

บทที่ 4

กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ แบบไม่เป็นมิตรในต่างประเทศ

1 ประเทศสหรัฐอเมริกา

1.1 แนวคิดและความเป็นมา

กฎหมายหลักทรัพย์ของอเมริกา (The Securities Exchange Act 1934) และฉบับแก้ไขเพิ่มเติมในปี 1968 ที่เรียกว่า "The William Act" ได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าครอบงำกิจการไว้หลายประการ เช่น การกำหนดให้บุคคลที่ได้หุ้นมาถึงจุด 5% ต้องรายงานต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (SEC)¹ ผู้ทำคำเสนอซื้อจะต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับผู้ทำคำเสนอซื้อทั้งหมดแก่ผู้ถือหุ้นบริษัทที่ถูกทำคำเสนอซื้อ การเสนอซื้อหุ้นต้องเสนอซื้อในราคาที่เท่าเทียมกัน² ในกรณีที่มีผู้ตอบรับคำเสนอซื้อมากกว่าจำนวนที่ประกาศไว้ ให้ผู้ทำคำเสนอซื้อรับซื้อหุ้นตามสัดส่วน (Pro Rata Basis)³ หากมีการเพิ่มราคาเสนอซื้อต้องเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นที่ตอบรับคำเสนอซื้อไปก่อนหน้านั้นแล้วด้วย⁴ และคำเสนอซื้อต้องมีระยะเวลาไม่น้อยกว่า 20 วันทำการ⁵ เพื่อป้องกันการทำคำเสนอซื้อแบบไม่ให้เวลาในการตัดสินใจแก่ผู้ถือหุ้น (Saturday-Night Special Tender Offer)

แต่เนื่องจากในประเทศสหรัฐอเมริกาไม่มีกฎหมายบังคับให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจครอบงำบริษัทต้องทำคำเสนอซื้อหุ้นส่วนข้างน้อยในราคาที่สมเหตุสมผล ทำให้เมื่อผู้เข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรเสนอซื้อหุ้นเพียงเพื่อให้ได้อำนาจควบคุมบริษัทเป้าหมาย (Control

¹ Section 13 (d) แห่ง The Securities Exchange Act 1934

² Section 14 (d) แห่ง The Securities Exchange Act 1934

³ Section 14 (d)-8 แห่ง The Securities Exchange Act 1934

⁴ Section 14 (d)-7 แห่ง The Securities Exchange Act 1934

⁵ Section 14 (a) แห่ง The Securities Exchange Act 1934

Blocks) เมื่อครบงำกิจการได้สำเร็จแล้ว ก็อาจใช้วิธีการต่างๆ เพื่อบีบบังคับให้ผู้ถือหุ้นส่วนข้างน้อยต้องรู้สึกกดดัน⁶

ดังนั้นต่อมา มลรัฐต่างๆ จึงบัญญัติเป็นกฎหมายที่เรียกว่า “Anti-Takeover Statutes” เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรที่จะทำให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้นในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย แต่ด้วยพัฒนาการของการเข้าครอบงำกิจการในรูปแบบใหม่ๆ จึงยังคงทำให้การเข้าครอบงำกิจการประเภทนี้ยังคงมีปรากฏอยู่เรื่อยมา บริษัทขนาดใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกาจึงนิยมที่จะใช้วิธีเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ

1.2 กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน

ประเทศสหรัฐอเมริกา กฎหมายบริษัทจะแบ่งเป็นของแต่ละมลรัฐ ดังนั้นการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการก็ย่อมต้องเป็นไปภายใต้เงื่อนไขที่แต่ละมลรัฐได้กำหนดไว้ โดยบางมลรัฐบัญญัติไว้เป็นเพียงหลักเกณฑ์กว้างๆ ในขณะที่บางมลรัฐบัญญัติรายละเอียด เช่น บริษัทจะนำเงินส่วนไหนไปใช้ในการซื้อหุ้นคืนได้ หุ้นที่ซื้อคืนมาแล้วมีสิทธิอย่างไรบ้าง ไร่ด้วย

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จะศึกษากฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบของสหรัฐอเมริกา แก้ไขเพิ่มเติมปี 2002 (Revised Model Business Corporation Act 2002) และกฎหมายของมลรัฐเดลาแวร์ (Delaware General Corporation Act) ซึ่งเป็นมลรัฐที่มีบริษัทจดทะเบียนมากที่สุด⁷

1.2.1 กฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบ (Revised Model Business Corporation Act 2002)

ตามระบบกฎหมาย Common Law ที่ยอมรับว่าอำนาจในการซื้อหุ้นคืนเป็นสิทธิที่มีอยู่ในตัว (Inherent Right) ของบริษัท ดังนั้นกฎหมายของมลรัฐต่างๆ ของสหรัฐอเมริกาจึงอนุญาต

⁶ Sheroda Jorgina Novis, “Strategy on the Hostile Takeover Front Directors : Walking The Fiduciary Tightrope in the face of a hostile bid,” Degree of Master of Laws, University of Cape Town. p.41. (Retrieved December 16, 2008, from <http://Lawspace.Law.act.ac.za/8080/dspace/bitsream/2165/333/1/NVSSHE001.pdf>)

⁷ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange) เกือบครึ่งหนึ่งล้วนแต่จดทะเบียนในมลรัฐเดลาแวร์ Harold S. Bloomenthal, Holme Roberts and Owen, Securities Law Handbook, 1997 Edition, pp.1303-1304.

ให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นของตนเองคืนได้ และอำนาจดังกล่าวไม่ต้องกำหนดไว้โดยชัดแจ้งในข้อบังคับของบริษัท

กฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบบัญญัติชัดเจนว่าบริษัทสามารถได้มาซึ่งหุ้นของตนเองโดยวิธีการซื้อหุ้นคืนได้ และให้หุ้นที่ซื้อคืนนั้นมีสถานะเป็นหุ้นที่รับอนุญาตแล้วแต่ยังไม่ออกจำหน่าย (Authorize but Unissued Shares)⁸ ถ้าบริษัทใดมีข้อกำหนดห้ามมิให้นำหุ้นที่ซื้อคืนมาออกขายใหม่ กฎหมายกำหนดว่าบริษัทต้องลดจำนวนหุ้นรับอนุญาต (Authorized Shares) ลงเท่ากับจำนวนหุ้นที่ซื้อคืน โดยการลดลงให้มีผลสมบูรณ์เมื่อมีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงหนังสือบริคณห์สนธิของบริษัท⁹ หุ้นที่บริษัทซื้อคืนจะไม่มีสิทธิออกเสียง¹⁰

บริษัทจะได้มาซึ่งหุ้นของตนเองมิได้ หากการกระทำดังกล่าวทำให้บริษัทไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกฎหมาย (รวมถึงภาระที่บริษัทจะต้องชำระคืนแก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิด้วย) หรือการซื้อหุ้นคืนนั้นจะทำให้สินทรัพย์รวมมีมูลค่าน้อยกว่าหนี้สินรวม¹¹ โดยพิจารณาจากหนังสือรับรอง

⁸ RMBCA § 6.31 (a) A corporation may acquire its own shares, and shares so acquired constitute authorized but unissued shares.

แต่เดิม กฎหมายบริษัทต้นแบบของสหรัฐอเมริกา บัญญัติให้หุ้นที่บริษัทซื้อคืนอยู่ในสถานะเป็นหุ้นคงคลัง (Treasury Shares) โดยอยู่ในสถานะที่ทั้งยังไม่ออกขายและยังไม่ได้ถูกยกเลิก เมื่อไม่ถือว่าหุ้นดังกล่าวออกขายแล้ว จึงไม่อาจนับเป็นองค์ประชุม ออกคะแนนเสียงหรือรับเงินปันผลได้ แต่บริษัทอาจนำหุ้นคงคลังออกขายใหม่ได้ในราคาต่ำกว่าราคาพาร์หรือรับสิ่งอื่นตอบแทนค่าหุ้น เช่น แรงงานก็ได้ (ทิพย์ชนก รัตโนสถ, (2550). กฎหมายลักษณะห้างหุ้นส่วนและบริษัท.โครงการตำราและเอกสารประกอบการสอน คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. น.271)

⁹ RMBCA § 6.31(b) If the articles of incorporation prohibit the reissue of the acquired shares, the number of authorized shares is reduced by the number of shares acquired.

¹⁰ RMBCA § 7.21 (b) Absent special circumstances, the shares of a corporation are not entitled to vote if they are owned, directly or indirectly....

¹¹ RMBCA § 1.40(6) "Distribution" means a direct or indirect transfer of money or other property (except its own shares) or incurrance of indebtedness by a corporation to or for the benefit of its shareholders in respect of any of its shares. A distribution may be in the form of a declaration or payment of a dividend; a purchase, redemption, or other acquisition of shares; a distribution of indebtedness; or otherwise.

ทางการเงิน (Financial Statements) ที่ได้จัดทำตามหลักการบัญชี หรือ โดยวิธีการที่เหมาะสม (Fair Valuation) หรือวิธีการอื่นใดที่เหมาะสมในสถานการณ์เช่นนั้น¹² ดังนั้นกฎหมายฉบับต้นแบบสหรัฐอเมริกาจึงใช้แนวความคิดเรื่องความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท และแนวความคิดตามหลักงบดุลทางบัญชีมาใช้เพื่อให้ความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้ของบริษัทในระยะยาว (Long-Term Creditors) ด้วย

ในการพิจารณาความสามารถในการชำระหนี้ดังกล่าว กฎหมายกำหนดให้พิจารณาจาก วันที่มีการโอนเงินหรือสิ่งของเพื่อซื้อหุ้นคืน หรือ วันที่ผู้ถือหุ้นสิ้นสุดความเป็นผู้ถือหุ้นเพราะเหตุบริษัทซื้อหุ้นคืน¹³ นอกจากนี้ บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนโดยการออกตั๋วสัญญาใช้เงินหรือโดย

RMBCA § 6.40 (c) No distribution may be made if, after giving it effect:

(1) the corporation would not be able to pay its debts as they become due in the usual course of business; or

(2) the corporation's total assets would be less than the sum of its total liabilities plus (unless the articles of incorporation permit otherwise) the amount that would be needed, if the corporation were to be dissolved at the time of the distribution, to satisfy the preferential rights upon dissolution of shareholders whose preferential rights are superior to those receiving the distribution.

¹² RMBCA § 6.40 (d) The board of directors may base a determination that a distribution is not prohibited under subsection (c) either on financial statements prepared on the basis of accounting practices and principles that are reasonable in the circumstances or on a fair valuation or other method that is reasonable in the circumstances.

¹³ RMBCA § 6.40 (e) the effect of a distribution under subsection (c) is measured:

(1) in the case of distribution by purchase, redemption, or other acquisition of the corporation's shares, as of the earlier of (i) the date money or other property is transferred or debt incurred by the corporation or (ii) the date the shareholder ceases to be a shareholder with respect to the acquired shares;

(2) in the case of any other distribution of indebtedness, as of the date the indebtedness is distributed.

การก่อนนี้วิธีการอื่นได้ หากบริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้ดังกล่าวได้ทั้งหมดในเวลาก่อนนี้ และภายหลังที่บริษัทชำระหนี้ดังกล่าวแล้วต้องไม่ทำให้สินทรัพย์รวมมีค่าน้อยกว่าหนี้สินรวม ในกรณีที่บริษัทไม่สามารถพิสูจน์ได้ว่าในขณะที่บริษัทก่อนนี้ บริษัทไม่มีทรัพย์สินเพียงพอที่จะชำระหนี้ได้ กฎหมายก็ไม่อนุญาตให้บริษัทก่อนนี้เพื่อซื้อหุ้นคืนได้¹⁴ ทั้งนี้ กฎหมายให้ความคุ้มครองผู้ถือหุ้นที่ขายหุ้นคืนแก่บริษัทโดยบริษัทออกตั๋วสัญญาใช้เงินให้อยู่ในฐานะเป็น "เจ้าหนี้บริษัท" คนหนึ่ง เทียบเท่ากับเจ้าหนี้ซึ่งเป็นบุคคลภายนอกบริษัท¹⁵ กรรมการที่ลงมติหรือให้ความยินยอมต้องรับผิดชอบเป็นการส่วนตัวภายใน 2 ปีนับแต่วันซื้อหุ้นคืนมีผล ในกรณีที่นำเงินจำนวนเงินที่เกินกว่าที่บริษัทจะนำมาใช้ได้¹⁶

1.2.2 กฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์ (Delaware General Corporation Law)¹⁷

ภายใต้กฎหมายมลรัฐเดลาแวร์ (Delaware General Corporation Law: DGCL) บริษัทมีอำนาจอย่างกว้างขวางที่จะกระทำการใดๆเกี่ยวกับหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วของบริษัทได้

¹⁴ Richard A. Booth. (November 2005). Capital Requirement in United States Corporation Law. pp.10 - 21. (Retrieved April 2, 2009 From papers.ssrn.com/sol3/paper.cfm?abstract_id=864685)

¹⁵ *Ibid.*, p.17.

¹⁶ RMBCA § 8.33 (a) A director who votes for or assents to a distribution in excess of what may be authorized and made pursuant to section 6.40(a) or 14.09(a) is personally liable to the corporation for the amount of the distribution that exceeds what could have been distributed without violating section 6.40(a)

(c) A proceeding to enforce: (1) the liability of a director under subsection (a) is barred unless it is commenced within two years after the date (i) on which the effect of the distribution was measured under section 6.40(e) or (g), (ii) as of which the violation of section 6.40(a) occurred as the consequence of disregard of a restriction in the articles of incorporation

¹⁷ <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.shtml> (Last Updated: April 09 2009)

รวมถึงการซื้อหุ้นคืนด้วย¹⁸ การซื้อหุ้นคืนต้องไม่ทำให้เกิดความเสียหายต่อทุนบริษัทหรือการกระทำเช่นนั้นต้องไม่กระทำในขณะที่ทุนของบริษัทกำลังได้รับความเสียหาย¹⁹ กฎหมายมลรัฐเดลาแวร์ไม่มีการกล่าวไว้อย่างชัดเจนว่าหุ้นที่บริษัทซื้อคืนมาต้องอยู่ในสถานะใด มีบัญญัติไว้เพียงว่า “หุ้นที่ซื้อคืนอาจนำออกจำหน่ายใหม่ได้และไม่ถูกยกเลิก หากหุ้นดังกล่าวบริษัทใช้เงินส่วนกำไรซื้อคืนมา ทั้งนี้ต้องมีการกำหนดไว้โดยคณะกรรมการอย่างชัดเจน”²⁰ และหุ้นที่บริษัทได้มาจะไม่มีสิทธิออกเสียงหรือนับเป็นองค์ประชุม เว้นแต่บริษัทถือหุ้นตนเองไว้แทนผู้ถือหุ้น (Fiduciary Capacity)²¹

คำว่า “กำไร” (Surplus) ตามกฎหมายมลรัฐเดลาแวร์ หมายถึง สินทรัพย์รวมส่วนที่เกินกว่าเงินทุนของบริษัท²² จึงสามารถคำนวณได้ดังนี้

¹⁸ DGCL § 160 (a) Every corporation may purchase, redeem, receive, take or otherwise acquire, own and hold, sell, lend, exchange, transfer or otherwise dispose of, pledge, use and otherwise deal in and with its own shares;.....

¹⁹ DGCL § 160 (a) (1) Purchase or redeem its own shares of capital stock for cash or other property when the capital of the corporation is impaired or when such purchase or redemption would cause any impairment of the capital of the corporation.....

²⁰ DGCL § 160 (b) Nothing in this section limits or affects a corporation's right to resell any of its shares theretofore purchased or redeemed out of surplus and which have not been retired, for such consideration as shall be fixed by the board of directors

²¹ DGCL § 160 (c) Shares of its own capital stock belonging to the corporation or to another corporation, if a majority of the shares entitled to vote in the election of directors of such other corporation is held, directly or indirectly, by the corporation, shall neither be entitled to vote nor be counted for quorum purposes. Nothing in this section shall be construed as limiting the right of any corporation to vote stock, including but not limited to its own stock, held by it in a fiduciary capacity.

²² DGCL § 154 The excess, if any, at any given time, of the net assets of the corporation over the amount so determined to be capital shall be surplus. Net assets means the amount by which total assets exceed total liabilities. Capital and surplus are not liabilities for this purpose.

$$\text{แหล่งเงินทุนที่จะใช้ซื้อหุ้นคืน} = \text{สินทรัพย์รวม} - (\text{ความรับผิดทั้งหมด} + \text{มูลค่าหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด})^{23}$$

ซึ่งหากคำนวณตามหลักเกณฑ์ดังกล่าวแล้วสินทรัพย์รวมมีมูลค่าต่ำกว่าเงินที่บริษัทใช้ซื้อหุ้นคืน ถือว่าการซื้อหุ้นคืนนั้นกระทำโดยไม่ชอบด้วยกฎหมายและกรรมการต้องรับผิดชอบจากการคำนวณดังกล่าวทำให้บริษัทภายใต้กฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์สามารถใช้เงินส่วนล้ำมูลค่าหุ้น (Additional Paid in Capital: APIC)²⁴ เพื่อซื้อหุ้นคืนได้ด้วย

$$\text{เงินส่วนล้ำมูลค่าหุ้น (APIC)} = [\text{ราคาจำหน่ายหุ้น (Issue Price)} - \text{ราคาพาร์ (Par Value)}] \times \text{จำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด (Number of Share Issued)}$$

เช่น บริษัท A จำกัด (มหาชน) ออกหุ้น 1 ล้านหุ้น มูลค่าหุ้นละ 50 ดอลลาร์สหรัฐบริษัทขายหุ้นให้กับนักลงทุนในราคาหุ้นละ 70 ดอลลาร์สหรัฐ เงินทุนจดทะเบียนบริษัท คือ 50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (50 ดอลลาร์สหรัฐ x 1 ล้านหุ้น) เงินส่วนเกิน (Premium) จำนวน 20 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (20 ดอลลาร์สหรัฐ x 1 ล้านหุ้น) คือเงินส่วนเรียกว่า “เงินส่วนล้ำมูลค่าหุ้น” ซึ่งบริษัทสามารถนำใช้ซื้อหุ้นคืนได้

นอกจากนี้ ในการคำนวณเงินส่วนกำไร บริษัทยังอาจใช้วิธีการคำนวณกำไรตามธรรมเนียมปฏิบัติ (Reasonable Manner) โดยไม่จำเป็นว่าบริษัทต้องคิดกำไรตามหลักในทางบัญชีเท่านั้น บริษัทจึงสามารถคิดกำไรโดยการตีราคาสินทรัพย์ของบริษัทตามมูลค่าปัจจุบันหรือตามราคาตลาด ณ ขณะนั้นได้ ทั้งนี้การตีราคาเช่นนั้นจะต้องกระทำโดยสุจริตและโดยผู้เชี่ยวชาญซึ่ง

²³ Funds available = Total assets - Total liabilities - Par value of issued stock cited in Donald A. Loft. (n.d.). Wrongful Corporate Cash Distributions Under Delaware and Georgia. (Retrieved January 28, 2009 from http://www.mmmlaw.com/articles/article_347.pdf)

²⁴ Richard A. Booth, *Supra Note 14*, pp. 19-20.

เป็นบุคคลภายนอกบริษัทที่มีความน่าเชื่อถือ เช่น นักบัญชี เป็นต้น²⁵ ทำให้เงินส่วนที่จะนำมาใช้ซื้อหุ้นคืนค่อนข้างกว้างกว่ากำไรตามความหมายทั่วไป²⁶

ในกรณีที่คณะกรรมการกระทำการซื้อหุ้นคืนโดยมิชอบด้วยกฎหมาย ย่อมต้องรับผิดชอบตาม Section 174²⁷ กล่าวคือ ในกรณีที่การซื้อหุ้นคืน ทำให้เกิดความเสียหายแก่เจ้าหนี้หรือเป็น

²⁵ สนใจศึกษารายละเอียดเพิ่มเติมได้ที่ Donald A. Loft Donald A. Loft Wrongful Corporate Cash Distributions Under Delaware and Georgia, p.24. (Retrieved January 28, 2009, from http://www.mmmlaw.com/articles/article_347.pdf)

²⁶ อย่างไรก็ตาม ก็มีผู้เห็นว่า “กำไร” ควรหมายถึงกำไรในส่วนที่เป็นตัวเงิน (Realized Profit) กล่าวคือ กำไรของเงินทุนหรือรายได้เท่านั้น แต่ไม่รวมถึงกำไรที่เกิดจากการตีราคาทรัพย์สินถาวรของบริษัทที่สูงขึ้น (อ้างใน โสภณ รัตนกร. (2545). คำอธิบายกฎหมายแพ่งและพาณิชย์หุ้นส่วน บริษัท. พิมพ์ครั้งที่ 8. สำนักพิมพ์นิติบรรณานุกรม. น. 436)

²⁷ DGCL § 174 “Liability of directors for unlawful payment of dividend or unlawful stock purchase or redemption; exoneration from liability; contribution among directors; subrogation.

(a) In case of any willful or negligent violation of § 160 or 173 of this title, the directors under whose administration the same may happen shall be jointly and severally liable, at any time within 6 years after paying such unlawful dividend or after such unlawful stock purchase or redemption, to the corporation, and to its creditors in the event of its dissolution or insolvency, to the full amount of the dividend unlawfully paid, or to the full amount unlawfully paid for the purchase or redemption of the corporation's stock, with interest from the time such liability accrued. Any director who may have been absent when the same was done, or who may have dissented from the act or resolution by which the same was done, may be exonerated from such liability by causing his or her dissent to be entered on the books containing the minutes of the proceedings of the directors at the time the same was done, or immediately after such director has notice of the same.

(b) Any director against whom a claim is successfully asserted under this section shall be entitled to contribution from the other directors who voted for or concurred in the unlawful dividend, stock purchase or stock redemption.

เหตุให้บริษัทล้มละลาย หากความเสียหายนั้นเกิดขึ้นภายใน 6 ปี นับแต่วันที่มีการซื้อหุ้นคืนโดยมิชอบด้วยกฎหมายด้วยจงใจหรือโดยประมาทเลินเล่อของคณะกรรมการ คณะกรรมการต้องรับผิดชอบเป็นการส่วนตัว อย่างไรก็ตามคณะกรรมการที่มีได้เข้าร่วมในการอนุมัติหรือกระทำการซื้อหุ้นคืน อาจได้รับการปลดเปลื้องจากความรับผิดชอบดังกล่าวด้วยเหตุที่มีได้เข้าร่วมในการกระทำเช่นนั้น และในกรณีที่กรรมการถูกดำเนินคดีให้ชดใช้ค่าเสียหาย กรรมการผู้นั้นอาจใช้สิทธิเรียกร้องให้กรรมการคนอื่นที่ลงมติให้มีการซื้อหุ้นคืนโดยมิชอบด้วยกฎหมายต้องรับผิดชอบร่วมกันได้ และเมื่อคณะกรรมการที่ถูกดำเนินคดีได้ชดใช้ค่าเสียหายไปแล้ว สามารถเข้ารับช่วงสิทธิ (Subrogated) ของบริษัทที่มีต่อผู้ถือหุ้นผู้ได้รับประโยชน์จากการซื้อหุ้นคืนโดยไม่ชอบด้วยกฎหมายได้ตามสัดส่วน

1.2.3 กฎหมายหลักทรัพย์ (The Securities Act 1934)

การซื้อหุ้นคืนในสถานการณ์ที่บริษัทกำลังถูกเสนอซื้อหุ้นเพื่อเข้าครอบงำกิจการ บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายมักจะเสนอซื้อหุ้นคืนในราคาที่สูงกว่าราคาตลาด (Premium) มาก เพื่อให้วิธีการดังกล่าวใช้ป้องกันการเข้าครอบงำกิจการเป็นไปอย่างได้ผล ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อสถานะทางการเงินของบริษัทและการตัดสินใจของนักลงทุน ดังนั้นคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission: SEC)²⁸ จึงได้ออกเป็นกฎเกณฑ์เพื่อให้การซื้อหุ้นคืน

(c) Any director against whom a claim is successfully asserted under this section shall be entitled, to the extent of the amount paid by such director as a result of such claim, to be subrogated to the rights of the corporation against stockholders who received the dividend on, or assets for the sale or redemption of, their stock with knowledge of facts indicating that such dividend, stock purchase or redemption was unlawful under this chapter, in proportion to the amounts received by such stockholders respectively."

²⁸ วัตถุประสงค์สำคัญของกฎหมายหลักทรัพย์คือ การป้องกันมิให้มีปัจจัยอื่นเข้าไปรบกวนสภาวะตลาด จึงมีการสร้างเป็นกฎเกณฑ์โดย SEC (Securities and Exchange Commission) ขึ้นมา โดยกำหนดมาตรการหลัก 2 ประการ ดังนี้

ประการแรก มาตรการเพื่อป้องกันการสร้างราคา (Anti-Manipulation) เนื่องจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ รวมถึงผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทล้วนเป็นผู้มีส่วนได้เสียไม่ว่าโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อมจากการที่ราคาหุ้นในตลาดของบริษัทมีความเปลี่ยนแปลง ทำให้เป็นเหตุ

นั้นเป็นไปโดยเปิดเผย โปร่งใส และเป็นธรรมแก่ทุกฝ่าย โดยแบ่งตามประเภทการทำคำสั่งซื้อ ออกเป็น 2 ประเภทดังนี้

1.2.3.1 การซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ (Open Market Repurchase)²⁹

จุดใจให้บุคคลเหล่านี้อาจจะเข้าไปแทรกราคาในการซื้อขายหลักทรัพย์ในกระดานตลาดหลักทรัพย์ อันจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ไม่เป็นไปตามราคาที่แท้จริง ผิดไปจากสภาพปกติและไม่สะท้อนถึงอุปสงค์และอุปทานที่แท้จริงของตลาด

ประการที่สอง มาตรการเรื่องการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure) การกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลโดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เมื่อจะมีการซื้อหุ้นของตนเองคืน จะช่วยให้นักลงทุนได้รับข้อมูลอย่างครบถ้วนในการประกอบการตัดสินใจ ซึ่งเป็นมาตรการที่ส่งเสริมมาตรการป้องกันการสร้างราคา ในขณะที่เดียวกันการเปิดเผยข้อมูลก็เป็นการส่งสัญญาณให้นักลงทุนได้ทราบว่าบริษัทมีนโยบายหรือทิศทางบริษัทจะเป็นอย่างไรต่อไปในอนาคต เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป

²⁹ โดยปกติ การซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์จะมีหลักเกณฑ์ Rule 10b-18 ที่เรียกว่า “Safe Harbor Rule” ซึ่งเป็นเสมือนเกราะป้องกันสำหรับบริษัท เมื่อได้ปฏิบัติโดยถูกต้องตามแนวทางที่ SEC กำหนดไว้ 4 ประการ บริษัทย่อมไม่อาจถูกกล่าวหาว่าสร้างราคาได้ หลักเกณฑ์ดังกล่าว มีดังนี้

- (1) ซื้อจากหรือผ่านตัวแทนหรือผู้ค้าหลักทรัพย์เพียง 1 ราย ใน 1 วัน
- (2) ไม่ทำการซื้อที่เป็นการเปิดตลาดสำหรับหลักทรัพย์นั้นหรือไม่ซื้อในระหว่างครึ่งชั่วโมงก่อนเปิดตลาด
- (3) ไม่ซื้อราคาสูงกว่าราคาตามคำสั่งซื้ออิสระสูงสุดของตลาดในขณะนั้นหรือสูงกว่าราคาขายอิสระครั้งหลังสุดที่เกิดขึ้นในตลาด
- (4) ซื้อในวันหนึ่งรวมกันแล้ว ไม่เกิน 100 หุ้น หรือไม่เกินหน่วยการซื้อขายที่ใกล้เคียงที่สุดกับ 25% ของปริมาณซื้อขายเฉลี่ยระหว่าง 4 สัปดาห์ก่อน แล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า

แต่ SEC ได้กำหนดยกเว้นไม่ให้การซื้อหุ้นคืนในระหว่างที่บริษัทกำลังถูกการทำคำสั่งซื้อเพื่อครอบงำกิจการได้รับประโยชน์จาก Rule 10b-18

Rule 13e-1³⁰ กำหนดห้ามบริษัทซื้อหุ้นคืนในระหว่างที่บริษัทถูกทำคำเสนอซื้อเพื่อเข้าครอบงำกิจการ เว้นแต่จะได้ยื่นเอกสารต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (SEC) ให้ทราบล่วงหน้าก่อน โดยมีรายละเอียดข้อมูลดังนี้

- (1) ชนิดและจำนวนหุ้นที่บริษัทจะซื้อคืน
- (2) รายชื่อบุคคลหรือประเภทบุคคลที่บริษัทจะทำการซื้อหุ้นคืน
- (3) รายชื่อตลาด (The Exchange) หรือ Inter-Dealer Quotation System ที่จะทำการซื้อคืน

³⁰ Rule 13e-1 “An issuer that has received notice that it is the subject of a tender offer made under Section 14(d)(1) of the Act, that has commenced under Rule 14d-2 must not purchase any of its equity securities during the tender offer unless the issuer first:

- a. Files a statement with the Commission containing the following information:
 1. The title and number of securities to be purchased;
 2. The names of the persons or classes of persons from whom the issuer will purchase the securities;
 3. The name of any exchange, inter-dealer quotation system or any other market on or through which the securities will be purchased;
 4. The purpose of the purchase;
 5. Whether the issuer will retire the securities, hold the securities in its treasury, or dispose of the securities. If the issuer intends to dispose of the securities, describe how it intends to do so; and
 6. The source and amount of funds or other consideration to be used to make the purchase. If the issuer borrows any funds or other consideration to make the purchase or enters any agreement for the purpose of acquiring, holding, or trading the securities, describe the transaction and agreement and identify the parties; and
- b. Pays the fee required by Rule 0-11 when it files the initial statement.
- c. This section does not apply to periodic repurchases in connection with an employee benefit plan or other similar plan of the issuer so long as the purchases are made in the ordinary course and not in response to the tender offer.”

(4) วัตถุประสงค์ของการซื้อคืน

(5) บอกรายละเอียดว่าบริษัทจะยกเลิก (Retire) หรือ ถือนั้นต่อไปในสถานะหุ้นคงคลัง (Treasury Share) หรือจำหน่ายหุ้นนั้นออกไป (Dispose) ในกรณีที่บริษัทประสงค์จะจำหน่ายหุ้นนั้นออกไป (Dispose) บริษัทจะต้องอธิบายถึงรายละเอียดว่าบริษัทจะจำหน่ายโดยวิธีการอย่างไรด้วย

(6) แหล่งเงินและจำนวนเงินทั้งหมดที่บริษัทต้องใช้เพื่อซื้อหุ้นคืนหรือสิ่งอื่นใดที่ใช้เพื่อซื้อหุ้นคืน ในกรณีที่บริษัทต้องกู้ยืมหรือกระทำการอื่นใดหรือเข้าทำข้อตกลงโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ได้มาซึ่งแหล่งเงินทุนในการซื้อหุ้นคืน จะต้องอธิบายถึงธุรกรรมและข้อตกลงนั้นๆ ที่บริษัทได้เข้าทำ และแจกแจงถึงคู่สัญญาที่เกี่ยวข้องด้วย

1.2.3.2 การซื้อหุ้นคืนโดยการทำคำเสนอซื้อเป็นการทั่วไป (Self Tender Offer)

Rule 13e-4 ได้กำหนดหลักเกณฑ์เพื่อให้บริษัทที่ประสงค์จะทำคำเสนอซื้อหุ้นของตนเองต้องปฏิบัติตาม โดยกำหนดหลักเกณฑ์ไว้ 2 ประการ คือ การเปิดเผยข้อมูลและวิธีปฏิบัติเพื่อให้เกิดความเป็นธรรมในการทำคำเสนอซื้อหุ้นคืน

(1) การเปิดเผยข้อมูล ภายใต้ Schedule 13e-4 ได้กำหนดข้อมูลที่บริษัทต้องเปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์และผู้ถือหุ้นไว้ดังต่อไปนี้

- ก) รายละเอียดเกี่ยวกับหุ้นที่เสนอซื้อ
- ข) แหล่งและจำนวนเงินทุนที่จะใช้ซื้อหุ้นคืน
- ค) วัตถุประสงค์ของการซื้อหุ้นคืน และโครงการของบริษัทผู้ออกหุ้น
- ง) สัญญาหรือข้อตกลง หรือความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับการเสนอซื้อหุ้นระหว่างบริษัท (รวมถึงผู้บริหารของบริษัทนั้นด้วย) กับบุคคลอื่น
- จ) บุคคลหรือกลุ่มบุคคลใดที่จะได้รับค่าตอบแทนจากบริษัท เนื่องจากทำการชี้ชวนหรือแนะนำบุคคลอื่นใดในการทำคำเสนอซื้อหุ้นคืน
- ฉ) งบการเงินของบริษัท

(2) วิธีปฏิบัติเพื่อให้เกิดความเป็นธรรมในการทำคำเสนอซื้อหุ้นคืน Rule 13e-4(f) ได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการทำคำเสนอซื้อหุ้นของตนเองคืนไว้ มีสาระสำคัญดังนี้

- ก) บริษัทผู้เสนอซื้อหุ้นคืนต้องเปิดดำเนินการซื้อหุ้นคืนในระยะเวลาอย่างน้อย 20 วันทำการนับจากวันที่เริ่มทำข้อเสนอซื้อ
- ข) บริษัทผู้ซื้อหุ้นคืนต้องอนุญาตให้ผู้ตอบรับคำเสนอซื้อสามารถถอนคำตอบรับเมื่อไรก็ได้ภายในระยะเวลาที่มีการทำข้อเสนอซื้อกรณีที่คำเสนอซื้อสิ้นสุดลงแล้ว แต่ยังไม่มีการจ่ายค่าหุ้นให้ผู้ตอบรับคำเสนอซื้อสามารถถอนคำตอบรับได้ภายใน 40 วันนับจากวันที่บริษัทเริ่มทำข้อเสนอซื้อหุ้นคืน
- ค) ในกรณีที่มีผู้ตอบรับคำเสนอซื้อมากกว่าจำนวนที่บริษัทได้ทำข้อเสนอซื้อหุ้นคืนไว้ บริษัทจะต้องซื้อหุ้นคืนตามส่วน (pro rata)
- ง) ในกรณีที่บริษัทกำหนดเพิ่มราคาหุ้นที่จะซื้อคืน บริษัทจะต้องจ่ายราคานั้นแก่ผู้ถือหุ้นที่ตอบรับคำเสนอซื้อทุกราย
- จ) กรณีที่มีการตอบรับคำเสนอซื้อหรือกรณีที่บริษัทถอนคำเสนอซื้อ บริษัทจะต้องจ่ายค่าตอบแทนหรือคืนหุ้นแล้วแต่กรณีแก่ผู้ถือหุ้นในทันทีที่การซื้อหุ้นคืนได้สิ้นสุดลง หรือทันทีเมื่อบริษัทบอกถอนการทำข้อเสนอซื้อหุ้นคืน
- ฉ) ห้ามบริษัทผู้ซื้อหุ้นคืนทำข้อเสนอซื้ออีกภายใน 10 วันนับแต่วันที่ทำข้อเสนอซื้อได้สิ้นสุดลง
- ช) คำเสนอซื้อหุ้นคืนนั้นต้องเสนอซื้อเป็นการทั่วไป ต่อผู้ถือหุ้นประเภทนั้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกันและราคาที่ซื้อหุ้นคืนต้องเป็นราคาที่สูงที่สุดต่อผู้ถือหุ้นทุกราย

1.3 การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรในประเทศสหรัฐอเมริกา

ประเทศสหรัฐอเมริกาไม่มีบทบัญญัติกฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการไว้ในรูปตัวบทกฎหมาย แต่การซื้อหุ้นคืนได้ถูกนำมาใช้เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการจำนวนมาก มีปรากฏเป็นคดีชั้นสู่ศาลจนเกิดเป็นคดีบรรทัดฐาน (Precedent Case) ที่สำคัญ ดังนี้

1. คดี Cheff v. Mathes³¹

ข้อเท็จจริงคดีนี้ คือ กลุ่มครอบครัว Cheff เป็นผู้อำนวยการควบคุมดำรงตำแหน่งประธานฝ่ายบริหาร (Chief Executive Officer) ของบริษัทฮอลแลนด์โดยถือหุ้นอยู่ถึง 18.5% ต่อมาในปี 1948-1956 ยอดขายของบริษัทฮอลแลนด์ลดลงถึง 25% ทำให้ Mr. Maremount ซึ่งเป็นเจ้าของบริษัทผลิตชิ้นส่วนอะไหล่ยนต์ได้เข้ามาหารือเพื่อควรวมกิจการ แต่ไม่ได้รับการตอบรับ Mr. Maremount จึงทยอยเข้าซื้อหุ้นในบริษัทฮอลแลนด์จากกระดานตลาดหลักทรัพย์ (On Open Market) จนถือหุ้น 6% ในบริษัทฮอลแลนด์ ฝ่ายบริหารบริษัทฮอลแลนด์จึงเข้าศึกษาข้อมูลพบว่า Mr. Maremount เคยเข้าครอบงำกิจการหลายแห่งและพบว่าจุดประสงค์ของการเข้าครอบงำกิจการของ Mr. Maremount ที่ผ่านมาเป็นไปเพื่อการเข้าชำระบัญชี ดังนั้นฝ่ายบริหารบริษัทฮอลแลนด์เห็นว่าการเข้าครอบงำกิจการโดย Mr. Maremount เป็นอันตรายต่อนโยบายบริษัท การคุกคามเข้าครอบงำกิจการโดย Mr. Maremount ทำให้บริษัทฮอลแลนด์เริ่มสูญเสียพนักงานลงไปเรื่อยๆ เพื่อแก้ปัญหาดังกล่าว ฝ่ายบริหารของบริษัทฮอลแลนด์จึงตัดสินใจซื้อหุ้นคืนในราคาที่สูงกว่าราคาตลาดเพื่อจัดการคุกคามความเสียหายที่อาจมีต่อนโยบายบริษัทฮอลแลนด์จากการเข้าครอบงำกิจการของ Mr. Maremont บริษัทจึงประกาศซื้อหุ้นคืนจาก Mr. Maremount ในราคาสูงกว่าราคาตลาด

ศาลมลรัฐเดลาแวร์ (Delaware Supreme Court) ได้ตัดสินว่า จำเลยซึ่งเป็นการกระทำของบริษัทได้ดำเนินการให้บริษัทซื้อหุ้นคืนจากบุคคลภายนอกที่ต้องการเข้าครอบงำกิจการในราคาที่สูงกว่าราคาตลาดของหุ้นนั้น แม้โจทก์ (ผู้ถือหุ้นในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย) จะกล่าวหาว่า การดำเนินการดังกล่าวทำให้ทรัพย์สินของบริษัทเสียหายและหุ้นที่เหลืออยู่มีมูลค่าที่ลดลง และจำเลย (กรรมการในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย) ยังมีส่วนได้เสียในการดำเนินการดังกล่าวด้วย กล่าวคือ หากมีการเข้าครอบงำกิจการดังกล่าวได้สำเร็จ กรรมการย่อมต้องสูญเสียอำนาจในการควบคุมบริษัท ศาลมลรัฐเดลาแวร์จึงได้กำหนดให้กรรมการมีภาระในพิสูจน์ว่า กรรมการดำเนินการซื้อหุ้นคืนโดยสุจริตตามหลักการดำเนินธุรกิจ (Business Policy) ไม่ใช่เพื่อรักษาอำนาจในการควบคุมกิจการ เมื่อกรรมการนำสืบได้ว่าบุคคลภายนอกที่ต้องการเข้าครอบงำกิจการ (Mr. Maremount) ประสงค์จะเปลี่ยนระบบการตลาดของบริษัทจากระบบการขายตรงต่อ

³¹ 199 A.2d 548 (Del. Ch. 1964) Citing by Harold, S. Bloomenthal and Holme Roberts & Owen. (1997), *supra note 7*, p. 348.

ลูกค้า (Door-to-Door Selling) เป็นการขายผ่านผู้ค้าปลีก (Retail Outlet) ซึ่งการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะทำให้บริษัทประสบปัญหาในการจำหน่ายสินค้า นอกจากนี้ Mr. Maremount ยังมีกิตติศัพท์เกี่ยวกับการเข้าครอบงำกิจการและการชำระบัญชีเพื่อเลิกกิจการอีกด้วย ศาลจึงตัดสินว่าการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการในกรณีชอบด้วยกฎหมาย และกรรมการได้รับความคุ้มครองตามหลักวินิจัยทางการค้า

คดีนี้เป็นคดีแรกที่ศาลสูงมลรัฐเดลาแวร์พิจารณาเกี่ยวกับการใช้วิธีการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ศาลได้ปรับใช้หลักวินิจัยทางการค้ากับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการอย่างเคร่งครัด แต่ศาลได้กำหนดให้ภาระการพิสูจน์ซึ่งโดยทั่วไปต้องเป็นหน้าที่ของโจทก์ผู้กล่าวอ้าง ให้ตกเป็นหน้าที่แก่ฝ่ายบริหารบริษัทเป้าหมายผู้ตกเป็นจำเลย ที่จะต้องพิสูจน์จนเป็นที่พอใจแก่ศาลว่าการใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนี้เป็นการกระทำโดยสุจริต (Good Faith) และมีการศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลอย่างเพียงพอก่อนการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน³² ดังนั้น มาตรฐานตามหลักวินิจัยทางการค้าจึงเน้นไปพิจารณาที่กระบวนการในการตัดสินใจของฝ่ายบริหารในการซื้อหุ้นเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ และเมื่อฝ่ายบริหารสามารถพิสูจน์ได้ว่าเป็นการกระทำโดยสุจริตและมีเหตุอันควรเชื่อว่าการเข้าครอบงำกิจการของผู้เสนอราคานั้น จะเกิดอันตรายแก่นโยบายบริษัท การกระทำนั้นย่อมชอบด้วยกฎหมาย

2. คดี Unocal v. Mesa Petroleum³³

³² ศาลบางมลรัฐของสหรัฐอเมริกา เห็นว่า การกำหนดเปลี่ยนภาระการพิสูจน์ซึ่งแต่เดิมจะต้องตกอยู่กับโจทก์หรือผู้กล่าวหาให้เป็นหน้าที่จำเลยในการพิสูจน์แทน ทำให้ยากแก่กรรมการที่จะพิสูจน์ถึงความสุจริตในกระบวนการตัดสินใจ จึงกำหนดให้ภาระการพิสูจน์ตกแก่โจทก์ ซึ่งกล่าวหาถึงการใช้อำนาจตัดสินใจของคณะกรรมการว่าไม่ชอบนั้นมีภาระการพิสูจน์ เช่น ในคดี Johnson v. Trueblood 629 F.2d 287 (3d Cir.1980)

³³ Unocal v. Mesa Petroleum, 493 A.2d 946 (Del. 1985) Citing by Gaughan Patrick A. (2007), (4th ed). Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings (Hoboken: New Jersey, 2006), p.91; Jack B. Jacobs, Implement Japan's New Anti-Takeover Defense Guidelines. New York University journal of Law and Business, 2(2). pp.323-350 (Retrieved March 30, 2009, from <http://www.kipa.re.kr:8090/servlet/obnc.com.uploader.FileDownloadActionNew?fileUploadInfoNm=RRC&fileName=2-2.pdf>); see also George D. Pappas, Does Delaware Law Allocate Financial Resources Efficiently In A Takeover Context?

ข้อเท็จจริงมีดังนี้ เมื่อวันที่ 8 เมษายน 1985 บริษัท Mesa ซึ่งถือหุ้นในบริษัท Unocal อยู่ประมาณ 13% ได้เริ่มทำคำเสนอซื้อหุ้นเพื่อเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรขึ้น ในการเสนอซื้อรอบแรกบริษัท Mesa ได้เสนอซื้อหุ้นในราคา 54\$ ต่อหุ้นเป็นจำนวน 64 ล้านหุ้น ซึ่งเป็นผลให้ บริษัท Mesa ถือหุ้นในบริษัท Unocal เพิ่มขึ้นอีกถึง 37% ต่อมาบริษัท Mesa จึงได้ทำคำเสนอซื้อหุ้นในบริษัท Unocal เป็นรอบที่สอง ด้วยการออกตราหนี้ที่เรียกว่าพันธบัตรขยะ (junk bonds) ฝ่ายบริหารในบริษัท Unocal ซึ่งตกเป็นเป้าหมายจึงปรึกษากับที่ปรึกษาทางการเงินและกฎหมายพบว่าคำเสนอซื้อของ บริษัท Mesa มีลักษณะเป็นการเสนอราคาที่ไม่เป็นธรรมและไม่เพียงพอต่อมูลค่าที่แท้จริง (Inadequate) ที่ปรึกษาของบริษัทจึงแนะนำให้บริษัท Unocal ประกาศทำคำเสนอซื้อหุ้นคืน (Self - Tender) ทั้งนี้ในการซื้อหุ้นคืน บริษัท Unocal เสนอซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นทุกรายในราคาที่เท่าเทียมกันเพื่อให้เกิดทางเลือกแก่ผู้ถือหุ้นเว้นแต่บริษัท Mesa ดังนั้นบริษัท Mesa จึงพึงเป็นคดีว่าการเสนอซื้อหุ้นคืนโดยบริษัท Unocal แก่ผู้ถือหุ้นทุกราย ยกเว้นบริษัท Mesa เป็นการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย เพราะเป็นการปฏิบัติที่ไม่เท่าเทียมต่อผู้ถือหุ้น

ในการพิจารณาถึงความชอบด้วยกฎหมายของการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ศาลได้กำหนดหลักเกณฑ์ให้กรรมการบริษัทเป้าหมายมีหน้าที่ต้องพิสูจน์ 2 ประการ³⁴ ดังนี้ (1) ฝ่ายบริหารมีเหตุอันควรเชื่อว่าจะเกิดอันตรายต่อนโยบายของบริษัทและกระทบต่อผู้ถือหุ้นที่ยังคงอยู่ภายหลังจากการเข้าครอบงำกิจการแล้ว (Reasonableness Test) และ (2) พิสูจน์ได้ว่ามาตรการที่ใช้ในการป้องกันได้สัดส่วนกับความเสียหายที่จะเกิดขึ้น (Proportionality Test) ซึ่งในคดีนี้ฝ่ายบริหารบริษัท Unocal สามารถพิสูจน์จนเป็นที่พอใจแก่ศาลได้ครบทั้ง 2 ประการ ศาลจึงพิจารณาว่าวิธีป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนี้ชอบด้วยกฎหมาย

หลักการพิจารณาความชอบด้วยกฎหมายในคดีนี้ จึงถูกนำมาปรับมาใช้สำหรับสำหรับกรณีบริษัทใช้วิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการโดยเฉพาะ (Modified Business Judgment Rule) ซึ่งต่อมาเรียกหลักนี้ว่าเรียกว่า "The Unocal Test" เป็นการกำหนดหลักเกณฑ์

(1998-2009), (Retrieved April 16, 2009, from http://www.malet.com/MSG%202008/Articles/does_delaware_law_allocate_finan.html)

³⁴ Marc, I. Steinberg. (June 1989). Understanding Securities law. (Retrieved March 30, 2009, from <http://www.lexisnexis.com/lawschool/study/understanding/pdf/SecuritiesTOC.pdf> p.19.)

ที่สูงกว่ามาตรฐานการพิสูจน์กรณีฝ่ายบริหารตัดสินใจกระทำกรอื่น ๆ ในการดำเนินธุรกิจทั่วไป ทั้งนี้ศาลจะพิจารณาว่าผู้บริหารต้องมีมูลเหตุเพียงพอที่จะเชื่อ (Reasonable Ground) ได้ว่าจะเกิดอันตรายต่อบุคลากรหรือผู้ถือหุ้นที่เหลืออยู่ โดยฝ่ายบริหารต้องพิสูจน์ได้ว่าตนได้กระทำโดยสุจริต และได้มีการศึกษาหาข้อมูลอย่างเพียงพอแล้ว และต้องมีการประเมินจากอันตรายที่จะเกิดขึ้น โดยฝ่ายบริหารอาจพิจารณาได้จาก ราคาที่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการเสนอนั้นนั้นยังไม่เพียงพอเมื่อเทียบกับมูลค่าหุ้นที่แท้จริง ลักษณะและระยะเวลาที่ทำการเสนอซื้อ มีเหตุอันควรสงสัยถึงวัตถุประสงค์ในการเข้าครอบงำกิจการที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย จำนวนหลักทรัพย์ที่ถูกเสนอซื้อในตลาดหลักทรัพย์

3. คดี Unitrin v. American General Corp.³⁵

ข้อเท็จจริงคดีนี้ คือ บริษัท American General Corp. ได้ทำข้อเสนอซื้อหุ้นเพื่อเข้าครอบงำบริษัท Unitrin คณะกรรมการในบริษัท Unitrin เห็นว่าราคาที่บริษัท American General Corp. ทำข้อเสนอซื้อต่ำเกินไป บริษัท Unitrin จึงให้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิมในการซื้อหุ้นเพิ่มเนื่องจากในข้อบังคับบริษัทที่กำหนดให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นเดิมไว้ในกรณีที่ผู้เข้าครอบงำกิจการถือหุ้นของบริษัทถึง 15% (ทำ Poison Pill) และประกาศซื้อหุ้นคืน ศาลชั้นต้น (Lower Court) ได้พิจารณาตามหลัก Unocal Test เห็นว่า คณะกรรมการได้ประชุมและพิจารณาอย่างเพียงพอแล้วว่าผู้จะเข้าครอบงำกิจการได้เสนอราคาต่ำกว่าความเป็นจริงมากเกินควร ซึ่งอาจทำให้ผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายที่มีข้อมูลเพียงพอหรือเข้าใจผิดเชื่อว่าการเสนอซื้ออราคนั้นเป็นตามราคาที่เหมาะสมของบริษัเป้าหมายได้ จึงพิจารณาว่าการทำ Poison Pill ชอบด้วยกฎหมาย แต่การซื้อหุ้นคืนทำให้สัดส่วนสิทธิหรือความเสี่ยงในหุ้นของกรรมการซึ่งแต่เดิมมีอยู่ 23% เพิ่มขึ้นเป็น 28% อันมีผลต่อการออกเสียงเมื่อบริษัทจะควมรวมกิจการที่จะต้องได้รับมติพิเศษ คือ 75% ของหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดตามข้อบังคับของบริษัท เป็นการกระทำที่ไม่ได้สัดส่วนกับอันตรายที่จะเกิด

³⁵ Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361, 1373 (Del. 1995) Cited by Elizabeth M. McGeever and Eric M. Andersen. (February 2006). Responding To Hostile Takeovers. *ALI-ABA Business Law Course Materials Journal* (Retrieved April 13, 2009 from http://files.ali-aba.org/thumbs/datastorage/lacidoirep/articles/CMJ_CMJ0602-McGEEVER_thumb.pdf) ;see also William, W. Bretion. (2003). *Corporate Finance Cases and Materials* (5th ed), pp. 1008-1020.

ศาลสูงมลรัฐเดลาแวร์ได้กลับคำพิพากษาศาลชั้นต้นโดยเห็นว่า แม้วิธีการที่บริษัทใช้ป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนี้จะทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการภายหลังการซื้อหุ้นคืนเพิ่มขึ้น อันส่งผลต่อการใช้สิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ การซื้อหุ้นคืนส่งผลให้หุ้นที่ถือโดยกรรมการมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 28% ก็เพียงทำให้กรรมการมีสิทธิคัดค้านการควบรวมกิจการได้ (Proxy Fight) ตามข้อบังคับบริษัทกำหนดว่า การควบรวมกิจการจะต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยมติไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่เข้าร่วมประชุมและมีสิทธิออกเสียง แต่การเข้าครอบงำกิจการยังคงทำได้โดยไม่ถูกคัดค้านจากกรรมการแต่อย่างใด จึงตัดสินว่าหากการป้องกันการครอบงำกิจการไม่ถึงขนาดรุนแรง (Draconian) และอยู่ภายใต้หลักความได้สัดส่วนตาม Unocal Test ก็ควรถือว่าการกระทำเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนั้นชอบด้วยกฎหมาย

ในคดีนี้ศาลได้กำหนดนิยามคำว่า “อันตราย” (Threat) ที่จะเกิดกับนโยบายหรือผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมาย เพื่อให้เกิดความชัดเจนและเป็นธรรมต่อบริษัทที่จะใช้วิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการและผู้จะเข้าครอบงำกิจการในการปฏิบัติทำข้อเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการ โดยแบ่งเป็น 3 ประการดังนี้³⁶

(1) การเสนอซื้อในลักษณะบีบบังคับ เช่น การเสนอซื้อที่ให้ทางเลือกเพียงผู้ถือหุ้นจะขายหุ้นให้กับผู้ครอบงำกิจการหรือจะเสี่ยงที่จะถือหุ้นต่อไปแบบ Squeezed Out ซึ่งเป็นรูปแบบหนึ่งของการเสนอซื้อหุ้นเพื่อเข้าครอบงำกิจการแบบ Two-tier Tender Offer ถือเป็นการเข้าครอบงำกิจการที่จะก่อให้เกิดอันตรายต่อนโยบายและผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมาย

(2) การเสนอซื้อโดยให้เวลาในการตัดสินใจแก่ผู้ถือหุ้นอย่างไม่เพียงพอ เนื่องจากผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายอาจตอบรับข้อเสนอซื้อไปโดยสำคัญผิดในราคาที่เสนอซื้อ เพราะไม่มีเวลาในการศึกษาเพื่อหาราคาหุ้นที่แท้จริงของบริษัทได้ และ

(3) การทำข้อเสนอซื้อในลักษณะที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นเสียโอกาสที่จะได้รับข้อเสนอซื้อที่ดีกว่า (Opportunity Loss)

³⁶William Meade Fletcher, “Business judgment rule—Takeovers—Delaware's heightened business judgment standard”, pp.1-2. (Retrieved April 2, 2009, from westlaw Database.)

จึงกล่าวได้ว่า ตามกฎหมายสหรัฐอเมริกา บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้และกรรมการจะได้รับความคุ้มครองตามหลักวินิจฉัยทางการค้า หากกรรมการพิสูจน์ได้ 2 ประการ³⁷ ดังนี้

- 1) มีมูลเหตุเพียงพอเชื่อได้ว่าจะเกิดอันตรายต่อนโยบายและผู้ถือหุ้นของบริษัทเมื่อมีการเข้าครอบงำกิจการ (Reasonableness Test)
- 2) วิธีการที่ใช้ในการป้องกันนั้นต้องได้สัดส่วนกับอันตรายที่จะเกิดขึ้น (Proportional Test)

1.4 ข้อพิจารณาเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรในประเทศสหรัฐอเมริกา

1) หลักการและข้อยกเว้นที่ห้ามบริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเอง ทั้งกฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบและกฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์ ได้ผ่อนคลายนโยบายนี้ โดยกฎหมายอนุญาตให้บริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเองได้อย่างชัดเจนโดยคณะกรรมการมีอำนาจอย่างกว้างขวางที่จะกระทำการใดต่อหุ้นที่ออกโดยบริษัทตนก็ได้ กฎหมายกำหนดขอบเขตของการซื้อหุ้นคืนไว้ที่เรื่องความสามารถในการชำระหนี้ โดยตามกฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบได้กำหนดให้การซื้อหุ้นคืนจะต้องอยู่ภายใต้แนวความคิดว่าด้วยเรื่องความสามารถในการชำระหนี้ และแนวความคิดเรื่องหลักงบลุดทางบัญชี ในขณะที่กฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์กำหนดให้ต้องอยู่บนหลักการว่าไม่ทำให้ทุนบริษัทต้องเสียหาย ซึ่งกฎหมายทั้งสองฉบับต่างมุ่งหมายเพื่อให้การซื้อหุ้นคืนไม่กระทบถึงความสามารถของบริษัทในการชำระหนี้คืน

2) การพิจารณาความชอบด้วยกฎหมายของการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นระบบ Case Law ซึ่งศาลจะตัดสินคดีจากตัวอย่างในอดีตก่อนๆ ดังนั้นการพิจารณาความชอบด้วยกฎหมายกรณีนี้ จึงต้องพิจารณาตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในคำพิพากษาคดีต่างๆ ซึ่งปัจจุบันได้เกิดเป็นหลักใหญ่ๆที่ใช้พิจารณากฎหมายนี้เป็นการเฉพาะที่เรียกว่า "Unocal Test" เมื่อกรรมการพิสูจน์ได้ตามหลักดังกล่าวแล้ว ย่อมได้รับความคุ้มครองตามหลัก

³⁷ Eric Bielawki, "Selective Stock Repurchase After Grobow : The Validity of Greenmail Under Delaware and Federal Securities Laws," Delaware Journal of Corporate Law Winter , (1990)

วินิจฉัยทางการค้า และศาลจะถือว่าวิธีการที่ใช้เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนั้นชอบด้วยกฎหมายด้วยเช่นกัน

3) แหล่งเงินทุนที่จะใช้ซื้อหุ้นคืน ในกฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบกำหนดว่า บริษัทสามารถใช้เงินส่วนที่สามารถนำมาจัดสรรแก่ผู้ถือหุ้น (Distribution) มาซื้อหุ้นคืนได้ ซึ่งคำว่า "Distribution" นี้หมายถึงเงินส่วนกำไร เงินส่วนล้ำมูลค่าหุ้น และเงินที่ได้จากการก่อหนี้ เช่น การกู้ยืมหรือการออกตั๋วสัญญาเงินก็ได้ โดยต้องอยู่บนหลักการ 2 ประการ คือ การซื้อหุ้นคืนนั้นต้องไม่กระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท (Insolvency Test) และต้องไม่ทำให้สินทรัพย์รวมของบริษัทเหลือน้อยกว่าหนี้สิน (รวมถึงหนี้สินที่ก่อขึ้นเพื่อซื้อหุ้นคืนด้วย) (Balance Sheet Test) ส่วนกฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์มีบทบัญญัติเพียงว่า ในกรณีที่บริษัทใช้เงินส่วนกำไร (Surplus) มาซื้อหุ้นคืน หุ้นที่บริษัทซื้อคืนสามารถนำออกจำหน่ายใหม่ได้ ฉะนั้นบริษัทจึงสามารถใช้เงินส่วนใดเพื่อมาซื้อหุ้นคืนก็ได้ตราบเท่าที่ไม่ทำให้เงินทุนบริษัทเสียหาย

4) กระบวนการขั้นตอนพิจารณา เนื่องจากตามโครงสร้างบริษัทของประเทศสหรัฐอเมริกา คณะกรรมการมีอำนาจในการดำเนินการใดในนามบริษัทตามกฎหมายได้ทุกเรื่อง ดังนั้นในการพิจารณาตัดสินใจซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการจึงเป็นอำนาจของคณะกรรมการ ด้วยเหตุนี้จึงมีการฟ้องร้องเป็นคดีถึงความไม่ชอบด้วยกฎหมายในการตัดสินใจของคณะกรรมการเพื่อซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้จำนวนมาก

5) รูปแบบการซื้อหุ้นคืน แม้ว่ากฎหมายหลักทรัพย์จะกำหนดรูปแบบการซื้อหุ้นคืนไว้เพียง 2 รูปแบบ คือ การซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ และการซื้อหุ้นคืนโดยการทำคำเสนอซื้อเป็นการทั่วไป แต่ในทางปฏิบัติบริษัทยังสามารถใช้รูปแบบการเจรจาเฉพาะรายต่อผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งของบริษัทเป็นการส่วนตัวได้อีกด้วยที่เรียกว่า "Negotiated Repurchase"

6) การเปิดเผยข้อมูล เนื่องจากกฎหมายบริษัทสหรัฐอเมริกาให้อำนาจตัดสินใจในการซื้อหุ้นคืนแก่คณะกรรมการโดยไม่ต้องขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น ดังนั้นข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยต่อผู้ถือหุ้นจึงไม่ต่างจากที่บริษัทต้องเปิดเผยต่อบุคคลภายนอก โดยข้อมูลที่บริษัทต้องเปิดเผยเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืน เช่น ชนิดและจำนวนหุ้นที่จะบริษัทจะซื้อคืน, กลุ่มบุคคลหรือประเภทบุคคลที่บริษัทจะทำการซื้อหุ้นคืน, รายชื่อตลาด, วัตถุประสงค์ของการซื้อคืน, การดำเนินการ สถานะของหุ้นที่บริษัทซื้อคืน, แหล่งเงินและจำนวนเงิน

7) สถานะของหุ้นที่บริษัทได้มา แม้ตามกฎหมายมลรัฐเดลาแวร์จะไม่มีกำหนดสถานะหุ้นไว้อย่างชัดเจน แต่บริษัทก็มักจะถือหุ้นไว้ในระยะเวลาหนึ่งเพื่อนำออกขายใหม่เช่นเดียวกับหุ้นที่อยู่ในสถานะหุ้นที่ได้รับอนุญาตแล้วแต่ยังไม่ออกจำหน่ายตามที่กำหนดไว้ในกฎหมายฉบับ

ต้นแบบ อีกรั้งในเรื่องสิทธิต่างๆในหุ้นที่บริษัทได้มา เช่น สิทธิในการออกเสียงลงคะแนน สิทธิในการได้รับเงินปันผล ก็ถูกจำกัดไว้เช่นเดียวกัน ทำให้ไม่มีปัญหาในเรื่องการใช้สิทธิออกเสียงในหุ้นบริษัทซื้อคืนมาเพื่อประโยชน์ส่วนตัวของฝ่ายบริหาร

แต่เดิม กฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบปี 1950 ได้กำหนดให้หุ้นที่บริษัทซื้อคืนอยู่ในสถานะเป็น Treasury Shares แต่ในภายหลังได้กำหนดเปลี่ยนสถานะเป็นหุ้นที่ได้รับอนุญาตแล้วแต่ยังไม่ออกจำหน่าย ด้วยสถานะของหุ้น Treasury share เป็นหุ้นที่อยู่ในสถานะจำหน่ายแล้วแต่ยังไม่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น (Issued" but not "outstanding) ทำให้เปิดปัญหาและความยุ่งยากในการใช้ดังนี้

(ก) บริษัทสามารถนำหุ้นดังกล่าวออกจำหน่ายใหม่ได้อีกครั้งโดยไม่มีข้อจำกัดในเรื่องราคาขั้นต่ำ

(ข) ทุนจดทะเบียนของบริษัทยังคงเดิม ทั้งที่หุ้นส่วนหนึ่งถูกซื้อกลับคืนมาและยังอยู่ในมือบริษัท

(ค) บริษัทสามารถจำหน่ายออกไป โดยไม่ต้องปฏิบัติตามสิทธิในการซื้อหุ้นก่อนของผู้ถือหุ้น (Pre-emptive right) ได้

(ง) บริษัทสามารถนำหุ้นดังกล่าวมาจ่ายเป็นหุ้นปันผลได้ แม้ว่าบริษัทไม่มีเงินกำไรสะสมก็ตาม

อีกรั้งรูปแบบ Treasury Shares ที่ถูกนำมาใช้ในช่วงแรกมีวัตถุประสงค์เพื่อหลีกเลี่ยงข้อจำกัดในเรื่องการห้ามขายหุ้นต่ำกว่าราคาพาร์ ดังนั้นตราบดที่หลักการเรื่องห้ามขายหุ้นต่ำกว่าราคาพาร์ยังคงใช้บังคับ สถานะหุ้นแบบ Treasury share ก็ไม่ควรถูกนำมาบัญญัติไว้ในกฎหมาย³⁸

8) การให้ความคุ้มครองผู้เกี่ยวข้อง ทั้งกฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบและกฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์ ต่างก็มีบทบัญญัติให้ของกรรมการต้องรับผิดชอบต่อการกระทำที่ซื้อหุ้นคืนโดยฝ่าฝืนกฎหมายก่อให้เกิดความเสียหายต่อบริษัทหรือเจ้าหนี้ และเจ้าหนี้มีสิทธิฟ้องร้องคดีหากการซื้อหุ้นคืนนั้นกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท เพียงเจ้าหนี้

³⁸ Model Business Corporation Act annotated: Model Business Corporation Act with official comment and reporter's annotations, American Bar Association. Committee on Corporate Laws, American Bar Association, American Bar Association. Section of Business Law Edition: 4 (American Bar Association, 2008)

แสดงให้เห็นปรากฏได้ว่าบริษัทมีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สินในขณะที่บริษัททำการซื้อหุ้นคืน³⁹ กรรมการต้องรับผิดชอบที่โดยศาลจะไม่เข้าไปพิจารณาถึงกระบวนการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร แม้ว่าจะกระทำโดยสุจริตหรือเป็นไปโดยมีเหตุอันควรและเพื่อปกป้องธุรกิจไว้ก็ตาม⁴⁰ โดยระยะเวลาที่กรรมการต้องรับผิดชอบแตกต่างกัน ดังนี้ บริษัทฉบับต้นแบบกำหนดให้กรรมการต้องรับผิดชอบในความเสียหายที่เกิดขึ้นภายใน 2 ปีนับแต่บริษัทซื้อหุ้นคืน ส่วนกฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์กำหนดไว้ภายใน 6 ปี

2. ประเทศออสเตรเลีย

2.1 แนวคิดและความเป็นมา

แต่เดิม ตามกฎหมาย Common Law ของประเทศออสเตรเลีย ถือหลักอย่างเคร่งครัดที่ห้ามบริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเองโดยการซื้อหุ้นคืน โดยกำหนดว่าบริษัทไม่สามารถซื้อหุ้นของตนเองได้ในทุกกรณี ทำให้ช่องทางในการแก้ปัญหาของบริษัทเองต้องถูกจำกัดลง⁴¹ แม้ต่อมาในปี 1985 กฎหมายบริษัทประเทศออสเตรเลียอนุญาตให้บริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเองได้ โดยต้องอยู่ภายใต้ข้อจำกัดหลายประการ ทำให้ความมุ่งหมายที่จะพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศไม่คืบหน้า จนกระทั่งในเดือนธันวาคม 1995 กฎหมายบริษัทออสเตรเลียได้มีการเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน เช่น บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนได้โดยไม่จำเป็นต้องมีการกำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัท ไม่ต้องมีรายงานที่จัดทำโดยผู้สอบบัญชีเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน และลด

³⁹ เจ้าหนี้ (creditor) หรือตัวแทนเจ้าหนี้ (representative of creditors) มีหน้าที่พิสูจน์ว่า (1) การซื้อหุ้นคืนนั้นกระทำในขณะที่บริษัทมีหนี้สินล้มพันตัว (insolvent) หรือ (2) การซื้อหุ้นคืนนั้นเป็นสาเหตุให้บริษัทมีหนี้สินล้มพันตัว หรือ (3) การซื้อหุ้นคืนนั้นเป็นไปเพื่อโอนประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยมีจุดประสงค์เพื่อฉ้อฉลเจ้าหนี้ (fraud of creditors)

⁴⁰ J., E. Macy. (1956). Rights of creditors of corporation with respect to its purchase or acquisition of its own stock, *American Law Reports* pp.14-15. (Retrieved March 10, 2009, from Westlaw database)

⁴¹ Robert Baxt, *Shareholders' right duties and remedies*, in *Company Directors' Manual*, in Athol Yeomans, *Company Directors' Manual*, The Australian Institute of Company Directors, pp.128-130.

กฎเกณฑ์ที่ยู้งยากหลายประการ จึงมีการซื้อหุ้นคืนจำนวนมากอันส่งผลดีต่อตลาดทุนโดยรวม รวมถึงมีการนำการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการด้วย

2.2 กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน

เนื่องจากกฎหมายบริษัทออสเตรเลีย ได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับกฎหมายบริษัท และกฎหมายหลักทรัพย์รวมไว้ในกฎหมายฉบับเดียวกัน โดยมีคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (The Australian Securities and Investments Commission: ASIC) ทำหน้าที่ควบคุมเช่นเดียวกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ของประเทศไทย ดังนั้น กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ผู้เขียนจึงอธิบายทั้งใน ส่วนกฎหมายบริษัท (The Corporations Act 2001) กับ กฎเกณฑ์ที่ออกโดยคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ASIC)⁴² ควบคู่กันไป

2.2.1 กฎหมายบริษัทของออสเตรเลีย

หลักกฎหมายบริษัทออสเตรเลียห้ามบริษัทซื้อหุ้นของตนเองคืน เว้นแต่การซื้อหุ้นคืน ภายใต้ Section 257A⁴³ และได้ปฏิบัติตามขั้นตอนที่กฎหมายกำหนดไว้แล้ว กล่าวคือ การซื้อหุ้นคืนนั้นต้องไม่เป็นสาเหตุทำให้บริษัทไม่สามารถชำระหนี้แก่เจ้าหนี้บริษัทได้⁴⁴ และกรรมการอาจ

⁴² ASIC ได้ออกเป็น Regulatory Guide 110 ซึ่งประกาศเมื่อวันที่ 5 กรกฎาคม 2007 โดยวางแนวปฏิบัติสำหรับบริษัทเอกชนและบริษัทมหาชนจำกัดเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนไว้

⁴³ The Corporations Act 2001 Section 259A A company must not acquire shares (or units of shares) in itself except: (a) in buying back shares under section 257A;.....

⁴⁴ The Corporations Act 2001 Section 257A A company may buy back its own shares if:

(a) the buy-back does not materially prejudice the company's ability to pay its creditors; and

(b) the company follows the procedures laid down in this Division.

ต้องรับผิดชอบค่าใช้จ่ายให้แก่บริษัท หากปรากฏว่าการเข้าซื้อหุ้นคืนนั้นได้กระทำในขณะที่บริษัทมีหนี้สินล้นพ้นตัวหรือการเข้าซื้อหุ้นคืนนั้นทำให้บริษัทอยู่ในสถานะที่มีหนี้สินล้นพ้นตัว⁴⁵

คณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้กำหนดให้บริษัทต้องดำเนินการซื้อหุ้นคืนตามขั้นตอนที่กำหนดไว้ ดังนี้⁴⁶

1. บริษัทต้องกำหนดประเภทการซื้อหุ้นคืน (Type of Buy Back)
2. แจ้งและบอกกล่าวแก่คณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยยื่นสำเนาหนังสือนัดประชุม และเอกสารที่เกี่ยวข้องที่แนบไปพร้อมหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้น ไม่น้อยกว่า 14 วันก่อนวันเริ่มซื้อหุ้นคืน⁴⁷ โดยคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจตามที่เห็นสมควรได้ เช่น แจ้งให้บริษัทยื่นเอกสารให้ครบถ้วน, ดำเนินคดีทางแพ่งหรือทางอาญา⁴⁸ และหากพบความไม่ถูกต้องระหว่างที่การซื้อหุ้นยังไม่เสร็จสิ้น ไม่ถือว่าการซื้อหุ้นคืนนั้นตกเป็นโมฆะ แต่จะถือว่าบริษัทกระทำการโดยฝ่าฝืนข้อบังคับเกี่ยวกับการได้มาซึ่งหุ้นของตนเองและบุคคลที่มีความเกี่ยวข้องต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย

3. เปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้น ในการพิจารณาเพื่ออนุมัติให้บริษัทซื้อหุ้นคืน บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลแก่ผู้ถือหุ้นอย่างเพียงพอ หากเป็นข้อมูลลับและบริษัทไม่สะดวกที่จะเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว คณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อนุญาตให้คณะกรรมการหรือผู้เชี่ยวชาญสรุปข้อมูลดังกล่าวเพื่อเปิดเผยต่อผู้ถือหุ้นได้⁴⁹ เพื่อคุ้มครองประโยชน์ของเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นจากความเสียหายที่บริษัทจะมีหนี้สินล้นพ้นตัว (Insolvency) จากการซื้อหุ้นคืน โดยข้อมูลที่บริษัทต้องเปิดเผย ได้แก่⁵⁰

- 1) อธิบายว่าบริษัทจะซื้อหุ้นคืนโดยวิธีการอย่างไรบ้าง
- 2) จำนวนที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดและจำนวนหุ้นที่บริษัทจะซื้อคืน โดยคิดเป็นร้อยละ

⁴⁵ The Corporations Act 2001 Section 588G “The directors may have to compensate the company if the company is, or becomes, insolvent when the company enters into the buy-back agreement.”

⁴⁶ Regulatory Guide 110.13

⁴⁷ The Corporations Act 2001 Section 257 C(3)

⁴⁸ Regulatory Guide 110.10

⁴⁹ Regulatory Guide 110.24

⁵⁰ Regulatory Guide 101.44

- 3) เหตุผลที่ทำการซื้อหุ้นคืน และอธิบายว่าเหตุใดบริษัทจึงไม่เลือกที่จะใช้วิธีการอื่น
- 4) บุคคลใดบ้างที่จะมีส่วนเกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืนครั้งนี้
- 5) ผลกระทบทางการเงินจากการซื้อหุ้นคืน
- 6) แหล่งเงินที่บริษัทจะใช้ซื้อหุ้นคืน เช่น จากกำไร จากการกู้ยืม จากการขายทรัพย์สินของบริษัท
- 7) ข้อดีและข้อเสียของการซื้อหุ้นคืน
- 8) ระยะเวลาเริ่มต้นและสิ้นสุด
- 9) หนังสือรับรองของผู้ตรวจบัญชีครั้งล่าสุด เว้นแต่บริษัทจะได้จัดส่งไปยังผู้ถือหุ้นก่อนหน้านั้นแล้ว
- 10) ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลเพื่อใช้ในการพิจารณาราคาหุ้นในตลาดขณะนั้น และข้อมูลอื่นใดที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้ด้วย

ในกรณีที่บริษัทจะซื้อหุ้นในส่วนที่เป็นสาระสำคัญคือ (Significant Percentage)⁵¹ บริษัทมีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลดังต่อไปนี้เพิ่มเติม เพื่อให้เป็นข้อมูลใช้ในการตัดสินใจแก่ผู้ถือหุ้นที่จะลงมติ

- 1.) รายงานที่จัดทำโดยคณะกรรมการอิสระให้ความเห็นเกี่ยวกับการลงคะแนนเสียงอนุมัติเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน และจำนวนเงินที่ต้องใช้เพื่อซื้อหุ้นคืน
- 2.) รายงานที่จัดทำโดยผู้เชี่ยวชาญอิสระเกี่ยวกับราคาหุ้นที่จะซื้อคืน
4. กรณีจำเป็นต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ต้องได้รับมติที่ประชุมตามที่กฎหมายกำหนดไว้ก่อน
5. ดำเนินการซื้อหุ้นคืน
6. ดำเนินการยกเลิกหุ้นที่ซื้อคืน หุ้นที่บริษัทได้ซื้อคืนมาจะต้องถูกยกเลิก⁵²

⁵¹ ส่วนที่จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท

⁵² The Corporations Act 2001 Section 257 H Effect of acceptance of the buy-back offer on share rights

(1) Once a company has entered into an agreement to buy back shares, all rights attaching to the shares are suspended. The suspension is lifted if the agreement is terminated.

บริษัทต้องแจ้งถึงจำนวนหุ้นที่ถูกยกเลิกไปแก่คณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ภายใน 1 เดือนนับจากวันที่หุ้นนั้นถูกยกเลิก⁵³ โดยต้องแจ้งถึงจำนวนหุ้นที่ยกเลิกจำนวนเงินที่ใช้ไปในการซื้อหุ้นคืน)ไม่ว่าจะเป็นเงินสดหรืออย่างอื่นก็ตาม และในกรณีที่บริษัทซื้อหุ้นคืนในหุ้นต่างชนิดกัน บริษัทต้องแจกแจงถึงชนิดหุ้นที่ถูกยกเลิกด้วย

การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการตามกฎหมายบริษัทออสเตรเลียสามารถกระทำได้ใน 3 รูปแบบ ดังนี้

2.2.1.1 การซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ (On-Market Buy Back)⁵⁴

Shares transferred to the company and cancelled

(2) A company must not dispose of shares it buys back. An agreement entered into in contravention of this subsection is void.

(3) Immediately after the registration of the transfer to the company of the shares bought back, the shares are cancelled

⁵³ Section 254Y : Notice to ASIC of share cancellation

(1) Within 1 month after shares are cancelled, the company must lodge with ASIC a notice in the prescribed form that sets out:

- (a) the number of shares cancelled; and
- (b) any amount paid by the company (in cash or otherwise) on the cancellation of the shares; and
- (c) if the shares are cancelled following a share buy-back—the amount paid by the company (in cash or otherwise) on the buy-back; and
- (d) if the company has different classes of shares—the class to which each cancelled share belonged.

⁵⁴ Section 257B(6) และ (7) : On-market buy-backs

(6) A buy-back is an on-market buy-back if it results from an offer made by a listed corporation on a prescribed financial market in the ordinary course of trading on that market.

กรณีที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์แบ่งได้เป็น 2 กรณี⁵⁵ ดังนี้

(1) กรณีที่บริษัทซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ (Open Market Buy-Back) ภายใน 12 เดือนและไม่เกิน 10% ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด

ภายใต้หลักที่เรียกว่า “Within 10/12 Limited” ที่บริษัทต้องซื้อหุ้นคืนภายใน 12 เดือนและไม่เกิน 10% ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด บริษัทไม่จำเป็นต้องขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อนการดำเนินการ⁵⁶ อย่างไรก็ตาม บริษัทก็ยังคงมีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลตามที่กฎหมายบริษัทกำหนดไว้ และในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ บริษัทยังมีหน้าที่ต้องเปิดเผยตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้ เช่น ประเภท ชนิด สิทธิในหุ้นที่จะ

(7) A buy-back by a company (whether listed or not) is also an on-market buy-back if it results from an offer made in the ordinary course of trading in a financial market outside Australia which ASIC declares in writing to be an approved overseas financial market for the purposes of this subsection. A buy-back by a listed company is an on-market buy-back under this subsection only if an offer to buy-back those shares are also made on a prescribed financial market at the same time.

⁵⁵ ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ The Australian Stock Exchange ได้ออก Regulatory Guide 101 ซึ่งมีผลบังคับใช้เมื่อเดือนธันวาคม 2007 เพื่อใช้บังคับกับบริษัทที่จดทะเบียนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ (Australian Securities Exchange : ASX) สำหรับกรณีบริษัทซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ ราคาที่บริษัทจดทะเบียนจะซื้อหุ้นคืนต้องไม่เกินกว่าเพดานที่ ASX กำหนดไว้ เช่น ต้องไม่เกินกว่าราคา 5% ของราคาตลาดโดยคำนวณจากราคาตลาด 5 วันก่อนวันซื้อหุ้นคืน เนื่องจากคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เห็นว่า หากอนุญาตให้บริษัทซื้อหุ้นคืนในตลาดในราคาที่สูงเกินควรจะเกิดการ dilute แก่หุ้นของผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้ขายคืนแก่บริษัท อย่างไรก็ตามคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดอนุญาตให้บริษัทอาจซื้อหุ้นคืนในราคาที่สูงกว่าราคาตลาดมากได้ หากพบว่าการซื้อหุ้นคืนในราคาที่สูงนั้นเกิดผลดีต่อผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้ขายหุ้นคืนบริษัท กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้ขายหุ้นคืนแก่บริษัทอาจจะได้รับประโยชน์จากเงินปันผลที่ได้รับต่อหุ้นสูงขึ้น ซึ่งจะมากกว่าเมื่อเทียบกับส่วนที่บริษัทใช้ซื้อหุ้นคืนในราคาที่สูงกว่าราคาตลาด ทั้งนี้บริษัทต้องดำเนินการซื้อหุ้นคืนไม่เกินกว่า 6 เดือน

⁵⁶ Regulatory Guide 101.50

ซื้อคืน, จำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว, มติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่ได้รับการอนุมัติ, ข้อมูลอื่นใดที่จำเป็นแก่ผู้ถือหุ้นในการตัดสินใจอนุมัติการซื้อหุ้นคืน เช่น ความเห็นเกี่ยวกับค่าเสนอซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ, รายชื่อโบรกเกอร์ที่จะรับซื้อหุ้นคืน, จำนวนสูงสุดที่จะซื้อ, ระยะเวลาที่จะรับซื้อ, ซึ่งรวมถึงรายชื่อบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืน แหล่งเงินที่จะใช้ซื้อหุ้นคืน โดยบริษัทจะเริ่มซื้อหุ้นคืนได้เมื่อพ้น 14 วันนับแต่วันที่เปิดเผยข้อมูล เพื่อให้เกิดความแน่ใจแก่ผู้ถือหุ้นว่าบริษัทให้ระยะเวลาเพียงพอแก่ผู้ถือหุ้นในการตัดสินใจ⁵⁷

(2) กรณีที่บริษัทซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์เกินกำหนดเวลา 12 เดือนหรือซื้อหุ้นเกินกว่า 10% ของจำนวนที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด

ในกรณีที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ในจำนวนที่เกินกว่า 10% ของหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดหรือใช้ระยะเวลาเกินกว่า 12 เดือนนับแต่วันที่เริ่มซื้อหุ้นคืน บริษัทต้องได้รับมติเสียงข้างมากจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อน⁵⁸ โดยผู้ถือหุ้นที่จะขายหุ้นคืนแก่บริษัทถือว่าเป็นผู้มีส่วนได้เสีย จึงไม่สิทธิออกเสียงลงคะแนน⁵⁹

เหตุผลที่คณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทต้องได้รับการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อน ในกรณีที่บริษัทจะซื้อหุ้นเกินกว่า 10% หรือใช้ระยะเวลาในการซื้อหุ้นคืนเกินกว่า 12 เดือน เนื่องจากกรณีที่บริษัทซื้อหุ้นของตนเองคืนในจำนวนที่เกินกว่า 10% ย่อมมีผลต่อการสัดส่วนหุ้นอันมีผลต่อการกำหนดอำนาจในการควบคุมบริษัทซึ่งกรรมการบริษัทอาจใช้เพื่อรักษาอำนาจในการครอบงำบริษัท และการซื้อหุ้นคืนจำนวนมากบริษัทอาจต้องจ่ายเงินจำนวนมากในการซื้อหุ้นคืนและมีความเสี่ยงสูงต่อการ dilute ในหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้ขายคืนแก่บริษัท⁶⁰ และในกรณีที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืนโดยใช้ระยะเวลาเกินกว่า 12 เดือน ต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อน เนื่องจากระยะเวลา 12 เดือนเป็นระยะเวลาที่ผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่สามารถคาดการณ์ถึงความเสี่ยงในสถานะทางการเงินของบริษัทได้ ดังนั้นหากพ้นระยะเวลาดังกล่าวผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่บริษัทย่อมไม่อาจแน่ใจในความสามารถทางการเงินของบริษัทที่ได้ชี้แจงไว้ในที่ประชุมเพื่อลงมติอนุมัติ⁶¹

⁵⁷ กำหนดไว้ใน ASXLR Appendix 3C

⁵⁸ The Corporations Act 2001 Section 257 C

⁵⁹ The Corporations Act 2001 Section 253 (e)

⁶⁰ Regulatory Guide 101.40

⁶¹ Regulatory Guide 101.41

2.2.1.2 การทำข้อเสนอซื้อเป็นการทั่วไป (Equal Access Scheme)

การซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้ บริษัทต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขตามที่กฎหมายบริษัทกำหนดไว้⁶² ดังนี้ หุ้นที่บริษัทจะซื้อคืนได้ต้องเป็นหุ้นสามัญเท่านั้น โดยบริษัทต้องทำข้อเสนอซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นสามัญทุกรายภายใต้ข้อเสนอเดียวกัน ตามสัดส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญทุกราย โดยผู้ถือหุ้นต้องมีโอกาสอย่างเพียงพอในการพิจารณาตอบรับข้อเสนอซื้อคืน

อย่างไรก็ตาม บริษัทอาจได้รับยกเว้นโดยทำข้อเสนอซื้อหุ้นคืนแตกต่างกันในผู้ถือหุ้นสามัญได้ ในกรณีที่ปรากฏข้อเท็จจริงว่าข้อเสนอซื้อที่แตกต่างนั้นเกิดจากความแตกต่างในสิทธิที่จะได้รับเงินปันผล (Dividend Entitlements) หรือเงินอื่นใดที่ยังไม่ได้จ่าย (Remain Unpaid)

ทั้งนี้ การทำข้อเสนอซื้อหุ้นคืนวิธีการนี้ต้องอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ “Within 10/12 Limited” เช่นเดียวกับการซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นกฎเกณฑ์จึงแบ่งออกเป็น 2 กรณี ดังนี้

(1) กรณีที่บริษัททำข้อเสนอซื้อหุ้นคืนทั่วไป ภายใน 12 เดือนและซื้อหุ้นไม่เกิน 10% ของจำนวนที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด

บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้ได้ โดยไม่ต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อน แต่บริษัทจะต้องบอกกล่าวการซื้อหุ้นคืนนั้นต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ ล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 14 วันก่อนวันเริ่มซื้อหุ้นคืน⁶³

(2) กรณีที่บริษัททำข้อเสนอซื้อหุ้นคืนทั่วไป เกินกำหนดเวลา 12 เดือนหรือซื้อหุ้นเกินกว่า 10% ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด

⁶² The Corporations Act 2001 Section 257 B (2) An equal access scheme is a scheme that satisfies all the following conditions:

- (a) the offers under the scheme relate only to ordinary shares;
- (b) the offers are to be made to every person who holds ordinary shares to buy back the same percentage of their ordinary shares;
- (c) all of those persons have a reasonable opportunity to accept the offers made to them;
- (d) buy-back agreements are not entered into until a specified time for acceptances of offers has closed;
- (e) the terms of all the offers are the same.

⁶³ The Corporations Act 2001 Section 257 F และ Section 257 E

ในกรณีนี้ บริษัทต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อน⁶⁴ และบริษัทจะต้องเปิดเผยข้อมูลการซื้อขายหุ้นคืนนั้นต่อคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ล่วงหน้าก่อนการประชุมผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่า 14 วัน⁶⁵

2.2.1.3 การซื้อหุ้นคืนเฉพาะราย (Selective Buy-Back)⁶⁶

ในกรณีนี้ บริษัทสามารถซื้อหุ้นชนิดอื่นนอกเหนือจากหุ้นสามัญคืนจากผู้ถือหุ้นหรือจากกลุ่มผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งโดยเฉพาะเจาะจง กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเฉพาะรายจึงค่อนข้างเคร่งครัดกว่ากรณีอื่นๆ เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้อาจนำไปสู่การเลือกปฏิบัติในระหว่างผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกัน กฎหมายจึงกำหนดให้บริษัทต้องได้รับอนุมัติเสียงข้างมากไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่เข้าประชุมและมีสิทธิออกเสียงโดยไม่นับรวมผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสียและผู้ถือหุ้นที่จะขายหุ้นคืนแก่บริษัท หรือได้มติเป็นเอกฉันท์เมื่อนับรวมผู้ถือหุ้นสามัญทุกรายก่อน⁶⁷ หรือการเข้าซื้อหุ้นคืนนั้นอยู่ภายใต้เงื่อนไขว่าจะต้องได้รับการ

⁶⁴ The Corporations Act 2001 Section 257 C (1)

⁶⁵ The Corporations Act 2001 Section 257 F และ Section 257 C (3)

⁶⁶ Section 9 Dictionary : selective buy-back means a buy-back that is none of the following:

- (a) a buy-back under an equal access scheme within the meaning of subsections 257B(2) and (3);
- (b) a minimum holding buy-back;
- (c) an on-market buy-back;
- (d) an employee share scheme buy-back

⁶⁷ ASIC อาจยกเว้นให้บริษัท โดยไม่ต้องกระทำการตาม Section 257D ก็ได้ โดยการยกเว้นนั้น ต้องกระทำอย่างชัดแจ้ง และต้องเป็นการอนุญาตให้ยกเว้นก่อนมีการเข้าซื้อหุ้นคืน ทั้งนี้ การยกเว้นนั้น อาจยกเว้นโดยมีเงื่อนไขก็ได้

ยืนยัน (approve) จากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในภายหลัง⁶⁸ โดยต้องแจ้งข้อมูลแก่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นทราบ ด้วยความดีดังกล่าวไว้เพื่อพิจารณาตัดสินใจเข้าซื้อหุ้นคืน

⁶⁸ Section 257D Buy-back procedure—special shareholder approval for selective buy-back

Selective buy-back requires special or unanimous resolution

(1) If section 257B applies this section to a buy-back, the terms of the buy-back agreement must be approved before it is entered into by either:

(a) a special resolution passed at a general meeting of the company, with no votes being cast in favour of the resolution by any person whose shares are proposed to be bought back or by their associates; or

(b) a resolution agreed to, at a general meeting, by all ordinary shareholders;

or the agreement must be conditional on such an approval.

Information to accompany the notice of meeting

(2) The company must include with the notice of the meeting a statement setting out all information known to the company that is material to the decision how to vote on the resolution. However, the company does not have to disclose information if it would be unreasonable to require the company to do so because the company had previously disclosed the information to its shareholders.

Documents to be lodged with the ASIC

(3) Before the notice of the meeting is sent to shareholders, the company must lodge with ASIC a copy of:

(a) the notice of the meeting; and

(b) Any document relating to the buy-back that will accompany the notice of the meeting sent to shareholders.

(4) ASIC may exempt a company from the operation of this section. The exemption:

(a) must be in writing; and

ทั้งนี้บริษัทมีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้นเช่นเดียวกับที่กำหนดไว้ในกรณีซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์เช่นกัน⁶⁹ และก่อนจะมีการแจ้งการประชุมแก่ผู้ถือหุ้น บริษัทต้องยื่นสำเนาหนังสือบอกกล่าวการประชุมและเอกสารอื่นใดที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืนที่แนบประกอบหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นต่อคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดที่บริษัททราบเกี่ยวกับการทำคำเสนอซื้อ⁷⁰ และข้อมูลสำคัญอันมีส่วนสำคัญต่อการตัดสินใจลงมติของผู้ถือหุ้น⁷¹

2.3 การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการในประเทศออสเตรเลีย

การซื้อหุ้นคืนระหว่างมีการทำคำเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการ อาจถูกตรวจสอบโดยคณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ (Takeover Panel)⁷² ซึ่งได้รับการแต่งตั้งขึ้นตามมาตรา 171 แห่ง The Australian Securities and Investments Commission Act โดยอาศัยอำนาจตาม Part 6.10 มาตรา 657 A (1) แห่ง The Corporations Act 2001⁷³ กำหนดให้คณะกรรมการมีอำนาจอย่างกว้างขวาง โดยมีอำนาจหลักในการกำหนดสถานการณ์ที่ถือว่าการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย (Unacceptable Circumstances) วินิจฉัย ชี้ขาดข้อโต้แย้งที่เกิดขึ้นระหว่างการเข้าครอบงำกิจการจนกระทั่งการเข้าครอบงำกิจการนั้นสิ้นสุดลง มี

(b) must be granted before the buy-back agreement is entered into;
and

(c) May be granted subject to conditions.

⁶⁹ Regulatory Guide 101.44

⁷⁰ Regulatory Guide 110.14-110.17

⁷¹ Regulatory Guide 110.15

⁷² <http://www.takeovers.gov.au/about.aspx>

⁷³The Corporations Act 2001 Section 657A(1) The Panel may declare circumstances in relation to the affairs of a company to be unacceptable circumstances. Without limiting this, the Panel may declare circumstances to be unacceptable circumstances whether or not the circumstances constitute a contravention of a provision of this Act.

อำนาจทำคำสั่งใดๆเพื่อปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะสิทธิของผู้ถือหุ้นในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย และควบคุมให้การเข้าครอบงำกิจการเป็นไปโดยปราศจากเหตุอันไม่ชอบด้วยกฎหมายเท่าที่จะทำได้⁷⁴

คณะกรรมการฯได้ประกาศเป็นแนวปฏิบัติที่1 (Guidance Note 1: Unacceptable Circumstances) กำหนดว่า “แม้ว่าอำนาจโดยทั่วไปในการจัดการบริษัทจะเป็นอำนาจและความรับผิดชอบของผู้บริหารที่จะใช้อำนาจตัดสินใจ แต่การกำหนดถึงผู้มีอำนาจครอบงำบริษัท คณะอนุกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการเห็นว่าควรถูกให้เป็นอำนาจตัดสินใจโดยผู้ถือหุ้น และผู้บริหารควรกระทำตามความเหมาะสมกับสถานการณ์เช่นนั้น”⁷⁵ ซึ่งหลักการดังกล่าวมาจากแนวคิดที่ว่าผู้ถือหุ้นควรมีโอกาสอย่างเพียงพอและเท่าเทียมในการมีส่วนร่วมพิจารณาถึงผู้จะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทตามกฎหมายบริษัทออสเตรเลีย Section 602⁷⁶ โดยแบ่งประเภทของการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย (Unacceptable Circumstances) ออกเป็น 3 ประเภทดังนี้

ประเภทแรก คือ การกระทำที่มีผลต่อความมีประสิทธิภาพ การแข่งขัน และการเปิดเผยรับรู้ของตลาด การกระทำเช่นนั้นย่อมนำไปสู่ความผิดพลาดของตลาดได้ (False Market)⁷⁷

ประเภทที่สอง คือ การกระทำที่ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับข้อมูลที่สำคัญเพื่อใช้ตัดสินใจหรือถูกหลอกลวงในข้อมูลที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการฯได้เปรียบเทียบการเปิดเผยข้อมูลเท็จหรือข้อมูลที่ผิดว่าไม่ต่างจากการไม่เปิดเผยข้อมูลใดๆเลย เพราะผลที่ได้รับ คือ อันตรายต่อตลาดเช่นเดียวกัน ดังนั้นการกระทำฝ่าฝืนบทบัญญัติเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลต่อตลาดและผู้ถือหุ้นย่อมเป็นการ

⁷⁴ Chris Miller, Rebecca Campbell and Ian M Ramsay. (2006). The Takeovers Panel -An Empirical Study. Retrieved April 3, 2009 From <http://cclsr.law.unimelb.edu.au/download.cfm?DownloadFile=BFF459D3-1422-207C-BA86F9B9262C8B3Ap.7>.

⁷⁵ Guidance Note 12, Frustrating Action, First Issue 16 June 2003 Reformatted 16 September 2003 p.1/11.

⁷⁶ The Corporations Act 2001 - Section 602 The purposes of this Chapter are to ensure that: (c) as far as practicable, the holders of the relevant class of voting shares or interests all have a reasonable and equal opportunity to participate in any benefits accruing to the holders through any proposal under which a person would acquire a substantial interest in the company.....

⁷⁷Guidance Note 1 Unacceptable Circumstances item 16

กระทำที่ไม่ชอบด้วย⁷⁸ เช่น การนำรายงานครั้งก่อนที่ใช้เพื่อวัตถุประสงค์อื่นมาใช้อีกครั้ง อาจทำให้เกิดความเข้าใจผิดได้ หากไม่มีคำแนะนำจากผู้จัดทำรายงาน⁷⁹

ประเภทที่สาม คือ การกระทำที่ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่มีโอกาสอย่างสมเหตุสมผล (Reasonable) และเท่าเทียมกัน (Opportunity) จากการเข้าครอบงำกิจการ คำว่า "สมเหตุสมผล" หมายถึง ผู้ถือหุ้นทุกรายต้องมีระยะเวลาอย่างเพียงพอในการพิจารณา, ขาย, ใช้สิทธิออกเสียง ฯลฯ และต้องไม่ถูกกีดกันจากการทำข้อเสนอซื้อด้วย และคำว่า "โอกาส" ต้องเกิดแก่ผู้เกี่ยวข้องทั้งโดยตรง (เช่น โอกาสที่จะตอบรับข้อเสนอซื้อ ไม่ว่าจะข้อเสนอซื้อนั้นจะทำโดยผู้จะเข้าครอบงำกิจการ หรือโดยบริษัทผู้ถือหุ้นเอง) และโดยอ้อมด้วย (เช่น สิทธิในการออกเสียงลงมติกับการกระทำใดๆ ของบริษัท)⁸⁰

ต่อมาคณะอนุกรรมการฯ (Takeover Panel) ได้ประกาศเป็นแนวปฏิบัติที่ 12 (Guidance Note 12: Frustrating Action) ขึ้น โดยในแนวปฏิบัติดังกล่าวได้ยกตัวอย่างการกระทำที่น่าจะมีผลต่อการทำข้อเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการ (Frustrating Action) ซึ่งถือว่าเป็นการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมายไว้ดังนี้⁸¹

- 1) การออกหุ้นใหม่ หรือซื้อหุ้นคืน อันมีผลโดยตรงต่อโครงสร้างทุนบริษัทและโครงสร้างการทำข้อเสนอซื้อ

⁷⁸Guidance Note 1 Unacceptable Circumstances item 19

⁷⁹Guidance Note 1 Unacceptable Circumstances item 20

⁸⁰Guidance Note 1 Unacceptable Circumstances item 24

⁸¹Examples of target actions which might give rise to unacceptable circumstances include:

- (a) issuing new shares or repurchasing shares, if significant in the context of the target's issued capital and the structure of the bid;
- (b) issuing securities convertible into a significant number of bid class securities or options over a significant number of bid class securities
- (c) acquiring or disposing of a major asset, including making a takeover bid;
- (d) undertaking significant liabilities (e.g. committing to invest substantial funds for a major undertaking);
- (e) declaring a special or abnormally large dividend; and
- (f) significantly changing company share plans.

- 2) การออกหลักทรัพย์แปลงสภาพที่มีผลต่อคำเสนอซื้อ
- 3) การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่สำคัญของบริษัท รวมถึงการทำคำเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการด้วย
- 4) การเข้าทำสัญญาเกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์
- 5) การประกาศจ่ายเงินปันผลพิเศษ
- 6) มีการเปลี่ยนแปลงโครงการเกี่ยวกับหุ้นของบริษัทในสาระสำคัญ

ฉะนั้นเมื่อบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายจะทำการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการถูกครอบงำกิจการ ในกรณีที่มีการซื้อหุ้นคืนนั้นมิใช่การกระทำในทางปกติทางการค้าหรือมีการตกลงเจรจาเข้าทำสัญญากันก่อนมีการประกาศเข้าครอบงำกิจการแล้ว หรือเป็นกรณีจำเป็นอย่างยิ่งที่ต้องกระทำ⁸² คณะกรรมการบริษัทเป้าหมายควรขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อนการซื้อหุ้นคืน หรือ เข้าซื้อหุ้นคืนโดยมีเงื่อนไขว่าจะได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น⁸³ เพื่อหลีกเลี่ยงไม่ให้เกิดการซื้อหุ้นคืนนั้นการถูกประกาศเป็นการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย

ในการพิจารณาของที่ประชุมผู้ถือหุ้น เพื่ออนุมัติให้บริษัทใช้วิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ บริษัทควรเสนอทางเลือกแก่ผู้ถือหุ้นว่าจะตอบรับคำเสนอซื้อของผู้จะเข้าครอบงำกิจการ หรือ จะใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ การเสนอทางเลือกนี้จะทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับโอกาสอย่างเท่าเทียมและมีส่วนร่วมในการตัดสินใจเกี่ยวกับวิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการด้วย⁸⁴ และในกรณีที่ผู้ถือหุ้นอนุมัติวิธีการป้องกันแล้ว ผู้ทำคำเสนอซื้อที่มีสิทธิยกเลิกคำเสนอหรือสละสิทธิตามเงื่อนไขที่ได้กำหนดไว้ (ในกรณีที่กำหนดไว้อย่างชัดเจนในคำเสนอซื้อ)

อย่างไรก็ตาม ในการพิจารณาว่าการกระทำใดเป็นการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย คณะอนุกรรมการฯ จะพิจารณาตามข้อเท็จจริงในแต่ละกรณี และอยู่บนหลักความสมดุลระหว่าง

⁸² Guidance Note 12: Frustrating Action item 12.28 - 12.32

⁸³ Guidance Note 12: Frustrating Action item 12.38 ในกรณีที่การประชุมผู้ถือหุ้น อาจจะทำให้ล่าช้าเกินไป ไม่อาจใช้วิธีการป้องกันได้ทันทั้งนี้ คณะอนุกรรมการฯ จะกำหนดให้บริษัทเป้าหมายแสดงหลักฐานให้เห็นถึง

- (1) มูลค่าหรือค่าใช้จ่ายที่บริษัทต้องเสียไปเพราะการนั้น
- (2) เหตุผลว่าทำไมการกระทำนั้นต้องเกิดขึ้นก่อนได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น

⁸⁴ Guidance Note 12: Frustrating Action item 12.39

ฝ่ายผู้ทำคำเสนอซื้อ (Bidder) กับ บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย (Target Corporation)⁸⁵ โดยพิจารณาองค์ประกอบ ดังต่อไปนี้⁸⁶

- 1) ระยะเวลาที่ให้ไว้ในคำเสนอซื้อ
- 2) พิจารณาระดับและการตอบรับและการกระทำใดๆที่เกี่ยวข้อง ซึ่งพอจะสรุปได้ว่าผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายต้องการให้มีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนั้น
- 3) เงื่อนไขในคำเสนอซื้อ
- 4) เงื่อนไขในการสละสิทธิของผู้เสนอซื้อ
- 5) มีการทำคำเสนอซื้อแข่งหรือไม่
- 6) ราคาตลาดสูงกว่าราคาที่ทำคำเสนอซื้อหรือไม่

นอกจากนี้ การกระทำหนึ่งๆอาจมีลักษณะใกล้เคียงกันแต่ผลการพิจารณาอาจแตกต่างกันได้ เนื่องจากคณะกรรมการจะต้องพิจารณาข้อเท็จจริงในแต่ละกรณีประกอบด้วย เช่น บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายไม่ยื่นเอกสารตามที่กฎหมายบริษัทว่าด้วยการเข้าครอบงำกิจการกำหนดไว้ อันเป็นขัดต่อมาตรา 602(a) และ (b) (2) (3) ก็ตาม หากพิสูจน์ได้ว่าบริษัทต้องการเวลาเพิ่มเติมเพื่อใช้จัดเตรียมเอกสารจำพวกหนังสือรับรองที่จัดทำโดยผู้ตรวจบัญชีฉบับล่าสุด ในกรณีนี้ คณะกรรมการอาจไม่ประกาศเป็นการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย แต่อาจใช้วิธีการผ่อนปรนโดยการกำหนดระยะเวลาเพื่อให้บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายได้จัดเตรียมเอกสารให้เสร็จสิ้นภายในกำหนดเวลาได้⁸⁷

แม้ว่าจะมีประกาศเกี่ยวกับการกระทำที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการที่ถือว่าการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย แต่ประกาศดังกล่าวก็เป็นเพียงหลักการกว้างๆ เพื่อให้คณะกรรมการนำมาใช้พิจารณาตามข้อเท็จจริงในแต่ละคดีไป และในปี 2005 ประเทศออสเตรเลียได้มีกรณีเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการซึ่งได้รับ

⁸⁵ Emma, Armson. (2003), The Frustrating Action Policy: Shifting Power in the Takeover Context, *Company and Securities Law Journal*, 21(487). p.488 (Retrieved March 4, 2009, from <http://ssrn.com/abstract=887029>)

⁸⁶ Guidance Note 12 : Frustrating Action item 12.25

⁸⁷ Guidance Note 1 Unacceptable Circumstances item 13

ความสนใจในวงวิชาการเป็นอย่างมาก คือ คดี *Coopers Brewery Ltd v. Lion Nathan Australia Pty Ltd*⁸⁸

ข้อเท็จจริงคดีนี้มีดังนี้ บริษัท Cooper เป็นบริษัทมหาชนจำกัด ทำธุรกิจเกี่ยวกับผลิตและจำหน่ายเบียร์ มีผู้ถือหุ้นรายย่อย 117 ราย ส่วนบริษัท Lion Nathan Pty Ltd ซึ่งเป็นบริษัทมหาชนจำกัดจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียและนิวซีแลนด์ ผลิตเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ในข้อบังคับข้อที่ 143 ของบริษัท Cooper กำหนดห้ามบริษัทคู่แข่งถือหุ้นบริษัท Cooper เว้นแต่บริษัท Lion Nathan Australia Pty Ltd โดยมีข้อจำกัดไว้ว่าช้อยกเว้นดังกล่าวจะถูกยกเลิก หากมีการเปลี่ยนแปลงผู้ถือหุ้นในบริษัท Lion Nathan Australia Pty Ltd

ต่อมา ได้มีการเปลี่ยนแปลงผู้ถือหุ้นในบริษัท Lion Nathan Australia Pty Ltd ในวันที่ 5 กันยายน 2005 บริษัท Lion Nathan Australia Pty Ltd จึงประกาศทำข้อเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทุกรายในบริษัท Cooper ในราคาหุ้นละ 260 เหรียญออสเตรเลีย (ราคาตลาดอยู่ที่ 45.01 เหรียญออสเตรเลีย) เพื่อให้ตนมีอำนาจพอที่จะเข้าไปเปลี่ยนแปลงข้อบังคับของบริษัท (ก่อนหน้านั้นเคยมีการเจรจาเพื่อควมรวมกิจการกัน แต่ผู้บริหารบริษัท Cooper ปฏิเสธ)

วันที่ 21 กันยายน 2005 บริษัท Cooper จึงเรียกประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งจะจัดขึ้นในวันที่ 20 ตุลาคม 2005 เพื่อแก้ไขข้อบังคับและถอดถอน บริษัท Lion Nathan Australia Pty Ltd ออกจากการเป็นผู้ถือหุ้น แต่การประชุมดังกล่าวถูกยกเลิก เนื่องจาก บริษัท Lion Nathan Australia Pty Ltd ได้ฟ้องคดีต่อศาลว่าบริษัทไม่เปิดเผยข้อมูลในหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นตามที่กฎหมายกำหนดไว้ ซึ่งต่อมาศาลพิจารณาและตัดสินให้บริษัท Cooper มีหนังสือเรียกประชุมใหม่โดยต้องเปิดเผยข้อมูลให้ครบถ้วน

ในวันที่ 7 พฤศจิกายน 2005 บริษัท Cooper ประกาศซื้อหุ้นคืน 15% ของจำนวนที่จำหน่ายแล้วทั้งหมดด้วยวิธีการทำข้อเสนอซื้อหุ้นคืนเป็นการทั่วไป (Equal Access Buy-Back) ในราคาหุ้นละ 260 เหรียญออสเตรเลีย แล้วจึงเรียกประชุมผู้ถือหุ้นและมีมติยืนยันการซื้อหุ้นคืน บริษัท Lion Nathan Australia Pty Ltd จึงอ้างว่าการกระทำดังกล่าวถือเป็นการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย (Unacceptable Circumstances) เพราะเป็นการขัดขวางการทำข้อเสนอซื้อของตน โดยยื่นให้คณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการพิจารณาว่าการส่งเอกสารความเห็นไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัท Cooper เพื่อให้ผู้ถือหุ้นปฏิเสธข้อเสนอซื้อของตน โดยไม่

⁸⁸ Takeover Panel, Reason for Decisions Cooper Brewery Limited (2005) ATP 23 & ATP 24 (Retrieved April 9, 2009 from http://www.takeovers.gov.au/content/DisplayDoc.aspx?doc=reasons_for_decisions/2005/023.htm&pageID=&Year=2005)

มีเหตุผลใดๆประกอบเป็นการกระทำโดยไม่ชอบด้วยกฎหมาย และการไม่เปิดเผยข้อมูลดังกล่าวเป็นการหลอกลวงผู้ถือหุ้น

ข้อพิจารณาเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร มี ดังนี้

ประการแรก คดีนี้สามารถอธิบายได้อย่างชัดเจนว่า การซื้อหุ้นคืนสามารถใช้เป็นวิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ แต่มีผู้เห็นว่าบริษัทควรอธิบายเหตุผลต่อผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้ขายหุ้นคืนแก่บริษัทถึงส่วนต่างราคาด้วย⁸⁹

ประการที่สอง บริษัท Lion Nathan Australia Pty Ltd ได้ฟ้องเป็นคดีต่อศาลว่า บริษัท Cooper กระทำการฝ่าฝืนบทบัญญัติว่าด้วยการซื้อหุ้นคืนตามกฎหมายบริษัท โดยอ้างว่าบริษัท Cooper “ไม่แจ้งเหตุผลในหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อลงมติไม่ตอบรับคำเสนอซื้อของบริษัท Lion Nathan Australia Pty Ltd โดยบอกกล่าวเพียงว่า บริษัท Lion Nathan Australia Pty Ltd จะเข้ามาเปลี่ยนแปลงข้อบังคับบริษัท โดยไม่มีการทำความเข้าใจเกี่ยวกับราคาที่ผู้ทำคำเสนอซื้อได้เสนอไว้ว่าเพียงพอหรือไม่”⁹⁰ หนังสือนัดประชุมเพื่อลงมติจึงไม่ชอบด้วยกฎหมาย

ศาลได้พิจารณาถึงหน้าที่ของคณะกรรมการในการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้น โดยถือตามคดี Fraser v NRMA Holding Ltd และ Gambotto v WCP Ltd.⁹¹ ซึ่งตัดสินว่า “คณะกรรมการมีหน้าที่ ต้องไม่เปิดเผยข้อความอันเป็นเท็จที่จะหลอกลวงให้ผู้ถือหุ้นเข้าใจข้อมูลผิด ขณะเดียวกันก็ต้องไม่ปกปิดข้อมูลใดๆที่กรรมการทราบและเป็นสาระสำคัญในการตัดสินใจแก่ผู้ถือหุ้นด้วยตามมาตรา 1041H(1) ใน the Corporations Act 2001” ดังนั้นการที่คณะกรรมการ

⁸⁹ John P.G. Lessiny and Ranaee Johns. (4 – 7 July 2006) Resisting a Hostile Takeover: The Lion Nathan Bid for Coopers Brewery. Australasian Law Teachers Association – ALTA 2006 Refereed Conference Papers, 61st Annual ALTA Conference Victoria University, Melbourne, Victoria, Australia pp.20-25. (Retrieved March 16, 2009 from http://epublications.bond.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=1104&context=law_pubs)

⁹⁰ บริษัท Lion Nathan Australia Pty Ltd ได้ยื่นเป็นคดีต่อศาลก่อน ต่อมาจึงยื่นเรื่องต่อคณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการว่าการซื้อหุ้นคืนดังกล่าวเป็นการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย เนื่องจากกระทบต่อการทำคำเสนอซื้อของตน

⁹¹ สนใจศึกษาเพิ่มเติม Ramsay Ian, Gambotto v WCP Ltd: Its Implications for Corporate Regulation Centre for Corporate Law and Securities, 1996 (Retrieved April 6, 2009 from <http://ssrn.com/abstract=938910>)

บริษัท Cooper ทำหนังสือแจ้งไปยังผู้ถือหุ้นว่าไม่เห็นชอบกับคำเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการของบริษัท Nathan โดยไม่ให้เหตุผลใดๆ รวมถึงไม่มีการเปิดเผยข้อมูลถึงราคาที่เหมาะสม (Fair Price) ในราคาหุ้นของบริษัท Cooper ณ ขณะนั้นว่าควรจะเป็นเท่าใด อีกทั้งบริษัทไม่ได้กล่าวถึงราคาตามคำเสนอซื้อของบริษัท Nathan เหมาะสมหรือไม่ ศาลจึงมีคำสั่งให้บริษัท Cooper เปิดเผยข้อมูลดังกล่าวแก่ผู้ถือหุ้นจึงจะมีมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นในเรื่องนี้ได้

ประการที่สาม คณะอนุกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการได้ให้เหตุผลในคำตัดสินว่า แม้ว่าในหนังสือที่แจ้งไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัท Cooper โดยให้ความเห็นว่าผู้ถือหุ้นไม่ควรยอมรับคำเสนอซื้อจากบริษัท Nathan เพราะบริษัท Nathan มีจุดประสงค์เพียงเพื่อเข้ามาแก้ไขข้อบกพร่องบริษัทนั้น เป็นการกระทำก่อนที่บริษัท Nathan จะยื่นเอกสารทำคำเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการครบเสียอีก คณะอนุกรรมการเห็นว่า หากบริษัท Cooper จะรอให้ผู้ทำคำเสนอซื้อยื่นเอกสารครบก่อน แล้วจึงค่อยให้ความเห็นว่าผู้ถือหุ้นควรตอบรับคำเสนอซื้อจากบริษัท Nathan หรือไม่ น่าจะเหมาะสมกว่า เพื่อให้ที่ปรึกษาทางการเงินได้พิจารณาถึงความเหมาะสมในราคาที่เสนอซื้อก่อน อีกทั้งหนังสือให้ความเห็นของบริษัท Cooper ก็ไม่มีเหตุผลประกอบความเห็น ว่าเหตุใดผู้ถือหุ้นจึงไม่ควรตอบรับคำเสนอซื้อของบริษัท Nathan

อย่างไรก็ตาม เมื่อคณะกรรมการบริษัท Cooper ได้กระทำการซื้อหุ้นคืนไปโดยสุจริต และเพื่อประโยชน์โดยรวมแก่ผู้ถือหุ้น มิใช่เพื่อผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเท่านั้น คณะอนุกรรมการจึงเห็นว่า การซื้อหุ้นคืนมิได้กระทำไปโดยฝ่าฝืนหลักการกระทำโดยสุจริต⁹² และการซื้อหุ้นคืนนี้ชอบด้วยกฎหมาย

2.4 ข้อพิจารณาเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการในประเทศออสเตรเลีย

1) หลักการและข้อยกเว้นที่ห้ามบริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเอง เดิมหลักการนี้ถูกนำมาบัญญัติไว้ในกฎหมายบริษัทออสเตรเลียอย่างเคร่งครัด แต่ตามกฎหมายปัจจุบัน (The Corporations Act 2001) ได้ผ่อนคลายนโยบายดังกล่าวลง โดยนำแนวคิดในเรื่องความสามารถในการชำระหนี้มาเป็นตัวกำหนดถึงความสามารถของบริษัทในการซื้อหุ้นคืนได้ และอยู่บน

⁹² Takeover Panel. (2006). Reason for Decisions Cooper Brewery Limited 02, pp.56 (retrieved March 16, 2009, from http://takeovers.gov.au/content/Reasons_For_Decisions/2005/downloads/019_Coopers_Brewery_Limited.pdf)

หลักการรักษามลประโยชน์เจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นของบริษัท กล่าวคือ ห้ามบริษัทซื้อหุ้นคืนหากการซื้อหุ้นคืนนั้นจะทำให้เกิดความเสียหายต่อการชำระหนี้ของบริษัท

2) การพิจารณาความชอบด้วยกฎหมายของการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ กฎหมายบริษัทออสเตรเลียมีการแบ่งการพิจารณาออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้ ส่วนความชอบด้วยกฎหมายของการซื้อหุ้นคืนซึ่งเป็นหน้าที่ของศาลพิจารณาโดยศาลจะใช้หลักการกระทำโดยสุจริตซึ่งเป็นหลักทั่วไปมาพิจารณา กับ ส่วนความชอบด้วยกฎหมายของการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการที่คณะอนุกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการเป็นผู้พิจารณาไม่ใช่ศาล โดยในกระบวนการพิจารณานี้ คณะอนุกรรมการฯ จะมีหลักการในการพิจารณาต่างหาก ไม่ใช่หลักกระทำโดยสุจริตเช่นเดียวกับที่ศาลใช้ โดยคณะอนุกรรมการจะพิจารณาเพียงว่าการกระทำนั้นมีขึ้นเพื่อทำให้การเข้าครอบงำกิจการเสียหายหรือไม่ โดยไม่พิจารณาถึงความสุจริต หรือแม้ได้ปฏิบัติหน้าที่ในฐานะกรรมการแล้วก็ตาม⁹³ คณะอนุกรรมการเป็นหน่วยงานกึ่งเอกชน (Quasi-Private) ทำให้สามารถทำงานได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ อันถือเป็นสิ่งจำเป็นอย่างยิ่งสำหรับช่วงระยะเวลาเร่งรีบที่เกิดขึ้นในระหว่างการเข้าครอบงำกิจการ⁹⁴

3) แหล่งเงินทุนที่จะใช้ซื้อหุ้นคืน กฎหมายไม่มีบัญญัติไว้อย่างชัดเจนว่าต้องใช้ส่วนใด โดยกำหนดเพียงว่าการซื้อหุ้นคืนต้องไม่ทำให้บริษัทไม่สามารถชำระหนี้คืนแก่เจ้าหนี้ได้ เมื่อพิจารณาคำว่า “ไม่สามารถชำระหนี้” (Insolvency) ตาม Section 95A⁹⁵ แห่งกฎหมายบริษัทออสเตรเลีย กำหนดไว้ดังนี้

- (1) บุคคลที่มีสภาพคล่อง (solvent) คือ บุคคลที่สามารถชำระหนี้ทั้งหมดของตนเมื่อหนี้ถึงกำหนดชำระได้ทั้งหมด
- (2) บุคคลที่ไม่มีสภาพคล่อง (insolvent) คือ บุคคลที่ไม่สามารถชำระหนี้ทั้งหมดของตนเมื่อหนี้ถึงกำหนดชำระได้ทั้งหมด

⁹³ Guidance Note 12 : Frustrating Action item 12.14 - 12.15

⁹⁴Hui Huang. (2005). China's Takeover Law: A Comparative Analysis and Proposals form. *Delaware Journal of Corporate Law*, 30(1), 145-197. (Retrieved March 30, 2009, from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=752564)

⁹⁵The Corporations Act 2001 Section 95(a) (1) A person is solvent if, and only if, the person is able to pay all the person's debts, as and when they become due and payable. (2) A person who is not solvent is insolvent.

การพิจารณาหนี้ที่ต้องถึงกำหนดชำระ จะพิจารณา ณ เวลาที่บริษัทเข้าทำการซื้อหุ้นคืน ฉะนั้นตราบไคที่บริษัทยังมีความสามารถชำระหนี้ทั้งหมดได้อยู่ ณ เวลาที่บริษัททำการซื้อหุ้นคืน บริษัทย่อมนำเงินส่วนใดมาซื้อหุ้นคืนก็ได้

4) กระบวนการขั้นตอนพิจารณา ในกรณีซื้อหุ้นคืนกรณีทั่วไป กฎหมายกำหนดไว้ไม่ต่างจากกฎหมายสหรัฐอเมริกา เนื่องจากกฎหมายให้อำนาจคณะกรรมการดำเนินการได้โดยไม่ต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อน เว้นแต่บางกรณีที่กฎหมายเห็นว่าการซื้อหุ้นคืนนั้นจะกระทบต่อผู้ถือหุ้น หรือทำให้เกิดการ Dilute ในราคาหุ้นของบริษัทเท่านั้น ที่กฎหมายจะกำหนดว่าบริษัทต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อน

แต่สำหรับกรณีบริษัทซื้อหุ้นเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ กฎหมายมีความมุ่งหมายให้ผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมในการตัดสินใจถึงผู้มีบทบาทสำคัญในการกำหนดนโยบายบริษัท กฎหมายจึงกำหนดให้บริษัทต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อน เว้นแต่กรณีที่พิสูจน์ได้ว่าความล่าช้าจากการนัดประชุมผู้ถือหุ้นจะก่อให้เกิดความเสียหายต่อบริษัท บริษัทจึงสามารถซื้อหุ้นคืนก่อนได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้

5) รูปแบบการซื้อหุ้นคืน บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้ใน 3 รูปแบบ คือ การเสนอซื้อคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ การทำคำเสนอซื้อเป็นการทั่วไปจากผู้ถือหุ้นสามัญ และการซื้อคืนเฉพาะราย โดยหลักการสำคัญ คือ บริษัทต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อนการซื้อหุ้นในทุกรูปแบบ เพื่อให้การตัดสินใจใช้วิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการเป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริง

6) การเปิดเผยข้อมูล เนื่องจากกฎหมายออสเตรเลียกำหนดให้การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อนในทุกรูปแบบ ดังนั้นข้อมูลที่บริษัทต้องเปิดเผยต่อผู้ถือหุ้นจึงเป็นสิ่งสำคัญต่อการตัดสินใจของผู้ถือหุ้น กฎหมายจึงกำหนดให้บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลมากที่สุดเท่าที่จะทำได้ แม้ข้อมูลนั้นจะเป็นความลับก็ตาม เพื่อให้การตัดสินใจของผู้ถือหุ้นไม่ผิดพลาดเพราะข้อมูลที่จัดเตรียมโดยฝ่ายบริหาร

นอกจากนั้น กฎหมายยังกำหนดให้บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลต่อคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในรายละเอียดเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเช่นเดียวกับกฎหมายสหรัฐอเมริกา และมีข้อมูลเพิ่มเติมจากที่กฎหมายสหรัฐกำหนดไว้ เช่น หนังสือรับรองของผู้ตรวจบัญชีครั้งล่าสุด หรือในกรณีที่เป็นการซื้อคืนในส่วนที่เป็นสาระสำคัญ บริษัทต้องเปิดเผยรายงานที่จัดทำความเห็นของคณะกรรมการอิสระและรายงานที่จัดทำโดยผู้เชี่ยวชาญอิสระเกี่ยวกับราคาหุ้นที่จะซื้อคืนแก่ผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณาด้วย

7) สถานะของหุ้นที่บริษัทได้มา กฎหมายกำหนดให้หุ้นที่บริษัทต้องทำการยกเลิกในหุ้นจำนวนที่บริษัทซื้อคืนมา ดังนั้นการซื้อหุ้นคืนตามกฎหมายออสเตรเลียจึงต้องลดทุนจดทะเบียนบริษัทอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

8) การให้ความคุ้มครองผู้เกี่ยวข้อง กฎหมายมีมาตรการเยียวยาแก่จะเข้าครอบงำกิจการ โดยอนุญาตให้ผู้ทำคำเสนอซื้อสามารถถอนคำเสนอซื้อในกรณีที่บริษัทซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้ และเนื่องจากการซื้อหุ้นคืนในประเทศออสเตรเลีย กฎหมายกำหนดให้บริษัทต้องยกเลิกหุ้นดังกล่าวในทันที กฎหมายจึงกำหนดเป็นเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ไว้ 3 มาตรการ⁹⁶ ดังนี้

1. มาตรการในเรื่องความสามารถในการชำระหนี้

กฎหมายกำหนดให้บริษัทต้องแจ้งถึงการซื้อหุ้นคืนต่อคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ก่อน และคณะกรรมการ (รวมถึงผู้ถือหุ้นที่ทำการโดยไม่สุจริต) ต้องรับผิดชอบในความเสียหายเป็นการส่วนตัว หากการซื้อหุ้นคืนทำให้บริษัทไม่สามารถชำระหนี้คืนแก่เจ้าหนี้ได้

2. มาตรการในเรื่องความเป็นธรรม (Fairness)

กฎหมายกำหนดให้บริษัทต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อน โดยแบ่งออกเป็น 2 กรณี คือ มติเสียงข้างมาก (Ordinary Resolution) และมติเสียงข้างมากในกรณีพิเศษซึ่งไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่เข้าร่วมประชุมและมีสิทธิออกเสียง (Special Resolution) เมื่อบริษัทซื้อหุ้นคืน บริษัทต้องดำเนินการยกเลิกหุ้นที่ซื้อคืนในทันที ทำให้เงินทุนของบริษัทลดลง ดังนั้นเพื่อความคุ้มครองแก่ผู้ถือหุ้นที่ไม่ต้องการให้บริษัทลดทุนลงโดยไม่เป็นธรรมหรือไม่มีเหตุผลอันสมควร การกำหนดให้บริษัทต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อนจะเป็นมาตรการเยียวยาแก่ผู้ถือหุ้นที่ไม่เห็นด้วยกับการซื้อหุ้นคืน

3. มาตรการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure)

การซื้อหุ้นคืนต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น เพื่อให้ความเห็นชอบในการลดทุนบริษัท ดังนั้นบริษัทจึงมีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลทั้งหมดที่จำเป็นเพื่อให้ผู้ถือหุ้นใช้ในการตัดสินใจ

⁹⁶ Simplification Task Force Attorney-General's Department Barton ACT 2600, (November 1994), Corporations Law Simplification Program Share Capital Rules, Proposal for Simplification, (Retrieved March 13, 2009, from http://takeovers.gov.au/content/Resources/corporations_law_simplification_program/downloads/Share_Capital_Rules_November_1994.pdf)