

บทที่ 5

กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ แบบไม่เป็นมิตรในประเทศไทย

ในบทนี้จะกล่าวถึงกฎหมายและหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย โดยเน้นศึกษาที่พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 66/1(2) ปัญหาและอุปสรรคบางประการที่เกิดขึ้นในกรณีที่บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายใช้วิธีการซื้อหุ้นคืนโดยอาศัยช่องทางดังกล่าวเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ และในส่วนท้ายจะเป็นข้อพิจารณาตามประเด็นที่กล่าวไว้ในบทที่ 3 ในเชิงเปรียบเทียบกับกฎหมายต่างประเทศที่ได้ศึกษามาในบทก่อน เพื่อหาข้อสรุปและข้อเสนอแนะสำหรับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรในประเทศไทยในบทต่อไป

1. กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน

กฎหมายไทยเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนมีหลายฉบับด้วยกัน ได้แก่ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 กฎกระทรวงที่ออกตามความในพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 แก้ไขเพิ่มเติม (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2535 และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

1.1 พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 และกฎกระทรวงที่เกี่ยวข้อง

มาตรา 66 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 บัญญัติไว้อย่างชัดเจนว่า “ห้ามบริษัทเป็นเจ้าของหุ้นของตนเองหรือรับจำหน่ายหุ้นของตนเอง” เนื่องจากบริษัทต้องจำหน่ายหลักทรัพย์บริษัทออกไปจำนวนหนึ่งเพื่อให้ได้มาซึ่งหุ้นเหล่านั้นโดยไม่ได้สิ่งใดตอบแทนกลับมา อันกระทบต่อ “ทุนบริษัท” ซึ่งมีความสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจและเป็นหลักประกันที่สำคัญที่เจ้าหนี้จะใช้พิจารณาความน่าเชื่อถือและความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท ดังนั้น เพื่อให้ความคุ้มครองหลักประกันให้กับเจ้าหนี้ กฎหมายจึงกำหนดห้ามบริษัทกระทำการใดๆที่ทำให้เงินทุนของบริษัทลดลง อันเป็นการยืนยันถึงหลักการรักษาเงินทุนบริษัท

การซื้อหุ้นคืนถือเป็นวิธีการหนึ่งที่ทำให้บริษัทได้เป็นเจ้าของหุ้นตนเองจึงเป็นการกระทำที่ต้องห้ามตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (ก่อนมีการแก้ไขเพิ่มเติมในปี พ.ศ. 2544) แต่เนื่องจากบริษัทมหาชนจำกัดตั้งขึ้นด้วยความประสงค์ที่จะเสนอขายหุ้นต่อประชาชน จึงมีผู้ถือหุ้นในวงกว้างและจำนวนมาก ในปี 2544 จึงมีการพิจารณาถึงการบริหารงานบริษัทมหาชนจำกัดว่า หากอนุญาตให้บริษัทมหาชนจำกัดสามารถซื้อหุ้นของตนเองคืน และสามารถถือหุ้นได้ในนามบริษัทเองแล้ว ย่อมช่วยให้บริษัทสามารถปรับโครงสร้างการบริหารในบริษัทให้เป็นไปโดยคล่องตัวมากขึ้น ประกอบกับพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ใช้มาเป็นเวลานานแล้วไม่เปิดช่องให้บริษัทมหาชนจำกัดสามารถซื้อหุ้นของตนเองคืนได้ จึงมีการแก้ไข โดยเพิ่มเป็นมาตรา 66/1 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ดังนี้

"บทบัญญัติมาตรา 66 ในส่วนที่เกี่ยวกับการที่บริษัทเป็นเจ้าของหุ้นของตนเองมิให้นำมาใช้บังคับในกรณีดังต่อไปนี้

(1) บริษัทอาจซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผลซึ่งผู้ถือหุ้นเห็นว่าตนไม่ได้รับความเป็นธรรม

(2) บริษัทอาจซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงินเมื่อบริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกินและการซื้อหุ้นคืนนั้นไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน

หุ้นที่บริษัทถืออยู่นั้นจะไม่นับเป็นองค์ประชุมในการประชุมผู้ถือหุ้น รวมทั้งไม่มีสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผลด้วย

หุ้นที่ซื้อคืนตามวรรคหนึ่งบริษัทจะต้องจำหน่ายออกไปภายในเวลาที่กำหนดในกฎกระทรวง ถ้าไม่จำหน่ายหรือจำหน่ายไม่หมดภายในเวลาที่กำหนด ให้บริษัทลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นจดทะเบียนส่วนที่จำหน่ายไม่ได้

การซื้อหุ้นคืนตามวรรคหนึ่ง การจำหน่ายหุ้น และการตัดหุ้นตามวรรคสาม ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่กำหนดในกฎกระทรวง"

ดังนั้นตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 66/1 บริษัทจึงสามารถซื้อหุ้นคืนได้ใน 2 กรณี ดังนี้

กรณีแรก คือ กรณีบริษัทซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติของที่ประชุมที่แก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผลตามมาตรา 66/1(1)

กรณีที่สอง คือ กรณีบริษัทซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน ในกรณีที่บริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกิน ตามมาตรา 66/1(2)

เมื่อพิจารณาการซื้อหุ้นคืนในกรณีแรก (มาตรา 66/1(1)) ที่กำหนดถึงเหตุผลที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืนไว้อย่างชัดเจน กล่าวคือ เฉพาะกรณีที่ผู้ถือหุ้นไม่เห็นด้วยกับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่ให้มีการแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผลเท่านั้น ในขณะที่การซื้อหุ้นคืนในกรณีที่สอง (มาตรา 66/1(2)) กฎหมายกำหนดให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนได้ ในกรณีที่บริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกิน และการซื้อหุ้นคืนนั้นต้องไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงินซึ่งค่อนข้างเปิดกว้างกว่ากรณีแรก ทำให้บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายจำเป็นต้องอาศัยช่องทางดังกล่าวเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ โดยบริษัทต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ ดังต่อไปนี้

1. บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนได้เมื่อมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกิน

บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้ได้ ต่อเมื่อบริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกิน¹ โดยพิจารณาจากงบการเงิน บัญชีกำไรขาดทุนประกอบกับความเห็นของผู้สอบบัญชีของบริษัทนั้นๆ ด้วย และการซื้อหุ้นคืนนั้นต้องไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน

2. รายละเอียดในโครงการซื้อหุ้นคืน

บริษัทต้องจัดทำโครงการซื้อหุ้นคืนโดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้เป็นอย่างน้อย

- ก) ข้อมูลแสดงกำไรสะสมของบริษัทและความสามารถของบริษัทในการชำระหนี้ที่จะถึงกำหนดภายในหกเดือนข้างหน้านับแต่วันที่จะเริ่มซื้อหุ้นคืน
- ข) เหตุผลในการซื้อหุ้นคืน
- ค) จำนวนหุ้นที่จะซื้อคืน หลักเกณฑ์ในการกำหนดราคาหุ้น วิธีการซื้อหุ้นและกำหนดเวลาที่จะซื้อหุ้นคืน ในกรณีหุ้นที่จะซื้อคืนเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้นำราคาหุ้นเฉลี่ยย้อนหลัง 30 วันก่อนวันที่บริษัทจะทำการเปิดเผยข้อมูลมาประกอบการพิจารณากำหนดราคาหุ้นด้วย
- ง) ผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นและบริษัทภายหลังการซื้อหุ้นคืน
- จ) กำหนดเวลาในการจำหน่ายและการตัดหุ้นที่ซื้อคืน

¹ คำว่า "สภาพคล่องส่วนเกิน" กฎกระทรวงกำหนดให้พิจารณาจากความสามารถของบริษัทในการชำระหนี้ที่จะถึงกำหนดได้ภายใน 6 เดือนข้างหน้า นับจากวันที่บริษัทเริ่มซื้อหุ้นคืน

3. วิธีการซื้อหุ้นคืน²

- ก) กรณีหุ้นที่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และหุ้นที่จะซื้อคืนตามโครงการมีจำนวนไม่เกินร้อยละ 10 ของหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด บริษัทอาจเสนอซื้อในกระดานหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไปก็ได้
- ข) กรณีหุ้นที่จะซื้อคืนเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีจำนวนหุ้นที่จะซื้อคืนเกินกว่าร้อยละ 10 ของหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด หรือกรณีหุ้นที่ไม่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้ซื้อหุ้นคืนโดยเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไป

4. ระยะเวลาและรายละเอียดที่ต้องเปิดเผยในการซื้อหุ้นคืน³

- ก) การซื้อหุ้นคืนโดยวิธีการซื้อในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะต้องมีระยะเวลาดำเนินการไม่เกิน 6 เดือน⁴
- ข) การซื้อหุ้นคืนโดยเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไป ต้องไม่น้อยกว่า 10 วันและไม่เกิน 20 วัน โดยราคาที่เสนอซื้อต้องเป็นราคาเดียวกันสำหรับผู้ถือหุ้นประเภทเดียวกัน และบริษัทต้องส่งคำเสนอซื้อไปยังผู้ถือหุ้นล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 10 วันก่อนวันเริ่มซื้อหุ้นคืน โดยหนังสือดังกล่าวอย่างน้อยต้องมีรายการ ดังนี้
- 1) รายละเอียดของโครงการซื้อหุ้นคืน
 - 2) จำนวนและราคาหุ้นที่บริษัทเสนอซื้อ
 - 3) วัน เวลา สถานที่ และวิธีการแสดงเจตนาขายหุ้นคืนให้แก่บริษัท

² กฎกระทรวง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ. 2544 หมวด 2 ข้อ 7

³ กฎกระทรวง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ. 2544 หมวด 2 ข้อ 8

⁴ กฎกระทรวง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ. 2544 หมวด 2 ข้อ 7 วรรคท้าย

4) วิธีการจัดสรรหุ้น ในกรณีมีผู้เสนอขายมากกว่าหุ้นที่บริษัท ประสงค์จะซื้อคืน ให้ใช้วิธีจัดสรรหุ้นที่รับซื้อตามสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่เสนอขาย แต่อาจมีการบิดเบือนจำนวนหุ้นที่รับซื้อเพื่อให้ผู้ถือหุ้นเหลือจำนวนหุ้นที่ไม่ได้รับจัดสรรเท่ากับหน่วยการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยก็ได้

5) วัน เวลา สถานที่ และวิธีการชำระเงินค่าหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้น

5. การเปิดเผยข้อมูล⁵

บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชนล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 14 วันก่อนวันซื้อหุ้นคืน โดยปิดประกาศ ณ ที่ทำการสำนักงานใหญ่และสำนักงานสาขาของบริษัท (ถ้ามี) ในวันที่ส่งคำเสนอซื้อหุ้นคืน เว้นแต่กรณีที่มีกฎ ระเบียบ หรือข้อบังคับอื่นตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืน ซึ่งมีรายการไม่น้อยกว่าที่กำหนดไว้ตามวรรคหนึ่ง และบริษัทได้ปฏิบัติตามกฎ ระเบียบ หรือข้อบังคับนั้นแล้ว

6. การแจ้งรายละเอียดเกี่ยวกับหุ้นที่ซื้อคืน⁶

เมื่อการซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น บริษัทต้องมีหนังสือแจ้งรายละเอียดของจำนวนหุ้นที่บริษัทได้ซื้อคืนมาต่อนายทะเบียน พร้อมปิดประกาศรายละเอียดดังกล่าวไว้ ณ ที่ทำการสำนักงานใหญ่และสำนักงานสาขาของบริษัท (ถ้ามี) ภายในกำหนด 14 วันนับแต่เมื่อการซื้อหุ้นในแต่ละครั้งเสร็จสิ้น เว้นแต่กรณีที่มีกฎ ระเบียบ หรือข้อบังคับอื่นตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นที่ซื้อคืนมา ซึ่งมีรายการไม่น้อยกว่าที่กำหนดไว้ในกฎกระทรวง และบริษัทได้ปฏิบัติตามกฎ ระเบียบ หรือข้อบังคับนั้นแล้ว

7. การซื้อหุ้นตามโครงการซื้อหุ้นคืนครั้งใหม่⁷

⁵ กฎกระทรวง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ. 2544 หมวด 2 ข้อ 9

⁶ กฎกระทรวง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ. 2544 หมวด 2 ข้อ 10

⁷ กฎกระทรวง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ. 2544 หมวด 2 ข้อ 11

บริษัทจะซื้อหุ้นคืนตามโครงการซื้อหุ้นคืนครั้งใหม่ได้เมื่อพ้นกำหนดระยะเวลา 1 ปีนับแต่วันสิ้นสุดโครงการซื้อหุ้นคืนครั้งหลังสุด

8. การจำหน่ายและการตัดหุ้นที่บริษัทซื้อคืน⁸

ก) ระยะเวลาที่ต้องจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน

บริษัทต้องจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน เมื่อพ้นกำหนด 6 เดือนนับแต่การซื้อหุ้นคืน และต้องจำหน่ายให้หมดภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ในการซื้อหุ้นคืน ทั้งนี้ ต้องไม่เกิน 3 ปี นับแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้นและต้องจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนให้เสร็จสิ้นก่อนที่จะมีการจำหน่ายหุ้นใหม่

ข) วิธีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน

ในกรณีหุ้นที่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้เสนอขายในกระดานหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือเสนอขายต่อประชาชนเป็นการทั่วไปตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

หากเป็นหุ้นที่ไม่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้เสนอขายต่อประชาชนเป็นการทั่วไปตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ค) การตัดหุ้นจดทะเบียนที่ซื้อคืน

เมื่อพ้นกำหนดระยะเวลาที่ต้องจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนให้หมดตามที่กล่าวมา ถ้าบริษัทไม่จำหน่ายหรือจำหน่ายไม่หมด ให้บริษัทลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นจดทะเบียนที่ซื้อคืนและยังมีได้จำหน่าย และต้องปิดประกาศรายละเอียดดังกล่าวไว้ที่ทำการสำนักงานใหญ่และสำนักงานสาขาของบริษัท (ถ้ามี) และดำเนินการจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงทุนจดทะเบียนภายใน 14 วันนับแต่วันตัดหุ้นดังกล่าว เว้นแต่ในกรณีที่มิใช่ ระเบียบ หรือข้อบังคับอื่นตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนมาและบริษัทได้ปฏิบัติตามกฎ ระเบียบหรือข้อบังคับนั้นแล้ว

นอกจากนี้บริษัทยังต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ตามที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้ด้วย

⁸ กฎกระทรวง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ. 2544 หมวด 3

1.2 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เกี่ยวข้อง

กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เป็นกฎหมายที่มุ่งเน้นพัฒนาตลาดทุนอันเป็นตลาดสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ หุ้น ตราสารประเภทต่างๆ และควบคุมการเสนอซื้อขายหุ้นของบริษัทมหาชนจำกัด โดยมีคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เป็นหน่วยงานที่คอยกำกับดูแลการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย⁹

บริษัทมหาชนจำกัดที่จะซื้อหุ้นคืนตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 66/1(2) ต้องปฏิบัติตามกฎ ระเบียบ ข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ออกโดยคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

1. การได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นเมื่อบริษัทจดทะเบียนซื้อหุ้นของบริษัทคืนและจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน¹⁰

⁹ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 14 กำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีอำนาจหน้าที่วางนโยบายส่งเสริมและพัฒนา ตลอดจนกำกับดูแลในเรื่องหลักทรัพย์ ธุรกิจหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์การซื้อขายหลักทรัพย์ และธุรกิจที่เกี่ยวข้อง องค์การที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ การออกหรือเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน การเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ และการป้องกันการการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ อำนาจดังกล่าวให้รวมถึง

(1) ออกระเบียบ ข้อบังคับ ประกาศ คำสั่ง หรือข้อกำหนดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

(2)

(3)

(4)

(4/1) กำหนดหลักเกณฑ์เพื่อใช้เป็นแนวทางในการพิจารณาปัญหาที่อาจเกิดขึ้นอันเนื่องจากการใช้บังคับพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551)

¹⁰ ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและปฏิบัติการใดๆของบริษัทจดทะเบียนเมื่อบริษัทจดทะเบียนซื้อหุ้นคืนและจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน พ.ศ. 2544

ในการซื้อหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนจะต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น โดยกฎหมายกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี เพื่อให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้ความเห็นชอบในการซื้อหุ้นคืนและจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้ และเพื่อให้เกิดความสะดวก รวดเร็วในการบริหารทางการเงินบริษัท เมื่อบริษัทจดทะเบียนมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกิน คณะกรรมการของบริษัทสามารถตัดสินใจทันต่อสถานการณ์ที่จำเป็นและเหมาะสม เพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท กฎหมายจึงกำหนดว่ากรณีที่ซื้อหุ้นดังกล่าวมีจำนวนไม่เกินกว่าร้อยละ 10 ของทุนชำระแล้ว บริษัทจดทะเบียนอาจกำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัทจดทะเบียนให้เป็นอำนาจของคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในการอนุมัติซื้อหุ้นดังกล่าว

ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนประสงค์จะซื้อหุ้นคืนเกินกว่าร้อยละ 10 ของทุนชำระแล้ว คณะกรรมการจะต้องขอความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อนจึงจะดำเนินการซื้อหุ้นคืนได้ ซึ่งกฎหมายไม่ได้กำหนดว่าต้องได้รับเสียงจากที่ประชุมเพียงไร จึงต้องพิจารณาจากหลักทั่วไป กล่าวคือ เมื่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติออกเสียงและเสียงข้างมากของที่ประชุมเห็นชอบให้บริษัทซื้อหุ้นคืนได้แล้ว ย่อมถือได้ว่าได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นแล้ว และคณะกรรมการต้องดำเนินการซื้อหุ้นคืนภายใน 1 ปีนับแต่วันที่มิมีมติอนุมัติให้ซื้อหุ้นคืน ทั้งนี้การซื้อหุ้นคืนโดยวิธีการซื้อในตลาดหลักทรัพย์ต้องดำเนินการภายในระยะเวลาไม่เกิน 6 เดือนด้วย

2. กำหนดห้ามบริษัทจดทะเบียนซื้อหุ้นคืนหรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนเมื่อเกิดกรณีดังต่อไปนี้¹¹

(ก) บริษัทจดทะเบียนจะมีหรืออยู่ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลที่มีผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือต่อการตัดสินใจในการลงทุน หรือต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาของหลักทรัพย์จดทะเบียนของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งบริษัทจะต้องปฏิบัติตามแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วย แนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน เช่น ในช่วงก่อนส่งงบการเงิน กรณีที่มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

(ข) บริษัทจดทะเบียนรู้ว่าการซื้อหุ้นของบริษัทคืน หรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนเป็นการทำรายการซื้อหรือจำหน่ายหุ้นกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัทจดทะเบียน

¹¹ ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและปฏิบัติการใดๆของบริษัทจดทะเบียนเมื่อบริษัทจดทะเบียนซื้อหุ้นคืนและจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2545 ลงวันที่ 22 มีนาคม 2545 หมวด 1 ข้อ 5 (1) - (3)

(ค) บริษัทจดทะเบียนถูกครอบงำกิจการหรือมีข้อเท็จจริงที่ควรเชื่อได้ว่าจะถูกครอบงำกิจการ หรืออยู่ระหว่างที่ผู้ทำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ยกเว้นบริษัทจดทะเบียนแสดงได้ว่าการซื้อหุ้นของบริษัทคืนหรือการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนนั้น ไม่ได้กระทำเพื่อให้ไม่มีการเข้าครอบงำกิจการ หรือได้กระทำโดยได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น¹²

แม้ว่าบริษัทจะถูกห้ามมิให้ซื้อหุ้นคืนในระหว่างถูกครอบงำกิจการหรือมีข้อเท็จจริงที่ควรเชื่อได้ว่าจะถูกครอบงำกิจการ หรืออยู่ระหว่างที่ผู้ทำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ตามประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและปฏิบัติการใดๆของบริษัทจดทะเบียนเมื่อบริษัทจดทะเบียนซื้อหุ้นคืนและจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2545 ลงวันที่ 22 มีนาคม 2545 หมวด 1 ข้อ 5 (3) แต่ก็ไม่ใช่ว่าบริษัทจะไม่สามารถซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการตามกฎหมายไทยได้โดยสิ้นเชิง เนื่องจากกฎหมายกำหนดข้อยกเว้นไว้ว่า หากบริษัทได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น บริษัทอาจกระทำการดังกล่าวได้

นอกจากนั้น พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 250/1 ยังมีบทบัญญัติว่า "กิจการจะกระทำการหรืองดเว้นกระทำการใดในประการที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการได้ก็ต่อเมื่อได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการ ทั้งนี้ ตามหลักเกณฑ์เงื่อนไขและวิธีการที่คณะกรรมการตลาดทุนประกาศกำหนด

การกระทำการหรืองดเว้นกระทำการที่ฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติในมาตรานี้ ไม่มีผลผูกพันกิจการ และให้กรรมการของกิจการต้องรับผิดชอบความเสียหายของบุคคลภายนอกที่สุจริตและเสียค่าตอบแทน"

คณะกรรมการตลาดทุนได้อาศัยอำนาจตามความในมาตรา 250/1 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551 ออกประกาศคณะกรรมการประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 6/2552 เรื่อง การกระทำการหรืองดเว้นกระทำการในประการที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ มีสาระสำคัญ ดังนี้

¹² ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและปฏิบัติการใดๆของบริษัทจดทะเบียนเมื่อบริษัทจดทะเบียนซื้อหุ้นคืนและจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2545 ลงวันที่ 22 มีนาคม 2545 หมวด 1 ข้อ 5 (3)

ในระหว่างวันที่มีการประกาศต่อสาธารณชนว่าจะเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ หรือวันที่ยื่นประกาศเจตนาในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ หรือวันที่เริ่มต้นทำคำเสนอซื้อแล้วแต่วันใดจะเกิดก่อน จนถึงวันที่ยื่นประกาศปฏิเสธการทำคำเสนอซื้อ หรือวันที่ส่งหนังสือแจ้งการยกเลิกคำเสนอซื้อพร้อมเหตุผลต่อสำนักงานและสำนักงานมิได้แจ้ง ทักท้วงการยกเลิกดังกล่าว หรือวันที่พ้นกำหนดระยะเวลารับซื้อตามคำเสนอซื้อ อันเป็นการเสนอซื้อหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการแล้วแต่กรณี การกระทำดังต่อไปนี้ถือว่าเป็นการกระทำใน ประการที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อ¹³

(1) การส่งหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติเพิ่มทุนจดทะเบียน หรือเพื่อขออนุมัติการออกหลักทรัพย์แปลงสภาพ โดยมีได้เปิดเผยข้อมูลดังต่อไปนี้ไว้อย่างชัดเจน

(ก) รายละเอียดเกี่ยวกับการทำคำเสนอซื้อเท่าที่กิจการทราบ

(ข) ผลกระทบของการเพิ่มทุนจดทะเบียนหรือการออกหลักทรัพย์แปลงสภาพต่อการทำคำเสนอซื้อและต่อผู้ถือหุ้นของกิจการจากการดำเนินการดังกล่าว

(2) การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินที่มีนัยสำคัญต่อการดำเนิน ธุรกิจของกิจการ ซึ่งรวมถึงทรัพย์สินทางปัญญาหรือเครื่องจักรหลักที่ใช้ในการผลิต ที่มีมูลค่า ตั้งแต่ร้อยละ 10 ซึ่งคำนวณตามมูลค่าสูงสุดในแต่ละวิธีตามที่กำหนดไว้ในประกาศ คณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการ ได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สิน

(3) การก่อหนี้หรือการเข้าทำ แก๊วเพิ่มเติม หรือยกเลิกสัญญาที่มี นัยสำคัญ โดยมีได้มีลักษณะเป็นการดำเนินการปกติในทางธุรกิจของกิจการ

(4) การซื้อหุ้นคืนของกิจการ (Treasury Stock) หรือการก่อให้เกิดหรือ สนับสนุนให้บริษัทย่อยหรือบริษัทร่วมซื้อหุ้นของกิจการ

(5) การจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลให้แก่ผู้ถือหุ้นในลักษณะที่มีใช้การ ดำเนินการปกติของกิจการ

หากบริษัทมหาชนจำกัดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประสงค์จะซื้อหุ้นคืนในช่วงระยะเวลาดังกล่าว ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัท

¹³ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 6/2552 เรื่อง การกระทำการหรืองดเว้น การกระทำการในประการที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ ข้อ 2

ก่อน¹⁴ เว้นแต่ได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจากผู้ทำคำเสนอซื้อให้กระทำการนั้นได้ หรือได้รับการผ่อนผันจากสำนักงานในกรณีที่กิจการแสดงได้ว่า ในการจัดประชุมผู้ถือหุ้นของ กิจการและการกระทำนั้นมิได้มีเจตนาเพื่อก่อให้เกิดผลกระทบต่อคำเสนอซื้อ ทั้งนี้ต้องยื่นคำขอ ผ่อนผันต่อสำนักงานก่อนที่กิจการจะกระทำการดังกล่าว โดยให้เป็นอำนาจของคณะกรรมการ วินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการเป็นผู้พิจารณาคำขอผ่อนผัน¹⁵

ฉะนั้น จะเห็นได้ว่า แม้การซื้อหุ้นคืนจะต้องห้ามกระทำในระหว่างที่บริษัทกำลัง ถูกครอบงำกิจการหรือมีข้อเท็จจริงที่ควรเชื่อได้ว่าจะถูกครอบงำกิจการ หรืออยู่ระหว่างที่ผู้ทำเสนอ ซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนตามที่กล่าวมาข้างต้น แต่หากบริษัทได้รับความเห็นชอบจากผู้ ถือหุ้น บริษัทย่อมสามารถกระทำได้ การที่กฎหมายกำหนดไว้เช่นนี้ย่อมสะท้อนให้เห็นว่าการรักษา ประโยชน์ผู้ถือหุ้นโดยรวมเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับบริษัท ดังนั้นเมื่อผู้ถือหุ้นโดยรวมในบริษัทที่ตกเป็น เป้าหมายเห็นพ้องต้องกันว่าไม่ควรให้มีการเข้าครอบงำกิจการนั้น บริษัทก็ควรดำเนินการซื้อหุ้นคืน เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้

3. การเปิดเผยข้อมูลการซื้อหุ้นคืนและการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน อันเป็นข้อมูลที่มี ผลต่อการตัดสินใจลงทุน และเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น¹⁶

(ก) เมื่อคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติ โครงการซื้อหุ้นคืน หรือคณะกรรมการมีมติให้จำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผย ข้อมูลภายในวันที่มีมติดังกล่าว เว้นแต่กรณีเหตุสุดวิสัย บริษัทอาจส่งข้อมูลไปยังตลาดหลักทรัพย์ ก่อนเวลาการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ในรอบแรกอย่างน้อย 1 ชั่วโมงของวัน ถัดไป และบริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืนหรือกำหนดวันจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน ต่อตลาดหลักทรัพย์ล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 3 วันก่อนวันที่บริษัทจดทะเบียนจะเริ่มซื้อหุ้นคืนหรือ จำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน โดยมีแนวการเปิดเผยข้อมูลดังนี้

¹⁴ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 6/2552 เรื่อง การกระทำหรืองดเว้น การกระทำในประการที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ ข้อ 2

¹⁵ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 6/2552 เรื่อง การกระทำหรืองดเว้น การกระทำในประการที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ ข้อ 4

¹⁶ ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและ ปฏิบัติการใดๆของบริษัทจดทะเบียนเมื่อบริษัทจดทะเบียนซื้อหุ้นคืนและจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน (ฉบับที่ 3) พ.ศ. 2551 ลงวันที่ 19 พฤศจิกายน 2551

- 1.) ข้อมูลแสดงกำไรสะสมของบริษัทและความสามารถในการชำระหนี้ที่จะถึงภายใน 6 เดือนข้างหน้านับจากวันที่เริ่มซื้อหุ้นคืน
- 2.) เหตุผลในการซื้อหุ้นคืน ซึ่งจะต้องแสดงเหตุผลอันเกี่ยวข้องกับการบริหารการเงินของบริษัทด้วย
- 3.) จำนวนวงเงินที่บริษัทจดทะเบียนจะใช้ในการซื้อหุ้นคืน
- 4.) จำนวนหุ้นที่จะซื้อคืน โดยอาจจะระบุเป็นอัตราส่วนของหุ้นที่จำหน่ายแล้วทั้งหมด หลักเกณฑ์การกำหนดราคา วิธีการซื้อหุ้นคืนและระยะเวลาที่จะซื้อหุ้นคืน ทั้งนี้หลักเกณฑ์ในการกำหนดราคาหุ้นบริษัทจะต้องนำราคาหุ้นที่มีการซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์เฉลี่ยย้อนหลัง 30 วันก่อนวันที่บริษัทจดทะเบียนจะเปิดเผยข้อมูลมาพิจารณาเปรียบเทียบเพื่อกำหนดเป็นราคาหุ้นที่บริษัทจดทะเบียนจะเสนอซื้อหุ้นคืน
- 5.) ผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นและบริษัทภายหลังการซื้อหุ้นคืน
- 6.) กำหนดเวลาในการจำหน่ายและตัดหุ้นที่ซื้อคืน

(ข) ในกรณีซื้อหุ้นคืนหรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนในตลาดหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนต้องรายงานผลต่อตลาดหลักทรัพย์ก่อนเวลาการซื้อหรือขายหลักทรัพย์รอบแรกอย่างน้อย 1 ชั่วโมงของวันทำการถัดจากวันที่มีการซื้อหุ้นคืนหรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน ส่วนกรณีบริษัทจดทะเบียนทำคำเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นหรือจำหน่ายหุ้นเป็นการทั่วไป บริษัทจดทะเบียนต้องรายงานผลต่อตลาดหลักทรัพย์ภายใน 5 วันนับแต่วันที่มีการซื้อหุ้นคืนหรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และต้องเปิดเผยข้อมูลตามที่กำหนดไว้ในกฎกระทรวงที่ออกตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ด้วย

2. ปัญหาเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร โดยอาศัยช่องทางตามมาตรา 66/1(2)

พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 66/1(2) กำหนดหลักเกณฑ์ไว้อย่างกว้างๆ เพื่อให้บริษัทที่มีสภาพคล่องส่วนเกินสามารถนำวิธีการซื้อหุ้นคืนไปใช้เพื่อวัตถุประสงค์อันเป็นประโยชน์ต่อบริษัทในลักษณะต่างๆ ได้ แต่สำหรับการนำวิธีการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ โดยอาศัยช่องทางดังกล่าวแล้ว ผู้เขียนเห็นว่า ด้วยลักษณะของการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรมักจะเกิดขึ้นโดยผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นในบริษัทที่ตกเป็น

เป้าหมายไม่ทันตั้งตัวมาก่อน และโครงการซื้อหุ้นคืนกรณีนี้ต้องดำเนินการภายในระยะเวลาที่อยู่อย่างจำกัด ทำให้หลักเกณฑ์และเงื่อนไขบางประการที่กำหนดไว้เพื่อใช้กับกรณีทั่วไปนั้นไม่เหมาะสม เป็นอุปสรรค และไม่เอื้ออำนวยต่อบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายที่จะใช้เป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพทำให้ตนเองหลุดพ้นจากการถูกเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร

ในส่วนนี้จึงจะศึกษาว่าหลักเกณฑ์ทั่วไปของการซื้อหุ้นคืนในเรื่องใดที่ยังไม่เหมาะสมกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ โดยจะศึกษาเป็นหัวข้อต่าง ๆ ตามลำดับ ดังนี้

2.1 ปัญหาแหล่งเงินทุนที่จะใช้ในการซื้อหุ้นคืน

การซื้อหุ้นคืนโดยอาศัยช่องทางตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 แก้ไขเพิ่มเติม (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 มาตรา 66/1(2) กฎหมายกำหนดหลักเกณฑ์ไว้ดังนี้ บริษัทที่จะซื้อหุ้นคืนต้องมีกำไรสะสม มีสภาพคล่องส่วนเกิน และการซื้อหุ้นคืนนั้นต้องไม่เป็นสาเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน โดยสภาพคล่องส่วนเกินจะพิจารณาจากความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทภายใน 6 เดือนข้างหน้านับแต่วันที่มีการซื้อหุ้นคืน นอกจากนี้ตามบันทึกสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกาที่ตอบข้อหารือของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เรื่องการซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(2) แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน พ.ศ. 2535 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน พ.ศ. 2544 (เรื่องเสร็จที่ 756/2547) ในประเด็นว่าบริษัทมหาชนจำกัดจะซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(2) แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ เกินกำไรสะสมได้หรือไม่ เพราะในกฎหมายไม่กำหนดไว้อย่างชัดเจน กฤษฎีกาได้มีความเห็นโดยสรุปได้ว่า การซื้อหุ้นคืนของบริษัทมหาชนจำกัดจะกระทำได้ไม่เกินกำไรสะสม¹⁷

แม้ว่าความมุ่งหมายที่กฎหมายกำหนดให้บริษัทไม่สามารถซื้อหุ้นคืนเกินกว่าเงินส่วนกำไรสะสมได้นั้น จะนำไปเพื่อให้ความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้บริษัทที่จะไม่ต้องเสียหายจากการซื้อหุ้นคืน แต่การกำหนดเงื่อนไขเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนดังกล่าว อาจก่อให้เกิดปัญหาในทางปฏิบัติ โดยเฉพาะในกรณีที่บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายไม่มีกำไรสะสมหรือมีผลประกอบการขาดทุน แต่บริษัทยังมีสินทรัพย์(ถาวร)จำนวนมาก มีเครดิตทางการเงินดีและสามารถก่อหนี้เพิ่มโดยใช้สินทรัพย์เป็นหลักประกันได้อีกจำนวนมาก และการก่อหนี้เพื่อซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้ก็ไม่ได้ทำให้บริษัท

¹⁷ บันทึกสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา เรื่องการซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(2) แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 แก้ไขเพิ่มเติม (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 เรื่องเสร็จที่ 756/2547

ขาดสภาพคล่องหรือเป็นสาเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงินแต่อย่างใด แต่โดยเงื่อนไขของกฎหมายปัจจุบัน บริษัทก็ไม่สามารถซื้อหุ้นคืนได้ตามมาตรา 66/1(2) จากที่ศึกษาในบทก่อน จะเห็นได้ว่าในต่างประเทศ เช่น กฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์ อนุญาตให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนได้ แม้ว่าบริษัทนั้นจะไม่มีเงินกำไรสะสม โดยกำหนดให้บริษัทสามารถนำเงินกำไรในปีปัจจุบันมาใช้ซื้อหุ้นคืนได้ แม้ว่าบริษัทจะขาดทุนสะสมในปีก่อนๆก็ตาม โดยยังคงหลักการให้ความคุ้มครองแก่นักลงทุน คือ การซื้อหุ้นคืนนั้นต้องไม่ทำให้เงินทุนบริษัทเสียหาย

2.2 ปัญหาระยะเวลาและความเหมาะสมในการเปิดเผยข้อมูล

กฎหมายกำหนดให้บริษัทที่จะซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(2) ต้องเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชนอย่างทันท่วงที โดยบริษัทต้องแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ภายในวันที่มีมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นหรือมติคณะกรรมการแล้วแต่กรณี และบริษัทต้องเปิดเผยรายละเอียดเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืน เช่น จำนวนวงเงินที่บริษัทจะใช้ในการซื้อหุ้นคืน, จำนวนหุ้นที่จะซื้อคืน, หลักเกณฑ์การกำหนดราคา วิธีการซื้อหุ้นคืนและระยะเวลาที่จะซื้อหุ้นคืน ต่อตลาดหลักทรัพย์ล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 3 วัน ก่อนวันที่บริษัทจะเริ่มซื้อหุ้นคืน หลักเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว อาจส่งผลกระทบต่อวิธีการที่ใช้เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ

แม้การเปิดเผยต่อประชาชนโดยทั่วไปเป็นสิ่งจำเป็นเพื่อพิทักษ์ผลประโยชน์ของผู้ลงทุน แต่หากการเปิดเผยจะกระทบเป็นผลเสียต่อความสามารถของบริษัทในการที่จะดำเนินการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ กรณีเช่นนี้ก็ควรถือเป็นข้อยกเว้นที่บริษัทยังไม่จำเป็นต้องเปิดเผยต่อประชาชนโดยทันทีได้ เพราะการที่บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืนอาจเป็นผลให้ข้อมูลที่มีการเปิดเผยไป เป็นผลให้ผู้จะเข้าครอบงำกิจการพยายามหาวิธีการอื่นเพื่อนำมาตอบโต้กับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ดังนั้น ในสถานการณ์ดังกล่าวการไม่เปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชนอาจเหมาะสมกว่า กฎหมายจึงควรกำหนดให้ชะลอการเปิดเผยไว้ก่อนจนกว่าจะถึงเวลาที่เหมาะสม

2.3 ปัญหาการซื้อหุ้นคืนเฉพาะราย

ตามคำวินิจฉัยที่ พณ.0606/667 ลงวันที่ 10 กันยายน 2545 ซึ่งวินิจฉัยเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(2) พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 แก้ไขเพิ่มเติม (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 ประกอบกฎกระทรวงกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อ

หุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ. 2544 ไว้ดังนี้ หุ้นที่จะซื้อคืน ต้องเสนอซื้อคืนจากผู้ถือหุ้นทุกคนของบริษัทและบริษัทไม่สามารถเลือกเสนอซื้อเฉพาะผู้ถือหุ้น กลุ่มใดกลุ่มหนึ่งของบริษัทโดยเฉพาะเจาะจงได้ ทำให้เกิดความยุ่งยากแก่บริษัทที่ตกเป็น เป้าหมาย เนื่องจากในกรณีที่บริษัทต้องการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแล้ว บริษัทมักจะต้อง เจริญขอซื้อหุ้นคืนจากกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท หรือจากกลุ่มผู้จะเข้าครอบงำกิจการเป็นส่วนตัว เสียมากกว่าการทำคำสั่งเสนอซื้อในกระดานตลาดหลักทรัพย์ หรือการทำคำสั่งซื้อเป็นการทั่วไป เนื่องจากเวลาที่มีอย่างจำกัด แต่บริษัทก็ไม่สามารถกระทำได้ด้วยข้อจำกัดตามคำวินิจฉัยดังกล่าว

2.4 ปัญหาเกี่ยวกับข้อจำกัดในการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน

กฎกระทรวง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อ คืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ. 2544 หมวด 3 กำหนดให้บริษัทต้องจำหน่ายหุ้นที่ซื้อ คืนเมื่อพ้นกำหนด 6 เดือนนับแต่การซื้อหุ้นคืนในแต่ละคราวเสร็จสิ้นและต้องจำหน่ายให้หมด ภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ โดยต้องไม่เกิน 3 ปีนับแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้นและต้องจำหน่ายหุ้น ที่ซื้อคืนให้เสร็จสิ้นก่อนที่จะมีการจำหน่ายหุ้นใหม่ โดยกำหนดวิธีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน ไว้เป็น 2 กรณีดังนี้

- 1) กรณีหุ้นที่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้เสนอขายในกระดานหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือเสนอขายต่อประชาชน เป็นการ ทั่วไปตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
- 2) กรณีหุ้นที่ไม่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย ให้เสนอขายต่อประชาชนเป็นการทั่วไปตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์

เมื่อบริษัทพยายามใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร บริษัท ต้องเสียค่าใช้จ่ายจำนวนมาก ซึ่งค่าใช้จ่ายจำนวนดังกล่าวก็ล้วนแต่เป็นเงินของผู้ถือหุ้นของบริษัท ดังนั้นควรให้บริษัทได้มีโอกาสใช้ช่องทางนี้เป็นการปรับโครงสร้างส่วนผู้ถือหุ้นบริษัทให้เกิดความ เข้มแข็ง อันเป็นมาตรการหนึ่งที่จะช่วยสนับสนุนไม่ให้เกิดการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร ได้โดยง่ายอีก เช่น บริษัทอาจนำหุ้นที่บริษัทซื้อคืนไปจำหน่ายแก่ผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งโดย เฉพาะเจาะจงที่มีความสัมพันธ์อันดีต่อกัน หรือ แก่เจ้าหน้าที่บริษัทไปก่อนนี้เพื่อซื้อหุ้นคืนมา การ จำหน่ายหุ้นดังกล่าวให้แก่เจ้าหน้าที่ย่อมเป็นประโยชน์แก่เจ้าหน้าที่ที่มีความมั่นใจในตัวบริษัทมากขึ้น นี้เพิ่มมากขึ้นอีกด้วย นอกจากนี้ บริษัทอาจนำไปใช้ในโครงการเสนอขายหลักทรัพย์แก่กรรมการและ

พนักงาน (Employee Stock Option Program: ESOP) เพื่อเป็นการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต ก็ไม่สามารถกระทำได้

3. ข้อพิจารณากรณีบริษัทซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรในประเทศไทย

การซื้อหุ้นคืนโดยอาศัยช่องทางตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด มาตรา 66/1(2) ยังไม่เอื้ออำนวยต่อวัตถุประสงค์ของการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ด้วยข้อจำกัดและอุปสรรคหลายประการตามที่กล่าวมาในหัวข้อก่อน ผู้เขียนจึงเห็นว่ากฎหมายไทยมีความจำเป็นในการกำหนดหลักเกณฑ์ เพื่อให้บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายสามารถใช้วิธีการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ข้อพิจารณาประเด็นสำคัญๆในส่วนนี้ ผู้เขียนจะพิจารณาโดยเปรียบเทียบกับกฎหมายประเทศสหรัฐอเมริกาและออสเตรเลียตามที่ได้ศึกษามาในบทก่อน เพื่อนำมาเป็นแนวทางในการวิเคราะห์ปรับใช้ให้เหมาะสมกับประเทศไทย

3.1 หลักการและข้อยกเว้นที่ห้ามบริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเอง

แต่เดิม หลักการห้ามบริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเองถูกนำมาใช้ในกฎหมายไทยอย่างเคร่งครัดเช่นเดียวกับกฎหมายบริษัทออสเตรเลียในช่วงก่อนปี 1985 โดยมีบทบัญญัติรับรองไว้ในหลายกรณี เช่น ห้ามผู้ถือหุ้นหักกลบลบหนี้กับบริษัทในการชำระค่าหุ้น ห้ามบริษัทจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นนอกเหนือจากเงินส่วนกำไร ห้ามบริษัทลดทุนจดทะเบียนวันแต่กรณีที่กฎหมายอนุญาตให้กระทำได้ ห้ามบริษัทเป็นเจ้าของหรือรับจำนำหุ้นของตนเอง ฯลฯ

แต่ในปี 2544 กฎหมายได้ผ่อนคลายหลักดังกล่าวลง โดยมีข้อยกเว้นให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นของตนเองคืนได้ภายใต้เงื่อนไขและหลักเกณฑ์ตามกฎหมายที่กำหนด เพื่อให้การได้มาซึ่งหุ้นของตนเองในกรณีนี้ไม่กระทบต่อหลักการรักษาเงินทุนบริษัท และเมื่อพิจารณาหลักเกณฑ์ที่ใช้สำหรับการซื้อหุ้นคืนตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 66/1 ในแต่ละกรณี จะเห็นว่าหลักเกณฑ์และวิธีการในรายละเอียดที่แตกต่างกันไปตามวัตถุประสงค์ของการซื้อหุ้นคืน ดังนั้นเพื่อให้การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการเป็นไปโดยชอบด้วยกฎหมายและบรรลุวัตถุประสงค์ คือ เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ผู้เขียนจึงเห็นว่าควรมีบทบัญญัติเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการไว้

เป็นกรณีเฉพาะอีกบทบัญญัติหนึ่ง เพื่อความสะดวกในการกำหนดหลักเกณฑ์และรายละเอียดให้เหมาะสมกับวัตถุประสงค์ของการซื้อหุ้นคืนกรณีนี้

3.2 การพิจารณาความชอบด้วยกฎหมาย

กฎหมายต่างประเทศ ทั้งสหรัฐอเมริกาและออสเตรเลียมีหลักการพิจารณาความชอบด้วยกฎหมายของการตัดสินใจกรณีทั่วไปของกรรมการบริษัทที่เรียกว่า "หลักการกระทำโดยสุจริต" (Fiduciary Duties) ซึ่งหากกรรมการพิสูจน์ได้ว่าตนได้ตัดสินใจด้วยความซื่อสัตย์สุจริตระมัดระวังตามสมควร และเพื่อประโยชน์ของบริษัทแล้ว กรรมการย่อมได้รับความคุ้มครองตามหลักวินิจฉัยทางการค้า (Business Judgment Rule)

อย่างไรก็ตาม หลักดังกล่าวได้ถูกพัฒนาขึ้นเพื่อให้เหมาะสมกับรูปแบบของการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ เพื่อให้อำนาจแก่กรรมการในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายในการตัดสินใจอย่างกว้างขวาง ขณะเดียวกันก็ต้องให้ความคุ้มครองและความเชื่อมั่นแก่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการด้วยว่า การเข้าครอบงำกิจการของตนจะไม่ถูกขัดขวางหรือทำให้เสียหายโดยไม่มีเหตุอันควร โดยหลักที่พัฒนาขึ้นเพื่อใช้พิจารณาความชอบด้วยกฎหมายของการซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้มีดังนี้

กฎหมายสหรัฐอเมริกา กำหนดให้เป็นอำนาจของศาลพิจารณาทั้งในส่วนของความชอบด้วยกฎหมายของการตัดสินใจกรรมการและความชอบด้วยกฎหมายของการใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการจนเกิดเป็นคดีบรรทัดฐานวางหลักไว้ดังนี้

1) คณะกรรมการต้องเชื่อโดยสุจริตและมีเหตุผลเพียงพอว่าการเข้าครอบงำกิจการนั้นจะเป็นอันตรายต่อบุคคลหรือผู้ถือหุ้นรายอื่นของบริษัท (Reasonable Test)

2) วิธีการป้องกันต้องเป็นไปอย่างได้สัดส่วนกับอันตรายที่อาจเกิดขึ้น (Proportionality Test) และต้องไม่ถึงขนาดรุนแรง (Draconian) ที่จะทำให้ไม่สามารถเข้าครอบงำกิจการได้อย่างสิ้นเชิง

ในกรณีที่คณะกรรมการสามารถพิสูจน์ได้ 2 ประการข้างต้นแล้ว คณะกรรมการย่อมได้รับความคุ้มครองตามหลักวินิจฉัยทางการค้า และศาลจะถือว่าการกระทำเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการเป็นไปโดยชอบด้วยกฎหมายเช่นกัน

ในขณะที่กฎหมายออสเตรเลีย แบ่งอำนาจในการพิจารณาความชอบด้วยกฎหมายออกเป็น 2 ส่วน คือ

ส่วนแรก คือ ส่วนของการพิจารณาความชอบด้วยกฎหมายของการตัดสินใจของกรรมการบริษัท ซึ่งเป็นอำนาจของศาลในการพิจารณาตามหลักการกระทำโดยสุจริตซึ่งเป็นหลักที่ใช้ในการพิจารณาในการตัดสินใจกรณีทั่วไปของกรรมการ และ

ส่วนที่สอง คือ ส่วนของการพิจารณาความเหมาะสมของการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ซึ่งกฎหมายกำหนดให้อำนาจดังกล่าวเป็นหน้าที่ของคณะอนุกรรมการฯ (Takeover Panel) ในการออกเป็นกฎเกณฑ์และแนวปฏิบัติสำหรับบริษัทเป้าหมาย เพื่อกำหนดลักษณะการกระทำที่บริษัทเป้าหมายอาจกระทำเพื่อขัดขวางการเข้าครอบงำกิจการ (Frustrating Action) ที่จะถือว่าเป็นการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย (Unacceptable Circumstances) โดยแนวปฏิบัติดังกล่าวกำหนดเป็นเพียงหลักการกว้างๆ เพื่อให้คณะอนุกรรมการฯมีอำนาจในการวินิจฉัยข้อพิพาทไปตามข้อเท็จจริงในแต่ละกรณี¹⁸ โดยพิจารณาจากราคาที่ผู้ทำข้อเสนอซื้อทำได้ ระยะเวลาการเปิดเผยข้อมูล มติที่ประชุมผู้ถือหุ้นหรือความเป็นไปได้ในความเห็นของผู้ถือหุ้นรวมที่มีต่อข้อเสนอซื้อ เพื่อประกอบการตัดสินใจว่าการกระทำเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการดังกล่าวชอบด้วยกฎหมายหรือไม่

¹⁸ เช่น กรณี **Lion Nathan Australia Pty Ltd v Coopers Brewery Ltd [2006] FCAFC 144** คณะอนุกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ ได้พิจารณาว่า แม้แนวปฏิบัติ (Guidance Note) กำหนดว่าการตัดสินใจเพื่อกำหนดผู้มีอำนาจควบคุมบริษัทต้องตัดสินใจโดยผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสม แต่ไม่ได้กำหนดรูปแบบไว้ว่า “อย่างเหมาะสม” มีรูปแบบอย่างไร จึงพิจารณาว่า

- 1) บริษัทเป้าหมายได้ให้ข้อมูลและเวลาเพียงพอต่อการตัดสินใจแก่ผู้ถือหุ้น ได้แก่อัตราของข้อเสนอซื้อของผู้จะเข้าครอบงำ, มูลค่าหุ้นของบริษัท Cooper, ข้อมูลที่จะใช้ตัดสินใจว่าควรอนุมัติหรือไม่อนุมัติ และ
- 2) มตินั้นได้รับอนุมัติโดยที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งมีสิทธิออกเสียงอย่างแท้จริง (แม้จะออกเสียงโดยกรรมการ หากไม่มีเหตุอันควรเชื่อได้ว่ากรรมการทำเพื่อประโยชน์ตนเองแล้ว ย่อมต้องนับเสียงที่ออกโดยกรรมการในฐานะผู้ถือหุ้นคนหนึ่งด้วย)

ย่อมถือได้ว่าการซื้อหุ้นคืนได้กระทำโดยได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสมแล้ว จึงไม่ประกาศว่าการซื้อหุ้นคืนในระหว่างมีการเข้าครอบงำกิจการเป็นการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย unacceptable circumstances (ข้อมูลจาก **Reasons for Decisions in the Matter of Coopers Brewery Limited** retrieved 16 March 2009 from http://takeovers.gov.au/content/Reasons_For_Decisions/2005/downloads/019_Coopers_Brewery_Limited.pdf)

สำหรับประเทศไทย ผู้เขียนเห็นว่าการพิจารณาความเหมาะสมในการใช้วิธีการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ควรแบ่งการพิจารณาออกเป็น 2 ส่วนเช่นเดียวกับประเทศออสเตรเลีย กล่าวคือ ส่วนของการพิจารณาความชอบด้วยกฎหมายของการตัดสินใจของกรรมการบริษัท และส่วนของความเหมาะสมของการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ

ส่วนแรก คือ ส่วนของการพิจารณาความชอบด้วยกฎหมายของการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของกรรมการบริษัท ตามมาตรา 85 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ได้กำหนดถึงขอบอำนาจและหลักในการดำเนินการตัดสินใจของคณะกรรมการไว้ดังนี้

“ในการดำเนินกิจการของบริษัท กรรมการต้องปฏิบัติหน้าที่ ให้เป็นไปตามกฎหมาย วัตถุประสงค์ และข้อบังคับของบริษัท ตลอดจนมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น ด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวังรักษาผลประโยชน์ของบริษัท

ในกรณีที่กรรมการคนใดกระทำการหรือละเว้นกระทำการใดอันเป็นการไม่ปฏิบัติตามวรรคหนึ่ง บริษัทหรือผู้ถือหุ้น แล้วแต่กรณี อาจดำเนินการได้ดังต่อไปนี้

(1) ถ้าการกระทำหรือละเว้นการกระทำนั้นเป็นเหตุให้บริษัทได้รับความเสียหาย ให้บริษัทเรียกค่าสินไหมทดแทนจากกรรมการคนนั้นได้

ในกรณีที่บริษัทไม่เรียกร้อย ผู้ถือหุ้นคนหนึ่งหรือหลายคนซึ่งถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละห้าของหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด จะแจ้งเป็นหนังสือให้บริษัทดำเนินการเรียกร้อยก็ได้ หากบริษัทไม่ดำเนินการตามที่ผู้ถือหุ้นนั้นแจ้ง ผู้ถือหุ้นนั้นๆ จะนำคดีขึ้นฟ้องเรียกค่าสินไหมทดแทนแทนบริษัทก็ได้

(2) ถ้าการกระทำหรือละเว้นการกระทำนั้นอาจทำให้เกิดความเสียหายแก่บริษัทผู้ถือหุ้นคนหนึ่ง หรือหลายคนซึ่งถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละห้าของหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด จะขอให้ศาลสั่งระงับการกระทำดังกล่าวก็ได้

ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นเป็นผู้ดำเนินการตามวรรคสอง ผู้ถือหุ้นจะขอให้ศาลสั่งให้กรรมการคนนั้นออกจากตำแหน่งก็ได้

ผู้ถือหุ้นซึ่งดำเนินการตามวรรคสองและวรรคสาม ต้องถือหุ้นของบริษัทอยู่ในขณะที่กรรมการคนนั้นกระทำการ หรือละเว้นกระทำการอันเป็นเหตุให้บริษัทเสียหายหรืออาจทำให้เกิดความเสียหายแก่บริษัท แล้วแต่กรณี”

ฉะนั้น ในการตัดสินใจเพื่อซื้อหุ้นคืนกรณีทั่วไป คณะกรรมการในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายต้องตัดสินใจภายใต้หลักความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวังรักษาผลประโยชน์ของบริษัท เช่นเดียวกับการดำเนินธุรกิจทั่วไปของบริษัท และในกรณีที่ผู้ถือหุ้นเห็นว่าการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนของคณะกรรมการในกรณีนี้ทำให้เกิดความเสียหายต่อบริษัท หรือทำเพื่อประโยชน์ส่วนตนมิใช่เพื่อรักษา

ประโยชน์สูงสุดของบริษัทแล้ว ผู้ถือหุ้นย่อมมีสิทธิฟ้องเรียกค่าสินไหมทดแทนในนามบริษัทได้ตาม มาตรา 85 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ได้

อย่างไรก็ตาม ผู้เขียนเห็นว่า ในกรณีที่คณะกรรมการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ กฎหมายควรกำหนดมาตรฐานการพิสูจน์แก่คณะกรรมการหรือฝ่ายบริหารในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายและใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการให้สูงขึ้น เช่นที่ประเทศสหรัฐอเมริกากำหนดเป็นหลัก **“Modified Business Judgment Rule”** หรือที่เรียกว่า **“The Unocal Test”** เพื่อใช้ในกรณีบริษัทใช้วิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการไว้โดยเฉพาะ ซึ่งการกำหนดมาตรฐานที่สูงขึ้นดังกล่าว ย่อมเป็นวิธีการหนึ่งที่จะทำให้เกิดความเชื่อมั่นแก่ผู้ถือหุ้นได้ว่าการตัดสินใจของคณะกรรมการนั้นเป็นไปเพื่อประโยชน์ของบริษัทอย่างแท้จริง ดังนั้นในกรณีที่บริษัทซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ กฎหมายควรเพิ่มภาระในการพิสูจน์แก่คณะกรรมการว่า คณะกรรมการจะได้รับความคุ้มครองตามกฎหมายว่าได้กระทำการโดยสุจริตและเพื่อประโยชน์ของบริษัท ต่อเมื่อพิสูจน์ได้ว่า

1. มีเหตุอันควรเชื่อได้ว่าจะเกิดอันตรายต่อนโยบายหรือผู้ถือหุ้นของบริษัท และ
2. วิธีการที่ใช้เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการต้องเป็นไปอย่างได้สัดส่วน ไม่รุนแรงถึงขนาดที่จะทำให้ไม่อาจเกิดการเข้าครอบงำกิจการได้โดยสิ้นเชิง

ส่วนที่สอง คือ ส่วนของความเหมาะสมของการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ เนื่องจากการใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ อาจส่งผลกระทบต่อการทำข้อเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการ ซึ่งเกิดขึ้นภายในระยะเวลาอันจำกัด กล่าวคือ คำเสนอซื้อหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการย่อมถูกกำหนดไว้โดยหลักเกณฑ์ในเรื่องระยะเวลาว่าคำเสนอซื้อนั้นต้องมีระยะเวลาไม่น้อยกว่า 25 วันทำการและต้องไม่เกินกว่า 45 วันทำการ และภายใน 1 ปีหลังการทำคำเสนอซื้อ ห้ามผู้ทำคำเสนอซื้อดำเนินการในส่วนที่เป็นสาระสำคัญแตกต่างจากที่ระบุไว้ในคำเสนอซื้อ เว้นแต่ได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียง¹⁹ ดังนั้นหากบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการโดยไม่เหมาะสมแล้ว ย่อมส่งกระทบโดยตรงต่อผู้ถือหุ้น ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นรายอื่นต้องการให้มีการเปลี่ยนแปลงผู้มีอำนาจกำหนดนโยบายบริษัท และส่งผลกระทบต่อผู้ทำคำเสนอซื้อ ที่ถูกห้ามทำคำเสนอซื้อใหม่ภายใน 1 ปีหลังการทำคำเสนอซื้อ จึงควรกำหนดให้มีการแต่งตั้งผู้เชี่ยวชาญเฉพาะด้านให้มีอำนาจวินิจฉัยถึงความเหมาะสมในการใช้

¹⁹ ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 53/2545 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ หมวด 4 ส่วนที่ 5

วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการก่อนที่ระยะเวลาดังกล่าวจะสิ้นสุดลง เพื่อให้ความคุ้มครองแก่ผู้ที่จะเข้าครอบงำกิจการและผู้ถือหุ้นในกรณีที่การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนั้นกระทำไปโดยไม่มีเหตุอันควร

สำหรับผู้มีอำนาจวินิจฉัย ผู้เขียนเห็นว่า ปัจจุบันประเทศไทยได้มีการแต่งตั้ง คณะอนุกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ (Takeover Panel) โดยอาศัยอำนาจตามความในมาตรา 16/6 และมาตรา 16/7 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551 ออกเป็นประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 35/2551 เรื่อง การแต่งตั้งและอำนาจหน้าที่ของคณะอนุกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ เพื่อทำหน้าที่ ดังต่อไปนี้

(1) พิจารณาสั่งการเกี่ยวกับการขอผ่อนผันหน้าที่ในการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ สั่งการเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ หรือสั่งการอื่นใดตามประกาศเกี่ยวกับการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการที่กำหนดให้เป็นอำนาจหน้าที่ของคณะอนุกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ

(2) พิจารณาสั่งการเกี่ยวกับการกระทำการหรืองดเว้นกระทำการใดในประการที่น่าจะมีผลกระทบต่อการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศที่ออกตามความในมาตรา 250/1

(3) เสนอความเห็นหรือให้คำแนะนำต่อคณะกรรมการกำกับตลาดทุนและสำนักงานในเรื่องที่เกี่ยวกับการกระทำร่วมกับบุคคลอื่นตามมาตรา 246 หรือมาตรา 247 และเรื่องอื่นใดที่เกี่ยวกับการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ

(4) ขอให้บุคคลใด ๆ มาให้ข้อเท็จจริง คำอธิบาย คำแนะนำ และความเห็น หรือส่งเอกสารเพื่อประกอบการพิจารณาตามความจำเป็น

จากประกาศดังกล่าวจะเห็นได้ว่าคณะอนุกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการมีอำนาจในการพิจารณาสั่งการเกี่ยวกับการกระทำการหรืองดเว้นกระทำการใดในประการที่น่าจะมีผลกระทบต่อการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศที่ออกตามความในมาตรา 250/1²⁰ ซึ่งประกาศที่ออกตามความในมาตรา 250/1 ได้แก่ ประกาศคณะกรรมการตลาดทุนที่ ทจ. 6/2552 เรื่องการกระทำหรืองดเว้นกระทำการในประการที่น่าจะมีผลต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ อยู่ในอำนาจของคณะอนุกรรมการวินิจฉัยการเข้า

²⁰ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 35/2551 เรื่อง การแต่งตั้งและอำนาจหน้าที่ของคณะอนุกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ ข้อ 3(2)

ถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการได้อยู่แล้ว จึงทำให้เกิดความมั่นใจแก่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการได้ว่า หากการกระทำเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการดังกล่าวเป็นไปโดยไม่มีเหตุอันควร คณะคณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการก็มีอำนาจสั่งการเพื่อให้เหมาะสมกับสถานะการณ์การเข้าครอบงำกิจการที่มีระยะเวลาอันจำกัดได้

กล่าวโดยสรุป ผู้เขียนเห็นว่า หลักตามมาตรา 85 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด พ.ศ. 2535 ซึ่งเป็นหลักที่ใช้ในการพิจารณาความชอบด้วยกฎหมายของการกระทำของกรรมการในการดำเนินงานทั่วไป ยังไม่เพียงพอที่ทำให้ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนเชื่อมั่นได้ว่ากรรมการจะไม่กระทำการซื้อหุ้นคืนเพียงเพื่อรักษาประโยชน์ของตนเอง ดังนั้นในกระบวนการพิจารณาการตัดสินใจของกรรมการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ กฎหมายจึงควรกำหนดให้ชัดเจนว่ากรรมการต้องมีหน้าที่ในการพิสูจน์ให้ปรากฏว่า

- 1) มีเหตุอันควรเชื่อว่าการเข้าครอบงำกิจการนั้นจะก่อให้เกิดอันตรายต่อนโยบายหรือผู้ถือหุ้นของบริษัท โดยต้องมีการศึกษาหาข้อมูลอย่างเพียงพอแล้ว และ
- 2) วิธีการซื้อหุ้นคืนที่ใช้เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการต้องได้สัดส่วนกับอันตรายที่จะเกิดขึ้น

นอกจากนั้น คณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการควรเข้ามามีบทบาทสำคัญระหว่างระยะเวลานับตั้งแต่มีการทำคำเสนอซื้อจนกว่าการเข้าครอบงำกิจการนั้นจะเสร็จสิ้น เพื่อพิจารณาว่าการกระทำเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนั้นมีเหตุสมควรเพียงพอหรือไม่ ทั้งนี้ โดยพิจารณาจากราคาที่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการได้ทำคำเสนอซื้อไว้ระยะเวลา การเปิดเผยข้อมูล มติที่ประชุมผู้ถือหุ้นหรือความเป็นไปได้ในความเห็นของผู้ถือหุ้นรวมที่มีต่อคำเสนอซื้อ ฯลฯ

3.3 แหล่งเงินทุนของบริษัทในการซื้อหุ้นคืน

การซื้อหุ้นคืนนับว่าเป็นวิธีการหนึ่งที่บริษัทต้องจำหน่ายสินทรัพย์ของบริษัทจำนวนหนึ่งออกไป โดยมีได้รับสิ่งใดกลับคืนมา ดังนั้นลดความเสี่ยงว่าการซื้อหุ้นคืนนั้นจะกระทบต่อเงินทุน

บริษัทอันเป็นหลักประกันสำคัญของเจ้าหนี้ กฎหมายจึงมุ่งคุ้มครองเงินลงทุนบริษัทมิให้ถูกจำหน่ายออกไปเพื่อซื้อหุ้นคืน²¹

ตามกฎหมายฉบับต้นแบบของสหรัฐอเมริกา กำหนดให้บริษัทอาจใช้เงินส่วนที่นำไปจัดสรรแก่ผู้ถือหุ้น (Distribution) มาซื้อหุ้นคืนได้ ซึ่งคำว่า “เงินส่วนที่นำไปจัดสรรแก่ผู้ถือหุ้น” นี้มีความหมายรวมถึงเงินส่วนกำไร กำไรสะสม ส่วนล้ามูลค่าหุ้น และเงินที่ได้จากการก่อหนี้ขึ้นใหม่ด้วย อย่างไรก็ตาม การซื้อหุ้นคืนต้องอยู่บนหลัก 2 ประการ ดังนี้ ประการแรก การซื้อหุ้นคืนต้องไม่กระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท และ ประการที่สอง การซื้อหุ้นคืนต้องไม่เป็นเหตุให้บริษัทมีสินทรัพย์รวมเหลือน้อยกว่าหนี้สินรวม (รวมถึงหนี้ที่ก่อขึ้นเพื่อซื้อหุ้นคืนด้วย)

กฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์ไม่มีบทบัญญัติกำหนดถึงแหล่งเงินที่จะใช้ซื้อหุ้นคืนไว้อย่างชัดเจน มีเพียงบทบัญญัติว่า “ในกรณีที่บริษัทใช้เงินส่วนกำไร (Surplus) เพื่อซื้อหุ้นคืนแล้วบริษัทสามารถนำหุ้นที่ซื้อคืนออกจำหน่ายใหม่ได้” โดยนิยามคำว่า “กำไร” หมายความว่า หมายถึง สินทรัพย์รวมของบริษัทส่วนที่เกินกว่า หนี้สินรวมและเงินทุนจดทะเบียนบริษัท ทั้งนี้การซื้อหุ้นคืนต้องไม่ทำให้เงินลงทุนบริษัทเสียหายหรือกระทำในขณะที่เงินลงทุนบริษัทเสียหาย ดังนั้นเงินที่บริษัทจะนำมาซื้อหุ้นคืนตามกฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์จึงมีความหมายกว้างกว่ากฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบ

กฎหมายบริษัทออสเตรเลียไม่มีกำหนดแหล่งเงินที่บริษัทจะใช้ซื้อหุ้นคืนไว้ในบทบัญญัติ เพียงแต่กำหนดขอบเขตว่าการซื้อหุ้นคืนต้องไม่ทำให้บริษัทไม่สามารถชำระหนี้คืนแก่เจ้าหนี้ได้ โดยพิจารณาค่าความสามารถชำระหนี้ ณ วันที่บริษัททำการซื้อหุ้นคืน

จากกฎหมายต่างประเทศที่กล่าวมาจึงสรุปหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนดไว้เพื่อคุ้มครองเจ้าหนี้และเงินลงทุนบริษัทได้เป็น 3 หลักใหญ่ๆ ดังนี้

1. กฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบสหรัฐอเมริกานำแนวความคิดเรื่องความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทและแนวความคิดเรื่องงบดุลทางบัญชีมาพิจารณาประกอบกัน
2. กฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์นำแนวความคิดว่าด้วยเรื่องความเสี่ยงต่อทุนมาพิจารณา
3. กฎหมายบริษัทออสเตรเลียนำแนวความคิดเรื่องความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทมาพิจารณาเพียงหลักเดียว

สำหรับประเทศไทย ผู้เขียนเห็นว่าควรนำแนวความคิดเรื่องความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทและแนวความคิดเรื่องงบดุลทางบัญชีมาพิจารณาประกอบกันเช่นเดียวกับกฎหมายบริษัท

²¹ เงินทุนส่วนนี้ หมายถึง เงินทุนจดทะเบียนบริษัท กล่าวคือ เฉพาะ “เงินทุนเรือนหุ้น” (stated Capital) เท่านั้น

ฉบับต้นแบบของสหรัฐอเมริกา เพื่อเปิดกว้างให้บริษัทสามารถใช้เงินมาซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้ในหลากหลายช่องทาง แต่ขณะเดียวกันก็มีมาตรการกำหนดขอบเขตว่าการนำเงินเหล่านั้นมาซื้อหุ้นคืนต้องให้ความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้ ในหนี่ที่จะถึงกำหนดชำระทั้งในระยะสั้นและในระยะยาวว่าจะไม่ได้รับผลกระทบจากการซื้อหุ้นคืนด้วย

การพิจารณาในเรื่องความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทเพียงประการเดียวตามที่ใช้ในกฎหมายบริษัทออสเตรเลีย มีผู้เห็นว่าการทดสอบความสามารถในการชำระหนี้จากงบกระแสเงินสด (Cash Flow Solvency) ของบริษัทโดยไม่สนใจบัญชีบัลลงตามกฎหมายออสเตรเลีย²² เป็นการพิจารณาความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท ณ วันที่นั้นจนถึงกำหนดชำระเท่านั้น จึงเป็นการให้ความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้ระยะสั้นแบบวันต่อวัน (Day-to-Day Basis) แต่ไม่ให้ความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้ระยะยาว²³ และความยุ่งยากของการทดสอบตามความสามารถในการชำระหนี้จากงบกระแสเงินสดนี้ ทำให้เกิดคำถามหลายประการ เช่น ความหมายของคำว่าหนี้ (Debts) สามารถขยายความได้มากน้อยเพียงใด ศาลสามารถคำนึงถึงหนี้ที่จะถึงกำหนดชำระในอนาคตได้หรือไม่ การทดสอบความสามารถในการชำระหนี้จากงบกระแสเงินสด เพียงวิธีการเดียวทำให้เกิดปัญหาต่อศาลในการพิจารณาถึงสภาพคล่องของบริษัทโดยรวม²⁴

ส่วนการพิจารณาตามหลักความเสียหายต่อทุนตามที่ใช้ในกฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์ ผู้เขียนเห็นว่า ตามหลักดังกล่าวเป็นการให้ความคุ้มครองแก่บริษัทมากกว่าที่จะมุ่งคุ้มครองเจ้าหนี้บริษัท เพราะการคุ้มครองเงินทุนบริษัทมิให้เสียหาย มิได้หมายความว่าบริษัทจะสามารถชำระหนี้คืนแก่เจ้าหนี้ได้ทั้งหมด และด้วยหลักการของกฎหมายมลรัฐเดลาแวร์ที่ต้องการดึงดูดให้บริษัทไปจดทะเบียนในมลรัฐตนเองจำนวนมาก จึงมุ่งใช้หลักการที่จะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อบริษัทให้มากที่สุด ซึ่งเป็นเหตุผลประการหนึ่งที่บริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวนมากมาจดทะเบียนในมลรัฐเดลาแวร์

ดังนั้น แหล่งเงินที่บริษัทสามารถนำมาซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้จึงอาจเป็นดังนี้

1) เงินส่วนกำไร

²² Ewang, Fritz N. (2007). Regulating Share Capital Transactions and Creditor Protection a Multi-Faceted Model. Australian Journal of Corporate Law, 21(2), p.6 (Retrieved on May 14, 2009. from <http://ssrn.com/abstract=1028447>)

²³ *Ibid.*, p.6.

²⁴ *Ibid.*, p.8.

เมื่อบริษัทประกอบกิจการ บริษัทย่อมมีกำไรจากการประกอบกิจการ เงินส่วนกำไรนี้ หลังจากได้กันเป็น "ทุนสำรอง"²⁵ แล้ว บริษัทย่อมนำเงินกำไรภายหลังจากหักเข้าทุนสำรองแล้วมา จัดสรรแก่ผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผลได้ตามกฎหมาย²⁶ และหากไม่จัดสรรเป็นปันผลให้ผู้ถือหุ้น บริษัทก็อาจนำมาซื้อหุ้นคืนได้

แต่สำหรับบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร เป็นบริษัท ที่มีผลประกอบการขาดทุนสะสม หรือขาดสภาพคล่องชั่วคราวแต่ยังมีความสามารถในการฟื้นตัว ให้กลับมามีสภาพคล่องได้ กรณีเช่นนี้บริษัทจะไม่มีเงินส่วนกำไรที่จะนำมาใช้ซื้อหุ้นคืน จึงควร พิจารณาว่าในกรณีที่มีเหตุอันควรเพื่อรักษาประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวม (ตามเงื่อนไข ของการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ) เพื่อให้บริษัทหลุดพ้นจากการถูกครอบงำ กิจการแบบไม่เป็นมิตร บริษัทจะสามารถนำเงินส่วนใดในบริษัทมาใช้เพื่อซื้อหุ้นคืนได้บ้าง

ตามกฎหมาย บริษัทยังมีเงินอีกส่วนหนึ่ง คือ "ทุนสำรอง" ซึ่งแบ่งได้เป็น

- เงินทุนสำรองจากกำไร

ตามมาตรา 116 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 เงินทุน สำรองส่วนนี้ กฎหมายอนุญาตให้บริษัทใช้เพื่อชดเชยผลขาดทุนสะสมของบริษัทได้ เมื่อได้รับมติที่ ประชุมผู้ถือหุ้น²⁷

²⁵ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 116 "บริษัทต้องจัดสรรกำไร สุทธิประจำปีส่วนหนึ่งไว้เป็นทุนสำรอง ไม่น้อยกว่าร้อยละห้าของกำไรสุทธิประจำปีหักด้วย ยอดเงินขาดทุนสะสมยกมา (ถ้ามี) จนกว่าทุนสำรองนี้จะมีจำนวนไม่น้อยกว่าร้อยละสิบของทุนจดทะเบียน เว้นแต่บริษัทจะมีข้อบังคับหรือกฎหมายอื่นกำหนดให้ต้องมีทุนสำรองมากกว่านั้น"

²⁶ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 115 วรรคหนึ่ง "การจ่ายเงินปัน ผลจากเงินประเภทอื่นนอกจากเงินกำไรจะกระทำมิได้ ในกรณีที่บริษัทยังมียอดขาดทุนสะสมอยู่ ห้ามมิให้จ่ายเงินปันผล"

²⁷ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา มาตรา 119 "เมื่อได้รับอนุมัติ จากที่ประชุมผู้ถือหุ้นแล้ว บริษัทอาจ โอนทุนสำรองตามมาตรา 51 ทุนสำรองตามมาตรา 116 หรือ เงินสำรองอื่น เพื่อชดเชยผลขาดทุนสะสมของบริษัทก็ได้"

การชดเชยผลขาดทุนสะสมตามวรรคหนึ่ง ให้หักชดเชยจากเงินสำรองอื่นก่อนแล้วจึงหัก จากทุนสำรองตามมาตรา 116 และทุนสำรองตามมาตรา 51 ตามลำดับ

- เงินส่วนล้ามูลค่าหุ้น

ตามมาตรา 51 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535²⁸ เงินทุนสำรองส่วนนี้ กฎหมายก็อนุญาตให้บริษัทโอนมาใช้เพื่อชดเชยผลขาดทุนสะสมของบริษัทได้ หากได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น ได้เช่นกัน

ดังนั้น ผู้เขียนจึงเห็นว่ากฎหมายควรอนุญาตให้บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายที่อาจมีผลประกอบการขาดทุนสะสมอยู่ สามารถใช้เงินส่วนเงินทุนสำรองเพื่อซื้อหุ้นคืนได้ แต่การกระทำดังกล่าวต้องอยู่ภายใต้หลักความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท และการซื้อหุ้นคืนต้องไม่ทำให้สินทรัพย์ลดลงเหลือน้อยกว่าหนี้สินด้วย ทั้งนี้ เพื่อให้ยังคงหลักการเรื่องเงินทุนสำรองตามกฎหมายนั้นมีไว้เพื่อเป็นหลักประกันการชำระหนี้ของเจ้าหนี้นั่นเอง

สำหรับการตีราคาสินทรัพย์ถาวรของบริษัทที่เพิ่มขึ้น ณ ราคาปัจจุบัน เพื่อนำส่วนจากที่เพิ่มขึ้นจากมูลค่าที่ปรากฏในบัญชีไปซื้อหุ้นคืนตามที่อนุญาตให้กระทำได้ในกฎหมายบริษัทมหาชน เดลาแวร์ ผู้เขียนเห็นว่าความมุ่งหมายของหลักเกณฑ์ที่กำหนดเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน คือ เพื่อให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนได้โดยไม่กระทบถึงเงินทุนบริษัท ดังนั้นหากกฎหมายกำหนดให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนได้โดยคิดส่วนกำไรจากการตีราคาทรัพย์สินที่เพิ่มขึ้น อาจทำให้เกิดความไม่แน่นอนแก่เจ้าหนี้ได้ว่า ในขณะเวลาที่บริษัทต้องชำระหนี้คืน ราคาทรัพย์สินที่ดีไว้อาจจะลดลงอันส่งผลให้หนี้สินรวมต่ำกว่าทรัพย์สินรวมของบริษัทก็ได้ ผู้เขียนจึงเห็นว่าไม่ควรอนุญาตให้บริษัทคิดกำไรจากการตีราคามูลค่าทรัพย์สินส่วนที่เพิ่มขึ้น

2) เงินจากการก่อหนี้เพิ่ม

การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ "เงินสด" ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่บริษัทต้องใช้เพื่อนำไปเสนอซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้น เพราะในระยะเวลาอันจำกัดการชั่งเงินจำนวนหุ้นระหว่างผู้จะเข้าครอบงำกิจการกับตัวบริษัทผู้ถือหุ้นเองย่อมมีมาก ดังนั้นเพื่อมิให้บริษัทต้องอยู่ในฐานะที่เสียเปรียบผู้จะเข้าครอบงำกิจการ บริษัทจึงอาจก่อหนี้เพื่อนำเงินสดจำนวนหนึ่งไปซื้อหุ้นคืนได้ด้วย อย่างไรก็ตาม การก่อหนี้ของบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายก็ต้องอยู่บนหลักที่สำคัญ 2 ประการ คือ การก่อหนี้เพื่อซื้อหุ้นคืนนั้นต้องไม่กระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้คืนของบริษัท และบริษัทยังต้องมีสินทรัพย์มากกว่าหนี้สินรวมซึ่งรวมถึงหนี้ที่ก่อขึ้นเพื่อซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้ด้วย

²⁸ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 51 "ในกรณีที่บริษัทจะเสนอขายหุ้นสูงกว่ามูลค่าหุ้นที่จดทะเบียนไว้ บริษัทต้องให้ผู้จองหุ้นส่งใช้จำนวนเงินที่สูงกว่ามูลค่าหุ้นพร้อมกับเงินค่าหุ้น และนำค่าหุ้นส่วนที่เกินนี้ตั้งเป็นทุนสำรองส่วนล้ามูลค่าหุ้นแยกต่างหากจากทุนสำรองตามมาตรา 116"

3) เงินทุนบริษัท

กฎหมายบริษัทในต่างประเทศไม่ว่ากฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบ กฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์ กฎหมายบริษัทออสเตรเลียต่างก็ไม่อนุญาตให้บริษัทซื้อหุ้นคืนโดยใช้เงินทุนบริษัทได้ เนื่องจากส่งกระทบโดยตรงต่อโครงสร้างเงินทุนบริษัท และเป็นช่องทางที่จะก่อให้เกิดความเสียหายแก่บริษัท ผู้ถือหุ้น และเจ้าหน้าที่บริษัทได้มากที่สุด ดังนั้นบริษัทจึงไม่ควรใช้เงินทุนเรือนหุ้นเพื่อซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้

ดังนั้น เพื่อให้การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ กฎหมายควรอนุญาตให้บริษัทใช้เงินส่วนใดๆ ที่นอกเหนือจากเงินทุนเรือนหุ้นของบริษัทมาซื้อหุ้นได้ ซึ่งอาจจะเกินกว่าเงินกำไรสะสมก็ได้ เพื่อเปิดช่องให้บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายซึ่งมีผลประกอบการขาดทุนสะสม สามารถนำวิธีการซื้อหุ้นคืนมาป้องกันตนเองจากการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรได้ แต่ทั้งนี้การซื้อหุ้นคืนไม่ว่าจะใช้จากแหล่งใดต้องอยู่บนหลักสำคัญ 2 ประการ ดังนี้

ประการแรก การซื้อหุ้นคืนต้องไม่กระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท และ

ประการที่สอง การซื้อหุ้นคืนนั้นต้องไม่ทำให้สินทรัพย์รวมของบริษัทเหลือน้อยกว่าหนี้สินรวม (รวมถึงหนี้ที่ก่อเพื่อซื้อหุ้นคืนด้วย)

3.4 กระบวนการขั้นตอนในการพิจารณาซื้อหุ้นคืน

ในประเทศสหรัฐอเมริกา ทั้งกฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบ และกฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์ต่างก็กำหนดให้เป็นอำนาจของคณะกรรมการในการพิจารณาซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการเช่นเดียวกับการดำเนินธุรกิจทั่วไปของบริษัท ส่วนกฎหมายบริษัทออสเตรเลียกำหนดให้การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการควรได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อนในการซื้อหุ้นคืนทุกรูปแบบ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นมีโอกาสอย่างเท่าเทียมในการใช้สิทธิที่จะเลือกและตัดสินใจเกี่ยวกับผู้จะเข้ามามีอำนาจกำหนดนโยบายบริษัท มิฉะนั้นการกระทำดังกล่าวอาจถูกคณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการประกาศเป็นการกระทำที่ไม่ชอบด้วยกฎหมายได้

สำหรับประเทศไทย ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 250/1, ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและปฏิบัติการใดๆ ของบริษัทจดทะเบียนเมื่อบริษัทจดทะเบียนซื้อหุ้นคืนและจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน

(ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2545 หมวด 1 ข้อ 5 (3) และประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 6/2552 เรื่อง การกระทำการหรืองดเว้นกระทำการในประการที่น่าจะมีผลต่อการทำคำสั่งเสนอซื้อหลักทรัพย์ ของกิจการ กำหนดให้การซื้อหุ้นคืนในระหว่างที่บริษัทถูกทำคำสั่งเสนอซื้อควรได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อน ซึ่งใกล้เคียงกับบทบัญญัติตามที่กำหนดไว้ในกฎหมายบริษัทของออสเตรเลีย ที่ให้อำนาจแก่ผู้ถือหุ้นเป็นผู้พิจารณาอนุมัติเพื่อให้การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการเป็นไปตามเจตนารมณ์ของผู้ถือหุ้นโดยรวมอย่างแท้จริง

อย่างไรก็ตาม การให้อำนาจที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นผู้พิจารณาอนุมัติการซื้อหุ้นคืนเพื่อการครอบงำกิจการนั้น คงมีปัญหาและอุปสรรคจากกระบวนการขั้นตอนของการนัดเรียก และการจัดประชุมผู้ถือหุ้นที่อาจทำให้เกิดความล่าช้าไม่ทันท่วงที และอาจไม่เหมาะสมต่อวิธีการซื้อหุ้นคืน เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ กฎหมายกำหนดให้คณะกรรมการต้องจัดทำหนังสือนัดประชุม ระบุสถานที่ วัน เวลา ระเบียบวาระการประชุม และเรื่องที่จะเสนอต่อที่ประชุมพร้อมด้วยรายละเอียดตามสมควร โดยระบุให้ชัดเจนว่าเป็นเรื่องที่จะเสนอเพื่อทราบ เพื่ออนุมัติ หรือเพื่อพิจารณาแล้วแต่กรณี รวมทั้งความเห็นของคณะกรรมการในเรื่องดังกล่าวและจัดส่งให้ผู้ถือหุ้น และนายทะเบียนทราบไม่น้อยกว่า 7 วันก่อนวันประชุม ทั้งนี้ให้โฆษณาคำบอกกล่าวนัดประชุมในหนังสือพิมพ์ไม่น้อยกว่า 3 วันก่อนวันประชุมด้วย²⁹ กระบวนการขั้นตอนต่าง ๆ ดังกล่าวอาจก่อให้เกิดผลกระทบต่อการใช้วิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการที่ต้องการดำเนินการให้เป็นไปอย่างระมัดระวังและเป็นความลับที่สุด อันเป็นมาตรการที่จะให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้อย่างทันท่วงที ภายในระยะเวลาที่เหมาะสมซึ่งมีอย่างจำกัด

กฎหมายจึงจำเป็นต้องมีมาตรการที่เหมาะสม เพื่อส่งเสริมให้บริษัทสามารถใช้วิธีการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการครอบงำกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในขณะที่เดียวกันยังคงรักษาหลักการที่ผู้ถือหุ้นต้องมีส่วนร่วมในการตัดสินใจในเรื่องที่มีความสำคัญเช่นนี้ด้วย

กฎหมายออสเตรเลียกำหนดให้บริษัทอาจซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการโดยมีเงื่อนไขว่าจะมีมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นในภายหลังได้³⁰ หากคณะกรรมการพิสูจน์ให้เห็นที่พอใจต่อคณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการได้ถึง

- (1) มูลค่าความเสียหายของบริษัท ในกรณีที่มีการจัดประชุมเพื่อขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อกระทำการนั้น
- (2) เหตุผลที่การกระทำนั้นต้องเสร็จสิ้นลงก่อนได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น

²⁹ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 110

³⁰ Guidance Note 12: Frustrating Action item 12.40 - 12.41

ในทางปฏิบัติ บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรในประเทศออสเตรเลียมักจะดำเนินการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการไปก่อนแล้วจึงมีมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่ออนุมัติการกระทำดังกล่าวในภายหลัง เพราะในการจัดประชุมผู้ถือหุ้นบริษัทต้องดำเนินการตามขั้นตอนที่กฎหมายกำหนดไว้ ทำให้การจัดประชุมไม่อาจเกิดขึ้นทันกำหนดเวลาที่จะต้องกระทำเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ซึ่งหากคณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการพิจารณาแล้วเห็นว่าไม่เหตุอันควร การกระทำดังกล่าวก็คือว่าชอบด้วยกฎหมาย

สำหรับประเทศไทย หากให้คณะกรรมการดำเนินการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการก่อนแล้วจึงขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นในภายหลังในทำนองเดียวกันกับของประเทศออสเตรเลีย โดยกฎหมายไม่ได้กำหนดเงื่อนไข หรือมีบทบัญญัติอื่นรองรับในเรื่องผลของการกระทำของคณะกรรมการแล้ว อาจเป็นช่องทางให้คณะกรรมการใช้อำนาจดังกล่าวไปเพื่อประโยชน์ส่วนตนได้โดยง่าย ดังนั้น ผู้เขียนจึงเห็นว่าเพื่อให้เกิดความรวดเร็วเหมาะสมกับสถานการณ์ที่มีการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร กฎหมายจึงควรบัญญัติให้บริษัทอาจกำหนดในข้อบังคับของบริษัทให้อำนาจคณะกรรมการในการพิจารณาอนุมัติการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้ กล่าวคือ บริษัทที่มีข้อบังคับของบริษัทกำหนดให้คณะกรรมการมีอำนาจในการพิจารณาอนุมัติการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการครอบงำกิจการนั้น คณะกรรมการก็จะมีอำนาจทำได้โดยไม่จำเป็นต้องใช้มติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ด้วยเหตุผลที่ว่า ที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้นเป็นผู้ตั้งข้อบังคับของบริษัท ต้องได้พิจารณาแล้วว่าคณะกรรมการบริษัทมีความน่าเชื่อถือและความซื่อสัตย์สุจริตเพียงพอที่จะมอบอำนาจให้พิจารณาตัดสินใจในเรื่องนั้น จึงมอบอำนาจของที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้โดยผ่านทางข้อบังคับของบริษัท

สำหรับเรื่องมติของที่ประชุมคณะกรรมการในการพิจารณารณีทั่วไป กฎหมายกำหนดให้การวินิจฉัยชี้ขาดของที่ประชุมคณะกรรมการให้ถือเสียงข้างมาก³¹ ซึ่งผู้เขียนเห็นว่าเพื่อให้ผู้ถือหุ้นที่ได้มอบอำนาจให้คณะกรรมการผ่านทางข้อบังคับที่ได้ตั้งขึ้นนั้นเกิดความมั่นใจได้ว่าการพิจารณาตัดสินใจซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการของคณะกรรมการจะไม่ถูกใช้

³¹ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 80 วรรคสอง และวรรคสาม การวินิจฉัยชี้ขาดของที่ประชุมให้ถือเสียงข้างมาก

กรรมการคนหนึ่งมีเสียงหนึ่งในการลงคะแนน เว้นแต่กรรมการซึ่งมีส่วนได้เสียในเรื่องใด ไม่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนในเรื่องนั้น ถ้าคะแนนเสียงเท่ากัน ให้ประธานในที่ประชุมออกเสียงเพิ่มขึ้นอีก เสียงหนึ่งเป็นเสียงชี้ขาด

เป็นเพียงเครื่องมือเพียงเพื่อรักษาประโยชน์ส่วนตนของคณะกรรมการหรือผู้ถือหุ้นบางกลุ่ม จึงควรกำหนดให้มติที่ประชุมคณะกรรมการที่อนุมัติให้บริษัทซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ต้องได้เสียงข้างมากเป็นพิเศษ (Super Majority) เช่น กำหนดว่าต้องได้เสียงไม่น้อยกว่า 2 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด (ไม่ใช่เพียงเท่าที่มาประชุม)

เมื่อคณะกรรมการดำเนินการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการเสร็จสิ้นแล้ว คณะกรรมการต้องมีหน้าที่นำรายละเอียดเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ มานำเสนอต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นอีกด้วย เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้ตรวจสอบถึงกระบวนการขั้นตอนในการพิจารณาตัดสินใจของคณะกรรมการว่าเป็นไปโดยสุจริต รักษาผลประโยชน์ของบริษัท และเป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวมอย่างแท้จริง

นอกจากนี้ หากผู้ถือหุ้นเห็นว่า การกระทำของคณะกรรมการที่ตัดสินใจซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการครอบงำกิจการนั้น เป็นการกระทำที่คณะกรรมการทำโดยไม่เข้าหลักเกณฑ์และทำให้บริษัทได้รับความเสียหาย บริษัทอาจฟ้องให้กรรมการรับผิดชอบในความเสียหายที่เกิดขึ้น และหากบริษัทไม่ฟ้อง ผู้ถือหุ้นก็อาจดำเนินการฟ้องกรรมการแทนบริษัทได้ด้วย หรือในกรณีที่ผู้ถือหุ้นทราบว่า กรรมการกำลังจะดำเนินการแล้วทำให้บริษัทอาจได้รับความเสียหาย ผู้ถือหุ้นอาจร้องขอต่อศาลเพื่อขอให้ศาลสั่งระงับการกระทำดังกล่าว รวมทั้ง อาจขอให้ศาลสั่งถอดถอนกรรมการได้ด้วย ทั้งนี้ อาศัยบทบัญญัติ มาตรา 85 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ซึ่งเป็นบทบัญญัติคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นในบริษัท

3.5 รูปแบบการซื้อหุ้นคืน

การซื้อหุ้นคืนในรูปแบบใดจะเหมาะสมกับกรณีซื้อหุ้นคืนเพื่อวัตถุประสงค์ในการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการในประเทศไทย

3.5.1 การซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์

การซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้อาจทำให้ราคาหุ้นของบริษัทเป้าหมายสูงขึ้นโดยไม่ทราบสาเหตุ ดังนั้นกฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศต่างๆจึงกำหนดมาตรการเพื่อป้องกันการกระทำที่เป็นการปั่นหุ้น อันจะส่งผลกระทบต่อความมีประสิทธิภาพของตลาด เช่น กฎหมายหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกากำหนดให้การซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ในวันหนึ่งรวมกันแล้วไม่เกิน 100 หุ้น หรือไม่เกินหน่วยการซื้อขายที่ใกล้เคียงที่สุดกับ 25% ของปริมาณซื้อขายเฉลี่ยระหว่าง 4 สัปดาห์ก่อน และสำหรับประเทศไทยเองก็กำหนดให้การซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้ต้องกระทำเฉพาะ

กรณีบริษัทซื้อหุ้นคืนไม่เกินกว่า 10% ของหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด การซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้จึงเหมาะสมในกรณีที่บริษัทต้องการซื้อคืนจำนวนหุ้นที่ไม่มาก และอาจต้องใช้ระยะเวลาานกว่าบริษัทจะสามารถซื้อหุ้นคืนได้ตามจำนวนที่ต้องการ

แม้ว่าการซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้จะทำให้เกิดการ Dilute ในหุ้นที่ไม่ได้ขายคืนให้กับบริษัท แต่หากกฎหมายกำหนดจำนวนที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืนได้ในจำนวนไม่มากแล้วผลกระทบดังกล่าวย่อมเกิดขึ้นได้น้อย และจากการศึกษาพบว่า การซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้ทำให้ราคาหุ้นในตลาดของบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายสูงขึ้นและส่งผลให้ผู้จะเข้าครอบงำกิจการล้มเลิกการเสนอซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในเวลาต่อมา ผู้เขียนจึงเห็นว่เพื่อประสิทธิภาพในการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการในประเทศไทยโดยเฉพาะกรณีของบริษัทนั้นทราบสถานการณ์ได้ว่าบริษัทอาจจะตกเป็นเป้าหมายการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร จึงควรให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์ได้ แต่ต้องภายใต้เงื่อนไขเรื่องจำนวนและระยะเวลาที่เหมาะสม ซึ่งปัจจุบันกฎหมายกำหนดให้บริษัทซื้อหุ้นคืนโดยผ่านตลาดหลักทรัพย์ได้ไม่เกิน 10% ของหุ้นที่จำหน่ายแล้วทั้งหมด และต้องกระทำภายในระยะเวลา 6 เดือนนับแต่วันเริ่มซื้อหุ้นคืน ก็ควรจะนำมาใช้กับการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์กรณีนี้เช่นกัน

3.5.2 การซื้อหุ้นคืนโดยการทำคำเสนอซื้อเป็นการทั่วไป

การซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้ มีกฎเกณฑ์เพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นที่เคร่งครัดกว่าการซื้อหุ้นคืนในกระดานตลาดหลักทรัพย์ เช่น ในกรณีที่มีจำนวนตอบรับคำเสนอซื้อซื้อมากกว่าจำนวนที่บริษัททำคำเสนอซื้อไว้ กฎหมายกำหนดให้บริษัทจะต้องรับซื้อตามสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ตอบรับแต่ละราย (ตามหลัก Pro Rata) ทำให้ผู้ถือหุ้นทุกรายได้รับการปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกัน อีกทั้งยังเป็นรูปแบบที่มีป้องกันการเข้าครอบงำกิจการภายในระยะเวลาที่จำกัดได้มีประสิทธิภาพมากที่สุดด้วย

อย่างไรก็ตาม การซื้อหุ้นคืนโดยการทำคำเสนอซื้อเป็นการทั่วไป โดยยกเว้นผู้จะเข้าครอบงำกิจการตามที่ปรากฏในคดี Unocal ซึ่งศาลมลรัฐเดลาแวร์ได้ตัดสินว่าบริษัทสามารถกระทำได้ หากการเสนอราคาเพื่อครอบงำกิจการนั้นไม่เพียงพอ การทำคำเสนอซื้อที่มีลักษณะบีบบังคับ ช่มชู้ ผู้เขียนเห็นว่าการกระทำดังกล่าวเป็นการเลือกปฏิบัติและทำให้เกิดความไม่เป็นธรรมในระหว่างผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นประเภทเดียวกัน จึงไม่ควรอนุญาตให้กระทำได้ อีกทั้งยังมีผู้เห็นว่าคำตัดสินของศาลในคดีนี้ย่อมเป็นคดีบรรทัดฐานสำหรับการตัดสินในคดีต่อมาในศาลมลรัฐเดลาแวร์ แต่ยังไม่พบว่ามีการตัดสินเช่นนี้ในศาลมลรัฐอื่น Weston เห็นว่าแม้ศาลจะเห็นว่า

การเข้าครอบงำกิจการเป็นไปในลักษณะบีบบังคับ (Coercion) แต่การเลือกปฏิบัติดังกล่าวอาจส่งผลในแง่ลบต่อผู้ถือหุ้นมากกว่าประโยชน์ที่ได้รับ³²

สำหรับประเด็นว่าการกำหนดราคาซึ่งมี 2 รูปแบบ คือ การกำหนดราคาแบบตายตัว และการกำหนดราคาแบบช่วงราคา ควรเป็นในรูปแบบใด ผู้เขียนเห็นว่า การซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อเสนอราคาที่ดีที่สุดแก่ผู้ถือหุ้น ในขณะที่เดียวกันบริษัทก็ควรเสียค่าใช้จ่ายน้อยที่สุดเพื่อไม่ให้กระทบถึงผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้ขายหุ้นให้กับบริษัท เพราะเงินที่บริษัทใช้ซื้อคืนคือเงินส่วนที่ผู้ถือหุ้นทุกรายควรจะได้รับ ดังนั้นเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดในการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ผู้เขียนจึงเห็นว่าควรใช้รูปแบบการกำหนดราคาแบบช่วงราคา (Dutch Auction) ด้วยเหตุผล 2 ประการ ดังนี้

- 1) การซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น ที่จะได้รับการเสนอซื้อในราคาที่ตนพอใจ ภายในช่วงราคาที่บริษัทกำหนดไว้ และ
- 2) บริษัทมีความมั่นใจได้ว่าจะได้รับคำตอบรับคำเสนอซื้อครบตามจำนวนที่ต้องการ ไม่ต้องอยู่ในภาวะหวั่นเกรงว่าบริษัทจะสามารถลดจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายได้ตามที่จำนวนที่ตั้งไว้หรือไม่

3.5.3 การซื้อหุ้นคืนเฉพาะราย

การเปิดช่องให้บริษัทสามารถเลือกซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งหรือรายใดรายหนึ่งถือว่าเป็นรูปแบบที่สำคัญสำหรับการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการที่มีประสิทธิภาพ เพราะบริษัทสามารถเลือกเจรจาซื้อหุ้นคืนจากกลุ่มผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งหรือจากกลุ่มบุคคลที่ประสงค์จะเข้าครอบงำกิจการได้โดยตรง นอกจากนี้ การซื้อหุ้นคืนเฉพาะรายอาจทำให้บริษัทเสียค่าใช้จ่ายน้อยกว่าการทำคำเสนอซื้อต่อผู้ถือหุ้นทุกราย อย่างไรก็ตาม การซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้อาจทำให้เกิดความไม่ธรรมแก่ผู้ถือหุ้นจำนวนมาก เนื่องจากบริษัทต้องใช้เงินจำนวนหนึ่งของบริษัท (ที่ควรจะถูกนำมาจัดสรรแก่ผู้ถือหุ้นทุกราย) ไปซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่ง ทำให้ประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวมตกแก่กลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเท่านั้น ดังนั้นเพื่อความคุ้มครองแก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยรายอื่นที่ไม่ได้มีส่วนเกี่ยวข้องในการซื้อหุ้นคืนนี้ บริษัทจึงควรพิจารณาชั่งน้ำหนักระหว่างประโยชน์จากการซื้อหุ้นคืนในรูปแบบนี้กับผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายอื่นที่จะถูกเลือกปฏิบัติว่าอย่างไรจะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นมากที่สุด อีกทั้งควรมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับกลุ่มบุคคลที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืน เพื่อให้เกิดความโปร่งใสว่าเงิน

³² Weston, Chung and Hoag, Mergers, Restructuring and Corporate Control. (PrenticeHall: Englewood-Cliffs, 1990). p. 542.

จำนวนดังกล่าวบริษัทมิได้ใช้เพื่อประโยชน์ของกรรมการหรือพวกพ้อง แต่เป็นไปเพื่อประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวมอย่างแท้จริง

3.6 การเปิดเผยข้อมูล

1) การเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ

ตามประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง แนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งกำหนดให้บริษัทต้องเปิดเผยสารสนเทศที่จำเป็นต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ให้ประชาชนทราบ โดยสารสนเทศดังกล่าวจะต้องถูกต้อง เพียงพอ และทันเวลา เว้นแต่กรณีที่มีการเปิดเผยข้อมูลโดยทันทีที่กระทบเป็นผลเสียต่อความสามารถของบริษัทในการที่จะดำเนินการตามวัตถุประสงค์เชิงธุรกิจของบริษัท ซึ่งในกรณีที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ การเปิดเผยต่อประชาชนถึงโครงการจะซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ(โดยเฉพาะแบบไม่เป็นมิตร)ดังกล่าว อาจเป็นผลให้บริษัทต้องเสียค่าใช้จ่ายในการซื้อหุ้นคืนสูงขึ้น เพราะการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะนอกจากมีผลกระทบต่อเรื่องราคาหุ้นที่จะซื้อคืนแล้ว การเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะยังทำให้ผู้จะเข้าครอบงำกิจการได้รู้ว่าการเข้าครอบงำกิจการของตนนั้นบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายกำลังจะใช้วิธีการซื้อหุ้นคืนเป็นเครื่องมือในการต่อสู้ด้วย ผู้จะเข้าครอบงำกิจการจึงอาจคิดหาวิธีการเพื่อตอบโต้วิธีการป้องกันดังกล่าว อันส่งผลให้วิธีการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการไม่เป็นผล หรือทำให้บริษัทไม่สามารถทำตามแผนการป้องกันได้ ดังนั้น ในสถานการณ์เช่นนี้ การเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะนั้นควรจะทำเมื่อใด และควรเปิดเผยข้อมูลใดบ้างจึงจะเหมาะสมนั้น กฎหมายควรกำหนดหลักเกณฑ์วิธีการเปิดเผยข้อมูลให้เหมาะสมกับกรณี โดยยังคงสามารถรักษาหลักการสำคัญของการใช้วิธีการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ(แบบไม่เป็นมิตร)ซึ่งต้องกระทำด้วยความรวดเร็ว ในเวลาที่กำหนด และเป็นความลับ

เมื่อพิจารณาแนวทางการเปิดเผยข้อมูลสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียนในกรณีบริษัทจดทะเบียนถูกครอบงำกิจการ³³ ที่กำหนดไว้ว่า ในระหว่างที่ผู้เสนอซื้อมีการเจรจากับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนที่ถูกครอบงำกิจการ ให้บริษัทจดทะเบียนดังกล่าวดูแลให้ผู้

³³ ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง แนวทางการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียนในกรณีบริษัทจดทะเบียน ถูกครอบงำกิจการ (บจ/ป 11-01)

เกี่ยวข้องกับการเจรจาต้องเก็บรักษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการเจรจาไว้เป็นความลับและดูแลให้ผู้ที่ทำหน้าที่เป็นตัวแทน ตัวกลาง ที่ปรึกษาทางการเงิน ต้องปฏิบัติหน้าที่ด้วยความรับผิดชอบตลอดจนการเก็บรักษาความลับของข้อมูลดังกล่าวไว้ด้วยความระมัดระวังยิ่ง และต้องติดต่อกับตลาดหลักทรัพย์ทันทีเมื่อสันนิษฐานว่าข้อมูลการเจรจาซื้อขายในระหว่างที่ยังไม่มีการประกาศต่อสาธารณชนอย่างเป็นทางการอาจถูกเปิดเผย และในกรณีที่สารสนเทศเกี่ยวกับการถูกรวบงำกิจการถูกเปิดเผยระหว่างที่มีการเจรจาในเบื้องต้น ให้บริษัทจดทะเบียนดังกล่าวเปิดเผยสารสนเทศนั้นต่อตลาดหลักทรัพย์ทันที โดยมีรายละเอียดดังนี้

- (ก) ขั้นตอนดำเนินการว่าปัจจุบันอยู่ในขั้นตอนใด
- (ข) ระยะเวลาที่คาดว่าจะสรุปผลเบื้องต้นได้
- (ค) ชื่อที่ปรึกษาทางการเงินของผู้เสนอซื้อและผู้ขาย (ถ้ามี)

ผู้เขียนเห็นว่า หลักการเปิดเผยสารสนเทศในกรณีบริษัทถูกรวบงำกิจการดังกล่าว ควรจะนำมาใช้กำหนดเป็นแนวทางสำหรับการเปิดเผยข้อมูลกรณีบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายการเข้าครอบงำกิจการจะใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ โดยมีสาระสำคัญ ดังนี้ เมื่อบริษัทจะใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ บริษัทควรกระทำอย่างมีความลับและด้วยความระมัดระวังยิ่ง และในกรณีที่สันนิษฐานได้ว่าข้อมูลดังกล่าวได้ถูกเปิดเผยไปยังสาธารณะก่อนการเปิดเผยข้อมูลอย่างเป็นทางการ บริษัทที่ใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการต้องเปิดเผยสารสนเทศเบื้องต้นต่อตลาดหลักทรัพย์ทันที คำว่า "สารสนเทศเบื้องต้น" นี้ ควรเป็นสารสนเทศที่เปิดเผยต่อสาธารณะแล้วจะไม่กระทบถึงความสามารถของบริษัทในการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ เช่น เปิดเผยว่าบริษัทมีมติที่จะซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ แต่รายละเอียดในส่วน of แหล่งเงินที่จะใช้ จำนวนที่จะซื้อคืน ควรได้มีข้อยกเว้นให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วนต่อสาธารณะเมื่อการดำเนินการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการสำเร็จลงแล้ว

รายละเอียดที่บริษัทต้องเปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์ และสาธารณะภายหลังการดำเนินการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการเสร็จสิ้น ควรมีรายละเอียดดังต่อไปนี้ จำนวนเงินที่บริษัทใช้ซื้อหุ้นคืน, จำนวนหุ้นที่ซื้อคืน คิดเป็นร้อยละเท่าใดของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด, ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทในส่วนกำไรสะสม หนี้สินที่จะถึงกำหนดชำระภายใน 6 เดือนข้างหน้า, แหล่งเงินที่ใช้ซื้อหุ้นคืน, จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อย, ผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นและบริษัทภายหลังการซื้อหุ้นคืน, วิธีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน, กำหนดระยะเวลาจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน หลักเกณฑ์การกำหนดราคาจำหน่าย และการซื้อหุ้นคืนในอดีตซึ่งเป็นรายละเอียดตามหลักเกณฑ์

ที่กำหนดไว้สำหรับการเปิดเผยข้อมูลกรณีบริษัทซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(2)³⁴ และผู้เขียนเห็นว่าเหมาะสมที่จะนำมาใช้สำหรับการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะในกรณีที่บริษัทซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการด้วย

2) การเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้น

บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการต่อผู้ถือหุ้นทันทีที่การกระทำดังกล่าวเสร็จสิ้นเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้พิจารณาว่าการกระทำดังกล่าวของคณะกรรมการเป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวมอย่างแท้จริงหรือไม่ โดยรายละเอียดที่บริษัทควรรายงานต่อผู้ถือหุ้นควรมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

- (1) ความจำเป็นที่บริษัทต้องซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ
- (2) ประโยชน์จากการซื้อหุ้นคืนต่อทั้งบริษัทและผู้ถือหุ้นเปรียบเทียบกับความเสียหายที่จะเกิดขึ้นกับบริษัทในกรณีที่การเข้าครอบงำกิจการนั้นสำเร็จลงรวมทั้งความเหมาะสมและเหตุผลของหลักเกณฑ์ที่ใช้ในการคำนวณราคาซื้อคืน
- (3) อธิบายว่าเหตุใดบริษัทจึงไม่เลือกที่จะใช้วิธีการอื่น
- (4) ความเป็นธรรมในรูปแบบ ราคาและเงื่อนไขของการซื้อหุ้นคืน
- (6) ความเพียงพอของเงินทุนหมุนเวียนของบริษัท โดยมีความเห็นของคณะกรรมการอิสระเกี่ยวกับ จำนวนเงินที่ใช้เพื่อซื้อหุ้นคืน และ ความเห็นของผู้เชี่ยวชาญอิสระเกี่ยวกับราคาหุ้นที่จะซื้อคืนด้วย

3.7 สถานะของหุ้นที่บริษัทได้มา

สำหรับการพิจารณาว่าหุ้นที่บริษัทได้มาเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการควรอยู่ในสถานะใดระหว่างหุ้นที่ได้รับอนุญาตแล้วแต่ยังไม่ออกจำหน่าย หุ้นคงคลัง หรือหุ้นที่ถูกยกเลิก

ผู้เขียนเห็นว่า หากกฎหมายกำหนดให้บริษัทต้องยกเลิกหุ้น (Cancelled Shares) เช่นที่กฎหมายบริษัทออสเตรเลียกำหนดไว้ย่อมไม่เป็นประโยชน์ต่อบริษัทในการกรณีบริษัทซื้อหุ้นคืนใน

³⁴ ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการใดๆของบริษัทจดทะเบียนเมื่อบริษัทจดทะเบียนซื้อหุ้นของบริษัทคืนและจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน พ.ศ. 2544

กรณีนี้ โดยเฉพาะในกรณีที่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการเข้าถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายในจำนวนมาก เนื่องจากการลดจำนวนที่ออกจำหน่าย จะทำให้สัดส่วนสิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้นแต่ละรายเพิ่มขึ้น ซึ่งรวมถึงสิทธิออกเสียงของผู้จะเข้าครอบงำกิจการด้วย และเมื่อสิทธิออกเสียงของผู้จะเข้าครอบงำกิจการมากขึ้น ในกรณีที่ฝ่ายบริหารของบริษัทเป้าหมายถือหุ้นในจำนวนที่ไม่มากพอ การควบคุมให้มติที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นไปตามความประสงค์ผู้จะเข้าครอบงำก็ย่อมเป็นไปได้โดยง่าย เช่น บริษัทมีหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วจำนวน 5,000 หุ้น ผู้จะเข้าครอบงำกิจการเข้าถือหุ้นอยู่ 30% และทำข้อเสนอซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการทั้งหมด (อีก 70%ที่เหลือ) หากบริษัทเป้าหมายเสนอซื้อหุ้นคืน 30% และมีการยกเลิกหุ้นที่ซื้อคืน ย่อมเพิ่มสัดส่วนของผู้จะเข้าครอบงำที่จากเดิมมีอยู่ 30% เพิ่มเป็น 42.85%

นอกจากนั้น เมื่อพิจารณากฎหมายบริษัทอังกฤษซึ่งเป็นที่มาของบทบัญญัติเรื่องสถานะหุ้นที่บริษัทซื้อคืนในกฎหมายบริษัทออสเตรเลีย ซึ่งแต่เดิมกำหนดให้หุ้นที่บริษัทซื้อคืนต้องถูกยกเลิก แต่เนื่องจากผู้ร่างกฎหมายเห็นว่า เมื่อบริษัทซื้อหุ้นคืนมาแล้วต้องถูกบังคับให้ยกเลิก ทำให้เสียเวลาบริษัทที่จะต้องมาจดทะเบียนออกหุ้นเพิ่มทุนใหม่ในเวลาต่อมา จึงเห็นควรให้แก้ไขกฎหมายในส่วนดังกล่าว³⁵ ดังนั้นกฎหมายปัจจุบัน (The Company Act 2006) จึงกำหนดให้หุ้นที่บริษัทซื้อคืนมาอาจอยู่ในสถานะหุ้นคงคลัง (Treasury share) ได้ โดยกำหนดเงื่อนไขไว้ดังนี้³⁶

1. หุ้นนั้นต้องเป็นหุ้นของบริษัทจดทะเบียน (Listed Shares) ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเรียกหุ้นประเภทนี้ว่า "Qualifying Shares"
2. เงินที่บริษัทใช้ซื้อหุ้นคืนนั้นต้องเป็นเงินส่วน Distributable Profit ต้องไม่ใช่เงินที่ได้จากการออกหุ้นใหม่ เพื่อไม่ให้เกิดความยุ่งยากในทางบัญชีในการลงหุ้นคงคลัง
3. บริษัทจะถือหุ้นคงคลังได้ไม่เกินกว่า 10% ของมูลค่าหุ้นที่จำหน่ายแล้วในหุ้นประเภทนั้นๆ หากบริษัทมีหุ้นที่ซื้อคืนเกินกว่า 10% บริษัทต้องจำหน่ายหรือยกเลิกหุ้นส่วนที่เกินดังกล่าว ภายใน 12 เดือน

สำหรับประเด็นว่าหุ้นที่ซื้อคืนควรอยู่ในสถานะเป็นหุ้นได้รับอนุญาตแล้วแต่ยังไม่ออกจำหน่ายเช่นที่กำหนดไว้ในกฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบของสหรัฐอเมริกา หรือหุ้นคงคลังตามที่กำหนดไว้ในกฎหมายไทยปัจจุบัน ผู้เขียนเห็นว่า แต่เดิมกฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบของสหรัฐอเมริกาในปี 1950 กำหนดให้หุ้นที่บริษัทซื้อคืนอยู่ในสถานะเป็นหุ้นคงคลัง หรือ Treasury

³⁵ Derek, French, (12th ed.). Blackstone's Statutes on Company Law 2008 - 2009 (Oxford University Press)

³⁶ The Company Act 2006 Chapter 6 Part 18

Shares แต่ต่อมาในปี 1984 ได้แก้ไขกฎหมายให้หุ้นที่บริษัทซื้อคืนอยู่ในสถานะเป็นหุ้นได้รับอนุญาตแล้วแต่ยังไม่ออกจำหน่าย ด้วยเหตุผลว่าบริษัทสามารถนำหุ้นประเภท Treasury Shares มาออกจำหน่ายใหม่ได้ โดยไม่ถูกจำกัดในเรื่องราคาจำหน่าย ดังนั้นบริษัทจึงนำมาใช้เพื่อหลีกเลี่ยงบทบัญญัติว่าด้วยการห้ามขายหุ้นต่ำกว่าราคาจดทะเบียน แต่เมื่อพิจารณาหุ้นคงคลัง หรือ Treasury Shares ตามกฎหมายไทยแล้ว จะเห็นว่าไม่มีหลักเกณฑ์กำหนดราคาสูงสุดและต่ำสุดในหุ้นที่บริษัทจะจำหน่ายออกไปได้อย่างชัดเจน หุ้นคงคลัง (Treasury Shares) ตามกฎหมายไทยจึงมีสถานะต่างจากหุ้น Treasury Shares ตามกฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบของสหรัฐอเมริกาในปี 1950

ผู้เขียนจึงเห็นว่า สถานะหุ้นที่บริษัทซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนี้ ควรอยู่ในสถานะเป็นหุ้นคงคลัง (Treasury Share) เช่นเดียวกับสถานะหุ้นที่บริษัทซื้อคืนตามที่พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 66/1 กำหนดไว้ โดยหุ้นดังกล่าวจะไม่มีสิทธิออกเสียงและไม่ถูกนับเป็นองค์ประชุมเพื่อไม่ให้เกิดปัญหาการใช้สิทธิออกเสียงไปในทางเอื้อประโยชน์ของกรรมการและพวกพ้อง อีกทั้งกฎหมายยังกำหนดให้บริษัทถือหุ้นดังกล่าวไว้จนกว่าจะถึงกำหนดเวลาที่ต้องจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนออกไป และในกรณีที่บริษัทจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนออกไปได้ทั้งหมดภายในกำหนดเวลาแล้ว การซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้จะไม่กระทบถึงเงินทุนจดทะเบียนของบริษัทแต่อย่างใด

สำหรับวิธีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน ผู้เขียนเห็นว่ากฎหมายควรเปิดช่องให้บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายสามารถจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนแก่กลุ่มผู้ถือหุ้นหรือบุคคลที่ภายนอกที่มีความสัมพันธ์อันดีต่อกันโดยเฉพาะเจาะจงได้³⁷ หรือสามารถนำหุ้นที่ซื้อคืนไปใช้ในโครงการจัดสรรหุ้นแก่พนักงาน (ESOP) เพื่อเป็นการสนับสนุนให้การซื้อหุ้นคืนกรณีนี้ เป็นไปตามวัตถุประสงค์ อีกทั้งยังสามารถป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตได้อีกวิธีการหนึ่งด้วย

³⁷ ศึกษาเพิ่มเติม Sang Gon Kim. (July 2007). "Treasury Shares as a Defence Mechanism Against Hostile Takeovers". (Retrieved January 5, 2009, from http://www.leeko.com/pdf/Article_SGK_8.pdf)

3.8 การให้ความคุ้มครองแก่บุคคลผู้เกี่ยวข้อง

เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้ อาจส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ ผู้จะเข้าครอบงำกิจการและนักลงทุน จึงควรมาตรการที่กฎหมายกำหนดเพื่อให้ความคุ้มครองแก่บุคคลดังกล่าว ดังนี้

3.8.1 การให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือหุ้น

มาตรการที่ควรมีเพื่อให้ผู้ถือหุ้นมั่นใจได้ว่า การพิจารณาตัดสินใจซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการของคณะกรรมการบริษัทจะมีใช่เป็นไปเพื่อประโยชน์ส่วนตัว แต่เป็นไปเพื่อพิทักษ์รักษาประโยชน์โดยรวมของผู้ถือหุ้น

1) สิทธิในการมีส่วนร่วมตัดสินใจของผู้ถือหุ้น

แม้โดยหลักการผู้ถือหุ้นควรมีส่วนสำคัญในการพิจารณาอนุมัติการใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ แต่หากกฎหมายกำหนดไว้อย่างเคร่งครัดโดยไม่มีข้อยกเว้น บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายอาจต้องเสียหายจากความล่าช้าในการจัดประชุมผู้ถือหุ้น หรือจากการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้นเพื่อมีมติอนุมัติที่ประชุมผู้ถือหุ้น ดังนั้นการที่กฎหมายกำหนดให้เป็นอำนาจแก่คณะกรรมการที่จะพิจารณาซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการไว้เป็นกรณีเฉพาะในข้อบังคับบริษัท เพื่อป้องกันไม่ให้บริษัทที่จะใช้วิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการต้องเสียหายจากความล่าช้าดังกล่าว อย่างไรก็ตามการกำหนดไว้ในข้อบังคับบริษัทย่อมเป็นสิ่งที่สะท้อนให้เห็นได้ว่าเป็นเจตนารมณ์โดยรวมของผู้ถือหุ้นที่จะให้คณะกรรมการเป็นผู้พิจารณาอนุมัติ

สำหรับมาตรการอื่นเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้มีส่วนร่วมมากขึ้น เช่น ควรให้สิทธิผู้ถือหุ้นคัดค้าน (Veto) หรือไม่³⁸ สิทธิดังกล่าวมีปรากฏในประเทศเยอรมันที่อนุญาตให้บริษัทสามารถใช้วิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการก่อนได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้ ในกรณีที่บริษัทจะมีการจัดการประชุมสามัญประจำปีในระยะเวลาอันใกล้อยู่แล้ว³⁹ ผู้เขียนเห็นว่าภายหลังจากที่คณะกรรมการได้ดำเนินการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแล้ว ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นเห็นว่าการดำเนินการดังกล่าวของคณะกรรมการเป็นไปโดยไม่สุจริต หรือมิได้เป็นไปเพื่อประโยชน์ของ

³⁸ เป็นรูปแบบที่มีการศึกษาเพื่อเสนอให้ใช้ในประเศจีน (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.

³⁹ *Ibid.*, pp. 193-196.

บริษัทหรือผู้ถือหุ้นโดยรวม ผู้ถือหุ้นมีสิทธิฟ้องร้องเรียกค่าสินไหมทดแทนจากคณะกรรมการได้อยู่แล้ว ดังนั้นสิทธิคัดค้านดังกล่าวจึงไม่มีความจำเป็นแต่อย่างใด

2) สิทธิในการฟ้องร้องคดี

การเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นใช้สิทธิฟ้องร้องคดีนับว่าเป็นมาตรการหนึ่งที่ใช้ในการตรวจสอบการดำเนินงานของคณะกรรมการ ซึ่งตามมาตรา 85 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มีบทบัญญัติเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นจากการกระทำของกรรมการไว้ดังนี้

“ในการดำเนินกิจการของบริษัท กรรมการต้องปฏิบัติหน้าที่ ให้เป็นไปตามกฎหมาย วัตถุประสงค์ และข้อบังคับของบริษัท ตลอดจนมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น ด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวังรักษาผลประโยชน์ของบริษัท

ในกรณีที่กรรมการคนใดกระทำการหรือละเว้นการกระทำใดอันเป็นการไม่ปฏิบัติตามวรรคหนึ่ง บริษัทหรือผู้ถือหุ้น แล้วแต่กรณี อาจดำเนินการได้ดังต่อไปนี้

(1) ถ้าการกระทำหรือละเว้นการกระทำนั้นเป็นเหตุให้บริษัทได้รับความเสียหายให้บริษัทเรียกค่าสินไหมทดแทนจากกรรมการคนนั้นได้

ในกรณีที่บริษัทไม่เรียกร้อย ผู้ถือหุ้นคนหนึ่งหรือหลายคนซึ่งถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละห้าของหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด จะแจ้งเป็นหนังสือให้บริษัทดำเนินการเรียกร้อยก็ได้ หากบริษัทไม่ดำเนินการตามที่ถูกฟ้องนั้นแจ้ง ผู้ถือหุ้นนั้นๆ จะนำคดีขึ้นฟ้องร้องเรียกค่าสินไหมทดแทนแทนบริษัทก็ได้

(2) ถ้าการกระทำหรือละเว้นการกระทำนั้นอาจทำให้เกิดความเสียหายแก่บริษัท ผู้ถือหุ้นคนหนึ่งหรือหลายคนซึ่งถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละห้าของหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด จะขอให้ศาลสั่งระงับการกระทำดังกล่าวก็ได้

ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นเป็นผู้ดำเนินการตามวรรคสอง ผู้ถือหุ้นจะขอให้ศาลสั่งให้กรรมการคนนั้นออกจากตำแหน่งก็ได้

ผู้ถือหุ้นซึ่งดำเนินการตามวรรคสองและวรรคสาม ต้องถือหุ้นของบริษัทอยู่ในขณะที่กรรมการคนนั้นกระทำการ หรือละเว้นการกระทำอันเป็นเหตุให้บริษัทเสียหายหรืออาจทำให้เกิดความเสียหายแก่บริษัท แล้วแต่กรณี”

ผู้เขียนเห็นว่า บทบัญญัติดังกล่าวให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือหุ้นในบริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการไว้อย่างเพียงพอ ไม่ว่าจะในการที่กรรมการดำเนินการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการโดยมิได้คำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือบริษัท ซึ่งการกำหนดให้สิทธิไว้ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 ของหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมดก็ไม่นับเป็นจำนวน

ที่มากเกินไป ที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นรวมกันจำนวนหนึ่งเห็นว่า การดำเนินการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการของคณะกรรมการนั้นก่อให้เกิดความเสียหายต่อบริษัทจะใช้สิทธิดังกล่าว

นอกจากนี้ ในการพิจารณาถึงการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการของคณะกรรมการ ข้อมูลที่คณะกรรมการต้องนำมานำเสนอต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นภายหลังการดำเนินการเสร็จสิ้นนับว่าเป็นข้อมูลสำคัญที่ผู้ถือหุ้นจะใช้ตรวจสอบว่าการกระทำดังกล่าวของคณะกรรมการเป็นไปเพื่อรักษาประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวมหรือไม่ และการกระทำดังกล่าวกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท ทำให้สินทรัพย์รวมเหลือน้อยกว่าหนี้สินหรือไม่ และในกรณีที่คณะกรรมการให้ข้อมูลอันเป็นเท็จ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 94 กำหนดให้กรรมการต้องรับผิดชอบร่วมกันเพื่อความเสียหายใดๆ อันเกิดขึ้นแก่ผู้ถือหุ้น และบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับบริษัท เว้นแต่จะพิสูจน์ได้ว่าตนมิได้มีส่วนในการกระทำความผิดนั้นด้วย

อย่างไรก็ตาม ในกรณีทั่วไปเพียงคณะกรรมการเพียงพิสูจน์ได้ว่าตนได้ปฏิบัติหน้าที่ ให้เป็นไปตามกฎหมาย วัตถุประสงค์ และข้อบังคับของบริษัท ตลอดจนมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวังรักษาผลประโยชน์ของบริษัทแล้ว การกระทำดังกล่าวย่อมผูกพันบริษัท แต่สำหรับกรณีคณะกรรมการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ผู้เขียนเห็นว่า กฎหมายควรกำหนดภาระในการพิสูจน์ให้สูงขึ้นกว่ากรณีทั่วไป เช่น กำหนดให้กรรมการต้องพิสูจน์ให้เห็นได้ว่าเหตุอันควรเชื่อได้ว่า การเข้าครอบงำกิจการนั้นจะก่อให้เกิดความเสียหายต่อบริษัทหรือผู้ถือหุ้น และวิธีการที่ใช้เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนั้นมิได้เกินกว่าเหตุ เพื่อเป็นมาตรการให้กรรมการใช้ความระมัดระวังสูงขึ้นในการพิจารณาเกี่ยวกับการนำวิธีการซื้อหุ้นคืนมาใช้เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ

3.8.2 การให้ความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้บริษัท

เพื่อให้เจ้าหนี้มั่นใจได้ว่าการซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้จะไม่กระทบถึงเงินทุนอันเป็นหลักประกันของเจ้าหนี้ มาตรการประการสำคัญคือ การไม่อนุญาตให้บริษัทซื้อหุ้นคืนโดยใช้เงินทุนเรือนหุ้นของบริษัทตามที่กล่าวมาแล้ว และแม้ว่าบริษัทจะใช้เงินที่ได้จากการก่อหนี้เพิ่ม หากกฎหมายกำหนดให้ชัดเจนว่า บริษัทจะกระทำได้เฉพาะกรณีที่บริษัทพิสูจน์ได้ว่าการก่อหนี้เพิ่มไม่กระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ที่มีอยู่ของบริษัท และในขณะก่อหนี้นั้นบริษัทมีสินทรัพย์รวมมากกว่าหนี้สินรวม (รวมถึงหนี้ที่ก่อขึ้นเพื่อซื้อหุ้นคืนด้วย) การซื้อหุ้นคืนในกรณีย่อมไม่กระทบต่อหลักประกันของเจ้าหนี้บริษัทแต่อย่างใด

นอกจากนี้ อาจมีประเด็นว่ากฎหมายควรมีมาตรการในเชิงรุกเพื่อให้เจ้าหนี้เข้ามามีส่วนร่วมในการพิจารณาตัดสินใจในการซื้อหุ้นคืนหรือไม่ ในต่างประเทศไม่พบว่ามีข้อกำหนดให้บริษัท

ต้องได้รับความยินยอมจากเจ้าหนี้ก่อนการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากโดยหลักการซื้อหุ้นคืนแล้ว กฎหมายจะไม่อนุญาตให้บริษัทซื้อหุ้นคืนโดยใช้เงินทุนบริษัท อีกทั้งก่อนการซื้อหุ้นคืนบริษัทต้องพิจารณาแล้วว่าการซื้อหุ้นคืนนั้นจะไม่กระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท เจ้าหนี้จึงไม่มีความเสี่ยงว่าตนจะได้รับความเสียหายจากการซื้อหุ้นคืน

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน พ.ศ. 2535 มาตรา 85 ซึ่งให้สิทธิแก่บริษัทและผู้ถือหุ้นที่จะฟ้องร้องเรียกค่าสินไหมทดแทนจากกรรมการในกรณีที่กรรมการกระทำการหรือไม่กระทำอันเป็นเหตุให้บริษัทเสียหาย แต่บทบัญญัติดังกล่าวจึงไม่เปิดช่องพอที่เจ้าหนี้จะใช้สิทธิเรียกร้องค่าสินไหมทดแทนจากกรรมการ ในกรณีที่กรรมการอนุมัติการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการทำให้เจ้าหนี้เสียหาย ผู้เขียนจึงเห็นว่ากฎหมายควรกำหนดให้เจ้าหนี้มีสิทธิฟ้องกรรมการให้รับผิดชอบเป็นการส่วนตัวได้หากการซื้อหุ้นในกรณีนี้เป็นเหตุให้เจ้าหนี้เสียหาย แต่อย่างไรก็ตาม ควรมีกำหนดระยะเวลาในการรับผิดชอบไว้ให้ชัดเจนเพื่อให้กรรมการบริษัทเป้าหมายสามารถปฏิบัติหน้าที่ได้โดยไม่ต้องกังวลต่อความรับผิดชอบที่อาจเกิดขึ้นภายหลังการตัดสินใจดำเนินการ เช่น กฎหมายบริษัทฉบับต้นแบบกำหนดไว้ให้กรรมการต้องรับผิดชอบเป็นการส่วนตัว หากบริษัทไม่สามารถชำระหนี้ได้ภายใน 2 ปีนับแต่วันที่ซื้อหุ้นคืนกฎหมายบริษัทมลรัฐเดลาแวร์ กำหนดให้กรรมการต้องรับผิดชอบในความเสียหายที่เกิดขึ้นภายใน 6 ปีนับแต่การซื้อหุ้นคืน

3.8.3 การให้ความคุ้มครองแก่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการ

ตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ ต้องมีการแข่งขัน และการเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้องและเพียงพอ ดังนั้นหากปล่อยให้บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายสามารถใช้วิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการในทุกกรณี ย่อมทำให้กลไกการแข่งขันในตลาดเสียไป ในประเทศสหรัฐอเมริกามีหลักการที่เรียกว่า "หลักความได้สัดส่วน" (Proportional Test) เพื่อพิจารณาวิธีการที่ใช้เพื่อป้องกันการการเข้าครอบงำกิจการโดยเปรียบเทียบกับอันตรายและความเสียหายที่จะเกิดจากการเข้าครอบงำแล้ว วิธีการที่ใช้ป้องกันต้องไม่รุนแรงเกินไป จนถึงขนาดที่จะเกิดการเข้าครอบงำไม่ได้โดยสิ้นเชิง

ส่วนกฎหมายออสเตรเลีย แม้จะไม่มีกำหนดถึงหลักความได้สัดส่วน แต่ได้มีการกำหนดให้สิทธิแก่ผู้จะเข้าครอบงำที่จะกำหนดเงื่อนไขไว้ในคำเสนอซื้อ เช่น กำหนดว่าผู้ทำคำเสนอซื้ออาจยกเลิกคำเสนอซื้อได้ในกรณีที่บริษัทเป้าหมายกระทำการอันมีผลต่อโครงสร้างทุนบริษัท ซึ่งเป็นการเปิดโอกาสให้ผู้จะเข้าครอบงำได้ถอนตัวจากการเข้าครอบงำที่ถูกละเมิดได้ อันเป็นมาตรการหนึ่งที่จะช่วยบรรเทาความเสียหายที่จะเกิดกับผู้จะเข้าครอบงำกิจการ

สำหรับกฎหมายไทยในปัจจุบันตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 6/2552 ได้กำหนดให้สิทธิแก่ผู้จะเข้าครอบงำที่จะกำหนดเงื่อนไขไว้ในคำเสนอซื้อ ในกรณีที่บริษัท

เป้าหมายทำการซื้อหุ้นคืนในระหว่างการทำคำเสนอซื้อได้เช่นกัน⁴⁰ แต่อย่างไรก็ตามอาจมีประเด็นว่า กฎหมายควรให้สิทธิแก่ผู้จะเข้าครอบงำฟ้องร้องคดีจากการใช้วิธีการเพื่อป้องกันแค่ไหน เพียงไร ผู้เขียนเห็นว่าในกรณีที่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการเห็นว่า บริษัทเป้าหมายกระทำการอันก่อให้เกิดความเสียหายแก่ตน ผู้จะเข้าครอบงำสามารถยื่นเรื่องดังกล่าวให้คณะอนุกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการให้ตัดสินได้อยู่แล้วจึงไม่มีความจำเป็นต้องนำคดีขึ้นสู่ศาลแต่อย่างใด

3.8.4 การให้ความคุ้มครองแก่นักลงทุน

เพื่อให้ให้นักลงทุนได้รับข้อมูลที่ถูกต้องเพื่อใช้ในการตัดสินใจลงทุน แม้ในระหว่างที่บริษัท ดำเนินการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการจะเป็นไปอย่างเป็นความลับ แต่หากมีข้อสันนิษฐานได้ว่าข้อมูลดังกล่าวอาจถูกเผยแพร่ไปยังสาธารณะก่อนการเปิดเผยอย่างเป็นทางการ บริษัทที่ทำการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการต้องเปิดเผยสารสนเทศเบื้องต้นต่อตลาดหลักทรัพย์ในทันที เพื่อมิให้นักลงทุนสำคัญผิดในสารสนเทศ

⁴⁰ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ.6/2552 เรื่อง การกระทำการหรืองดเว้น การกระทำการในประการที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ ข้อ 6