึ่งเป็นการคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียนอกเหนือจากผู้ถือหุ้นในระดับหนึ่ง³⁵



Cahn และ Donald ชี้ให้เห็นว่าการออกแบบกฎเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีต้องสร้างสมดุลระหว่างการให้อิสระภาพในการตัดสินใจแก่กรรมการ (เพื่อประสิทธิภาพ) กับการจำกัดโอกาสในการใช้อำนาจโดยมิชอบ (เพื่อความซื่อสัตย์) กฎหมายไทยมีรากฐานที่มั่นคงแต่อาจต้องพัฒนากลไก ex ante (การตรวจสอบก่อน) ให้เข้มแข็งกว่าระดับปัจจุบัน³⁶

VII. บทสรุป

การวิเคราะห์เชิงเปรียบเทียบโครงสร้างผู้ถือหุ้นและกรรมการแสดงให้เห็นว่า ทั้งสามระบบกฎหมายและป.พ.พ. ไทยต่างยึดมั่นในหลักการพื้นฐานเดียวกัน คือการลดต้นทุนตัวแทนและการสร้างความรับผิดชอบของกรรมการต่อผู้ถือหุ้น แต่แนวทางการบรรลุเป้าหมายนี้แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ระบบเยอรมันใช้โครงสร้างสถาบัน ระบบ Common Law พึ่งพาการฟ้องร้องและกลไกตลาด

สำหรับ ป.พ.พ. ไทย กรอบพื้นฐาน มีความแข็งแกร่ง แต่ การพัฒนาในอนาคต ควร พิจารณา ขยาย หลัก business judgment rule ที่มีอยู่แล้วในมาตรา 89/8 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาสู่บริษัทจำกัดตาม ป.พ.พ. อย่างชัดเจน เพื่อให้กรรมการสามารถตัดสินใจเชิงนวัตกรรมได้โดยไม่ต้องกลัวความรับผิดทางกฎหมายจากการตัดสินใจที่สุจริตแต่ไม่ประสบผลสำเร็จ ซึ่งเป็นเงื่อนไขสำคัญสำหรับการพัฒนาเศรษฐกิจที่ขับเคลื่อนด้วยนวัตกรรม³⁷

VIII. มิติปฏิบัติการ: การก่อตั้งและจดทะเบียนบริษัทจำกัดในประเทศไทย

การวิเคราะห์เชิงทฤษฎีในภาคก่อน จะ สมบูรณ์ยิ่งขึ้น เมื่อ พิจารณา ควบคู่ กับ กระบวนการปฏิบัติจริง กรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ กำหนดการก่อตั้ง บริษัท จำกัด ไว้เป็นสองขั้นตอนต่อเนื่อง ได้แก่ (1) จดทะเบียน หนังสือ บริคณห์สนธิ และ (2) จดทะเบียน จัดตั้ง บริษัท จำกัด กระบวนการ นี้ สะท้อนให้เห็นถึงกลไกที่ ป.พ.พ. ใช้แปลงทฤษฎีตัวแทนออกมาเป็นขั้นตอนที่บังคับใช้ได้จริง³⁸



1. หนังสือบริคณห์สนธิ: รากฐานของโครงสร้างกรรมการ

หนังสือบริคณห์สนธิ (Memorandum of Association) เทียบได้กับ Memorandum ของระบบสหราชอาณาจักรก่อนการปฏิรูปโดย CA 2006 ต้องระบุสาระสำคัญ ได้แก่ ชื่อบริษัท ที่ตั้งสำนักงาน วัตถุประสงค์ ทุนจดทะเบียนแบ่งเป็นหุ้นมูลค่าเท่ากัน (ไม่ต่ำกว่าหุ้นละ 5 บาท) และรายชื่อผู้เริ่มก่อการอย่างน้อย 2 คน ซึ่งต้องเป็นบุคคลธรรมดา อายุตั้งแต่ 12 ปีขึ้นไป และจองซื้อหุ้นอย่างน้อยคนละ 1 หุ้น แล้วยื่นจดทะเบียนต่อนายทะเบียนภายใน 30 วันนับแต่วันอนุญาตให้จองซื้อบริษัท³⁹

"วัตถุประสงค์ของบริษัท" (objects clause) ในหนังสือบริคณห์สนธิมีนัยสำคัญต่อขอบเขตอำนาจกรรมการโดยตรง การกระทำใดที่นอกเหนือวัตถุประสงค์อาจถือเป็น ultra vires ซึ่งสอดคล้องกับ CA 2006 s. 171 ว่าด้วยหน้าที่ "กระทำตามอำนาจที่ได้รับมอบหมายโดยชอบ" นับเป็นตัวอย่างของกลไก ex ante ที่ Cahn และ Donald ระบุว่าช่วยลดต้นทุนตัวแทนได้โดยไม่ต้องพึ่งการฟ้องร้องภายหลัง

2. ประชุมจัดตั้งบริษัทและการแต่งตั้งกรรมการชุดแรก

เมื่อจำหน่ายหุ้นในหนังสือบริคณห์สนธิครบแล้ว ผู้เริ่มก่อการจะออกหนังสือนัดประชุมจัดตั้งบริษัท โดยต้องนัดล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 7 วัน กิจการที่ต้องทำในที่ประชุมตั้งบริษัทตาม ป.พ.พ. มาตรา 1108 มี 6 รายการ ได้แก่ (1) ตั้งข้อบังคับของบริษัท (2) ให้สัตยาบันแก่สัญญาที่ผู้เริ่มก่อการทำไว้และค่าใช้จ่ายในการเริ่มก่อบริษัท (3) กำหนดจำนวนเงินที่จะให้แก่ผู้เริ่มก่อการ ถ้ามี (4) กำหนดหุ้นบริมสิทธิ ถ้ามี (5) กำหนดหุ้นที่ออกให้เหมือนหนึ่งว่าได้ใช้เต็มค่าหรือบางส่วนด้วยสิ่งอื่นนอกจากตัวเงิน ถ้ามี และ (6) เลือกตั้งกรรมการและผู้สอบบัญชีชุดแรก และกำหนดอำนาจของบุคคลเหล่านั้น⁴⁰

วาระที่หกคือจุดที่ทฤษฎีตัวแทนเริ่มมีผลในทางปฏิบัติ ผู้ถือหุ้นในฐานะ "ตัวการ" มอบอำนาจบริหารแก่กรรมการในฐานะ "ตัวแทน" ผ่านการลงมติเลือกตั้งและกำหนดขอบเขตอำนาจ ซึ่งต้องจดทะเบียนต่อกรมพัฒนาธุรกิจการค้าเพื่อมีผลต่อบุคคลภายนอก โดยต้องจดทะเบียนบริษัทภายใน 3 เดือนนับแต่วันประชุมตั้งบริษัท มิฉะนั้น บริษัท นั้นเป็นอันไม่ได้ตั้งขึ้น และ ต้องคืนเงินที่ได้รับจากผู้เข้าซื้อหุ้นเต็มจำนวน (ป.พ.พ. มาตรา 1112) กลไกการจดทะเบียนนี้สร้างความโปร่งใสและลดต้นทุนข้อมูล (information costs) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนตัวแทนตามที่ Jensen และ Meckling วิเคราะห์ไว้⁴¹



3. ทนชำระแล้วและกลไกรับรองเจ้าหนี้

ภายหลังการประชุมจัดตั้งบริษัท คณะกรรมการมีหน้าที่เรียกให้ผู้เริ่มก่อการและผู้เข้าซื้อหุ้นชำระค่าหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของมูลค่าหุ้น (ป.พ.พ. มาตรา 1110 วรรคสอง) เมื่อได้รับชำระครบแล้วจึงยื่นจดทะเบียนจัดตั้งบริษัท ซึ่งต้องทำภายใน 3 เดือนนับแต่วันประชุมตั้งบริษัท (มาตรา 1112) ข้อกำหนดทนชำระแล้วขั้นต้นนี้เป็นกลไกรับรองเจ้าหนี้ที่แตกต่างจาก DGCL ซึ่งยืดหยุ่นกว่ามากในเรื่องทุนขั้นต่ำ⁴²

Armour ชี้ว่า ระบบที่กำหนดทุนขั้นต่ำช่วยสร้างสัญญาณความน่าเชื่อถือ (credible commitment) แก่เจ้าหนี้ โดยเฉพาะในตลาดที่ยังมีความไม่สมมาตรทางข้อมูล (information asymmetry) สูง ข้อกำหนดร้อยละ 25 ของ ป.พ.พ. จึงสะท้อนการสร้างสมดุลระหว่างการคุ้มครองเจ้าหนี้กับการส่งเสริมการลงทุน สอดรับกับการวิเคราะห์ในส่วน V ที่ว่า ป.พ.พ. มาตรา 1150 มอบการกำกับดูแลค่าตอบแทนให้แก่ที่ประชุมใหญ่เป็นกลไกตรวจสอบหลัก⁴³

ขั้นตอน	รายการ	กำหนดเวลา	มาตราที่เกี่ยวข้อง
ขั้นที่ 1	จดทะเบียนหนังสือบริคณห์สนธิ	ภายใน 30 วัน นับแต่วันอนุญาตให้จองซื้อ	ป.พ.พ. ม. 1098-1106
ขั้นที่ 2 (ก)	ออกหนังสือนัดประชุมจัดตั้งบริษัท	ล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 7 วัน	ป.พ.พ. ม. 1107
ขั้นที่ 2 (ข)	ประชุมจัดตั้ง: เลือกตั้งกรรมการชุดแรกและกำหนดอำนาจ	-	ป.พ.พ. ม. 1108
ขั้นที่ 2 (ค)	เรียกชำระค่าหุ้น $\geq$ ร้อยละ 25	ก่อนยื่นจดทะเบียนบริษัท	ป.พ.พ. ม. 1110 วรรคสอง
ขั้นที่ 2 (ง)	ยื่นจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทต่อกรมพัฒนาธุรกิจการค้า	ภายใน 3 เดือน นับแต่วันประชุมจัดตั้ง	ป.พ.พ. ม. 1111 และ 1112



เชิงอรรถ

1. John Armour (ศาสตราจารย์ด้านกฎหมาย องค์กร, Oxford University), Henry Hansmann (ศาสตราจารย์, Yale Law School) และ Reinier Kraakman (ศาสตราจารย์, Harvard Law School), 'The Essential Elements of Corporate Law' ใน Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 2nd edn (Oxford University Press, 2009) p. 27 อ้างอิงใน Andreas Cahn (Institute for Law and Finance, มหาวิทยาลัย Goethe Frankfurt) และ David C. Donald (Chinese University of Hong Kong), *Comparative Company Law*, 2nd edn (Cambridge University Press, 2018), บทที่ 11, pp. 349-350
2. Michael C. Jensen (ศาสตราจารย์กิตติคุณด้านการเงิน, Harvard Business School) และ William H. Meckling (นักเศรษฐศาสตร์การเงิน), 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure' (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305, 85 อ้างอิงใน Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), p. 350
3. Chander Velu (รองศาสตราจารย์, Cambridge Judge Business School), *Business Model Innovation* (Cambridge University Press, 2018), บทที่ 9, pp. 229-248 ว่าด้วย Conduct Risk and Business Models
4. ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (ป.พ.พ.) มาตรา 1144-1170 บรรพ 3 ลักษณะ 22 หมวด 4 ว่าด้วยวิธีจัดการบริษัทจำกัด
5. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), pp. 352-353 อ้างอิง AktG §§ 76 (Vorstand), 84 (การแต่งตั้ง Vorstand โดย Aufsichtsrat), 95-116 (Aufsichtsrat)
6. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), pp. 353-354 อ้างอิง Mitbestimmungsgesetz (MitbestG) 1976 และ BGHZ 106, 54, 65 ซึ่งศาล Bundesgerichtshof วินิจฉัยว่า Unternehmensinteresse ต้องนำผลประโยชน์ของพนักงาน เจ้าหน้าที่ และผู้ถือหุ้น มาพิจารณาร่วมกัน
7. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), p. 353 อ้างอิง AktG § 96(2) และ (3) ซึ่งแก้ไขโดย Law regarding equal participation of women and men in executive positions in private enterprises and public administration, BGBl I 642 (24 April 2015)
8. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), p. 354 อ้างอิง CA 2006 ซึ่งไม่กำหนดโครงสร้างคณะกรรมการภาคบังคับ แต่ model articles ระบุว่า "the directors are responsible for the management of the company's business"
9. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), p. 354 อ้างอิง CA 2006 ss. 170-177 ซึ่งประมวลหน้าที่กรรมการเจ็ดประการไว้อย่างละเอียดกว่าระบบอื่น
10. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), pp. 356-358 อ้างอิง DGCL § 141(a) ว่าด้วยอำนาจคณะกรรมการและความเป็นไปได้ในการมอบอำนาจ
11. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), p. 350 วิเคราะห์จุดแข็งจุดอ่อนของโครงสร้างสองชั้น (เยอรมัน) กับชั้นเดียว (Common Law) ในบริบทของการลดต้นทุนตัวแทน
12. ป.พ.พ. มาตรา 1144
13. ป.พ.พ. มาตรา 1151 เปรียบเทียบกับ CA 2006 s. 168 ซึ่งกำหนดให้ผู้ถือหุ้นสามารถถอดถอนกรรมการได้โดยมติธรรมดา ก่อนครบวาระ และ DGCL § 141(k) ซึ่งอนุญาตให้ถอดถอนได้เช่นกัน
14. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), pp. 394-396 อ้าง Smith (2002: 1402) นิยาม fiduciary duty ว่าเกิดขึ้นเมื่อ "one party (the 'fiduciary') acts on behalf of another party (the 'beneficiary') while exercising discretion with respect to a critical resource belonging to the beneficiary"



15. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), pp. 394-395 อ้างอิง AktG § 93(1) ว่าด้วยมาตรฐาน Sorgfaltspflicht ของสมาชิก Vorstand และ AktG § 116 ซึ่งนำมาตราฐานเดียวกันมาใช้กับสมาชิก Aufsichtsrat
16. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), p. 354 อ้างอิง CA 2006 s. 174 ว่าด้วย duty to exercise reasonable care, skill and diligence ซึ่งใช้มาตรฐานผสม objective-subjective
17. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), pp. 395-396 อ้างอิง Model Act § 8.30 (with Comment) และบทบาทของ business judgment rule ในการให้ความคุ้มครองแก่การตัดสินใจทางธุรกิจที่สุจริต
18. ป.พ.พ. มาตรา 1168 วรรคหนึ่ง เปรียบเทียบกับ AktG § 93(1) มาตราฐาน "ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter" (ผู้บริหารธุรกิจที่มีความรู้และระมัดระวัง)
19. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), pp. 353-354 อ้างอิง AktG § 88 (ห้ามแข่งขัน) และ § 112 (Aufsichtsrat เป็นตัวแทนบริษัทในการทำสัญญากับ Vorstand)
20. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), p. 355 อ้างอิง CA 2006 s. 175 ว่าด้วย duty to avoid conflicts of interest ซึ่งขยายขอบเขตหน้าที่ข้อสัต์ยกว้างกว่าระบบอื่น
21. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), p. 396 อ้างอิง DGCL § 144 ว่าด้วยการอนุมัติธุรกรรมที่กรรมการมีผลประโยชน์
22. ป.พ.พ. มาตรา 1168 วรรคสาม เปรียบเทียบกับ AktG § 88 และ corporate opportunity doctrine ในระบบ Common Law ซึ่งห้ามกรรมการใช้ออกาสทางธุรกิจที่ควรเป็นของบริษัทเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว
23. Albert O. Hirschman (นักเศรษฐศาสตร์การเมือง, Institute for Advanced Study, Princeton), *Exit, Voice and Loyalty* (Harvard University Press, 1970), pp. 15-17 อ้างอิงใน Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), p. 576
24. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), pp. 576-577 วิเคราะห์ข้อจำกัดของ exit mechanism โดยอ้างอิง Hirschman (1970: 101-102)
25. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), p. 578 อ้างอิง AktG § 133 (เสียงข้างมากธรรมดา), CA 2006 ss. 282-283 (ordinary และ special resolution) และ DGCL § 212
26. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), pp. 578-579 อ้างอิง AktG § 134 BGB (การโอนสิทธิออกเสียงเป็นโมฆะในระบบเยอรมัน) เปรียบเทียบกับ *Hewlett v. Hewlett-Packard*, 2002 WL 549137, at 4 (Del. Ch.) (Delaware อนุญาตการขายสิทธิออกเสียงในขอบเขตหน้าที่ fiduciary)
27. CA 2006 s. 303 เปรียบเทียบกับ ป.พ.พ. มาตรา 1173 ซึ่งกำหนดสัดส่วนหนึ่งในห้า (ร้อยละ 20) สูงกว่า CA 2006 ซึ่งกำหนดร้อยละ 5
28. ป.พ.พ. มาตรา 1169 เปรียบเทียบกับ derivative action ใน Common Law และ Aktionärsklage (shareholder derivative claim) ในระบบเยอรมัน
29. John Armour (ศาสตราจารย์ด้านกฎหมายองค์กร, Oxford University), 'Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law' (2000) 63 *Modern Law Review* 355 อ้างอิงใน Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1) เปรียบเทียบกับ ป.พ.พ. มาตรา 1169 วรรคสอง ซึ่งให้สิทธิเจ้าหน้าที่ฟ้องร้องกรรมการ
30. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), pp. 354-355 ว่าด้วย การแก้ไข AktG ในปี 1998 (stock options) และ 2005 (disclosure คำตอบแทน)
31. Velu, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 3), pp. 237-240 วิเคราะห์กรณี Lehman Brothers โดยอ้างอิง Meeks และ Velu ซึ่งชี้ว่าโครงสร้างแรงจูงใจที่เน้นผลประโยชน์สร้างความเสี่ยงด้านพฤติกรรมอย่างเป็นระบบ



32. ป.พ.พ. มาตรา 1150 เปรียบเทียบกับ CA 2006 s. 439 (say on pay ของบริษัทจดทะเบียน) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าระบบ Common Law พัฒนากลไกการตรวจสอบคำตอบแทนไปไกลกว่า ป.พ.พ.
33. ป.พ.พ. มาตรา 1168 เปรียบเทียบกับ AktG § 93, CA 2006 ss. 172-174 และ Model Act § 8.30
34. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), pp. 395-396 บทบาท business judgment rule ในการจำกัดการตรวจสอบสาระของการตัดสินใจทางธุรกิจของกรรมการ ซึ่งไม่มีบัญญัติชัดเจนใน ป.พ.พ. แต่มีบัญญัติสำหรับบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ใน พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 89/8 วรรคสอง
35. BGHZ 106, 54, 65 (Unternehmensinteresse รวมถึง พนักงาน เจ้าหนี้ และ ผู้ถือหุ้น) เทียบ กับ CA 2006 s. 172 (duty to promote the success of the company โดยคำนึงถึง long-term consequences, employees, และสังคม) และ ป.พ.พ. มาตรา 1168
36. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), p. 351 วิเคราะห์สมดุลระหว่าง "screening" (การคัดกรองกรรมการ ex ante), "rules and standards" (การกำกับดูแลระหว่างดำรง), และ "incentives" (แรงจูงใจ)
37. Cahn and Donald, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 1), pp. 394-398 และ Velu, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 3), pp. 229-248 ทั้งสองงานชี้ตรงกันว่า การกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพต้องสร้างสมดุลระหว่างการให้อิสระภาพและการควบคุม
38. กรมพัฒนาธุรกิจการค้า, คู่มือการจดทะเบียนบริษัทจำกัด (กระทรวงพาณิชย์, 2567) ขั้นตอนที่ 1-2 ว่าด้วยการจดทะเบียนหนังสือบริคณห์สนธิและจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทจำกัด สามารถยื่นจดทะเบียนผ่านระบบ e-Registration ที่เว็บไซต์ www.dbd.go.th หรืออื่น ณ สำนักงานพาณิชย์จังหวัดทั่วประเทศ
39. ป.พ.พ. มาตรา 1097 (คุณสมบัติผู้เริ่มก่อการ: บุคคลธรรมดา อายุไม่ต่ำกว่า 12 ปี จงทุนอย่างน้อยคนละ 1 หุ้น) และมาตรา 1098 (สาระสำคัญของหนังสือบริคณห์สนธิ 6 รายการ) ประกอบกับกรมพัฒนาธุรกิจการค้า, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 38): ข้อมูลที่ต้องใช้ในการจดทะเบียนหนังสือบริคณห์สนธิ ข้อ 1-6 รวมถึงมูลค่าหุ้นขั้นต่ำหุ้นละ 5 บาท
40. ป.พ.พ. มาตรา 1108 กำหนดกิจการที่ต้องทำในที่ประชุมตั้งบริษัท 6 รายการ ซึ่งรวมถึงอนุมาตรา (6) การเลือกตั้งกรรมการและผู้สอบบัญชีชุดแรกและกำหนดอำนาจ ประกอบกับกรมพัฒนาธุรกิจการค้า, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 38): วาระการประชุมจัดตั้งบริษัท ข้อ 3.2(5) ถึง (6)
41. กรมพัฒนาธุรกิจการค้า, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 38): "การยื่นจดทะเบียนจะต้องให้กรรมการผู้มีอำนาจเป็นผู้ลงลายมือชื่อในคำขอจดทะเบียน และต้องยื่นจดทะเบียนภายใน 3 เดือน นับแต่วัน ที่ประชุมจัดตั้งบริษัท ..." ประกอบ ป.พ.พ. มาตรา 1112 (ถ้าการจดทะเบียน มิได้ ทำ ภายใน สาม เดือน นับแต่ ประชุม ตั้ง บริษัท บริษัท นั้น เป็นอัน ไม่ได้ ตั้งขึ้น และ ต้อง คืนเงิน ค่า หุ้น เต็ม จำนวน) เปรียบเทียบกับ Jensen and Meckling, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 2) ว่าด้วย monitoring costs ที่รวมถึงต้นทุนด้านการตรวจสอบและรับรองการกระทำของตัวแทน
42. ป.พ.พ. มาตรา 1119 กำหนดให้คณะกรรมการเรียกให้ชำระค่าหุ้นตามที่ประชุมจัดตั้งบริษัทกำหนด ซึ่งต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของมูลค่าหุ้น ประกอบกับกรมพัฒนาธุรกิจการค้า, อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 38): ขั้นตอนที่ 2 ข้อ 5 "คณะกรรมการเรียกให้ค่าหุ้นจากผู้เข้าซื้อหุ้น อย่างน้อยร้อยละ 25 ของมูลค่าหุ้น...ภายใน 3 เดือน"
43. Armour, 'Share Capital and Creditor Protection', อ้างแล้ว (เชิงอรรถที่ 29) เปรียบเทียบกับ DGCL § 102(a)(4) ซึ่งไม่กำหนดทุนขั้นต่ำ และ CA 2006 ss. 761-763 ว่าด้วยข้อกำหนดเฉพาะบริษัทมหาชน วิเคราะห์ว่าระบบที่มีข้อกำหนดทุนขั้นต่ำเหมาะกับตลาดที่มีความไม่สมมาตรทางข้อมูล (information asymmetry) สูง และช่วยสร้าง credible commitment ต่อเจ้าหนี้

