

ปัญหาที่เกี่ยวข้องกับอำนาจหน้าที่และความรับผิดชอบ ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในประเทศไทย

ในบทนี้จะได้กล่าวถึงปัญหาที่เกี่ยวข้องที่เป็นผลกระทบต่ออำนาจหน้าที่ และความรับผิดชอบของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในประเทศไทย ซึ่งเป็นอุปสรรคที่เกี่ยวข้องต่อการปฏิบัติหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในประเทศไทย เพื่อให้สามารถวิเคราะห์แนวทางการแก้ปัญหาที่มีต่อการปฏิบัติหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในประเทศไทยให้เป็นไปอย่างถูกต้อง และเหมาะสมตามวัตถุประสงค์ของกฎหมายที่ได้กำหนดให้ต้องมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ไว้เพื่อคุ้มครองดูแลผู้ถือหุ้นกู้

5.1 ปัญหาที่เกี่ยวข้องกับสัญญาของหุ้นกู้ในการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ที่มีต่อผู้ถือหุ้นกู้

เนื่องจากข้อกำหนดสิทธิว่าด้วยสิทธิและหน้าที่ของผู้ออกหุ้นกู้และผู้ถือหุ้นกู้ และสัญญาแต่งตั้งเป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เป็นเอกสารที่มีความสำคัญในการกำหนดเงื่อนไขต่างๆของหุ้นกู้ และเป็นสิ่งจำเป็นที่ต้องมีสำหรับการออกหุ้นกู้ในประเทศไทย และยังเป็นข้อกำหนดนิติสัมพันธ์ระหว่างบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ ผู้ถือหุ้นกู้ และผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ในสิทธิและหน้าที่ของแต่ละคู่สัญญาที่มีสิทธิ และหน้าที่ที่ตามที่กำหนดไว้แต่ละสัญญานั้น โดยเอกสารที่เป็นสัญญาของหุ้นกู้ดังกล่าวมีรูปแบบและลักษณะเช่นเดียวกันกับข้อตกลงในสัญญาหุ้นกู้ (Indenture) ที่เป็นข้อผูกพันระหว่างคู่สัญญา (Covenant) ของประเทศสหรัฐอเมริกา และสัญญาประกอบหุ้นกู้ (Trust Deed) ของประเทศอังกฤษ ที่ทำให้ผู้ออกหุ้นกู้ และผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของประเทศไทย และต่างประเทศมีหน้าที่ที่จะต้องผูกพันกัน และต้องปฏิบัติหน้าที่ตามเงื่อนไขที่ได้กำหนดไว้ในสัญญาดังกล่าวนั้น

ในมุมมองของผู้ลงทุนหุ้นกู้ทั้งในประเทศไทย และต่างประเทศที่เกี่ยวกับสัญญาของหุ้นกู้ เห็นว่ารูปแบบของสัญญาของหุ้นกุนั้นมีเนื้อหาและเงื่อนไขของสัญญาที่มีความสลับซับซ้อน และมีประเด็นในทางกฎหมายค่อนข้างเยอะแยะและยุ่งยาก¹ จึงเป็นปัญหาต่อผู้ถือหุ้นกู้ยากที่จะทำความเข้าใจและรับทราบในเงื่อนไขในสัญญาของหุ้นกู้ และจะประสบปัญหาในการขอแก้ไขเงื่อนไขในสัญญาของหุ้นกุนั้นในภายหลัง เพราะการขอแก้ไขเงื่อนไขในสัญญาจำเป็นจะต้องใช้มติของประชุมผู้ถือหุ้นกู้ในการอนุมัติให้แก้ไข จึงทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ไม่อาจเข้าใจถึงสิทธิทางกฎหมายของผู้ถือหุ้นกู้ที่จะได้รับจากการถือหุ้นกุนั้น นอกเหนือจากการได้รับดอกเบี้ยตามที่ได้กำหนดไว้ในสัญญา

¹ Ray Garret Jr, "A Borrower's View of the Model Corporate Debenture Indenture Provision," *Business Law*, (1966) : 21.

เนื่องจากว่าผู้ที่ลงทุนซื้อหุ้นกู้จะซื้อหุ้นกู้โดยพิจารณาเพียงแต่ชื่อเสียงของผู้ออกหุ้นกู้ การจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของผู้ออกหุ้นกู้ หรือการตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยที่จะได้รับมากกว่าการฝากเงินกับธนาคาร มากกว่าที่จะได้พิจารณาถึงเงื่อนไขที่มีอยู่ในสัญญาของหุ้นกู้ที่ได้ถูกกำหนดมาโดยฝ่ายผู้ออกหุ้นกู้เพียงฝ่ายเดียว

โดยที่การจัดทำเนื้อหาที่เป็นเงื่อนไขของสัญญาของหุ้นกู้ดังกล่าวนั้น ผู้ออกหุ้นกู้จะเป็นผู้เสนอร่างข้อกำหนดสิทธิ และร่างสัญญาแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เพียงฝ่ายเดียวต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อทำการออกและเสนอขายหุ้นกู้แก่ผู้ที่จะลงทุนซื้อหุ้นกู้โดยทั่วไป ซึ่งผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ หรือผู้ถือหุ้นกู้นั้นจะไม่ได้มีส่วนร่วมในการจัดทำสัญญาของหุ้นกู้ หรือไม่ได้เป็นผู้เจรจาตกลงกำหนดเงื่อนไขต่างๆในสัญญานั้น แม้ว่ากฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยจะกำหนดให้ข้อกำหนดสิทธิและสัญญาแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้อย่างน้อยมีสาระสำคัญตามที่ได้กำหนดไว้ในกฎหมายก็ตาม² ซึ่งได้กำหนดให้มีสาระสำคัญของสัญญาของหุ้นกู้ของประเทศไทยให้มีลักษณะเช่นเดียวกับสัญญาของหุ้นกู้ (Trust Deed) ตามที่กฎหมายบริษัท (The Company Act) ของประเทศอังกฤษที่ได้กำหนดสาระสำคัญของสัญญาของหุ้นกู้ (Trust Deed) เอาไว้เช่นกัน

ทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยจะได้ออกประกาศที่ สจ. 35/2545 เรื่องข้อกำหนดว่าด้วยสิทธิและหน้าที่ของผู้ออกหุ้นกู้และผู้ถือหุ้นกู้ ที่ได้กำหนดให้ข้อกำหนดสิทธิให้มีความชัดเจน ไม่มีข้อกำหนดที่เป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นกู้ และผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้อย่างไม่เป็นธรรม และมีรายการ และสาระสำคัญตามที่กำหนดไว้ด้วย อีกทั้งทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ยังได้จัดทำตัวอย่างข้อกำหนดสิทธิขึ้น ซึ่งถือว่าเป็นข้อกำหนดสิทธิมาตรฐาน³ ที่มีรายละเอียดต่างๆที่เป็นเงื่อนไขของหุ้นกู้นั้น โดยผู้ออกหุ้นกู้สามารถเลือกใช้ตัวอย่างดังกล่าวเป็นแนวทางในการจัดทำข้อกำหนดสิทธิของตนได้ และสามารถกำหนดลักษณะเฉพาะของหุ้นกู้เพิ่มเติมได้ตามความเหมาะสมในการออกหุ้นกู้นั้นๆ ซึ่งข้อกำหนดสิทธิของหุ้นกู้ที่ออกส่วนใหญ่แล้วจะมีสาระสำคัญตามที่กำหนดไว้ในกฎหมายอยู่แล้ว แต่อย่างไรก็ตามผู้ออกหุ้นกู้ก็สามารถที่จะทำการแก้ไขเปลี่ยนแปลงรายละเอียดที่มีอยู่ในสาระสำคัญ

² สหัทธ์ สิงหวิริยะ, ความรู้เรื่องพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กรุงเทพมหานคร :2541) หน้า 34-35.

³ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สจ. 35/2545 เรื่อง ข้อกำหนดว่าด้วยสิทธิและหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ (กรุงเทพมหานคร: กสท. (ม.ป.ป).

ของร่างข้อกำหนดสิทธิให้มีความแตกต่างจากตัวอย่างของข้อกำหนดสิทธิที่เป็นมาตรฐานที่ได้กำหนดโดยสำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในส่วนที่เป็นรายละเอียดที่อาจจะส่งผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นได้

แม้ว่าทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะออกข้อกำหนดสิทธิมาตรฐานไว้ก็ตาม เพื่อให้มีรูปแบบเช่นเดียวกับสัญญาของหุ้นกู้ที่เป็นมาตรฐานในประเทศสหรัฐอเมริกาที่เรียกว่า Model Simplified Indenture ก็ตาม แต่ทว่าสัญญาของหุ้นกุดังกล่าวนั้น ทั้งผู้ออกหุ้นกู้ที่ทำการออกหุ้นกู้ในประเทศไทย หรือผู้ที่ทำการออกหุ้นกู้ในสหรัฐอเมริกาก็สามารถกำหนดรายละเอียดในสาระสำคัญและเงื่อนไขต่างๆของแต่ละหุ้นกู้ในสัญญาให้เปลี่ยนแปลงไปจากข้อกำหนดสิทธิที่เป็นมาตรฐานได้ เช่นรายละเอียดต่างๆในส่วนของหลักประกันของหุ้นกู้ หน้าที่ของผู้ออกหุ้นกู้ ข้อกำหนดการผิดนัดของผู้ออกหุ้นกู้ หรือข้อกำหนดเกี่ยวกับการจัดประชุมผู้ถือหุ้น และรวมไปถึงหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นด้วย นอกจากนี้ในเนื้อหาของหุ้นกู้ที่เป็นรูปแบบตามสัญญาของหุ้นกู้ที่ได้ทำการลอกเลียนต่อกันมาแล้ว (Boiler Plate) นอกนั้นเนื้อหาของสัญญาของหุ้นกู้จึงอาจมีความแตกต่างในรายละเอียดที่สำคัญในแต่ละหุ้นกู้ที่ได้ทำการออกเสนอขายแก่ผู้ลงทุนในหุ้นกู้ ซึ่งขึ้นอยู่กับแต่ละผู้ออกหุ้นกู้ที่เป็นผู้ได้กำหนดรายละเอียดในสาระสำคัญที่เป็นเงื่อนไขในสัญญาของหุ้นกุนั้นขึ้น เพื่อให้ตนเองเป็นฝ่ายได้เปรียบมากขึ้น และอาจทำให้ผู้ถือหุ้นเป็นผู้เสียประโยชน์

ในปัจจุบันนี้ จึงถือได้ว่าสถานะของสัญญาของหุ้นกุนั้นไม่ได้เกิดจากความสมัครใจของคู่สัญญาที่มีอำนาจต่อรองกันอย่างแท้จริง เนื่องจากว่าการแสดงเจตนาที่ตกลงกันระหว่างคู่สัญญานั้นอาจเป็นเจตนาที่ขาดอำนาจต่อรอง และขาดเสรีภาพในการจัดทำสัญญา ซึ่งลักษณะแบบนี้ที่มีอยู่ในข้อกำหนดสิทธิ ที่ผู้ออกหุ้นกู้เป็นผู้กำหนดรายละเอียดในเงื่อนไขในสัญญานั้นไว้เป็นการล่วงหน้าให้ประโยชน์แก่ฝ่ายตนมากที่สุด หรือให้ตนเองเสียเปรียบน้อยที่สุด ซึ่งเป็นลักษณะที่ไม่เสมอภาคที่ผู้ถือหุ้นอยู่ในฐานะเสียเปรียบเมื่อได้ลงทุนซื้อหุ้นกุนั้นแล้ว ที่ผู้ออกหุ้นกู้ได้ทำการเสนอขายหุ้นกุนั้นต่อประชาชนที่เป็นบุคคลภายนอกเป็นการทั่วไป ซึ่งเป็นหุ้นกู้ที่มีเงื่อนไขที่กำหนดไว้ในข้อกำหนดสิทธิเป็นตัวกำหนดสิทธิและหน้าที่ของผู้ออกหุ้นกู้และผู้ถือหุ้นไว้ เพื่อให้ผู้ลงทุนที่จะซื้อหุ้นกู้ที่เป็นบุคคลภายนอกจะเป็นผู้พิจารณาที่จะซื้อหุ้นกุนั้นหรือไม่ ซึ่งหากผู้ลงทุนตกลงที่จะซื้อหุ้นกุนั้น ก็เป็นการยินยอมที่จะเข้ามาผูกพันกันตามที่ได้กำหนดไว้สัญญาของหุ้นกุนั้น ซึ่งก็คือเป็นสัญญาประเภทหนึ่ง เพราะมีการเข้าตกลงของคู่กรณีอีกฝ่ายหนึ่งแล้ว โดยตกลงยินยอมรับข้อสัญญาต่างๆเช่นนี้ ถือว่าเกิดเป็นสัญญาโดยมีเจตนาร่วมกันของทั้งสองฝ่ายแล้ว แม้ว่าการแสดง

เจตนาของฝ่ายหนึ่งจะถูกจำกัดเพียงแค่แสดงเจตนายอมรับหรือตอบปฏิเสธ โดยที่ไม่สามารถเปลี่ยนแปลงข้อสัญญาได้ก็ตาม⁴

วิธีการในการควบคุมคู่สัญญาฝ่ายที่ได้เปรียบ เพื่อคุ้มครองคู่สัญญาฝ่ายที่เสียเปรียบ ซึ่งได้แก่การบัญญัติกฎหมายเพื่อคุ้มครองคู่สัญญาที่เสียเปรียบ แม้ว่ากฎหมายหลักทรัพย์และตลาดทรัพย์จะได้กำหนดให้ข้อกำหนดสิทธิ และสัญญาแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือหุ้นผู้มีสาระสำคัญตามที่กำหนดไว้ในกฎหมาย และข้อกำหนดสิทธินั้นต้องมีความชัดเจน ไม่มีข้อกำหนดที่เป็นการเอาเปรียบคู่สัญญาอย่างไม่เป็นธรรมก็ตาม แต่ก็ได้กำหนดถึงรายละเอียดในสาระสำคัญนั้นไว้ หรืออาจจะมีการเปลี่ยนแปลง เพิ่มเติม ตัดทอนรายละเอียดในส่วนอื่น รวมถึงเป็นการยากที่จะพิจารณาว่าข้อกำหนดนั้นเป็นธรรมกับผู้ถือหุ้นหรือไม่ ส่วนการที่จะนำพระราชบัญญัติว่าด้วยข้อสัญญาที่ไม่เป็นธรรมมาใช้กับสัญญาของผู้ถือหุ้นก็ไม่สามารถที่จะบังคับกับสัญญาของผู้ถือหุ้นได้ เนื่องจากว่าได้ถูกบัญญัติไว้ในมาตรา 3(3) ว่าพระราชบัญญัตินี้ไม่ใช้บังคับแก่สัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นอกจากการกำหนดให้มีกฎหมายมาคุ้มครองแล้วดังที่กล่าวมาแล้ว ยังมีมาตรการทางศาลอีก ที่ศาลจะใช้อำนาจของศาลได้เมื่อในกรณีที่มีคดีเกิดขึ้น ซึ่งศาลจะพิจารณาดูว่าเนื้อหาของสาระของสัญญาที่ทำขึ้นนั้นมีความถูกต้องตามกฎหมายหรือไม่ และเมื่อยังมีข้อสงสัยเคลือบคลุมอยู่อีก ศาลก็จะใช้อำนาจในการตีความมาวินิจฉัยปัญหาที่เกิดขึ้นนั้น แต่การใช้มาตรการทางศาลเพียงอย่างเดียวนั้นก็คงไม่เพียงพอ เพราะในความจริงนั้นศาลเปรียบเสมือนผู้ซ่อมแซมงานจิปาณะที่คอยตีความแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้น ซึ่งเป็นปัญหาที่ซับซ้อน และเป็นการแก้ไขตอนปลายเหตุ เพราะเป็นการพิจารณาตีความ ต่อเมื่อมีประเด็นขึ้นสู่ศาลเท่านั้น การคุ้มครองนั้นควรอยู่ที่ต้นเหตุ คือเมื่อตอนที่มีการทำสัญญา และการกำหนดเนื้อหาของสัญญามากกว่า จึงควรกำหนดให้มีกลไกทางกฎหมายเพื่อช่วยคุ้มครองคู่สัญญาให้เกิดความเท่าเทียมกันให้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้ในระหว่างคู่สัญญาด้วยกัน⁵

วิธีการที่เป็นการดีกว่าในการคุ้มครองคู่สัญญาที่อาจจะเสียเปรียบจากสัญญานั้น นอกจากการกำหนดในรูปแบบของกฎหมาย และการใช้วิธีการทางศาลแล้ว ก็คือการก่อตั้งรวมกลุ่มผลประโยชน์ของผู้ที่เสียเปรียบจากสัญญา หรือของคู่สัญญาอีกฝ่าย โดยการจัดตั้งเป็นสมาคม หรือสหพันธ์คุ้มครอง ซึ่งในปัจจุบันในกรณีของคู่สัญญาที่เป็นผู้ถือหุ้น ยังไม่มีใครรับหน้าที่เป็นผู้

⁴ ดาราวพร ธีระวัฒน์, กฎหมายสัญญา : สถานะใหม่ของสัญญาปัจจุบัน และปัญหาข้อสัญญาที่ไม่เป็นธรรม (กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2538), หน้า 37.

⁵ เรื่องเดียวกัน หน้า 40-46.

ในการเจรจาต่อรองแทนฝ่ายผู้ถือหุ้นก่อนที่จะมีเสนอร่างสัญญาของหุ้นกู้ รวมถึงผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ก็มีได้ทำหน้าที่ในการเจรจาต่อรองในเงื่อนไขในหุ้นกู้เพื่อเป็นการป้องกันสิทธิประโยชน์ของหุ้นกู้ อย่างจริงจังเท่าที่ควร⁶

ในกรณีของหุ้นกู้ ที่มีผู้ถือหุ้นกู้เป็นคู่สัญญานั้น กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้กำหนดให้มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ขึ้นเพื่อทำหน้าที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นกู้โดยมีวัตถุประสงค์ในการ ทำหน้าที่เพื่อคุ้มครองดูแลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้อยู่แล้ว ฉะนั้นผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ควรมีบทบาท และสามารถเข้ามาเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นกู้เพื่อเจรจาต่อรองได้อย่างเสมอภาคกับฝ่ายผู้ออกหุ้นกู้ ที่วางข้อกำหนดสัญญาที่มีลักษณะเป็นกฎเกณฑ์เงื่อนไขต่างๆ เมื่อมีการเจรจาทกลงกันทั้งสอง ฝ่ายแล้ว ปัญหาที่ฝ่ายหนึ่งยอมรับข้อสัญญาโดยไม่ได้พิจารณาเนื้อหาของสาระของสัญญาก่อนก็จะ หมดไป และอาจเป็นการเสียเปรียบ เพราะเมื่อมีการเจรจาทกลงกันอย่างแท้จริงระหว่างคู่สัญญา สัญญาเกิดจากเจตนาร่วมกันทั้งสองฝ่าย โดยมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เป็นตัวแทนของผู้ที่จะถือหุ้นกู้ ซึ่งมิ การปกป้องผลประโยชน์ของแต่ละฝ่าย ดังนี้สัญญาของหุ้นกู้ที่เกิดขึ้นนี้ก็จะไม่มีลักษณะของ สัญญาที่กำหนดไว้ก่อนล่วงหน้าเปลี่ยนแปลงไม่ได้

ปัญหาที่เกิดขึ้นเมื่อสัญญาของหุ้นกู้ที่มีเงื่อนไขในข้อกำหนดสิทธิถูกกำหนดไว้เป็นอาจะมี เงื่อนไขที่เป็นการเอาเปรียบต่อผู้ถือหุ้นกู้นั้น และไม่เป็นธรรมกับผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จึงควร เข้ามาดูแล และตรวจสอบในเงื่อนไขของข้อกำหนดสิทธิของหุ้นกู้ก่อนว่าเป็นไปตามที่บัญญัติใน กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่กำหนดให้มีสาระสำคัญหรือไม่ สัญญานั้นมีความเป็น ธรรมหรือไม่ หรือผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สามารถรับ หรือบังคับกับหลักประกันของหุ้นกู้ได้ตามกฎหมาย หรือไม่มี หรือมีข้อกำหนดในสัญญาที่ทำให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประ สิทธิภาพหรือไม่ หรืออาจมีข้อกำหนดที่เกี่ยวกับมติที่ประชุมเป็นการเอาเปรียบต่อผู้ถือหุ้นกู้อย ่ย่อย ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ต้องมาดูแลว่าสัญญานั้นได้ทำขึ้นเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้ทั้งปวงเป็นธรรม เพียงพอหรือไม่ โดยถือเป็นภาระหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ที่ต้องทำหน้าที่ในการตรวจสอบดู สัญญาที่มีขึ้นนั้น⁷ ซึ่งไม่อาจจำกัดเพียงเฉพาะข้อกำหนดสิทธิ และสัญญาแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือหุ้น กู้เท่านั้น แต่อาจควรที่จะรวมถึงสัญญาที่เกี่ยวข้องกับหลักประกันของแต่ละหุ้นกู้นั้นด้วย เช่น สัญญาจำนอง สัญญาจำนำ สัญญาค้ำประกัน หรือสัญญาหลักประกันอื่นๆ ที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จะ ต้องเป็นผู้ลงนามในนามของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้ทั้งปวง ภายใต้แนวคิดที่

⁶ Robert S. Blance and Randy D. Gordon, "Reforming The Unbargained Contract: Avoiding Bondholder Claims for Surprise Par Call," *The Business Lawyer* (November 1999) : 62.

⁷ Austin W. Scott, "Liabilities Incurred in the Administration of Trusts," *Harvard Law Review* (1915) : 725.

ว่าแม้ว่าหนี้นั้นจะถูกสร้างโดยหุ้นกู้ที่ผ่านจากผู้ออกหุ้นกู้มาสู่ผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งสิทธิตามสัญญาหนี้มาจากสัญญาของหุ้นกู้ (Indenture) ที่ทำโดยผู้ออกหุ้นกู้มาสู่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้⁸ นอกจากนี้ผู้ถือหุ้นกู้แล้ว ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จึงควรมีส่วนเกี่ยวข้องในการกำหนดนิติสัมพันธ์ในข้อกำหนดในสัญญาของแต่ละหุ้นกู้ด้วย

ข้อกำหนดสิทธิของแต่ละหุ้นกู้สามารถแบ่งเนื้อหาที่เป็นเงื่อนไขออกได้เป็น 2 ส่วนใหญ่ๆ ได้แก่ ในส่วนที่เป็นเงื่อนไขที่เป็นรูปแบบมาตรฐานที่แตกต่างกันไปตามแต่ละหุ้นกู้ ที่เนื้อหาเป็นไปตามที่กำหนด ซึ่งไม่อาจเปลี่ยนแปลงได้ ตัวอย่างเช่นชื่อของหุ้นกู้ ชื่อของผู้ออกหุ้นกู้ จำนวนที่ออกหุ้นกู้ อายุของหุ้นกู้ รวมถึงวิธีการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ย อีกส่วนเป็นเงื่อนไขที่กำหนดไว้ในสัญญาของหุ้นกู้ที่สามารถเจรจาต่อรองกันได้ระหว่างคู่สัญญา โดยเงื่อนไขที่สามารถเจรจาต่อรองกันได้ที่อยู่ในข้อกำหนดสิทธินั้นเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้⁹ ตัวอย่างเช่น หน้าที่ของผู้ออกหุ้นกู้ ข้อกำหนดเกี่ยวกับการผิดนัดและผลของการผิดนัด การประชุมผู้ถือหุ้นกู้ อำนาจหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ รวมถึงวิธีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขข้อกำหนดสิทธิ

โดยหลักๆของเงื่อนไขที่ควรให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เป็นผู้มีส่วนร่วมในการเจรจาต่อรองระหว่างกันที่เป็นเงื่อนไขที่สำคัญในสัญญาของหุ้นกู้¹⁰ ได้แก่เงื่อนไขของการผิดนัด ซึ่งผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ควรต้องพิจารณาว่าเงื่อนไขใดที่ควรกำหนดให้ถือว่าเป็นการผิดนัดของผู้ออกหุ้นกู้ ซึ่งควรให้ใส่ไว้เป็นการผูกพันในสัญญาของหุ้นกู้ ซึ่งเป็นการควบคุมผู้ออกหุ้นกู้มิให้ประสบปัญหาทางการเงิน และอาจก่อให้เกิดการผิดนัดกับผู้ถือหุ้นกู้ ที่ควรตกลงให้มีในสัญญาของหุ้นกู้ โดยเฉพาะเงื่อนไขที่เป็นข้อผูกพันทางการเงิน (Financial Covenants) ในการกำหนดส่วนที่เป็นภาระหนี้ต่างๆของผู้ออกหุ้นกู้ ที่เป็นอัตราส่วนทางการเงินต่างๆของผู้ออกหุ้นกู้ (Debt-Equity Ratio, Current Ratio and Earnings Test) เพื่อให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ และผู้ถือหุ้นกู้ทั้งหลายได้รับทราบ และสามารถที่จะทำการควบคุมถึงฐานะทางการเงินของผู้ออกหุ้นกู้ได้ เพื่อเป็นการป้องกันโอกาสของผู้ถือหุ้นกู้มิให้ทำการผิดนัด และมีให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้นกู้อย่างมหาศาล ซึ่งจะกล่าวไว้ในรายละเอียดในประเด็นของการป้องกันผู้ถือหุ้นกู้จากการผิดนัดของผู้ออกหุ้นกู้ เพื่อมิให้เกิดปัญหาที่อาจสร้างความเสียหายอย่างมากมาย แก่ผู้ถือหุ้นกู้ตัวอย่างที่เกิดขึ้นในคดีระหว่าง Metropolitan Life Ins. Co., กับ RJR Nabisco, Inc.⁹

⁸ Robert S. Blance and Randy D. Gordon, "Reforming The Unbargained Contract: Avoiding Bondholder Claims for Surprise Par Call," *The Business Lawyer* (November 1999) : 82.

⁹ Ibid., p. 83.

นอกจากนั้นยังมีเงื่อนไขในส่วนการดูแลรักษา และเปลี่ยนแปลง และไถ่ถอน และแทนที่ในหลักประกันของหุ้นกู้ (Maintenance and Replacement and Release and Substitution Provision) เพื่อให้หลักประกันนั้นมีมูลค่าคงเดิมตลอดอายุของหุ้นกู้ หรือไม่ทำให้ผู้ถือหุ้นกู้สูญเสียหลักประกันที่มีมูลค่านั้นไป และยังทำให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู่ยังสามารถดำเนินการตรวจสอบดูแลหลักประกันของหุ้นกู้ได้อย่างเต็มที่ตามเงื่อนไขที่ได้ระบุไว้ในสัญญา รวมไปถึงการเจรจาต่อรองเงื่อนไขของสัญญาของหุ้นกู้เพื่อกำหนดอำนาจหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู่ให้เพิ่มมากขึ้น นอกเหนือจากที่มีการระบุอำนาจหน้าที่ไว้ในกฎหมายที่ได้กำหนดไว้ให้มีเป็นอย่างน้อย เพื่อให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สามารถกระทำหน้าที่คุ้มครองดูแลผู้ถือหุ้นกู่ตามเงื่อนไขของสัญญา และคุ้มครองประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู่ได้มากขึ้น รวมถึงการเจรจาในส่วนที่เป็นอำนาจในการกำหนดมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นกู่ เพื่อเป็นการคุ้มครองผู้ถือหุ้นกู่ข้างน้อยด้วย เพื่อเป็นการป้องกันการมีมติที่เป็นการเอาเปรียบจากผู้ถือหุ้นกู่ส่วนใหญ่

ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู่จึงควรมีบทบาทในการเจรจาต่อรองที่เกี่ยวข้องกับเงื่อนไขที่เป็นข้อห้ามในการดำเนินการบางอย่างของบริษัทผู้ออกหุ้นกู่ โดยให้มีในสัญญาของหุ้นกู่ หรือที่เรียกว่า Negative Covenants ในส่วนเงื่อนไขที่เป็นข้อห้ามที่สำคัญที่ควรมีไว้เป็นเงื่อนไขในสัญญาของหุ้นกู่ได้แก่ เงื่อนไขที่เป็น Negative Pledge Clause ที่ได้กำหนดข้อห้ามไม่ให้ผู้ออกหุ้นกู่นำเอาหลักประกันของหุ้นกู่ไปเป็นประกันหนี้ของเจ้าหนี้รายอื่นของผู้ออกหุ้นกู่อีก นอกจากเป็นหลักประกันของหุ้นกู่เพียงเท่านั้น นอกจากนี้ยังมีส่วนของการกำหนดข้อห้ามที่ห้ามไม่ให้จ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทในจำนวนที่มากเกินไป หรือการเพิ่มทุนของบริษัทในจำนวนที่มากเกินไป หรือการรับซื้อคืนในหุ้นสามัญของบริษัท หรือในส่วนของเงื่อนไขที่กำหนดข้อห้ามทางการจัดการด้านการเงินบางอย่างของบริษัทผู้ออกหุ้นกู่¹⁰ เพื่อให้ผู้ออกหุ้นกู่สามารถจ่ายคืนเงินต้น และจ่ายดอกเบี้ยได้ตามระยะเวลาที่ได้กำหนดไว้ในสัญญาของหุ้นกู่ หากผู้ออกหุ้นกู่ไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไขที่เป็นข้อห้ามนั้น ก็จะเป็นการผิดนัดต่อผู้ถือหุ้นกู่ ซึ่งในรายละเอียดนั้นจะอยู่ในส่วนของการป้องกันการผิดนัดของผู้ออกหุ้นกู่โดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู่

ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู่ควรมีบทบาทที่เพิ่มขึ้น (Aggressively) ในการเจรจาต่อรองในเงื่อนไขที่อยู่ในสัญญาของหุ้นกู่ดังกล่าว ต้องคำนึงถึงเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู่ และเพื่อตนเองในการทำหน้าที่เพื่อดูแลผู้ถือหุ้นกู่ได้อย่างเต็มที่ โดยการเจรจาต่อรองในสัญญาของหุ้นกู่ในแต่ละเงื่อนไขนั้น

¹⁰ Felicia Smith, "Securities Symposium Issue : Applicability of the Securities Act of 1933 and the Trust Indenture Act of 1939 to consent Solicitations to amend Trust Indentures," *Howard Law Journal*, (1992) : 343.

เงื่อนไขที่ได้ทำการเจรจาต่อรองดังกล่าวนั้นจะต้องไม่เพิ่มเติมจนเป็นการขัดแย้งกับกฎหมายหลัก ทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือประกาศของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แต่เพื่อเป็นการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นจากข้อกำหนดสิทธิที่ไม่เป็นธรรม และเอาผิดเอาเปรียบกับผู้ถือหุ้นมากเกินไป และเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับเงื่อนไขที่สมควรที่จะได้รับนั้น เมื่อผู้แทน ผู้ถือหุ้นได้รับติดต่อจากผู้ถือหุ้นเพื่อที่จะทำหน้าที่เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้น โดยช่วงเวลาของการเจรจาต่อรองนั้น (Negotiation Stage) ที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นควรเจรจาต่อรองเงื่อนไขของสัญญาหุ้นกู้ ในระหว่างขั้นตอนของที่มีการร่างข้อกำหนดสิทธิ และการร่างสัญญาแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือหุ้นกับผู้ ออกหุ้นกู้ ก่อนที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นจะได้รับการแต่งตั้งรับเป็นผู้แทนผู้ถือหุ้น และก่อนที่ผู้ถือหุ้นจะ ได้ทำการเสนอร่างของสัญญาของหุ้นกุนั้นต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาด หลักทรัพย์

ในส่วนของสัญญาแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือหุ้นที่มีส่วนเป็นมาตรฐาน และส่วนที่กำหนดเปลี่ยนแปลงได้ โดยเฉพาะในประเด็นของข้อยกเว้นความรับผิด (Exculpation Clauses) และค่าเสียหาย (Trustee's Indemnity) ของผู้แทนผู้ถือหุ้น ซึ่งผู้แทนผู้ถือหุ้นก็ไม่ควรเจรจาต่อรองเพื่อกำหนด ลดเงื่อนไขที่เกี่ยวกับข้อยกเว้นความรับผิด และค่าเสียหายที่เกี่ยวกับการทำหน้าที่และความรับผิด ของผู้แทนผู้ถือหุ้นนั้นลง เพื่อมิให้การเจรจานั้นเป็นการกระทำเพื่อผลประโยชน์ของตัวผู้แทนผู้ถือ หุ้น และเพื่อให้หน้าที่ที่เป็นการเจรจาต่อรองที่ทำขึ้นโดยเจตนาที่สุจริต และการเจรจาตกลง ที่เป็นธรรม (Duty of Good Faith and Fair Dealing) มิฉะนั้นหากมีการเจรจาลดเงื่อนไขของ ความรับผิดจะทำให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นทำการฝ่าฝืน ละเมิด ประพฤติผิด หรือละเลยในการปฏิบัติ หน้าที่ ซึ่งทำให้เกิดความเสียหายต่อผู้ถือหุ้นได้ และผู้แทนผู้ถือหุ้นอาจไม่ต้องรับผิดในความเสียหายจากการกระทำผิดดังกล่าว

ฉะนั้นในการคุ้มครองประโยชน์ของผู้ถือหุ้น นอกเหนือจากกฎหมายหลักทรัพย์และ ตลาดหลักทรัพย์ที่ได้กำหนดให้สัญญาของหุ้นกุนั้นให้มีสาระสำคัญตามที่กำหนดไว้ และให้มี ความเป็นธรรม ไม่เอาเปรียบแล้ว และได้กำหนดอำนาจหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นในระดับ มาตรฐานที่เป็นการทั่วไป แต่เป็นการยากที่จะกำหนดขอบเขตได้ว่าสัญญาของหุ้นกู้ใดมีความเป็น ธรรม และไม่เอาเปรียบ ดังนั้นนอกจากที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นมีบทบาท และหน้าที่ในการตรวจสอบดูแล เงื่อนไขของสัญญาหุ้นกู้ โดยการคัดทอน หรือเปลี่ยนแปลง หรือแก้ไขเงื่อนไขที่เป็นมีข้อความ เคลือบคลุม หรือไม่ชัดเจน รวมถึงการตรวจสอบถึงเงื่อนไขที่อาจจะให้ก่อปัญหา หรือเป็นข้อขัดแย้งที่ อาจจะเกิดขึ้นได้ด้วยการเปรียบเทียบกับกรปฏิบัติหน้าที่เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นในหุ้นกู้ที่มีมาก่อน

หน้านั้น¹¹ ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จึงควรมีบทบาทและหน้าที่ในการเจรจาต่อรองข้อกำหนดสิทธิของหุ้นกู้ และสัญญาผู้แต่งตั้งผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ตั้งแต่เริ่มต้นของขั้นตอนการทำสัญญาด้วย ไม่เพียงเพื่อเป็นการป้องกันปัญหาที่เกิดจากการเอาใจเอียงกับคู่สัญญาเพื่อให้สัญญามีผลบังคับใช้ได้ตลอดอายุหุ้นกู้ และเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้ แต่สำหรับการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ที่ไม่ตกอยู่ในฐานะที่เสียเปรียบตลอดการทำหน้าที่ตลอดสัญญาของหุ้นกู้ และยังสามารถมีบทบาทที่เหมาะสมกับการแก้ปัญหาที่อาจจะเกิดขึ้นได้ในระหว่างการทำหน้าที่ในการคุ้มครองดูแลผู้ถือหุ้นกู้ตลอดอายุของหุ้นกู้¹²

5.2 ปัญหาที่เกี่ยวกับความซื่อสัตย์สุจริต และความไว้วางใจ (Fiduciary) ในการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ที่มีต่อผู้ถือหุ้นกู้

จากคำว่า “Fiduciary” ที่เกี่ยวกับการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เพื่อผู้ถือหุ้นกู้ หรือการทำหน้าที่ของบุคคลใดๆ เพื่อประโยชน์ของบุคคลอื่นนั้นไม่อาจที่จะให้ความหมายที่สามารถกำหนดได้ในลักษณะรูปแบบเพียงรูปแบบเดียว หรือไม่สามรถกำหนดถึงกฎเกณฑ์ได้อย่างตายตัว แต่จะต้องมีการปรับใช้ตามรูปแบบของแต่ละหน้าที่ต่างๆ และสถานการณ์ต่างๆของการทำหน้าที่นั้นๆ ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าหลักของ Fiduciary เป็นผลจากเป็นการวิเคราะห์ในรูปแบบลักษณะต่างๆของการที่บุคคลใดๆก็ตามที่ยินยอมรับภาระตามหน้าที่ที่กระทำการเพื่อบุคคลอื่นในเรื่องใดๆก็ตาม ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ระหว่างกันทางกฎหมาย (Legal Relationship) ให้กระทำหน้าที่นั้นอย่างถูกต้องเหมาะสม ตัวอย่างของการทำหน้าที่ของคู่กรณีต่างๆเช่น กรณีของทนายความกับลูกความ ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้กับผู้ถือหุ้นกู้ ตัวแทนกับตัวการ หรือกรรมการบริษัทกับบริษัท ซึ่งเป็นการยากที่จะกำหนดขอบเขตของภาระตามหน้าที่ดังกล่าวตามหลักความซื่อสัตย์สุจริต และความไว้วางใจ (Fiduciary)

แม้ว่าผู้ที่ร่างกฎหมาย (Law Commission) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะได้สรุปถึงหลักเกณฑ์ของการทำหน้าที่ตามหลัก Fiduciary ที่เกี่ยวข้องกับทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ออกเป็นหลักใหญ่ๆก็ได้แก่ กฎของการไม่มีความขัดแย้ง (No Conflict Rule) กฎของการ

¹¹ Robert I. Landau, *Corporate Trust Administration and Management*, (1992), p.63.

¹² Efrat Lev, “The Indenture Trustee: Does it really protect bondholders ?,” *University of Miami Business Law Review* (Winter 1999) : 24.

ไม่แสวงหาผลประโยชน์ที่มีขอบ (No Conflict Rule) การไม่แบ่งแยกความซื่อสัตย์ (Undivided Loyalty) และหน้าที่เพื่อรักษาความลับ (Duty of Confidentiality)¹³

เนื่องจากการปฏิบัติหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นทั้งของประเทศไทย และของต่างประเทศ จะเป็นการกระทำตามหน้าที่เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทั้งปวงตามที่กำหนดไว้ในกฎหมาย และในสัญญาก็ตาม ซึ่งการดำเนินการตามหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นดังกล่าวมานั้นซึ่งต้องเป็นไปตามหลักความซื่อสัตย์สุจริตและความไว้วางใจ ที่ถือได้ว่าเป็นองค์ประกอบที่สำคัญส่วนหนึ่งที่จะทำให้การทำหน้าที่ดังกล่าวของผู้แทนผู้ถือหุ้นเพื่อให้งานนั้นสัมฤทธิ์ผล และถูกต้องตามวัตถุประสงค์ของกฎหมายที่ได้ตั้งไว้ ที่ประกอบไปด้วยกระทำหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง (Duty of Care) และกระทำหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต (Duty of Loyalty) โดยถือเป็นหลักพื้นฐานในการตัดสินใจของผู้แทนผู้ถือหุ้นที่จะดำเนินการตามหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ยังจะต้องกระทำการเยี่ยงผู้มีวิชาชีพจะพึงกระทำเช่นนั้นด้วย

เหตุที่ว่าคำพิพากษาของศาลต่างประเทศที่เป็นระบบกฎหมายแบบ Common Law ที่ได้ยึดหลักของ Equity มาใช้กับกฎหมายทรัสต์ (Trust Law) จึงทำให้มีความเข้มงวดในการทำหน้าที่ของทรัสต์ ในส่วนของหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง ความซื่อสัตย์สุจริต และความไว้วางใจ ให้มีมากกว่ากฎหมายตัวแทน (Agency Law) เพื่อให้การคุ้มครองดูแล และปกป้องผลประโยชน์ของผู้รับประโยชน์ที่เป็นผู้ถือหุ้นมีความถูกต้องมากขึ้น เนื่องจากการทำหน้าที่ของตัวแทนโดยทั่วไปนั้น จะกระทำตามคำสั่งที่ชัดเจนของตัวการ หรือตามปกติในกิจการค้าขายของตัวการ และกระทำเพื่อประโยชน์ของกิจการของตัวการโดยเฉพาะ

ส่วนการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นในประเทศไทย หรือ Debenture Trustee ของต่างประเทศที่ต้องกระทำหน้าที่ที่ได้บัญญัติไว้ในกฎหมาย และตามที่กำหนดไว้ในเงื่อนไขของสัญญาของหุ้น และผู้แทนผู้ถือหุ้นยังมีอำนาจในการตัดสินใจได้ด้วยตนเองในการกระทำตามหน้าที่ หรือที่จะไม่ดำเนินการใดๆด้วย เมื่อพิจารณาจากผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ และการกระทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นนั้นต้องไม่กระทำการเพื่อผลประโยชน์ของตัวผู้แทนผู้ถือหุ้นเอง หรือยังต้องไม่แบ่งแยกที่กระทำการเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นคนใดคนหนึ่งโดยเฉพาะด้วย (Undivided Loyalty) แต่จะต้องกระทำการโดยคำนึงถึงประโยชน์โดยรวมของผู้ถือหุ้นทั้งปวง ซึ่งผู้ถือหุ้นนั้นอาจเป็นบุคคลใดๆก็ตามที่เป็นบุคคลภายนอกที่ได้ถือหุ้นนั้น ฉะนั้นผู้แทนผู้ถือหุ้น

¹³ Chizu Nakajima, Conflicts of Interest and Duty: A Comparative Analysis in Anglo-Japanese Law (London : Kluwer Law International, 1999). p. 28-29.

จึงต้องมีหลักความซื่อสัตย์สุจริต ความระมัดระวัง และมีความไว้วางใจเพื่อเป็นการควบคุมการทำหน้าที่ และอำนาจในการตัดสินใจของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ไว้อย่างเข้มงวด

การทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของประเทศไทยจึงมีประเด็นของความซื่อสัตย์สุจริตและความไว้วางใจ (Fiduciary) ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ที่มีความเกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ขัดแย้ง (Conflicts of Interest) ระหว่างผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้กับบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ จากประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ.33/2544 ที่ได้มีการกำหนดคุณสมบัติของผู้ที่ทำหน้าที่เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ และการไม่มีผลประโยชน์ขัดแย้งเอาไว้ ที่กำหนดให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สามารถปฏิบัติหน้าที่เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของหุ้นกู้ที่ออกในแต่ละครั้งได้ต่อเมื่อไม่มีความสัมพันธ์ที่อาจก่อให้เกิดผลประโยชน์ขัดแย้งตามที่ได้กำหนดไว้ในประกาศดังกล่าว ซึ่งมีลักษณะของผลประโยชน์ขัดแย้งตามที่กำหนดนั้นมีลักษณะเช่นเดียวกับไว้ในส่วนของผลประโยชน์ขัดแย้ง ที่บัญญัติไว้ในมาตรา 310 (b) ในกฎหมาย The Trust Indenture Act ของประเทศสหรัฐอเมริกา ที่ได้ปรับมาใช้จากคำพิพากษาของศาลที่ได้ตัดสินคดีที่เกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ขัดแย้งของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ และในกฎของตลาดหลักทรัพย์ (Stock Exchange) ของประเทศอังกฤษ

โดยกฎหมายของประเทศไทยที่เป็นระบบกฎหมายแบบ Civil Law ก็ได้บัญญัติถึงลักษณะของผลประโยชน์ขัดแย้งของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของไทยไว้ให้ชัดเจนเป็นลายลักษณ์อักษรซึ่งมีลักษณะแบบเดียวกัน และมีวัตถุประสงค์เช่นเดียวกันกับกฎหมายของต่างประเทศที่เป็นแบบ Common Law เพื่อให้การทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ให้กระทำการตามหน้าที่ได้โดยอิสระ และไม่ต้องคำนึงถึงความสัมพันธ์ที่อาจจะเกี่ยวข้องกับผู้ออกหุ้นกู้ หรือไม่กระทำการใดๆ เพื่อผลประโยชน์ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เอง หรือประโยชน์ของบุคคลอื่นๆ ซึ่งถ้าหากว่ามีผลประโยชน์ขัดแย้งเกิดขึ้นตามที่กำหนดไว้ในกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นั้น จะต้องทำให้ต้องมีการเปลี่ยนตัวผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จากการทำหน้าที่ของหุ้นกุนั้น เว้นแต่จะได้รับการผ่อนผันจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตามเงื่อนไขที่ได้กำหนดไว้

กฎของการมีผลประโยชน์ขัดแย้งทั้งในประเทศไทย และของต่างประเทศต่างก็ได้กำหนดหลักเกณฑ์ที่ไม่ให้มีในความสัมพันธ์ระหว่างผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้กับบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ ที่มีความเกี่ยวข้องกับหลักของความซื่อสัตย์สุจริต และความไว้วางใจของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งมีหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกันได้แก่ การไม่ค้ำประกันการชำระหนี้ของผู้ออกหุ้นกู้ (Fiduciary Guarantee) การไม่เป็นผู้ถือหุ้นระหว่างกัน (Cross-Shareholding) การไม่มีผู้บริหารร่วมกัน (Cross-Directorship) และ

การไม่ให้กู้ยืมระหว่างกัน (Cross-Lender)¹⁴ ซึ่งประกาศดังกล่าวของประเทศไทยก็ได้มีกฎไว้เพื่อเป็นการควบคุมผลประโยชน์ขัดแย้งของผู้แทนผู้ถือหุ้นไว้แล้วเช่นเดียวกัน

การควบคุมไม่ให้มีผลประโยชน์ขัดแย้งของผู้แทนผู้ถือหุ้นปฏิบัติตามหลักความซื่อสัตย์สุจริตและความไว้วางใจก็เพื่อไม่ให้มีการละเลยในการกระทำตามหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ที่มีตัวอย่างที่เป็นคดีที่เกิดขึ้นแล้วในต่างประเทศ ในคดีระหว่าง Mutual Life Citizens Co., กับ Evatt หรือเพื่อไม่ให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นทำการกระทำตามหน้าที่ด้วยความไม่สุจริต เพื่อผลประโยชน์ของตนเอง หรือผู้ถือหุ้น ตัวอย่างในคดีระหว่าง Dabney กับ Chase National Bank ซึ่งเหตุที่ทำให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นมีหน้าที่ตามหลักของ Fiduciary ก็เนื่องจากการกระทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นเพื่อประโยชน์ของผู้อื่น จึงต้องให้มีการกระทำที่เหมาะสมสำหรับการทำหน้าที่ จึงต้องมีหลักของความซื่อสัตย์สุจริตและความไว้วางใจเพื่อเป็นการควบคุมในการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นในส่วนของผลประโยชน์ขัดแย้งขึ้นเพื่อให้หน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกระทำอย่างถูกต้อง¹⁵

ผลประโยชน์ขัดแย้งที่เกี่ยวข้องกับการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นนั้นจะรวมไปถึงในส่วนของผลประโยชน์ที่มีชอบ (Secret Profits) ซึ่งจะเป็นการได้รับประโยชน์โดยมิชอบนอกเหนือจากรายได้จากการปฏิบัติหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นด้วยเช่น การได้รับค่านายหน้า หรือผลตอบแทนที่ไม่ชอบ หรือการใช้ข้อมูลที่ได้รับจากผู้ถือหุ้น หรือข้อมูลจากการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้น เพื่อแสวงหาประโยชน์ส่วนตัวของผู้แทนผู้ถือหุ้น ซึ่งในตัวอย่างในคดีระหว่าง Phipps กับ Boardman ที่ผู้พิพากษา Lord Denning MR ได้ให้ความเห็นในคดีนี้ไว้ว่า การกระทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นด้วยความซื่อสัตย์สุจริต และความไว้วางใจ ต้องไม่มีผลประโยชน์ที่มีชอบ ซึ่งหากมีต้องถูกเพิกถอน ซึ่งส่วนของผลประโยชน์ที่มีชอบที่เกี่ยวข้องกับการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นในกฎหมายของไทย ในประกาศของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 33/2544 ในข้อที่ 21 ก็ได้กำหนดอย่างชัดเจนในข้อห้ามมิให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นทำการเพื่อได้รับผลประโยชน์ที่มีชอบไว้แล้วเช่นเดียวกัน

ส่วนการทำข้อตกลงและตรวจสอบข้อมูล (Due Diligence) ที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นมีหน้าที่ทำข้อตกลงต่างๆ และตรวจสอบข้อมูลที่ได้รับจากผู้ถือหุ้นเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นนั้น ที่มีคำพิพากษาของศาลในต่างประเทศในคดีระหว่าง Knox กับ McKinnon ที่ได้กำหนดให้การทำ

¹⁴ Philip R. Wood, *International Loan, Bonds and Securities Regulation*, (London : Sweet & Maxwell, 1995), p. 192-193.

¹⁵ *Ibid.*, p. 194.

หน้าที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ไว้ว่า จะต้องให้การทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ที่เกี่ยวกับความระมัดระวังในระดับของผู้มีวิชาชีพที่กระทำในกิจการของตนเอง ซึ่งที่ถูกต้องหวังว่าจะต้องดำเนินการด้วยมาตรฐานของการกระทำที่สูงกว่าธรรมดา เนื่องจากเป็นผู้มีวิชาชีพ และได้รับค่าตอบแทนจากการทำหน้าที่นั้นด้วย ในการพิจารณาถึงข้อมูลที่ได้รับจากผู้ถือหุ้นกู้ที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ต้องพิจารณาเพื่อที่จะต้องตัดสินใจในการดำเนินการต่าง ๆ นั้นทั้งการตรวจสอบข้อมูลทางการเงินของผู้ถือหุ้นกู้ จึงต้องดำเนินการโดยใช้ในระดับของผู้มีวิชาชีพ เพื่อให้ตรงตามเงื่อนไขที่กำหนดไว้ในสัญญา เพื่อเป็นการป้องกันสิทธิของผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งในต่างประเทศได้มีข้อกำหนดไว้ในสัญญาให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ต้องดำเนินการตรวจสอบ และทำการวิเคราะห์ข้อมูลที่ได้รับมาว่าถูกต้องหรือไม่ แต่อย่างไรก็ตามผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ไม่ต้องรับผิดชอบ ด้วยการดำเนินการตามข้อมูลดังกล่าว หากเป็นการเชื่อถือได้ว่าข้อมูลด้วยความสุจริต และด้วยความระมัดระวังอันพึงคาดหมายได้ แม้จะปรากฏในภายหลังว่าข้อมูลที่ได้รับดังกล่าวนี้จะมีข้อบกพร่อง หรือไม่เป็นความจริงก็ตาม

ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในการเปิดเผยข้อมูลที่ได้รับจากผู้ถือหุ้นกู้ หรือข้อมูลที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ได้ทำหน้าที่แจ้งให้ผู้ถือหุ้นกูทราบตามที่กำหนดไว้ในสัญญา แต่ในเรื่องของการป้องกันข้อมูลมิให้รั่วไหล (Chinese Wall) ซึ่งเป็นหลัก Fiduciary ที่ได้ปรับเปลี่ยนมาสู่ความสัมพันธ์ของความลับของคู่กรณี (Confidential Relations)¹⁶ ที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นจะได้รับทราบข้อมูลต่างๆที่เกี่ยวข้องกับหุ้นกู้บางประการก่อนผู้ถือหุ้นกู้ หรือก่อนบุคคลภายนอก ซึ่งการป้องกันข้อมูลมิให้รั่วไหลนั้นเป็นการจัดการป้องกันข้อมูลที่มีความสำคัญเพื่อมิให้รั่วไหลออกไปสู่ระหว่างแผนกต่างๆของบริษัทที่เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ เช่นแผนกที่มีการลงทุนในหุ้นกู้ ที่อาจมีการนำข้อมูลจากแผนกที่ทำหน้าที่เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้นั้นไปแสวงหาผลประโยชน์ในทางมิชอบได้ เช่นการนำไปซื้อขายหุ้นกู้ แล้วทำให้เกิดความเสียหายกับผู้ถือหุ้นกู้จากราคาของหุ้นกู้ที่ได้ตกลงไปอย่างมากมาย หากมีการนำข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหุ้นกู้นั้นไปใช้อย่างมิชอบ ดังที่ได้เกิดขึ้นในกรณีของบริษัท RJR Nabisco ในต่างประเทศ ที่ราคาของหุ้นกู้ของบริษัทดังกล่าวมีราคาตกต่ำลงถึงร้อยละ 20 ในระยะเวลาเพียงข้ามคืน และทำความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้นกู้นั้นเป็นจำนวนมากถึงหนึ่งพันล้านเหรียญสหรัฐอเมริกา¹⁷

ข้อมูลที่สำคัญที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จะต้องทำการป้องกันได้แก่ การมิให้เข้าถึงเอกสารทางกฎหมาย (Separate Legal entities) ที่เป็นหนังสือการแจ้งการผิดนัด หรือเอกสารที่เป็นการ

¹⁶ George C. Bogert., "Confidential Relations and Unenforceable Express Trusts," *Cornell Law Quarterly*, (1928) : 237-240.

¹⁷ Christopher Farrell, "Bondholders are Mad as Hell and They are not going to Take It Anymore," *Business Week*, (6 February 1989) : 82.

ดำเนินการทางกฎหมายอื่นๆ ที่ต้องมีการควบคุมให้เฉพาะผู้ที่เกี่ยวข้องกับการทำหน้าที่เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นที่สามารถเข้าถึงได้ เพื่อให้ข้อมูลดังกล่าวรั่วไหลออกไปสู่แผนกอื่น หรือพนักงานคนอื่นในบริษัทของผู้แทนผู้ถือหุ้น ที่อาจนำข้อมูลดังกล่าวไปแสวงหาประโยชน์ได้ และอาจนำไปสู่การก่อให้เกิดผลประโยชน์ขัดแย้งได้ ซึ่งนอกจากเอกสารทางกฎหมายแล้ว ยังรวมไปถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติการอื่นๆ ของผู้แทนผู้ถือหุ้นที่เป็นความลับซึ่งต้องควบคุมป้องกันมิให้รั่วไหลด้วย เพื่อให้การทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นนั้นด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและความไว้วางใจ

แต่หลักความซื่อสัตย์สุจริต และความไว้วางใจในส่วนของ การป้องกันข้อมูลมิให้รั่วไหล เป็นการยากสำหรับผู้แทนผู้ถือหุ้นในการจัดการป้องกันข้อมูลที่มีความสำคัญดังกล่าว ในกรณีที่ เป็นผู้บริหารระดับสูงของบริษัทผู้แทนผู้ถือหุ้น ที่สามารถเข้าถึงแหล่งข้อมูลนั้นได้ หรือในกรณีที่ผู้เสียหายต้องทำการพิสูจน์ว่าข้อมูลที่ได้รั่วไหลแล้วเกิดความเสียหายขึ้นนั้นมาจากความบกพร่องของผู้แทนผู้ถือหุ้น แต่อย่างไรก็ตามจึงควรมีให้การออกกฎเพื่อทำการควบคุมการทำหน้าที่ของบริษัทที่ทำหน้าที่เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นให้มีความเข้มงวด และมีประสิทธิภาพมากขึ้น ตามแนวคิดของบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) ที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นทำหน้าที่ตรวจสอบ แข็งขัน และกระทำการไม่เข้าข้างฝ่ายใด (the Duty to Monitor, Actively and Independently)¹⁶ เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่ไม่ถูกแสวงหาประโยชน์จากการทำหน้าที่นั้น

จากประกาศของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตามที่กำหนดไว้ในข้อกำหนดสิทธิมาตรฐานที่กำหนดให้การทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นต้องกระทำด้วยความระมัดระวังและดูแลรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเสียผู้มิวิชาชีพพึงกระทำในกิจการ และไม่ต้องรับผิดชอบจากการปฏิบัติหน้าที่เว้นแต่การปฏิบัติหน้าที่ หรือละเว้นการปฏิบัติหน้าที่ด้วยความจงใจ หรือมิได้ใช้ความระมัดระวังตามที่พึงคาดหมายได้จากบุคคลที่ประกอบกรเป็นผู้แทนผู้ถือหุ้น ซึ่งหลักความซื่อสัตย์สุจริตและความไว้วางใจของผู้แทนผู้ถือหุ้นยังได้เกี่ยวข้องและรวมถึงร่างพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน ซึ่งเป็นกฎหมายที่กำลังจะออกมาเพื่อช่วยพัฒนาให้มีการใช้ทรัสต์เป็นเครื่องมือในการอำนวยความสะดวกแก่การทำธุรกรรมต่างๆ ในตลาดทุน และเพื่อเป็นการแก้ไขอุปสรรคในการประกาศ ธุรกิจและการระดมทุนในตลาดทุน ก็ได้บัญญัติถึงการทำหน้าที่ของทรัสต์ให้จัดการทรัสต์ในลักษณะที่เป็นธรรมและได้เปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องให้ผู้รับประโยชน์ ในมาตรา 46 ที่บัญญัติห้ามการแสวงหาผลประโยชน์จากการจัดการทรัสต์ให้กับตน

¹⁶ Efrat Lev. "The Indenture Trustee: Does it really protect bondholders?," *University of Miami Business Law Review* (Winter 1999) : 44-45.

เอง หรือบุคคลที่เกี่ยวข้อง รวมถึงการกำหนดให้ผู้ทำหน้าที่ทรัสต์ในการทำหน้าที่ดูแลผู้ถือหุ้นให้มีลักษณะหรือไม่มีลักษณะต้องห้ามตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนดเกี่ยวกับความรู้ ความสามารถและความซื่อสัตย์สุจริต รวมทั้งเกี่ยวกับความขัดแย้งผลประโยชน์ เพื่อรักษาความน่าเชื่อถือ หรือความไว้วางใจในการประกอบธุรกิจ ให้มีรูปแบบลักษณะเช่นเดียวกับหลักของ Fiduciary ของกฎหมายของต่างประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการปรับมาจากคำพิพากษาของศาลในประเทศที่ใช้ระบบกฎหมายแบบ Common Law ที่ได้กำหนดหลักเกณฑ์การทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นและการทำหน้าที่ของทรัสต์ที่มีความเกี่ยวข้องกับ ความระมัดระวัง และความซื่อสัตย์สุจริต และต่อมาได้บัญญัติเพื่อบังคับใช้เป็นกฎหมาย

แม้ว่าในปัจจุบันกฎหมายของประเทศไทยจะได้มีการนำข้อกำหนดในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการมีผลประโยชน์ขัดแย้ง และการห้ามมิให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกระทำการบางอย่าง รวมถึงการกำหนดให้ต้องทำหน้าที่ความระมัดระวังและดูแลรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเชิงผู้มิวิชาชีพ ingsกระทำในกิจการแล้วก็ตาม แต่ยังไม่เพียงพอที่ต่อประสิทธิภาพในการควบคุมการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้น เพื่อมิให้การทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นจงใจกระทำการโดยไม่สุจริต ละเลยที่กระทำกร หรือประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรง แต่ยังไม่มีความพิพากษาของศาลมาตัดสินให้เป็นบรรทัดฐานที่เป็นมาตรฐานของความซื่อสัตย์สุจริตและความระมัดระวังของอำนาจหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้แทนผู้ถือหุ้นไว้

ฉะนั้นหากมีคดีเกิดขึ้นเกี่ยวกับประเด็นดังกล่าว ศาลของประเทศไทยจึงควรที่จะนำหลักของ Fiduciary ของกฎหมายของต่างประเทศ ที่ปรับมาจากคำพิพากษาของศาลต่างประเทศมาบังคับใช้กับการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นด้วยเช่นกัน ในกรณีที่มีข้อขัดแย้งจากการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นในประเทศไทยในส่วนหลักความซื่อสัตย์สุจริตและความไว้วางใจ เพื่อให้การทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นให้มีมาตรฐานการทำหน้าที่ให้สูงขึ้น รวมถึงการให้มีการนำร่างพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนมาเพื่อบังคับใช้ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับหลักเกณฑ์ของความซื่อสัตย์และความไว้วางใจของผู้ที่ทำหน้าที่เป็นทรัสต์ด้วย ซึ่งจากร่างกฎหมายดังกล่าวได้เพิ่มอำนาจในการควบคุมของสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้มากขึ้นเพื่อกำกับดูแล เพื่อเป็นการควบคุมการทำหน้าที่ของผู้ที่ทำหน้าที่เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นให้มีความเข้มงวดกว่ากฎหมายในปัจจุบันในส่วนหลักความซื่อสัตย์สุจริตและความไว้วางใจ และจะทำมาตรฐานการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นให้มีลักษณะรูปแบบเดียวกับกฎหมาย Trust Law ในต่างประเทศ และเพิ่มข้อกำหนดของการทำหน้าที่ตามมาตรฐานของผู้มิวิชาชีพที่มีความระมัดระวัง และความซื่อสัตย์สุจริตตามความไว้วางใจที่ได้รับ และเพิ่มในส่วนที่

เกี่ยวข้องการตรวจสอบข้อมูลที่รับว่ามีความถูกต้องและการป้องกันข้อมูลที่รับมิให้รั่วไหลเพื่อมิให้นำไปหาแสวงหาประโยชน์ที่มิชอบ

จึงอาจกล่าวได้ว่าการป้องกันผู้ถือหุ้นผู้ได้รับความเสียหายจากการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้น และจะทำให้การหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นได้ทำหน้าที่อย่างถูกต้องตามกฎหมาย และสัญญาอันั้น โดยเฉพาะในส่วนของอำนาจการตัดสินใจในการดำเนินการต่างๆของผู้แทนผู้ถือหุ้นหลักของ Fiduciary จึงเป็นสิ่งจำเป็น และมีความสำคัญที่ผู้ถือหุ้นควรที่จะได้รับเพื่อเป็นการป้องกันผู้ถือหุ้น และควรที่จะต้องสามารถระบุขอบเขต และกำหนดได้ถึงความซื่อสัตย์สุจริต และความระมัดระวังของการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นให้มีความเหมาะสมกับสภาพการณ์ต่างๆอีกด้วย เพื่อไม่ให้เกิดความสับสนของแต่ละระดับมาตรฐานของการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นตามกฎหมายนั้น (Common Law Fraud Standard) ที่อาจจะเกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์¹⁹

5.3 ปัญหาในการป้องกันผู้ถือหุ้นจากการฉ้อโกงของผู้ถือหุ้นในการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นที่มีต่อผู้ถือหุ้น

หน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นนอกจากการรับหลักประกันของหุ้น บังคับหลักประกันของหุ้น บังคับชำระหนี้กับผู้ถือหุ้น และทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการแจ้งและจัดส่งข้อมูลต่างๆที่เกี่ยวข้องกับหุ้นให้ผู้ถือหุ้นทั้งหลายแล้ว ตามที่บัญญัติไว้ในกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และในสัญญาของหุ้นแล้ว หน้าที่ที่สำคัญอีกอย่างของผู้แทนผู้ถือหุ้นได้แก่ การทำหน้าที่เพื่อคุ้มครองดูแลให้ผู้ถือหุ้นให้ได้รับการปฏิบัติตามเงื่อนไขในสัญญาของหุ้นจากบริษัทผู้ถือหุ้น เนื่องจากว่าผู้ถือหุ้นมีฐานะเสมือนเป็นเจ้าของหุ้นของผู้ถือหุ้น ที่ได้รับผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ย และได้รับชำระคืนเงินต้นเมื่อครบกำหนดระยะเวลา และในกรณีที่บริษัทผู้ถือหุ้นถูกชำระบัญชี หรือเลิกกิจการ ผู้ถือหุ้นจึงมีสิทธิเรียกร้องการชำระคืนเงินต้นก่อนผู้เป็นเจ้าของ หรือผู้ถือหุ้นของกิจการนั้น แต่การลงทุนในหุ้นก็ยังคงมีความเสี่ยงอยู่ ในกรณีถ้าหากว่ากิจการของผู้ถือหุ้นที่ได้ถือหุ้นนั้นประสบปัญหาทางการเงิน หรือล้มละลาย หรือเลิกกิจการ ทำให้ไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ย หรือคืนเงินต้นได้ทั้งหมด หรือถ้าหากหุ้นนั้นมีมูลค่าเปลี่ยนแปลงลดลงเนื่องจากภาวะการซื้อขายหุ้นในตลาดรอง ก็จะทำให้ผู้ลงทุนในหุ้นขาดทุนได้เช่นกัน²⁰

¹⁹ Jerry W. Markham, "Fiduciary Duties Under the Commodity Exchange Act," *Notre Dame Law Review*, (1992) : 199.

²⁰ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, *เปิดประตูสู่การลงทุน* (กรุงเทพมหานคร, 2544), หน้า 12.

จากวิกฤติเศรษฐกิจในปีพ.ศ. 2540 ทำให้เกิดการผิวนัดชำระหนี้ของผู้ถือหุ้นกู้เพิ่มสูงขึ้นมาก ซึ่งมีตราสารหนี้ที่ได้ผิวนัดชำระหนี้ได้เพิ่มจำนวนขึ้นเป็น 37 ตราสาร หรือเท่ากับร้อยละ 28 ของตราสารหนี้ที่จดทะเบียนในศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย²¹ ซึ่งเกิดจากที่ผู้ถือหุ้นกู้ไม่สามารถชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยให้กับผู้ถือหุ้นกู้ที่ถือหุ้นกู้ของบริษัทเหล่านั้น หรือจากการที่ผู้ถือหุ้นกู้ได้ปฏิบัติผิดสัญญาของผู้ถือหุ้นกู้ เนื่องจากปัญหาทางการเงิน หรือเกิดจากการบริหารงานที่ผิดพลาดของผู้ถือหุ้นกู้ หรือปัญหาด้านอื่นๆ ซึ่งทำให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ลงทุนในหุ้นกู้จากการที่ผู้ถือหุ้นกู้ปฏิบัติผิดสัญญาหรือไม่ปฏิบัติตามสัญญา มีผลให้ผู้ถือหุ้นกู้ และผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ได้แต่เพียงการใช้สิทธิฟ้องร้องทางศาลเพื่อบังคับให้เป็นไปตามกฎหมายและสัญญาของหุ้นกู้นั้น และหากเกิดความเสียหายนั้นขึ้น ผู้ที่ทำการฟ้องร้องก็ต้องเป็นฝ่ายพิสูจน์ความเสียหายต่อศาล ซึ่งจะต้องเสียเวลาและเสียค่าใช้จ่ายจากการดำเนินการดังกล่าว จึงเป็นผลเสียต่อพัฒนาการในภายภาคหน้าของตราสารประเภทหนี้ จึงควรที่จะมีการเพิ่มมาตรการทางกฎหมายเพื่อให้ความคุ้มครองผลประโยชน์โดยรวมของผู้ถือหุ้นกู้ทั้งหมด²²

จากเหตุการณ์ที่ทำให้มีการผิวนัดเกิดขึ้นเป็นจำนวนมากเป็นเหตุทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ได้รับความเสียหายจากการไม่ได้รับชำระดอกเบี้ย หรือไม่ได้รับเงินต้นคืนจากผู้ถือหุ้นกู้ทั้งในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจที่ผ่านมาในประเทศไทย แม้ว่าผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้มีหน้าที่ในการบังคับชำระหนี้กับผู้ถือหุ้นกู้ แต่ก็ไม่สามารถบรรเทาความสูญเสียของผู้ถือหุ้นกู้ได้ และจากที่มีเหตุผิวนัดซึ่งได้สร้างความเสียหายให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้อย่างมากมาที่ประเทศสหรัฐอเมริกา ที่ได้เกิดขึ้นเป็นประวัติศาสตร์ในปีค.ศ. 1983 ที่บริษัทผู้ถือหุ้นกู้ได้ออกหุ้นกู้เพื่อที่จะนำเงินนั้นไปสร้างโครงการก่อสร้างโรงงานไฟฟ้านิวเคลียร์ แล้วต่อมาผู้ถือหุ้นกู้นั้นได้ทำการผิวนัดชำระหนี้ เป็นผลให้ผู้ถือหุ้นกู้จำนวนหลายพันรายได้รับความเสียหายเป็นจำนวนเงินรวมสูงถึงเจ็ดพันล้านเหรียญสหรัฐอเมริกา จากการไม่ได้รับเงินต้นคืนพร้อมทั้งดอกเบี้ย เพื่อเป็นการป้องกันเหตุการณ์ที่เป็นเหตุให้บริษัทผู้ถือหุ้นกู้ได้ทำการผิวนัดกับผู้ถือหุ้นกู้ และเพื่อเป็นการหลีกเลี่ยงปัญหาที่อาจจะเกิดขึ้นดังกล่าว จึงมีข้อเรียกร้องที่เสนอให้มีเครื่องมือในการป้องกันเหตุที่ทำให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้นกู้นั้น ด้วยการให้ผู้

²¹ บริษัทไทยเรตติ้ง แอนด์ อินฟอร์เมชัน เซอร์วิส, "การผิวนัดชำระหนี้ของผู้ถือตราสารหนี้เอกชน," กรุงเทพมหานคร (25 มิถุนายน 2544) : 8.

²² ยาวรัตน์ กุหลาบเพชรทอง, "กฎหมายเกี่ยวกับหุ้นกู้แปลงสภาพ," วารสารกฎหมายธุรกิจ, 15 (ธันวาคม 2537) : 44.

แทนผู้ถือหุ้นกู้ได้ทำการติดตามตรวจสอบดูแลการบริหารจัดการของผู้ถือหุ้นกู้ขึ้น เพื่อเป็นการป้องกันผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้ก่อนที่จะมีเหตุการณ์ที่เป็นปัญหาได้เกิดขึ้น²³

โดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จึงควรมีบทบาทหน้าที่ที่เพิ่มขึ้นในเชิงรุก เนื่องจากในปัจจุบันนั้นหน้าที่ก่อนการผิมนัดของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้มีจำกัดตามที่กำหนดไว้ในกฎหมาย จึงควรให้มีหน้าที่ที่เพิ่มขึ้นเพื่อเป็นการป้องกันเหตุการณ์ที่สามารถคาดเห็นได้อย่างสมเหตุสมผลที่ก่อให้เกิดความสูญเสียแก่ผู้ถือหุ้นกู้ นอกเหนือจากการเจรจาต่อรองในเงื่อนไขที่เป็นสัญญาของผู้ถือหุ้นกู้ตั้งแต่เริ่มต้นการออกหุ้นกู้แล้ว หน้าที่ก่อนการผิมนัด (Pre-Default Duty) โดยเริ่มตั้งแต่การทำหน้าที่ในการตรวจสอบและวิเคราะห์ในฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้พิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินของผู้ถือหุ้นกู้ที่ได้ถูกกำหนดไว้เป็นเงื่อนไขที่ห้ามดำเนินการ (Negative Covenant) ในสัญญาของผู้ถือหุ้นกู้ ที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สามารถตรวจสอบและวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินนั้นได้จากข้อมูลทางการเงินของผู้ถือหุ้นกู้ที่ส่งมาโดยผู้ถือหุ้นกู้ให้กับผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ตามหน้าที่ของผู้ถือหุ้นกู้ที่ต้องดำเนินการจัดส่งให้ตามเงื่อนไขในสัญญาของผู้ถือหุ้นกู้

การตรวจสอบอัตราส่วนทางการเงินของผู้ถือหุ้นกูดังกล่าวโดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เพื่อเป็นการป้องกันการเพิ่มขึ้นของหนี้ของผู้ถือหุ้นกู้โดยไม่ได้รับความยินยอมจากผู้ถือหุ้นกู้ก่อน โดยให้ดำเนินการการตรวจสอบในอัตราส่วนทางการเงินของผู้ถือหุ้นกู้ให้มีลักษณะเช่นเดียวกับตามเงื่อนไขในสัญญาสนับสนุนทางการเงินของสถาบันการเงินต่างๆ ที่มีธนาคารที่เป็นเจ้าหนี้ทำหน้าที่เป็นผู้ตรวจสอบฐานะทางการเงินของลูกค้าหนี้กันอย่างเข้มงวด เช่นการกำหนดอัตราส่วนความสามารถในการก่อหนี้ (Debt Ratio) หรือ อัตราส่วนการจัดการหนี้สิน (Debt Management Ratio) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt-Asset Ratio) หรืออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt-Equity Ratio)²⁴ เป็นการควบคุมโดยอาศัยข้อมูลซึ่งสรุปฐานะทางการเงินของผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งพิจารณาการก่อหนี้ของผู้ถือหุ้นกู้เป็นสำคัญ

โดยการคำนวณจากอัตราส่วนจากการวัดด้านการเงินที่ปรากฏในงบดุล และงบกำไรขาดทุนของบริษัทเป็นประจำตามระยะเวลาที่ได้กำหนดในสัญญาของผู้ถือหุ้นกู้ เหตุผลก็เพื่อเป็นการหลีกเลี่ยง

²³ Theodore J. Sawicki, "Comment the Washington Public Power Supply System Bond Default : Expanding the Preventive Role of the Indenture Trustee," *Emory Law Journal*, (Winter, 1985) : 157.

²⁴ Jackson Kronman, "Secured Financing and Priority Among Creditor," *Yale Law Journal*, (1979) : 49.

เสียงความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นที่มีต่อบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ที่อาจก่อให้เกิดหนี้ที่เพิ่มขึ้นจนเป็นการเกินตัวเกินกว่ารายได้ของผู้ออกหุ้นกู้ หรือเพื่อเป็นการตรวจสอบดูว่าผู้ออกหุ้นกู้ได้นำเงินนั้นไปใช้ในการดำเนินการทางธุรกิจที่เหมาะสมหรือไม่ เป็นการป้องกันปัญหาทางการเงินของผู้ออกหุ้นกู้ และเพื่อเป็นการป้องกันไม่ให้มีเจ้าหนี้รายอื่นมาเฉลี่ยรายได้ของผู้ออกหุ้นกู้ที่ควรจะไปจ่ายเป็นดอกเบี้ยให้กับผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งเหตุผลก็เพื่อเป็นการควบคุมดูแลเพื่อให้บริษัทผู้ออกหุ้นกู้สามารถดำเนินการจ่ายหนี้ได้ตามระยะเวลาที่ได้กำหนดไว้ในสัญญาของหุ้นกู้ หรือเพื่อไม่ให้มีเจ้าหนี้รายอื่นมาเฉลี่ยเงินในส่วนของผู้ออกหุ้นกู้ที่ได้รับคืน เมื่อมีการบังคับชำระหนี้กับผู้ออกหุ้นกู้ แต่อย่างไรก็ตามระดับของการทำหน้าที่ในการตรวจสอบดังกล่าวข้างต้นของผู้แทนผู้ถือหุ้นกุนั้นจะต้องไปเป็นตามระดับของมาตรฐานของความระมัดระวังอย่างผู้มีวิชาชีพด้วยเช่นกัน

การป้องกันการผิดนัดโดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกุนั้นรวมถึงหน้าที่ในการตรวจสอบกระบวนการที่เป็นการควบคุมการตัดสินใจในการบริหารกิจการ (Controlling Managerial Discretion) ของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ด้วย เนื่องจากผู้ถือหุ้นกู้ประสงค์ให้ที่จะให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เข้าไปมีหน้าที่ที่เกี่ยวข้องในการตรวจสอบกระบวนการในการบริหารงานของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ เพื่อมิให้เกิดการบริหารงานที่ผิดพลาด หรืออาจเป็นการฉ้อฉลเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ หรือการลงทุนที่ไม่ถูกต้องที่เกี่ยวข้องในการดำเนินการในกิจการของผู้ออกหุ้นกุนั้นอาจเกิดความเสียหายอย่างร้ายแรง เป็นเหตุให้เกิดการผิดนัดกับผู้ถือหุ้นกู้ ในกรณีที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ควรที่จะเข้าไปเกี่ยวข้องได้แก่การที่ผู้ออกหุ้นกู้จ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งการมีข้อกำหนดในการจ่ายเงินปันผลนั้นสามารถกระทำได้ เพื่อกำหนดไม่ให้มีการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนที่มากเกินไป จนอาจเกิดผลกระทบกระแสเงินสดในบัญชีของผู้ออกหุ้นกู้ได้ เพื่อเป็นการป้องกันผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่เป็นความเสี่ยงทางการเงินของผู้ออกหุ้นกู้ โดยสามารถนำไปใส่เป็นข้อกำหนดที่เป็นเงื่อนไขในสัญญาของหุ้นกู้ เพื่อเป็นการควบคุมผู้ออกหุ้นกู้ด้วยเงื่อนไขและข้อกำหนดทางสัญญาของหุ้นกู้ ซึ่งเงื่อนไขและข้อกำหนดดังกล่าวนี้ สัญญาของหุ้นกู้ในประเทศสหรัฐอเมริกา เมื่อเทียบกับในจำนวนของสัญญาหุ้นกู้โดยทั่วไปถึงร้อยละ 90 นั้นมีข้อกำหนดการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวในแต่ละหุ้นกุนั้นมีเพียงจำนวนร้อยละ 20 ถึงร้อยละ 50 ของสัญญาของหุ้นกุนั้นที่มีเงื่อนไขและข้อกำหนดดังกล่าวนี้²⁵

กิจกรรมที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ควรที่จะต้องเข้าไปเกี่ยวข้องในการตรวจสอบในการดำเนินการของผู้ออกหุ้นกุก็คือกิจกรรมหนึ่งได้แก่ การป้องกันมิให้ผู้ออกหุ้นกุนำหลักประกันของหุ้นกู้ที่ใช้ในการ

²⁵ Stewart M. Robertson, "Debenture Holders and Indenture Trustee : Controlling Managerial Discretion in the Solvent Enterprise," *Harvard Journal Law & Public Policy* (1988) : 479.

บริหารกิจการของผู้ถือหุ้นกู้ หรือนำทรัพย์สินบางส่วนของผู้ถือหุ้นกู้ไปจำนอง จำนำ นำไปเป็นหลักประกัน หรือนำไปก่อให้เกิดภาระผูกพันในทรัพย์สินกับเจ้าหนี้รายอื่นนั้น ซึ่งเงื่อนไขดังกล่าว นั้นสามารถถูกกำหนดได้ในสัญญาของหุ้นกู้ ที่เป็นเงื่อนไขที่เป็นข้อกำหนดที่เรียกว่า Negative Pledge Covenant เพื่อเป็นการมิให้ทรัพย์สินของผู้ถือหุ้นกู้ถูกนำไปเฉลี่ยให้กับเจ้าหนี้รายอื่น ทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ได้รับส่วนแบ่งคืนมากขึ้นเมื่อมีการบังคับชำระหนี้กับผู้ถือหุ้นกู้ และเพื่อมิให้ผู้ถือหุ้น กู้ก่อนนี้เพิ่มมากขึ้นโดยนำทรัพย์สินของบริษัทผู้ถือหุ้นกู้ไปเป็นหลักประกันเพิ่ม ซึ่งเงื่อนไขในข้อ กำหนดนี้ขึ้นอยู่กับขั้นตอนและวิธีการของการเจรจาต่อรองในเงื่อนไขของสัญญาของหุ้นกู้โดยผู้ แทนผู้ถือหุ้นกู้เช่นกัน และทำให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้มีบทบาทในการตรวจสอบและติดตามในหนี้ที่มี หลักประกันของผู้ถือหุ้นกู้ที่จะก่อขึ้นภายหลังจากการเสนอขายหุ้นกู้นั้นให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้แล้ว²⁶

โดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ต้องทำหน้าที่ติดตามดูแลผู้ถือหุ้นกู้เมื่อมีเหตุการณ์ที่เสี่ยงต่อการผิด นัด (Triggering Events) ในการเสนอแนะ และดำเนินการการแจ้งข้อมูลที่เกี่ยวข้องให้กับผู้ถือหุ้น กู้ตามข้อกำหนดของสัญญาของหุ้นกู้ ในเมื่อพบเหตุการณ์ที่เสี่ยงให้เกิดการผิดนัดของผู้ถือหุ้น กู้หรือเป็นเหตุให้เกิดการผิดนัดตามข้อกำหนดในสัญญาของหุ้นกู้ได้แก่ การควบรวมกิจการ (Merger) ที่เป็นการรวมกิจการของบริษัทผู้ถือหุ้นกู้กับบริษัทอื่น ซึ่งรวมกันจนเหลือกิจการเดียว หรือการครอบงำกิจการ (Take over) ที่เป็นการเข้าซื้อหุ้นโดยบุคคลอื่นให้มีจำนวนเพียงพอที่จะกุม เสี่ยงในบริษัทผู้ถือหุ้นกู้เพื่อจะเข้าไปควบคุมกิจการนั้น หรือการซื้อกิจการ (Acquisitions and Leverage Buyout) เป็นการซื้อกิจการทั้งหมด หรือกิจการเฉพาะอย่าง หรือซื้อทรัพย์สินที่สำคัญ ของผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งอาจเกิดผลเสียต่อผู้ถือหุ้นกู้ได้เช่นมีการซื้อกิจการนำไปขายทอดตลาดเพื่อทำ กำไร ซึ่งไม่ได้ก่อให้เกิดประสิทธิผลทางเศรษฐกิจ อาจเป็นการสูญเสียโอกาสในการเติบโตระยะ ยาวของกิจการนั้นๆ และหากบริษัทผู้ถือหุ้นกู้ที่เป็นเป้าหมายมีหนี้สินในรูปของการออกหุ้นกู้ขาย แก่ประชาชน เมื่อเกิดซื้อหรือครอบครองกิจการขึ้น มูลค่าของหุ้นกู้ของบริษัทผู้ถือหุ้นกู้ที่ถูกยึดจะ ตกต่ำลงทันทีเพราะความเชื่อถือของตลาดว่าเมื่อการควบรวมบริษัทสำเร็จแล้ว กิจการดังกล่าว ต้องรับภาระหนี้สินที่เพิ่มขึ้นอันเป็นการลดความเชื่อถือของบริษัทผู้ถือหุ้นกู้ไป บริษัทจึงขาดทุน²⁷

ในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปีค.ศ.1984 ถึงปีค.ศ. 1988 ที่มีบริษัทผู้ถือหุ้นกู้ถึงจำนวน 183 บริษัท ที่ราคาของหุ้นกู้ของบริษัทผู้ถือหุ้นกูดังกล่าวนั้นได้มีมูลค่าลดต่ำลงในการซื้อขายใน

²⁶ Morey W. McDaniel, "Bondholders and Corporate Governance," *The Business Lawyer*. (February 1986) : 265.

²⁷ พิชัย นิลทองคำ, *สัญญากิจการร่วมค้า Joint Ventures การรวมและการเข้าซื้อกิจการ* (กรุงเทพมหานคร : 2535) หน้า 47.

ตลาดรอง หรือถูกลดอันดับจากการจัดเครดิตของหุ้นกู้โดยสถาบันการจัดเครดิต หรือทำให้เกิดการผิวนัดของผู้ออกหุ้นกู้มากขึ้น เนื่องจากเหตุการณ์การควบรวมกิจการ หรือการครอบงำกิจการ หรือการซื้อกิจการ ที่เกี่ยวกับผู้ออกหุ้นกุนั้น ซึ่งได้มีการเกิดขึ้นมากในช่วงเวลานั้น เป็นผลให้หุ้นกู้ของบริษัทที่ก่อนที่จะมีเหตุการณ์นั้นมีราคาเป็นที่ดึงดูดและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน (Blue-Chip Bond) เปลี่ยนมาเป็นหุ้นกู้ขยะ (Junk Bond) เป็นหุ้นกู้ที่ไม่มีราคา ที่มีฐานะทางการเงินยังไม่แข็งแรง ที่นักลงทุนต่างพากันเทขาย ซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ที่ถือหุ้นกู้ของบริษัทนั้นได้รับความสูญเสียเป็นอย่างมากจากราคาที่ลดต่ำลงในตลาดรอง หรือการผิวนัดชำระดอกเบี้ยหรือเงินต้น ผู้ถือหุ้นกู้ทั้งหลายจึงได้มีการเรียกร้องให้มีเงื่อนไขที่เป็นการป้องกันการผิวนัดดังกล่าวให้ใส่ไว้ในสัญญาของหุ้นกู้ และให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกุก่อนหน้าในการติดตามตรวจสอบดูแลเพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดในสัญญาของหุ้นกุดังกล่าว เพื่อเป็นการป้องกันผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้จากเหตุการณ์ที่เป็นความเสี่ยงต่อการผิวนัด (Risk Events) ที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต²⁸

ประเด็นในการป้องกันผู้ถือหุ้นกู้โดยการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ที่มีบทบาทในการเข้าไปดูแลหุ้นกู้ที่จะถูกกำหนดไว้ในสัญญาของหุ้นกุนั้น ในอีกกรณีหนึ่งได้แก่ การเปลี่ยนแปลงอำนาจการควบคุมตามเงื่อนไขในสัญญาของหุ้นกู้ (Change of Control Covenant) เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นกู้ที่อาจจะเกิดขึ้นจากเหตุการณ์ต่างๆ จากการที่ผู้ออกหุ้นกู้ถูกเข้าไปควบรวมกิจการ การครอบงำกิจการ หรือถูกเข้าซื้อกิจการโดยบุคคลอื่น ซึ่งทำให้เกิดมีการเปลี่ยนแปลงคณะผู้บริหารของกิจการของผู้ออกหุ้นกู้ หรือเป็นเหตุให้มีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขข้อกำหนดในสัญญาของหุ้นกุนั้น จึงต้องมีการดำเนินการโดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เพื่อเป็นการป้องกันผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้จากการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขในข้อตกลงในสัญญาของหุ้นกุนั้นที่มีผลทำให้ผู้ถือหุ้นกู้เสียประโยชน์จากข้อกำหนดที่มีการเปลี่ยนแปลงจากเดิมที่ได้มีการตกลงกันไว้เมื่อมีการเสนอขายหุ้นกู้ตั้งแต่ตอนต้น²⁹

เนื่องจากการขอให้มีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขข้อกำหนดสิทธิที่ผูกพันต่อผู้ถือหุ้นกู้สามารถกระทำได้ตลอดเวลาของหุ้นกู้ หรือการลงมติให้ดำเนินการต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการขอเปลี่ยนโดยผู้ถือหุ้นกู้ที่มีจำนวนหุ้นกุก่มากพอ หรือโดยผู้ออกหุ้นกู้เอง แต่การลงมติอนุมัติให้มีการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขหรือข้อกำหนดในสัญญาของหุ้นกุนั้นจำเป็นต้องมีจำนวนเสียงของหุ้นกู้จากที่ประชุมผู้

²⁸ Dennis J. Block and Jonathan M. Hoff, "Bondholder Protection in M&A Transactions," *New York Law Journal*, (1990) : 189.

²⁹ Marcel Kahan and Micheal Klausner, "Antitakeover Provision in Bonds : Bondholder Protection or Management Entrenchment?," *UCLA Law Review*. (August 1993) : 931.

ถือหุ้นกู้ตามที่กำหนดในสัญญาของหุ้นกู้ นั้น จึงเกิดการต่อสู้ของตัวแทนของผู้ถือหุ้นกู้ (Proxy Fight) ในการลงมติที่ขอให้มีการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขหรือข้อกำหนด หรือการลงมติให้ดำเนินการต่างๆ ในกรณีดังกล่าวนี้ ได้เกิดขึ้นอย่างมากมายในต่างประเทศ เมื่อบริษัทผู้ออกหุ้นกู้มีโอกาสที่จะล้มละลาย หรือจะมีการผิดนัดตามข้อกำหนด หรือเมื่อมีการขอให้มีการเปลี่ยนแปลงข้อกำหนด เพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้ออกหุ้นกู้มากขึ้น หรือเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในการดำเนินการต่างๆของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้โดยใช้มติของประชุมผู้ถือหุ้นกู้ที่มีเสียงข้างมาก เช่นในกรณีที่เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาที่บริษัท TargetCo เป็นผู้ออกหุ้นกู้ได้เข้ามาแทรกแซงเกี่ยวกับการลงมติในที่ประชุม โดยได้ทำการตกลงกับผู้ถือหุ้นกู้บางส่วนเพื่อให้ได้เสียงข้างมากในการลงมติในที่ประชุมผู้ถือหุ้นกู้ เป็นเหตุให้ไม่มีการดำเนินการใดๆจากผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ที่มีต่อผู้ออกหุ้นกู้ เนื่องจากขาดคะแนนเสียงในการลงมติดังกล่าว ทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ที่ได้ลงมติให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ดำเนินการนั้นได้รับความเสียหายจากการไม่ดำเนินการใดๆของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้³⁰

ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้มีหน้าที่ทำการตรวจสอบในส่วนที่เกี่ยวข้องกับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นกู้ นั้น ด้วย การตรวจสอบควาผู้ถือหุ้นกู้ที่มาประชุมหรือได้มอบฉันทะมาในการประชุมผู้ถือหุ้นกู้ และได้ทำการลงมติดำเนินการนั้น ได้ทำกระทำการตามขั้นตอนอย่างถูกต้อง และการลงมตินั้นเป็นไปถูกต้องตามจำนวนของหุ้นกู้ที่ได้กำหนดไว้ในข้อกำหนดสิทธิ ซึ่งต้องมีการบันทึกองค์ประชุมของการประชุมผู้ถือหุ้นกู้ และการลงมติของผู้ถือหุ้นกู้ไว้อย่างเป็นทางการ และสามารถตรวจสอบได้ สุดท้ายยังต้องพิจารณาถึงความเกี่ยวข้องที่อาจถูกแทรกแซงโดยผู้ออกหุ้นกู้เพื่อให้มีมติเป็นเช่นนั้น หากผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้พิจารณาแล้วเห็นว่ามตินั้นได้ดำเนินการถูกต้องตามขั้นตอน และไม่เป็นการเอารัดเอาเปรียบกับผู้ถือหุ้นกู้ จึงทำหน้าที่ดำเนินการ หรือไม่ดำเนินการตามมติของผู้ถือหุ้นกู้ดังกล่าว เพื่อเป็นการคุ้มครองผู้ถือหุ้นกู้ที่อาจจะถูกเอารัดเอาเปรียบจากการลงมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นกู้ที่ไม่ธรรมนั้น เช่นในประเทศไทยที่มีกรณีของบริษัทอิตาเลียนไทย ที่เป็นผู้ออกหุ้นกู้ ได้มีการรวบรวมข้อหนี้เพื่อให้เป็นเจ้าหนี้รายใหญ่ และได้ใช้สิทธิในการขอลดหนี้กับเจ้าหนี้ที่เป็นผู้ถือหุ้นกู้รายย่อย³¹

³⁰Brian Hoffman and Woodruff Polk, "Addressing Problem Presented by 'Poison Puts'; How to Obtain Waivers of Change of Control Covenants in High-Yield Bond Indentures," New York Law Journal. (November 2000) : 101.

³¹ ฝ่ายข่าวเศรษฐกิจการเงิน, "ก.ล.ต. สอบอิตาเลียนไทย ราคาหุ้น-สิทธิเจ้าหนี้รายย่อย," กรุงเทพธุรกิจ (16 มีนาคม 2545) : 9.

ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จึงอยู่ในตำแหน่งที่เหมาะสมสำหรับการป้องกันผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้จากการบริหารงานที่ไม่พึงประสงค์ของผู้ออกหุ้นกู้ในสถานการณ์ก่อนการผิดนัด ทั้งการเจรจาต่อรองในเรื่องเงื่อนไขในสัญญาของหุ้นกู้ และการทำหน้าที่ตรวจสอบกิจกรรมการบริหารงานของผู้ออกหุ้นกู้ตามที่กำหนดไว้ข้างต้น แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากกฎหมายในปัจจุบันยังไม่เอื้ออำนวยต่อการทำหน้าที่เพื่อป้องกันการผิดนัดดังกล่าว รวมทั้งตัวของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เองก็ยังไม่กล้าดำเนินการตามบทบาทหน้าที่เกินไปกว่าที่กฎหมายได้กำหนดไว้ เนื่องจากว่าเพื่อเป็นการป้องกันตนเองจากความรับผิดจากการทำหน้าที่มากกว่าที่จะทำหน้าที่เพื่อป้องกันประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งการกระทำในการป้องกันการผิดนัดนั้นจะต้องกระทำหน้าที่เช่นเดียวกับกิจการตนเอง และทำหน้าที่ด้วยความระมัดระวังด้วยเช่นกัน

แต่อย่างไรก็ตามผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้อาจต้องการคำแนะนำพิเศษเฉพาะด้านจากผู้มีวิชาชีพด้านอื่นด้วยทั้งนักกฎหมาย หรือนักบัญชี เพื่อให้เกิดผลสำเร็จของงาน และอาจเสียค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น ซึ่งบทบาทของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เพื่อป้องกันการผิดนัดเป็นแนวทางในการแก้ปัญหาการผิดนัดของผู้ออกหุ้นกู้ (A Pre-Default Activated Trustee as a Solution)³² ซึ่งเป็นการป้องกันผู้ถือหุ้นกู้จากความเสียหายได้หนทางหนึ่งแต่ไม่ทั้งหมด แต่ก็เพื่อให้การดำเนินการของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้เพิ่มขึ้นอย่างสัมฤทธิ์ผล มีประสิทธิภาพ และทันต่อเหตุการณ์ เพื่อเป็นการป้องกันสิทธิของผู้ถือหุ้นกู้จากการเปลี่ยนแปลงจากเหตุการณ์ผิดนัดที่ไม่คาดคิด ก่อนที่จะสายเกินไป

5.4 ปัญหาที่เกี่ยวกับหลักประกันของหุ้นกู้ และหน้าที่ในการบังคับชำระหนี้ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้

ในปัจจุบันการจดทะเบียนรับหลักประกันของหุ้นกู้โดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในประเทศไทยนั้น ส่วนใหญ่หลักประกันของหุ้นกู้นั้นจะเป็นการประกันด้วยทรัพย์สินโดยการจำนอง และจำนำในทรัพย์สินเฉพาะเจาะจงของผู้ออกหุ้นกู้ตามบทบัญญัติของกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และกฎหมายหลักทรัพ์และตลาดหลักทรัพย์ได้บังคับไว้ว่าหลักประกันของหุ้นกู้ดังกล่าวนั้น ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ต้องสามารถบังคับได้ตามกฎหมาย เป็นหลักประกันที่ดำรงได้ตลอดอายุหุ้นกู้ และเป็นหลักประกันที่สามารถดูแลได้โดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ด้วย และต้องเป็นไปตามการดำเนินการจดทะเบียนในนามของ

³² Efrat Lev, "The Indenture Trustee: Does it really protect bondholders?," University of Miami Business Law Review (Winter 1999) : 62.

ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในฐานะผู้รับหลักประกันของหุ้นกู้เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้ทั้งปวง ซึ่งเป็นการปฏิบัติตามหน้าที่ที่กำหนดไว้ในกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตามสัญญาของหุ้นกู้ก็ตาม ซึ่งกฎหมายของประเทศไทยจึงยังมีข้อจำกัดอยู่ว่าหลักประกันของหุ้นกู้ต้องเป็นทรัพย์สินเฉพาะเจาะจง ซึ่งมีความแตกต่างจากหลักประกันของหุ้นกู้ในกฎหมายของต่างประเทศ

เนื่องจากว่าผู้ออกหุ้นกู้ที่เป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจต่างๆ ได้ประสบปัญหาในการนำทรัพย์สินอื่นๆ ของผู้ออกหุ้นกู้มาใช้เป็นหลักประกันของหุ้นกู้ นอกเหนือจากที่การจำนอง และจำนำตามที่กำหนดไว้ในกฎหมาย ในปัจจุบันเพราะเหตุว่าประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ในเรื่องจำนอง และจำนำ มีข้อจำกัดในการจดทะเบียนรับหลักประกัน หรือในการบังคับหลักประกันโดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ตัวอย่างเช่นการจำนำเงินฝาก หรือการจำนำสิทธิตามใบรับฝากเงิน หรือสมุดเงินฝากไม่ถือว่าเป็นการจำนำตามกฎหมาย หรือหลักประกันบางประเภทที่ไม่สามารถดำเนินการเป็นหลักประกันได้ตามกฎหมาย และเพื่อเป็นการเพิ่มประเภททรัพย์สินบางประเภทของผู้ออกหุ้นกู้เพื่อให้ผู้ออกหุ้นกู้สามารถนำมาใช้เป็นหลักประกันของหุ้นกู้ได้ โดยที่ไม่ต้องมีการส่งมอบการครอบครองหลักประกันนั้นให้กับเจ้าหนี้ หรือผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในฐานะที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นกู้ที่มีฐานะเป็นเจ้าหนี้ และยังทำให้ผู้ออกหุ้นกู้สามารถใช้สอยทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันของหุ้นกู้ในการประกอบธุรกิจของผู้ออกหุ้นกู้ได้ โดยที่ไม่ต้องทำการขออนุญาตในการใช้ทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันของหุ้นกู้นั้นกับผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้

เนื่องจากว่าผู้แทนผู้ถือหุ้นกุ่มีหน้าที่ในการดูแลทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันดังกล่าวนี้ให้มีเสถียรภาพ หรือเสียหาย ซึ่งเป็นการยากต่อผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในการดูแลทรัพย์สินดังกล่าวได้ตลอดให้มีสภาพที่ดีตลอดเวลา เนื่องจากว่าทรัพย์สินดังกล่าวนี้อยู่ในการครอบครองของผู้ออกหุ้นกู้ และในบางกรณีที่ทรัพย์สินบางประเภทของผู้ออกหุ้นกู้ที่จะนำมาเป็นหลักประกันของหุ้นกู้ไม่สามารถทำการจำนอง หรือจำนำได้ตามกฎหมายที่มีอยู่ในปัจจุบัน แต่สามารถที่จะบังคับชำระหนี้ได้เช่น วัตถุดิบในการผลิตสินค้า สินค้าคงคลัง บัญชีลูกหนี้ หรือสิทธิเรียกร้องตามสัญญาต่างๆ ที่ผู้ออกหุ้นกู้เป็นเจ้าของสิทธิเรียกร้องตามสัญญานั้น เพื่อให้ทรัพย์สิน หรือสิทธิตามสัญญาดังกล่าวนั้นสามารถที่จะได้นำไปใช้เป็นหลักประกันของหุ้นกู้ เพื่อเป็นประโยชน์เพิ่มขึ้นในฐานะหลักประกันของหุ้นกู้ได้ จะได้ไม่เป็นการสูญเสียมูลค่าทางเศรษฐกิจของทรัพย์สินนั้นไป

หากว่ามีการนำหลักประกันทางธุรกิจของผู้ออกหุ้นกูดังกล่าวสามารถนำมาใช้เป็นหลักประกันในหุ้นกู้ได้ตามกฎหมาย นอกจากหลักประกันที่บังคับได้ซึ่งมีอยู่ในปัจจุบันแล้ว ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จะจะสามารถรับเป็นหลักประกัน และสามารถบังคับหลักประกันได้ ซึ่งเป็นการไม่เจาะจงตัวทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันของหุ้นกู้ในทรัพย์สินบางประเภทของหุ้นกู้ ตามที่วิธีการ และหลักเกณฑ์ที่ได้

บัญญัติไว้ในร่างพระราชบัญญัติหลักประกันทางธุรกิจ เพื่อเป็นการแก้ปัญหาที่เกี่ยวกับหลักประกันของหุ้นกู้ ที่ให้ผู้ออกหุ้นกู้สามารถนำหลักประกันบางประเภทมาใช้เป็นหลักประกันของหุ้นกู้ได้ และจะทำให้การปฏิบัติหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในประเทศไทยเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพในการรับหลักประกันธุรกิจตามที่กำหนดไว้ในร่างกฎหมายดังกล่าวนั้นเป็นหลักประกัน และบังคับหลักประกันธุรกิจที่เป็นหลักประกันของหุ้นกู้ที่เป็นของผู้ออกหุ้นกู้ได้ ในวิธีการและแนวทางเดียวกันกับกฎหมายบริษัท (Company Law) ของประเทศอังกฤษ ที่บัญญัติไว้ในส่วนของหลักประกันที่เป็น Floating Charge หรือในลักษณะแบบเดียวกับกฎหมายหลักประกัน (Uniform Commercial code (UCC)) ของประเทศสหรัฐอเมริกา ที่บัญญัติเกี่ยวกับหลักประกันที่ทรัพย์สินหลายประเภทของผู้ออกหุ้นกู้สามารถนำไปเป็นหลักประกันของหุ้นกู้ได้ และผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สามารถดำเนินการรับเป็นหลักประกันได้ ซึ่งเป็นการเพิ่มมูลค่าให้กับตลาดของหุ้นกู้ เพื่อให้ตลาดของหุ้นกู้ได้เจริญเติบโต และทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ได้รับสิทธิประโยชน์เพิ่มขึ้น และเป็นการเพิ่มหลักประกันของหุ้นกู้กับผู้ถือหุ้นกู้ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นกู้ได้มีหลักประกันเพิ่มขึ้น³³

ในประเทศอังกฤษนั้น หลักประกันของหุ้นกู้ที่เป็นหลักประกัน Floating Charge ที่สามารถเปลี่ยนเป็นหลักประกันเฉพาะเจาะจงได้ เมื่อมีเหตุการณ์ตามที่กำหนดเกิดขึ้นซึ่งเรียกว่า Crystallisation เช่นการผิดนัดชำระหนี้ หรือผู้ออกหุ้นกู้ถูกชำระบัญชี โดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ หรือผู้ชำระบัญชีของบริษัทสามารถดำเนินการบังคับหลักประกันดังกล่าวได้ เช่นเดียวกับหลักประกันของหุ้นกู้ในประเทศสหรัฐอเมริกา นอกเหนือจากที่ดิน อาคาร เครื่องจักร ที่สามารถจดจำนองได้ตามกฎหมายแล้ว ซึ่งเป็นหลักประกันที่เฉพาะเจาะจงแล้ว ยังมีสินทรัพย์ทางการเงิน (Financial Assets) บางประเภทของผู้ออกหุ้นกู้ ตัวอย่างเช่นเงินสด บัญชีรายรับ (Receivables) หรือตัวเงินต่างๆ ที่ถือว่าเป็นทรัพย์สินของผู้ออกหุ้นกู้ที่สามารถนำไปเป็นหลักประกันของหุ้นกู้ได้เช่นกัน และสามารถบังคับหลักประกันได้ตามกฎหมายได้ ซึ่งทรัพย์สินดังกล่าวที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สามารถรับไว้เป็นหลักประกันของหุ้นกู้ และไม่ผิดตามในการปฏิบัติหน้าที่ตามที่กฎหมายได้กำหนดไว้ และในบางกรณีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้มีหน้าที่ที่จะต้องทำการตรวจสอบมูลค่าของทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันตามมูลค่าตลาด (Marked To Market) นั้นทุกช่วงเวลาตามที่กำหนดไว้ในสัญญาของหุ้นกู้ ถ้าหากว่าทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันนั้นมีมูลค่าตลาดต่ำกว่าที่ได้กำหนดไว้ ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จะทำการเรียก

³³ Richard S. Wilson and Frank J. Fabozzi, *The New Corporate Bond Market : A Complete and Insightful Analysis of the Latest Trends, Issues and Advances*. (Probus Publishing Company : 1995), p. 79-80.

ให้ผู้ถือหุ้นนำทรัพย์สินอื่น ๆ มาเพิ่มเป็นหลักประกันของหุ้นกู้นั้นเพื่อชดเชยตามมูลค่าที่ขาดหายไป จึงไม่เป็นการผิดนัดต่อผู้ถือหุ้น³⁴

แต่อย่างไรก็ตามนั้น ผู้แทนผู้ถือหุ้นจะต้องทำการตรวจสอบว่าทรัพย์สินที่จะนำมาเป็นหลักประกันของหุ้นกู้นั้นจะสามารถบังคับหลักประกันได้ตามกฎหมายที่มีอยู่ได้ หรือมีเงื่อนไขในสัญญากำหนดห้ามไว้หรือไม่ หรือทรัพย์สินใดที่จะต้องดำเนินการจดทะเบียนก่อนถึงจะถือว่าเป็นหลักประกันของหุ้นกู้ เพื่อให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นสามารถบังคับหลักประกันของหุ้นกู้นั้นได้ ตัวอย่างในคดีระหว่าง Commercial Co., กับ New York NH & HRR Co., ที่หุ้นกู้นั้นออกโดยบริษัทที่สร้างทางรถไฟ ที่มีเงื่อนไขและข้อกำหนดในสัญญาของหุ้นกู้กำหนดไว้ว่าหลักประกันของหุ้นกู้นั้นจะต้องเป็นทรัพย์สินของบริษัท และทรัพย์สินจะต้องมีอยู่ก่อนวันที่หุ้นกู้นั้นออกด้วย มิฉะนั้นผู้แทนผู้ถือหุ้นจะไม่สามารถบังคับหลักประกันของหุ้นกู้นั้นได้³⁵

โดยร่างพระราชบัญญัติหลักประกันทางธุรกิจ ได้กำหนดให้ทรัพย์สินไม่ว่าประเภทใดทั้งที่มีอยู่ในขณะทำสัญญา และที่จะมีในอนาคตของผู้ถือหุ้นอาจใช้เป็นหลักประกันของหุ้นกู้ได้ ทั้งนี้ ยกเว้นทรัพย์สินต่อไปนี้จะใช้เป็นหลักประกันตามกฎหมายนี้ไม่ได้ ได้แก่ อสังหาริมทรัพย์ ยกเว้นหลักประกันที่เป็นกิจการซึ่งมีอสังหาริมทรัพย์รวมอยู่ด้วย ทรัพย์สินและสิทธิที่ยึดหรืออายัดไม่ได้ตามกฎหมายหรือไม่อยู่ในความรับผิดชอบแห่งการบังคับคดี ทรัพย์สินและสิทธิที่โอนกันไม่ได้ตามกฎหมาย รวมทั้งสิทธิที่โดยสภาพไม่เปิดช่องให้โอนกันได้ สิทธิที่มีตราสาร เงิน ยกเว้นเงินที่ได้มาเป็นมูลหนี้ซึ่งต้องชำระเป็นเงิน และได้มาจากการจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สิน³⁶ ซึ่งกฎหมายดังกล่าวเพื่อเป็นการเพิ่มหลักประกันของหุ้นกู้ และเพิ่มหลักเกณฑ์และวิธีการที่กำหนดในกฎหมายในประเทศไทยที่เกี่ยวกับหลักประกันให้มีการจดทะเบียนให้หลักประกัน การรับหลักประกัน และการบังคับหลักประกัน มากกว่าที่กฎหมายในปัจจุบันได้กำหนดไว้ ซึ่งทำให้การปฏิบัติหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นในการรับและบังคับหลักประกันของหุ้นกู้ สามารถดำเนินการได้เพิ่มขึ้น และมีความชัดเจนในการดำเนินการต่างๆ เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และเป็นประโยชน์สำหรับผู้ถือหุ้นในการออกหุ้นกู้ที่มีหลักประกัน ในการเพิ่มหลักประกันของหุ้นกู้ และเพื่อความสะดวกในการใช้ทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันของหุ้นกู้เพื่อประกอบธุรกิจ เป็นประโยชน์ต่อการทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้น เช่นเดียวกับกฎหมายของต่างประเทศ

³⁴ Ibid., p. 82-84.

³⁵ Philip R. Wood, *International Loan, Bonds and Securities Regulation*, (London : Sweet & Maxwell, 1995), p. 40.

³⁶ สำนักงานศาลยุติธรรม, *เอกสารในการสัมมนาทางวิชาการเรื่อง การพัฒนากฎหมายหลักประกันหนี้เพื่อสนับสนุนการให้สินเชื่อแก่ภาคธุรกิจ* (4 ตุลาคม 2544), หน้า 3-4.

การดำเนินการบังคับชำระหนี้โดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในการใช้สิทธิในการฟ้องร้องบริษัทผู้
ออกหุ้นกู้เพื่อเรียกร้องหนี้ของหุ้นกู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ต่อศาลแพ่ง หรือการดำเนินการโดยผู้แทนผู้ถือหุ้น
กู้ในกรณีที่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้เข้าสู่กระบวนการล้มละลาย หรือการดำเนินการโดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ใน
กรณีที่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้เข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการนั้น การกระทำหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ใน
กระบวนการขั้นตอนทางศาลแพ่งนั้น ที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สามารถดำเนินการฟ้องร้องในนามของผู้ถือ
หุ้นกู้ทั้งปวงได้ ในการเรียกร้องบังคับกับหลักประกันของหุ้นกู้ หรือบังคับชำระหนี้กับทรัพย์สินของผู้
ออกหุ้นกู้ ซึ่งกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ให้อำนาจกับผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้เพื่อกระทำ
การในนามของตนเองเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้ และให้ถือว่าเป็นการกระทำของผู้ถือหุ้นกู้โดย
ตรงด้วย และสามารถดำเนินการได้ แต่ก็ต้องปฏิบัติตามที่บัญญัติไว้ในกฎหมายวิธีพิจารณาความ
แพ่ง และกฎหมายล้มละลาย หรือกฎหมายฟื้นฟูกิจการ ซึ่งได้กำหนดรายละเอียดของขั้นตอนใน
การดำเนินการต่างๆไว้เป็นการเฉพาะด้วย ซึ่งผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้จึงจะสามารถดำเนินการฟ้องร้องผู้
ออกหุ้นกู้ในหนี้ของหุ้นกู้ต่อศาลแพ่ง หรือยื่นคำขอรับชำระหนี้ต่อเจ้าพนักงานฟื้นฟูกิจการ หรือยื่น
คำขอรับชำระหนี้ต่อเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์

เมื่อหากศาลแพ่งได้ตัดสินให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ชนะในคดีที่ได้ฟ้องร้องต่อผู้ออกหุ้นกู้แทนผู้
ถือหุ้นกู้ทั้งปวงแล้ว ซึ่งในบางกรณีที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้อาจจะต้องดำเนินการจัดการทรัพย์สินบาง
อย่างตามที่ได้มาจากการบังคับชำระหนี้กับผู้ออกหุ้นกู้ นอกเหนือจากการขายทอดตลาดทรัพย์สิน
นั้น เพื่อให้ได้เงินมาจัดสรรชำระคืนหนี้ให้กับผู้ถือหุ้นกู้ หรือในกรณีที่ต้องดำเนินการฟ้องบุคคลภายนอก
ที่เกี่ยวข้องนั้น อำนาจหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในการดำเนินการดังกล่าวนั้นยังไม่ชัดเจน
เพียงพอ จึงควรให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกุ่มีอำนาจและหน้าที่เพิ่มขึ้นตามร่างพระราชบัญญัติทริสต์เพื่อธู
กรรมในตลาดทุนด้วย ตามที่บัญญัติไว้ในมาตรา 44 ที่กำหนดให้ทริสต์มีอำนาจจัดการทรัพย์สิน
ตามสิทธิที่ตนมีอยู่เหนือทรัพย์สินทุกประการ และในมาตรา 48 ที่กำหนดให้ทริสต์ฟ้องบุคคลภายนอก
นอกในนามของทริสต์เอง นอกจากที่จะสามารถฟ้องผู้ออกหุ้นกู้ได้ เพื่อให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกุ่มีอำนาจ
หน้าที่ที่จะสามารถดำเนินการดังกล่าวได้เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้

นอกจากนั้นหากผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ได้ทรัพย์สินมาจากการบังคับชำระหนี้ของผู้ออกหุ้นกู้
ก่อนที่จะมีการดำเนินการคืนเงินที่ได้นั้นให้กับผู้ถือหุ้นกู้ตามสัดส่วนนั้น เพื่อเป็นการป้องกันปัญหา
ในการแบ่งแยกว่ากองทรัพย์สินใดเป็นของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ หรือกองทรัพย์สินใดที่ต้องแบ่งคืนให้กับ
ผู้ถือหุ้นกู้ ในกรณีที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ถูกเจ้าหนี้ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ฟ้องบังคับชำระหนี้ และบังคับเอา
กับทรัพย์สินของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งอาจปนกับทรัพย์สินที่ต้องดำเนินการคืนให้กับผู้ถือหุ้นกู้ จึงควร
ให้นำร่างพระราชบัญญัติทริสต์เพื่อธูกรรมในตลาดทุน ที่บัญญัติไว้ในมาตรา 49 มาบังคับใช้กับ
อำนาจหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ด้วย ที่กำหนดให้ทริสต์แยกทรัพย์สินในกองทริสต์ไว้ต่างหากจาก

ทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัพย์สิน และทรัพย์สินอื่นที่ทรัพย์สินครอบครองอยู่ และในกรณีที่ทรัพย์สินจัดการทรัพย์สินหลายกอง ทรัพย์สินต้องแยกทรัพย์สินในกองทรัพย์สินแต่ละกองออกจากกันด้วย รวมทั้งให้ทรัพย์สินจัดการบัญชีแสดงทรัพย์สินในกองทรัพย์สินไว้เป็นบัญชีของแต่ละกองแยกต่างหากออกจากกัน และแยกต่างหากจากบัญชีอื่นๆ ของทรัพย์สิน โดยต้องบันทึกบัญชีให้ถูกต้องครบถ้วนและเป็นปัจจุบัน เพื่อเป็นการป้องกันการปะปนของทรัพย์สินของผู้แทนผู้ถือหุ้นตัวเอง และทรัพย์สินที่จะต้องมีการชำระคืนให้กับผู้ถือหุ้นในแต่ละหุ้นที่ตนเองได้ปฏิบัติหน้าที่เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นนั้น

หากกฎหมายของประเทศไทยกำหนดให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นสามารถรับและบังคับหลักประกันของหุ้นที่เป็นทรัพย์สินเฉพาะและหลักประกันทางธุรกิจตามร่างพระราชบัญญัติหลักประกันทางธุรกิจนั้น และผู้แทนผู้ถือหุ้นมีอำนาจหน้าที่ที่เพิ่มขึ้นตามร่างพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน เนื่องจากว่ากฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นมีหน้าที่ในการรวบรวม และแจกจ่ายทรัพย์สินที่ได้รับจากการเรียกร้องค่าเสียหาย บังคับหลักประกัน หรือบังคับชำระหนี้ของผู้ถือหุ้นคืนให้กับผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนที่ผู้ถือหุ้นแต่ละคนพึงได้รับให้ถูกต้องและครบถ้วน แม้ว่าหุ้นจะกำหนดให้มีมูลค่าเท่ากันในแต่ละหน่วยและกำหนดประโยชน์ตอบแทนไว้เป็นการล่วงหน้าในอัตราที่เท่ากันทุกหน่วย แต่ไม่ได้กำหนดถึงการได้รับคืนในการบังคับชำระหนี้ ซึ่งการดำเนินการในการคืนหนี้ตามสัดส่วนโดยผู้แทนผู้ถือหุ้นนั้นควรจะต้องนำหลักการ pari passu ของกฎหมายต่างประเทศ ซึ่งเป็นสิทธิของผู้ถือหุ้นในลำดับเดียวกัน มาปรับบังคับใช้ในการดำเนินการคืนหนี้ด้วย

ในสัญญาของหุ้นนั้นควรจะต้องมีการใส่เงื่อนไขและข้อกำหนดที่กำหนดถึงหลักความเท่าเทียมกันตามหลักการ pari passu ด้วย ที่บังคับถึงการแจกจ่ายในระดับที่เท่าเทียมกันของทรัพย์สินที่ได้เรียกได้คืนมาจากผู้ถือหุ้น³⁷ ซึ่งต้องมีความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นในหุ้นของแต่ละชุด (Series) ที่ได้มีการออกหุ้นในชุดนั้น โดยผู้ถือหุ้นแต่ละคนมีสิทธิที่เท่าเทียมกันและในลำดับเดียวกันในการได้รับคืนตามที่ได้ชำระหนี้ ในการใส่เงื่อนไขของความเท่าเทียมกันและในลำดับเดียวกันตามหลักการ pari passu ในสัญญาของหุ้นของแต่ละชุดที่ได้มีการออกของแต่ละหุ้นในชุดโดยผู้ถือหุ้นคนเดียวกันนั้น เพื่อเป็นการป้องกันข้อขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นในชุดเดียวกันของผู้ถือหุ้นในการเรียกร้องสิทธิของแต่ละคนในการได้รับชำระหนี้คืน ซึ่งรวมไปถึงหลักประกันของหุ้นที่จดทะเบียนเป็นหลักประกันในหุ้นชุดใด หรือเป็นการป้องกันข้อขัดแย้งของหุ้นแต่ละคนละชุดที่ออกที่มีผู้ถือหุ้นเดียวกัน ในการบังคับหลักประกันของหุ้น หรือการได้รับชำระหนี้คืนจากผู้ถือหุ้น ที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นในการปฏิบัติหน้าที่เรียกบังคับชำระหนี้กับผู้ถือหุ้น

³⁷ Ibid., p. 41-42.

ในหุ้นกู้ของแต่ละชุด และผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ต้องดำเนินการจัดสรรเงินคืนให้กับผู้ถือหุ้นกู้ทั้งหลายในหุ้นกู้แต่ละชุดนั้น ซึ่งในการเรียกร้องบังคับชำระหนี้กับผู้ออกหุ้นกู้ที่หุ้นกู้ในชุดที่ออกก่อนซึ่งหุ้นกู้นั้นยังไม่มีครบถ้วน หุ้นกู้ชุดที่ออกก่อนย่อมมีสิทธิที่เหนือกว่าในการได้รับทรัพย์สินคืนจากผู้ออกหุ้นกู้ก่อนหุ้นกู้ชุดที่ออกมาในภายหลัง เว้นแต่ว่าในสัญญาของหุ้นกู้ในแต่ละชุดมีการกำหนดให้ใช้หลักการ pari passu ในหุ้นกู้ทุกชุดที่ได้มีการออก จึงทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ที่ถือหุ้นกู้ในชุดใด ๆ ก็ตามได้รับสิทธิในการรับชำระหนี้ในหุ้นกู้แต่ละชุดอย่างเท่าเทียมกัน³⁸

ในกรณีที่ผู้ออกหุ้นกู้เข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการ ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในประเทศไทยต้องดำเนินการยื่นคำขอรับชำระหนี้ในหนี้ทั้งหมดของหุ้นกู้นั้น โดยถือว่าเป็นการปฏิบัติหน้าที่แทนผู้ถือหุ้นกู้ทั้งหลาย และการดำเนินการดังกล่าวคงต้องเป็นไปตามกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และเงื่อนไขในสัญญาของหุ้นกู้ รวมทั้งต้องปฏิบัติตามกฎหมายฟื้นฟูกิจการด้วย ในการดำเนินการต่างๆ ในบางเรื่องนั้นที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการฟื้นฟูกิจการของผู้ออกหุ้นกู้ต้องผ่านความเห็นชอบของที่ประชุมผู้ถือหุ้นกู้ที่อนุมัติให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ดำเนินการด้วย เช่นการลงมติในแผนฟื้นฟูกิจการที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ควรที่จะได้รับมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นกู้ในการดำเนินการดังกล่าว³⁹

การยื่นคำขอรับชำระหนี้โดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ในประเทศไทย แม้ว่าเจ้าพนักงานสำนักฟื้นฟูกิจการจะมีคำสั่งอนุญาตให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สามารถยื่นคำขอรับชำระหนี้ในหนี้ของหุ้นกู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ทั้งหมดได้ก็ตาม แต่ถ้าหากว่าผู้ถือหุ้นกู้อื่นยื่นคำขอรับชำระหนี้ในหนี้ของหุ้นกู้นั้นด้วย จะเป็นการซ้ำซ้อนกับคำขอรับชำระหนี้กับผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งจะเป็นการขัดแย้งกัน ซึ่งในกฎหมาย The Trust Indenture Act ของประเทศสหรัฐอเมริกา ในมาตรา 317 (a)(1) ได้ระบุให้ชัดเจนให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สามารถดำเนินการในการยื่นคำร้องต่างๆ สำหรับการฟื้นฟูกิจการของผู้ออกหุ้นกู้ได้ รวมไปถึงการดำเนินการในการยื่นคำร้องต่างๆ ที่เกี่ยวกับการล้มละลายของผู้ออกหุ้นกู้ได้เช่นกัน และได้มีกฎหมาย และเงื่อนไขในสัญญาของหุ้นกู้ที่เป็นการตัดสิทธิของผู้ถือหุ้นกู้ที่ไม่สามารถดำเนินการต่างๆ ต่อศาล หรือไม่สามารถดำเนินการต่างๆ ที่เกี่ยวกับการฟื้นฟูกิจการ หรือการล้มละลาย หากว่าผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ได้ดำเนินการต่างๆ แทนผู้ถือหุ้นกู้ทั้งหลายแล้ว ซึ่งการตัดสิทธิของผู้ถือหุ้นกู้ในการดำเนินการต่อผู้ออกหุ้นกู้นั้นเรียกว่า No Action Clause เว้นแต่ในกรณีที่ผู้แทนผู้ถือ

³⁸ Robert R. Pennington, *Company Law*, (5th ed. London: Butterworths, 1985) p. 499-501.

³⁹ Wolcott B. Dunham and Peter L. Borowitz, "The Role of the Indenture Trustee in Reorganization Cases under the Bankruptcy Code," *Banker Law Journal*. (New York: 1985) : 439-444

หุ้นกู้ไม่ดำเนินการกับผู้ออกหุ้นกู้ภายในกำหนดระยะเวลา ผู้ถือหุ้นกู้จึงมีสิทธิที่จะดำเนินการตามกฎหมายโดยสิทธิของตนที่มีอยู่ได้

โดยเป็นการป้องกันปัญหาข้อขัดแย้งที่เกี่ยวกับการดำเนินการบังคับชำระหนี้ตามหน้าที่ของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ซึ่งอาจจะซ้ำซ้อนกับการดำเนินการของผู้ถือหุ้นกู้นั้น จึงควรให้กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือกฎหมายอื่น ๆ ของประเทศไทยควรมีบทบัญญัติที่ชัดเจนในการให้อำนาจกับผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สามารถดำเนินการบังคับชำระหนี้ในศาลแพ่ง การดำเนินการในศาลล้มละลาย รวมทั้งการดำเนินการในการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ รวมทั้งการกำหนดบทบัญญัติที่เป็นการตัดสิทธิในการดำเนินการต่างๆของผู้ถือหุ้นกู้ ในกรณีที่หุ้นกู้นั้นมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ และผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ได้ดำเนินการใช้สิทธิทางกฎหมายแทนผู้ถือหุ้นกู้ในการบังคับชำระหนี้กับผู้ออกหุ้นกู้แล้ว เพื่อมิให้เกิดความซ้ำซ้อนในการดำเนินการบังคับชำระหนี้ เว้นแต่ในกรณีที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ไม่ยอมดำเนินการภายในกำหนดระยะเวลา ผู้ถือหุ้นกู้จึงมีสิทธิที่จะดำเนินการในทางศาล

แต่อย่างไรก็ตาม การดำเนินการโดยผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ต้องดำเนินการทำหน้าที่ในระดับของผู้มีวิชาชีพด้วย รวมถึงการเปิดเผยข้อมูลให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ได้ดำเนินการในฐานะผู้แทนผู้ถือหุ้นกู รวมถึงการป้องกันสิทธิของผู้ถือหุ้นกู้ทั้งรายใหญ่ และรายย่อย เมื่อมีการฟื้นฟูกิจการของผู้ออกหุ้นกู้ เพื่อเป็นการป้องกันการเอาเปรียบจากผู้ออกหุ้นกู้จากการฟื้นฟูกิจการ เช่นในกรณีของหุ้นกู้ของบริษัทิตาเลียนไทย ที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เข้าไปตรวจสอบนั้น ตามที่เจ้าหน้าที่เป็นผู้ถือหุ้นกู้อย่างน้อยได้ทำการร้องเรียนต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าไม่ได้รับความเป็นธรรมจากแผนฟื้นฟูกิจการของบริษัท เนื่องจากถูกเจ้าหน้าที่ซึ่งเป็นเสียงส่วนใหญ่ได้ลงมติยอมรับแผนฟื้นฟูกิจการให้ตัดหนี้สูญ ที่เป็นหนี้ของหุ้นกู้ ทำให้เสียเปรียบเจ้าหน้าที่รายใหญ่ ซึ่งกลไกการตัดสินใจในการลงมติในแผนฟื้นฟูกิจการ ที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้สร้างกลไกในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในการออกและเสนอขายหุ้นกู้ จะต้องมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งจะต้องมีบทบาทเพิ่มขึ้นในอนาคต เช่นกรณีของบริษัทิตาเลียนไทย ได้มีการรวบรวมซื้อหนี้เพื่อให้เป็นเจ้าหน้าที่รายใหญ่ และได้ใช้สิทธิในการขอลดหนี้กับเจ้าหน้าที่เป็นผู้ถือหุ้นกู้อย่างน้อย ซึ่งที่เป็นประเด็นได้แก่สิทธิของเจ้าหน้าที่รายย่อย โดยเฉพาะผู้ถือหุ้นกู้⁴⁰

⁴⁰ ฝ่ายข่าวเศรษฐกิจการเงิน, "ก.ล.ต. สอบอิตาเลียนไทย ราคาหุ้น-สิทธิเจ้าหน้าที่รายย่อย," กรุงเทพธุรกิจ (16 มีนาคม 2545) : 9.