

บทที่ 3

ข้อพิจารณาเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำ กิจการแบบไม่เป็นมิตร

แม้ว่าการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นและบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายหลายประการตามที่กล่าวไว้ในบทก่อน แต่วิธีการดังกล่าวอาจถูกนำไปใช้เป็นเครื่องมือเพียงเพื่อรักษาประโยชน์ส่วนตัวของฝ่ายบริหารตามข้อสมมติฐานว่าด้วยการรักษาไว้ซึ่งอำนาจของฝ่ายบริหาร อันส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นโดยรวมของบริษัท รวมถึงหลักการแข่งขันกันเข้ามีอำนาจครอบงำกิจการอีกด้วย ดังนั้นเพื่อให้การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวมอย่างแท้จริงตามข้อสมมติฐานว่าด้วยการเรื่องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ในขณะเดียวกันก็ไม่ใช่เป็นการทำลายระบบกลไกตลาดเกี่ยวกับการเข้าครอบงำกิจการ จึงควรมีมาตรการทางกฎหมายเพื่อคุ้มครองบุคคลที่เกี่ยวข้อง โดยข้อพิจารณาที่ควรคำนึงถึงมีดังนี้

1. หลักการและข้อยกเว้นที่ห้ามบริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเอง

1.1 หลักการเกี่ยวกับการห้ามบริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเอง

1.1.1 หลักความรับผิดชอบจำกัดของผู้ถือหุ้น (Limited Liability)

บริษัทซึ่งถือว่ามีฐานะเป็นนิติบุคคลและมีตัวตนต่างหากจากผู้ถือหุ้น ซึ่งตามหลักสภาพบุคคลของบริษัท (Corporate Entity) ถือว่าบริษัทเป็นบุคคลโดยการสมมติและมีตัวตนตามกฎหมาย (Legal Person or Entity) โดยกฎหมายสร้างขึ้นมาจากผู้ถือหุ้นจึงทำให้บริษัทมีสภาพนิติบุคคลแยกต่างหากจากผู้ถือหุ้น จึงมีการแยกประโยชน์ของบริษัทออกจากประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยการแบ่งกรรมสิทธิ์ในบริษัทออกเป็นหน่วยๆ เรียกว่า "หุ้น" เพื่อให้เกิดความสะดวกในการโอนสิทธิในบริษัทไปยังผู้อื่นได้โดยสะดวก¹ นอกจากนี้หุ้นยังทำให้บริษัทมีเงินทุนไปดำเนินการโดยไม่ต้องเสียดอกเบี้ยและสามารถระดมเงินทุนจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้อย่าง

¹ สุมาลี วาทีตาพร, "ปัญหาการได้มาซึ่งหุ้นของบริษัทของตนเอง," (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ คณะนิติศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2543.) น. 9.

กว้างขวาง กฎหมายบริษัทจึงกำหนดให้ผู้ถือหุ้นที่ลงทุนในบริษัทรับผิดชอบเพียงไม่เกินหุ้นที่ตนถืออยู่เท่านั้น เพื่อช่วยให้คนกล้าลงทุนในบริษัทได้อย่างสบายใจเพราะไม่ต้องกลัวว่าทรัพย์สินอื่นของตนจะตกอยู่ภายใต้ความรับผิดชอบในการชำระหนี้ของบริษัทด้วย

ในการดำเนินธุรกิจ บริษัทซึ่งมีสถานะบุคคลแยกต่างหากจากผู้ถือหุ้น ในการพิจารณาความน่าเชื่อถือของบริษัทจึงต้องพิจารณาจากความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทเอง มิใช่ผู้ถือหุ้นหรือผู้บริหารของบริษัท² และหลักประกันสำคัญที่เจ้าหน้าที่ของบริษัทจะใช้พิจารณาความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทได้ คือ เงินทุนจดทะเบียนบริษัท ดังนั้นเพื่อความคุ้มครองแก่เจ้าหน้าที่จะมั่นใจได้ว่าบริษัทจะไม่ทำให้เงินทุนจดทะเบียนอันเป็นหลักประกันของตนลดลงไป จึงมีหลักการรักษาเงินทุนขึ้น

1.1.2 หลักการรักษาเงินทุนบริษัท (The Capital Maintenance Doctrine)

ทุน (Capital) ถือเป็นปัจจัยสำคัญในการดำเนินธุรกิจของบริษัท ซึ่งอาจจะได้มาในหลายช่องทาง โดยช่องทางหลัก คือ จากเงินค่าหุ้นของผู้ถือหุ้น และเนื่องจากการดำเนินการบริษัทจำเป็นต้องใช้เงินจำนวนมาก บริษัทจึงอาจหาเงินทุนที่นอกเหนือจากค่าหุ้นก็ได้ เช่น จากการกู้ยืมผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทหรือบุคคลภายนอก เช่น สถาบันการเงิน หรือจากการออกตราสารหุ้นกู้มาเพื่อใช้ประกอบการก็ได้ นอกจากนี้ยังอาจรวมถึงเงินทุนประเภทเครดิต ที่บริษัทได้ทรัพย์สินประเภทเครื่องจักรมาใช้ก่อน โดยแบ่งการชำระหนี้ออกเป็นงวดๆก็ได้ แต่เฉพาะหุ้นส่วนที่เป็นค่าหุ้นที่ผู้ถือหุ้นได้ลงไว้ที่เรียกว่า "ทุนเรือนหุ้น" เท่านั้นที่จะอยู่ภายใต้หลักการรักษาเงินทุนบริษัท

เมื่อบริษัทมีสภาพบุคคลต่างหากจากผู้ถือหุ้น และผู้ถือหุ้นของบริษัทมีความรับผิดชอบจำกัดไม่เกินเงินค่าหุ้นของตนที่ได้ลงไว้ การที่เจ้าหน้าที่จะยอมให้บริษัทเป็นหนี้ตนก็เพราะหวังว่าบริษัทจะเก็บรักษาเงินทุนค่าหุ้นไว้และจะนำไปใช้ก็เฉพาะเพื่อกิจการของบริษัทเท่านั้น หลักการนี้จึงห้ามไม่ให้บริษัทใช้เงินทุนของบริษัทไปในทางมิชอบหรือคืนเงินค่าหุ้นแก่ผู้ถือหุ้นไปก่อนการเลิกบริษัทอันจะทำให้เงินทุนของบริษัทลดลง ซึ่งมุ่งรักษาทุนอันเป็นหลักประกันให้กับเจ้าหน้าที่ให้คงอยู่เท่านั้น แต่มิได้หมายความว่าบริษัทจะไม่สามารถนำเงินทุนบริษัทไปใช้ในกิจการมิได้เลย เนื่องจากในการดำเนินธุรกิจย่อมมีความเสี่ยงว่าผลประกอบการจะขาดทุนอันมีผลกระทบต่อเงินทุนของบริษัทอยู่แล้วซึ่งเป็นปกติธรรมดาทางการค้า³

² โสภณ รัตนากร, พิมพ์ครั้งที่ 11, คำอธิบายกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ หุ้นส่วน บริษัท. (กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์นิติบรรณานุกรม, 2551), น. 467-469.

³ เฟิงอ้าง, น. 469-470.

ในคำพิพากษาคดี *Trevor v. Whitworth* ปี 1887⁴ ซึ่งตัดสินโดยศาลอังกฤษได้กล่าวถึงหลักการนี้ไว้ว่าการซื้อหุ้นคืนเป็นการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย แม้ว่าข้อบังคับของบริษัทจะอนุญาตให้กระทำได้ เพราะศาลเห็นว่าการซื้อหุ้นคืนถือเป็นการจำหน่ายเงินคืนแก่ผู้ถือหุ้นโดยไม่มีเหตุอันควร อันเป็นการลดทุนบริษัทลง อีกทั้งในเรื่องการลดทุนบริษัทได้มีบทบัญญัติไว้อย่างชัดเจนและไม่เป็นที่ยุ่งยากเกินไป ดังนั้นหากบริษัทประสงค์จะลดทุนบริษัทบริษัทควรไปดำเนินการลดทุนให้อย่างถูกต้องมิใช่อาศัยการซื้อหุ้นคืนเพื่อทำการลดทุนของบริษัทลง⁵

กฎหมายบริษัทยานานาชาติมีบทบัญญัติห้ามบริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเอง โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อไม่ให้บริษัทกระทำการใดๆ อันจะเป็นผลกระทบทำให้ทุนของบริษัทลดลง โดยมีกำหนดเป็นมาตรการไว้ในกฎหมายบริษัทหลายประการ เช่น

(1) ห้ามมิให้บริษัทจ่ายเงินปันผลจากเงินประเภทอื่น นอกเหนือจากเงินส่วนกำไร⁶

หลักสำคัญของการจ่ายเงินปันผลที่กฎหมายกำหนดไว้ คือ การจ่ายเงินปันผลต้องจ่ายจากเงินส่วนกำไรเท่านั้น จะจ่ายจากเงินทุนของบริษัทไม่ได้ และห้ามมิให้บริษัทจ่ายเงินปันผลจนกว่าจะหายขาดทุน กล่าวคือ หากบริษัทเคยขาดทุนมาในปีก่อนๆ แต่ในปีนั้นบริษัทมีกำไรก่อนบริษัทจะจ่ายเงินปันผล กฎหมายกำหนดให้บริษัทต้องนำเงินกำไรดังกล่าวไปชดเชยส่วนขาดทุนในปีก่อนๆ จนหายขาดทุนเสียก่อน เมื่อมีเงินเหลือจึงจะนำมาจ่ายเป็นเงินปันผลได้

(2) ห้ามผู้ถือหุ้นหักค่าหุ้นกับหนี้บริษัท

บริษัทจะมีเงินทุนเรือนหุ้นครบตามที่จดทะเบียนไว้ ต่อเมื่อบริษัทได้เรียกเก็บเงินค่าหุ้นจากผู้ถือหุ้นครบถ้วนแล้ว การที่กฎหมายบัญญัติห้ามผู้ถือหุ้นหักหนี้กับบริษัทในการใช้เงินค่าหุ้นนั้น ก็เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการทุจริตกันระหว่างผู้ถือหุ้นกับบริษัท เนื่องจากหนี้ระหว่างบริษัทกับผู้ถือหุ้นมีความไม่แน่นอน เพราะอาจจะมีการตกลงกันในหนี้ที่ขาดอายุความแล้ว อันจะส่งผลให้บริษัทมีตัวเงินที่เป็นค่าหุ้นไม่ตรงตามเงินทุนที่ได้จดทะเบียนไว้

⁴ *Trevor v. Whitworth* (1887) 12 App Cs 409, HL., 423-4 Cited by Ellis Ferran, *Company Law and Corporate Finance*, (London: Oxford University Press, 1999), pp.355-363.

⁵ Ernest, L. Folk, *The Delaware Corporation Law: At Commentary and Analysis* (Delaware: Corporation Service Company, 1972), p.178.

⁶ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 117

(3) การลดทุนของบริษัทต้องดำเนินการตามที่กฎหมายกำหนดไว้ และจะลดทุนลงเหลือต่ำกว่าที่กฎหมายไว้ไม่ได้

เนื่องจากเงินทุนเรือนหุ้นเป็นหลักประกันการชำระหนี้ของบริษัท ดังนั้น เพื่อให้ความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้ของบริษัทอย่างแท้จริง นอกจากจะห้ามบริษัทหักเงินค่าหุ้นของผู้ถือหุ้นกับหนี้ของบริษัทแล้ว กฎหมายยังกำหนดมาตรการควบคุมเพื่อมิให้เงินทุนเรือนหุ้นของบริษัทลดลงโดยมิชอบไม่ว่าโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อมอีกด้วย

(4) ห้ามมิให้บริษัทซื้อหุ้นหรือรับจำหน่ายหุ้นของตนเอง หรือกระทำการใดๆ ซึ่งทำให้บริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเอง

การได้มาซึ่งหุ้นของบริษัทตนเอง ไม่ว่าจะโดยการซื้อหุ้นคืน โดยการรับจำหน่ายหุ้นของตนเอง หรือโดยวิธีการอื่นใด ย่อมทำให้บริษัทต้องจ่ายสินทรัพย์ของบริษัทออกไปจำนวนหนึ่ง ซึ่งจะทำให้เงินทุนของบริษัทลดลงได้ กฎหมายจึงกำหนดห้ามมิให้บริษัทซื้อหุ้นคืนหรือรับจำหน่ายหุ้นของตนเองไว้อย่างชัดเจน

1.2 ข้อยกเว้นของหลักการห้ามบริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเอง: กรณีบริษัทซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร

แม้ว่าหลักการรักษาเงินลงทุนที่ได้รับการยอมรับกันอย่างกว้างขวาง เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศออสเตรเลีย รวมถึงประเทศไทย แต่ต่อมาหลักการดังกล่าวได้ผ่อนคลายลงจนเกิดเป็นข้อยกเว้นที่ทำให้บริษัทสามารถได้มาซึ่งหุ้นของตนเองได้หลายประการและในหลายรูปแบบ⁷ เช่น อนุญาตให้บริษัทไถ่ถอนหุ้นชนิดใดก็ได้ อนุญาตให้บริษัทรับจากผู้ถือหุ้นที่เป็นหนี้บริษัท อนุญาตให้บริษัทซื้อหุ้นของตนเองคืนในกรณีที่มีผู้ถือหุ้นในบริษัทไม่เห็นด้วยกับมติที่สำคัญของบริษัทเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อย, กรณีที่บริษัทมีกำไรสะสมส่วนเกิน, เพื่อจัดสรรหุ้นให้แก่พนักงานในโครงการเสนอขายหลักทรัพย์แก่กรรมการและพนักงาน (Employee Stock Option Program: ESOP), เพื่อแก้ปัญหากรณีที่เกิดความเห็นขัดแย้งกันระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้บริหารหรือระหว่างผู้บริหารด้วยกันเอง, เพื่อแปรสภาพบริษัทจากบริษัทมหาชนเป็นบริษัทเอกชน, เพื่อรักษาระดับราคาหุ้นในตลาดที่ต่ำเกินควร รวมถึงเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร

⁷ สนใจโปรดศึกษาเพิ่มเติม เพ็ญพิมล อรุณสุรัตน์, "บริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเอง: เพื่อรักษาระดับราคาหุ้น," (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2546) น.8-21.

2. การพิจารณาความชอบด้วยกฎหมาย

การกระทำเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนั้น สามารถแบ่งตามข้อสมมติฐานที่เกี่ยวข้องได้เป็น 2 กรณี คือ

1.) กรณีกระทำการเพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นตามข้อสมมติฐานว่าด้วยเรื่องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (Non-Abusive Defensive Tactic)

2.) กรณีที่ฝ่ายบริหารกระทำการป้องกันเพียงเพื่อประโยชน์ส่วนตน ตามข้อสมมติฐานว่าด้วยการรักษาไว้ซึ่งอำนาจของฝ่ายบริหาร (Abusive Defensive Tactic)⁸

ในการพิสูจน์ถึงความชอบด้วยกฎหมายในการกระทำเพื่อป้องกัน สาระสำคัญจึงอยู่ที่การตัดสินใจของฝ่ายบริหาร โดยปกติศาลมักจะนำ "หลักวินิจฉัยทางการค้า" (Business Judgment Rule)⁹ มาเพื่อใช้พิจารณาว่าการกระทำหรือการตัดสินใจของกรรมการควรถือได้ว่าได้กระทำโดยสุจริตและควรได้รับความคุ้มครองตามกฎหมายหรือไม่

ตาม "หลักวินิจฉัยทางการค้า" อันเป็นเครื่องป้องกันการตัดสินใจทั้งหลายของฝ่ายบริหารในการดำเนินธุรกิจของบริษัท หลักนี้เป็นการรักษาอำนาจของฝ่ายบริหารที่จะจัดการบริหารบริษัทและยังเป็นการให้ความคุ้มครองฝ่ายบริหารจากความรับผิดในการตัดสินใจวินิจฉัยใดๆที่ได้ทำขึ้นโดยซื่อสัตย์สุจริต โดยในคดี Casey v. Woodruff, 49 N.Y.s.2d 625 (Supreme Court 1944) ศาลได้อธิบายหลักนี้ไว้ว่า "เมื่อใดที่ศาลไม่เข้าไปรบกวนในเรื่องการวินิจฉัยการค้า ก็ต้องสมมติไว้ล่วงหน้าว่า การวินิจฉัยหรือการตัดสินใจนั้นได้กระทำด้วยความเอาใจใส่อย่างมีเหตุผลเพียงพอ อีกทั้งกรรมการต้องไม่เพิกเฉยต่อสิ่งซึ่งกำลังเกิดขึ้นกับตนในการปฏิบัติหน้าที่ทางธุรกิจของบริษัท และเมื่อใดที่ฝ่ายบริหารอ้างว่าตนกำลังปฏิบัติหน้าที่โดยอาศัยความอิสระในการวินิจฉัยทางการค้า การตัดสินใจหรือการวินิจฉัยนั้นต้องกระทำโดยมีความซื่อสัตย์และไม่มีอคติ จึงจะถือเป็นการปฏิบัติหน้าที่อย่างเพียงพอ"¹⁰

⁸ Regulating defensive tactic, 1985 pp.206-215. (retrieved on 10 March 2009 from fraser.stlouisfed.org/publications/erp/page/5911/download/46379/5911_ERP.pdf)

⁹ พิพัฒน์ วุฒิชัยสารานนท์, "หลักความระมัดระวังของกรรมการบริษัท," (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ คณะนิติศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2539). น. 22-25.

¹⁰ ปัจจุบัน บัญญัติไว้ในกฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบของสหรัฐอเมริกาที่แก้ไขในปี 2002 (Revised Model Business Corporation Act 2002) Section 8.30

หลักการนี้เคยถูกนำมาใช้เพื่อพิจารณาการกระทำของกรรมการในกรณีซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการในคดีแรกที่ขึ้นสู่ศาลมลรัฐเดลาแวร์ เมื่อปี 1968 คือ คดี **Cheff v. Mathes**¹¹ โดยศาลได้พิจารณาความชอบด้วยกฎหมายของการซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้ตามหลักการกระทำโดยสุจริตซึ่งใช้ในการพิจารณาในการตัดสินใจดำเนินธุรกิจทั่วไปของกรรมการไว้ ดังนี้

1) กรรมการได้กระทำโดยสุจริต (Good Faith) กล่าวคือ กรรมการต้องไม่มีผลประโยชน์ที่ขัดกันกับบริษัท กระทำการโดยสุจริต และไม่อนุมัติการกระทำที่ผิดกฎหมาย และมีเหตุอันควรเชื่อว่าเป็นการกระทำเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท

2) กรรมการต้องกระทำการด้วยความระมัดระวังที่บุคคลผู้มีความรอบคอบตามปกติที่อยู่ในฐานะเช่นเดียวกันจะพึงมีสถานะเช่นนั้น

3) ในการปฏิบัติหน้าที่นั้น กรรมการมีสิทธิที่จะวางใจในข้อมูล ความเห็น รายงาน ข้อความ รวมทั้งเอกสารและข้อมูลทางการเงินอื่นๆ ถ้าหากได้จัดทำโดยพนักงานหรือลูกจ้างของบริษัทที่กรรมการเชื่อว่าเขามีความรู้และความสามารถในเรื่องที่น่าเสนอ หรือจากทนายความ นักบัญชี ฯลฯ เพราะกฎหมายต้องการเพียงให้กรรมการมีความรอบคอบ เอาใจใส่ในระดับที่ผู้ที่มีความระมัดระวังตามควรแก่บุคคลที่อยู่ในฐานะและสถานะเช่นเดียวกันพึงกระทำ

4) หากกรรมการตัดสินใจบนพื้นฐานของข้อมูลดังกล่าวโดยรู้หรือเชื่อว่าจะรู้ข้อมูลนั้นไม่อาจเชื่อถือได้ กรรมการย่อมไม่ได้กระทำโดยสุจริต

5) หากกรรมการได้ปฏิบัติหน้าที่ตามที่กำหนดไว้ในข้อ 2) - 4) แล้ว กรรมการไม่ต้องรับผิดชอบต่อการกระทำหรือไม่กระทำการอย่างใดอย่างหนึ่งในฐานะกรรมการอีกต่อไป

ดังนั้นในคดีนี้ เมื่อกรรมการพิสูจน์ได้ว่าตนได้ตัดสินใจด้วยความซื่อสัตย์สุจริต (Fiduciary Duties) ระมัดระวังตามสมควร (Duty of Care) และเพื่อประโยชน์ของบริษัท (Best Interest of the Corporation) แล้ว ฝ่ายบริหารย่อมได้รับประโยชน์จากข้อสันนิษฐานของกฎหมายว่าด้วยหลักวินิจัยทางการค้า ที่สันนิษฐานไว้ก่อนว่าฝ่ายบริหารไม่ได้ละเมิดหน้าที่การใช้ความระมัดระวังตามควรตามหลักวินิจัยทางการค้า และเมื่อบุคคลใดกล่าวอ้างว่าฝ่ายบริหารกระทำผิดหน้าที่ บุคคลนั้นก็มีภาระในการพิสูจน์เพื่อสืบทักล้างข้อสันนิษฐานดังกล่าว

อย่างไรก็ตาม จากคำพิพากษาในคดีนี้ทำให้เกิดข้อโต้แย้งและวิจารณ์ถึงความเหมาะสมในการได้รับประโยชน์จากข้อสันนิษฐานตามหลักวินิจัยทางการค้าของกรรมการในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายว่าไม่เป็นธรรมต่อผู้จะเข้าครอบงำกิจการ ต่อมาศาลจึงได้พัฒนาหลักการพิจารณาสำหรับกรณีบริษัทกระทำการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการไว้โดยเฉพาะเพื่อให้เกิด

¹¹ โปรดดูข้อเท็จจริงที่ น. 66-68.

ความเป็นธรรมแก่ทั้งบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายและผู้จะเข้าครอบงำกิจการ จึงควรพิจารณาว่าหลักที่ได้รับการพัฒนาและปรับใช้ในต่างประเทศตามที่กล่าวต่อไปในบทที่ 4 จะสามารถนำมาปรับใช้ให้เหมาะสมกับสภาพตลาดทุนประเทศไทยได้มากน้อยเพียงใด

3. แหล่งเงินทุนของบริษัทในการซื้อหุ้นคืน

ในการดำเนินธุรกิจ บริษัทอาจหาทุนมาดำเนินงานได้หลายวิธีตามที่กล่าวไว้ข้างต้น อันได้แก่ “ทุนเรือนหุ้น” (Share Capital) ซึ่งได้จากการออกหุ้นไม่ว่าในตอนเริ่มแรกตอนตั้งบริษัท หรือออกหุ้นเพิ่มเติมในภายหลัง “ทุนกู้ยืม” (Loan Capital) ซึ่งได้จากการกู้ยืมจากผู้มีผลประโยชน์เกี่ยวข้องกับบริษัทหรือจากบุคคลภายนอก เช่น สถาบันการเงินก็ได้ การดำเนินงานโดยอาศัย “เครดิต” เช่น ซื้อเครื่องจักร โรงงาน ที่ดินโดยกำหนดชำระราคาในภายหลัง และทุนประการสุดท้าย คือ การกันเงินกำไรบางส่วนมาเป็นทุนดำเนินการ และตามที่ได้กล่าวไว้แล้วว่าเฉพาะทุนประเภท “ทุนเรือนหุ้น” เท่านั้นที่อยู่ภายใต้หลักการรักษาเงินทุน¹² ที่บริษัทจะต้องรักษาไว้ไม่ให้ต้องเสียหายจากการซื้อหุ้นคืน ฉะนั้นบริษัทจึงสามารถใช้เงินส่วนอื่นที่นอกเหนือจากเงินทุนเรือนหุ้นเพื่อซื้อหุ้นคืนได้ แหล่งเงินที่จะนำมาพิจารณาเพื่อให้บริษัทใช้ซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ มีดังนี้

1.) เงินส่วนกำไร (Surplus)

ในการดำเนินธุรกิจของบริษัทย่อมมีผลกำไรซึ่งอาจนำมาจัดสรรแก่ผู้ถือหุ้น (Distributable Profit) ตามสัดส่วนการถือหุ้นแต่ละราย เงินดังกล่าวบริษัทสามารถนำมาจ่ายเป็นเงินปันผลหรือใช้ซื้อหุ้นคืนได้ ซึ่งเงินกำไรดังกล่าวอาจเกิดจาก กำไรจากการประกอบกิจการ เงินส่วนล้ามูลค่าหุ้น หรือเงินที่เกิดจากการการตีสินทรัพย์ของบริษัทที่เพิ่มขึ้น ณ ราคาปัจจุบัน การนำเงินส่วนกำไรมาใช้ซื้อหุ้นคืนย่อมไม่กระทบต่อเงินทุนเรือนหุ้น และเจ้าหน้าที่ของบริษัท เว้นแต่การซื้อหุ้นคืนโดยใช้เงินส่วนกำไรนี้จะเกิดขึ้นโดยมิชอบของฝ่ายบริหารเท่านั้น

2.) เงินที่ได้จากการก่อหนี้ขึ้นใหม่ (Debt)

บริษัทอาจก่อหนี้เพิ่มเพื่อซื้อหุ้นคืน เช่น ในกรณีที่บริษัทยังมีความสามารถในการก่อหนี้ (Credit Resource) เพิ่มได้อีกจำนวนมาก บริษัทอาจกู้ยืมจากบุคคลภายนอก เช่น สถาบันการเงิน เพื่อใช้ซื้อหุ้นคืน นอกจากนี้บริษัทอาจใช้แผนการผ่อนชำระ (Installment Plan) ในการชำระเงินให้กับผู้ถือหุ้นที่บริษัทซื้อคืนมา โดยการออกตั๋วสัญญาใช้เงินเพื่อชำระเงินให้แก่ผู้ถือหุ้น

¹² โสภณ รัตนากร, อ้างแล้ว เชิงอรรถที่ 2, น. 467-469.

นั้นในอนาคต อย่างไรก็ตาม การก่อหนี้เพิ่มอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทลดลง จึงควรมีมาตรการใดมารองรับเพื่อไม่ให้เกิดความเสียหายต่อเจ้าหนี้บริษัท

3.) เงินทุนบริษัท (Stated Capital)

บริษัทอาจใช้เงินทุนเรือนหุ้นเพื่อซื้อหุ้นคืนได้ แต่ต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขและหลักเกณฑ์ที่เคร่งครัด เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนโดยใช้เงินทุนเรือนหุ้นของบริษัทมีผลโดยตรงต่อการลดจำนวนเงินทุนของบริษัทลง ทำให้เกิดความเสียหายต่อเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นเป็นอย่างมาก กฎหมายจึงกำหนดจำกัดขอบเขตการใช้เงินส่วนทุนเพื่อซื้อหุ้นคืนไว้อย่างชัดเจน

การซื้อหุ้นคืนอาจทำให้สถานะทางการเงินของบริษัทลดลง อันส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ของบริษัท จึงมีแนวความคิดเกี่ยวกับสถานะทางการเงินของบริษัทที่จะซื้อหุ้นคืนดังนี้¹³

1) แนวความคิดว่าด้วยเรื่องความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท (Insolvency Test) ซึ่งแนวความคิดนี้จะเน้นว่าการซื้อหุ้นคืนต้องไม่กระทำในขณะที่บริษัทมีหนี้สินล้นพ้นตัวหรือไม่ทำให้บริษัทตกอยู่ในสถานะหนี้สินล้นพ้นตัว

2) แนวความคิดตามหลักงบดุลทางบัญชี (Balance Sheet Test) ตามแนวความคิดนี้เห็นว่า บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนได้ตราบเท่าที่การซื้อหุ้นคืนนั้นไม่ทำให้บริษัทมีทรัพย์สินน้อยกว่าหนี้สินทางบัญชี¹⁴

3) แนวความคิดว่าด้วยความเสียหายต่อทุนบริษัท (Capital Test) แนวความคิดนี้ให้ความคุ้มครองแก่เงินทุนบริษัท โดยบริษัทจะสามารถซื้อหุ้นคืนได้หากการซื้อหุ้นคืนนั้นไม่มีผลเป็นการจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินของบริษัทในลักษณะที่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ทุนบริษัท

การกำหนดถึงแหล่งเงินที่บริษัทจะใช้ซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ควรพิจารณาให้เหมาะสมและเป็นไปตามวัตถุประสงค์ในการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ เนื่องจาก

¹³ ลัดดาวรรณ เอกชนนิยม, (มีนาคม 2540), การซื้อหุ้นคืนโดยบริษัทผู้ถือหุ้น (ตามกฎหมายสหรัฐอเมริกา), สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์.

¹⁴ Richard A. Booth, Capital Requirement in United States Corporation Law, November 2005, (Retrieved April 2, 2009, from papers.ssrn.com/sol3/paper.cfm?abstract_id=864685)

บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายอาจจะยังมีสินทรัพย์ หรือยังมีเครดิตทางการเงินในการก่อหนี้ได้อีกมาก การกำหนดให้บริษัทต้องใช้จ่ายเงินส่วนกำไรในการซื้อหุ้นคืนก็จะเป็นการจำกัด และปิดช่องทางแก่บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายมากเกินไป เพราะฉะนั้นเงินส่วนที่บริษัทจะนำมาใช้ซื้อหุ้นคืนจึงอาจไม่จำเป็นต้องเป็นเงินส่วนกำไรเท่านั้น บริษัทอาจก่อหนี้เพื่อซื้อหุ้นคืน โดยการออกตั๋วสัญญาใช้เงิน หรือโดยการกู้ยืมจากสถาบันการเงินก็ได้ หากการก่อหนี้ไม่กระทบถึงความสามารถในการชำระหนี้

4. กระบวนการขั้นตอนในการพิจารณาซื้อหุ้นคืน

กระบวนการขั้นตอนในการพิจารณาให้อำนาจบริษัทซื้อหุ้นคืน มีความสำคัญประการหนึ่งที่จะสะท้อนให้เห็นถึงการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นในการตัดสินใจใช้วิธีการเพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ ซึ่งในแต่ละประเทศจะกำหนดอำนาจในการตัดสินใจไว้แตกต่างกัน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับโครงสร้างการบริหารจัดการบริษัทของประเทศนั้นๆ เช่น ในประเทศแคนาดากำหนดให้เป็นอำนาจของประธานคณะกรรมการอิสระของบริษัทเป็นผู้ตัดสินใจ, ในประเทศอังกฤษกำหนดให้ต้องได้รับมติเสียงข้างมากของที่ประชุมผู้ถือหุ้นในกรณีบริษัทซื้อหุ้นคืนในตลาด (On market Transaction) และต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นเสียงข้างมากพิเศษในกรณีซื้อหุ้นคืนนอกตลาด (Off Market Transaction) ในประเทศสหรัฐอเมริกากำหนดให้ถือตามมติเสียงข้างมากของที่ประชุมคณะกรรมการ¹⁵

โครงสร้างอำนาจภายในของบริษัทของประเทศไทยสามารถแบ่งอำนาจในการพิจารณาการดำเนินการของบริษัทออกเป็น 3 ระดับ¹⁶ คือ ระดับที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีอำนาจจำกัดเฉพาะการแต่งตั้งถอดถอนกรรมการ และการตัดสินใจในเรื่องสำคัญ เช่น การแก้ไขหนังสือบริคณห์สนธิ การรวมกิจการ การเลิกบริษัท ฯลฯ เท่านั้น ในระดับคณะกรรมการเป็นผู้ใช้อำนาจทั้งหมดของบริษัทไม่ว่าจะเป็นอำนาจแต่งตั้งถอดถอนกรรมการบริษัท การจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้น การกำหนดนโยบายบริษัท รวมทั้งการจัดการบริหารภายในบริษัท ทั้งนี้อาจมีการจำกัดอำนาจของ

¹⁵ http://www.takeovers.gov.au/content/Resources/csirc/csirc_report_no_6.aspx [5002 - 5011]

¹⁶ ยินดี วิชชุโสภาส, "อำนาจที่ประชุมผู้ถือหุ้นในการควบคุมการดำเนินงานของบริษัท," (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2543), น.29-35.

คณะกรรมการไว้ในหนังสือบริคณห์สนธิหรือข้อบังคับของบริษัท¹⁷ และระดับฝ่ายจัดการซึ่งกระทำการเสมือนเป็นตัวแทนคณะกรรมการซึ่งต้องกระทำการภายใต้อำนาจที่คณะกรรมการให้ไว้และฝ่ายจัดการเป็นผู้ที่ได้รับมอบหมายให้จัดการบริษัทแทนคณะกรรมการ ฉะนั้นโครงสร้างอำนาจการตัดสินใจตามกฎหมายบริษัทสหรัฐอเมริกาจึงให้คณะกรรมการเป็นผู้ใช้อำนาจของบริษัทมิใช่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นหรือฝ่ายจัดการ

สำหรับโครงสร้างอำนาจภายในบริษัทตามกฎหมายไทย ถือว่าที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นองค์กรที่มีอำนาจสูงสุดภายในบริษัท โดยมีอำนาจแต่งตั้งถอดถอนกรรมการ ควบคุมการจัดการของกรรมการ ตลอดจนกำหนดนโยบายต่างๆของบริษัท กฎหมายกำหนดให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นผู้อนุมัติเงินปันผลประจำปี อนุมัติบัญชีสมดุล ตัดสินใจในการดำเนินกิจการของบริษัทไม่ว่าในเรื่องทั่วไปหรือเรื่องสำคัญ ในขณะที่คณะกรรมการซึ่งเป็นผู้แทนของบริษัท (Representative)¹⁸ มีหน้าที่จัดการบริษัทให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ข้อบังคับและมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น¹⁹ ดังนั้นในกระบวนการขั้นตอนการอนุมัติการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ควรพิจารณาให้เหมาะสมกับโครงสร้างบริษัทตามกฎหมายประเทศไทยด้วย

5. รูปแบบการซื้อหุ้นคืน

บริษัทอาจกระทำการซื้อหุ้นคืนได้ในหลายรูปแบบ ซึ่งในแต่ละรูปแบบมีประโยชน์และหลักเกณฑ์ทางกฎหมายที่แตกต่างกันไป ดังนั้นจึงควรพิจารณาว่ารูปแบบใดจะเหมาะสมกับวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ

¹⁷ RMBCA Section 8.01 (b) All corporate powers shall be exercised by or under the authority of, and the business and affairs of the corporation managed by or under the direction of, its board of directors,.....

¹⁸ สหัส สิงหวิริยะ , คำอธิบายกฎหมายว่าด้วย บริษัทมหาชน จำกัด, (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์บรรณการ, 2550) น.135.

¹⁹ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 77 วรรคแรก

5.1 การซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์

บริษัทจะเข้าทำการซื้อหุ้นของตนเองในตลาดหลักทรัพย์ โดยราคาซื้อที่ชื้อขายย่อมเป็นไปตามหลักการประมูลในตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นรายใดเสนอขายต่ำที่สุดผู้นั้นก็จะได้เป็นผู้ขาย และผู้ต้องการซื้อหุ้นรายใดเสนอราคาสูงที่สุดผู้นั้นก็จะเป็นผู้ที่ซื้อได้ การซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้มีกฎเกณฑ์ขั้นตอนไม่มาก เช่น เพียงบริษัทเปิดเผยข้อมูลต่อตลาดหลักทรัพย์ก็สามารถเข้าซื้อหุ้นคืนได้ ทำให้ได้รับความนิยมมากที่สุดในประเทศสหรัฐอเมริกา²⁰

การซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้ บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายมักจะนำมาใช้เป็นมาตรการเพื่อป้องกันในช่วงเริ่มต้น นับแต่ผู้บริหารทราบสถานะของบริษัทอาจตกเป็นเป้าหมายการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร หรือบริษัทกำลังถูกสะสมซื้อหุ้นเพื่อเข้าครอบงำกิจการแต่ยังไม่มี การทำคำเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการ ผู้บริหารในบริษัทดังกล่าวจะทำการซื้อหุ้นคืนโดยผ่าน กระดานตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้ราคาหุ้นบริษัทในตลาดสูงขึ้น อันเป็นการลดความน่าสนใจของ บริษัทและลด **Agency Cost** ที่ผู้จะเข้าครอบงำจะได้รับภายหลังการเข้าครอบงำกิจการลงด้วย²¹

ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า การซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์มีประโยชน์ในแง่การใช้เป็นวิธี เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้หลายประการ ดังนี้

ประการแรก เป็นการเพิ่มมูลค่าคำเสนอซื้อของผู้ทำคำเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการ

ประการที่สอง เป็นการลด **Agency Cost**

ประการที่สาม ทำให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนได้ในราคาที่ยืดหยุ่นไม่ตายตัวและจะทำการซื้อหุ้นคืนภายในระยะเวลาใดก็ได้ ความยืดหยุ่นในเรื่องราคานี้เองจะทำให้บริษัทที่ตกเป็น เป็นเป้าหมายสามารถแข่งขันในเรื่องราคากับผู้จะเข้าครอบงำกิจการได้อย่างเต็มที่

²⁰ Jagannathan, Stephens, and Weisbach (2000) ได้สรุปถึงจำนวนและมูลค่าการซื้อหุ้นคืนของประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี 1985-1996 แต่ละรูปแบบไว้ ดังนี้ มีการซื้อหุ้นคืนในรูปแบบการทำคำเสนอซื้อทั่วไปแบบกำหนดราคาตายตัว (fixed price) 660 ครั้ง มูลค่า 67 ล้านดอลลาร์สหรัฐ รูปแบบการทำคำเสนอซื้อทั่วไปแบบกำหนดช่วงราคา (Dutch auction) จำนวน 120 ครั้ง มูลค่า 27 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และรูปแบบซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 4,753 ครั้ง มูลค่า 471 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (Matthew T. Billett and Huixue. The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases. *Journal of Finance* Footnote p.23 Retrieved March 30, 2009, from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=956622)

²¹ *Ibid.*, p. 4.

นอกจากนั้น ยังมีการศึกษาว่าการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ได้ผลเป็นที่น่าพอใจต่อบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย เนื่องจากบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายสามารถทำให้มูลค่าค่าเสนอซื้อของผู้จะเข้าครอบงำสูงขึ้น อันส่งผลไปสู่การยกเลิกการเข้าครอบงำกิจการในเวลาต่อมา²²

จากการศึกษา มีผู้เห็นว่าการซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้อาจทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันในระหว่างผู้ถือหุ้นที่ขายหุ้นคืนบริษัทกับผู้ถือหุ้นที่ยังคงถือหุ้นต่อไป เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้เป็นไปตามหลักมาก่อนได้ก่อน (First Come First Serve Basis) ดังนั้นผู้ถือหุ้นเพียงจำนวนหนึ่งเท่านั้นที่จะได้รับการซื้อหุ้นคืนในราคา Premium ในขณะที่เงินที่บริษัทใช้ซื้อหุ้นคืนนี้เป็นเงินที่ควรจะนำมาจัดสรรแก่ผู้ถือหุ้นทุกรายตามสัดส่วนการถือครองหุ้น ดังนั้นการซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้ทำให้ผู้ถือหุ้นรายที่ไม่ได้ขายหุ้นคืนแก่บริษัทเสียเปรียบ

เช่น บมจ. A มีหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว 200 ล้านหุ้น ราคาหุ้นละ 40 บาท ทุนจดทะเบียน บมจ. A คือ 8,000 ล้านบาท เมื่อมีการทำคำเสนอซื้อหุ้นของบริษัทในราคาหุ้นละ 60 บาท จำนวน 100 ล้านหุ้น ฉะนั้นราคาที่บริษัทจะซื้อคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ คือ ราคาตลาดก่อนมีการเข้าครอบงำกิจการ (Pre-Execution Market Price) ซึ่งคำนวณได้จาก

$$P = [F \times P_t] + [F \times P_e]$$

ในกรณีที่ P = ราคาตลาดก่อนมีการเข้าครอบงำกิจการ

F = สัดส่วนหุ้นที่มีการทำคำเสนอซื้อ

P_t = ราคาที่มีการทำคำเสนอซื้อ

P_e = ราคาหุ้นในตลาดภายหลังการทำคำเสนอซื้อ

ดังนั้น ในกรณีตามตัวอย่าง ราคาตลาดก่อนมีการเข้าครอบงำกิจการ ซึ่งบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายจำต้องทำคำเสนอซื้อผ่านกระดานตลาดหลักทรัพย์ คือ $[1/2 \times 60] + [1/2 \times 40] = 50$ บาท เมื่อราคาหุ้นในตลาดของบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายต่ำกว่า 50 บาท หุ้นของบริษัทดังกล่าวย่อมเป็นที่ต้องการของนักลงทุนที่เข้ามาซื้อเพื่อเก็งกำไร ทำให้หุ้นในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายมีการซื้อขายจำนวนมากในระหว่างมีการทำคำเสนอซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ จนกระทั่งราคาหุ้นในตลาดของบริษัทดังกล่าวขึ้นไปถึง 50 บาท และในกรณีที่บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายเข้าซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ในราคาหุ้นละ 50 บาท ย่อมส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายอื่นที่ไม่ได้ขายหุ้นคืนแก่บริษัทดังนี้

มูลค่าบริษัทย่อมสะท้อนจากเงินทุนจดทะเบียน คือ 8,000 ล้านบาท (หุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด 200 ล้านหุ้น ราคาหุ้นละ 40 บาท) หากบริษัทซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาด

²² Ibid., p. 19.

หลักทรัพย์เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการในราคาหุ้นละ 50 บาท จำนวน 120 ล้านหุ้น ทำให้มูลค่าหุ้นของผู้ถือหุ้นอีก 80 ล้านหุ้นที่ไม่ได้ขายหุ้นคืนบริษัทลดลง (Dilute) กล่าวคือ ลดจากราคาตลาดก่อนมีการเข้าครอบงำ 40 บาท เหลือเพียงมูลค่าหุ้นละ 25 บาท $[8,000 - (50 \times 120 \text{ ล้านหุ้น})] / 80 \text{ ล้านหุ้น}$ ดังนั้นจึงมีผู้เห็นว่าการซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้ย่อมทำให้เกิดความไม่เป็นธรรมแก่ผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้ขายหุ้นคืนบริษัท²³

5.2 การซื้อหุ้นคืนโดยการทำคำเสนอซื้อเป็นการทั่วไป

บริษัทสามารถซื้อหุ้นของตนเองคืนได้โดยการทำคำเสนอซื้อหุ้นไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัท โดยวิธีแถลงหรือโฆษณาผ่านสื่อมวลชน, สื่ออิเล็กทรอนิกส์ที่เป็นการกระจายข้อมูลในวงกว้าง หรือโดยการทำคำเสนอซื้อส่งไปยังผู้ถือหุ้นแต่ละราย กฎหมายจะกำหนดให้บริษัทต้องกระทำการซื้อหุ้นคืนภายใต้หลักการรับซื้อตามสัดส่วน (Pro Rata) เพื่อให้เกิดความเท่าเทียมกันกับผู้ถือหุ้นทุกราย

บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรใช้การซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากในการเสนอซื้อหุ้นของผู้ที่ต้องการเข้าครอบงำกิจการ บุคคลดังกล่าวย่อมต้องเสนอซื้อหุ้นจำนวนหนึ่งเพื่อให้ได้จำนวนที่มากพอที่จะมีอำนาจครอบงำกิจการในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย ซึ่งหากบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายเสนอซื้อหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วคืนจำนวนหนึ่งในราคาสูงกว่าราคาตลาดมาก แม้จำนวนที่บริษัทเสนอซื้อคืนจะน้อยกว่าจำนวนที่ผู้จะเข้าครอบงำเสนอซื้อไว้ ก็อาจส่งผลให้ผู้จะเข้าครอบงำกิจการต้องใช้เงินสูงขึ้นมาเพื่อเข้าครอบงำกิจการ ทำให้การเข้าครอบงำกิจการนั้นต้องล้มเลิกไป

เช่น บมจ. A ซึ่งมีมูลค่าตามทุนจดทะเบียน 8,000 ล้านบาท โดยมีหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งสิ้น 200 ล้านหุ้น ราคาหุ้นละ 40 บาท เมื่อผู้จะเข้าครอบงำกิจการซึ่งถือหุ้นในบริษัทดังกล่าวอยู่ 25 ล้านหุ้น ได้ทำคำเสนอซื้อในราคาหุ้นละ 50 บาท เพิ่มอีกจำนวน 75 ล้านหุ้น หากบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายเสนอซื้อหุ้นคืนโดยการทำคำเสนอซื้อเป็นการทั่วไป (Self Tender Offer) เท่ากับจำนวนที่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการได้เสนอซื้อไว้ โดยใช้ราคาเฉลี่ยจากมูลค่าบริษัททั้งหมด

²³ Michael Bradly and Michael Rosenzweig, (May 1986), Defensive Stock Repurchases, *Harvard Law Review*, 99(1377), pp. 1490 - 1499 (Retrieved February 12, 2009, from Westlaw Database)

คือ 8,000 ล้านบาทมาใช้เพื่อซื้อหุ้นคืน ย่อมส่งผลให้หุ้นที่เหลืออีก 125 ล้านหุ้นของบริษัทที่ไม่ได้ขายคืนแก่บริษัทแทบจะไม่มีค่าใดๆ อีกทั้งหากผู้จะเข้าครอบงำกิจการจะทำข้อเสนอซื้อก็ต้องใช้เงินจำนวนมาก ทำให้การเข้าครอบงำกิจการนั้นเป็นอันล้มเลิกไป²⁴

วิธีในการกำหนดราคาหุ้นในการซื้อหุ้นคืนโดยการทำข้อเสนอซื้อเป็นการทั่วไปมี 2 รูปแบบ คือ

(1) การกำหนดราคาหุ้นไว้แบบตายตัว (Fixed-Price Tender-Offer) คือ การที่บริษัทเสนอที่จะซื้อหุ้นจำนวนหนึ่ง ตามราคาของบริษัทได้กำหนดไว้อย่างตายตัว โดยทั่วไปจะเป็นราคาที่บริษัทกำหนดจะเป็นราคาที่สูงกว่าราคาตลาด และผู้ถือหุ้นมีสิทธิเลือกที่จะขายคืนบริษัทหรือไม่เท่านั้น

(2) การกำหนดราคาหุ้นแบบช่วงราคา (Dutch-Auction Tender-Offer) คือ เป็นรูปแบบการซื้อคืนที่คล้ายกับรูปแบบแรกที่บริษัทจะเสนอซื้อในจำนวนที่บริษัทกำหนดไว้ แต่รูปแบบนี้บริษัทจะกำหนดเป็นช่วงราคาไว้ โดยให้ผู้ถือหุ้นที่ต้องการขายเป็นผู้เสนอราคาที่ต้องการขาย หลังจากนั้นบริษัทจะพิจารณาจากราคาที่เสนอขายทั้งหมดแล้วเลือกราคาที่บริษัทต้องการ (ราคาที่ต่ำที่สุด) (Clearing Price) ทั้งนี้ผู้ถือหุ้นที่เสนอราคามาต่ำกว่าราคาที่บริษัทซื้อ ก็จะได้รับราคาที่บริษัทซื้อเช่นเดียวกัน

สำหรับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ John C. Persons²⁵ ได้ศึกษาในแง่ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นพบว่า การซื้อหุ้นคืนในรูปแบบทำข้อเสนอซื้อเป็นการทั่วไปโดยกำหนดราคาหุ้นแบบช่วงราคาเป็นรูปแบบที่เหมาะสมกับการซื้อหุ้นคืนโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ เพราะในการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายย่อมต้องการจำนวนหุ้นที่จะซื้อคืนกลับมาในจำนวนที่แน่นอน ซึ่งหากบริษัทเสนอซื้อหุ้นคืนโดยกำหนดราคาแบบตายตัว ผู้ถือหุ้นที่ไม่พอใจในราคาของบริษัทเสนอไว้อาจจะไม่ตอบรับคำเสนอซื้อ ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงว่าบริษัทจะได้รับการตอบรับคำเสนอซื้อเพียงพอเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการหรือไม่ ส่วนการซื้อหุ้นคืนในรูปแบบทำข้อเสนอซื้อเป็นการทั่วไปโดยกำหนดราคาหุ้นไว้แบบตายตัวเป็นรูปแบบที่เหมาะสมกับการซื้อหุ้นคืนโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อรักษาระดับราคาหุ้นให้ราคาหุ้น

²⁴ *Ibid.*, pp. 1412 - 1428.

²⁵ John C. Persons, Signaling and takeover deterrence with stock repurchases: Dutch Auctions Versus Fixed Price tender offers, *The Journal of Finance* 49, (Sep., 1994), pp.1371-1402. (Retrieved March 30, 2009, from <http://www.jstor.org/stable/2329190>)

สูงขึ้นเป็นไปตามมูลค่าที่แท้จริง เพราะบริษัทสามารถกำหนดราคาหุ้นในตลาดให้ขยับสูงขึ้นไปในราคาที่เหมาะสมบริษัทต้องการได้

นอกจากนี้บริษัทยังอาจซื้อหุ้นคืนโดยการทำข้อเสนอซื้อต่อผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไป โดยยกเว้นทำข้อเสนอซื้อจากผู้จะเข้าครอบงำได้ด้วย เช่นที่ปรากฏในคดี *Unocal*²⁶ ศาลได้ตัดสินไว้ว่า แม้ผู้ถือหุ้นทุกรายต้องได้รับการปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกัน แต่การที่บริษัทผู้ออกหุ้นประกาศซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นทุกรายเว้นแต่ผู้จะเข้าครอบงำนั้นเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการถือว่ากระทำได้และไม่ถือเป็นการเลือกปฏิบัติ²⁷ สาระสำคัญที่ศาลเน้น คือ สิทธิของคณะกรรมการที่จะปกป้องบริษัทและผู้ถือหุ้นจากการเสนอราคาเพื่อครอบงำกิจการที่ไม่เพียงพอ การทำข้อเสนอที่มีลักษณะบีบบังคับ ช่มชู้ กรรมการยอมมีอำนาจซื้อหุ้นคืนโดยเลือกปฏิบัติในกรณีนี้ได้ ดังนั้นจึงมีประเด็นที่ต้องพิจารณาว่าควรให้บริษัทซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการโดยการทำข้อเสนอซื้อเป็นการทั่วไปทุกราย โดยกำหนดยกเว้นผู้จะเข้าครอบงำกิจการได้หรือไม่

5.3 การซื้อหุ้นคืนเฉพาะราย

รูปแบบนี้เป็นกรณีที่บริษัทต้องการซื้อหุ้นคืนจากกลุ่มผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งโดยเฉพาะเจาะจง โดยบริษัทเป้าหมายจะเข้าเจรจาตกลงเป็นการส่วนตัวที่จะซื้อหุ้นจากผู้จะเข้าครอบงำโดยตรงในราคาที่สูงกว่าราคาตลาด ส่วนมากใช้ในกรณีที่มีการทำกรีนเมลล์โดยผู้ขายจะคำนวณราคาจากราคาตลาดและข่มขู่ว่าถ้าบริษัทไม่ซื้อหุ้นคืนในราคาที่ตั้งไว้ ผู้ทำกรีนเมลล์จะนำไปขายให้กับผู้พร้อมจะเข้าครอบงำกิจการ ซึ่งเป็นวิธีที่ทำให้บริษัทสามารถยุติการเข้าครอบงำแบบไม่เป็นมิตรได้โดยเร็ว

²⁶ *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d at 946, อ้างใน Harold, S. Bloomenthal and Holme Roberts & Owen. (1997). *Securities Law Handbook 1997 Edition*. p. 1305 ดูรายละเอียดข้อเท็จจริงเพิ่มเติมได้ที่หน้า 69-70 คดีนี้ ศาลได้กล่าวว่า “ภายใต้มาตรา 160 (a) แห่งกฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์ บัญญัติให้อำนาจคณะกรรมการอย่างกว้างขวางที่จะกระทำการใดๆต่อหุ้นของบริษัทก็ได้ ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าบริษัทจึงสามารถเลือกซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นรายใดก็ได้”

²⁷ Harold, S. Bloomenthal and Holme Roberts & Owen, *ibid.*, p. 1305.

6 การเปิดเผยข้อมูล

การเปิดเผยข้อมูลแก่ประชาชนและผู้ถือหุ้นอย่างเพียงพอนับว่าเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับตลาดทุน ท่านศาสตราจารย์ ดร. ชิดนีย์ เอ็ม รอบบิ้นส์ ได้กล่าวว่า “ตลาดจะทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพจะต้องมีลักษณะเฉพาะ คือ ผู้ลงทุนต้องอยู่ในฐานะที่จะตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล การที่นักลงทุนจะตัดสินใจอย่างมีเหตุผลได้ นักลงทุนจะต้องมีข้อมูลที่ถูกต้องและอย่างเพียงพอ เพื่อที่จะประเมินคุณค่าในอนาคตของบริษัท และนักลงทุนยังต้องมีความสามารถในการวิเคราะห์เพื่อที่จะทำการประเมินดังกล่าวอย่างถูกต้องสมบูรณ์ นักลงทุนที่มีความรู้และ “ความฉลาด” อย่างเพียงพอสมบูรณ์นั้นไม่มี แต่กฎเกณฑ์ต่างๆจะต้องจัดไว้ให้มีข้อมูลดังกล่าวอย่างเพียงพอ เพื่อให้ผู้ลงทุนที่มีความรู้ความสามารถที่ตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างดีที่สุด²⁸

สำหรับการเปิดเผยข้อมูล ในกรณีบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายจะซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ บริษัทควรต้องเปิดเผยข้อมูลแก่สาธารณะและผู้ถือหุ้นอย่างน้อยเพียงไร เพื่อให้ความคุ้มครองแก่นักลงทุนและผู้ถือหุ้นของบริษัท ในขณะที่เดียวกันก็ไม่ทำให้เกิดความเสียหายต่อการดำเนินการของบริษัท จึงควรแบ่งพิจารณาเป็น 2 ประเด็น คือ

ประเด็นแรก การเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ โดยหลักแล้วบริษัทมีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลในทันทีและทั่วถึงเท่าที่จะทำได้เพื่อให้ให้นักลงทุนได้ใช้ข้อมูลดังกล่าวในการตัดสินใจลงทุน อย่างไรก็ตามในบางกรณี หากบริษัทเปิดเผยข้อมูลในทันทีแล้วจะเป็นผลเสียหายต่อบริษัท การเปิดเผยข้อมูลก็อาจจะไม่ต้องในทันทีก็ได้ อย่างไรก็ตามในระหว่างที่ข้อมูลยังไม่ได้เปิดเผยไปยังสาธารณะ บุคคลภายใน (Insider)²⁹ ต้องไม่ทำการซื้อหรือขายหุ้นโดยใช้สารสนเทศที่สำคัญที่ยังมิได้เปิดเผยต่อประชาชน เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนได้มีการประเมินสารสนเทศนั้นตามสมควร

²⁸ ชิดนีย์ เอ็ม. รอบบิ้นส์, ตลาดทุนในประเทศไทย A Capital Market in Thailand ผลการศึกษาและข้อเสนอแนะในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, แปลโดย ทวี วิริยฑูรย์ (กรุงเทพมหานคร : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย), น.5.

²⁹ บุคคลภายใน หมายถึง บุคคลที่ได้ล่วงรู้สารสนเทศภายในที่สำคัญก่อนที่จะเผยแพร่ต่อประชาชน ได้แก่ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม กรรมการ พนักงาน และลูกจ้าง ตลอดจนบุคคลภายนอกอื่น ๆ อันได้แก่ นักกฎหมาย ผู้สอบบัญชีเจ้าหน้าที่วานิชธนกิจ ที่ปรึกษาประชาสัมพันธ์ ผู้พิมพ์โฆษณา สำนักงานที่ปรึกษา และคู่สัญญาอิสระ ทั้งนี้รวมคู่สมรส บิดา มารดา บุตร พี่น้อง

ประเด็นที่สอง การเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้น ในกรณีที่การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นแล้ว ผู้ถือหุ้นจำเป็นต้องได้รับข้อมูลที่ถูกต้อง ไม่ทำให้ผู้ถือหุ้นสำคัญผิด ไม่ปกปิดในรายละเอียดที่เป็นสาระสำคัญ ครบถ้วน และเพียงพอเพื่อใช้ในการตัดสินใจลงคะแนนเสียงเห็นชอบหรือไม่เห็นชอบ เช่น บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลรายชื่อกรรมการที่มีส่วนได้เสียในการซื้อหุ้นคืน บริษัทควรแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินให้กับผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณาถึงราคาหุ้นที่แท้จริงและความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท งบการเงิน ทรัพย์สินของบริษัท มูลค่าหุ้นที่แท้จริง และบริษัทต้องแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบว่ามีมติที่ประชุมนี้ใช้เพื่อซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการด้วย

7. สถานะของหุ้นที่บริษัทได้มา

กรณีที่บริษัทซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ กฎหมายควรกำหนดให้สถานะหุ้นที่บริษัทได้มาควรอยู่ในสถานะใด และบริษัทควรดำเนินการอย่างไรกับหุ้นที่ซื้อคืนเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย และไม่กระทบถึงสิทธิของผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ ด้วย โดยสถานะหุ้นที่จะนำมาพิจารณามี 3 สถานะ ดังนี้

(1) หุ้นที่ได้รับอนุญาตแล้วแต่ยังไม่ออกจำหน่าย (Authorized but Unissued Shares) หุ้นที่อยู่ในสถานะเช่นนี้ บริษัทสามารถนำออกจำหน่ายใหม่ได้อีกครั้งหากข้อบังคับของบริษัทไม่ได้ห้ามไว้

(2) หุ้นที่ถูกยกเลิก (Cancelled Shares) ในสถานะเช่นนี้ สิทธิต่างๆที่มีอยู่ในตัวหุ้นย่อมเป็นอันยุตินับแต่บริษัทซื้อหุ้นคืนมา โดยบริษัทต้องดำเนินการยกเลิกหุ้นที่ซื้อคืนและดำเนินการจดทะเบียนลดทุนบริษัทลงภายในระยะเวลาที่กฎหมายกำหนดเพื่อให้มูลค่าที่บริษัทจดทะเบียนไว้ตรงตามมูลค่าที่แท้จริง และบริษัทต้องดำเนินการจดทะเบียนลดทุนบริษัทลงภายในระยะเวลาที่กฎหมายกำหนดไว้

(3) หุ้นคงคลัง (Treasury Shares) เป็นสถานะหุ้นที่บริษัทซื้อคืนมาตามกฎหมายปัจจุบันของไทยกำหนดไว้ โดยบริษัทถือหุ้นนี้ไว้ โดยต้องจำหน่ายออกไปภายใน

และบุคคลอื่นที่อยู่ภายใต้การควบคุมของบุคคลภายใน ตลอดจนบุคคลอื่นที่ได้รับการชักชวนโดยบุคคลดังกล่าว และบุคคลที่ได้รับการบอกกล่าวเกี่ยวกับสารสนเทศภายในที่สำคัญ

กำหนดเวลา เมื่อเลยกำหนดเวลาดังกล่าว หากบริษัทไม่จำหน่ายหรือยังจำหน่ายไม่หมด บริษัทต้องดำเนินการลดทุนจดทะเบียนลงเท่ากับจำนวนที่ไม่จำหน่ายหรือยังจำหน่ายไม่หมด

ตามที่กล่าวมาข้างต้นแล้ว ว่าการกำหนดสถานะหุ้นที่บริษัทซื้อคืนอาจกระทบต่อสิทธิผู้ถือหุ้นรายอื่น ดังนั้นควรพิจารณาว่าเมื่อบริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเองแล้วยอมทำให้บริษัทมีฐานะเป็นผู้ถือหุ้นรายหนึ่ง บริษัทควรมีสิทธิที่ผู้ถือหุ้นพึงมีหรือไม่ โดยแบ่งพิจารณาสิทธิที่สำคัญออกเป็น 2 ประการ ดังนี้

ประการแรก สิทธิในการครอบงำดูแลกิจการ คือ การควบคุมดูแลการดำเนินการของบริษัท โดยการเลือกกรรมการเข้าไปทำหน้าที่บริหารงานบริษัท และในระหว่างที่กรรมการเข้าไปบริหารงานแล้ว ผู้ถือหุ้นย่อมมีสิทธิควบคุมการบริหารงานของกรรมการโดยผ่านที่ประชุมผู้ถือหุ้น และมีสิทธิถอดถอนและฟ้องร้องเรียกค่าเสียหายจากกรรมการที่ทำความเสียหายแก่บริษัทได้

ประการที่สอง สิทธิในการได้รับเงินปันผล อันเป็นสิทธิพื้นฐานของผู้ถือหุ้น เนื่องจากบริษัทย่อมมีวัตถุประสงค์เพื่อแสวงหากำไรจากการดำเนินกิจการ เพื่อนำมาแจกจ่ายตามสัดส่วนในรูปของเงินปันผล ดังนั้นผู้ถือหุ้นทุกรายย่อมได้รับเงินปันผลตามสัดส่วนในจำนวนเท่าๆกัน เว้นแต่กรณีหุ้นบุริมสิทธิที่ผู้ถือหุ้นอาจได้รับมากกว่าผู้ถือหุ้นสามัญ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขที่กำหนดไว้

การกำหนดสถานะหุ้นที่บริษัทจะซื้อคืน ย่อมมีผลต่อการกำหนดสิทธิต่างๆในตัวหุ้นที่บริษัทเป็นผู้ถือ เช่น ในกรณีที่กฎหมายกำหนดให้หุ้นนั้นต้องถูกยกเลิกทันที สิทธิต่างๆในตัวหุ้นย่อมเป็นอันยุติลงโดยปริยาย ไม่ว่าจะเป็นในสิทธิในการเข้าประชุม สิทธิออกเสียงลงคะแนน รวมถึงสิทธิในการได้รับเงินปันผล แต่หากกฎหมายกำหนดให้หุ้นที่บริษัทซื้อคืนมาอยู่ในสถานะเป็นหุ้นที่ได้รับอนุญาตแล้วแต่ยังไม่ออกจำหน่าย หรือ หุ้นคงคลัง ย่อมต้องมีกฎหมายกำหนดว่า สิทธิต่างๆในหุ้นนั้นจะเป็นอย่างไรต่อไป เพื่อป้องกันไม่ให้มีบุคคลอาศัยช่องว่างเข้าไปหาประโยชน์ อันจะทำให้เกิดความไม่เป็นธรรมแก่ผู้ถือหุ้นรายอื่นๆได้ เนื่องจากหุ้นสองสถานะดังกล่าว บริษัทยังเป็นผู้ถือหุ้นต่อไปเพื่อรอการจำหน่ายออกไปใหม่อีกครั้ง ในระหว่างที่บริษัทถือหุ้นอยู่ อาจมีเหตุจำเป็นที่ต้องมีการประชุมลงมติของผู้ถือหุ้น หากกฎหมายไม่กำหนดสิทธิต่างๆไว้ให้ชัดเจน บริษัทซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายหนึ่งย่อมมีสิทธิออกเสียงและสิทธิรับเงินปันผลได้เช่นกัน ในกรณีนี้เองจะเป็น

ช่องทางให้กับกรรมการซึ่งกระทำการแทนบริษัท ใช้สิทธิออกเสียงในหุ้นที่บริษัทถืออยู่ไปในทางที่เอื้อประโยชน์แก่ตนและพวกพ้องได้

8. การให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้บริษัทและบุคคลที่เกี่ยวข้อง

ในกรณีที่บริษัทตัดสินใจซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ อาจก่อให้เกิดความกังวลในผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งความกังวลอาจจะแตกต่างกันขึ้นอยู่กับสถานะของบุคคลที่เกี่ยวข้อง³⁰ ดังนั้นในการพิจารณาถึงการให้ความคุ้มครองบุคคลที่เกี่ยวข้อง จึงควรแบ่งพิจารณาตามประเภทของบุคคลที่ให้ความคุ้มครอง ดังนี้

8.1 การให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือหุ้น

ผู้ถือหุ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ถือหุ้นรายย่อย อาจไม่แน่ใจว่าการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของบริษัทจะเป็นการกระทำเพื่อประโยชน์โดยรวมของบริษัทและผู้ถือหุ้นหรือเพื่อประโยชน์ส่วนตัวของฝ่ายบริหารเอง การให้ความคุ้มครองและสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้น ว่าฝ่ายบริหารจะไม่กระทำการไปในทางที่เสียหายต่อผู้ถือหุ้น จึงควรมีมาตรการที่ผู้ถือหุ้นจะได้เข้ามามีบทบาทในการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้ด้วย ซึ่งควรศึกษาถึงผลดีและผลเสียของมาตรการที่จะใช้เพื่อนำมากำหนดเป็นแนวทางให้เหมาะสมกับประเทศไทย โดยแบ่งมาตรการดังกล่าวออกเป็น 2 ประเภท ดังนี้

(1) สิทธิออกเสียงตัดสินใจ

การให้ความมั่นใจแก่ผู้ถือหุ้นว่า กรรมการหรือผู้บริหารจะไม่กระทำการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการเพียงเพื่อประโยชน์ส่วนตัว กฎหมายจึงควรกำหนดให้คณะกรรมการ หรือผู้บริหารต้องได้รับความยินยอมหรือมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อนใช้วิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ เนื่องจากผลกระทบต่างๆทั้งจากการเข้าครอบงำกิจการและจากการ

³⁰ ผู้เกี่ยวข้องในกรณีที่บริษัทซื้อหุ้นคืนกรณีทั่วไป เช่น การซื้อหุ้นคืนเพื่อสะท้อนถึงราคาที่เป็นจริงของมูลค่าหุ้น จะมีผู้เกี่ยวข้องเพียง 4 ฝ่าย คือ บริษัท ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ และนักลงทุน แต่การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการจะมีผู้เข้าครอบงำกิจการเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย (Amy, K.Dittmar, (2000, July), Why do firm repurchase stock? *The Journal of Business*, 73(3). (Retrieved March 30, 2009, from <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract id=229170>)

ป้องกันการเข้าครอบงำกิจการล้วนแต่ส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นโดยตรงจึงควรให้ผู้ถือหุ้นได้มีส่วนร่วมในการตัดสินใจพิจารณาถึงความเหมาะสมของผู้จะเข้าครอบงำด้วยตนเอง

(2) สิทธิคัดค้าน

กฎหมายควรมีมาตรการให้ผู้ถือหุ้นใช้สิทธิคัดค้านได้ เนื่องจากในการเรียกประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อลงมติอนุมัติให้บริษัทซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการอาจต้องใช้เวลาอันยาวนาน ซึ่งอาจจะทำให้ไม่ทันต่อเหตุการณ์ เพื่อหลีกเลี่ยงไม่ให้เกิดความเสียหายที่เกิดจากความล่าช้าที่ไม่จำเป็นได้ กฎหมายจึงควรมีมาตรการเพื่อให้ผู้ถือหุ้นสามารถคัดค้านหรือเพิกถอนการใช้วิธีการป้องกันดังกล่าวได้³¹

8.2 การให้ความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้บริษัท

ความกังวลพื้นฐานของเจ้าหนี้ คือ ความสามารถในการชำระหนี้ได้ของบริษัท ลูกหนี้ เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนอาจเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เงินทุนของบริษัทลดลงและอาจเป็นเหตุให้บริษัทไม่สามารถชำระหนี้ได้ โดยทั่วไปกฎหมายบริษัทจะให้ความคุ้มครองเจ้าหนี้ของบริษัท เช่น มีบทบัญญัติห้ามบริษัทซื้อหุ้นคืนหากการซื้อคืนจะทำให้เงินทุนของบริษัทเสียหาย มาตรการที่ควรมีเพิ่มเติม เช่น การกำหนดมาตรการให้สิทธิแก่เจ้าหนี้บริษัทสามารถฟ้องร้องหรือเพิกถอนการใช้ซื้อหุ้นคืน ในกรณีที่การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนั้นทำให้เจ้าหนี้เสียหาย

8.3 การให้ความคุ้มครองแก่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการ

ผู้จะเข้าครอบงำกิจการ ซึ่งมีความมุ่งหวังจะเข้าครอบงำกิจการเพื่อบริหารงานเพิ่มประสิทธิภาพในบริษัทเป้าหมาย ผู้จะเข้าครอบงำต้องมีค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องมากมายเพื่อให้การเข้าครอบงำนั้นสำเร็จลงได้ ดังนั้น หากไม่มีกฎเกณฑ์ที่จะมากำหนดขอบเขตในวิธีการที่บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายใช้เพื่อป้องกัน อาจทำให้เกิดความเสียหายต่อผู้จะเข้าครอบงำจากการกระทำมากเกินไปจนควรได้ ในการพิจารณาหามาตรการเพื่อคุ้มครองกรณีนี้ กฎหมายควรกำหนดขอบเขตของการกระทำเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำไว้อย่างไรเพื่อให้เกิดความชัดเจน และในกรณีที่ผู้ถือหุ้นส่วน

³¹ Hui Huang, China's Takeover Law: A Comparative Analysis and Proposal for Reform, Delaware Journal of Corporate Law , Vol. 30, No. 1, 2005, pp. 145-197. (Retrieved March 30, 2009, from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=752564)

ใหญ่เห็นชอบว่าไม่ต้องการให้มีการเข้าครอบงำกิจการจากบุคคลภายนอก กฎหมายควรมีมาตรการเพื่อเป็นทางออกแก่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการอย่างเพียงพอด้วย

8.4 การให้ความคุ้มครองแก่นักลงทุน

นักลงทุนซึ่งมีความคาดหวังจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน ย่อมตัดสินใจลงทุนจากข้อมูลที่บริษัทจัดให้มีการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ดังนั้นข้อมูลที่น่าไปเผยแพร่ต่อนักลงทุนจึงเป็นสิ่งสำคัญ บริษัทที่กระทำการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการจึงควรปฏิบัติหน้าที่ด้วยความระมัดระวังไม่ให้สารสนเทศที่จัดทำและเผยแพร่ขึ้นทำให้นักลงทุนสำคัญผิดในสารสนเทศดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ