

การนำบทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out)  
มาใช้ในประเทศไทย



นางสาวอิสริยา วิมลรัตน์

ศูนย์วิทยพัชการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญานิติศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชานิติศาสตร์

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2552

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ADOPTION OF SQUEEZE OUT CONCEPT IN THAILAND



Miss Issariya Vimonrat

ศูนย์วิทยุทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Laws Program in Laws

Faculty of Law

Chulalongkorn University

Academic Year 2009

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์

การนำทฤษฎีเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นราย  
ย่อย (Squeeze Out) มาใช้ในประเทศไทย

โดย

นางสาวอิสริยา วิมลรัตน์

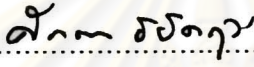
สาขาวิชา

นิติศาสตร์

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก


รองศาสตราจารย์ สำเรียง เมฆเกรียงไกร

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัยรับนี้เป็นส่วนหนึ่ง  
ของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

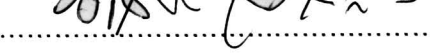
  
..... คณบดีคณะนิติศาสตร์  
(รองศาสตราจารย์ ดร.ศักดิ์ ธานีกุล)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

  
..... ประธานกรรมการ  
(ศาสตราจารย์พิเศษ สุชาติ ธรรมมาพิทักษ์กุล)

  
..... อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก  
(รองศาสตราจารย์ สำเรียง เมฆเกรียงไกร)

  
..... กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย  
(นายสุทธิชัย จิตรวาณิช)

  
..... กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย  
(รองศาสตราจารย์ พิเศษ เสตเสถียร)

อิสริยา วิมลรัตน์ : การนำบทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) มาใช้ในประเทศไทย. (ADOPTION OF SQUEEZE OUT CONCEPT IN THAILAND) อ. ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก : รองศาสตราจารย์ ลำเรียง เมฆเกรียงไกร, 148 หน้า.

จากการที่มาตรการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการควบคุมกิจการของประเทศไทย ยังไม่เพียงพอที่จะก่อให้เกิดความเป็นธรรมและประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายในกรณีที่บริษัทมีกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในปริมาณไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท กรณีจึงมีความจำเป็นที่จะต้องมีการศึกษาถึงบทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) ที่ประเทศต่าง ๆ ได้นำมาใช้แก้ปัญหาในส่วนนี้เพื่อหาแนวทางที่เหมาะสมที่จะนำมาปรับใช้กับปัญหาดังกล่าวในประเทศไทยต่อไป

การศึกษาวิจัยนี้ได้กระทำโดยการศึกษาถึงบทบัญญัติว่าด้วยการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) ในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษ ตลอดจนปัญหาที่เกิดจากการนำหลักการดังกล่าวไปปรับใช้รวมถึงคำพิพากษาของศาลที่วางหลักเพื่อช่วยแก้ปัญหาในทางปฏิบัติต่าง ๆ ทั้งนี้ เพื่อนำเสนอสาระสำคัญของความเหมาะสมในการนำเอาหลักการเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) มาใช้บังคับในประเทศไทย

จากการศึกษาวิจัยพบว่าการนำหลักการดังกล่าวมาปรับใช้ในประเทศไทยนอกจากจะช่วยให้ผู้เข้าครอบงำกิจการสามารถดำเนินการเพื่อให้บรรลุเป้าประสงค์ในการได้มาซึ่งหุ้นทั้งหมดของบริษัทได้อย่างถูกต้องชอบธรรมแล้วยังเป็นการปกป้องคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยจากการถูกดำเนินการใด ๆ อย่างไม่เป็นธรรมอันเนื่องมาจากการขาดอำนาจต่อรองอีกด้วย ดังนั้น จึงเห็นสมควรรับเอาหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) มาปรับใช้ในประเทศไทยโดยบัญญัติไว้เป็นส่วนหนึ่งของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

สาขาวิชา.....นิติศาสตร์..... ลายมือชื่อนิติศ.....  
ปีการศึกษา.....2552..... ลายมือชื่อ อ.ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก.....

## 5086051634 : MAJOR LAWS

KEYWORDS : MERGER/ ACQUISITION/ SQUEEZE OUT

ISSARIYA VIMONRAT : ADOPTION OF SQUEEZE OUT CONCEPT IN  
THAILAND. THESIS ADVISOR : ASSOC. PROF. SUMRIENG  
MEKKRIENGKRAI, 148 pp.

At present, Thai law provisions in relation to the merger and acquisition in Thailand is insufficient to provide fairness and optimal benefit to all relevant parties in the event that the minority shareholders hold not exceeding 10 per cent of the total issued shares of the company. It is therefore necessary to conduct research on the squeeze out provisions adopted by a number of foreign countries to solve this problem so that the appropriate measure could be explored to solve such problem in Thailand.


The research has been conducted by studying the squeeze out provisions adopted by the United States of America and the United Kingdom including the implications arising from the adoption of the squeeze out provisions as well as the court decisions in relation thereof in those countries which would be the basis for the adoption of the squeeze out concept in Thailand.

The outcome of the research shows that the adoption of the squeeze out concept in Thailand would not only provide the fair and lawfully measures for the business acquirer to achieve its purpose of acquiring the total number of issued shares in the company but also protect the minority shareholders from the abuse due to the lack of the bargaining power. Consequently, it is appropriate that the squeeze out concept would be adopted in Thailand by introducing it as part of the Securities and Exchange Act B.E. 2535.

Field of Study : Laws .....

Academic Year : 2009 .....

Student's Signature 

Advisor's Signature 



## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความกรุณาของรองศาสตราจารย์  
สำเรียง เมฆเกรียงไกร ที่ได้กรุณารับเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ตลอดจนให้คำแนะนำและ  
การตรวจแก้ไขวิทยานิพนธ์ด้วยความเอาใจใส่อย่างดีเยี่ยมโดยตลอด นอกจากนี้ยังได้รับความกรุณา  
จาก ศาสตราจารย์ (พิเศษ) สุชาติ ธรรมมาพิทักษ์กุล ซึ่งได้กรุณาให้เกียรติรับเป็นประธานกรรมการ  
ในการสอบวิทยานิพนธ์ และได้กรุณาให้คำแนะนำในการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์  
รวมตลอดถึงอาจารย์สุทธิชัย จิตรวานิช และรองศาสตราจารย์พิเศษ เสตเสถียร ซึ่งได้กรุณารับ  
เป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และได้สละเวลาอันมีค่ายิ่งในการให้ข้อคิดเห็นและคำปรึกษาหารือ  
ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนจึงขอโน้มระลึกถึงความกรุณาและกราบ  
ขอบพระคุณมา ณ ที่นี้

นอกจากนี้ วิทยานิพนธ์ฉบับนี้คงไม่อาจสำเร็จลงได้หากขาดความช่วยเหลือ  
ความเข้าใจ และการสนับสนุนในทุก ๆ ด้าน ของ คุณธนาธิป พิเศษฐวณิชย์โชค คุณอรุณี มหรร  
คุณชวลวรรค ศิวยาธร ผู้บังคับบัญชาของผู้เขียน รวมตลอดจนพี่น้อง และเพื่อน ๆ ในบริษัทที่  
ปรึกษากฎหมายธนาธิป แอนด์ พาร์ทเนอร์ส ทุกคน รวมถึงเพื่อน ๆ ที่ได้ร่วมศึกษาในจุฬาลงกรณ์  
มหาวิทยาลัย ที่คอยเป็นกำลังใจและช่วยเหลือผู้เขียนตลอดมา ความกรุณาของทุกท่านจะอยู่ใน  
ความทรงจำของผู้เขียนตลอดไป

ท้ายที่สุด ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณบิดามารดาพร้อมตลอดจนสมาชิกทุกท่านใน  
ครอบครัวของผู้เขียนเป็นอย่างสูงสำหรับกำลังใจอันสำคัญยิ่งในการฝ่าฟันอุปสรรคทุกประการ ซึ่ง  
หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีคุณค่าและประโยชน์ประการใด ผู้เขียนขอกราบเป็นกตเวทิตาแต่บิดา  
มารดา ครูบาอาจารย์ ตลอดจนผู้มีอุปการะคุณทุกท่านในการสนับสนุน และให้ความกรุณาผู้เขียน  
ในการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จนสำเร็จลุล่วงตามความมุ่งหมาย

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1    ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2    สมมติฐานของการวิจัย.....	4
1.3    วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	4
1.4    ขอบเขตของการศึกษาวิจัย.....	5
1.5    วิธีการศึกษาวิจัย.....	5
1.6    ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	5
บทที่ 2 สภาพทั่วไปของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ (Takeover).....	7
2.1    ความหมายของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ.....	7
2.2    สาเหตุแห่งการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ.....	9
2.3    รูปแบบของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ.....	13
2.3.1    แบ่งตามความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่เข้าซื้อหุ้นและบริษัท เป้าหมาย.....	13
2.3.2    แบ่งตามลักษณะการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ.....	15
2.3.3    แบ่งตามวัตถุประสงค์ของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ.....	15
2.4    กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของประเทศไทย.....	17
2.4.1    กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นภายใต้พระราชบัญญัติบริษัท มหาชนจำกัด.....	17
2.4.2    กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และประกาศอื่น ๆ ที่ออกโดย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์..	18
2.4.3    ข้อพิจารณาในการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในบริษัทที่มี หลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์.....	21

2.5	หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) ในต่างประเทศ.....	31
2.5.1	บทนำ.....	31
2.5.2	หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยของประเทศสหรัฐอเมริกา.....	32
2.5.3	หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยของประเทศอังกฤษ.....	79
2.6	ข้อแตกต่างระหว่างหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยของต่างประเทศและแนวทางปฏิบัติของประเทศไทย.....	92
2.6.1	ขอบเขตการปรับใช้หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย	92
2.6.2	วิธีการดำเนินกระบวนการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย...	94
2.6.3	การพิจารณาราคามูลค่าหุ้น.....	95
2.6.4	การตรวจสอบโดยศาล.....	99
<b>บทที่ 3</b>	<b>ปัญหาและผลกระทบอันเกิดจากการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นจำนวนน้อยมากในบริษัท.....</b>	<b>101</b>
3.1	ปัญหาและผลกระทบต่อกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่: กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่สามารถบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้โดยชอบด้วยกฎหมายและเป็นธรรม.....	101
3.2	ปัญหาและผลกระทบต่อกิจการ: กิจการต้องแบกรับภาระและค่าใช้จ่ายในการดำเนินการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยไม่จำเป็น.....	101
3.3	ปัญหาและผลกระทบต่อกลุ่มผู้ถือหุ้นข้างน้อยของกิจการ.....	103
3.3.1	ผู้ถือหุ้นข้างน้อยไม่มีสิทธิในการตรวจสอบและถ่วงดุลการบริหารจัดการบริษัท.....	104
3.3.2	ผู้ถือหุ้นข้างน้อยมีโอกาสที่จะถูกบีบบังคับให้ออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทอย่างไม่เป็นธรรมและไม่เหมาะสม.....	105
<b>บทที่ 4</b>	<b>บทวิเคราะห์.....</b>	<b>106</b>
4.1	ความไม่เพียงพอของหลักกฎหมายไทยในการแก้ไขปัญหาอันเกิดจากการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นจำนวนน้อยมากในบริษัท.....	106
4.1.1	ความไม่เพียงพอของมาตรการทางกฎหมายในอันที่กลุ่มผู้ถือ	



	หุ้นรายใหญ่จะบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย.....	106
4.1.2	การขาดมาตรการในการช่วยลดภาระและค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการดำเนินการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยไม่จำเป็น.....	107
4.1.3	ความไม่เพียงพอของช่องทางในการที่จะให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทอย่างเป็นธรรมและเหมาะสม.....	109
4.1.4	ความไม่เพียงพอของมาตรการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยตามกฎหมาย.....	115
4.2	วัตถุประสงค์และข้อดี ตลอดจนผลกระทบและข้อเสียของการปรับใช้หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย.....	118
4.2.1	วัตถุประสงค์และข้อดีของการใช้บังคับหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย.....	118
4.2.2	ผลกระทบและข้อเสียของการใช้บังคับหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย.....	121
<b>บทที่ 5 บทสรุปและข้อเสนอแนะ.....</b>		<b>124</b>
5.1	บทสรุป.....	124
5.1.1	เป็นการกำหนดวิธีการ เงื่อนไข และหลักเกณฑ์ที่สอดคล้องกฎหมายและเป็นธรรมในอันที่กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย.....	124
5.1.2	เป็นการช่วยลดภาระและค่าใช้จ่ายของกิจการในการดำเนินการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยไม่จำเป็น.....	125
5.1.3	เป็นการช่วยลดปัญหาและผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นกับผู้ถือหุ้นรายย่อยในกรณีที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นรายย่อยในปริมาณน้อยมากไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท.....	126
5.2	ข้อเสนอแนะ.....	127
5.2.1	ขอบเขตการปรับใช้หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย..	127
5.2.2	วิธีการดำเนินการระบวนการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย.....	129
5.2.3	การพิจารณาราคามูลค่าหุ้น.....	130
5.2.4	การตรวจสอบโดยศาล.....	138
5.2.5	ผลกระทบต่อกฎหมายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง.....	140

รายการอ้างอิง.....	144
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	148



ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

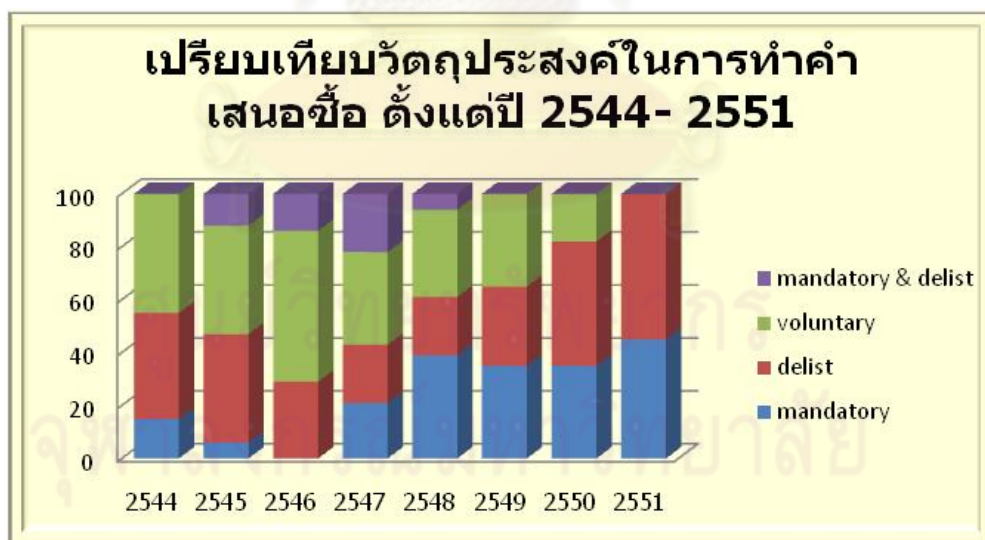
ในสภาวะปัจจุบันที่เศรษฐกิจของโลกกำลังเข้าสู่ภาวะถดถอยอันเนื่องมาจากวิกฤติการณ์สินเชื่อในสหรัฐอเมริกาซึ่งกำลังลุกลามไปสู่ภูมิภาคต่าง ๆ ของโลกอย่างรวดเร็วไม่ว่าจะเป็นประเทศในสหภาพยุโรปหรือแม้กระทั่งประเทศในภูมิภาคเอเชียเอง ทำให้การควบรวมกิจการเพื่อความอยู่รอด (Merger of Necessity) ได้รับความนิยมนมากขึ้น กล่าวคือบริษัทในทุกรัฐกิจต่างพยายามหาพันธมิตรทางธุรกิจที่มีความแข็งแกร่งทางการเงินมาร่วมกันช่วยฝ่าวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในครั้งนี้ นอกจากนี้บริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินจะพยายามหาพันธมิตรที่มีความเข้มแข็งมาช่วยพยุงตนเองให้อยู่รอดหรือควบรวมกันเองเพื่อให้มีสถานะทางการเงินที่มั่นคงขึ้นดังได้กล่าวข้างต้นแล้ว สภาวะเศรษฐกิจที่ถดถอยในปัจจุบันยังเปิดโอกาสให้บริษัทที่มีความมั่นคงทางการเงินสามารถหาซื้อกิจการอื่น ๆ มาควบรวมกิจการได้ในต้นทุนที่น้อยกว่าที่ควรจะเป็นเพื่อเป็นการลงทุนทำกำไรหรือเพื่อเป็นการขยายธุรกิจของตน ไม่ว่าจะเป็นการควบรวมกับกิจการที่ประกอบธุรกิจประเภทเดียวกันหรือที่เรียกว่าการควบรวมกิจการในแนวนอน (Horizontal Merger) หรือการควบรวมกับกิจการที่ประกอบธุรกิจที่แตกต่างกันแต่ยังคงอยู่ในสายการผลิตเดียวกันหรือที่เรียกว่าการควบรวมกิจการในแนวตั้ง (Vertical Merger) หรือการควบรวมกับกิจการที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกันเลย (Conglomerate Merger) ก็ตาม

การควบรวมกิจการดังกล่าวมานี้สามารถกระทำได้หลายวิธีไม่จะเป็นการเข้าซื้อทรัพย์สินหรือกิจการของบริษัทเป้าหมาย (Asset/Business Acquisition) การเข้าซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมายจากกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมเพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจควบคุมกิจการ (Share Acquisition) หรือการควบรวมกิจการตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์และพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (Amalgamation) ซึ่งแต่ละวิธีการนั้นก็มิใช่ข้อดีข้อเสียและข้อพึงพิจารณาทางกฎหมายที่แตกต่างกันไป ซึ่งวิธีการหนึ่งที่ได้รับนิยมน้อยกว่าหลายในการควบรวมกิจการ ได้แก่ การควบรวมกิจการโดยการเข้าซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมายจากกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทในจำนวนที่มากพอที่จะได้มาซึ่งอำนาจควบคุมบริษัท หรือที่อาจเรียกกันโดยทั่วไปว่าการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ (Takeover) จากข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับบริษัทที่มีการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (Tender Offer) ตามเกณฑ์ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดและบริษัทที่ขอผ่อนผันการ

ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์พบว่ามีการทำรายการรวบรวมกิจการผ่านการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการสำหรับกิจการที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตลอดระยะเวลาตั้งแต่ พ.ศ. 2542 ถึง พ.ศ. 2551 ทั้งสิ้นเกือบ 200 รายการ โดยสรุปจำนวนการทำคำเสนอซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการสรุปแยกตามรายปีได้ดังนี้



และสามารถสรุปจำแนกตามเหตุผลในการทำคำเสนอซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการได้ดังนี้<sup>1</sup>



<sup>1</sup> สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, สถิติการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ [ออนไลน์], 2 มกราคม 2552. แหล่งที่มา

ปัญหาหนึ่งที่มีมักจะเกิดขึ้นจากการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ คือ การที่ผู้ต้องการเข้าครอบงำกิจการแม้จะสามารถเข้าซื้อหุ้นในกิจการจนถึงระดับที่สามารถควบคุมการบริหารงานกิจการได้แล้ว หากแต่ไม่สามารถซื้อหุ้นในกิจการได้ทั้งหมด ยังคงเหลือผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในกิจการเป็นจำนวนหนึ่ง เช่น ไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท ซึ่งนอกจากจะไม่เป็นไปตามวัตถุประสงค์และเจตนารมณ์ของการเข้าครอบงำกิจการของผู้ครอบงำกิจการที่มักต้องการถือหุ้นเบ็ดเสร็จทั้งหมดในกิจการแล้ว การมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในกิจการเป็นจำนวนน้อย ๆ เช่นนี้ยังก่อให้เกิดปัญหาและความยุ่งยากให้แก่กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ อีกทั้ง ยังเป็นการก่อกวนระคายเคืองให้แก่อกิจการโดยไม่จำเป็นอีกด้วย

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาในแง่ของกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยเองแล้ว การมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในกิจการเป็นจำนวนน้อย ๆ ไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทนั้นยังส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือผู้ถือหุ้นข้างน้อยในบริษัทอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ย่อมมีอำนาจที่จะกำหนดความเป็นไปของบริษัทผ่านทางออกเสียงลงคะแนนในการประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทรวมถึงมติของคณะกรรมการเพื่อบริหารจัดการธุรกิจของบริษัทอีกด้วย ดังนี้ กฎหมายหลาย ๆ ฉบับจึงได้มีความพยายามที่จะบัญญัติบทบัญญัติอันเป็นการปกป้องคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อย เช่น สิทธิในการคัดค้านการดำเนินการที่สำคัญ ๆ ของบริษัท อาทิ การเพิ่มทุน การลดทุน การซื้อขายสินทรัพย์ที่มีนัยสำคัญต่อบริษัทผ่านทาง การกำหนดให้การดำเนินการต่าง ๆ เหล่านี้ต้องได้รับมติอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่าสามในสี่ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่เข้าร่วมประชุมและมีสิทธิออกเสียง ซึ่งข้อกำหนดเหล่านี้บัญญัติอยู่ในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์และพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 เป็นต้น อย่างไรก็ตาม บทบัญญัติดังกล่าวจะบรรลุเป้าประสงค์ในอันที่จะปกป้องคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยได้ก็ต่อเมื่อผู้ถือหุ้นข้างน้อยถือหุ้นในบริษัทเป็นจำนวนอย่างน้อยร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท ทำให้ในกรณีที่หากภายหลังการควบรวมกิจการโดยการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการแล้ว บริษัทเป้าหมายเหลือกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในปริมาณไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท ผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวก็จะได้ไม่ได้รับความคุ้มครองใด ๆ ตามกฎหมาย ไม่มีสิทธิในการบริหารจัดการบริษัท อีกทั้งยังไม่มีทางออกที่ดีและเหมาะสมในการออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทอีกด้วย อันจะทำให้ในที่สุดแล้วกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวต้องถูกบีบคั้นให้ขายหุ้นที่ตนมีอยู่ให้แก่กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในราคาที่ไม่เป็นธรรมและไม่มีกลไกทางกฎหมายใด ๆ จะสามารถเข้ามาช่วยเยียวยาความเสียหายและความไม่เป็นธรรมที่เกิดขึ้นได้อย่างเหมาะสม



ด้วยเหตุนี้เอง จึงจำเป็นที่จะต้องมีการพิจารณาถึงปัญหาต่าง ๆ ที่อาจจะเกิดขึ้นจากการที่ประเทศไทยขาดมาตรการในการดำเนินการในกรณีที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นข้างน้อยถือหุ้นอยู่ในบริษัทในปริมาณไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท รวมถึงจำเป็นที่จะต้องมีการศึกษาถึงมาตรการที่ประเทศต่าง ๆ ได้นำมาใช้แก้ปัญหาในส่วนนี้เพื่อหาแนวทางที่เหมาะสมที่จะนำมาปรับใช้กับปัญหาดังกล่าวในประเทศไทยต่อไป

## 1.2 สมมติฐานของการวิจัย

มาตรการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการควบคุมกิจการของประเทศไทยยังไม่เพียงพอที่จะก่อให้เกิดความเป็นธรรมและประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายในกรณีที่บริษัทมีกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในปริมาณไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท และการนำบทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) มาใช้ในประเทศไทยจะก่อให้เกิดผลดีกับกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่และบริษัทเป้าหมาย อีกทั้ง ยังเป็นการกำกับดูแลให้เกิดความเป็นธรรมแก่กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย

## 1.3 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

- (1) เพื่อให้ทราบถึงปัญหาอันเกิดจากการมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในบริษัทเป้าหมายในจำนวนไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท
- (2) เพื่อให้ทราบถึงหลักกฎหมายของไทยในการจัดการแก้ไขปัญหอันเกิดจากการมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในบริษัทเป้าหมายในจำนวนไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท
- (3) เพื่อให้ทราบถึงหลักการ เงื่อนไข และลักษณะของการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) ในต่างประเทศ
- (4) เพื่อให้ทราบถึงแนวทางในการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นจากการที่บริษัทมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในจำนวนไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท
- (5) เพื่อให้ทราบถึงความไม่เพียงพอของหลักกฎหมายของไทยในการจัดการและรองรับปัญหาอันเกิดจากการมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในบริษัทเป้าหมายในจำนวนไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท

- (6) เพื่อให้ทราบถึงความเหมาะสมในการปรับใช้หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) ในการแก้ปัญหาที่เกิดขึ้นจากการที่บริษัทมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในจำนวนไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทในประเทศไทย

#### 1.4 ขอบเขตของการศึกษาวิจัย

การศึกษานี้มุ่งศึกษาเฉพาะในรายละเอียดเกี่ยวกับการควบคุมกิจการของบริษัทเป้าหมายซึ่งเป็นบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์และความไม่เพียงพอของมาตรการที่จะนำมาแก้ไขปัญหาอันเกิดจากการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายเป็นจำนวนไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท ตลอดจนบทบัญญัติว่าด้วยการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) ในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษ อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้มิได้มุ่งศึกษาถึงบทบัญญัติว่าด้วยการบังคับให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือที่เรียกกันโดยทั่วไปว่า Sell Out Provisions แต่อย่างใด

#### 1.5 วิธีการศึกษาวิจัย

เป็นการวิจัยเชิงคุณภาพ โดยวิธีการศึกษาค้นคว้าจากเอกสาร (Documentary Research) กล่าวคือ เป็นการศึกษาวิจัยโดยการศึกษาค้นคว้าและวิเคราะห์จาก หนังสือ บทความ วารสาร จุลสาร กฎหมายในประเทศ กฎหมายต่างประเทศ เอกสารเผยแพร่ของหน่วยงานราชการหรือหน่วยงานเอกชน การสอบถามหน่วยงานที่เกี่ยวข้องต่างๆ ความคิดเห็นทางกฎหมาย วิทยานิพนธ์ และข้อมูลส่วนใหญ่เป็นข้อมูลที่ได้ผ่านทางเครือข่ายอินเทอร์เน็ต เพื่อที่จะนำข้อมูลมาสังเคราะห์เพื่อให้เป็นข้อเสนอแนะเชิงนโยบายต่อไป

#### 1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

- (1) ทำให้ทราบถึงปัญหาที่เกิดขึ้นจากการที่บริษัทมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในจำนวนไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท
- (2) ทำให้ทราบถึงหลักกฎหมายของไทยในการจัดการแก้ไขปัญหาอันเกิดจากการมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในบริษัทเป้าหมายในจำนวนไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท
- (3) ทำให้ทราบถึงหลักการ เงื่อนไข และลักษณะของการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) ในต่างประเทศ

- (4) ทำให้ทราบถึงแนวทางในการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นจากการที่บริษัทมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในจำนวนไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท
- (5) ทำให้ทราบถึงความไม่เพียงพอของหลักกฎหมายของไทยในการจัดการและรองรับปัญหาอันเกิดจากการมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในบริษัทเป้าหมายในจำนวนไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท
- (6) ทำให้ทราบถึงความเหมาะสมในการปรับใช้หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) ในการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นจากการที่บริษัทมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในจำนวนไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทในประเทศไทย



ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 2

### สภาพทั่วไปของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ (Takeover)

#### 2.1 ความหมายของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ

ความหมายของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ (Takeover) นั้นได้มีผู้ให้คำนิยามไว้ ซึ่งมีหลายแนวทาง ดังนี้

(ก.) Takeover อาจให้คำจำกัดความได้ว่า บุคคลใดหรือกิจการใด หรือกลุ่มของบุคคลหรือนิติบุคคลไม่ว่าจะอยู่ในรูปของบุคคลธรรมดาหรือนิติบุคคลก็ตาม ได้มาซึ่งอำนาจควบคุมเหนือสินทรัพย์ของบริษัทอีกบริษัทหนึ่ง ไม่ว่าจะโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อม โดยการกลายมาเป็นเจ้าของสินทรัพย์ของบริษัท หรือโดยได้อำนาจในการควบคุมการจัดการของบริษัท และถ้าเป็นบริษัทที่การถือหุ้นอยู่ในลักษณะปิด (Closely held) เช่น เป็นการถือหุ้นโดยบริษัทซึ่งมีจำนวนผู้ถือหุ้นน้อย ในกรณีเช่นนี้การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ จะเป็นไปการตกลงของผู้ถือหุ้นข้างมากของบริษัทเป้าหมาย ในกรณีที่หุ้นได้ถือโดยสาธารณชน โดยทั่วไปการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ อาจเกิดขึ้นได้ดังนี้

1. โดยข้อตกลงระหว่างผู้ซื้อหุ้นและผู้มีอำนาจควบคุมบริษัท (By Agreement between the Acquirer and the Controllers of the acquire Company)
2. โดยการซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ (By purchases of Shares on the Stock Exchange)
3. โดยวิธีการของการเสนอซื้อหุ้น (By Means of a "Takeover Bid")

(ข.) การได้มาซึ่งกิจการของบริษัทจำกัด Corporate Takeover หรือ Acquisition หมายถึง การที่บริษัทหนึ่งปฏิบัติการเพื่อให้ได้มา ซึ่งกิจการหรือทรัพย์สินของอีกบริษัทหนึ่งซึ่งอาจจะทำได้โดย 3 วิธีด้วยกันคือ การซื้อหุ้น ซื้อทรัพย์สิน หรือการเข้าไปควบ (Amalgamate) กับบริษัทที่ต้องการ<sup>2</sup>

<sup>2</sup> ภัชฎา รุจิเรข, "บทบาทของผู้ถือหุ้นและกรรมการในบริษัทจำกัดในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ," (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2537), หน้า 6 - 7.

อย่างไรก็ดี ในความคิดเห็นของผู้เขียนการซื้อกิจการหรือที่เรียกว่า “Takeover” นั้น หมายถึง การดำเนินการเพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจควบคุมในกิจการเป้าหมายเพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจในการควบคุมกิจการเป้าหมาย โดยการเข้าไปจัดการบริหารงานในกิจการเป้าหมาย หรือการเข้าไปรวมกิจการ เพื่อให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของตน หรืออาจเรียกได้อีกนัยหนึ่งว่า การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ

การเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการนั้นเป็นหนึ่งในวิธีการควบรวมกิจการที่ได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายหรือที่อาจเรียกได้อีกนัยหนึ่งว่าการควบรวมกิจการผ่านการได้มาซึ่งหุ้นของบริษัทเป้าหมาย (Share Acquisition) กล่าวคือ กิจการแห่งหนึ่งเข้าไปซื้อหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงของกิจการอีกแห่งหนึ่งทั้งหมดหรือบางส่วน โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะเข้าควบคุมกิจการนั้น ๆ โดยมากสัดส่วนการเข้าถือหุ้นที่เพียงพอต่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจนั้นคือการเข้าถือหุ้นได้ถึงจำนวนร้อยละ 51 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของบริษัท เนื่องจากสามารถควบคุมเสียงข้างมากในที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้ อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติบางครั้งการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการนั้นก็ไม่ได้จำเป็นต้องได้มาซึ่งหุ้นของกิจการถึงจำนวนดังกล่าว หากสามารถหาพันธมิตรทางธุรกิจที่เมื่อนับรวมจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงเข้าด้วยกันแล้วมีจำนวนถึงร้อยละ 51 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วของบริษัทก็ถือว่ามีอำนาจควบคุมกิจการเช่นกัน ในทำนองเดียวกัน สำหรับบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจะมีการกระจายการถือหุ้นรายย่อยเป็นจำนวนมาก การได้มาซึ่งหุ้นของบริษัทเหล่านั้นถึงจำนวนเพียงแค่อ้อยู่ที่ 25 ของจำนวนสิทธิออกเสียงของบริษัทก็อาจเพียงพอที่จะได้มาซึ่งอำนาจครอบงำบริษัทแล้ว

รูปแบบของการได้มาซึ่งหุ้นของกิจการนั้นอาจกระทำได้ทั้งการซื้อขายหุ้นและการแลกเปลี่ยนหุ้นกัน กล่าวคือ<sup>3</sup>

1. การซื้อหุ้น (Share Purchase) หมายถึง การที่บริษัทหนึ่งเข้าซื้อหุ้นในกิจการอีกแห่งหนึ่งซึ่งเป็นบริษัทเป้าหมาย (Target Company) ในจำนวนที่ทำให้สามารถเข้าควบคุมการบริหารจัดการในบริษัทเป้าหมายได้ โดยการเข้าซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมายในที่นี้ อาจเป็นการเข้าซื้อหุ้นแก่จากผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทเป้าหมาย หรือเป็นการจองซื้อหุ้นที่บริษัทเป้าหมายออกใหม่ก็ได้ ส่วนการชำระราคาหุ้นนั้นอาจชำระเป็นเงินหรือทรัพย์สินอย่างอื่นก็ได้แล้วแต่ข้อตกลงที่ได้ทำร่วมกัน

<sup>3</sup> กิติพงษ์ อรุณพัฒน์พงศ์, การควบรวมกิจการ โอกาสของธุรกิจไทย (กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2550), หน้า 5 – 6.



2. การแลกหุ้น (Share Swap) สามารถทำได้หลายวิธีที่นิยมกันคือบริษัทผู้ซื้อเสนอซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย โดยบริษัทผู้ซื้อออกหุ้นเพิ่มทุนของตนเพื่อเป็นค่าตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายที่ขายหุ้นให้ ผลก็คือ บริษัทผู้ซื้อเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นของในบริษัทเป้าหมาย ในขณะที่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทเป้าหมายก็กลายมาเป็นผู้ถือหุ้นใหม่ในบริษัทผู้ซื้อ โดยปกติแล้วหุ้นของบริษัทผู้ซื้อมักจะมีมูลค่าสูงกว่าหุ้นของบริษัทเป้าหมายทำให้การแลกเปลี่ยนหุ้นมักจะไม่อยู่ในสัดส่วนเดียวกันโดยขึ้นอยู่กับมูลค่าทรัพย์สินของบริษัทเป้าหมายและมูลค่าของหุ้นของบริษัทผู้ซื้อด้วย

การครอบงำทางธุรกิจหรือการครอบงำกิจการ (Takeover) นั้น มักใช้ในความหมายอย่างกว้าง กล่าวคือ ไม่ว่าจะใช้โดยวิธีใด ๆ แต่มีจุดมุ่งหมายเพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจในการกำหนดนโยบายในการบริหารในบริษัทเป้าหมาย แต่โดยทั่วไปการกล่าวถึงการครอบงำทางธุรกิจมักจะใช้เรียกกรณีที่มีการได้มาซึ่งหุ้น (Share Acquisition) โดยการทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการ (Tender Offer) ซึ่งเป็นการได้มาซึ่งหุ้นที่มีจำนวนมากพอที่จะเข้าไปกำหนดนโยบายและมีอำนาจการจัดการในบริษัทเป้าหมายนั้นด้วย<sup>4</sup>

## 2.2 สาเหตุแห่งการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ

ปัจจุบันนี้ บริษัทต่าง ๆ ล้วนแล้วแต่นิยมขยายกิจการของตนผ่านทางควบรวมกิจการกับบริษัทอื่น (External Growth) มากกว่าที่จะปล่อยให้บริษัทค่อย ๆ เติบโตขึ้นมาเองจากภายใน (Internal Growth) เนื่องจากการควบรวมกิจการนั้นจะก่อให้เกิดการผนึกกำลังของกิจการ (Synergies) อันเกิดจากการเพิ่มมูลค่าของกิจการภายหลังการควบรวมกิจการกัน เนื่องจากในการควบรวมกิจการนั้น บริษัทที่เกิดขึ้นภายหลังจากการควบรวมกิจการมักจะต้องมีมูลค่าทางเศรษฐกิจมากกว่าบริษัทเดิมก่อนรวมกิจการเข้าด้วยกันอันจะส่งผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทเดิมมีความมั่งคั่งทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นด้วย โดยผลของการมีมูลค่าทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นนี้จะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อบริษัทภายหลังการควบรวมกิจการหลายประการด้วยกัน กล่าวคือ

- (ก) ประโยชน์ในการดำเนินงานและการเงิน (Operation and Financial economies) ทำให้บริษัทใหม่สามารถลดความซับซ้อนในการดำเนินงานซึ่งนำไปสู่การ

<sup>4</sup> อนุภูต ตันติมาสน์, “บทบาทของกรรมการบริษัทมหาชนจำกัดในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ,” (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548), หน้า 11.

ประหยัดต่อขนาด (Economy of Scale) ในด้านต่าง ๆ เช่น การจัดการ การตลาด การผลิตหรือการบริการและช่องทางการจัดจำหน่าย หรือช่องทางการให้บริการ

- (ข) ประโยชน์ด้านการบริหารจัดการ (Administrative Economies) บริษัทใหม่ ภายหลังจากการควบรวมจะได้ประโยชน์จากการประหยัดค่าใช้จ่ายในการบริหาร โดยกลุ่มผู้บริหารชุดเดียวกันต่างคนต่างมีหน้าที่ที่ไม่ซ้ำซ้อนกัน
- (ค) การใช้ทรัพยากรมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น (Increase Efficiency) บริษัทที่ ดำเนินการเป็นอิสระก่อนการควบรวมกิจการอาจมีการใช้ทรัพยากรอย่างไม่มี ประสิทธิภาพ หลังจากควบรวมกิจการแล้วการใช้ทรัพยากรต่าง ๆ ของบริษัท ร่วมกันก็จะมีประสิทธิภาพสูงขึ้น
- (ง) การเพิ่มอำนาจด้านการตลาด (Increased Market Power) จำนวนบริษัทที่อยู่ใน ธุรกิจเดียวกัน ภายหลังจากการควบรวมกิจการมีจำนวนน้อยลงทำให้การแข่งขันลด น้อยลง และบริษัทที่เกิดจากการควบรวมกิจการมีขนาดใหญ่ขึ้น ทำให้มีอำนาจ การต่อรองเพิ่มขึ้นทั้งในด้านของผู้ซื้อหรือผู้ขายวัตถุดิบ

นอกจากการเพิ่มมูลค่าของกิจการแล้ว การควบรวมกิจการยังส่งผลให้บริษัทหลังการควบ รวมกิจการมีขนาดใหญ่ขึ้นซึ่งเป็นผลดีต่อการระดมเงินทุน เพราะกิจการมีขนาดใหญ่ขึ้นย่อมต้องมี เครดิตในการกู้ยืมเงินสูงขึ้น เนื่องจากมีหลักทรัพย์ค้ำประกันมากขึ้น มีเงินทุนหมุนเวียนจำนวน มาก ก่อให้เกิดความคล่องตัวในการประกอบธุรกิจและเพิ่มความสามารถในการแข่งขันกับคู่แข่ง อื่นได้ นอกจากนี้ การควบรวมกิจการยังทำให้บริษัทมีกิจการที่หลากหลายมากขึ้นอันจะเป็นการ กระจายความเสี่ยงที่ดี ซ้ำยังทำให้กิจการสามารถรวบรวมบุคลากรที่มีความรู้ความสามารถและ คัดเลือกตัวผู้ชำนาญงานในด้านต่าง ๆ มาอยู่รวมกันได้มากขึ้น เพราะบริษัทสามารถให้ ผลประโยชน์ตอบแทนที่ดีกว่าและมีผลเป็นการกระตุ้นให้พนักงานเกิดขวัญและกำลังใจในการ ทำงานมากขึ้น ท้ายที่สุดการควบรวมกิจการยังถือเสมือนเป็นการหาพันธมิตรทางธุรกิจเพื่อส่งเสริม และเกื้อหนุนกันในด้านต่าง ๆ<sup>5</sup>

ซึ่งรูปแบบในการควบรวมกิจการที่ได้รับความนิยมเป็นอย่างมากในปัจจุบัน ได้แก่ การซื้อ หุ้นเพื่อครอบงำกิจการเนื่องจากมีข้อดีและมูลเหตุจูงใจหลากหลายประการอันจะสามารถจำแนก ออกได้ดังนี้

<sup>5</sup> กิติพงษ์ อรุณีพัฒน์พงศ์, การควบรวมกิจการ โอกาสของธุรกิจไทย, หน้า 8.

- (ก) การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการมีความสะดวกและรวดเร็วทั้งในแง่ของการดำเนินการซื้อขายหุ้นเองและการเข้าดำเนินกิจการของบริษัทผู้ซื้อหุ้นในบริษัทเป้าหมายภายหลังการควบรวมกิจการ กล่าวคือ ขั้นตอนการซื้อหุ้นระหว่างผู้ถือหุ้นเดิมและบริษัทผู้ซื้อหุ้นสามารถเป็นไปได้ง่ายและรวดเร็ว อีกทั้งการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการนั้นทำให้บริษัทผู้ซื้อหุ้นเข้าไปถือหุ้นหรือเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์เหนือทรัพย์สินของบริษัทเป้าหมาย เช่น โรงงาน เครื่องจักร และอุปกรณ์ตลอดจนการใช้สิทธิตามใบอนุญาตต่าง ๆ ในนามของบริษัทอื่นได้ในทันที เช่น ใบอนุญาตประกอบกิจการธนาคาร ใบอนุญาตประกอบกิจการประกันภัยหรือประกันชีวิต ใบอนุญาตประกอบกิจการหลักทรัพย์ การเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น รวมทั้งสามารถใช้สิทธิในทรัพย์สินทางปัญญา เช่น สิทธิบัตร ลิขสิทธิ์ เครื่องหมายทางการค้า เป็นต้น โดยไม่ต้องเสียเวลาและค่าใช้จ่ายในการสร้างสรรค์ชิ้นใหม่ ตัวอย่างของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการที่ต้องการข้อดีในแง่ของการสามารถใช้สิทธิในใบอนุญาตประกอบธุรกิจต่อไปได้ที่เกิดขึ้นในอดีต ได้แก่ กรณีของธนาคารไทยททุที่ถูกซื้อหุ้นโดยธนาคาร DBS จากสิงคโปร์ ธนาคารเอเชียที่ถูกซื้อหุ้นโดยกลุ่ม ABN Amro จากเนเธอร์แลนด์ ต่อมาภายหลังก็ถูกซื้อจากธนาคารยูโอบี กรณีบริษัท ไทยประสิทธิ์ประกันชีวิตที่ได้ถูกซื้อหุ้นโดยกลุ่มบริษัท nationwide จากสหรัฐอเมริกา และกรณีธนาคารไทยธนาคารที่ถูกซื้อหุ้นโดยธนาคาร CIMB Bank Berhad จากประเทศมาเลเซีย
- (ข) การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการเป็นรูปแบบการควบรวมกิจการที่ทำให้บริษัทผู้ซื้อหุ้นสามารถใช้ผลประโยชน์ทางภาษีในรูปของผลขาดทุนสะสมของบริษัทเป้าหมายได้อย่างที่การควบรวมกิจการรูปแบบอื่นไม่สามารถทำได้ กล่าวคือ บริษัทที่มีผลขาดทุนสะสมเป็นจำนวนมากย่อมจะเป็นที่ต้องการของบริษัทอื่น เช่น ในกรณีที่บริษัทหนึ่งจะได้รับชำระเงินเป็นจำนวนมาก ซึ่งหากตนเป็นผู้รับชำระเงินเองแล้วก็ต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลในอัตราร้อยละ 30 ของกำไรสุทธิของบริษัท เพราะว่าเป็นบริษัทที่มีกำไรอยู่แล้ว แต่หากบริษัทดังกล่าวมีบริษัทอื่นซึ่งอยู่ในความควบคุมของตนและเป็นบริษัทที่มีผลขาดทุนสะสมท่วมจำนวนเงินที่จะรับชำระ ก็อาจจะให้บริษัทเป้าหมายเป็นผู้รับชำระเงินแทนได้เพื่อไม่ให้

ต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลดังกล่าว เพราะบริษัทจะต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลก็ต่อเมื่อมีกำไรสุทธิเท่านั้น<sup>6</sup>

- (ค) การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการนั้นเป็นวิธีการควบรวมกิจการที่ลดภาระในการจัดการต่าง ๆ ได้มาก ทำให้ประหยัดทั้งในแง่ของเวลา ค่าใช้จ่าย และบุคลากร เนื่องจากการควบรวมกิจการประเภทนี้องค์กรบริษัทเป้าหมายนั้น ๆ ยังคงอยู่ เพียงแต่เปลี่ยนตัวเจ้าของ ผู้ถือหุ้น และผู้บริหารเท่านั้น การเป็นเจ้าของทรัพย์สินของบริษัทเป้าหมายก็ดี การว่าจ้างพนักงานก็ดี ความตกลงภายใต้สัญญาต่าง ๆ ทั้งกับลูกค้าหรือผู้รับจ้างอื่น ๆ ก็ดี ยังคงอยู่
- (ง) การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการนั้นนอกจากจะเป็นไปเพื่อประโยชน์ในการได้มาซึ่งอำนาจควบคุมกิจการเป้าหมายเพื่อการบริหารกิจการต่อไปแล้ว การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการยังอาจเป็นไปเพื่อการเรียกกรองผลประโยชน์จากกิจการ โดยการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในลักษณะนี้เป็นไปโดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจต่อรองกับผู้บริหารที่ดำรงตำแหน่งอยู่ในบริษัท อันเป็นการไปถ่วงดุลอำนาจในการบริหาร วิธีการนี้เรียกว่า “Greenmail”<sup>7</sup> อันจะทำให้ผู้เข้าซื้อหุ้นมีอำนาจต่อรองในการขายหุ้นในราคาสูง ที่จะทำผลประโยชน์ให้กับตัวเองมาก
- (จ) การได้มาซึ่งอำนาจควบคุมกิจการผ่านการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการนั้นนอกจากจะเป็นไปเพื่อการบริหารกิจการต่อไปแล้ว ผู้ได้มาซึ่งหุ้นของกิจการอาจหาผลประโยชน์จากกิจการที่ซื้อมาผ่านการนำทรัพย์สินและผลประโยชน์ต่าง ๆ ในบริษัทเป้าหมายออกจำหน่ายซึ่งวิธีการหาประโยชน์จากกิจการเป้าหมายด้วยวิธีนี้ก็เป็นที่นิยมกันมากเช่นกัน
- (ฉ) การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการนั้นเป็นประโยชน์ทางด้านเศรษฐกิจและแนวโน้มด้านการค้าและแนวโน้มนโยบายด้านตลาด มูลเหตุจูงใจในด้านนี้ได้มีบทบาทก่อให้เกิดการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในต่างประเทศเป็นจำนวนมากเนื่องจาก

<sup>6</sup> ไชยวัฒน์ บุณนาค, “ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับการให้ได้มาซึ่งกิจการหรือทรัพย์สินของบริษัท,” วารสารนิติศาสตร์ (มีนาคม 2529): 47.

<sup>7</sup> ภัชญา รุจิเวช, “บทบาทของผู้ถือหุ้นและกรรมการในบริษัทจำกัดในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ,” หน้า 12.

กิจการอาจจะต้องมีการปรับตัวไปทำธุรกิจด้านอื่น ๆ ที่ต่างไปจากธุรกิจที่ทำอยู่ในปัจจุบัน โดยมีเหตุผลเพื่อกระจายความเสี่ยงไปยังอุตสาหกรรมอื่น (Diversification) และหาช่องทางในการดำเนินธุรกิจที่ดีกว่า ทั้งนี้ การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการจะทำให้ช่วยลดปัญหาและอุปสรรคในการลงทุนขั้นต้น เช่น การศึกษาวิจัย การส่งเสริมการขาย การซื้อ Technical Know How ลิขสิทธิ์ สิทธิบัตร เครื่องหมายการค้า เป็นต้น อันจะทำให้ใช้ระยะเวลาในการดำเนินการสั้นและทราบผลการดำเนินการได้เร็วและประหยัดค่าใช้จ่ายต่าง ๆ จากขนาดของการผลิต (Economics of Scale) อีกทั้ง หากภาวะทางการค้าของตลาดโลกมีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงไป การแข่งขันทางการค้าก็จะต้องทวีความรุนแรงขึ้น การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการเพื่อการขยายธุรกิจไปยังอุตสาหกรรมใหม่ ๆ ก็จะได้รับคามนิยมน้อยกว่าหลายมากขึ้น<sup>8</sup>

## 2.3 รูปแบบของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ

รูปแบบของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการนั้นอาจแบ่งได้หลายรูปแบบโดยขึ้นอยู่กับเกณฑ์ในการแบ่งซึ่งอาจแยกออกได้ดังนี้

### 2.3.1 แบ่งตามความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่เข้าซื้อหุ้นและบริษัทเป้าหมาย

- (ก) การเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในบริษัทในแนวนอนหรือบริษัทที่มีความสัมพันธ์ในระดับเดียวกัน (Horizontal Merger)

เป็นกรณีที่บริษัทที่เข้าซื้อหุ้นและบริษัทเป้าหมายเป็นผู้ประกอบการที่อยู่ในระดับเดียวกันในตลาดสินค้าและบริการประเภทเดียวกัน การเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในรูปแบบนี้เป็นไปเพื่อประโยชน์ทางการผลิตหรือการการตลาด หรือเพื่อเพิ่มหรือรักษาส่วนแบ่งตลาด หรือเพิ่มอำนาจต่อรอง หรือลดต้นทุนการดำเนินงานอันเกิดจากการประหยัดต่อขนาด การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในลักษณะนี้อาจเป็นการซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมายที่อยู่ภายในเขตการค้าเดียวกัน หรืออาจเป็นการควบรวมที่เป็นการขยายด้านตลาดหรือด้านพื้นที่โดยอาศัยการซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมายที่อยู่ในบริเวณเขตการค้าต่างกันได้ ตัวอย่างของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในรูปแบบนี้ ได้แก่ การควบรวมกิจการในอดีตระหว่าง

<sup>8</sup> อนุกุล ตันติมาสน์, “บทบาทของกรรมการบริษัทมหาชนจำกัดในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ,” หน้า 15.



บริษัท การบินไทย จำกัด กับบริษัท เดินอากาศไทยจำกัด หรือการควบรวมกิจการระหว่างธนาคารทหารไทย ธนาคารดีบีเอส ไทยท努 และบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย<sup>9</sup> เป็นต้น

- (ข) การเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในบริษัทในแนวตั้งหรือบริษัทที่มีความสัมพันธ์ต่างระดับกัน (Vertical Merger)

เป็นกรณีที่บริษัทที่เข้าซื้อหุ้นและบริษัทเป้าหมายเป็นผู้ประกอบการที่มีฐานะหรือระดับขั้นการผลิตที่แตกต่างกันแต่อยู่ในสายธุรกิจเดียวกันมารวมกิจการกัน โดยมีความสัมพันธ์ในลักษณะลูกค้าหรือผู้ขายกัน แต่หากเป็นการครอบงำทางธุรกิจไปยังกลุ่มลูกค้าหรือผู้บริโภคของบริษัทจะเรียกว่า Forward Vertical Merger เช่น บริษัทเครื่องใช้ไฟฟ้าเข้าซื้อกิจการผู้ค้าปลีก แต่ถ้าขยายกิจการไปยังกลุ่มผู้ที่ป้อนวัตถุดิบให้แก่บริษัท จะเรียกว่า Backward Vertical Merger เช่น บริษัทผู้จัดจำหน่ายซื้อบริษัทที่เป็นผู้ผลิต ดังนั้น การเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในแนวตั้งจึงมีลักษณะเป็นการพึ่งพาอาศัยซึ่งกันและกัน โดยทำให้มั่นใจว่ามีวัตถุดิบเพื่อใช้ในการผลิตหรือมีความต้องการสินค้าที่แน่นอนหรือเป็นการประหยัดต้นทุนในการติดต่อ

- (ค) การเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการที่ไม่มีความสัมพันธ์ต่อกัน ไม่ว่าจะในฐานะผู้ซื้อผู้ขายหรือผู้แข่งขันในตลาดเดียวกัน (Conglomerate Merger) หรืออาจเรียกได้ว่าการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการแบบหลากหลาย (Diversified Merger)

เป็นกรณีที่การเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการนั้นไม่เข้าลักษณะเป็นการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในแนวนอนและแนวตั้ง โดยในเรื่องการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการแบบหลากหลายนี้อาจเกิดขึ้นในรูปแบบดังต่อไปนี้

- (1) การเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการที่เป็นการขยายสินค้า (Product-extension Merger) เป็นกรณีบริษัทที่เข้าร่วมกันนั้นผลิตหรือจำหน่ายสินค้าซึ่งสินค้าทั้งสองบริษัทมีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องระหว่างกัน กล่าวคือสินค้านั้นอาจมีความเกี่ยวข้อง หรือเป็นส่วนประกอบกับสินค้าของตน จึงเป็นการรวมเพื่อขยายงานทางธุรกิจ ผลของการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำ

<sup>9</sup>

กิติพงค์ อุรพีพัฒนพงศ์, การควบรวมกิจการ โอกาสของธุรกิจไทย, หน้า 4.

กิจการในลักษณะนี้ขึ้นอยู่กับจำนวนส่วนแบ่งตลาดของบริษัททั้งสอง การกระจุกตัวในตลาดสินค้านั้น และปัจจัยทางอุตสาหกรรมอื่น ๆ

- (2) การเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการแบบหลากหลายอย่างแท้จริง (Pure Conglomerate Merger) เป็นการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของบริษัทบรรดาผู้ประกอบการที่อยู่ในตลาดต่างกัน โดยกิจการเหล่านั้นไม่มีความเกี่ยวข้องกันแต่อย่างใด หากแต่มีวัตถุประสงค์ในการกระจายธุรกิจของบริษัทที่เข้าซื้อหุ้นเพื่อลดความเสี่ยงของกลุ่ม

### 2.3.2 แบ่งตามลักษณะการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ

- (ก) การเข้าครอบงำกิจการแบบเป็นมิตร (Friendly Takeover)

เป็นกรณีที่ผู้บริหารเดิมของบริษัทเป้าหมายไม่ต่อต้านการเข้าครอบงำกิจการและแนะนำผู้ถือหุ้นให้ขายหุ้นให้แก่บริษัทที่เสนอซื้อเพื่อการเข้าครอบงำกิจการ จึงเป็นการขายหุ้นด้วยความสมัครใจจากบริษัทเป้าหมาย

- (ข) การเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร (Hostile Takeover)

เป็นรูปแบบที่ผู้ต้องการเข้าครอบงำกิจการทำคำเสนอซื้อหุ้นของกิจการเป้าหมายจากผู้ถือหุ้นโดยผู้บริหารเดิมของบริษัทเป้าหมายไม่เห็นด้วยและพยายามต่อต้านการเข้าซื้อหุ้น<sup>10</sup> การเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรนี้ไม่ค่อยพบเห็นนัก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสังคมไทย ตัวอย่างของการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรที่พอจะเห็นได้ในระยะนี้ ได้แก่ กรณีที่กลุ่มแกรมมีพยายามเข้าซื้อหุ้นข้างมากในหนังสือพิมพ์มติชน

### 2.3.3 แบ่งตามวัตถุประสงค์ของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ

- (ก) การเข้าไปซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการโดยการเข้าไปมีอำนาจในบริษัทเป้าหมายอย่างเต็มที่ (A Fully Fledged Conglomerate) เป็นกรณีที่บริษัทผู้ซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการเข้าไปมีอำนาจอย่างเต็มที่ในการเข้าไปบริหารและจัดการ

<sup>10</sup> อนุภูต ตันติมาสน์, “บทบาทของกรรมการบริษัทมหาชนจำกัดในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ,” หน้า 18 - 19.

ตลอดจนการให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่บริษัทเป้าหมายซึ่งมีความสัมพันธ์กันในลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องกันเป็นบริษัทในเครือ (Subsidiaries) โดยการจัดหาเงินทุนและการคัดเลือกผู้เข้ามาทำงานในตำแหน่งที่สำคัญของบริษัทเป้าหมายจะอยู่ภายใต้การควบคุมของบริษัทผู้ซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ (Centralised Management Controls)

- (ข) การเข้าไปซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการโดยเข้าไปให้ความช่วยเหลือทางการเงิน (Financial Conglomerate) เป็นกรณีที่บริษัทผู้ซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการมิได้มีความเชี่ยวชาญในแง่ของการบริหารและการจัดการในการควบคุมเหนือบริษัทเป้าหมาย (Subsidiaries) แต่ทั้งนี้ จะมีอำนาจในการควบคุมทางการเงิน (Finance) ซึ่งเป็นการใช้อำนาจที่มาจากส่วนกลางของบริษัทผู้ซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ
- (ค) การเข้าไปซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในลักษณะที่เป็นการได้มาซึ่งธุรกิจต่าง ๆ เพื่อวัตถุประสงค์ทั่วไป เป็นการเข้าไปซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการเพื่อกระจายความสามารถในการทำธุรกิจออกไป (Diversification) ซึ่งเป็นการดำเนินการเพื่อหารายได้จำนวนมากขึ้นจากอุตสาหกรรมอื่น ๆ โดยการเข้าซื้อเพื่อครอบงำกิจการบริษัทเป้าหมายที่ต่อมาจะกลายเป็นบริษัทในเครือ (Subsidiaries) และให้บริษัทเป้าหมายที่ได้มานั้นดำเนินการในอุตสาหกรรมอื่น ๆ ตามที่บริษัทที่เข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการต้องการซึ่งมีเหตุผลดังต่อไปนี้
- (1) เพื่อให้มีความมั่นคงมากขึ้นโดยการกระจายกิจกรรมในทางอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันออกไปจากการประกอบธุรกิจเดิมของตน
  - (2) เพื่อเป็นการสำรวจการจ้างงาน ทรัพย์สิน ตลอดจนทุนหรือการจัดการไว้
  - (3) เพื่อหาผลกำไรในทางเศรษฐกิจ
  - (4) เพื่อเป็นการกระจายการต่อสู้ป้องกันตนเอง (Defensive Diversification) โดยการทำให้บริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นอันจะเป็นอุปสรรคขัดขวางต่อการถูกซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ และเพื่อเป็นการลดแรงจูงใจในการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการโดยบริษัทอื่น

- (5) เพื่อเป็นการหาทางออกสำหรับการจัดการที่กฎหมายเกี่ยวกับการป้องกันการผูกขาด (Anti-Monopoly Laws) ได้เข้ามาควบคุมในด้านของการได้มาซึ่งกิจการของบริษัท<sup>11</sup>

## 2.4 กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในประเทศไทย

### 2.4.1 กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นภายใต้พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด

หลักเกณฑ์พื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับการได้มาซึ่งหุ้นของบริษัทมหาชนอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 และพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2544 โดยเรื่องสำคัญ ๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับกรณีการได้มาซึ่งหุ้นของบริษัทมหาชนเสมอได้แก่

- (ก) การโอนหุ้น พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัดห้ามมิให้บริษัทมหาชนกำหนดข้อจำกัดใด ๆ ในการโอนหุ้น (Restriction on share transfer) เว้นแต่ ข้อจำกัดนั้นเป็นไปเพื่อรักษาสิทธิและผลประโยชน์ที่บริษัทจะพึงได้รับตามกฎหมาย หรือเพื่อเป็นการรักษาอัตราส่วนการถือหุ้นของคนไทยกับคนต่างด้าว ทั้งนี้ การโอนหุ้นของบริษัทมหาชนจะสมบูรณ์ต่อเมื่อการโอนหุ้นบริษัทมหาชนกระทำโดยผู้โอนสลักหลังใบหุ้นระบุชื่อผู้รับโอนและลงลายมือชื่อทั้งของผู้โอนกับผู้รับโอนและส่งมอบใบหุ้นให้แก่ผู้รับโอนโดยไม่ต้องมีการลงชื่อในตราสารการโอนอื่นใดอีก ซึ่งการโอนหุ้นตามวิธีดังกล่าวจะมีผลใช้ได้ระหว่างผู้โอนและผู้รับโอน แต่ยังไม่จะมีผลผูกพันบริษัทจนกว่าจะไปลงทะเบียนการโอนกับบริษัท การลงทะเบียนนี้จะมีผลผูกพันบริษัทตั้งแต่บริษัทได้รับคำร้องขอให้ลงทะเบียนการโอนแล้ว แต่ทั้งนี้ จะยังไม่จะมีผลผูกพันบุคคลภายนอกจนกว่าบริษัทได้ลงทะเบียนการโอนหุ้นให้แล้วเท่านั้น
- (ข) การซื้อหุ้นคืนโดยบริษัทมหาชน กฎหมายกำหนดให้บริษัทมหาชนเป็นเจ้าของหุ้นของตนเองได้ในลักษณะของ Treasury Stock โดยบริษัทอาจซื้อหุ้นคืนได้แต่เฉพาะ 2 กรณี คือ (1) กรณีที่ผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผล ซึ่งผู้ถือหุ้นนั้นเห็นว่าตนไม่ได้รับความเป็นธรรม และ (2) กรณีที่บริษัทต้องการซื้อหุ้นคืนเองเพื่อบริหารทางการเงินเมื่อบริษัทมีกำไรสะสม

<sup>11</sup> ภัชฎา รุจิเรข, “บทบาทของผู้ถือหุ้นและกรรมการในบริษัทจำกัดในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ,” หน้า 19 – 21.

และสภาพคล่องส่วนเกินโดยการซื้อหุ้นคืนนี้ไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน

- (ค) การแปลงหนี้เป็นทุนในการปรับโครงสร้างหนี้ของบริษัทมหาชน กล่าวคือ ในการแปลงหนี้เป็นทุนนั้น บริษัทมหาชนจะต้องได้รับคะแนนเสียงเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง และจะต้องทำตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในกฎกระทรวงในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับโครงการแปลงหนี้เป็นทุน พร้อมกับแจ้งผู้ถือหุ้นของบริษัททราบพร้อมกับหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้น เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการออกเสียงลงคะแนน นอกจากนี้ผู้ถือหุ้นจะลงมติให้มีการแปลงหนี้เป็นทุนแล้ว ก็คงจะต้องลงมติเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นใหม่ที่จะชำระด้วยการแปลงหนี้ไปด้วยพร้อมกัน

2.4.2 กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และประกาศอื่น ๆ ที่ออกโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 สามารถแยกพิจารณาได้ดังนี้

(ก) **การรายงานการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งหลักทรัพย์ของกิจการ**

หลักเกณฑ์ในเรื่องการรายงานการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งหลักทรัพย์ของกิจการ ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ครอบคลุมถึงการได้มาและจำหน่ายหลักทรัพย์ของกิจการที่เป็นบริษัทมหาชนจำกัด ไม่ว่าจะมิใช่สถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ก็ตาม ซึ่งคำว่า “หลักทรัพย์” หมายถึง หุ้นใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น (Warrants) หรือหลักทรัพย์อื่นที่อาจแปลงสภาพแห่งสิทธิเป็นหุ้นได้ (Convertible Debentures) เป็นต้น

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้บุคคลที่ได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ของกิจการใดในลักษณะที่ทำให้ตนหรือบุคคลอื่นเป็นผู้ถือหลักทรัพย์ของกิจการเป็นผู้ถือหลักทรัพย์ในกิจการนั้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงเมื่อรวมกันแล้วมีจำนวนทุกร้อยละ 5 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการนั้น ไม่ว่าจะมีการลงทะเบียนการโอนหลักทรัพย์นั้นหรือไม่ และไม่ว่าการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของหลักทรัพย์นั้นจะมีจำนวนเท่าใด ในแต่ละครั้งบุคคลนั้นต้องรายงานถึงจำนวนหลักทรัพย์ในทุกร้อยละ 5 ดังกล่าวต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ทุกครั้งที่ได้มา



หรือจำหน่ายหลักทรัพย์ภายใน 3 วันทำการถัดจากวันที่ได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ของกิจการนั้น

**(ข) การรายงานการถือหลักทรัพย์ของผู้บริหารและผู้สอบบัญชี**

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์กำหนดหน้าที่ให้แก่ผู้บริหารและผู้สอบบัญชีของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ต้องจัดทำ และเปิดเผยรายงานการเปลี่ยนแปลงการถือหลักทรัพย์ของคู่สมรส และบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะ ทั้งนี้ เพื่อความโปร่งใส (Transparency) โดยต้องจัดทำและส่งรายงานต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ภายใน 3 วันทำการนับแต่วันที่มีการซื้อ ขาย โอน หรือรับโอนหลักทรัพย์นั้น

**(ค) การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (Tender Offer)**

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้ผู้ได้มาซึ่งหลักทรัพย์ของกิจการจนถึงหรือข้ามจุดที่ถือว่ามี การเปลี่ยนแปลงอำนาจในการควบคุมกิจการ ได้แก่ ข้ามจุดร้อยละ 25 ร้อยละ 50 หรือร้อยละ 75 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (Mandatory Tender Offer) เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ถือหลักทรัพย์ที่เห็นว่าตนจะเสียประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงอำนาจในการครอบงำกิจการนั้น สามารถขายหุ้นเพื่อออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการนั้น (Exit) ได้ในราคาที่เป็นธรรม

อย่างไรก็ตาม หากบริษัทมหาชนซื้อหุ้นคืนจนทำให้บุคคลใดบุคคลหนึ่งเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของสิทธิออกเสียงจนถึงจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อข้างต้น บุคคลดังกล่าวไม่ต้องทำคำเสนอซื้อจนกว่าบุคคลนั้นได้หุ้นมาเพิ่มจึงต้องทำคำเสนอซื้อ

**(ง) การทำคำเสนอซื้ออันเป็นผลจากการครอบงำผ่านนิติบุคคลอื่น (Chain Principle)**

ผู้ที่เข้าครอบงำบริษัทเป้าหมายผ่านนิติบุคคลอื่น (Chain Principle) โดยลักษณะใดลักษณะหนึ่งดังต่อไปนี้ ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทเป้าหมาย ได้แก่ ผู้ที่ได้มาซึ่งหุ้นหรือสิทธิออกเสียงในนิติบุคคลที่ถือหุ้นในกิจการตั้งแต่ 25% ขึ้นไปของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด (นิติบุคคลกลาง) และบุคคลดังกล่าวถือหุ้นหรือมีสิทธิออกเสียงในนิติบุคคลกลางนั้นตั้งแต่ร้อยละ 50 ขึ้นไปของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดหรือสิทธิออกเสียงทั้งหมดของนิติบุคคลกลางนั้น หรือผู้ที่ส่งบุคคลหรือมีพฤติกรรมในการส่งบุคคลเข้าเป็นกรรมการในจำนวนที่มีนัยสำคัญเพื่อควบคุมการบริหารงานหรือการดำเนินกิจการของนิติบุคคลกลางนั้นหรือบริษัทเป้าหมาย

(จ) กรณีที่ได้รับยกเว้นการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ

บุคคลที่ได้มาซึ่งหุ้นของบริษัทเป้าหมายจนถึงหรือข้ามจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อ อาจได้รับยกเว้นการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทเป้าหมาย ในกรณี ดังต่อไปนี้

1. เป็นการได้มาโดยทางมรดก กิจการจ่ายหุ้นปันผล การใช้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุนตาม ส่วนจำนวนหุ้นที่ตนมีอยู่ (Right Offer) หรือเป็นการได้มาโดยกองทุนรวมเพื่อผู้ ลงทุนซึ่งเป็นคนต่างด้าว (Thai Trust Fund) หรือเป็นการได้มาของบริษัทที่ได้รับ อนุญาตให้เสนอขายใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย (Non-voting Depository Receipt) เป็นต้น
2. มีการลดสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายลงให้ต่ำกว่าจุดที่ต้องทำคำเสนอ ซื้อภายใน 7 วันทำการนับแต่วันที่มิหน้าที่ต้องยื่นรายงานการได้มาซึ่งหุ้น และมี การงดเว้นการใช้สิทธิออกเสียงในกิจการสำหรับหุ้นในส่วนของที่ถืออยู่เกินกว่าจุดที่ ต้องทำคำเสนอซื้อ
3. เป็นกรณีที่ได้รับการผ่อนผันให้ทำคำเสนอซื้อบางส่วน (Partial Tender Offer)
4. เป็นกรณีที่ได้รับการผ่อนผันโดยผู้ขอสามารถยื่นคำขอผ่อนผันต่อสำนักงาน คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์หรือต่อคณะกรรมการ วินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ (Takeover Panel) เพื่อขอรับ ข้อยกเว้นไม่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ทั้งนี้ บุคคลที่ได้รับ ผ่อนผันต้องดำเนินการเพื่อให้ได้มาซึ่งหุ้นของกิจการภายใน 6 เดือนนับแต่วันที่ ได้รับผ่อนผัน

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจในการ พิจารณาคำขอผ่อนผันในกรณีต่าง ๆ ให้แก่

- (1) การได้มาจะไม่มีผลเปลี่ยนแปลงอำนาจในการควบคุมกิจการ
- (2) การได้มาโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อช่วยเหลือหรือฟื้นฟูกิจการ
- (3) การได้มาซึ่งหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ และที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการมีมติ ให้ออกหลักทรัพย์ดังกล่าวให้แก่บุคคลนั้นโดยไม่ต้องทำคำเสนอซื้อ หลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (White wash)
- (4) กรณีอื่นใดซึ่งคณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำ กิจการได้มีแนววินิจฉัยเป็นบรรทัดฐานไว้แล้ว หรือ

- (5) กรณีมีเหตุจำเป็นและสมควรประการอื่นในกรณีที่คณะกรรมการวินิจฉัย การเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ (Takeover Panel) มีอำนาจในการพิจารณาคำขอผ่อนผันในกรณีอื่น เช่น กรณีที่การได้มาซึ่งอำนาจควบคุมอย่างมีนัยสำคัญในนิติบุคคลที่เป็นผู้ถือหุ้นของกิจการ (Chain Principle) มิได้มีวัตถุประสงค์สำคัญเพื่อการครอบงำกิจการหรือกรณีอื่นใดที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าควรได้รับการพิจารณาโดยคณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ เป็นต้น

#### (จ) การประกาศต่อสาธารณชน

ในกรณีที่ผู้ประสงค์จะทำคำเสนอซื้อได้แจ้งต่อสาธารณชนว่าตนจะเสนอซื้อหุ้นของกิจการซึ่งจะทำให้เข้าข่ายต้องทำคำเสนอซื้อ ผู้นั้นมีหน้าที่ต้องประกาศเจตนาการทำคำเสนอซื้อภายใน 3 วันทำการถัดจากวันที่แจ้งต่อสาธารณชน แต่หากความประสงค์จะซื้อหุ้นดังกล่าวยังต้องขึ้นกับเงื่อนไขหรือเงื่อนไขที่ยังมาไม่ถึง กฎหมายก็ยังไม่บังคับให้ต้องมีหน้าที่ดังกล่าว แต่ให้รอจนกว่าเงื่อนไขหรือเงื่อนไขที่ได้กล่าวไว้บรรลุเสียก่อน ทั้งนี้ การประกาศต่อสาธารณชนว่าจะมีการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการสามารถทำได้โดยวิธีการต่าง ๆ ดังเช่น โฆษณาผ่านสื่อมวลชน แจ้งต่อกรรมการหรือผู้จัดการของกิจการนั้น แจ้งต่อผู้ถือหุ้นรายหนึ่งหรือหลายรายซึ่งมีสิทธิออกเสียงรวมกันตั้งแต่ร้อยละสิบขึ้นไปของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการนั้น แจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ หรือแจ้งต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์<sup>12</sup>

#### 2.4.3 ข้อพิจารณาในการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

เนื่องจากการซื้อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนสามารถเปิดโอกาสให้ผู้ซื้อคนเดียวหรือหลายคนร่วมกันเข้ามาทยอยซื้อหุ้นของบริษัทจดทะเบียน จนกระทั่งได้มาซึ่งอำนาจควบคุมและสามารถบริหารบริษัทจดทะเบียนได้ในที่สุด หรือที่เรียกกันตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ว่า “การเข้าถือหลักทรัพย์โดยการครอบงำกิจการ (Takeover)” และด้วยเหตุที่การเข้าถือหลักทรัพย์โดยการครอบงำกิจการ (Takeover) อาจส่งผลกระทบต่อบรรดาผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท ตลอดจนกรรมการและผู้บริหารเดิมของบริษัท เนื่องจากผู้ที่มีอำนาจควบคุมหรือครอบงำกิจการมีบทบาทสำคัญต่อการขึ้นนำทิศทางการดำเนินงานของกิจการ โดยการใช้สิทธิออกเสียงของบุคคลดังกล่าวในเรื่องสำคัญผ่านทางที่ประชุมผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ ผู้มีอำนาจครอบงำ

12

กิติพงษ์ อรุณีพัฒน์พงศ์, การควบรวมกิจการ โอกาสของธุรกิจไทย, หน้า 55 - 61.

กิจการยังสามารถแต่งตั้งกรรมการและผู้บริหารขึ้นมาเป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นทั้งปวงในการจัดการกิจการด้วย โดยกรรมการและผู้บริหารที่ได้รับแต่งตั้งก็มักจะต้องปฏิบัติตามนโยบายหรือการชี้แนะของผู้มีอำนาจครอบงำกิจการนั้นด้วย

ด้วยเหตุที่การเปลี่ยนแปลงผู้มีอำนาจควบคุมกิจการมีนัยสำคัญต่อนโยบายการดำเนินธุรกิจของกิจการ จึงทำให้ผู้ถือหุ้นทุกรายได้รับกระทบไปด้วย ดังนั้น กฎหมายหลักทรัพย์จึงได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลการครอบงำกิจการเพื่อให้ผู้ถือหุ้นและผู้ถือหลักทรัพย์อื่นของกิจการได้รับความเป็นธรรมจากการถูกระทบสิทธิ์นั้น เหตุนี้กฎหมายหลักทรัพย์จึงได้กำหนดกลไกต่าง ๆ เพื่อให้การเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการเป็นไปด้วยความโปร่งใสและเป็นธรรมมากที่สุดแก่ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

ในการเทคโนโลยีบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งผู้ซื้อกิจการและผู้ถือหุ้นที่จะขายจำต้องพิจารณากฎเกณฑ์ต่าง ๆ ที่กำหนดโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ หรือที่เรียกว่า Takeover Rules (ในเวลาที่คุณเขียนได้ทำการศึกษาวิจัย ได้แก่ ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ ก.ล. 53/2545 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ ประกอบกับประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ท.จ. 24/2551 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการปฏิบัติตามประกาศเกี่ยวกับการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ) และเรื่องหลักเกณฑ์และวิธีการรายงานการได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ของกิจการ หรือในต่างประเทศเรียกว่า 5% Reporting Rule (ในเวลาที่คุณเขียนได้ทำการศึกษาวิจัย ได้แก่ ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ ก.ล. 58/2545 เรื่อง หลักเกณฑ์และวิธีการรายงานการได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ของกิจการ ประกอบกับประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ท.จ. 24/2551 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการปฏิบัติตามประกาศเกี่ยวกับการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ) เป็นต้น ซึ่งในบทนี้ผู้เขียนใคร่ขอกล่าวสรุปถึงหลักเกณฑ์ที่สำคัญ ๆ ดังกล่าวโดยอาศัยตามแนวทางที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้ให้แนวทางไว้เป็นความรู้ผ่านทาง Website ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ดังต่อไปนี้

#### (ก) การรายงานการได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์

กฎหมายหลักทรัพย์กำหนดให้ผู้ที่ได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทมหาชน โดยมีผลทำให้ผู้นั้นเป็นผู้ถือหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นหรือลดลงเมื่อรวมกันแล้วมีจำนวนทุก 5% ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัท มีหน้าที่ต้องรายงานการได้มาหรือจำหน่ายไปดังกล่าวต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ภายใน 3 วันทำการถัดจากวันที่ได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น สำหรับหลักทรัพย์ที่ต้องรายงาน

ได้แก่ หุ้นและหลักทรัพย์แปลงสภาพ เช่น ใบสำคัญแสดงสิทธิและหุ้นกู้แปลงสภาพ เป็นต้น

ในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ กฎหมายหลักทรัพย์ กำหนดให้ผู้ได้มาหรือจำหน่ายไปรายงานทุกครั้งที่มีผลทำให้ถือหุ้นถึงหรือลดลงข้ามทุก ๆ 5% ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมด (ในกรณีที่หุ้นเดิม ผู้ได้มาหรือจำหน่ายไปต้องรายงานภายใน 3 วันทำการถัดจากวันที่ได้มาหรือจำหน่ายไป สำหรับกรณีที่เป็นหุ้นที่ออกใหม่ ผู้ได้มาหรือจำหน่ายไปต้องรายงานภายใน 3 วันทำการถัดจากวันที่กิจการจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงทุนชำระแล้ว) ในกรณีที่หุ้นที่ได้มาเป็นหุ้นเพิ่มทุน การคำนวณร้อยละของสิทธิออกเสียงที่ได้มา และหุ้นที่ถือภายหลังการได้มาให้คำนวณเทียบกับจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดภายหลังการเพิ่มทุน วิธีคำนวณสัดส่วนเป็นดังนี้

จำนวนสิทธิออกเสียงของหุ้น  
ทั้งหมดที่ถือครอง X 100

---

จำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของ  
กิจการ

สำหรับกรณีของการได้มาซึ่งหลักทรัพย์แปลงสภาพ เช่น หุ้นกู้แปลงสภาพ หรือ ใบสำคัญแสดงสิทธิ ผู้ได้มาต้องรายงานทุกครั้งที่มีการได้มา ซึ่งมีผลจะทำให้ถือหุ้นที่จะได้มาจากการใช้สิทธิในหลักทรัพย์แปลงสภาพทั้งหมดถึงหรือข้ามทุก 5% ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ เป็นที่น่าสังเกตว่าผู้จำหน่ายหลักทรัพย์แปลงสภาพไม่มีหน้าที่รายงานการจำหน่ายหลักทรัพย์ อนึ่ง กรณีที่เป็นหลักทรัพย์แปลงสภาพเดิม ให้รายงานภายใน 3 วันทำการถัดจากวันที่ได้มา สำหรับกรณีที่เป็นหลักทรัพย์แปลงสภาพที่ออกใหม่ ให้รายงานภายใน 3 วันทำการถัดจากวันที่กิจการออกหลักทรัพย์แปลงสภาพนั้น วิธีคำนวณสัดส่วนเป็นดังนี้

จำนวนสิทธิออกเสียงของหุ้นทั้งหมดที่จะ  
ได้มาหากมีการใช้สิทธิตามหลักทรัพย์แปลง  
สภาพทั้งหมดและหลักทรัพย์อื่นที่ถือครอง  
X 100

---

จำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ



ในการพิจารณาสัดส่วนการถือหลักทรัพย์ที่จะทำให้เกิดหน้าที่ในการรายงาน ตามที่กล่าวมาข้างต้น บุคคลที่ได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์จะต้องนับรวมหลักทรัพย์ของ บุคคลอื่น ๆ ที่ระบุไว้ในมาตรา 258 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นหลักทรัพย์ของตนด้วย เช่น คู่สมรส บุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะ บริษัทใด ๆ ที่บุคคล ดังกล่าวมีหุ้นรวมกันเกินกว่าร้อยละ 30 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการและ บริษัทใด ๆ ที่บริษัทนี้ถือหุ้นต่อไปเป็นทอด ๆ โดยการถือหุ้นในแต่ละทอดเกินร้อยละ 30 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ และบุคคลธรรมดาหรือบริษัทที่ถือหุ้นใน บริษัทดังกล่าวนี้เกินกว่าร้อยละ 30 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ รวมถึงผู้ ถือหุ้นของบริษัทที่ถือหุ้นต่อกันขึ้นไปเป็นทอด ๆ โดยการถือหุ้นในแต่ละทอดเกินร้อยละ 30 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ เป็นต้น นอกจากนี้ บุคคลที่ได้แจ้งข้อมูล ต่อสำนักงานว่าตนเป็นกลุ่มเดียวกับบุคคลใดในการรายงานการได้มาหรือจำหน่าย หลักทรัพย์จะต้องนับรวมหลักทรัพย์ของบุคคลทุกรายในกลุ่มและบุคคลตามมาตรา 258 ของบุคคลในกลุ่มเพื่อประโยชน์ในการคำนวณสัดส่วนด้วย

## (ข) การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (Tender Offer)

หลักเกณฑ์เรื่องการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ พอจะสรุปได้ ดังนี้

### 1. จุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อ (Trigger Point)

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดหลักเกณฑ์การทำ คำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมด (Mandatory Tender Offer) ของกิจการที่เป็น บริษัทจดทะเบียนโดยกำหนดให้ผู้ที่ได้มาซึ่งหลักทรัพย์ (เช่น ผู้ถือหุ้นสามัญ) เป็น จำนวนถึงร้อยละ 25 ร้อยละ 50 และร้อยละ 75 ของสิทธิออกเสียงของกิจการนั้น จะต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการจากผู้ถือหุ้นอื่นทั้งหมดใน ราคาและเงื่อนไขที่ไม่แตกต่างกัน

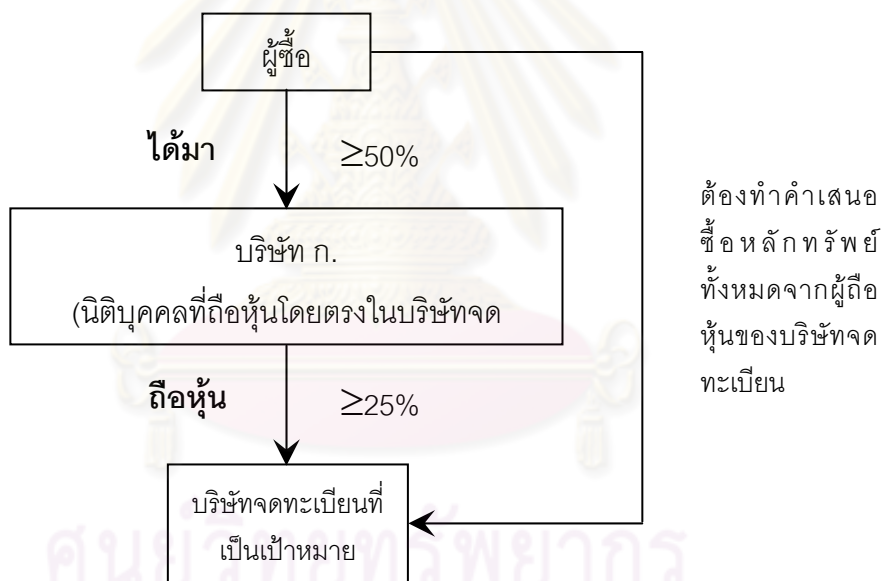
### 2. การครอบงำกิจการผ่านนิติบุคคลอื่น (Chain Principle)

มีข้อน่าสังเกตว่าหลักเกณฑ์ในการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์นี้ รวมถึงกรณีการ ครอบงำกิจการโดยการถือหุ้นผ่านนิติบุคคลอื่นทั้งโดยทางตรงและโดยทางอ้อม นอกจากนี้ การครอบงำกิจการผ่านนิติบุคคลอื่นยังรวมถึงกรณีที่มีอำนาจควบคุม โดยการส่งหรือมีพฤติกรรมในการส่งกรรมการในจำนวนที่มีนัยสำคัญเข้ามา บริหารกิจการเป้าหมายหรือนิติบุคคลอื่นที่มีการถือหุ้นในกิจการเป้าหมายใน ระดับที่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ กรณีที่ถือว่าเป็นการเข้า

ครอบงำกิจการผ่านนิติบุคคลอื่นซึ่งทำให้มีหน้าที่ต้องทำคำเสนอซื้อ ได้แก่กรณีดังต่อไปนี้

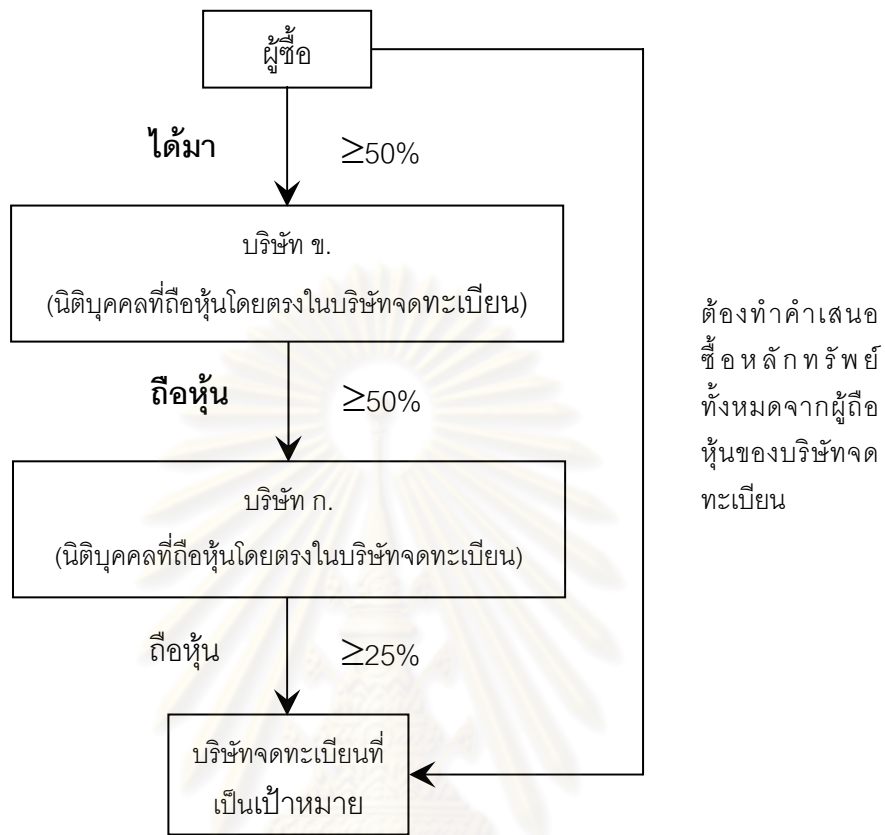
- (1) เป็นการถือหุ้นหรือมีอำนาจควบคุมตั้งแต่ 50% ขึ้นไปในนิติบุคคลอื่น (การมีอำนาจควบคุมในนิติบุคคลอื่น รวมถึงการส่งบุคคลหรือมีพฤติกรรมในการส่งบุคคลเข้าเป็นกรรมการในจำนวนที่มีนัยสำคัญด้วย) และ
- (2) นิติบุคคลอื่นในทุกทอดจนถึงทอดสุดท้ายที่ถือหุ้นในกิจการร่วมกับบุคคลตามมาตรา 258 ของนิติบุคคลดังกล่าว ถือหุ้นในกิจการตั้งแต่ 25% ขึ้นไป

รูปที่ 1 ภาพตัวอย่างการซื้อหุ้นในนิติบุคคลที่ถือหุ้นโดยตรงในบริษัทจดทะเบียนมีผลทำให้ผู้ซื้อต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียน



ศูนย์บริการทนาย  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รูปที่ 2 ภาพตัวอย่างการซื้อหุ้นในนิติบุคคลที่ถือหุ้นโดยอ้อมในบริษัทจดทะเบียนมีผลทำให้ผู้ซื้อต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียน



3. ระยะเวลารับซื้อและข้อเสนอในคำเสนอซื้อ

ในการเสนอซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นทั้งหมด ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องมีระยะเวลาในการรับซื้อไม่น้อยกว่า 25 วันทำการ แต่ไม่เกิน 45 วันทำการ ทั้งนี้ ผู้ทำคำเสนอซื้อสามารถแก้ไขข้อเสนอซื้อได้ แต่ต้องเป็นการแก้ไขให้ดีขึ้น โดยผู้ที่เสนอขายไปแล้วจะต้องได้รับอานิสงค์จากราคาหรือข้อเสนอที่ดีขึ้นนั้นด้วย

4. การยกเลิกการขายหุ้น

แม้ว่าผู้เสนอขายหุ้นจะได้แสดงเจตนาขายหุ้นไปแล้ว แต่ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องยอมให้ผู้แสดงเจตนาขายสามารถยกเลิกการแสดงเจตนาได้โดยต้องให้ระยะเวลาไม่น้อยกว่า 20 วันทำการ หากผู้ทำคำเสนอซื้อทำการแก้ไขข้อเสนอซื้อหรือขยายระยะเวลารับซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องขยายระยะเวลาการยกเลิกเจตนาขายออกไปอีกไม่น้อยกว่า 10 วันทำการ

## 5. ราคาเสนอซื้อหุ้น

ในการกำหนดราคาเสนอซื้อ ผู้เสนอซื้อจำต้องคำนึงถึงหลักการทางกฎหมายที่สำคัญ ดังนี้

- (1) ราคาเสนอซื้อต้องเหมือนกันสำหรับหลักทรัพย์ประเภทเดียวกัน
- (2) รูปแบบการชำระราคาเสนอซื้อต้องมีมากกว่า 1 ทางเลือกได้ แต่ต้องมีทางเลือกหนึ่งเป็นเงินสด
- (3) ถ้าราคาเสนอซื้อเป็นสิ่งที่ตอบแทนอื่นที่มีใช้ตัวเงินต้องมีที่ปรึกษาทางการเงินเป็นผู้ประเมินมูลค่า
- (4) ราคาเสนอซื้อต้องไม่ต่ำกว่าราคาสูงสุดที่ผู้ทำคำเสนอซื้อได้หลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายมาในช่วง 90 วันก่อนยื่นคำเสนอซื้อ

## 6. กรณีมีผู้ทำคำเสนอซื้อแข่ง

เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้ประโยชน์จากการทำคำเสนอซื้อแข่งจากผู้ทำคำเสนอซื้อรายอื่น (ถ้ามี) และเพื่อให้ความเป็นธรรมกับผู้ทำคำเสนอซื้อคนแรก หากระหว่างการทำคำเสนอซื้ออยู่ มีบุคคลอื่นทำคำเสนอซื้อแข่ง กฎหมายให้สิทธิผู้ทำคำเสนอซื้อคนแรกสามารถ (1) ขยายระยะเวลารับซื้อได้ จนถึงวันสิ้นสุดระยะเวลารับซื้อของคู่แข่ง หรือ (2) ประกาศ final day/final offer ได้ภายในวันเดียวกับคู่แข่ง ทั้งนี้ ผู้ทำคำเสนอซื้อคนแรกต้องระบุสิทธิข้างต้นไว้ในคำเสนอซื้อ และจะต้องประกาศขยายเวลาแก้ไขข้อเสนอสู่ภายใน 5 วันนับจากวันที่มีคู่แข่ง (การแก้ไขข้อเสนอสู่และระยะเวลารับซื้อจะกระทำได้อีกเมื่อคู่แข่งไม่ใช่บุคคลตามมาตรา 258 ของผู้ทำคำเสนอซื้อคนแรก)

## 7. รายงานผลการรับซื้อหุ้น

กฎหมายกำหนดให้ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องรายงานผลการรับซื้อเป็น 2 ช่วง คือ

- (1) รายงานผลการรับซื้อเบื้องต้น

ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องรายงานผลการรับซื้อเบื้องต้นภายในวันทำการถัดจากวันสิ้นสุดการยกเลิกเจตนาขาย (withdraw) ในกรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้อให้สิทธิแก่ผู้เสนอขาย withdraw ได้ตลอดระยะเวลารับซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องรายงานผลการรับซื้อเบื้องต้น ก่อนสิ้นสุดเวลารับซื้อ 3 วันทำการ

## (2) รายงานผลการรับซื้อภายหลังสิ้นสุดระยะเวลาการรับซื้อ

ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องรายงานผลการรับซื้อขั้นสุดท้ายภายใน 5 วันทำการ หลังสิ้นสุดระยะเวลาการรับซื้อ

## 8. การยกเลิกคำเสนอซื้อ

ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจยกเลิกคำเสนอซื้อได้หาก (1) เกิดความเสียหายร้ายแรงต่อกิจการเป้าหมาย หรือ (2) กิจการเป้าหมายทำให้มูลค่าหุ้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญ หรือ (3) มีผู้มาแสดงเจตนาขายน้อยกว่าจำนวนขั้นต่ำที่จะรับซื้อ (เฉพาะกรณีทำคำเสนอซื้อโดยสมัครใจ) โดยผู้ทำคำเสนอซื้อจะต้องระบุเหตุดังกล่าวให้ชัดเจนในคำเสนอซื้อ และหากเป็นเหตุตาม 1 และ 2 ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องแจ้งต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ไม่ทักท้วงภายใน 3 วันทำการจึงจะยกเลิกได้

## 9. ข้อบังคับภายหลังการทำคำเสนอซื้อ

หลังการทำคำเสนอซื้อเสร็จสิ้นภายใน 6 เดือน ห้ามผู้ทำคำเสนอซื้อได้หลักทรัพย์ของกิจการในราคาที่สูงกว่าหรือด้วยเงื่อนไขที่ดีกว่า นอกจากนี้ภายใน 1 ปีหลังการทำคำเสนอซื้อ ห้ามผู้ทำคำเสนอซื้อดำเนินการในส่วนที่เป็นสาระสำคัญแตกต่างจากที่ระบุไว้ในคำเสนอซื้อ เว้นแต่ได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงและได้แจ้งให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ทราบแล้ว

## 10. การทำคำเสนอซื้อหุ้นบางส่วน (Partial Tender Offer)

กฎหมายเปิดโอกาสให้มีการทำคำเสนอซื้อหุ้นเพียงบางส่วน (Partial Tender Offer) ได้ ในกรณีที่กิจการเป้าหมายต้องการหาผู้ร่วมทุนใหม่เข้ามาช่วยกิจการ (Strategic Partner) โดยมีได้มุ่งหวังจะเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือมีได้ต้องการอำนาจควบคุมกิจการ โดยกรณีนี้ต้องได้รับการผ่อนผันจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ก่อน

## 11. ข้อยกเว้นและการขอผ่อนผันการทำคำเสนอซื้อ

ผู้ที่ประสงค์จะซื้อหุ้นในบริษัทเป้าหมายเป็นจำนวนเกินกว่าจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้ออาจไม่ต้องถูกบังคับให้ทำคำเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นทั้งหมด ในกรณีดังต่อไปนี้



## (1) การยกเว้นการทำคำเสนอซื้อเป็นการทั่วไป

บุคคลที่ได้หุ้นหรือเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการใดจนถึงหรือข้ามจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อจะได้รับยกเว้นการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการนั้น หากเป็นการ (1) ได้หุ้นมาโดยทางมรดก (2) ได้หุ้นมาตามสิทธิที่มีอยู่เดิม เช่น right offer หรือ stock dividends (3) ได้หุ้นมาโดยบุคคลที่มีได้มีวัตถุประสงค์จะควบคุมกิจการ เช่น Thai Trust Fund หรือ NVDR เป็นต้น ซึ่งโดยปกติบุคคลเหล่านี้จะไม่ใช้สิทธิออกเสียงในการประชุมผู้ถือหุ้น หรือ (4) ภายหลังจากได้มาได้ลดสัดส่วนการถือหุ้นให้ต่ำกว่าจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อ (trigger point) ภายใน 7 วัน และไม่ใช้สิทธิออกเสียงในส่วนที่เกินจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อ

## (2) การขอผ่อนผันการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ

บุคคลที่ประสงค์จะได้มาหรือเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการใดจนถึงหรือข้ามจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อ สามารถขอผ่อนผันการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการก่อนการได้มาซึ่งหลักทรัพย์ดังกล่าวถ้าเข้าเงื่อนไขใดเงื่อนไขหนึ่งดังต่อไปนี้

- (1) กรณีที่ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอำนาจการควบคุม
- (2) กรณีที่มีวัตถุประสงค์เพื่อช่วยเหลือหรือฟื้นฟูกิจการ
- (3) กรณีที่ได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น (White wash)
- (4) กรณีที่คณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ (Takeover Panel) ได้มีแนววินิจฉัยเป็นบรรทัดฐานไว้แล้ว
- (5) กรณีมีเหตุจำเป็นและสมควร

## 12. การจัดทำความเห็นของกิจการ

เพื่อให้ผู้ถือหุ้นมีข้อมูลประกอบการพิจารณาตัดสินใจ กฎหมายจึงกำหนดให้เมื่อกิจการได้รับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์จากผู้ทำคำเสนอซื้อ กิจการจะต้องแต่งตั้งที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นเพื่อจัดทำความเห็นเกี่ยวกับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ และส่งให้ผู้ถือหุ้นภายใน 15 วันทำการนับแต่วันที่กิจการได้รับคำเสนอซื้อ อย่างไรก็ตาม มี

ข้อยกเว้นบางประการที่ไม่ต้องทำความเห็นของกิจการ เช่น กรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้อ แก้ไขเงื่อนไขในการรับซื้อในคำเสนอซื้อให้ดีขึ้น และกิจการได้เคยให้ความเห็นไว้แล้วว่าควรตอบรับคำเสนอซื้อตามข้อเสนอซื้อเดิมในครั้งก่อนหรือเคยให้ความเห็นในเรื่องราคาขั้นต่ำที่ควรตอบรับแล้ว กิจการไม่ต้องให้ความเห็นเพิ่มเติม

13. คณะอนุกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ (Takeover Panel)

เนื่องจากเรื่องการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการมักจะมีผลสืบย้อนไปประกอบกับการประเมินมูลค่าการเสนอซื้อของธุรกิจแต่ละประเภทก็มีลักษณะเฉพาะ ดังนั้น การมีผู้เชี่ยวชาญในทางปฏิบัติเข้าร่วมให้ความเห็นกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ด้วยก็จะทำให้มีมุมมองในการพิจารณาที่หลากหลายและสอดคล้องกับแนวทางในการปฏิบัติมากขึ้น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงมีมติให้จัดตั้งคณะอนุกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ (Takeover Panel) ขึ้นเพื่อทำหน้าที่ในการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ คณะอนุกรรมการดังกล่าวประกอบด้วยบุคคลที่มีความรู้ ความสามารถ และมีความเชี่ยวชาญในธุรกรรมการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ เช่น ผู้ทรงคุณวุฒิด้านกฎหมาย และด้านการเงิน เป็นต้น โดยมีวาระคราวละ 2 ปี Takeover Panel นั้นเป็นการทำงานร่วมกันเป็นทีมผู้ชำนาญการ โดยมีอำนาจผ่อนผันหรือสั่งการในเรื่องดังต่อไปนี้

- (1) ผ่อนผันการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการในกรณีที่ได้อำนาจควบคุมทางอ้อมในกิจการ (Chain Principle) ซึ่งผู้ขอผ่อนผันไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อครอบงำกิจการ
- (2) สั่งการหรือผ่อนผันเกี่ยวกับการกำหนดราคาและการลดราคาในกรณีการทำคำเสนอซื้อเพื่อเพิกถอนหลักทรัพย์และเกิดเหตุการณ์ร้ายแรงต่อกิจการ
- (3) สั่งการให้หยุดระยะเวลารับซื้อเป็นการชั่วคราว
- (4) เสนอความเห็นหรือให้คำแนะนำต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์หรือสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ

- (5) ผ่อนผันหลักเกณฑ์ใด ๆ ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าควรได้รับการพิจารณาโดยคณะกรรมการคณะนี้<sup>13</sup>

## 2.5 หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) ในต่างประเทศ

### 2.5.1 บทนำ

หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือที่เรียกว่า Squeeze Out หรือที่บางประเทศเรียกว่า Freeze Out นั้นปรากฏในกฎหมายของหลายประเทศโดยอาจจะมีรายละเอียดข้อกำหนดหรือเงื่อนไขแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ เช่น ในประเทศเยอรมัน หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือ Squeeze Out นั้นเพิ่งจะนำมาใช้บังคับเป็นครั้งแรกในปี ค.ศ. 2002 โดยได้รับการบัญญัติไว้ในมาตรา 7 ของ Securities Acquisition and Takeover Act ซึ่งเป็นการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติใน Companies Act โดยการเพิ่มหมวดที่เกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งมาตรา 327a ของ Companies Act ที่ได้รับการเพิ่มเติมขึ้นใหม่นี้เริ่มมีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 มกราคม 2002 ต่อมาเมื่อ European Takeover Directive มีผลบังคับใช้ ก็ได้มีการเพิ่มเติมบทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยเข้าไว้เป็นมาตรา 39a ของ Takeover Act เพื่อให้สอดคล้องกับ European Takeover Directive โดยมีการบังคับใช้อย่างเป็นทางการเป็นเอกเทศแยกต่างหากจากบทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยที่กำหนดไว้ใน Companies Act ส่วนในประเทศฝรั่งเศสนั้น เริ่มมีการนำหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาใช้บังคับในปี ค.ศ. 2000 โดยบัญญัติไว้ในมาตรา 433-4 ของ French Code Financier & Monetaire ซึ่งกำหนดให้อำนาจ Financial Markets Authority ออกกฎเกณฑ์และวิธีปฏิบัติ (Reglement General) เกี่ยวกับเรื่องดังกล่าว ต่อมาเมื่อ European Takeover Directive มีผลบังคับใช้ ก็ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม Reglement General เกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยเพื่อให้สอดคล้องกับ European Takeover Directive นอกจากนี้ประเทศเยอรมันและฝรั่งเศสประเทศต่าง ๆ ในสหภาพยุโรปรวมถึงประเทศอังกฤษล้วนแล้วแต่มีบทบัญญัติว่าด้วยการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยเพื่อให้สอดคล้องกับ European Takeover Directive

<sup>13</sup>

กิติพงษ์ อูรพีพัฒน์พงศ์, การควบรวมกิจการ โอกาสของธุรกิจไทย, หน้า 103 - 116.

นอกเหนือจากประเทศในฝั่งยุโรปแล้ว ประเทศสหรัฐอเมริกาเองก็ได้นำหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาใช้บังคับเช่นเดียวกัน นอกจากนี้ประเทศในแถบเอเชีย เช่น ประเทศญี่ปุ่นก็ได้นำบทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาใช้บังคับ โดย Company Law ของญี่ปุ่นอนุญาตให้สามารถทำการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้โดยการจ่ายเงินสดให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยเพื่อแลกเปลี่ยนกับหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเหล่านั้นถืออยู่ โดยทั่วไปแล้วการดำเนินการดังกล่าวจะต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมคณะกรรมการหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ต้องการจะเข้าซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Acquiring Company) ทั้งนี้ทั้งนั้น ขึ้นอยู่กับระดับความสำคัญของธุรกรรมดังกล่าวและบทบัญญัติแห่งกฎหมายอื่นที่เกี่ยวข้อง แต่ไม่ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมาย (Target Company) หากบริษัทผู้เข้าซื้อหุ้นถือหุ้นอยู่ในบริษัทเป้าหมายแล้วมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 90 อย่างไรก็ตาม การบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นจะต้องกระทำบนเงื่อนไขที่ยุติธรรมและสมเหตุสมผลในทางธุรกิจ (Fair and commercially reasonable terms) มิฉะนั้นแล้ว ธุรกรรมดังกล่าวอาจได้รับการคัดค้านจากกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยผ่านทาง การขอยกเลิกมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่อนุมัติการทำรายการดังกล่าว (เฉพาะในกรณีที่บริษัทผู้เข้าซื้อหุ้นถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายไม่ถึงร้อยละ 90 เท่านั้น ที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะสามารถใช้ช่องทางในการขอยกเลิกมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นดังกล่าวนี้ได้)

โดยในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนจะได้กล่าวถึงรูปแบบและรายละเอียดของการนำหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยไปบังคับใช้ในสองประเทศ ได้แก่ ในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษเพื่อเป็นตัวอย่างการนำหลักการดังกล่าวไปใช้บังคับและเพื่อเป็นแนวทางในการนำหลักการดังกล่าวมาปรับใช้ในประเทศไทยต่อไป

## 2.5.2 หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยของประเทศสหรัฐอเมริกา

การบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือที่เรียกว่า Squeeze out หรือ Freeze out นั้น เป็นความพยายามของผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมที่จะบังคับให้กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท การบังคับให้กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทนั้นมีมากมายหลากหลายวิธีการทั้งวิธีการที่ถูกต้องและเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยและวิธีการที่ไม่เป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยหากแต่อาศัยช่องว่างทางกฎหมายในการดำเนินการ ด้วยเหตุดังกล่าว กฎหมายในหลาย ๆ ประเทศรวมถึงในประเทศสหรัฐอเมริกาจึงอนุญาตให้มีการดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ภายใต้หลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนดเพื่อควบคุมและกำกับดูแลให้เกิดความเป็นธรรมกับผู้ถือหุ้นรายย่อยและเกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้เกี่ยวข้องทุกฝ่าย

### ก. บทบัญญัติแห่งกฎหมายเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย

ในประเทศสหรัฐอเมริกา นั้นกฎหมายว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัทเป็นกฎหมายในระดับรัฐ (State Laws) โดยรัฐบาลกลางสหรัฐอเมริกาเกรงว่ากฎหมายว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัทซึ่งเป็นกฎหมายที่ควบคุมดูแลและวางกฎเกณฑ์เกี่ยวกับองค์กรธุรกิจต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นการจัดตั้ง รูปแบบองค์ประกอบ สิทธิหน้าที่ของผู้เกี่ยวข้องฝ่ายต่าง ๆ การบริหารจัดการ การควบคุมกิจการ รวมตลอดจนการเลิกและชำระบัญชีขององค์กรธุรกิจต่าง ๆ จะมีความแตกต่างกันมากในแต่ละรัฐของประเทศอื่นจะทำให้ประชาชนและภาคเอกชนที่จะต้องปฏิบัติตามกฎหมายได้รับความยากลำบาก และเป็นอุปสรรคต่อการทำการค้าและเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ ด้วยเหตุนี้ เนติบัณฑิตยสภา (Bar) จึงได้รับหน้าที่ให้เป็นผู้จัดทำร่างกฎหมายว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัทฉบับต้นแบบหรือที่เรียกว่า Revised Model Business Corporation Act ขึ้นเพื่อเป็นต้นแบบให้รัฐต่าง ๆ ได้นำไปใช้ในการออกกฎหมายว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัทของแต่ละรัฐ

รัฐต่าง ๆ ในสหรัฐอเมริกาเริ่มอนุญาตให้ใช้เงินสดเพื่อเป็นสิ่งตอบแทนในการทำธุรกรรม การควบรวมกิจการได้ในตั้งแต่ช่วงปี ค.ศ. 1960 – 1969 เมื่อเงินสดสามารถเป็นสิ่งตอบแทนการทำธุรกรรมควบรวมกิจการได้ตามกฎหมายทำให้การควบรวมกิจการแบบบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out Merger) ได้รับความนิยมแพร่หลายยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตาม ผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ได้รับการบังคับให้ขายหุ้นอาจได้รับผลตอบแทนในรูปของหลักทรัพย์ไม่ว่าจะเป็นตราสารหนี้หรือตราสารทุนก็ได้เช่นกัน การบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยส่งผลให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมบริษัทสามารถดำเนินการให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทได้โดยการชำระเงินสด<sup>14</sup> เมื่อการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้รับความนิยอย่างกว้างขวางมากยิ่งขึ้นประกอบกับมีการนำคดีเกี่ยวกับการดำเนินธุรกรรมดังกล่าวขึ้นสู่ศาลมากขึ้น รัฐต่าง ๆ จึงได้บัญญัติหลักเกณฑ์และเงื่อนไขเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยเพื่อใช้บังคับให้เกิดความเป็นธรรมแก่ผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายมากขึ้น ดังนี้ จะพบว่ากฎหมายหุ้นส่วนบริษัทของรัฐต่าง ๆ ส่วนใหญ่ในสหรัฐอเมริกาแล้วแต่มีการวางกฎเกณฑ์และเงื่อนไขเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยไว้ทั้งสิ้นซึ่งในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ผู้เขียนจะได้ทำการศึกษาถึงบทบัญญัติเกี่ยวกับเรื่องดังกล่าวใน Revised Model Business Corporation Act ซึ่งเป็นกฎหมายต้นฉบับของกฎหมายว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัทของรัฐต่าง ๆ ในสหรัฐอเมริกา และกฎหมายว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัทของมลรัฐเดลาแวร์ (Delaware General Corporation Laws) ซึ่งเป็นรัฐที่มีผู้นิยมมาจด

<sup>14</sup> Pinto R. and Douglas M. Branson, Understanding Corporate Law, second edition (LexisNexis, 2004), pp. 263 -264.



ทะเบียนจัดตั้งบริษัทมากที่สุดโดยบริษัทมากกว่าครึ่งหนึ่งในสหรัฐอเมริกาจดทะเบียนภายใต้กฎหมายว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัทของรัฐนี้

### (1.) Revised Model Business Corporation Act

Revised Model Business Corporation Act ไม่มีบทบัญญัติที่ว่าด้วยการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยตรง แต่จะมีบทบัญญัติที่ให้สิทธิพิเศษในการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูกที่ซึ่งบริษัทแม่ถือหุ้นอยู่ในบริษัทลูกตั้งแต่อ้อยละ 90 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการและบทบัญญัติเกี่ยวกับสิทธิในการได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right)

โดยมาตรา 11.05 ของ Revised Model Business Corporation Act ซึ่งเป็นเรื่องเกี่ยวกับการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูก บัญญัติไว้ดังนี้

“(ก) บริษัทแม่ที่ถือหุ้นในบริษัทลูกไม่ว่าจะเป็นบริษัทลูกที่จดทะเบียนในประเทศหรือบริษัทลูกที่จดทะเบียนในต่างประเทศอย่างน้อยร้อยละ 90 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงในแต่ละชั้นของบริษัทลูก อาจควบรวมกิจการของบริษัทลูกเข้ากับกิจการของตนเอง หรือควบรวมกิจการของบริษัทลูกอื่น ๆ เข้าด้วยกัน หรือควบรวมกิจการของตนเองเข้ากับบริษัทลูกได้โดยไม่ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมคณะกรรมการหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทลูก เว้นแต่ข้อบังคับของบริษัทที่เกี่ยวข้องจะได้กำหนดไว้เป็นอย่างอื่น และเว้นแต่ในกรณีที่บริษัทลูกเป็นบริษัทต่างประเทศ กฎหมายในประเทศที่บริษัทลูกนั้นตั้งอยู่อาจกำหนดให้การควบรวมกิจการระหว่างกันดังกล่าวต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมคณะกรรมการหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทลูกนั้น

(ข) หากภายใต้บังคับของข้อ (ก) ข้างต้น การควบรวมกิจการดังกล่าวไม่ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทลูก บริษัทแม่ต้องแจ้งให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทลูกแต่ละคนทราบว่า การควบรวมกิจการได้สำเร็จลุล่วงลงแล้ว ภายใน 10 วัน นับจากวันที่ การควบรวมกิจการมีผลบังคับ

(ค) การควบรวมกิจการระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูกนอกจากที่ได้กำหนดไว้ในข้อ (ก) และ (ข) ข้างต้น ต้องปฏิบัติตามบทบัญญัติในหมวด 11 ซึ่งใช้กับการควบรวมกิจการโดยทั่วไป”\*

นอกจากนี้ ในมาตรา 13.02 ซึ่งกล่าวถึงสิทธิในการได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right) ยังได้บัญญัติถึงสิทธิดังกล่าวในกรณีที่มีการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูกตามมาตรา 11.05 ไว้ในมาตรา 13.02 (1) ว่า “ผู้ถือหุ้นในกรณีดังต่อไปนี้มีสิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right) ตามมูลค่ายุติธรรม (Fair Value) ของหุ้นที่ตนถืออยู่ในกิจการ

(ก) การควบรวมกิจการที่ซึ่งบริษัทที่ผู้ถือหุ้นถือหุ้นอยู่เป็นคู่สัญญา หาก (ก) การควบรวมกิจการนั้นต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นตามที่กำหนดไว้ในมาตรา

\*

§ 11.05. Merger Between Parent and Subsidiary or between Subsidiaries

- (a) A domestic parent corporation that owns shares of a domestic or foreign subsidiary corporation that carry at least 90 percent of the voting power of each class and series of the outstanding shares of the subsidiary that have voting power may merge the subsidiary into itself or into another such subsidiary, or merge itself into the subsidiary, without the approval of the board of directors or shareholders of the subsidiary, unless the articles of incorporation of any of the corporations otherwise provide, and unless, in the case of a foreign subsidiary, approval by the subsidiary's board of directors or shareholders is required by the laws under which the subsidiary is organized.
- (b) If under subsection (a) approval of a merger by the subsidiary's shareholders is not required, the parent corporation shall, within ten days after the effective date of the merger, notify each of the subsidiary's shareholders that the merger has become effective.
- (c) Except as provided in subsections (a) and (b), a merger between a parent and a subsidiary shall be governed by the provisions of chapter 11 applicable to mergers generally.

11.04 และผู้ถือหุ้นดังกล่าวมีสิทธิออกเสียงในมติที่ขออนุมัติการควบรวมกิจการนั้น เว้นแต่ ผู้ถือหุ้นที่ยังคงเป็นผู้ถือหุ้นอยู่ในกิจการภายหลังการควบรวมกิจการจะไม่มีสิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นดังกล่าว หรือ (ข) บริษัทที่ผู้ถือหุ้นถือหุ้นอยู่เป็นบริษัทลูก และได้ผ่านการควบรวมกิจการตามวิธีการที่กำหนดไว้ในมาตรา 11.05”\*

---

\* § 13.02. RIGHT TO APPRAISAL

A shareholder is entitled to appraisal rights, and to obtain payment of the fair value of that shareholder's shares, in the event of any of the following corporate actions:

- (1) consummation of a merger to which the corporation is a party (i) if shareholder approval is required for the merger by section 11.04 and the shareholder is entitled to vote on the merger, except that appraisal rights shall not be available to any shareholder of the corporation with respect to shares of any class or series that remain outstanding after consummation of the merger, or (ii) if the corporation is a subsidiary and the merger is governed by section 11.05;
- (2) consummation of a share exchange to which the corporation is a party as the corporation whose shares will be acquired if the shareholder is entitled to vote on the exchange, except that appraisal rights shall not be available to any shareholder of the corporation with respect to any class or series of shares of the corporation that is not exchanged;
- (3) consummation of a disposition of assets pursuant to section 12.02 if the shareholder is entitled to vote on the disposition;
- (4) an amendment of the articles of incorporation with respect to a class or series of shares that reduces the number of shares of a class or series owned by the shareholder to a fraction of a share if the corporation has the obligation or right to repurchase the fractional share so created;
- (5) any other amendment to the articles of incorporation, merger, share exchange or disposition of assets to the extent provided by the articles of incorporation, bylaws or a resolution of the board of directors;
- (6) consummation of a domestication if the shareholder does not receive shares in the foreign corporation resulting from the domestication that

มาตรา 13.20 กำหนดให้จะต้องมีการแจ้งสิทธิการได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นทราบ โดยหากการควบรวมกิจการนั้นเป็นการควบรวมกิจการประเภทที่ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ในการส่งหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้น จะต้องระบุว่าการควบรวมกิจการที่จะเกิดขึ้นและกำลังจะขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นนั้นเป็นการควบรวมกิจการที่ผู้ถือหุ้นจะมีสิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นหรือไม่ หากเป็นการควบรวมกิจการที่ผู้ถือหุ้นมีสิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น บริษัท\* ต้องจัดให้มีสำเนาบทบัญญัติของกฎหมายเกี่ยวกับวิธีการในการขอรับสิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นแนบไปกับหนังสือเชิญประชุมด้วย ส่วนในกรณีของการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูกตามมาตรา 11.05 บริษัทแม่จะต้องแจ้งเป็นหนังสือไปยังผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิใช้สิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นทุกคนของบริษัทลูกว่าการควบรวมกิจการมีผลบังคับแล้ว ภายใน 10 วันนับจากวันที่การควบรวมกิจการมีผลบังคับ และให้ถือว่าการแจ้งสิทธิ Appraisal Right นี้เป็นแบบฟอร์มการขอใช้สิทธิของผู้ถือหุ้น ดังที่จะได้กล่าวในรายละเอียดต่อไปเลย\*

---

have terms as favourable to the shareholder in all material respects, and represent at least the same percentage interest of the total voting rights of the outstanding shares of the corporation, as the shares held by the shareholder before the domestication;

- (7) consummation of a conversion of the corporation to nonprofit status pursuant to subchapter 9C; or
- (8) consummation of a conversion of the corporation to an unincorporated entity pursuant to subchapter 9E.

\* บริษัท หมายถึง บริษัทที่ออกหุ้นที่ซึ่งผู้ถือหุ้นนั้นถืออยู่หรือบริษัทที่ยังคงอยู่ภายหลังจากการควบรวมกิจการดำเนินการสำเร็จ

\* § 13.20. Notice of Appraisal Rights

- (a) If proposed corporate action described in section 13.02(a) is to be submitted to a vote at a shareholders' meeting, the meeting notice must state that the corporation has concluded that shareholders are, are not or may be entitled to assert appraisal rights under this chapter. If the corporation concludes that appraisal rights are or may be available, a

โดยมาตรา 13.21 กำหนดให้ผู้ถือหุ้นที่จะมีสิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นต้องเป็นผู้ถือหุ้นที่ไม่ใช้สิทธิออกเสียงของตนลงคะแนนหรือกระทำการใด ๆ ให้มีการใช้สิทธิออกเสียงของตนลงคะแนนอนุมัติการควบรวมกิจการนั้น และผู้ถือหุ้นผู้ต้องการจะใช้สิทธิต้องแจ้งให้บริษัททราบเป็นหนังสือก่อนการลงมติว่าตนเองต้องการจะใช้สิทธิ Appraisal Right ดังกล่าวหากการควบรวมกิจการเป็นผลสำเร็จ ผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ดังกล่าวจะไม่มีสิทธิใช้สิทธิการได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น\*

แบบฟอร์มการขอใช้สิทธิ Appraisal Right ของผู้ถือหุ้นได้รับการกำหนดไว้ในมาตรา 13.22 โดยแบบฟอร์มการขอใช้สิทธิดังกล่าวจะต้องมีรายละเอียดเกี่ยวกับการใช้สิทธิดังนี้

---

copy of this chapter must accompany the meeting notice sent to those record shareholders entitled to exercise appraisal rights.

- (b) In a merger pursuant to section 11.05, the parent corporation must notify in writing all record shareholders of the subsidiary who are entitled to assert appraisal rights that the corporate action became effective. Such notice must be sent within ten days after the corporate action became effective and include the materials described in section 13.22.

\*

#### § 13.21. Notice of Intent to Demand Payment

- (a) If proposed corporate action requiring appraisal rights under section 13.02 is submitted to a vote at a shareholders' meeting, a shareholder who wishes to assert appraisal rights with respect to any class or series of shares:
- (1) must deliver to the corporation before the vote is taken written notice of the shareholder's intent to demand payment if the proposed action is effectuated; and
  - (2) must not vote, or cause or permit to be voted, any shares of such class or series in favor of the proposed action.
- (b) A shareholder who does not satisfy the requirements of subsection (a) is not entitled to payment under this chapter.



(ก) รายละเอียดและวันที่ที่ได้มีการแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบเป็นครั้งแรกถึงข้อกำหนดและเงื่อนไขที่มีนัยสำคัญของการควบรวมกิจการดังกล่าวและต้องกำหนดให้ผู้ถือหุ้นให้การยืนยันและรับรองว่าผู้ถือหุ้นได้รับกรรมสิทธิ์ในหุ้นนี้มาก่อนวันที่จะมีการรับรู้ถึงข้อเท็จจริงเกี่ยวกับข้อกำหนดและเงื่อนไขที่มีนัยสำคัญของการควบรวมกิจการดังกล่าวหรือไม่ และผู้ถือหุ้นไม่ได้ลงคะแนนเสียงในการอนุมัติการทำรายการดังกล่าว

(ข) ต้องระบุถึงรายละเอียดเกี่ยวกับ

(1) สถานที่จัดส่งแบบฟอร์มการใช้สิทธิและสถานที่จัดส่งใบหุ้นของหุ้นที่จะทำการโอนและวันโอนหุ้นซึ่งวันโอนหุ้นนี้จะต้องไม่เร็วกว่าวันที่กำหนดให้ต้องส่งแบบฟอร์มการใช้สิทธิตามที่กำหนดในข้อ (2)

(2) ระยะเวลาที่ผู้ถือหุ้นจะสามารถจัดส่งแบบฟอร์มการใช้สิทธิกลับมายังบริษัทซึ่งจะต้องกำหนดให้มีระยะเวลาไม่น้อยกว่า 40 วัน แต่ไม่มากกว่า 60 วัน นับจากวันที่ส่งแบบฟอร์มการใช้สิทธิให้ผู้ถือหุ้น และต้องระบุข้อความว่า หากผู้ถือหุ้นไม่จัดส่งแบบฟอร์มการใช้สิทธิกลับมายังบริษัทภายในระยะเวลาดังกล่าว จะถือว่าผู้ถือหุ้นนั้นสละสิทธิในการใช้สิทธิ Appraisal Right

(3) ราคายุติธรรมที่บริษัทได้ประเมินไว้

(4) ข้อความที่ระบุว่าบริษัทจะเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับจำนวนผู้ถือหุ้นที่ส่งคืนแบบฟอร์มการใช้สิทธิกลับมายังบริษัทรวมถึงวันที่และจำนวนหุ้นที่ผู้ถือหุ้นแต่ละคนถืออยู่ภายใน 10 วันหลังจากหมดระยะเวลาที่ผู้ถือหุ้นจะสามารถส่งแบบฟอร์มการใช้สิทธิกลับมาได้ตามที่กำหนดไว้ในข้อ (2) ข้างต้น หากบริษัทได้รับการร้องขอเป็นหนังสือจากผู้ถือหุ้น

(5) ระยะเวลาที่ผู้ถือหุ้นจะสามารถจัดส่งหนังสือถอนความจำนงการใช้สิทธิภายใต้มาตรา 13.23 โดยระยะเวลาดังกล่าวจะต้องไม่เกิน 20 วันหลังจากหมดระยะเวลาที่ผู้ถือหุ้นจะสามารถส่งแบบฟอร์มการใช้สิทธิกลับมาได้ตามที่กำหนดไว้ในข้อ (2) ข้างต้น \*

\* § 13.22. Appraisal Notice and Form

(a) If proposed corporate action requiring appraisal rights under section 13.02(a) becomes effective, the corporation must deliver a written

---

appraisal notice and form required by subsection (b)(1) to all shareholders who satisfied the requirements of section 13.21. In the case of a merger under section 11.05, the parent must deliver a written appraisal notice and form to all record shareholders who may be entitled to assert appraisal rights.

- (b) The appraisal notice must be sent no earlier than the date the corporate action became effective and no later than ten days after such date and must:
- (1) supply a form that specifies the date of the first announcement to shareholders of the principal terms of the proposed corporate action and requires the shareholder asserting appraisal rights to certify (i) whether or not beneficial ownership of those shares for which appraisal rights are asserted was acquired before that date and (ii) that the shareholder did not vote for the transaction;
  - (2) state:
    - (i) where the form must be sent and where certificates for certificated shares must be deposited and the date by which those certificates must be deposited, which date may not be earlier than the date for receiving the required form under subsection (2)(ii);
    - (ii) a date by which the corporation must receive the form which date may not be fewer than 40 nor more than 60 days after the date the subsection (a) appraisal notice and form are sent, and state that the shareholder shall have waived the right to demand appraisal with respect to the shares unless the form is received by the corporation by such specified date;
    - (iii) the corporation's estimate of the fair value of the shares;
    - (iv) that, if requested in writing, the corporation will provide, to the shareholder so requesting, within ten days after the date specified in subsection (2)(ii) the number of shareholders who return the forms by the specified date and the total number of shares owned by them; and(v)

ภายใต้บทบัญญัติมาตรา 13.23 ผู้ถือหุ้นที่ประสงค์จะใช้สิทธิ Appraisal Right จะต้องยื่นยันและรับรองข้อมูลตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 13.22(b)(1) และจัดส่งแบบฟอร์มการใช้สิทธิ ตลอดจนลงนามในใบหุ้นเพื่อการโอนหุ้นและจัดส่งกลับมายังบริษัท ภายในระยะเวลาที่ได้กำหนดไว้ในแบบฟอร์มการใช้สิทธิ เมื่อผู้ถือหุ้นลงนามในใบหุ้น (ในกรณีที่เป็นการออกหุ้นชนิดมีใบหุ้น) หรือลงนามในตราสารการโอนหุ้น (ในกรณีที่ไม่มีการออกใบหุ้น) และจัดส่งกลับมายังบริษัท ผู้ถือหุ้นดังกล่าวจะสิ้นสถานภาพการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท หากผู้ถือหุ้นดังกล่าวนั้นมิได้ทำการถอนความจำนองการใช้สิทธิเสียก่อน ซึ่งมาตรา 13.23 นี้ก็ยังได้อนุญาตให้ผู้ถือหุ้นสามารถแสดงเจตนาถอนความจำนองในการการใช้สิทธิ Appraisal Right ได้โดยการแจ้งเป็นหนังสือให้แก่บริษัทภายในระยะเวลาที่ผู้ถือหุ้นจะสามารถจัดส่งหนังสือถอนความจำนองการใช้สิทธิตามที่กำหนดไว้ในแบบฟอร์มการใช้สิทธิ ผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้ปฏิบัติตามวิธีการในการถอนความจำนองหรือไม่ได้ถอนความจำนองภายในกำหนดระยะเวลาจะไม่สามารถถอนความจำนองได้อีก เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นหนังสือจากบริษัท ส่วนผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้ส่งคืนแบบฟอร์มการใช้สิทธิตามวิธีการ และภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้จะไม่มีสิทธิได้รับชำระเงินค่าหุ้น\*

---

the date by which the notice to withdraw under section 13.23 must be received, which date must be within 20 days after the date specified in subsection (2)(ii); and

(3) be accompanied by a copy of this chapter.

\*

§ 13.23.

(a) A shareholder who receives notice pursuant to section 13.22 and who wishes to exercise appraisal rights must certify on the form sent by the corporation whether the beneficial owner of such shares acquired beneficial ownership of the shares before the date required to be set forth in the notice pursuant to section 13.22(b)(1). If a shareholder fails to make this certification, the corporation may elect to treat the shareholder's shares as after-acquired shares under section 13.25. In addition, a shareholder who wishes to exercise appraisal rights must execute and return the form and, in the case of certificated shares, deposit the shareholder's certificates in accordance with the terms of the notice by the date referred to in the notice pursuant to

สำหรับราคาหุ้นนั้น Revised Model Business Corporation Act กำหนดให้บริษัทสามารถประเมินราคาหุ้นเองได้ แต่ในการชำระเงินค่าหุ้นของบริษัทนั้น บริษัทจะต้องชำระภายใน 30 วันนับจากสิ้นสุดระยะเวลาที่ผู้ถือหุ้นจะสามารถจัดส่งแบบฟอร์มการใช้สิทธิกลับมายังบริษัทได้และจะต้องแนบเอกสารดังต่อไปนี้ให้แก่ผู้ถือหุ้นด้วย

(ก) งบการเงินของบริษัทที่ประกอบด้วยงบดุล ณ วันสิ้นปีบัญชีที่ซึ่งไม่เกินกว่า 16 เดือนก่อนวันชำระเงิน งบกำไรขาดทุนและรายการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้น สำหรับปีที่มีการชำระเงิน รวมทั้งงบการเงินที่ยังไม่ได้รับการตรวจสอบของไตรมาสล่าสุดที่ได้มีการจัดทำขึ้นแล้ว

(ข) รายงานของบริษัทที่แสดงราคายุติธรรมของหุ้นที่บริษัทได้ประเมินซึ่งจะต้องไม่ต่ำกว่าราคาที่บริษัทได้ประเมินและแสดงไว้ในแบบฟอร์มการใช้สิทธิ

(ค) ข้อความที่ระบุว่าผู้ถือหุ้นมีสิทธิอุทธรณ์ราคาประเมินของหุ้นที่บริษัทชำระให้ได้ภายใต้บทบัญญัติแห่งกฎหมายและหากผู้ถือหุ้นไม่ใช้สิทธิอุทธรณ์ภายใน

---

section 13.22(b)(2)(ii). Once a shareholder deposits that shareholder's certificates or, in the case of uncertificated shares, returns the executed forms, that shareholder loses all rights as a shareholder, unless the shareholder withdraws pursuant to subsection (b).

(b) A shareholder who has complied with subsection (a) may nevertheless decline to exercise appraisal rights and withdraw from the appraisal process by so notifying the corporation in writing by the date set forth in the appraisal notice pursuant to section 13.22(b)(2)(v). A shareholder who fails to so withdraw from the appraisal process may not thereafter withdraw without the corporation's written consent.

(c) A shareholder who does not execute and return the form and, in the case of certificated shares, deposit that shareholder's share certificates where required, each by the date set forth in the notice described in section 13.22(b), shall not be entitled to payment under this chapter.

ระยะเวลาที่กำหนดในกฎหมาย จะถือว่าผู้ถือหุ้นยอมรับการชำระราคาโดยพอใจกับการปฏิบัติหน้าที่ตามกฎหมายของบริษัท \*

หากผู้ถือหุ้นไม่พอใจกับราคาประเมินค่าหุ้นที่ได้รับ ผู้ถือหุ้นต้องแจ้งให้บริษัททราบเป็นหนังสือถึงราคาประเมินค่าหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเห็นว่าตนควรได้รับและเรียกร้องให้บริษัทชำระราคาค่าหุ้นให้ตนในอัตราดังกล่าว ผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้แจ้งการชำระราคาค่าหุ้นของบริษัทภายใน 30 วันนับจากได้รับชำระค่าหุ้น จะถือว่าสละสิทธิการโต้แย้งและเรียกร้องดังกล่าว ซึ่งหากบริษัทไม่สามารถตกลงราคาประเมินค่าหุ้นกับผู้ถือหุ้นได้ บริษัทจะต้องนำเรื่องขึ้นสู่ศาลภายใน 60 วันนับจากได้รับการโต้แย้งจากผู้ถือหุ้นและขอให้ศาลตัดสินหา

---

\*

§ 13.24. Payment

- (a) Except as provided in section 13.25, within 30 days after the form required by section 13.22(b)(2)(ii) is due, the corporation shall pay in cash to those shareholders who complied with section 13.23(a) the amount the corporation estimates to be the fair value of their shares, plus interest.
- (b) The payment to each shareholder pursuant to subsection (a) must be accompanied by:
- (1) financial statements of the corporation that issued the shares to be appraised, consisting of a balance sheet as of the end of a fiscal year ending not more than 16 months before the date of payment, an income statement for that year, a statement of changes in shareholders' equity for that year, and the latest available interim financial statements, if any;
  - (2) a statement of the corporation's estimate of the fair value of the shares, which estimate must equal or exceed the corporation's estimate given pursuant to section 13.22(b)(2)(iii);
  - (3) a statement that shareholders described in subsection (a) have the right to demand further payment under section 13.26 and that if any such shareholder does not do so within the time period specified therein, such shareholder shall be deemed to have accepted such payment in full satisfaction of the corporation's obligations under this chapter.



ราคาประเมินค่าหุ้นที่ยุติธรรมให้ ถ้าบริษัทไม่นำเรื่องขึ้นสู่ศาลภายในระยะเวลา 60 วัน บริษัทจะต้องชำระค่าหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นตามอัตราที่ผู้ถือหุ้นได้เรียกร้องมา โดยในการนำเรื่องขึ้นสู่ศาลนี้ บริษัทจะต้องดำเนินการให้ผู้ถือหุ้นทุกคนที่ขอเรียกร้องยังไม่เป็นที่ยุติเข้ามาเป็นคู่ความในคดีเดียวกันซึ่งเมื่อศาลตัดสินกำหนดราคายุติธรรมของมูลค่าหุ้นแล้วราคาดังกล่าวจะนำไปใช้กับผู้ถือหุ้นที่เข้าเป็นคู่ความทุกราย โดยในการกำหนดราคายุติธรรมของมูลค่าหุ้นนี้ ศาลอาจแต่งตั้งผู้ประเมินราคาขึ้นมาดำเนินการหาราคายุติธรรมดังกล่าวก็ได้ (มาตรา 13.26 และมาตรา 13.30)\*

---

\*

§ 13.26. Procedure if Shareholder Dissatisfied with Payment or Offer

- (a) A shareholder paid pursuant to section 13.24 who is dissatisfied with the amount of the payment must notify the corporation in writing of that shareholder's estimate of the fair value of the shares and demand payment of that estimate plus interest (less any payment under section 13.24). A shareholder offered payment under section 13.25 who is dissatisfied with that offer must reject the offer and demand payment of the shareholder's stated estimate of the fair value of the shares plus interest.
- (b) A shareholder who fails to notify the corporation in writing of that shareholder's demand to be paid the shareholder's stated estimate of the fair value plus interest under subsection (a) within 30 days after receiving the corporation's payment or offer of payment under section 13.24 or section 13.25, respectively, waives the right to demand payment under this section and shall be entitled only to the payment made or offered pursuant to those respective sections.

§ 13.30. Court Action

- (a) If a shareholder makes demand for payment under section 13.26 which remains unsettled, the corporation shall commence a proceeding within 60 days after receiving the payment demand and petition the court to determine the fair value of the shares and accrued interest. If the corporation does not commence the proceeding within the 60-day

---

period, it shall pay in cash to each shareholder the amount the shareholder demanded pursuant to section 13.26 plus interest.

- (b) The corporation shall commence the proceeding in the appropriate court of the county where the corporation's principal office (or, if none, its registered office) in this state is located. If the corporation is a foreign corporation without a registered office in this state, it shall commence the proceeding in the county in this state where the principal office or registered office of the domestic corporation merged with the foreign corporation was located at the time of the transaction.
- (c) The corporation shall make all shareholders (whether or not residents of this state) whose demands remain unsettled parties to the proceeding as in an action against their shares, and all parties must be served with a copy of the petition. Non-residents may be served by registered or certified mail or by publication as provided by law.
- (d) The jurisdiction of the court in which the proceeding is commenced under subsection (b) is plenary and exclusive. The court may appoint one or more persons as appraisers to receive evidence and recommend a decision on the question of fair value. The appraisers shall have the powers described in the order appointing them, or in any amendment to it. The shareholders demanding appraisal rights are entitled to the same discovery rights as parties in other civil proceedings. There shall be no right to a jury trial.
- (e) Each shareholder made a party to the proceeding is entitled to judgment
  - (i) for the amount, if any, by which the court finds the fair value of the shareholder's shares, plus interest, exceeds the amount paid by the corporation to the shareholder for such shares or
  - (ii) for the fair value, plus interest, of the shareholder's shares for which the corporation elected to withhold payment under section 13.25.

กล่าวโดยสรุป กฎหมาย Revised Model Business Corporation Act ของสหรัฐอเมริกาอันเป็นกฎหมายว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัทฉบับต้นแบบสำหรับรัฐต่าง ๆ ได้นำไปเป็นแบบอย่างในการปรับใช้ในประเทศของตนได้บัญญัติวางหลักการเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยไว้ในลักษณะของการอนุญาตให้การรวบรวมกิจการระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูกซึ่งบริษัทแม่ถือหุ้นอยู่ในบริษัทลูกตั้งแต่อายุละ 90 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของบริษัทลูก สามารถกระทำได้โดยไม่ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมคณะกรรมการหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทลูก หากแต่ไม่ได้กำหนดวงหลักให้บริษัทแม่หรือบริษัทลูกเองต้องชำระราคาหุ้นให้กับผู้ถือหุ้นรายอื่นนอกจากบริษัทแม่ที่ถือหุ้นอยู่ในบริษัทลูกไว้ในบทบัญญัติในหมวดเดียวกันกับการอนุญาตให้มีการรวบรวมกิจการระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูกโดยปราศจากการอนุมัติของที่ประชุมคณะกรรมการหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทลูก (หมวด 11) แต่อย่างไรก็ตาม หากแต่ไปกำหนดไว้ในหมวดที่ว่าด้วยการใช้สิทธิประเมินราคาหุ้น (Appraisal Right) (หมวด 13) โดยกำหนดให้บริษัทแม่ต้องแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทุกคนของบริษัทลูกทราบถึงการรวบรวมกิจการที่เกิดขึ้นและส่งแบบฟอร์มการใช้สิทธิดังกล่าวไปยังผู้ถือหุ้นทุกคนพร้อมทั้งระบุราคาประเมินของหุ้นของบริษัทที่ได้ประเมินไว้ หากไม่มีผู้ถือหุ้นคนใดได้แจ้งราคาประเมินของหุ้นตามที่บริษัทได้เสนอไป บริษัทที่ยังคงอยู่ภายหลังจากการรวบรวมกิจการ ซึ่งอาจจะเป็นบริษัทแม่ หากเป็นการดำเนินการ Upstream Merger หรืออาจจะเป็นบริษัทลูก หากเป็นการดำเนินการ Downstream Merger ก็ได้ ต้องชำระราคาหุ้นตามราคาประเมินที่ตั้งไว้ให้กับผู้ถือหุ้นที่ปฏิบัติตามวิธีการและภายในระยะเวลาที่กฎหมายกำหนด แต่หากผู้ถือหุ้นคัดค้านราคาประเมินที่บริษัทได้ตั้งไว้ บริษัทก็จะต้องส่งให้ศาลเป็นผู้ตัดสินหาราคาประเมินที่เหมาะสมเพื่อความเป็นธรรมของผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย อย่างไรก็ตาม ในกฎหมาย Revised Model Business Corporation Act หาได้กำหนดไว้อย่างชัดเจนไม่ว่าหากผู้ถือหุ้นไม่ดำเนินการจัดส่งแบบฟอร์มการใช้สิทธิกลับมายังบริษัทตามวิธีการและภายในระยะเวลาที่กำหนดแล้ว ผลในแง่ของการโอนหุ้นจะเป็นเช่นไร โดยบัญญัติไว้เพียงแต่ทำให้บริษัทไม่ต้องดำเนินการชำระค่าหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นรายนั้น อีกทั้ง เนื่องจากกฎหมายฉบับนี้เป็นเพียงกฎหมายต้นฉบับ (Model Law) หาใช่กฎหมายที่ได้มีการนำไปใช้จริงไม่ จึงไม่มีคดีความที่เกิดขึ้นจากการใช้บังคับกฎหมายฉบับนี้อันจะพอให้ศึกษาการตีความของศาลอันเกี่ยวเนื่องกับประเด็นนี้ได้

## (2.) Delaware General Corporations Act

Delaware General Corporations Act ได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยไว้ในกรณีที่เป็นการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูกซึ่งเป็นกรณีที่บริษัทแม่ถือหุ้นในบริษัทลูกอย่างน้อยร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทลูก ซึ่งในกรณีดังกล่าวการควบรวมกิจการจะเกิดขึ้นได้โดยไม่ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมคณะกรรมการหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทลูกและบริษัทแม่จะต้องกำหนดให้ชัดเจนถึงข้อกำหนดและเงื่อนไขเกี่ยวกับวิธีการในการจัดการกับหุ้นของบริษัทลูกที่ถือโดยบุคคลอื่นที่ไม่ใช่บริษัทแม่ (ผู้ถือหุ้นรายย่อย) ไม่ว่าจะเป็นการบังคับขายหุ้นดังกล่าวจากผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยการแลกเปลี่ยนกับหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นใด เงินสด หรือสิทธิที่จะได้รับการออก ชำระ ส่งมอบหรือให้สิทธิจากบริษัทที่คงอยู่ภายหลังจากการควบรวมกิจการ หรือการยกเลิกหรือลดหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นทั้งหมดหรือบางส่วน นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทลูกยังมีสิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right) อีกด้วย ซึ่งเป็นสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่จะเลือกใช้สิทธิใดก็ได้ หากแต่ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่สามารถบังคับใช้สิทธิทั้งสองประเภทได้พร้อมกันในทางปฏิบัติ

โดยมาตรา 253 ของ Delaware General Corporations Act วางหลักเกี่ยวกับการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูกไว้ดังนี้

(ก) ในกรณีที่บริษัทใดบริษัทหนึ่ง (บริษัทแม่) ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงในการควบรวมกิจการในอีกบริษัทหนึ่ง (บริษัทลูก) อย่างน้อยร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทนั้น สามารถที่จะควบรวมกิจการของบริษัทดังกล่าวเข้ากับกิจการของตนเอง โดยการรับโอนซึ่งสิทธิและหน้าที่ทั้งหมดของกิจการนั้น หรือควบรวมกิจการของตนเองเข้ากับบริษัทที่ตนถือหุ้นอยู่นั้นโดยการดำเนินการ รับรู้ และยื่นเอกสารตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 103 ของพระราชบัญญัติฉบับนี้ได้ โดยหนังสือแสดงความเป็นเจ้าของและการควบรวมกิจการ (Certificate of Ownership and Merger) ต้องแนบสำเนามติที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัทแม่ซึ่งอนุมัติการควบรวมกิจการและกำหนดวันที่การควบรวมกิจการจะมีผลไว้ด้วย อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่บริษัทแม่มิได้ถือหุ้นในบริษัทลูกที่จะได้ดำเนินการควบรวมกิจการทั้งหมด ในมติที่ประชุมคณะกรรมการเพื่ออนุมัติการควบรวมกิจการดังกล่าวจะต้องระบุข้อกำหนดและเงื่อนไขเกี่ยวกับวิธีการในการจัดการกับหุ้นของบริษัทลูกที่ถือโดยบุคคลอื่นที่ไม่ใช่บริษัทแม่ (ผู้ถือหุ้นรายย่อย) ไม่ว่าจะเป็นการบังคับขาย

หุ้นดังกล่าวจากผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยการแลกเปลี่ยนกับหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นใด เงินสด หรือสิทธิที่จะได้รับการออกชำระ ส่งมอบหรือให้สิทธิจากบริษัทที่คงอยู่ภายหลังจากการควบรวมกิจการ หรือการยกเลิกหรือลดหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นทั้งหมดหรือบางส่วน โดยข้อกำหนดและเงื่อนไขดังกล่าวสามารถเขียนในลักษณะเป็นเงื่อนไขที่ขึ้นอยู่กับข้อเท็จจริงบางประการได้ อย่างไรก็ตาม ข้อเท็จจริงที่ใช้เป็นเงื่อนไขดังกล่าวต้องได้รับการระบุไว้อย่างชัดเจนในมติที่ประชุมคณะกรรมการซึ่งอนุมัติการควบรวมกิจการนั้น ซึ่งข้อเท็จจริงที่ใช้เป็นเงื่อนไขนั้นอาจเป็นการเกิดขึ้นของเหตุการณ์ใด ๆ ก็ได้ ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียง การตัดสินใจหรือการกระทำโดยบุคคลหรือองค์กรใด ๆ ซึ่งอาจรวมถึงตัวบริษัทแม่หรือบริษัทลูกนั้น ๆ เอง

ในกรณีที่บริษัทแม่มิได้เป็นบริษัทที่คงอยู่ภายหลังจากการควบรวมกิจการ มติที่ประชุมคณะกรรมการที่อนุมัติการควบรวมกิจการจะต้องระบุถึงข้อตกลงเกี่ยวกับการออกหุ้นใหม่ของบริษัทที่คงอยู่ภายหลังจากการควบรวมกิจการ (Surviving Corporation) ให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทแม่ตามสัดส่วน และหนังสือแสดงความเป็นเจ้าของและการควบรวมกิจการ (Certificate of Ownership and Merger) ต้องระบุว่า การควบรวมกิจการดังกล่าวได้รับอนุมัติโดยเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงในมติการควบรวมกิจการของบริษัทแม่แล้ว โดยการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่ออนุมัติการควบรวมกิจการนี้จะต้องส่งหนังสือเชิญประชุมไปยังผู้ถือหุ้นทุกคนที่มีชื่อปรากฏในบัญชีรายชื่อผู้ถือหุ้นล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 20 วัน แต่หากบริษัทแม่มิได้เป็นบริษัทที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายของมลรัฐเดลาแวร์ การควบรวมกิจการต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทแม่ภายใต้วิธีการที่กำหนดโดยกฎหมายของรัฐที่บริษัทแม่นั้นจัดตั้งขึ้น

ในกรณีที่บริษัทที่คงอยู่ภายหลังจากการควบรวมกิจการมิใช่บริษัทที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายของมลรัฐเดลาแวร์ ให้นำบทบัญญัติของมาตรา 252 (d) มาใช้บังคับ โดยมาตรา 252 (d) วางหลักไว้ว่า ในกรณีที่บริษัทที่คงอยู่ภายหลังจากการควบรวมกิจการมิใช่บริษัทที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายของมลรัฐเดลาแวร์จะต้องยอมรับและเข้าใจว่าตนจะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดและวิธีการที่กำหนดภายใต้กฎหมายของมลรัฐเดลาแวร์นี้ เพื่อจะให้สิทธิและหน้าที่ต่าง ๆ รวมถึงเพื่อให้การควบรวมกิจการมีผลบังคับ ตลอดจนต้องยอมรับและปฏิบัติตามข้อกำหนดเกี่ยวกับการใช้สิทธิได้รับเงินประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right) ของผู้ถือหุ้นที่กำหนดไว้ในมาตรา 262 ของกฎหมายฉบับนี้ และจะต้องทำการแต่งตั้ง



อัยการรัฐ (Secretary of State) เป็นตัวแทนในการรับหมาย (Agent to Accept Service of Process in any Suit or Proceedings) อย่างไม่สามารถเพิกถอนได้\*

---

\* § 252. Merger or consolidation of domestic and foreign corporations; service of process upon surviving or resulting corporation:

- (d) If the corporation surviving or resulting from the merger or consolidation is to be governed by the laws of the District of Columbia or any state or jurisdiction other than this State, it shall agree that it may be served with process in this State in any proceeding for enforcement of any obligation of any constituent corporation of this State, as well as for enforcement of any obligation of the surviving or resulting corporation arising from the merger or consolidation, including any suit or other proceeding to enforce the right of any stockholders as determined in appraisal proceedings pursuant to § 262 of this title, and shall irrevocably appoint the Secretary of State as its agent to accept service of process in any such suit or other proceedings and shall specify the address to which a copy of such process shall be mailed by the Secretary of State. In the event of such service upon the Secretary of State in accordance with this subsection, the Secretary of State shall forthwith notify such surviving or resulting corporation thereof by letter, certified mail, return receipt requested, directed to such surviving or resulting corporation at its address so specified, unless such surviving or resulting corporation shall have designated in writing to the Secretary of State a different address for such purpose, in which case it shall be mailed to the last address so designated. Such letter shall enclose a copy of the process and any other papers served on the Secretary of State pursuant to this subsection. It shall be the duty of the plaintiff in the event of such service to serve process and any other papers in duplicate, to notify the Secretary of State that service is being effected pursuant to this subsection and to pay the Secretary of State the sum of \$50 for the use of the State, which sum shall be taxed as part of the costs in the

(ข) ในกรณีที่บริษัทที่คงอยู่ภายหลังการควบรวมกิจการเป็นบริษัทที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายของมลรัฐเดลาแวร์ หากบริษัทต้องการเปลี่ยนชื่อภายหลังการควบรวมกิจการ บริษัทสามารถระบุถึงการเปลี่ยนแปลงชื่อบริษัทไว้ในมติที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทแม่เพื่ออนุมัติการควบรวมกิจการและระบุไว้ในหนังสือแสดงความเป็นเจ้าของและการควบรวมกิจการ (Certificate of Ownership and Merger) ได้ โดยการเปลี่ยนแปลงชื่อของบริษัทจะมีผลในวันเดียวกันกับวันที่การควบรวมกิจการมีผล

(ค) ในกรณีที่บริษัทที่คงอยู่ภายหลังการควบรวมกิจการเป็นบริษัทลูกและเป็นบริษัทที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายของมลรัฐเดลาแวร์ ให้นำบทบัญญัติของมาตรา 251 (d) และ (e) \* มาใช้บังคับ โดยวางหลักไว้ว่า มติที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัทแม่ที่

---

proceeding, if the plaintiff shall prevail therein. The Secretary of State shall maintain an alphabetical record of any such service setting forth the name of the plaintiff and the defendant, the title, docket number and nature of the proceeding in which process has been served, the fact that service has been effected pursuant to this subsection, the return date thereof, and the day and hour service was made. The Secretary of State shall not be required to retain such information longer than 5 years from receipt of the service of process.

\* § 251. Merger or consolidation of domestic corporations.

(d) Any agreement of merger or consolidation may contain a provision that at any time prior to the time that the agreement (or a certificate in lieu thereof) filed with the Secretary of State becomes effective in accordance with § 103 of this title, the agreement may be terminated by the board of directors of any constituent corporation notwithstanding approval of the agreement by the stockholders of all or any of the constituent corporations; in the event the agreement of merger or consolidation is terminated after the filing of the agreement (or a certificate in lieu thereof) with the Secretary of State but before the agreement (or a certificate in lieu thereof) has become effective, a certificate of termination or merger or consolidation shall be filed in accordance with § 103 of this title. Any agreement of merger or

อนุมัติการควบรวมกิจการจะต้องระบุข้อความว่า ก่อนที่การควบรวมกิจการจะมีผล ข้อตกลงภายใต้มติที่ประชุมคณะกรรมการนี้อาจได้รับการยกเลิกโดยคณะกรรมการของบริษัทแม่โดยไม่ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทแม่ก่อน แต่หากการยกเลิกข้อตกลงภายใต้มาตรานี้เกิดขึ้นภายหลังจากการยื่นสำเนามติที่ประชุมคณะกรรมการดังกล่าวให้แก่อัยการรัฐแต่ก่อนการควบรวมกิจการมีผล บริษัทต้องยื่นหนังสือยกเลิกการควบรวมกิจการให้แก่อัยการรัฐด้วย นอกจากนี้ มติที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัทแม่ที่ อนุมัติการควบรวมกิจการยังต้องระบุข้อความว่า ก่อนที่การควบรวมกิจการจะมีผล

---

consolidation may contain a provision that the boards of directors of the constituent corporations may amend the agreement at any time prior to the time that the agreement (or a certificate in lieu thereof) filed with the Secretary of State becomes effective in accordance with § 103 of this title, provided that an amendment made subsequent to the adoption of the agreement by the stockholders of any constituent corporation shall not (1) alter or change the amount or kind of shares, securities, cash, property and/or rights to be received in exchange for or on conversion of all or any of the shares of any class or series thereof of such constituent corporation, (2) alter or change any term of the certificate of incorporation of the surviving corporation to be effected by the merger or consolidation, or (3) alter or change any of the terms and conditions of the agreement if such alteration or change would adversely affect the holders of any class or series thereof of such constituent corporation; in the event the agreement of merger or consolidation is amended after the filing thereof with the Secretary of State but before the agreement has become effective, a certificate of amendment of merger or consolidation shall be filed in accordance with § 103 of this title.

- (e) In the case of a merger, the certificate of incorporation of the surviving corporation shall automatically be amended to the extent, if any, that changes in the certificate of incorporation are set forth in the agreement of merger.

ข้อตกลงภายใต้มติที่ประชุมคณะกรรมการนี้อาจได้รับการแก้ไขเปลี่ยนแปลงโดยคณะกรรมการของบริษัทแม่โดยไม่ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทแม่ก่อน แต่การแก้ไขเปลี่ยนแปลงนั้นต้องไม่ (1) เปลี่ยนแปลงจำนวนหรือประเภทของหุ้นหลักทรัพย์ เงินสด ทรัพย์สิน และ/หรือสิทธิที่จะใช้ในการแลกเปลี่ยนกับหุ้นของบริษัทที่จะเข้าควบรวมกิจการกันที่ผู้ถือหุ้นถืออยู่ (2) เปลี่ยนแปลงข้อความในหนังสือแสดงการจดทะเบียนบริษัท (Certificate of Incorporation) ของบริษัทที่คงอยู่ภายหลังการควบรวมกิจการให้ต้องได้รับผลกระทบจากการควบรวมกิจการนั้น หรือ (3) เปลี่ยนแปลงข้อกำหนดหรือเงื่อนไขในมติที่ประชุมคณะกรรมการให้มีผลกระทบในแง่ลบต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท แต่หากการแก้ไขเปลี่ยนแปลงข้อตกลงภายใต้มาตรานี้เกิดขึ้นภายหลังการยื่นสำเนามติที่ประชุมคณะกรรมการดังกล่าวให้แก่อัยการรัฐแต่ก่อนการควบรวมกิจการมีผล บริษัทต้องยื่นหนังสือแก้ไขการควบรวมกิจการให้แก่อัยการรัฐด้วย โดยในกรณีของการควบรวมกิจการ หนังสือแสดงการจดทะเบียนบริษัทจะได้รับการเปลี่ยนแปลงโดยอัตโนมัติหากในมติที่ประชุมคณะกรรมการที่อนุมัติการควบรวมกิจการกำหนดให้จำเป็นต้องมีการเปลี่ยนแปลงข้อกำหนดในหนังสือแสดงการจดทะเบียนบริษัทนั้น

(ง) ในกรณีที่บริษัทแม่มิได้ถือหุ้นในบริษัทลูกที่จะทำการควบรวมกิจการทั้งหมด ผู้ถือหุ้นของบริษัทลูกที่จะทำการควบรวมกิจการนั้นมีสิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right) ตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 262 ด้วย \*

\* § 253. Merger of Parent Corporation and Subsidiary or Subsidiaries.

(a) In any case in which at least 90% of the outstanding shares of each class of the stock of a corporation or corporations (other than a corporation which has in its certificate of incorporation the provision required by § 251(g)(7)(i) of this title), of which class there are outstanding shares that, absent this subsection, would be entitled to vote on such merger, is owned by another corporation and 1 of the corporations is a corporation of this State and the other or others are corporations of this State, or any other state or states, or the District of Columbia and the laws of the other state or states, or the District permit a corporation of such jurisdiction to merge with a corporation of another jurisdiction, the corporation having such stock ownership

---

may either merge the other corporation or corporations into itself and assume all of its or their obligations, or merge itself, or itself and 1 or more of such other corporations, into 1 of the other corporations by executing, acknowledging and filing, in accordance with § 103 of this title, a certificate of such ownership and merger setting forth a copy of the resolution of its board of directors to so merge and the date of the adoption; provided, however, that in case the parent corporation shall not own all the outstanding stock of all the subsidiary corporations, parties to a merger as aforesaid, the resolution of the board of directors of the parent corporation shall state the terms and conditions of the merger, including the securities, cash, property, or rights to be issued, paid, delivered or granted by the surviving corporation upon surrender of each share of the subsidiary corporation or corporations not owned by the parent corporation, or the cancellation of some or all of such shares. Any of the terms of the resolution of the board of directors to so merge may be made dependent upon facts ascertainable outside of such resolution, provided that the manner in which such facts shall operate upon the terms of the resolution is clearly and expressly set forth in the resolution. The term "facts," as used in the preceding sentence, includes, but is not limited to, the occurrence of any event, including a determination or action by any person or body, including the corporation. If the parent corporation be not the surviving corporation, the resolution shall include provision for the pro rata issuance of stock of the surviving corporation to the holders of the stock of the parent corporation on surrender of any certificates therefor, and the certificate of ownership and merger shall state that the proposed merger has been approved by a majority of the outstanding stock of the parent corporation entitled to vote thereon at a meeting duly called and held after 20 days' notice of the



---

purpose of the meeting mailed to each such stockholder at the stockholder's address as it appears on the records of the corporation if the parent corporation is a corporation of this State or state that the proposed merger has been adopted, approved, certified, executed and acknowledged by the parent corporation in accordance with the laws under which it is organized if the parent corporation is not a corporation of this State. If the surviving corporation exists under the laws of the District of Columbia or any state or jurisdiction other than this State, subsection (d) of § 252 of this title shall also apply to a merger under this section.

- (b) If the surviving corporation is a Delaware corporation, it may change its corporate name by the inclusion of a provision to that effect in the resolution of merger adopted by the directors of the parent corporation and set forth in the certificate of ownership and merger, and upon the effective date of the merger, the name of the corporation shall be so changed.
- (c) Subsection (d) of § 251 of this title shall apply to a merger under this section, and subsection (e) of § 251 of this title shall apply to a merger under this section in which the surviving corporation is the subsidiary corporation and is a corporation of this State. References to "agreement of merger" in subsections (d) and (e) of § 251 of this title shall mean for purposes of this subsection the resolution of merger adopted by the board of directors of the parent corporation. Any merger which effects any changes other than those authorized by this section or made applicable by this subsection shall be accomplished under § 251 or § 252 of this title. Section 262 of this title shall not apply to any merger effected under this section, except as provided in subsection (d) of this section.
- (d) In the event all of the stock of a subsidiary Delaware corporation party to a merger effected under this section is not owned by the

โดย Delaware General Corporations Act ได้วางหลักเกี่ยวกับสิทธิในการได้รับเงินประเมินมูลค่าหุ้นเกี่ยวกับกรณีการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูกไว้ใน มาตรา 262 ซึ่งมาตราดังกล่าวได้รับการแก้ไขเพิ่มเติมใหม่ โดยฉบับที่ผู้เขียนได้ใช้ในการศึกษาวิจัยในครั้งนี้เป็นฉบับที่ได้รับการแก้ไขเพิ่มเติมแล้วและจะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 สิงหาคม ค.ศ. 2009<sup>\*</sup> โดยมาตราดังกล่าวกำหนดให้ในกรณีที่เป็นการควบรวมกิจการ

---

parent corporation immediately prior to the merger, the stockholders of the subsidiary Delaware corporation party to the merger shall have appraisal rights as set forth in § 262 of this title.

- (e) A merger may be effected under this section although 1 or more of the corporations parties to the merger is a corporation organized under the laws of a jurisdiction other than 1 of the United States; provided that the laws of such jurisdiction permit a corporation of such jurisdiction to merge with a corporation of another jurisdiction.

\*

§ 262. Appraisal rights [Effective Aug. 1, 2009]

- (a) Any stockholder of a corporation of this State who holds shares of stock on the date of the making of a demand pursuant to subsection (d) of this section with respect to such shares, who continuously holds such shares through the effective date of the merger or consolidation, who has otherwise complied with subsection (d) of this section and who has neither voted in favor of the merger or consolidation nor consented thereto in writing pursuant to § 228 of this title shall be entitled to an appraisal by the Court of Chancery of the fair value of the stockholder's shares of stock under the circumstances described in subsections (b) and (c) of this section. As used in this section, the word "stockholder" means a holder of record of stock in a stock corporation and also a member of record of a nonstock corporation; the words "stock" and "share" mean and include what is ordinarily meant by those words and also

---

membership or membership interest of a member of a nonstock corporation; and the words "depository receipt" mean a receipt or other instrument issued by a depository representing an interest in one or more shares, or fractions thereof, solely of stock of a corporation, which stock is deposited with the depository.

(b) Appraisal rights shall be available for the shares of any class or series of stock of a constituent corporation in a merger or consolidation to be effected pursuant to § 251 (other than a merger effected pursuant to § 251(g) of this title), § 252, § 254, § 257, § 258, § 263 or § 264 of this title:

(1) Provided, however, that no appraisal rights under this section shall be available for the shares of any class or series of stock, which stock, or depository receipts in respect thereof, at the record date fixed to determine the stockholders entitled to receive notice of the meeting of stockholders to act upon the agreement of merger or consolidation, were either (i) listed on a national securities exchange or (ii) held of record by more than 2,000 holders; and further provided that no appraisal rights shall be available for any shares of stock of the constituent corporation surviving a merger if the merger did not require for its approval the vote of the stockholders of the surviving corporation as provided in § 251(f) of this title.

(2) Notwithstanding paragraph (1) of this subsection, appraisal rights under this section shall be available for the shares of any class or series of stock of a constituent corporation if the holders thereof are required by the terms of an agreement of merger or consolidation pursuant to §§ 251, 252, 254, 257, 258, 263 and 264 of this title to accept for such stock anything except:

- 
- a. Shares of stock of the corporation surviving or resulting from such merger or consolidation, or depository receipts in respect thereof;
  - b. Shares of stock of any other corporation, or depository receipts in respect thereof, which shares of stock (or depository receipts in respect thereof) or depository receipts at the effective date of the merger or consolidation will be either listed on a national securities exchange or held of record by more than 2,000 holders;
  - c. Cash in lieu of fractional shares or fractional depository receipts described in the foregoing subparagraphs a. and b. of this paragraph; or
  - d. Any combination of the shares of stock, depository receipts and cash in lieu of fractional shares or fractional depository receipts described in the foregoing subparagraphs a., b. and c. of this paragraph.

(3) In the event all of the stock of a subsidiary Delaware corporation party to a merger effected under § 253 of this title is not owned by the parent corporation immediately prior to the merger, appraisal rights shall be available for the shares of the subsidiary Delaware corporation.

- (c) Any corporation may provide in its certificate of incorporation that appraisal rights under this section shall be available for the shares of any class or series of its stock as a result of an amendment to its certificate of incorporation, any merger or consolidation in which the corporation is a constituent corporation or the sale of all or substantially all of the assets of the corporation. If the certificate of incorporation contains such a provision, the procedures of this section, including those set forth in subsections (d) and (e) of this section, shall apply as nearly as is practicable.

- 
- (d) Appraisal rights shall be perfected as follows:
- (1) If a proposed merger or consolidation for which appraisal rights are provided under this section is to be submitted for approval at a meeting of stockholders, the corporation, not less than 20 days prior to the meeting, shall notify each of its stockholders who was such on the record date for notice of such meeting with respect to shares for which appraisal rights are available pursuant to subsection (b) or (c) hereof that appraisal rights are available for any or all of the shares of the constituent corporations, and shall include in such notice a copy of this section. Each stockholder electing to demand the appraisal of such stockholder's shares shall deliver to the corporation, before the taking of the vote on the merger or consolidation, a written demand for appraisal of such stockholder's shares. Such demand will be sufficient if it reasonably informs the corporation of the identity of the stockholder and that the stockholder intends thereby to demand the appraisal of such stockholder's shares. A proxy or vote against the merger or consolidation shall not constitute such a demand. A stockholder electing to take such action must do so by a separate written demand as herein provided. Within 10 days after the effective date of such merger or consolidation, the surviving or resulting corporation shall notify each stockholder of each constituent corporation who has complied with this subsection and has not voted in favor of or consented to the merger or consolidation of the date that the merger or consolidation has become effective; or
- (2) If the merger or consolidation was approved pursuant to § 228 or § 253 of this title, then either a constituent corporation before the effective date of the merger or consolidation or the surviving or resulting corporation within 10 days thereafter shall notify each of the holders of any class or series of stock of such constituent



---

corporation who are entitled to appraisal rights of the approval of the merger or consolidation and that appraisal rights are available for any or all shares of such class or series of stock of such constituent corporation, and shall include in such notice a copy of this section. Such notice may, and, if given on or after the effective date of the merger or consolidation, shall, also notify such stockholders of the effective date of the merger or consolidation. Any stockholder entitled to appraisal rights may, within 20 days after the date of mailing of such notice, demand in writing from the surviving or resulting corporation the appraisal of such holder's shares. Such demand will be sufficient if it reasonably informs the corporation of the identity of the stockholder and that the stockholder intends thereby to demand the appraisal of such holder's shares. If such notice did not notify stockholders of the effective date of the merger or consolidation, either (i) each such constituent corporation shall send a second notice before the effective date of the merger or consolidation notifying each of the holders of any class or series of stock of such constituent corporation that are entitled to appraisal rights of the effective date of the merger or consolidation or (ii) the surviving or resulting corporation shall send such a second notice to all such holders on or within 10 days after such effective date; provided, however, that if such second notice is sent more than 20 days following the sending of the first notice, such second notice need only be sent to each stockholder who is entitled to appraisal rights and who has demanded appraisal of such holder's shares in accordance with this subsection. An affidavit of the secretary or assistant secretary or of the transfer agent of the corporation that is required to give either notice that such notice has been given shall, in the absence of fraud, be prima facie evidence of the facts stated therein. For

---

purposes of determining the stockholders entitled to receive either notice, each constituent corporation may fix, in advance, a record date that shall be not more than 10 days prior to the date the notice is given, provided, that if the notice is given on or after the effective date of the merger or consolidation, the record date shall be such effective date. If no record date is fixed and the notice is given prior to the effective date, the record date shall be the close of business on the day next preceding the day on which the notice is given.

- (e) Within 120 days after the effective date of the merger or consolidation, the surviving or resulting corporation or any stockholder who has complied with subsections (a) and (d) of this section hereof and who is otherwise entitled to appraisal rights, may commence an appraisal proceeding by filing a petition in the Court of Chancery demanding a determination of the value of the stock of all such stockholders. Notwithstanding the foregoing, at any time within 60 days after the effective date of the merger or consolidation, any stockholder who has not commenced an appraisal proceeding or joined that proceeding as a named party shall have the right to withdraw such stockholder's demand for appraisal and to accept the terms offered upon the merger or consolidation. Within 120 days after the effective date of the merger or consolidation, any stockholder who has complied with the requirements of subsections (a) and (d) of this section hereof, upon written request, shall be entitled to receive from the corporation surviving the merger or resulting from the consolidation a statement setting forth the aggregate number of shares not voted in favor of the merger or consolidation and with respect to which demands for appraisal have been received and the aggregate number of holders of such shares. Such written statement shall be mailed to the stockholder within 10 days after such stockholder's written request for such a statement is

---

received by the surviving or resulting corporation or within 10 days after expiration of the period for delivery of demands for appraisal under subsection (d) of this section hereof, whichever is later. Notwithstanding subsection (a) of this section, a person who is the beneficial owner of shares of such stock held either in a voting trust or by a nominee on behalf of such person may, in such person's own name, file a petition or request from the corporation the statement described in this subsection.

- (f) Upon the filing of any such petition by a stockholder, service of a copy thereof shall be made upon the surviving or resulting corporation, which shall within 20 days after such service file in the office of the Register in Chancery in which the petition was filed a duly verified list containing the names and addresses of all stockholders who have demanded payment for their shares and with whom agreements as to the value of their shares have not been reached by the surviving or resulting corporation. If the petition shall be filed by the surviving or resulting corporation, the petition shall be accompanied by such a duly verified list. The Register in Chancery, if so ordered by the Court, shall give notice of the time and place fixed for the hearing of such petition by registered or certified mail to the surviving or resulting corporation and to the stockholders shown on the list at the addresses therein stated. Such notice shall also be given by 1 or more publications at least 1 week before the day of the hearing, in a newspaper of general circulation published in the City of Wilmington, Delaware or such publication as the Court deems advisable. The forms of the notices by mail and by publication shall be approved by the Court, and the costs thereof shall be borne by the surviving or resulting corporation.
- (g) At the hearing on such petition, the Court shall determine the stockholders who have complied with this section and who have

---

become entitled to appraisal rights. The Court may require the stockholders who have demanded an appraisal for their shares and who hold stock represented by certificates to submit their certificates of stock to the Register in Chancery for notation thereon of the pendency of the appraisal proceedings; and if any stockholder fails to comply with such direction, the Court may dismiss the proceedings as to such stockholder.

- (h) After the Court determines the stockholders entitled to an appraisal, the appraisal proceeding shall be conducted in accordance with the rules of the Court of Chancery, including any rules specifically governing appraisal proceedings. Through such proceeding the Court shall determine the fair value of the shares exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger or consolidation, together with interest, if any, to be paid upon the amount determined to be the fair value. In determining such fair value, the Court shall take into account all relevant factors. Unless the Court in its discretion determines otherwise for good cause shown, interest from the effective date of the merger through the date of payment of the judgment shall be compounded quarterly and shall accrue at 5% over the Federal Reserve discount rate (including any surcharge) as established from time to time during the period between the effective date of the merger and the date of payment of the judgment. Upon application by the surviving or resulting corporation or by any stockholder entitled to participate in the appraisal proceeding, the Court may, in its discretion, proceed to trial upon the appraisal prior to the final determination of the stockholders entitled to an appraisal. Any stockholder whose name appears on the list filed by the surviving or resulting corporation pursuant to subsection (f) of this section and who has submitted such stockholder's certificates of stock to the Register in Chancery,

---

if such is required, may participate fully in all proceedings until it is finally determined that such stockholder is not entitled to appraisal rights under this section.

- (i) The Court shall direct the payment of the fair value of the shares, together with interest, if any, by the surviving or resulting corporation to the stockholders entitled thereto. Payment shall be so made to each such stockholder, in the case of holders of uncertificated stock forthwith, and in the case of holders of shares represented by certificates upon the surrender to the corporation of the certificates representing such stock. The Court's decree may be enforced as other decrees in the Court of Chancery may be enforced, whether such surviving or resulting corporation be a corporation of this State or of any state.
- (j) The costs of the proceeding may be determined by the Court and taxed upon the parties as the Court deems equitable in the circumstances. Upon application of a stockholder, the Court may order all or a portion of the expenses incurred by any stockholder in connection with the appraisal proceeding, including, without limitation, reasonable attorney's fees and the fees and expenses of experts, to be charged pro rata against the value of all the shares entitled to an appraisal.
- (k) From and after the effective date of the merger or consolidation, no stockholder who has demanded appraisal rights as provided in subsection (d) of this section shall be entitled to vote such stock for any purpose or to receive payment of dividends or other distributions on the stock (except dividends or other distributions payable to stockholders of record at a date which is prior to the effective date of the merger or consolidation); provided, however, that if no petition for an appraisal shall be filed within the time provided in subsection (e) of this section, or if such stockholder shall



ระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูกตามมาตรา 253 และบริษัทแม่มีได้ถือหุ้นในบริษัทลูกทั้งหมด ผู้ถือหุ้นในบริษัทลูกมีสิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right) ตามวิธีการที่กฎหมายกำหนด

Delaware General Corporations Act นี้กำหนดให้บริษัทแม่หรือบริษัทลูกแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบถึงสิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นภายในระยะเวลาก่อนการควบรวมมีผลบังคับ หรือหากการควบรวมมีผลบังคับแล้ว อาจให้บริษัทที่คงอยู่ภายหลังการควบรวมกิจการเป็นผู้แจ้งก็ได้ แต่ต้องแจ้งภายใน 10 วันนับแต่การควบรวมมีผลบังคับ นอกจากนี้จะแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบถึงสิทธิในการได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นแล้ว ผู้

---

deliver to the surviving or resulting corporation a written withdrawal of such stockholder's demand for an appraisal and an acceptance of the merger or consolidation, either within 60 days after the effective date of the merger or consolidation as provided in subsection (e) of this section or thereafter with the written approval of the corporation, then the right of such stockholder to an appraisal shall cease. Notwithstanding the foregoing, no appraisal proceeding in the Court of Chancery shall be dismissed as to any stockholder without the approval of the Court, and such approval may be conditioned upon such terms as the Court deems just; provided, however that this provision shall not affect the right of any stockholder who has not commenced an appraisal proceeding or joined that proceeding as a named party to withdraw such stockholder's demand for appraisal and to accept the terms offered upon the merger or consolidation within 60 days after the effective date of the merger or consolidation, as set forth in subsection (e) of this section.

- (I) The shares of the surviving or resulting corporation to which the shares of such objecting stockholders would have been converted had they assented to the merger or consolidation shall have the status of authorized and unissued shares of the surviving or resulting corporation.

แจ้งยังจะต้องแนบสำเนาของบทบัญญัติแห่งกฎหมายเกี่ยวกับการใช้สิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นนี้ไปด้วย และจะต้องแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบถึงวันที่การควมรวมมีผลบังคับไม่ว่าการแจ้งนี้จะเกิดขึ้นก่อนหรือหลังการควมรวมกิจการก็ตาม

เมื่อผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิได้รับเงินประเมินมูลค่าหุ้นได้รับหนังสือแจ้งสิทธิ Appraisal Right ดังกล่าวแล้วสามารถเรียกร้องให้บริษัทที่คงอยู่ภายหลังจากการควมรวมกิจการทำการประเมินมูลค่าหุ้นที่ตนถืออยู่ได้โดยการทำเป็นหนังสือระบุตัวผู้ถือหุ้นนั้น ๆ และข้อความแสดงเจตนาให้บริษัททำการประเมินมูลค่าหุ้นไปยังบริษัทภายใน 20 วันนับจากวันที่บริษัทส่งหนังสือแจ้งสิทธิไปยังผู้ถือหุ้น

ภายใน 120 วันนับแต่วันที่การควมรวมกิจการมีผลบังคับ บริษัทที่คงอยู่ภายหลังจากการควมรวมกิจการหรือผู้ถือหุ้นคนใด ๆ ที่มีสิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นสามารถยื่นคำร้องไปยังศาลเพื่อให้ศาล (Court of Chancery) ทำการตัดสินหาราคาประเมินมูลค่าหุ้นสำหรับผู้ถือหุ้นทุกคนได้ อย่างไรก็ตาม ผู้ถือหุ้นที่มีได้ยื่นคำร้องไปยังศาลเพื่อขอให้ศาลหาราคาประเมินมูลค่าหุ้นหรือเข้าร่วมเป็นคู่ความในการยื่นคำร้องดังกล่าวภายใน 60 วันนับแต่วันที่การควมรวมกิจการมีผลบังคับ ผู้ถือหุ้นรายนั้นสามารถขอเพิกถอนการเรียกร้องให้บริษัทประเมินราคาหุ้นและเปลี่ยนใจยอมรับข้อเสนอที่ได้รับในระหว่างการควมรวมกิจการที่ซึ่งได้ถูกระบุไว้ในมติที่ประชุมคณะกรรมการเพื่ออนุมัติการควมรวมกิจการดังที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้นได้

เมื่อศาลรับคำร้องไว้พิจารณาศาลจะพิจารณาคัดสินก่อนว่าผู้ถือหุ้นคนดังกล่าวมีสิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นหรือไม่แล้วจึงพิจารณาหามูลค่ายุติธรรมของหุ้นของบริษัทนั้นโดยจะไม่พิจารณาถึงปัจจัยที่หุ้นนั้นอาจจะมีราคาสูงขึ้นอันเป็นผลมาจากความคาดหวังและความสำเร็จของการควมรวมกิจการ เมื่อการพิจารณาเสร็จสิ้น ศาลจะเป็นผู้ดำเนินการรับราคาหุ้นตามราคายุติธรรมที่ศาลได้ประเมินไว้จากบริษัทและชำระให้กับผู้ถือหุ้นเอง อย่างไรก็ตาม เมื่อศาลรับคำร้องไว้พิจารณาแล้ว ผู้ถือหุ้นคนใดจะขอถอนคำร้องขอให้ศาลประเมินราคาหุ้นนี้โดยที่ศาลไม่อนุญาตไม่ได้ ซึ่งหากศาลอนุญาตให้ถอนคำร้อง ศาลอาจกำหนดเงื่อนไขใด ๆ ที่ศาลเห็นว่าเป็นธรรมไว้ด้วยก็ได้ การถอนคำร้องนี้ไม่กระทบถึงสิทธิที่จะขอยกเลิกเพิกถอนการเรียกร้องให้บริษัทประเมินราคาหุ้นและเปลี่ยนใจยอมรับข้อเสนอที่ได้รับในระหว่างการควมรวมกิจการของผู้ถือหุ้นที่มีได้ยื่นคำร้องหรือยังมีได้เข้าร่วมเป็นคู่ความภายใน 60 วันนับแต่การควมรวมกิจการมีผลบังคับ

นับจากวันที่การควบรวมกิจการมีผลบังคับ ผู้ถือหุ้นที่เรียกร้องให้บริษัทประเมินมูลค่าหุ้นจะไม่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนในเรื่องใด ๆ ของบริษัทและไม่มีสิทธิได้รับเงินใด ๆ อันสืบเนื่องมาจากหุ้นที่ตนถืออยู่ในบริษัทไม่ว่าจะเป็นเงินปันผลหรือเงินได้ประเภทอื่น อย่างไรก็ตาม หากผู้ถือหุ้นมิได้ยื่นคำร้องไปยังศาลเพื่อขอให้ศาลพิจาราค่าประเมินมูลค่าหุ้นหรือผู้ถือหุ้นขอเพิกถอนการเรียกร้องให้บริษัทประเมินราคาหุ้นและเปลี่ยนใจยอมรับข้อเสนอที่ได้รับในระหว่างการควบรวมกิจการภายใน 60 วันนับแต่วันที่การควบรวมกิจการมีผลบังคับ ให้ถือว่าสิทธิในการได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นของผู้ถือหุ้นรายนั้นเป็นอันระงับสิ้นไป

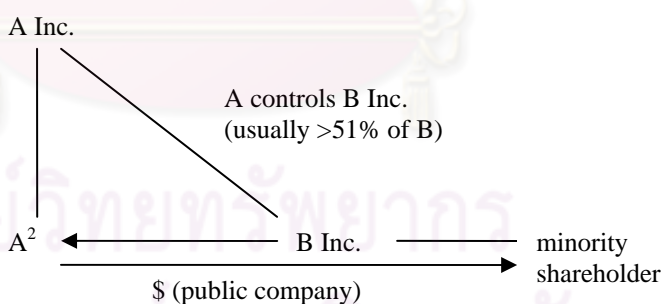
กล่าวโดยสรุป Delaware General Corporations Act ซึ่งเป็นกฎหมายว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัทของมลรัฐเดลาแวร์อันเป็นมลรัฐที่มีบริษัทจดทะเบียนจัดตั้งมากเป็นอันดับหนึ่งของสหรัฐอเมริกา โดยพบว่าบริษัทในสหรัฐอเมริกาเกินกว่ากึ่งหนึ่งจดทะเบียนจัดตั้งภายใต้กฎหมายของมลรัฐนี้ได้บัญญัติวางหลักการเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยไว้ในลักษณะของการอนุญาตให้การควบรวมกิจการระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูกซึ่งบริษัทแม่ถือหุ้นอยู่ในบริษัทลูกตั้งแต่อ้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทลูก สามารถกระทำได้โดยไม่ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมคณะกรรมการหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทลูกและไม่จำเป็นต้องได้รับอนุมัติของที่ประชุมคณะกรรมการหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทลูกแต่อย่างใด และกำหนดวางหลักให้บริษัทแม่หรือบริษัทที่คงอยู่ภายหลังจากการควบรวมกิจการต้องนำเสนอทางออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ในขณะที่เดียวกัน Delaware General Corporations Act ยังวางหลักเกี่ยวกับการใช้สิทธิประเมินราคาหุ้น (Appraisal Right) ไว้ด้วย

## ข. การนำบทบัญญัติที่เกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาใช้

การบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นโดยหลักแล้วเป็นการที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมในกิจการบังคับให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการ ซึ่งวิธีการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยปกติแล้ว ผู้ถือหุ้นรายย่อยมักจะขายหุ้นของตนโดยได้รับเงินสดเป็นการตอบแทนการขายหุ้นส่วนที่ตนถือ แต่ก็มีบางกรณีเช่นกันที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะได้รับหลักทรัพย์ประเภทอื่นเป็นผลตอบแทนการขายหุ้น ผลของการทำการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยในบริษัทมหาชน (Publicly Held Corporation) จะทำให้บริษัทดังกล่าวกลายเป็นบริษัทเอกชน (Privately Held Corporation) ซึ่งอาจถือหุ้นโดยบุคคลธรรมดาหรือบริษัทมหาชนที่

เป็นบริษัทแม่ (Publicly Traded Parent Corporation) ก็ได้<sup>15</sup> ในส่วนนี้ผู้เขียนจะได้อธิบายให้เห็นถึงการนำหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยรวมตลอดจนบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการบังคับขายหุ้นดังกล่าวมาใช้บังคับในทางปฏิบัติซึ่งมีอยู่ด้วยกันหลากหลายรูปแบบ อีกทั้งจะนำเสนอหลักเกณฑ์เงื่อนไขและคำพิพากษาของศาลที่เกี่ยวข้องเพื่อให้เห็นเป็นแนวทางการใช้บังคับบทบัญญัติแห่งกฎหมายว่าด้วยการดังกล่าว และเป็นการนำเสนอหลักกฎหมายเกี่ยวแก่การนี้อันเกิดจากคำพิพากษาหรือที่เรียกว่า Case Laws อีกด้วย

วิธีการในการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นมีหลายวิธีแต่ที่นิยมทำกันมาก ได้แก่ วิธีการที่เรียกว่า Triangular Merger<sup>16</sup> โดยวิธีการนี้บริษัทที่ต้องการเข้าซื้อหุ้น (Acquiring Company) ซึ่งโดยมากจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมในบริษัทเป้าหมาย (Target Company) จะจัดตั้งบริษัทลูกที่ตนเองถือหุ้นทั้งหมดขึ้นใหม่ (Shell Corporation) เพื่อเข้าควบรวมกิจการกับบริษัทเป้าหมาย บริษัทที่ต้องการเข้าซื้อหุ้นจะอาศัยความที่ตนมีอำนาจควบคุมในบริษัทเป้าหมายลงมติออกเสียงให้บริษัทเป้าหมายเข้าควบรวมกับบริษัทลูกของตน ซึ่งในแผนการควบรวมดังกล่าวจะกำหนดให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยต้องขายหุ้นที่ตนถือในบริษัทเป้าหมายโดยแลกกับเงินสด ตราสารหนี้ หรือหุ้นของบริษัทที่ต้องการเข้าซื้อหุ้นอย่างใดอย่างหนึ่งหรือหลายอย่างรวมกัน ผลของการดำเนินการดังกล่าวจะทำให้บริษัทที่ต้องการเข้าซื้อหุ้นถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายทั้งหมดและกำจัดผู้ถือหุ้นรายย่อยออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายได้สำเร็จ



<sup>15</sup> Pinto R. and Douglas M. Branson, Understanding Corporate Law, second edition (LexisNexis, 2004), pp. 259 - 260.

<sup>16</sup> Robert W. Hamilton, The law of Corporations in a Nutshell, second edition (St. Paul, Minn. West Publishing Co., 1987), p. 428

อีกวิธีการหนึ่งที่ได้รับคามนิยมมาก ได้แก่ วิธีการที่เรียกว่า Reverse Triangular Merger<sup>17</sup> วิธีการนี้จะคล้ายคลึงกับวิธีการ Triangular Merger แต่จะซับซ้อนกว่า วิธีนี้จะมีการตั้งบริษัทลูกขึ้นมาใหม่เช่นเดียวกับวิธีการ Triangular Merger แต่ในขั้นที่บริษัทลูกของบริษัทที่ต้องการเข้าซื้อหุ้นควบรวมเข้ากับบริษัทเป้าหมาย จะมีการแลกหุ้นกันระหว่างหุ้นของบริษัทลูกของบริษัทที่ต้องการเข้าซื้อหุ้นและหุ้นที่ออกใหม่ของบริษัทเป้าหมาย ส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยจะต้องขายหุ้นที่ตนถือในบริษัทเป้าหมายโดยแลกกับเงินสด ตราสารหนี้ หรือหุ้นของบริษัทที่ต้องการเข้าซื้อหุ้นอย่างใดอย่างหนึ่งหรือหลายอย่างรวมกัน เช่นเดียวกับวิธีการ Triangular Merger ผลของการดำเนินการดังกล่าวจะทำให้บริษัทเป้าหมายกลายเป็นบริษัทลูกที่บริษัทที่ต้องการเข้าซื้อหุ้นถือหุ้นทั้งหมดและสัญญาของรัฐที่บริษัทเป้าหมายมีอยู่ซึ่งไม่สามารถเปลี่ยนตัวคู่สัญญาได้และสิทธิประโยชน์ทางภาษีของบริษัทเป้าหมายที่ไม่สามารถโอนไปได้อีกก็จะไม่ได้รับผลกระทบแต่อย่างใด

นอกจากนั้นแล้ว การบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยยังอาจเกิดขึ้นภายหลังจากการได้มาซึ่งอำนาจควบคุมในบริษัทเป้าหมายของบริษัทที่ต้องการเข้าซื้อหุ้นผ่านการทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการ (Public Tender Offer) ก็ได้ โดยเมื่อมีการทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการแล้ว มาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยจะนำมาใช้เพื่อให้บริษัทที่ต้องการเข้าซื้อหุ้นได้มาซึ่งหุ้นที่เหลือที่ผู้ถือหุ้นมิได้เสนอขายในการทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการ ซึ่งรูปแบบการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยของกิจการในรูปแบบนี้รู้จักกันอย่างแพร่หลายในชื่อที่เรียกว่า Two-tier Tender Offer<sup>18</sup> ซึ่งหากราคาที่เสนอซื้อหุ้นที่เหลือที่มีได้ถูกเสนอขายในการทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการเป็นราคาเดียวกันกับราคาที่ใช้ในการเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการนั้น ราคาดังกล่าวจะได้รับการพิจารณาว่าเป็นราคาที่เป็นธรรมเนื่องจากราคาในการทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการนั้นเป็นราคาที่สูงขึ้นในช่วงเวลาที่ผู้ทำคำเสนอซื้อยังคงมิได้เข้าไปมีอำนาจควบคุมในกิจการจึงมีแนวโน้มที่ราคาดังกล่าวยังคงเป็นราคาที่เป็นธรรม แต่หากราคาที่ใช้ในการเสนอซื้อครั้งหลังน้อยกว่าราคาที่ใช้ในการเสนอซื้อครั้งแรก ราคาดังกล่าวก็จะไม่เป็นราคาที่เป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้น หลักการ Two-tier Tender Offer นั้น แม้จะไม่มีบทบัญญัติของกฎหมายบัญญัติไว้อย่างแน่ชัด แต่ก็ได้รับการยอมรับจากศาลผ่านคำพิพากษาในหลาย ๆ คดี ซึ่งจะได้กล่าวถึงโดยละเอียดต่อไป

<sup>17</sup> Ibid., p. 429.

<sup>18</sup> Pinto R. and Douglas M. Branson, Understanding Corporate Law, p. 261



ในบางกรณีบริษัทแม่ซึ่งมีอำนาจควบคุมบริษัทลูกอาจต้องการใช้มาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยเพื่อจัดการให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกรรมระหว่างบริษัทในกลุ่มเดียวกันและเพื่อเป็นการลดค่าใช้จ่ายในการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัท โดยในการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยในกรณีเช่นนี้ บริษัทแม่จะอาศัยประโยชน์จากบทบัญญัติของกฎหมายซึ่งมักจะกำหนดไว้ในกฎหมายว่าด้วยบริษัท (Corporate Laws) ซึ่งเป็นกฎหมายในระดับรัฐ (State Laws) ซึ่งอนุญาตให้การควบรวมกิจการระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูกที่ซึ่งบริษัทแม่ถือหุ้นอยู่ในบริษัทลูกเกินกว่าร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทสามารถกระทำได้โดยไม่ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทลูก อีกทั้งบริษัทแม่ยังสามารถดำเนินการให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทลูกได้โดยการชำระเงินสดในจำนวนที่เป็นธรรมให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อย ทั้งนี้ ตามเงื่อนไขและวิธีการที่กฎหมายกำหนด ซึ่งวิธีการดังกล่าวเรียกกันโดยทั่วไปว่า Short Form Merger โดยในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้เขียนได้ทำการศึกษบทบัญญัติ Short Form Merger ที่กำหนดไว้ใน Revised Model Business Corporation Act และ Delaware General Corporation Laws

นอกจากนี้ หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยยังถูกนำไปใช้ในกรณีที่กลุ่มผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหรือหรือกลุ่มผู้บริหารกิจการของบริษัทจดทะเบียนต้องการที่จะเพิกถอนหลักทรัพย์ของบริษัทจากการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือที่เรียกกันโดยทั่วไปว่า Going Private ธุรกรรมในรูปแบบนี้มักเกิดขึ้นเนื่องจากกลุ่มผู้บริหารของบริษัทต้องการแสวงหาประโยชน์จากการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในยามที่ตลาดหลักทรัพย์กำลังเฟื่องฟูและแสวงหาประโยชน์จากการเพิกถอนหลักทรัพย์ออกจากตลาดหลักทรัพย์และดำเนินการให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทในยามที่ตลาดหลักทรัพย์ซบเซา โดยมากแล้วบริษัทที่ดำเนินธุรกรรมในรูปแบบนี้มักจะนำหลักทรัพย์กลับเข้าจดทะเบียนอีกครั้งหลังจากที่ตลาดหลักทรัพย์กลับมาเข้มแข็งอีกครั้งเพื่อแสวงหาประโยชน์จากนักลงทุนในรูปแบบเดิมอีก

หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยยังถูกนำมาใช้กับธุรกรรมประเภทที่เรียกว่า Management Buyouts (MBOs) ซึ่งเป็นการที่กลุ่มผู้บริหารจัดการบริษัทผู้ซึ่งควบคุมการดำเนินการของบริษัทแต่ไม่ได้มีส่วนในการถือหุ้นหรือเป็นเจ้าของบริษัทตัดสินใจที่จะนำบริษัทออกจากตลาดหลักทรัพย์โดยการเสนอซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นในราคาสูงกว่ามูลค่าหุ้น (Premium) โดยมากแล้วในธุรกรรมประเภทนี้กลุ่มผู้เสนอซื้อหุ้นมักจะทำการกู้เงินมาทำการซื้อหุ้นและนำสินทรัพย์ของบริษัทไปเป็นประกันการชำระหนี้ ธุรกรรมประเภท MBOs เหล่านี้เริ่มเป็นที่นิยมตั้งแต่ทศวรรษที่

1980 และมักถูกใช้เป็นเครื่องมือตอบโต้การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร การบังคับขายหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในธุรกรรม MBOs นี้ก็เป็นเช่นเดียวกันกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยกรณีอื่น ๆ กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะได้รับประโยชน์จากส่วนล้ามูลค่าหุ้นที่ตนได้รับ ส่วนตัวบริษัทเองนั้นก็ได้รับประโยชน์จากประสิทธิภาพในการบริหารจัดการบริษัทที่เพิ่มมากขึ้น อันเป็นผลมาจากการที่กลุ่มผู้บริหารมีแรงจูงใจในการบริหารจัดการบริษัทมากขึ้นเพราะตนมีส่วนร่วมในความเป็นเจ้าของบริษัทมากขึ้น

โดยทั่วไปแล้ว ศาลจะพิจารณาว่าการทำการบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยกลุ่มผู้มีอำนาจควบคุมบริษัทเป็นการปฏิบัติหน้าที่แห่งความซื่อสัตย์สุจริตประการหนึ่งซึ่งทำให้ต้องมีการดำเนินการให้เกิดความเป็นธรรมทั้งในส่วนของธุรกรรมและราคา นอกจากนี้ ในบางกรณีศาลอาจจะต้องการให้มีวัตถุประสงค์ทางธุรกิจ (Business Purpose) ในการดำเนินธุรกรรมดังกล่าวด้วย ในแง่ของการขัดแย้งทางผลประโยชน์นั้น ยังคงมีประเด็นว่าสิทธิในการได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right) เป็นวิธีการเยียวยาผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เหมาะสมและเพียงพอหรือไม่ หรือศาลควรที่จะกำหนดวิธีการเยียวยาผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยวิธีการอื่นตามหลักแห่งความซื่อสัตย์สุจริต (Fiduciary Duty) ผู้ถือหุ้นรายย่อยมักจะพยายามหลีกเลี่ยงการใช้สิทธิในการได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นเนื่องจากหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีข้อจำกัดและเงื่อนไขมาก โดยทั่วไปแล้ว ผู้ถือหุ้นรายย่อยจึงต้องการให้ศาลใช้หลักเกณฑ์ที่เกิดจากคำพิพากษาของศาล หรือที่เรียกว่า Case Laws ในเรื่องที่เกี่ยวข้องมาปรับใช้กับคดี เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายย่อยอาจได้รับการเยียวยาหรือได้รับค่าเสียหายในจำนวนที่มากกว่าการใช้สิทธิในการได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น

ในประเทศสหรัฐอเมริกา คำพิพากษากฎีกาที่วางหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยในรูปแบบต่าง ๆ ไว้หลายฉบับ โดยการวางหลักเกณฑ์ดังกล่าวจะเป็นการวางบรรทัดฐานในเรื่องดังกล่าวและจะได้รับการนำมาปฏิบัติตามต่อไปในฐานะกฎหมายที่เกิดขึ้นจากคำพิพากษาของศาลหรือที่รู้จักกันโดยทั่วไปว่า Case Laws ซึ่งผู้วิจัยจะได้ยกคำพิพากษาหลัก ๆ ที่สำคัญมาเพื่อประกอบการศึกษาวิจัยพอสังเขป ดังนี้

## (1) Singer v. Magnavox\*

ศาลฎีกาได้ตัดสินไว้ในคดีนี้ว่าการที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจะดำเนินการให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทจะต้องไม่ได้เป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์ในการกำจัดผู้ถือหุ้นรายย่อยเท่านั้น หากแต่ต้องมีวัตถุประสงค์ทางธุรกิจอื่นที่ จะทำการควบรวมกิจการด้วย อีกทั้ง ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ยังมีภาระการพิสูจน์ให้ศาลเห็นถึงความเป็นธรรมทั้งหมด (Entire Fairness) ด้วย นอกจากนี้ ศาลยังวางหลักว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยมีสิทธิที่จะดำเนินคดีแบบรวมกลุ่ม (Class Action Lawsuit) กับผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการบริษัทโดยไม่ต้องใช้สิทธิในการได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น ดังกล่าวนี้เป็นการวางหลักของศาลเกี่ยวกับหน้าที่แห่งความซื่อสัตย์สุจริต (Fiduciary Duty) เพื่อแก้ปัญหาการขาดมาตรฐานการคุ้มครองผู้ถือหุ้นในการดำเนินธุรกรรมการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย

## (2) Weinberger v. U.O.P. Inc.\*

ในคดีนี้ศาลได้กลับหลักการที่ศาลได้วางไว้ในคดี Singer โดยเห็นว่าการใช้หลักการ วัตถุประสงค์ทางธุรกิจ (Business Purpose Test) ไม่เป็นประโยชน์เนื่องจากการสรรหา วัตถุประสงค์ทางธุรกิจในธุรกรรมที่น่าสนใจไม่เป็นการจำเป็นและไม่เป็นการยากลำบากสำหรับ หนายความ โดยศาลเปลี่ยนไปใช้หลักการความเป็นธรรมทั้งหมด (Entire Fairness) แทน ซึ่งหลัก ความเป็นธรรมทั้งหมดนี้หมายถึงความเป็นธรรมในการดำเนินธุรกรรมและความเป็นธรรมในด้าน ราคา (Fair Dealing and Fair Price)

ข้อเท็จจริงของคดีนี้เกิดขึ้นเมื่อ Signal Oil Co. ได้มาซึ่งอำนาจควบคุมกิจการในบริษัท U.O.P. Inc. ผ่านการทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการที่ราคา 21 เหรียญดอลลาร์สหรัฐต่อหุ้น (ในขณะที่ราคาตลาดอยู่ที่ 14 เหรียญดอลลาร์สหรัฐต่อหุ้น) เมื่อเข้ามามีอำนาจควบคุมในบริษัท U.O.P. Inc. แล้ว Signal ได้ส่งตัวแทนของตนเข้ามาเป็นกรรมการใน U.O.P. Inc. จำนวน 6 คน จากจำนวนกรรมการทั้งสิ้น 13 คน และกรรมการที่ Signal ส่งเข้าไปนั้นได้รับการแต่งตั้งให้เป็น ประธานบริษัทและ CEO ของ U.O.P. Inc. อีก 3 ปีต่อมา Signal ต้องการที่จะซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้น

---

\* 380 A.2d 969 (Del. 1977)

\* 457 A.2d 701 (Del. 1983)

รายย่อยรายอื่น ๆ ที่ถือหุ้นใน U.O.P. Inc. จึงทำการเสนอซื้อหุ้นที่ราคา 21 เหรียญดอลลาร์สหรัฐต่อหุ้น ซึ่งเป็นราคาที่สูงกว่าราคาตลาดกว่าร้อยละ 50 และที่ปรึกษาทางการเงินของ U.O.P. Inc. ก็ออกความเห็นว่าเป็นราคาที่เป็นธรรม นอกจากนี้ Signal ยังกำหนดให้การดำเนินการในครั้งนี้อย่างน้อยต้องได้รับอนุมัติจากเสียงข้างมากของกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยอีกด้วย ซึ่งการกำหนดเช่นนี้มิใช่เป็นไปตามข้อกำหนดของกฎหมาย กฎหมายมิได้กำหนดให้การทำธุรกรรมการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยจะต้องได้รับอนุมัติจากผู้ถือหุ้นรายย่อย หากแต่เป็นการทำไปเพื่อลดข้อพิพาทพิจารณาของศาลเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ซึ่งการดำเนินการของ Signal นี้ได้รับอนุมัติจากเสียงข้างมากของกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยของ U.O.P. Inc. อย่างเรียบร้อย อย่างไรก็ตาม มีผู้ถือหุ้นรายย่อยบางรายดำเนินการคดีกับ Signal ด้วยข้อกล่าวหาที่ว่ากรดำเนินการธุรกรรมของ Signal ขาดความเป็นธรรมทั้งหมด

ศาลพิจารณาแล้ววางหลักว่าการดำเนินการธุรกรรมที่เป็นธรรม (Fair Dealing) มิได้หมายถึงแค่เพียงการเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วนเท่านั้น หากแต่หมายถึงทุก ๆ ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการธุรกรรมนั้น ไม่ว่าจะเป็นระยะเวลา การเริ่มต้นดำเนินการธุรกรรม การเจรจาต่อรอง การวางโครงสร้าง เป็นต้น ในคดี Weinberger นี้ ศาลพบว่ามีความไม่เป็นธรรมในการดำเนินการธุรกรรมเนื่องจากรายงานการศึกษาความเป็นไปได้ของการดำเนินการธุรกรรมที่จัดทำโดยกรรมการของ U.O.P. Inc. ซึ่งเป็นตัวแทนของ Signal นั้นชี้ให้เห็นว่าราคาที่เหมาะสมที่ Signal ควรจะเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นรายย่อย คือ 24 เหรียญดอลลาร์สหรัฐต่อหุ้น อย่างไรก็ตาม รายงานดังกล่าวนี้ไม่เคยถูกเปิดเผยต่อกรรมการอิสระหรือแม้แต่ผู้ถือหุ้นของ U.O.P. Inc. ดังนั้น เนื่องจากกรรมการของ U.O.P. Inc. ทำงานให้กับ Signal โดยใช้ข้อมูลของ U.O.P. Inc. การดำเนินการธุรกรรมในครั้งนี้นับเป็นการดำเนินการธุรกรรมที่ไม่เป็นธรรมเนื่องจากขาดการเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วนและไม่มีอคติให้แก่กรรมการคนอื่น ๆ และผู้ถือหุ้นของ U.O.P. Inc.

ในส่วนการพิจารณาราคาที่เป็นธรรมนั้นจะต้องพิจารณาถึงปัจจัยทุกประการที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นของบริษัท ศาลที่ตัดสินคดี Weinberger เห็นว่าวิธีการเยียวยาในลักษณะให้สิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นในแบบเดิมหรือที่เรียกว่า Delaware Block Approach นั้นมีข้อจำกัดตรงที่ต้องห้ามการนำวิธีการในการประเมินมูลค่าหุ้นที่ได้รับการยอมรับในวงการการเงินอย่างกว้างขวางอย่างเช่น การพิจารณาเปรียบเทียบมูลค่าที่เพิ่มขึ้นของบริษัทภายหลังการควบรวมกิจการ (looking at comparative takeover premiums) หรือการพิจารณามูลค่าของกระแสเงินสดของกิจการ (valuation based upon discounted cash flow) มาใช้ในการพิสูจน์ต่อศาล แต่ศาลในคดี Weinberger ได้กลับหลักการเดิมดังกล่าวและอนุญาตให้ใช้วิธีการประเมินมูลค่าหุ้น

เหล่านั้นในการพิสูจน์ต่อศาลได้ ดังนั้น ปัจจัยเกี่ยวกับมูลค่าในอนาคตของบริษัท (แต่ไม่ใช่มูลค่าของบริษัทภายหลังการควบรวมกิจการที่ได้รับการประมาณการขึ้นมา) จึงได้รับอนุญาตให้นำเข้าพิสูจน์ในศาล หลักการใหม่นี้ได้ขยายหลักการ Delaware Block Approach เดิมและได้กลายเป็นบรรทัดฐานใหม่ที่ศาลในคดีต่อ ๆ มาได้นำมาใช้ในการพิจารณาค่าประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท\*

คดี Weinberger นี้ได้ขยายความหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยในหลายประเด็นแต่ก็ยังคงมีอีกหลายประเด็นที่คำพิพากษาในคดีนี้ยังคงมิได้ให้ความกระจ่าง โดยคำพิพากษาในคดีนี้ได้ยกเลิกการใช้หลักการวัตถุประสงค์ทางธุรกิจและวางหลักเกณฑ์เกี่ยวกับหลักความเป็นธรรมทั้งหมดให้หมายความรวมถึงความเป็นธรรมในการดำเนินธุรกิจและความเป็นธรรมในด้านราคาซึ่งในการพิจารณาค่าความเป็นธรรมในด้านดังกล่าวนั้นจำเป็นต้องศึกษาวิเคราะห์ทุก ๆ แง่มุมของการดำเนินธุรกรรมบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้น ๆ สำหรับคดี Weinberger นี้ ศาลพิจารณาแล้วเห็นว่าไม่เป็นการดำเนินธุรกรรมที่เป็นธรรมเนื่องจากรายงานที่จัดทำโดยกรรมการของ U.O.P. Inc. เกี่ยวกับราคาเสนอซื้อสูงสุดที่ Signal ควรเสนอซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่ได้รับการเปิดเผยให้แก่ผู้ถือหุ้นของ U.O.P. Inc. อย่างไรก็ดี ศาลไม่ได้มองว่ากลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมบริษัทจำเป็นต้องเปิดเผยข้อตกลงหรือจุดที่ดีที่สุด (Best deal) ของตนให้สาธารณชนหรือให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยทราบ แต่ประเด็นในคดีนี้เป็นเรื่องของความขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ในแง่ที่กรรมการที่ได้รับการแต่งตั้งโดยบริษัทแม่เข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องในการประเมินมูลค่าของบริษัทลูกเสียมากกว่า

อย่างไรก็ดี ยังคงไม่เป็นที่ชัดเจนว่าคำพิพากษาในคดี Weinberger ซึ่งกลับหลักการที่วางไว้ในคดี Singer และวางบรรทัดฐานเกี่ยวกับการประเมินมูลค่ากิจการแบบใหม่นั้นจะขยายความรวมไปถึงการกลับหลักในเรื่องสิทธิของผู้ถือหุ้นที่จะแสวงหาวิธีการเยียวยาวิธีอื่นนอกเหนือจากการใช้สิทธิ Appraisal Right หรือไม่ โดยคำพิพากษาในคดีนี้กล่าวแต่เพียงว่า การใช้สิทธิได้รับเงิน

\* วิธีการในการประเมินมูลค่าหุ้นตามหลักในคดี Weinberger ยังคงมีข้อจำกัดอยู่เช่นกัน เนื่องจากยังคงอนุญาตให้ใช้หลัก Delaware Block Approach และยังทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยเสียเวลาและค่าใช้จ่ายสูงอีกด้วย ดังนั้น ในคดี Rapid-American Corp. v. Harris ซึ่งตัดสินในปี ค.ศ. 1992 ศาลฎีกาแห่งมลรัฐเดลาแวร์จึงกำหนดให้ใช้วิธีการประเมินมูลค่าวิธีใหม่และให้นำเอามูลค่าเพิ่มที่เกิดขึ้นจากการที่บริษัทแม่จะได้มาซึ่งอำนาจควบคุมในบริษัทลูก (the control premium the parent corporation had in its subsidiaries) มารวมประเมินด้วย



จากการประเมินมูลค่าหุ้นนั้นไม่เหมาะกับการดำเนินการดำเนินธุรกรรมอย่างชัดเจน บิดเบือนความจริง ขัดแย้งทางผลประโยชน์ จึงใจทำให้ทรัพย์สินของบริษัทเสียไปโดยเปล่าประโยชน์ หรือกระทำการเกินเลยไปอย่างร้ายแรงและเห็นได้ชัด (Fraud, misrepresentation, self-dealing, deliberate waste of corporate assets, or gross and palpable overreaching) ในกรณีดังกล่าวนี้ เพื่อจะให้เกิดความเป็นธรรมกับผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นควรที่จะสามารถบดล้างหรือเพิกถอนธุรกรรมที่ได้กระทำไปแล้วได้ หรือหากไม่สามารถกระทำได้ ผู้ถือหุ้นก็ควรจะได้รับค่าเสียหายเพื่อชดเชยให้เสมือนหนึ่งว่าไม่เคยมีการดำเนินธุรกรรมนั้น ๆ ขึ้น (Rescissory Damages) และเนื่องจากในความเป็นจริงศาลแทบไม่เคยตัดสินให้มีการบดล้างธุรกรรมที่ได้ดำเนินไปแล้ว การตัดสินให้มีการชดเชยค่าเสียหายให้แก่ผู้ถือหุ้นจึงกลายเป็นบรรทัดฐานหรือธรรมเนียมปฏิบัติสำหรับการนี้ไป ซึ่งค่าเสียหายประเภท Rescissory Damages นี้ควรมีมูลค่าสูงกว่าราคายุติธรรม (Fair Value) ที่ จะได้รับการประเมินในการใช้สิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right) เนื่องจากการชดเชยให้เสมือนหนึ่งว่าผู้ถือหุ้นเหล่านั้นได้รับหุ้นที่ตนเคยถือคืนมา ดังนั้น มูลค่าค่าเสียหายที่เหมาะสมจึงสมควรที่จะต้องรวมส่วนแบ่งผลประโยชน์อันเกิดจากการควบรวมกิจการที่ผู้ถือหุ้นเหล่านั้นสมควรจะได้รับเข้าไว้ด้วย เสมือนหนึ่งว่าผู้ถือหุ้นเหล่านั้นยังคงถือหุ้นอยู่ภายหลังการควบรวมกิจการนั่นเอง อย่างไรก็ตาม มูลค่าของกิจการที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจากการควบรวมกิจการก็ไม่ได้รับอนุญาตให้นำมาเป็นปัจจัยหนึ่งในการพิจารณามูลค่ายุติธรรมสำหรับการใช้สิทธิ Appraisal Right เนื่องจากถือเป็นการคาดการณ์ซึ่งต้องห้ามตามกฎหมาย\*

\* มาตรา 262 (h) ของ Delaware General Corporation Laws วางหลักว่า ราคายุติธรรมที่จะได้รับจากการประเมินในการใช้สิทธิ Appraisal Right จะต้องไม่นำมูลค่าที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจากการควบรวมกิจการของบริษัทมาเป็นปัจจัยหนึ่งในการพิจารณา โดยในคำพิพากษาคดี Cede & Co. v. Technicolor (Del. 1996) ศาลได้ตีความมาตรา 262 (h) ว่าการไม่นำมูลค่าของกิจการที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจากการควบรวมกิจการมาเป็นปัจจัยหนึ่งในการพิจารณามูลค่ายุติธรรมสำหรับการใช้สิทธิ Appraisal Right นั้น ถือเป็นข้อยกเว้นที่จะต้องนำมาใช้บังคับอย่างจำกัดและเคร่งครัด (Narrow Exception) ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่น่าคดีขึ้นสู่ศาลเพื่อขอใช้สิทธิ Appraisal Right ในธุรกรรม Squeeze Out ที่เกิดขึ้นภายหลังการทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (การทำธุรกรรมบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยในรูปแบบ Two-tier Tender Offer) มีสิทธิในมูลค่าที่เพิ่มขึ้นของกิจการอันเนื่องมาจากการที่กลุ่มผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการดำเนินการเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการแล้วเสร็จ แม้ว่าผลของคำพิพากษาจะดูเหมือนเป็นการกีดกันมิให้กลุ่มผู้ถือหุ้นที่เก็บรักษาผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการเข้าซื้อกิจการไว้ภายในกลุ่มของตนเองได้ แต่ศาลตัดสิน

## (3) Rabkin v. Philip A. Hunt Chem Corp.\*

ในคดีนี้ ศาลฎีกาแห่งมลรัฐเดลาแวร์ได้ตัดสินตามบรรทัดฐานที่วางไว้ในคดี Weinberger ว่าการดำเนินธุรกรรมที่ไม่เป็นธรรมมิใช่เพียงการไม่เปิดเผยข้อมูลให้ครบถ้วนเท่านั้น หากแต่หมายรวมถึงความไม่เป็นธรรมในประเด็นอื่น ๆ ที่เกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกรรมด้วย ไม่ว่าจะเป็นระยะเวลาในการดำเนินธุรกรรม โครงสร้างธุรกรรม และการเจรจาต่อรอง เป็นต้น

จำเลยในคดีนี้ได้ทำการซื้อหุ้นของกิจการจากกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีข้อตกลงกับผู้ถือหุ้นรายย่อยของกิจการว่าจะให้ผลตอบแทนการซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยเท่ากับที่ซื้อจากกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หากมีการซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นภายในหนึ่งปี หลังจากเวลาผ่านไปหนึ่งปี จำเลยจึงเริ่มดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าราคาซื้อจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้ถือหุ้นรายย่อยจึงกล่าวอ้างว่าจำเลยดำเนินธุรกรรมที่ไม่เป็นธรรมในด้านความไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับระยะเวลาในการดำเนินธุรกรรมโดยการอาศัยผลประโยชน์จากข้อสัญญา ในขณะที่จำเลยอ้างว่าหากอาศัยบรรทัดฐานจากคำพิพากษาคดี Weinberger การดำเนินธุรกรรมของตนไม่ถือเป็นการดำเนินธุรกรรมที่ไม่เป็นธรรมเนื่องจากมีการเปิดเผยข้อมูลทั้งหมดและการบังคับใช้สิทธิ Appraisal Right เป็นวิธีการเยียวยาทางเดียวสำหรับผู้ถือหุ้นของกิจการ

ศาลในคดีนี้ตัดสินว่าข้อกล่าวหาที่ว่าจำเลยมีเจตนาไม่สุจริตในการปฏิบัติตามสัญญาซึ่งก็คือข้อกล่าวหาว่าจำเลยดำเนินธุรกรรมไม่เป็นธรรมมีน้ำหนักเหนือกว่าข้อโต้แย้งว่าราคาที่จำเลยเสนอซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่เพียงพอ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นรายย่อยจึงมีสิทธิใช้วิธีการเยียวยาความเสียหายทางอื่น เช่น การฟ้องร้องแบบรวมกลุ่ม (Class Action Lawsuit) นอกเหนือจากการ

ศูนย์วิทยุทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

เช่นนี้เนื่องจากพิจารณาว่าการควมรวมกิจการเกิดขึ้นภายหลังจากการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการ ผลประโยชน์เหล่านี้จึงมิใช่ผลประโยชน์ที่เกิดจากการคาดการณ์อีกต่อไปและกฎหมายก็กำหนดให้พิจารณามูลค่าของกิจการ ณ วันที่มีการควมรวมกิจการเพื่อประโยชน์ในการพิจารณาหามูลค่ายุติธรรมสำหรับการใช้สิทธิ Appraisal Right

\*

498 A.2d 1099 (Del. 1985)

ใช้สิทธิ Appraisal Right\* ซึ่งจะทำให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิได้รับการเยียวยาในรูปแบบของค่าเสียหายซึ่งมากกว่าและกว้างกว่าการใช้สิทธิ Appraisal Right ที่มีสิทธิได้รับเพียงแค่มูลค่าของหุ้นที่เป็นธรรมเท่านั้น\*

\* ศาลสูงแห่งมลรัฐเดลาแวร์วางหลักไว้ในคดี Glassman v. Unocal Exploration Corp., 777 A.2d 242 (Del. 2001) ว่าการควบรวมกิจการแบบ Short Form Merger ถือเป็นกรเยียวยาอย่างเดี่ยวและไม่ต้องนำหลักการการดำเนินธุรกรรมที่ไม่เป็นธรรมมาใช้บังคับ เนื่องจากการควบรวมกิจการแบบ Short Form Merger เป็นการควบรวมกิจการที่กฎหมายอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 90 ขึ้นไปสามารถที่จะอนุมัติทำการควบรวมกิจการได้โดยไม่ต้องอาศัยมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายแต่อย่างใด ดังนั้น การอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นสามารถนำคดีมาฟ้องร้องต่อศาลในประเด็นความชอบธรรมของการดำเนินธุรกรรมจึงถือเป็นการขัดต่อกฎหมายลายลักษณ์อักษร หากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้รับผลประโยชน์หรือข้อได้เปรียบอันไม่เป็นธรรมจากการควบรวมกิจการนั้น ๆ ก็ต้องถือว่าเป็นประเด็นที่เกี่ยวกับการประเมินมูลค่ากิจการในการใช้สิทธิ Appraisal Right

\* ศาลสูงของมลรัฐเดลาแวร์วางหลักไว้ในคดี Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 542 A.2d 1182 (Del. 1988) ซึ่งเป็นกรณีที่ผู้ถือหุ้นพบในขณะดำเนินการใช้สิทธิ Appraisal Right ว่าการควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นกระทำไปโดยฉ้อฉล โดยศาลอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นนำการฉ้อฉลดังกล่าวขึ้นฟ้องเป็นอีกคดีหนึ่งเพื่อเพิกถอนการควบรวมกิจการโดยดำเนินการควบคู่ไปกับการดำเนินคดีเพื่อหามูลค่ายุติธรรมของหุ้นสำหรับการใช้สิทธิ Appraisal Right ศาลยังกล่าวอีกว่าการกระทำโดยฉ้อฉลนี้เปิดโอกาสให้มีการเยียวยาความเสียหายให้แก่ผู้ถือหุ้นกว้างขึ้นกว่าแค่เพียงใช้สิทธิ Appraisal Right โดยหากพบว่ามีกรกระทำโดยฉ้อฉลเกิดขึ้นจริง ผู้ถือหุ้นจะได้รับ Rescissory Damages ในการนี้ ผู้ถือหุ้นไม่จำเป็นต้องเลือกใช้วิธีการเยียวยาความเสียหายแค่เพียงวิธีใดวิธีหนึ่งแต่สามารถเลือกใช้ทั้งสองวิธีการเนื่องจากวิธีการทั้งสองเกิดขึ้นและเป็นผลมาจากข้อเท็จจริงและฐานทางกฎหมายที่แตกต่างกัน อย่างไรก็ตาม ในการพิจารณาพิพากษาคดี ศาลจะต้องระมัดระวังให้มีการชดใช้ค่าเสียหายที่ซ้ำซ้อนกัน

อย่างไรก็ตาม ในคดี Steinberg v. Amplica, Inc., 729 P.2d 683 (Cal. 1987) ศาลสูงแห่งมลรัฐแคลิฟอร์เนียได้วางหลักไว้ว่า การใช้สิทธิ Appraisal Right เป็นวิธีเยียวยาความเสียหายเพียงวิธีการเดียวแม้กระทั่งสำหรับในกรณีการดำเนินธุรกรรมที่ไม่เป็นธรรม ซึ่งศาลมองว่าก็ยังสามารชดใช้ความเสียหายผ่านทางกระบวนการใช้สิทธิ Appraisal Right ได้

## (4) Stringer v. Car Data Systems, Inc.\*

คดีนี้เกิดขึ้นและได้รับการพิพากษาตัดสินโดยศาลฎีกาแห่งมลรัฐโอเรกอน (Oregon) ซึ่งได้รับอิทธิพลจากคำพิพากษาของศาลสูงมลรัฐเดลาแวร์ในคดี Weinberger โดยในคดีจำเลยทำการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย ประเด็นอยู่ที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นจะสามารถใช้วิธีการเยียวยาความเสียหายประการอื่นนอกเหนือจากการใช้สิทธิ Appraisal Right หรือไม่ กฎหมายว่าด้วยบริษัทของมลรัฐโอเรกอนนั้นได้นำ Model Business Corporation Act มาปรับใช้ซึ่งจำกัดข้อกล่าวอ้างที่จะใช้เป็นข้ออ้างในการโต้แย้งการดำเนินการควบรวมกิจการไว้เพียงแค่การซื้อและ การกระทำที่ผิดกฎหมายเท่านั้น (Unlawful or fraudulent actions)\* ดังนั้น คดีนี้ศาลจึงตัดสินว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยมีสิทธิเพียงแค่การได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right) แม้ว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะดำเนินการโดยมีเจตนาไม่สุจริตก็ตาม และยังได้ตัดสินตามบรรทัดฐานของคดี Weinberger โดยให้นำวิธีการประเมินมูลค่าของกิจการที่ใช้กันในแวดวงการเงินมาใช้กับการประเมินมูลค่ากิจการเพื่อการใช้สิทธิ Appraisal Right อีกทั้ง ยังเห็นด้วยว่าการเยียวยาโดยวิธีการอื่นนอกเหนือจากการใช้สิทธิ Appraisal Right นั้นจะสามารถนำมาใช้ได้เฉพาะกับกรณีที่มีการดำเนินการธุรกรรมอย่างซื้อและ ปิดเบือนความจริง ขัดแย้งทางผลประโยชน์ จึงใจทำให้ทรัพย์สินของบริษัทเสียไปโดยเปล่าประโยชน์ หรือกระทำการเกินเลยไปอย่างร้ายแรงและเห็นได้ชัด

## (5) Coggins v. New England Patriots Football Club, Inc.\*

คดีนี้เป็นคดีที่พิพากษาโดยศาลสูงของมลรัฐแมสซาชูเซตซึ่งวางหลักไว้แตกต่างจากคำพิพากษาของศาลสูงมลรัฐเดลาแวร์โดยคำพิพากษาดังกล่าวยังคงยึดหลักการวัตถุประสงค์ทางธุรกิจ (Business Purpose Test) อยู่โดยไม่พิจารณาถึงหลักการดำเนินธุรกรรมที่เป็นธรรม เช่นเดียวกับกับศาลมลรัฐเดลาแวร์ โดยคำพิพากษาในคดีนี้เห็นว่าหลักการวัตถุประสงค์ทางธุรกิจนี้จะถูกนำมาใช้ในการพิจารณาความเป็นธรรมในการดำเนินธุรกรรม Squeeze Out เพิ่มเติมจากหลักการดำเนินธุรกรรมที่เป็นธรรม ภายใต้แนวคิดดังกล่าว ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะต้องพิสูจน์ให้ศาล

---

\* 841 P.2d 1183 (Ore.1992)

\* มาตรา 13.02 (b) ของ Revised Model Business Corporation Act อนุญาตให้มีการโต้แย้งการดำเนินการของบริษัทได้เฉพาะในกรณีที่การดำเนินการดังกล่าวเป็นการซื้อหรือเป็นการไม่ชอบด้วยกฎหมายต่อผู้ถือหุ้นหรือต่อตัวบริษัทเอง

\* 492 N.E.2d 1112 (Mass. 1986)



เห็นได้ว่าเป้าหมายที่ขอบรรวมของบริษัทจะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อมีการดำเนินการ Squeeze Out หากไม่สามารถพิสูจน์ให้ศาลเห็นได้ว่าการดำเนินธุรกรรมดังกล่าวมีเป้าหมายทางธุรกิจ ศาลจะไม่พิจารณาถึงความเป็นธรรมของการดำเนินธุรกรรมนั้น โดยข้อเท็จจริงของคดีนี้เป็นเรื่องของบริษัท New England Patriots Football Club, Inc. ซึ่งบริษัทดังกล่าวมีหุ้นสามัญสองประเภท กล่าวคือ ประเภทที่มีสิทธิออกเสียงและประเภทที่ไม่มีสิทธิออกเสียง ต่อมา Sullivan เข้าซื้อหุ้นสามัญประเภทที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดในบริษัทจากผู้ถือหุ้นเดิมโดยอาศัยเงินที่กู้ยืมมา Sullivan จึงต้องการที่จะนำทรัพย์สินของบริษัทไปเป็นหลักประกันการชำระหนี้ ในการดำเนินการดังกล่าว Sullivan ต้องดำเนินการซื้อหุ้นสามัญประเภทไม่มีสิทธิออกเสียงจากผู้ถือหุ้นรายอื่น ๆ เสียก่อน การดำเนินการ Squeeze Out ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งในการประชุมนี้ ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นสามัญประเภทไม่มีสิทธิออกเสียงก็มีสิทธิลงคะแนนเนื่องจากการรวบรวมกิจการที่เสนอจะส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นเหล่านั้นด้วย ในคดีนี้ ศาลพิพากษาว่าการดำเนินการ Squeeze Out ดังกล่าวไม่มีวัตถุประสงค์ทางธุรกิจเนื่องจากการกระทำนี้ไม่ได้เป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์อื่นใดของบริษัท นอกจากเพียงเพื่ออำนวยความสะดวกให้กับ Sullivan เท่านั้น และให้จำเลยชดใช้ค่าเสียหายแบบ Rescissory Damages ซึ่งคำนวณจากมูลค่าของกิจการ ณ ปัจจุบัน (สิบปีภายหลังจากการรวบรวมกิจการ) ให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อย แต่ไม่มีคำสั่งให้เพิกถอนการดำเนินการ Squeeze Out ที่ได้กระทำไปแล้วเนื่องจากติดข้อจำกัดด้านเวลาเพราะการดำเนินการดังกล่าวได้กระทำไปแล้วกว่าสิบปี

กล่าวโดยสรุป จากการศึกษาวิจัยการดำเนินธุรกรรมการรวบรวมกิจการในประเทศสหรัฐอเมริกาตลอดจนคำพิพากษาของศาลที่สำคัญ ๆ หลายคดี พบว่าหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือการใช้วิธีการใด ๆ เพื่อเป็นการทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการนั้นได้รับการนำมาปรับใช้ในหลาย ๆ รูปแบบ ซึ่งวิธีการ Short Form Merger ที่มีกฎหมายกำหนดหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการไว้อย่างชัดเจนก็เป็นการดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรูปแบบหนึ่งที่ได้รับการยอมรับ และเนื่องด้วยหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้น แม้ว่าจะได้รับการยอมรับว่ามีประโยชน์ต่อผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ บริษัท สังคมเศรษฐกิจโดยรวม หรือแม้กระทั่งผู้ถือหุ้นรายย่อยเองก็ตาม แต่ก็ยังมีบางส่วนที่เห็นว่าหลักการดังกล่าวอาจก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมแก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ ศาลจึงมีหน้าที่สำคัญในอันที่จะเป็นผู้ตรวจสอบและมอบความเป็นธรรมให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยเหล่านั้น ดังจะเห็นได้จากคำพิพากษาของศาลในหลาย ๆ คดีที่ได้วางหลักการในการพิจารณาการดำเนินธุรกรรมการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยและการเยียวยาความเสียหายให้แก่ผู้ถือหุ้นเหล่านั้นจนเป็นบรรทัดฐานและกฎหมายที่เกิดจากคำพิพากษาของศาลหรือที่เรียกกันโดยทั่วไปว่า Case Laws



แม้ว่าบรรทัดฐานอันเกิดจากคำพิพากษาของศาลของประเทศสหรัฐอเมริกาจะยังแตกต่างกันไปบ้างในแต่ละมลรัฐเนื่องจากกฎหมายที่ควบคุมการดำเนินธุรกรรมดังกล่าวเป็นกฎหมายในระดับมลรัฐ แต่ก็ทำให้พอเห็นแนวทางและความพยายามในการวางหลักบรรทัดฐานเพื่อที่จะปกป้องผลประโยชน์ของกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยในธุรกรรม Squeeze Out เหล่านี้

### 2.5.3 หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยของประเทศอังกฤษ

#### ก. บทบัญญัติแห่งกฎหมายเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย

บทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze out) ปรากฏใช้บังคับในประเทศอังกฤษตั้งแต่ปี ค.ศ. 1929 โดยเป็นบทบัญญัติอยู่ในกฎหมายว่าด้วยบริษัทหรือที่เรียกว่า Companies Act ซึ่งมีบทบัญญัติอนุญาตให้ผู้ทำคำเสนอซื้อ (Bidder) สามารถบังคับให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยขายหุ้นให้แก่ตนได้ภายหลังจากการดำเนินการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (Tender Offer) สำเร็จลง ต่อมาในปี ค.ศ. 2006 Companies Act ได้รับการแก้ไขเพิ่มเติมโดยหนึ่งในหลาย ๆ บทบัญญัติที่ได้รับการแก้ไขเพิ่มเติมในครั้งนั้น ได้แก่ บทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย ทั้งนี้ เพื่อให้เป็นไปตาม Article 15\* แห่ง Takeover Directives

\* ข้อ 15 แห่ง Takeover Directives เรื่อง The right of squeeze out วางหลักไว้ว่า

1. Member States shall ensure that, following a bid made to all the holders of the offeree company's securities for all of their securities, paragraphs 2 to 5 apply.
2. Member States shall ensure that an offeror is able to require all the holders of the remaining securities to sell him/her those securities at a fair price. Member States shall introduce that right in one of the following situations:
  - (a) where the offeror holds securities representing not less than 90 % of the capital carrying voting rights and 90 % of the voting rights in the offeree company, or
  - (b) where, following acceptance of the bid, he/she has acquired or has firmly contracted to acquire securities representing not less than 90 % of the offeree company's capital carrying voting rights and 90 % of the voting rights comprised in the bid.

ซึ่งเป็นกฎเกณฑ์ของสหภาพยุโรปที่กำหนดให้ประเทศสมาชิกทุกประเทศต้องจัดให้มีบทบัญญัติของกฎหมายที่ให้สิทธิแก่ผู้ทำคำเสนอซื้อที่จะบังคับให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยขายหุ้นให้แก่ตน นอกจากนี้ยังเป็นกรแก้ไขเพิ่มเติมเพื่อให้เป็นไปตามรายงานการศึกษากฎการแก้ไขเพิ่มเติม Companies Act ของ the Company Law Review อีกด้วย

---

In the case referred to in (a), Member States may set a higher threshold that may not, however, be higher than 95 % of the capital carrying voting rights and 95 % of the voting rights.

3. Member States shall ensure that rules are in force that make it possible to calculate when the threshold is reached. Where the offeree company has issued more than one class of securities, Member States may provide that the right of squeeze out can be exercised only in the class in which the threshold laid down in paragraph 2 has been reached.
4. If the offeror wishes to exercise the right of squeeze-out he/she shall do so within three months of the end of the time allowed for acceptance of the bid referred to in Article 7.
5. Member States shall ensure that a fair price is guaranteed. That price shall take the same form as the consideration offered in the bid or shall be in cash. Member States may provide that cash shall be offered at least as an alternative. Following a voluntary bid, in both of the cases referred to in paragraph 2(a) and (b), the consideration offered in the bid shall be presumed to be fair where, through acceptance of the bid, the offeror has acquired securities representing not less than 90 % of the capital carrying voting rights comprised in the bid. Following a mandatory bid, the consideration offered in the bid shall be presumed to be fair.

บทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ถูกกำหนดไว้ใน Chapter 3 ใน Part 28 ของ Companies Act ตั้งแต่มาตรา 979 – 982 โดยมาตรา 979\* กำหนดให้ผู้ทำคำ

---

\* 979 Right of offeror to buy out minority shareholder

- (1) Subsection (2) applies in a case where a takeover offer does not relate to shares of different classes.
- (2) If the offeror has, by virtue of acceptances of the offer, acquired or unconditionally contracted to acquire—
  - (a) not less than 90% in value of the shares to which the offer relates, and
  - (b) in a case where the shares to which the offer relates are voting shares, not less than 90% of the voting rights carried by those shares, he may give notice to the holder of any shares to which the offer relates which the offeror has not acquired or unconditionally contracted to acquire that he desires to acquire those shares.
- (3) Subsection (4) applies in a case where a takeover offer relates to shares of different classes.
- (4) If the offeror has, by virtue of acceptances of the offer, acquired or unconditionally contracted to acquire—
  - (a) not less than 90% in value of the shares of any class to which the offer relates, and
  - (b) in a case where the shares of that class are voting shares, not less than 90% of the voting rights carried by those shares, he may give notice to the holder of any shares of that class to which the offer relates which the offeror has not acquired or unconditionally contracted to acquire that he desires to acquire those shares.
- (5) In the case of a takeover offer which includes among the shares to which it relates—
  - (a) shares that are allotted after the date of the offer, or

- 
- (b) relevant treasury shares (within the meaning of section 974) that cease to be held as treasury shares after the date of the offer, the offeror's entitlement to give a notice under subsection (2) or (4) on any particular date shall be determined as if the shares to which the offer relates did not include any allotted, or ceasing to be held as treasury shares, on or after that date.
- (6) Subsection (7) applies where—
- (a) the requirements for the giving of a notice under subsection (2) or (4) are satisfied, and
- (b) there are shares in the company which the offeror, or an associate of his, has contracted to acquire subject to conditions being met, and in relation to which the contract has not become unconditional.
- (7) The offeror's entitlement to give a notice under subsection (2) or (4) shall be determined as if—
- (a) the shares to which the offer relates included shares falling within paragraph (b) of subsection (6), and
- (b) in relation to shares falling within that paragraph, the words "by virtue of acceptances of the offer" in subsection (2) or (4) were omitted.
- (8) Where—
- (a) a takeover offer is made,
- (b) during the period beginning with the date of the offer and ending when the offer can no longer be accepted, the offeror—
- (i) acquires or unconditionally contracts to acquire any of the shares to which the offer relates, but
- (ii) does not do so by virtue of acceptances of the offer, and
- (c) subsection (10) applies, then for the purposes of this section those shares are not excluded by section 977(1) from those to which the offer relates, and the offeror is treated as having

เสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการมีสิทธิบังคับซื้อหุ้น (เฉพาะในกลุ่ม (Class) ที่ผู้ทำคำเสนอซื้อเสนอซื้อหุ้นของกิจการ) จากผู้ถือหุ้นที่ไม่ยินยอมขายหุ้นของตนในการทำคำเสนอซื้อ หากผู้ทำคำเสนอซื้อสามารถซื้อหุ้นจากการทำคำเสนอซื้อของตนได้อย่างน้อยร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดในกลุ่ม (Class) ที่ตนทำคำเสนอซื้อ และหากหุ้นที่ทำคำเสนอซื้อดังกล่าว เป็นหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงหุ้นที่ผู้ทำคำเสนอซื้อได้มาจากการทำคำเสนอซื้อจะต้องมีสิทธิออกเสียงอย่างน้อยร้อยละ 90 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดด้วยเช่นกัน โดยมาตรา 979 กำหนดให้ผู้ทำคำเสนอซื้อที่ต้องการใช้สิทธิบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวทำการส่งหนังสือไปยังผู้ถือหุ้นที่ยังคงเหลืออยู่เพื่อ

---

acquired or contracted to acquire them by virtue of acceptances of the offer.

- (9) Where—
- (a) a takeover offer is made,
  - (b) during the period beginning with the date of the offer and ending when the offer can no longer be accepted, an associate of the offeror acquires or unconditionally contracts to acquire any of the shares to which the offer relates, and
  - (c) subsection (10) applies, then for the purposes of this section those shares are not excluded by section 977(2) from those to which the offer relates.
- (10) This subsection applies if—
- (a) at the time the shares are acquired or contracted to be acquired as mentioned in subsection (8) or (9) (as the case may be), the value of the consideration for which they are acquired or contracted to be acquired (“the acquisition consideration”) does not exceed the value of the consideration specified in the terms of the offer, or
  - (b) those terms are subsequently revised so that when the revision is announced the value of the acquisition consideration, at the time mentioned in paragraph (a), no longer exceeds the value of the consideration specified in those terms.



แสดงเจตนาว่าตนต้องการจะใช้สิทธิดังกล่าว โดยมาตรา 980\* ได้กำหนดหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และ

---

\* **980 Further provision about notices given under section 979**

- (1) A notice under section 979 must be given in the prescribed manner.
- (2) No notice may be given under section 979(2) or (4) after the end of—
  - (a) the period of three months beginning with the day after the last day on which the offer can be accepted, or
  - (b) the period of six months beginning with the date of the offer, where that period ends earlier and the offer is one to which subsection (3) below applies.
- (3) This subsection applies to an offer if the time allowed for acceptance of the offer is not governed by rules under section 943(1) that give effect to Article 7 of the Takeovers Directive.  
 In this subsection “the Takeovers Directive” has the same meaning as in section 943.
- (4) At the time when the offeror first gives a notice under section 979 in relation to an offer, he must send to the company—
  - (a) a copy of the notice, and
  - (b) a statutory declaration by him in the prescribed form, stating that the conditions for the giving of the notice are satisfied.
- (5) Where the offeror is a company (whether or not a company within the meaning of this Act) the statutory declaration must be signed by a director.
- (6) A person commits an offence if—
  - (a) he fails to send a copy of a notice or a statutory declaration as required by subsection (4), or
  - (b) he makes such a declaration for the purposes of that subsection knowing it to be false or without having reasonable grounds for believing it to be true.
- (7) It is a defence for a person charged with an offence for failing to send a copy of a notice as required by subsection (4) to prove that he took reasonable steps for securing compliance with that subsection.

วิธีการในการส่งหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิไว้ กล่าวคือ ผู้ทำคำเสนอซื้อจะต้องส่งหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิให้แก่ผู้ถือหุ้นที่เกี่ยวข้องภายใน 3 เดือน นับแต่สิ้นสุดระยะเวลาทำคำเสนอซื้อ พร้อมทั้งส่งสำเนาหนังสือบอกกล่าวและหนังสือประกาศเจตนารมณ์ (Statutory Declaration) ซึ่งอยู่ในแบบฟอร์มตามที่กฎหมายกำหนดอันมีข้อความแสดงว่าเงื่อนไขสำหรับการส่งหนังสือบอกกล่าวนี้ได้สำเร็จลงแล้ว ให้แก่บริษัทเป้าหมายด้วย โดยผู้ทำคำเสนอซื้อที่มีสิทธิและหน้าที่ที่จะได้มาซึ่งหุ้นตามที่ระบุในหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิดังกล่าวภายใต้หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและข้อกำหนดต่าง ๆ ซึ่งรวมถึงจำนวนและรูปแบบของผลตอบแทนตามที่กำหนดไว้ในคำเสนอซื้อ (Tender Offer) ที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ มาตรา 981\* ได้กำหนดต่อไปว่า เมื่อสิ้นสุดระยะเวลา 6 สัปดาห์ นับจาก

- 
- (8) A person guilty of an offence under this section is liable—
- (a) on conviction on indictment, to imprisonment for a term not exceeding two years or a fine (or both);
  - (b) on summary conviction—
    - (i) in England and Wales, to imprisonment for a term not exceeding twelve months or to a fine not exceeding the statutory maximum (or both) and, for continued contravention, a daily default fine not exceeding one-fiftieth of the statutory maximum;
    - (ii) in Scotland or Northern Ireland, to imprisonment for a term not exceeding six months, or to a fine not exceeding the statutory maximum (or both) and, for continued contravention, a daily default fine not exceeding one-fiftieth of the statutory maximum.

\* 981 Effect of notice under section 979

- (1) Subject to section 986 (applications to the court), this section applies where the offeror gives a shareholder a notice under section 979.
- (2) The offeror is entitled and bound to acquire the shares to which the notice relates on the terms of the offer.
- (3) Where the terms of an offer are such as to give the shareholder a choice of consideration, the notice must give particulars of the choice and state—

- 
- (a) that the shareholder may, within six weeks from the date of the notice, indicate his choice by a written communication sent to the offeror at an address specified in the notice, and
  - (b) which consideration specified in the offer will apply if he does not indicate a choice.

The reference in subsection (2) to the terms of the offer is to be read accordingly.

- (4) Subsection (3) applies whether or not any time-limit or other conditions applicable to the choice under the terms of the offer can still be complied with.
- (5) If the consideration offered to or (as the case may be) chosen by the shareholder—
  - (a) is not cash and the offeror is no longer able to provide it, or
  - (b) was to have been provided by a third party who is no longer bound or able to provide it, the consideration is to be taken to consist of an amount of cash, payable by the offeror, which at the date of the notice is equivalent to the consideration offered or (as the case may be) chosen.
- (6) At the end of six weeks from the date of the notice the offeror must immediately—
  - (a) send a copy of the notice to the company, and
  - (b) pay or transfer to the company the consideration for the shares to which the notice relates.

Where the consideration consists of shares or securities to be allotted by the offeror, the reference in paragraph (b) to the transfer of the consideration is to be read as a reference to the allotment of the shares or securities to the company.

- (7) If the shares to which the notice relates are registered, the copy of the notice sent to the company under subsection (6)(a) must be

วันที่ลงในหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิ ผู้ทำคำเสนอซื้อจะต้องส่งสำเนาหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิพร้อมทั้งชำระค่าตอบแทนสำหรับหุ้นดังกล่าวให้แก่บริษัทโดยทันที พร้อมกันนี้ ให้ผู้ทำคำเสนอซื้อส่งตราสารโอนหุ้นที่ได้รับการลงนามโดยชอบแล้วโดยผู้ทำคำเสนอซื้อหรือบุคคลที่ผู้ทำคำเสนอซื้อมอบหมายไปยังบริษัทด้วย ซึ่งเมื่อบริษัทได้รับเอกสารทั้งหมดแล้ว บริษัทจะทำการบันทึกรายชื่อของผู้ทำคำเสนอซื้อหรือบุคคลที่ผู้ทำคำเสนอซื้อมอบหมายเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัททันที ในกรณีนี้ บริษัทจะทำการเก็บรักษาค่าตอบแทนค่าหุ้นดังกล่าวไว้ในกองทรัสต์และจะดำเนินการจัดสรรให้แก่ผู้ถือหุ้นที่เกี่ยวข้องหรือบุคคลผู้มีสิทธิได้รับต่อไป

---

accompanied by an instrument of transfer executed on behalf of the holder of the shares by a person appointed by the offeror.

On receipt of that instrument the company must register the offeror as the holder of those shares.

- (8) If the shares to which the notice relates are transferable by the delivery of warrants or other instruments, the copy of the notice sent to the company under subsection (6)(a) must be accompanied by a statement to that effect.

On receipt of that statement the company must issue the offeror with warrants or other instruments in respect of the shares, and those already in issue in respect of the shares become void.

- (9) The company must hold any money or other consideration received by it under subsection (6)(b) on trust for the person who, before the offeror acquired them, was entitled to the shares in respect of which the money or other consideration was received.

982 contains further provision about how the company should deal with such money or other consideration.

อย่างไรก็ดี ภายใต้บังคับมาตรา 986\* ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีสิทธิที่จะนำเรื่องเข้าสู่ศาลภายใน

---

\*

#### 986 Applications to the court

- (1) Where a notice is given under section 979 to a shareholder the court may, on an application made by him, order—
  - (a) that the offeror is not entitled and bound to acquire the shares to which the notice relates, or
  - (b) that the terms on which the offeror is entitled and bound to acquire the shares shall be such as the court thinks fit.
- (2) An application under subsection (1) must be made within six weeks from the date on which the notice referred to in that subsection was given. If an application to the court under subsection (1) is pending at the end of that period, section 981(6) does not have effect until the application has been disposed of.
- (3) Where a shareholder exercises his rights under section 983 in respect of any shares held by him, the court may, on an application made by him or the offeror, order that the terms on which the offeror is entitled and bound to acquire the shares shall be such as the court thinks fit.
- (4) On an application under subsection (1) or (3)—
  - (a) the court may not require consideration of a higher value than that specified in the terms of the offer (“the offer value”) to be given for the shares to which the application relates unless the holder of the shares shows that the offer value would be unfair;
  - (b) the court may not require consideration of a lower value than the offer value to be given for the shares.
- (5) No order for costs or expenses may be made against a shareholder making an application under subsection (1) or (3) unless the court considers that—
  - (a) the application was unnecessary, improper or vexatious,
  - (b) there has been unreasonable delay in making the application, or



- 
- (c) there has been unreasonable conduct on the shareholder's part in conducting the proceedings on the application.
- (6) A shareholder who has made an application under subsection (1) or (3) must give notice of the application to the offeror.
- (7) An offeror who is given notice of an application under subsection (1) or (3) must give a copy of the notice to—
- (a) any person (other than the applicant) to whom a notice has been given under section 979;
  - (b) any person who has exercised his rights under section 983.
- (8) An offeror who makes an application under subsection (3) must give notice of the application to—
- (a) any person to whom a notice has been given under section 979;
  - (b) any person who has exercised his rights under section 983.
- (9) Where a takeover offer has not been accepted to the extent necessary for entitling the offeror to give notices under subsection (2) or (4) of section 979 the court may, on an application made by him, make an order authorising him to give notices under that subsection if it is satisfied that—
- (a) the offeror has after reasonable enquiry been unable to trace one or more of the persons holding shares to which the offer relates,
  - (b) the requirements of that subsection would have been met if the person, or all the persons, mentioned in paragraph (a) above had accepted the offer, and
  - (c) the consideration offered is fair and reasonable.
- This is subject to subsection (10).
- (10) The court may not make an order under subsection (9) unless it considers that it is just and equitable to do so having regard, in particular, to the number of shareholders who have been traced but who have not accepted the offer.

ระยะเวลา 6 สัปดาห์ นับจากวันที่ลงในหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิ เพื่อให้ศาลพิจารณาวินิจฉัย ในประเด็นที่ว่าผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีสิทธิหรือหน้าที่ที่จะต้องซื้อหุ้นตามที่กำหนดไว้ในหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิหรือข้อกำหนดหรือเงื่อนไขที่ผู้ทำคำเสนอซื้อจะรับซื้อหุ้นดังกล่าวนี้ไม่เหมาะสมซึ่ง ศาลจะพิจารณาและวินิจฉัยให้เป็นไปตามที่ศาลเห็นสมควร อย่างไรก็ตาม สำหรับคำวินิจฉัยของศาล ในส่วนที่เกี่ยวกับจำนวนค่าตอบแทนค่าหุ้นนั้น ศาลได้ถูกจำกัดอำนาจภายใต้มาตรา 986 (4) ให้ไม่สามารถกำหนดผลตอบแทนให้ต่ำกว่าราคาตามคำเสนอซื้อที่เกี่ยวข้องได้ และในทำนอง เดียวกัน ศาลก็ไม่สามารถกำหนดผลตอบแทนให้สูงกว่าราคาตามคำเสนอซื้อได้เช่นเดียวกัน เว้น แต่ ผู้ถือหุ้นผู้ร้องจะสามารถพิสูจน์ได้ว่าราคาตามคำเสนอซื้อไม่เป็นธรรม

#### ข. การนำบทบัญญัติที่เกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาปรับใช้

บทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ถูกกำหนดไว้ใน Chapter 3 ใน Part 28 ของ Companies Act โดยหลักการของบทบัญญัติดังกล่าวกำหนดว่า ผู้ทำคำเสนอซื้อ หลักทรัพย์ของกิจการมีสิทธิบังคับซื้อหุ้น (เฉพาะในกลุ่มที่ผู้ทำคำเสนอซื้อเสนอซื้อหุ้นของกิจการ) จากผู้ถือหุ้นที่ไม่ยินยอมขายหุ้นของตนในการทำคำเสนอซื้อ หากผู้ทำคำเสนอซื้อสามารถซื้อหุ้น จากการทำคำเสนอซื้อของตนได้อย่างน้อยร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดในกลุ่ม (Class) ที่ตน ทำคำเสนอซื้อ และหากหุ้นที่ทำคำเสนอซื้อดังกล่าว เป็นหุ้นที่มีสิทธิออกเสียง หุ้นที่ผู้ทำคำเสนอซื้อ ได้มาจากการทำคำเสนอซื้อจะต้องมีสิทธิออกเสียงอย่างน้อยร้อยละ 90 ของจำนวนสิทธิออกเสียง ทั้งหมดด้วยเช่นกัน โดยประเด็นสำคัญอยู่ที่การพิจารณาหาปริมาณร้อยละ 90 ดังกล่าว จะต้อง พิจารณาจากจำนวนหลักทรัพย์ที่ผู้ทำคำเสนอซื้อทำการเสนอซื้อเท่านั้น หากใช้จำนวนหลักทรัพย์ ทั้งหมดของกิจการไม่ ดังนี้ จะเห็นได้ว่าหากผู้ทำคำเสนอซื้อถือหลักทรัพย์อยู่ในกิจการอยู่ก่อนแล้ว จำนวนหลักทรัพย์ที่ผู้ทำคำเสนอซื้อถืออยู่ก่อนแล้วนั้นจะต้องไม่นำมารวมในการคำนวณร้อยละ 90 ดังกล่าว นอกจากนี้ หากผู้ทำคำเสนอซื้อทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์หรือหุ้นของกิจการหลาย ประเภทหรือหลายกลุ่ม (Class) จำนวนร้อยละ 90 ดังกล่าวจะต้องพิจารณาจากหลักทรัพย์ที่ทำ คำเสนอซื้อเฉพาะประเภทหรือเฉพาะกลุ่มเท่านั้น ดังนี้ จึงอาจมีกรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจสามารถ บังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้เฉพาะหลักทรัพย์บางประเภทหรือหุ้นบางกลุ่มเท่านั้นได้

บทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยที่กำหนดไว้ใน Companies Act นี้ใช้บังคับกับทั้งบริษัทจำกัดและบริษัทมหาชนจำกัด โดยผู้ทำคำเสนอซื้อไม่จำเป็นต้องเป็นนิติ บุคคลก็ได้ เช่น อาจเป็นผู้รักษาผลประโยชน์ (Trustee) ของกองทุนบำเหน็จบำนาญ เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติผู้ทำคำเสนอซื้อส่วนมากมักจะเป็นนิติบุคคลในรูปของบริษัทและอาจมี ตั้งแต่สองบริษัทขึ้นไปก็ได้ โดยการเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการที่จะถือว่าเป็นการ “เสนอซื้อ

หลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ” อันจะทำให้ผู้ทำคำเสนอซื้อที่มีสิทธิใช้สิทธิบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยจะต้องเป็นการทำคำเสนอซื้อที่ (ก) เป็นการทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการหรือหุ้นในกลุ่ม (Class) นั้นทั้งหมด ซึ่ง ณ เวลาทำคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อจะต้องยังไม่มีอยู่ในความครอบครอง ด้วยเหตุนี้ บทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยจึงไม่นำมาปรับใช้กับการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์แต่เพียงบางส่วนของกิจการ (Partial Tender Offer) และ (ข) ผู้ทำคำเสนอซื้อจะต้องเสนอเงื่อนไขและข้อตกลงที่เหมือนกันกับหุ้นทั้งหมดของกิจการหรือกับหุ้นทุกหุ้นในกลุ่ม (Class) นั้นทั้งหมด โดยคำว่าหุ้นในที่นี้ หมายถึง หุ้นทั้งหมดของกิจการที่ออกและจำหน่ายแล้ว ณ วันที่ทำคำเสนอซื้อ อย่างไรก็ตาม การทำคำเสนอซื้ออาจจะกำหนดให้รวมไปถึงหุ้นที่จะออกและจำหน่ายก่อนวันใดวันหนึ่งในอนาคตที่กำหนดไว้แล้วในคำเสนอซื้อก็ได้

ในการปรับใช้บทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยในประเทศอังกฤษก็มีปัญหาการตีความบทบัญญัติแห่งกฎหมายอันนำมาซึ่งแนวทางการตีความของศาลชั้นต่าง ๆ จนก่อให้เกิดหลักกฎหมายอันมีที่มาจากคำพิพากษาของศาลเช่นเดียวกันกับในประเทศสหรัฐอเมริกาที่ได้กล่าวแล้วข้างต้นเช่นกัน โดยหนึ่งในประเด็นปัญหาที่สำคัญ ได้แก่ การตีความว่าการกระทำอย่างใดจึงจะเข้าข่ายเป็นการ “ทำคำเสนอซื้อ” (Offer) ซึ่งใน Companies Act ไม่ได้กล่าวไว้โดยชัดแจ้งว่าการกระทำเช่นใดจึงจะถือว่าเป็นการทำคำเสนอซื้อ โดยในคดี Chez Nico (Restaurants) Ltd, Re ท่านผู้พิพากษา Browne-Wilkinson V.-C. ได้วางหลักเกี่ยวกับเรื่องนี้ไว้ว่า การตีความเกี่ยวกับการทำคำเสนอซื้อในเรื่องการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยนี้จะต้องตีความอย่างเคร่งครัด เนื่องจากบทบัญญัติดังกล่าวเป็นการจำกัดสิทธิและเสรีภาพของผู้ถือหุ้นรายย่อย ดังนั้น ผู้ทำคำเสนอซื้อจะต้องแสดงเจตนาเสนอซื้อไปยังผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างชัดแจ้งและชัดเจน (the bidder has made an “offer” in the contractual sense of the word) ดังเช่นในคดีนี้ กรรมการของบริษัทจำนวน 2 คน ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทด้วยได้ส่งหนังสือถึงผู้ถือหุ้นรายอื่นเชื้อเชิญให้ผู้ถือหุ้นเหล่านั้นทำคำเสนอขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเหล่านั้นให้ตน โดยระบุราคาที่กรรมการทั้งสองพร้อมที่จะชำระค่าหุ้นในกรณีที่ตนตกลงที่จะซื้อหุ้น ผลปรากฏว่ากรรมการทั้งสองได้หุ้นมาเกินกว่าร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทและต้องการใช้สิทธิบังคับให้ผู้ถือหุ้นที่เหลืออยู่ขายหุ้นให้แก่ตน จากข้อเท็จจริงดังกล่าว ศาลพิพากษาว่ากรรมการทั้งสองดังกล่าวไม่มีสิทธิใช้สิทธิบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยเนื่องจากการกระทำของกรรมการทั้งสองรายดังกล่าวไม่เข้าข่ายเป็น “การทำคำเสนอซื้อหุ้นของกิจการ” ในทางตรงกันข้าม ศาลเห็นว่าการกระทำของกรรมการทั้งสองถือเป็นการเชื้อเชิญให้ผู้ถือหุ้นทำการเสนอขายหุ้นของตนมากกว่า

กล่าวโดยสรุป จากการศึกษาวิจัยมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยของประเทศอังกฤษพบว่ามาตรการดังกล่าวมีความชัดเจนและตรงไปตรงมามากกว่ามาตรการบังคับขายหุ้น

จากผู้อถือหุ้นรายย่อยที่กำหนดไว้ในประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งนำหลักการ Short Form Merger มาปรับใช้ร่วมกันกับการประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right) นอกจากนี้ จะเห็นได้ว่าการปรับใช้หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้อถือหุ้นรายย่อยในประเทศอังกฤษนี้มีขอบเขตการใช้บังคับที่ค่อนข้างจำกัด อีกทั้ง วิธีการดำเนินการรวมถึงการกำหนดราคาที่ใช้ในการบังคับขายหุ้นจากผู้อถือหุ้นรายย่อยก็ไม่ซับซ้อนและได้รับการกำหนดไว้อย่างค่อนข้างชัดเจนและเป็นธรรมในกฎหมายหลายลักษณะอักษร ทำให้เป็นที่สังเกตได้ว่าบทบาทของศาลในการดำเนินการระบวนการบังคับขายหุ้นจากผู้อถือหุ้นรายย่อยในประเทศอังกฤษนี้ค่อนข้างน้อยโดยเฉพาะเมื่อเทียบกับบทบาทของศาลในการดำเนินการระบวนการบังคับขายหุ้นจากผู้อถือหุ้นรายย่อยในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งผู้เขียนเห็นว่าการที่เป็นเช่นนี้อาจเป็นเพราะผู้ร่างกฎหมายต้องการให้การดำเนินการระบวนการบังคับขายหุ้นมีความชัดเจน แน่นนอน รวดเร็วและพยายามลดความไม่แน่นอนอันเกิดจากการพิจารณาวินิจฉัยของศาลให้มากที่สุด ดังจะเห็นได้ว่ามาตรา 986 แห่ง Companies Act ได้จำกัดขอบอำนาจของศาลในการพิจารณาวินิจฉัยในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการใช้บังคับมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้อถือหุ้นรายย่อยไว้ กล่าวคือ เฉพาะในประเด็นว่าผู้ทำคำเสนอซื้อมีสิทธิหรือหน้าที่ที่จะต้องซื้อหุ้นตามที่กำหนดไว้ในหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิหรือไม่ หรือพิจารณาวินิจฉัยว่าข้อกำหนดหรือเงื่อนไขที่ผู้ทำคำเสนอซื้อจะรับซื้อหุ้นเหมาะสมหรือไม่ เป็นต้น

## 2.6 ข้อแตกต่างระหว่างหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้อถือหุ้นรายย่อยของต่างประเทศและแนวทางปฏิบัติของประเทศไทย

จากการศึกษาวิจัยมาตรการเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้อถือหุ้นรายย่อยทั้งในประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศอังกฤษ และแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับเรื่องดังกล่าวในประเทศไทยพบว่า การนำหลักการดังกล่าวไปปรับใช้ในแต่ละประเทศมีความแตกต่างกันกล่าวโดยสรุปได้ดังนี้

### 2.6.1 ขอบเขตการปรับใช้หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้อถือหุ้นรายย่อย

#### **ประเทศสหรัฐอเมริกา**

ประเทศสหรัฐอเมริการับเอาหลักการการบังคับขายหุ้นจากผู้อถือหุ้นรายย่อยไปปรับใช้ใน 2 รูปแบบหลัก ๆ ได้แก่

(ก) Short Form Merger หรือ Cash-Out Merger ซึ่งเป็นมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้อถือหุ้นรายย่อยที่กำหนดไว้ภายใต้กฎหมายว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัทของสหรัฐอเมริกา ซึ่งในการศึกษาวิจัยนี้ ผู้เขียนได้ทำการศึกษาบทบัญญัติเกี่ยวกับ Short Form Merger ดังกล่าวภายใต้ Revised Model Business Corporation Act และ Delaware General Corporation Laws ซึ่ง

วางหลักการไว้คล้ายคลึงกัน กล่าวคือ กำหนดอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Controlling Shareholder) ซึ่งถือหุ้นอยู่ในบริษัทอย่างน้อยร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทสามารถดำเนินการให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทได้โดยการชำระเงินสดในมูลค่าที่เป็นธรรมให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เกี่ยวข้อง (ทั้งนี้ ตาม Delaware General Corporation Laws ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการสามารถชำระราคาหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยในรูปของหลักทรัพย์หรือสิทธิหรือทรัพย์สินอื่นอีกด้วยก็ได้)

(ข) Two-tier Tender Offer หรือ Tender Offer Freezeouts เป็นรูปแบบการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่ได้รับการบัญญัติไว้ในกฎหมายลายลักษณ์อักษร แต่ก็ได้มีการปฏิบัติกันเป็นที่แพร่หลายและได้รับการยอมรับจากศาลผ่านคำพิพากษากฎีกาในหลาย ๆ คดี โดยวิธีการดังกล่าวจะเป็นการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เกิดขึ้นหลังจากการได้มาซึ่งอำนาจควบคุมในบริษัทเป้าหมายผ่านการทำข้อเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการ (Public Tender Offer) โดยเมื่อมีการทำข้อเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการแล้ว มาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยจะนำมาใช้เพื่อให้ผู้ทำข้อเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นที่เหลือที่ผู้ถือหุ้นมิได้เสนอขายในการทำข้อเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการนั้น

### **ประเทศอังกฤษ**

ประเทศอังกฤษรับเอาหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยไปบัญญัติไว้ใน Companies Act ซึ่งเป็นกฎหมายว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัทของประเทศอังกฤษ โดยในประเทศอังกฤษมีการนำหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาปรับใช้ในรูปแบบเดียวซึ่งกำหนดไว้ภายใต้ Companies Act กล่าวคือ ผู้ทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (Tender Offer) มีสิทธิบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นที่ไม่ยินยอมเสนอขายหุ้นของตนในการทำข้อเสนอซื้อ หากผู้ทำข้อเสนอซื้อสามารถซื้อหุ้นของกิจการจากการทำข้อเสนอซื้อดังกล่าวได้อย่างน้อยร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดในกลุ่ม (Class) ที่ทำข้อเสนอซื้อ

### **ประเทศไทย**

ยังไม่มีมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวมาปรับใช้



## 2.6.2 วิธีการดำเนินกระบวนการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย

### **ประเทศสหรัฐอเมริกา**

กฎหมายกำหนดให้เป็นหน้าที่ของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหรือบริษัทที่จะต้องส่งหนังสือแจ้งสิทธิการได้รับเงินประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right) ไปยังผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีสิทธิได้รับเงินประเมินมูลค่าหุ้นเมื่อได้รับหนังสือแจ้งสิทธิ Appraisal Right ดังกล่าวแล้วสามารถเรียกร้องให้บริษัททำการประเมินมูลค่าหุ้นที่ตนถืออยู่ได้ หรือบริษัทหรือผู้ถือหุ้นคนใด ๆ ที่มีสิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้นสามารถยื่นคำร้องไปยังศาลเพื่อให้ศาล (Court of Chancery) ทำการตัดสินหาราคาประเมินมูลค่าหุ้นสำหรับผู้ถือหุ้นทุกคนก็ได้ เมื่อได้มูลค่ายุติธรรมของหุ้นแล้ว ศาลจะเป็นผู้ดำเนินการรับราคาหุ้นตามมูลค่ายุติธรรมดังกล่าวจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการและชำระให้กับผู้ถือหุ้นเอง

### **ประเทศอังกฤษ**

ผู้ทำคำเสนอซื้อที่ต้องการใช้สิทธิบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยจะต้องส่งหนังสือไปยังผู้ถือหุ้นที่ยังคงเหลืออยู่เพื่อแสดงเจตนาว่าตนต้องการจะใช้สิทธิดังกล่าวภายใน 3 เดือน นับแต่สิ้นสุดระยะเวลาทำคำเสนอซื้อ โดยผู้ทำคำเสนอซื้อต้องมีสิทธิและหน้าที่ที่จะได้มาซึ่งหุ้นตามที่ระบุในหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิดังกล่าวภายใต้หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและข้อกำหนดต่าง ๆ ซึ่งรวมถึงจำนวนและรูปแบบของผลตอบแทนตามที่กำหนดไว้ในคำเสนอซื้อ (Tender Offer) ที่เกี่ยวข้อง โดยเมื่อสิ้นสุดระยะเวลา 6 สัปดาห์ นับจากวันที่ลงในหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิ ผู้ทำคำเสนอซื้อจะต้องส่งสำเนาหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิพร้อมทั้งชำระค่าตอบแทนสำหรับหุ้นดังกล่าวให้แก่บริษัทโดยทันที พร้อมกันนี้ ให้ผู้ทำคำเสนอซื้อส่งตราสารโอนหุ้นที่ได้รับการลงนามโดยชอบแล้วโดยผู้ทำคำเสนอซื้อหรือบุคคลที่ผู้ทำคำเสนอซื้อมอบหมายไปยังบริษัทด้วย ซึ่งเมื่อบริษัทได้รับเอกสารทั้งหมดแล้ว บริษัทจะทำการบันทึกรายชื่อของผู้ทำคำเสนอซื้อหรือบุคคลที่ผู้ทำคำเสนอซื้อมอบหมายเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัททันที ในการนี้ บริษัทจะทำการเก็บรักษาค่าตอบแทนค่าหุ้นดังกล่าวไว้ในกองทรัสต์และจะดำเนินการจัดสรรให้แก่ผู้ถือหุ้นที่เกี่ยวข้องหรือบุคคลผู้มีสิทธิได้รับต่อไป

### **ประเทศไทย**

ยังไม่มีให้นำมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวมาปรับใช้

### 2.6.3 การพิจารณาราคามูลค่าหุ้น

#### ประเทศสหรัฐอเมริกา

ในปัจจุบัน การพิจารณาราคามูลค่าหุ้นสำหรับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยในมลรัฐเดลาแวร์นั้นสามารถแยกออกได้เป็น 3 รูปแบบ ดังนี้

#### (ก) Two-tier Tender Offer หรือ Tender Offer Freezeouts

ตามแนวคำพิพากษาในคดี Solomon v. Pathe Commc'ns Corp., 672 A. 2d 35 (Del. 1996) ศาลได้ตัดสินวางหลักไว้ว่าในการทำข้อเสนอซื้อโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการไม่มีหน้าที่ที่จะต้องเสนอซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายอื่นในมูลค่าหรือราคาที่เป็นธรรม เนื่องจากศาลเห็นว่าในการทำข้อเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการโดยสมัครใจ (Voluntary Tender Offer) ผู้ถือหุ้นสามารถที่จะตัดสินใจได้ไม่ว่าจะเป็นการเสนอซื้อ เสนอขาย หรือขายเพื่อประโยชน์สูงสุดของตนได้โดยไม่มีข้อจำกัด

#### (ข) การประเมิน “มูลค่ายุติธรรม” (Fair Value) ของหุ้นในการดำเนินการ Short Form Merger หรือ Cash-Out Merger

Delaware General Corporate Laws กำหนดให้ผู้ถือหุ้นที่ถูกบังคับให้ขายหุ้นภายใต้การดำเนินการ Short Form Merger หรือ Cash-Out Merger (แต่ไม่รวมถึงการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยผ่านการทำ Two-tier Tender Offer) ต้องได้รับค่าตอบแทนอย่างน้อยเท่ากับ (ซึ่งค่าตอบแทนดังกล่าวต้องชำระในรูปแบบเงินสดเท่านั้น จึงจะนำหลักการดังกล่าวต่อไปนี้ไปใช้บังคับ) มูลค่ายุติธรรมของหุ้น (Fair Value) ซึ่งศาลจะกำหนดโดยพิจารณาจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องทั้งหมด เว้นแต่ปัจจัยที่เกิดจากความคาดหวังและความสำเร็จของการควบรวมกิจการ

เมื่อพิจารณาจากตัวบทกฎหมายข้างต้นจะเห็นว่ากฎหมายกำหนดวิธีการและหลักการในการพิจารณาหา “มูลค่ายุติธรรม” ของหุ้นไว้อย่างกว้าง ๆ และไม่ชัดเจนนัก ดังนั้น หน้าที่ในการกำหนดและวางหลักแนวทางการพิจารณาหามูลค่ายุติธรรมของหุ้นดังกล่าวจึงตกเป็นของศาล ซึ่งจากคำพิพากษาของศาลที่ผ่านมา (โดยเฉพาะอย่างยิ่งคำพิพากษาในคดี Weinberger ซึ่งถือเป็นคำพิพากษาหลักและสำคัญที่สุดที่วางบรรทัดฐานเกี่ยวกับหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยและวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นในยุคใหม่) สามารถสรุปหลักการของการพิจารณาหามูลค่ายุติธรรมของหุ้นที่ได้รับการยอมรับตรงกันได้ว่า นั่นคือ ศาลจะพิจารณาหามูลค่ายุติธรรมของหุ้น ณ วันที่การควบรวมกิจการมีผลบังคับ (the Effective Date of the Merger) โดยพิจารณาจากมูลค่า

ของกิจการบนพื้นฐานของการดำเนินการของกิจการ ณ วันที่การควบรวมกิจการมีผลบังคับ (Valued on a stand-alone basis based on the operative reality of the company at the time of the merger) รวมตลอดจนปัจจัยที่เกี่ยวข้องทั้งหมดเว้นแต่ผลกระทบที่เกิดจากความคาดหวังและความสำเร็จของการควบรวมกิจการ ซึ่งในการพิจารณาของศาลนั้น ศาลจะยึดหลักว่า ถ้อยคำย่อจะจะต้องได้รับมูลค่าของสิ่งที่ตนเสียไปจากการดำเนินธุรกรรมการควบรวมกิจการดังกล่าว โดยมูลค่ายุติธรรมของหุ้นของบริษัทจะต้องสะท้อนมูลค่าของบริษัทในฐานะที่บริษัทมีการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องต่อไป (on a going concern basis) (Going Concern Value)

ในการดำเนินกระบวนการพิจารณาของศาล ศาลอาจพิจารณาหามูลค่ายุติธรรมของหุ้นที่คิดคำนวณได้จากวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นซึ่งได้รับการยอมรับในแวดวงการเงิน (หลักนี้ได้รับการวางบรรทัดฐานไว้ในคำพิพากษาในคดี Weinberger ซึ่งได้กลับหลักการ Delaware Block Method ที่เคยใช้เป็นบรรทัดฐานมาก่อนหน้านี้โดยรับเอาการประเมินมูลค่าหุ้นในขอบเขตอย่างกว้างและมองไปในอนาคต (Expansive and Forward Looking Interpretation) มาปรับใช้) ซึ่งการจะเลือกใช้วิธีการทางการเงินวิธีการใดในการพิจารณาหามูลค่ายุติธรรมของหุ้นในแต่ละคดี ศาลจะพิจารณาเลือกให้เหมาะสมกับข้อเท็จจริงของคดีนั้น ทั้งนี้ วิธีการที่ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางที่สุดในการประเมินมูลค่าหุ้นในปัจจุบัน ได้แก่ วิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) โดยศาลจะพิจารณาถึงมูลค่าในอนาคตของกิจการซึ่งอาศัยข้อมูลทั้งหมดที่ทราบหรือคาดหมายได้ ณ วันที่การควบรวมกิจการมีผลบังคับ ซึ่งโดยมากแล้วศาลจะใช้แผนการในอนาคตของผู้บริหารของบริษัทก่อนที่จะมีการควบรวมกิจการ (Management's Pre-Merger Projections)

ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

เป็นข้อมูลประกอบการพิจารณา\* นอกจากนี้วิธีการคิดลดกระแสเงินสดแล้ว ศาลอาจพิจารณาวิธีการทางการเงินอื่น ๆ เช่น การวิเคราะห์เชิงเปรียบเทียบระหว่างบริษัทหรือระหว่างธุรกรรมที่มีความคล้ายคลึงกันกับบริษัทหรือธุรกรรมในคดี (the Comparable companies and comparable transactions analyses) ในกรณีนี้ ศาลอาจพิจารณาว่ามูลค่ายุติธรรมของหุ้นที่คิดคำนวณได้จากวิธีการทางการเงินวิธีการใดวิธีการหนึ่งเป็นที่น่าเชื่อถือที่สุด หรือศาลอาจพิจารณาหามูลค่ายุติธรรมของหุ้นโดยการผสมผสานมูลค่ายุติธรรมของหุ้นที่คิดคำนวณได้จากวิธีการทางการเงินต่าง ๆ ตามสัดส่วนตามที่ศาลเห็นว่าหนัก

ด้วยเหตุนี้ กระบวนการพิจารณาของศาลในการหามูลค่ายุติธรรมของหุ้นจึงมักได้รับการเรียกขานว่า “การต่อสู้กันของผู้เชี่ยวชาญ” (Battle of Experts) เนื่องจากในการพิจารณาคดีของศาลโดยมากแล้วผู้ถือหุ้นผู้ร้องมักจะมีการแต่งตั้งผู้เชี่ยวชาญมาทำการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทและพยายามชี้ให้ศาลเห็นว่า การประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทโดยผู้เชี่ยวชาญที่แต่งตั้งโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมมีข้อบกพร่องหรือข้อผิดพลาดอย่างไร นอกจากนี้ ศาลยังอาจแต่งตั้งผู้เชี่ยวชาญขึ้นเพื่อช่วยในการพิจารณาก็ได้ อย่างไรก็ตาม จากคดีที่ผ่านมาไม่ปรากฏว่าศาลได้ใช้อำนาจในการแต่งตั้งผู้เชี่ยวชาญอิสระมากนัก ศาลมักพิจารณาจากข้อมูลที่คู่ความทั้งสองฝ่ายจัดหามาเป็นส่วนมาก

---

\* ต่อมาคำพิพากษาในคดี *Glassman v. Unocal Exploration Corp.*, 777A. 2d 242 (Del. 2001) ก็ได้รับรองหลักการดังกล่าว ซึ่งปรากฏชัดเจนในความตอนหนึ่งของคำพิพากษาในคดีนี้ว่า “การพิจารณามูลค่าที่ยุติธรรมของหุ้นต้องพิจารณาจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องทั้งหมดรวมทั้งความเสียหาย ความสูญเสียหรือมูลค่าในอนาคตของกิจการตามสมควร ตัวอย่างเช่น ถ้ามีการวางกำหนดการของการควบรวมกิจการให้ได้รับประโยชน์จากการที่สภาวะตลาดถดถอย หรือการที่รายได้หรือผลประกอบการของบริษัทตกต่ำ หรือการประมาณการการเจริญเติบโตของบริษัทมูลค่าของหุ้นที่จะถือว่ายุติธรรมนั้นก็จะต้องได้รับการปรับปรุงให้สะท้อนถึงปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้ด้วย” จากหลักการดังกล่าวอาจกล่าวได้ว่าหลักการในการพิจารณาหามูลค่ายุติธรรมของหุ้นเป็นการพยายามรับประกันว่าการดำเนินธุรกรรมบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวจะไม่ทำให้สถานะของผู้ถือหุ้นรายย่อยแย่ลง (Minority is not left worse off.) ซึ่งสอดคล้องกับหลักการที่มีพื้นฐานทางเศรษฐกิจว่า Delaware General Corporate Laws จะส่งเสริมธุรกรรมที่ก่อให้เกิดการเพิ่มมูลค่า (encourage transactions that increase wealth) และไม่มีผู้ที่เกี่ยวข้องฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดต้องมีสถานะแย่ลงอันเนื่องมาจากการดำเนินธุรกรรมนั้น ๆ

(ค) การประเมิน “ราคายุติธรรม” (Fair Price) ของหุ้นในการดำเนินการ Short Form Merger หรือ Cash-Out Merger

จากแนวทางของคำพิพากษาของศาลในคดีที่ผ่านมา หากการดำเนินธุรกรรมการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นไปอย่างซื่อสัตย์ บิดเบือนความจริง ชัดแย้งทางผลประโยชน์ ใจใจ ทำให้ทรัพย์สินของบริษัทเสียไปโดยเปล่าประโยชน์ หรือกระทำการเกินเลยไปอย่างร้ายแรงและเห็นได้ชัด (Fraud, misrepresentation, self-dealing, deliberate waste of corporate assets, or gross and palpable overreaching) เพื่อจะให้เกิดความเป็นธรรมกับผู้ถือหุ้นรายย่อย ผู้ถือหุ้นรายย่อยควรที่จะมีสิทธิได้รับ “ราคายุติธรรม” (Fair Price) หรือที่เรียกกันในคำพิพากษาว่า ค่าเสียหายเพื่อชดเชยให้เสมือนหนึ่งว่าไม่เคยมีการดำเนินธุรกรรมนั้น ๆ ขึ้น (Rescissory Damages) ซึ่งราคายุติธรรมนี้ควรจะมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่ายุติธรรม (Fair Value) ที่จะได้รับการประเมินในการใช้สิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right) เนื่องจากเป็นการชดเชยให้เสมือนหนึ่งว่าผู้ถือหุ้นเหล่านั้นได้รับหุ้นที่ตนเคยถือคืนมา ดังนั้น ราคายุติธรรมของหุ้นที่เหมาะสมจึงสมควรที่จะต้องรวมส่วนแบ่งผลประโยชน์อันเกิดจากการควบรวมกิจการที่ผู้ถือหุ้นเหล่านั้นสมควรจะได้รับเข้าไว้ด้วย เสมือนหนึ่งว่าผู้ถือหุ้นเหล่านั้นยังคงถือหุ้นอยู่ภายหลังการควบรวมกิจการนั่นเอง โดยคำพิพากษาในคดี Weinberger ได้ให้เหตุผลไว้ว่า ในขณะที่มูลค่ายุติธรรมของหุ้นไม่ได้คาดหมายที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในฐานะที่ดีขึ้นจากการดำเนินธุรกรรม (Better off) และต้องการเพียงแค่ประกันมิให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในฐานะที่แย่ลงจากการดำเนินธุรกรรมเท่านั้น แต่ราคายุติธรรมนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในฐานะที่ดีขึ้นจากการดำเนินธุรกรรม (Better off) โดยในการพิจารณาว่าการดำเนินธุรกรรมการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นไปอย่างซื่อสัตย์ บิดเบือนความจริง ชัดแย้งทางผลประโยชน์ ใจใจทำให้ทรัพย์สินของบริษัทเสียไปโดยเปล่าประโยชน์ หรือกระทำการเกินเลยไปอย่างร้ายแรงและเห็นได้ชัด (Fraud, misrepresentation, self-dealing, deliberate waste of corporate assets, or gross and palpable overreaching) หรือไม่นั้น ศาลจะพิจารณาจากหลักความเป็นธรรมทั้งหมด (Entire Fairness) ซึ่งหมายถึงความเป็นธรรมในการดำเนินธุรกรรมและความเป็นธรรมในด้านราคา (Fair Dealing and Fair Price) อันหมายถึงการมีความเป็นธรรมในทุก ๆ ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกรรมนั้น ไม่ว่าจะเป็นระยะเวลา การเริ่มต้นดำเนินธุรกรรม การเจรจาต่อรอง การวางโครงสร้าง การเปิดเผยข้อมูล เป็นต้น โดยในการพิจารณาราคายุติธรรมนั้น ศาลจะพิจารณาเพื่อวิเคราะห์ว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยควรจะได้รับประโยชน์อย่างไรหากว่าการดำเนินธุรกรรมนั้นเป็นไปด้วยความเป็นธรรมในทุก ๆ ด้าน



### **ประเทศอังกฤษ**

ราคาหุ้นที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะได้รับเพื่อตอบแทนการขายหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมในการดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย ได้แก่ ราคาที่ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการในการทำคำเสนอซื้อ (Tender Offer) ที่เกี่ยวข้อง

### **ประเทศไทย**

ยังไม่มี การนำมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวมาปรับใช้

#### 2.6.4 การตรวจสอบโดยศาล

### **ประเทศสหรัฐอเมริกา**

บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทมีสิทธินำเรื่องขึ้นสู่ศาลเพื่อที่จะให้ศาลพิจารณาค่ามูลค่ายุติธรรมของหุ้นอันเป็นการใช้สิทธิได้รับเงินจากการประเมินมูลค่าหุ้น (Appraisal Right) ตามกฎหมาย นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นยังสามารถฟ้องร้องต่อศาลเพื่อขอให้ศาลพิจารณาค่ายุติธรรมไว้ในกรณีที่การดำเนินธุรกรรมการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นไปอย่างฉ้อฉล บิดเบือนความจริง ชัดแย้งทางผลประโยชน์ ใจทำให้ทรัพย์สินของบริษัทเสียไปโดยเปล่าประโยชน์ หรือกระทำการเกินเลยไปอย่างร้ายแรงและเห็นได้ชัด (Fraud, misrepresentation, self-dealing, deliberate waste of corporate assets, or gross and palpable overreaching)

### **ประเทศอังกฤษ**

ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีสิทธิที่จะนำเรื่องเข้าสู่ศาล (ภายในระยะเวลา 6 สัปดาห์ นับจากวันที่ลง ในหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิ) เพื่อให้ศาลพิจารณาวินิจฉัยในประเด็นที่ว่าผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มี สิทธิหรือหน้าที่ที่จะต้องซื้อหุ้นตามที่กำหนดไว้ในหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิหรือข้อกำหนดหรือ เงื่อนไขที่ผู้ทำคำเสนอซื้อจะรับซื้อหุ้นดังกล่าวนี้ไม่เหมาะสมซึ่งศาลจะพิจารณาและวินิจฉัยให้ เป็นไปตามที่ศาลเห็นสมควร อย่างไรก็ตาม สำหรับคำวินิจฉัยของศาลในส่วนที่เกี่ยวข้องกับจำนวน ค่าตอบแทนค่าหุ้นนั้น ศาลไม่สามารถกำหนดผลตอบแทนให้ต่ำกว่าราคาตามคำเสนอซื้อที่ เกี่ยวข้องได้ และในทำนองเดียวกัน ศาลก็ไม่สามารถกำหนดผลตอบแทนให้สูงกว่าราคาตามคำ เสนอซื้อได้เช่นเดียวกัน เว้นแต่ ผู้ถือหุ้นผู้ร้องจะสามารถพิสูจน์ได้ว่าราคาตามคำเสนอซื้อไม่เป็น ธรรม ซึ่งจากแนวคำพิพากษาที่ผ่านมาพบว่าการใช้สิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวข้างต้นมัก อยู่ในรูปของการต่อสู้โต้แย้งว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีสิทธิที่จะบังคับ

ขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือโต้แย้งว่าการดำเนินธุรกรรมดังกล่าวไม่เป็นธรรมในประเด็นต่าง ๆ มากกว่าการโต้แย้งว่าผลตอบแทนค่าหุ้นไม่เป็นธรรม เนื่องจากศาลมักพิจารณาว่าผลตอบแทนค่าหุ้นซึ่งมีจำนวนเท่ากับราคาเสนอซื้อหุ้นในการทำค่าเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการที่เกี่ยวข้อง และเป็นการทำค่าเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการที่ประสบความสำเร็จอันมีผู้ถือหุ้นเสนอขายในการทำค่าเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดดังกล่าวถึงร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการย่อมต้องเป็นราคาที่เป็นธรรม

### **ประเทศไทย**

ยังไม่มีกรณีการนำมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวมาปรับใช้



ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### บทที่ 3

#### ปัญหาและผลกระทบอันเกิดจากการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นจำนวนมากในบริษัท

ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ผู้เขียนได้เน้นศึกษาเฉพาะปัญหาและผลกระทบอันเกิดขึ้นเมื่อกิจการเป้าหมายของการควบรวมกิจการเป็นบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้นเป็นบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นนักลงทุนทั่วไปอยู่เป็นจำนวนมากอันทำให้โอกาสที่จะเกิดเหตุการณ์ตามกรณีศึกษา กล่าวคือ มีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในบริษัทไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการบริษัทเป็นไปได้มาก โดยปัญหาและผลกระทบดังกล่าวอาจแยกพิจารณาได้ดังนี้

#### 3.1 ปัญหาและผลกระทบต่อกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่: กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่สามารถบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้โดยชอบด้วยกฎหมายและเป็นธรรม

ในการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของบริษัทโดยทั่วไป ผู้เข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการมักมีความประสงค์ที่จะได้มาซึ่งหุ้นทั้งหมดของกิจการเพื่อที่ตนและกลุ่มของตนจะได้เข้าเป็นผู้ถือหุ้นทั้งหมดของกิจการ อันจะทำให้ตนและกลุ่มของตนมีอำนาจควบคุมการบริหารงานทั้งหมดและเป็นเจ้าของกิจการแต่เพียงผู้เดียว โดยเฉพาะสำหรับบริษัทจดทะเบียน ผู้เข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการอาจต้องการเพิกถอนหลักทรัพย์ของตนออกจากตลาดหลักทรัพย์เพื่อแปรสภาพบริษัทให้เป็นบริษัทแบบปิดอันจะเป็นการลดต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์และข้อบังคับต่าง ๆ ของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในปัจจุบัน กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทไม่มีเครื่องมือหรือกลไกใด ๆ ที่จะบีบบังคับให้กลุ่มผู้ถือหุ้นข้างน้อยขายหุ้นที่ถืออยู่ให้แม้ว่ากลุ่มผู้ถือหุ้นข้างน้อยดังกล่าวจะถือหุ้นอยู่ในบริษัทไม่ถึงร้อยละ 5 หรือร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทอันเป็นปริมาณที่น้อยมาก ๆ ก็ตาม ด้วยเหตุนี้ กลุ่มผู้ถือหุ้นข้างมากจึงอาจต้องอาศัยมาตรการหรือกลไกที่ไม่ชอบด้วยกฎหมายเพื่อบีบบังคับให้ผู้ถือหุ้นข้างน้อยขายหุ้นที่เหลือให้แก่ตน

#### 3.2 ปัญหาและผลกระทบต่อกิจการ: กิจการต้องแบกรับภาระและค่าใช้จ่ายในการดำเนินการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยไม่จำเป็น

โดยทั่วไปแล้ว การที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือมีการกระจายการถือหุ้นค่อนข้างสูงมักจะเป็นผลดีกับตัวบริษัทหรือกิจการเอง เนื่องจากการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือการมีผู้ถือหุ้นหลาย

กลุ่มมักจะเพิ่มระดับการตรวจสอบการดำเนินการของบริษัทอันจะช่วยผลักดันให้บริษัทมีนโยบายการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ที่ดี อย่างไรก็ดี หากบริษัทอยู่ในสถานะที่มีผู้ถือหุ้นข้างน้อยในปริมาณน้อยมากไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท การมีผู้ถือหุ้นข้างน้อยอยู่นั้นกลับอาจจะเป็นการเพิ่มภาระและค่าใช้จ่ายในการดำเนินการจัดการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยตามที่กฎหมายกำหนดโดยไม่จำเป็น กรณีนี้อาจเห็นได้ชัดเจนยิ่งขึ้นในกรณีที่กิจการเป็นบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งบริษัทจดทะเบียนเหล่านี้จะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งโดยมากมักจะเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลที่มีผลต่อการซื้อขายหลักทรัพย์หรือราคาของหลักทรัพย์และการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือผู้ถือหุ้นข้างน้อย ซึ่งการปฏิบัติตามข้อกำหนดต่าง ๆ เหล่านี้ก่อให้เกิดภาระและค่าใช้จ่ายแก่บริษัทเป็นจำนวนมาก เช่น การจัดทำความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระสำหรับการขอความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในการทำธุรกรรมสำคัญ ๆ ที่กฎหมายกำหนด การจัดทำเอกสารแจกจ่ายให้ผู้ถือหุ้นเพื่อประกอบการขอความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น เป็นต้น ดังนี้ หากบริษัทมีผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในปริมาณน้อยมาก การที่บริษัทจะต้องแบกรับภาระหน้าที่ต่าง ๆ เหล่านี้ก็จะเป็นการไม่คุ้มค่า บริษัทจดทะเบียนที่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยเหลือน้อยมาก ๆ จึงมักเลือกที่จะเพิกถอนหลักทรัพย์ของตนออกจากตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในการขอเพิกถอนหลักทรัพย์ของบริษัทออกจากตลาดหลักทรัพย์นั้นก็มีข้อปฏิบัติที่ยุ่งยาก อีกทั้งยังใช้เวลานานและก่อให้เกิดภาระค่าใช้จ่ายทั้งแก่กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่และบริษัทค่อนข้างมากอีกด้วย

อย่างไรก็ดี แม้บริษัทจดทะเบียนที่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยเหลือน้อยมาก ๆ เช่นนี้จะเลือกที่จะเพิกถอนหลักทรัพย์ของตนออกจากตลาดหลักทรัพย์เพื่อลดภาระความยุ่งยากในการบริหารจัดการและลดค่าใช้จ่ายในการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ข้อบังคับต่าง ๆ ของตลาดหลักทรัพย์ แต่ภายหลังจากการเพิกถอนหลักทรัพย์ของตนออกจากตลาดหลักทรัพย์นั้น หากปรากฏว่าบริษัทยังคงมีผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในปริมาณเกินกว่าร้อยละ 5 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของบริษัท บริษัทก็ยังคงต้องปฏิบัติตามและยังคงต้องอยู่ภายใต้บังคับของหมวด 3/1 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ตามความในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 22/2551 เรื่อง กำหนดลักษณะของบริษัทที่ได้รับยกเว้นไม่อยู่ภายใต้บังคับของหมวด 3/1 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และ

ตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551\* เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นหนังสือจากผู้ถือหุ้นทุกรายว่า ไม่ประสงค์จะได้รับความคุ้มครองตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว

ด้วยเหตุนี้ จะเห็นได้ว่าการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยคงเหลืออยู่เป็นจำนวนน้อยมาก เช่น ผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นรวมกันแล้วไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท เป็นการเพิ่มภาระและค่าใช้จ่ายในการดำเนินการจัดการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยตามที่กฎหมายกำหนดโดยไม่จำเป็น

### 3.3 ปัญหาและผลกระทบต่อกลุ่มผู้ถือหุ้นข้างน้อยของกิจการ

เมื่อมีการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ บริษัทผู้ประสงค์จะเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการย่อมต้องให้ความสนใจในการติดต่อขอซื้อหุ้นจากกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการเป้าหมาย ดังนั้นกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่จึงเป็นกลุ่มที่มีอำนาจต่อรองในอันที่จะกำหนดค่าตอบแทนและเงื่อนไขตลอดจนผลประโยชน์อันเกิดจากการขายหุ้นของตนได้มาก ในขณะที่กลุ่มผู้ถือหุ้นข้างน้อย

\* ข้อ 2 ให้บริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นต่อประชาชน และมีลักษณะดังต่อไปนี้ ได้รับการยกเว้นไม่อยู่ภายใต้บังคับของหมวด 3/1 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551

(1) บริษัทที่ได้ดำเนินการเพิกถอนหุ้นของตนออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยความสมัครใจ และบริษัทได้จัดให้มีการเสนอซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นทั้งหมดแล้วตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน และภายหลังการเสนอซื้อ มีผู้ถือหุ้นรายอื่นซึ่งมิใช่ผู้ทำคำเสนอซื้อ บุคคลที่ร่วมกันตามมาตรา 247 และผู้ที่เกี่ยวข้องของแต่ละบุคคลดังกล่าวถือหุ้นรวมกันไม่เกินร้อยละห้าของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของบริษัท

เพื่อประโยชน์ตาม (1) “ผู้ที่เกี่ยวข้อง” หมายความว่า บุคคลตามมาตรา 258 (1) ถึง (9) บริษัทตามวรรคหนึ่ง (1) และ (2) (ข) ที่มีจำนวนผู้ถือหุ้นเกินกว่าที่กำหนดไว้ในแต่ละกรณีดังกล่าว หากได้รับความยินยอมเป็นหนังสือจากผู้ถือหุ้นทุกรายว่า ไม่ประสงค์จะได้รับความคุ้มครองตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551 ให้ได้รับยกเว้นไม่อยู่ภายใต้บังคับของหมวด 3/1 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวด้วย



โดยเฉพาะอย่างยิ่งกลุ่มผู้ถือหุ้นข้างน้อยที่เมื่อรวมกันแล้วมีการถือหุ้นในกิจการเป้าหมายในปริมาณน้อยมากไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการจะมีอำนาจการต่อรองที่ต่ำมากอันจะทำให้ผู้ถือหุ้นข้างน้อยกลุ่มนี้ไม่ได้รับความเป็นธรรมและไม่ได้รับการปกป้องซึ่งผลประโยชน์อย่างที่พึงจะได้ โดยปัญหาและผลกระทบที่อาจจะเกิดขึ้นกับกลุ่มผู้ถือหุ้นข้างน้อยกลุ่มนี้อาจแยกตามสาเหตุได้ดังนี้

### 3.3.1 ผู้ถือหุ้นข้างน้อยไม่มีสิทธิในการตรวจสอบและถ่วงดุลการบริหารจัดการบริษัท

โดยปกติแล้ว การบริหารจัดการบริษัทนั้นมักจะอยู่ภายใต้การตัดสินใจและการควบคุมดูแลของกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทผ่านทางอำนาจในการแต่งตั้งกรรมการบริษัทซึ่งจะเป็นผู้บริหารกิจการบริษัทในทางปฏิบัติและผ่านทาง การออกเสียงลงคะแนนในการประชุมผู้ถือหุ้นสำหรับการตัดสินใจในการดำเนินกิจกรรมที่สำคัญ ๆ ของบริษัท ในขณะที่กลุ่มผู้ถือหุ้นข้างน้อยของบริษัทนั้น แม้จะมีได้มีอำนาจในการบริหารกิจการโดยตรง แต่ก็มักจะมีบทบาทในการเป็นผู้ตรวจสอบและถ่วงดุลการบริหารจัดการบริษัทผ่านทาง การออกเสียงลงคะแนนในการประชุมผู้ถือหุ้น ซึ่งในการดำเนินธุรกรรมบางประการที่จะก่อให้เกิดผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อบริษัท ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ก็ยังมีอาจดำเนินการได้หากขาดความเห็นชอบจากกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย ทั้งนี้ ก็เพื่อให้กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยยังคงมีสิทธิในการสอดส่องดูแลและตรวจสอบการบริหารจัดการบริษัทอันเป็นปัจจัยโดยตรงที่จะส่งผลถึงผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะได้รับอันเนื่องมาจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท อย่างไรก็ตาม จะเห็นได้ว่าในกรณีที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นข้างน้อยเหลืออยู่ในปริมาณน้อยมาก เช่น ถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 5 หรือร้อยละ 10 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นของบริษัท ผู้ถือหุ้นข้างน้อยเหล่านั้นอาจจะไม่ได้รับความคุ้มครองภายใต้มาตรการใด ๆ ซึ่งผลที่เกิดขึ้น คือ ผู้ถือหุ้นข้างน้อยเหล่านี้จะไม่มีสิทธิมีเสียงใด ๆ ในการบริหารจัดการบริษัท อีกทั้งยังไม่มีสิทธิในการตรวจสอบและถ่วงดุลการบริหารกิจการบริษัท ไม่ว่าจะการดำเนินการนั้นจะเป็นการดำเนินการที่สำคัญหรือมีผลกระทบต่อตนเองและบริษัทอย่างไร กรณีจะเกิดความไม่เป็นธรรมมากขึ้น หากกรณีการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการเป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์ในการกำจัดคู่แข่ง เมื่อผู้ซื้อหุ้นสามารถเข้าครอบงำกิจการได้แล้วอาจมีการกำจัดคู่แข่งเกิดขึ้นไม่ว่าจะโดยการสั่งปิดกิจการหรือการบริการงานทำให้บริษัทมีฐานะล้มเหลว อันจะทำให้ผู้ถือหุ้นข้างน้อยดังกล่าวไม่สามารถคัดค้านประการใดได้และไม่ได้รับประโยชน์ใด ๆ จากการถือหุ้นในบริษัทต่อไป

### 3.3.2 ผู้ถือหุ้นข้างน้อยมีโอกาสที่จะถูกบีบบังคับให้ออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทอย่างไม่เป็นธรรมและไม่เหมาะสม

ดังได้กล่าวข้างต้นแล้วว่าในการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของบริษัทโดยทั่วไป ผู้เข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการมักมีความประสงค์ที่จะได้มาซึ่งหุ้นทั้งหมดของกิจการเพื่อที่ตนและกลุ่มของตนจะได้เข้าเป็นผู้ถือหุ้นทั้งหมดของกิจการ อันจะทำให้ตนและกลุ่มของตนมีอำนาจควบคุมการบริหารงานทั้งหมดและเป็นเจ้าของกิจการแต่เพียงผู้เดียว แต่ในปัจจุบัน เนื่องจากกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทไม่มีเครื่องมือหรือกลไกใด ๆ ที่จะบีบบังคับให้กลุ่มผู้ถือหุ้นข้างน้อยขายหุ้นที่ถืออยู่ให้แก่ตน ดังนี้ จะเห็นได้ว่าในกรณีที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นข้างน้อยเหลืออยู่ในปริมาณน้อยมาก เช่น ถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 5 หรือร้อยละ 10 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นของบริษัท อำนาจในการต่อรองก็ยิ่งต่ำ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นข้างน้อยเหล่านี้จึงมักต้องยอมขายหุ้นที่ตนถืออยู่ให้กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในราคาที่ไม่เป็นธรรม

นอกจากนี้ ในบางบริษัทผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้เข้าซื้อหุ้นอาจมีความต้องการอย่างแรงกล้าที่จะเป็นผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัทไม่ว่าจะเป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์ใด ในขณะที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยบางกลุ่มอาจมีความผูกพันกับบริษัทมาก เช่น เป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นดั้งเดิมตั้งแต่เริ่มก่อตั้งบริษัท เป็นต้น ซึ่งผู้ถือหุ้นเหล่านี้มักจะไม่ยินยอมที่จะขายหุ้นของตนให้กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เมื่อไม่มีวิธีการที่จะสามารถนำมาแก้ไขสถานการณ์เช่นนี้ได้ กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ในบริษัทซึ่งมักจะควบคุมอำนาจบริหารกิจการไว้ได้ทั้งหมดจึงอาจจะบีบบังคับผู้ถือหุ้นรายย่อยให้ขายหุ้นให้กับตนด้วยวิธีการอันไม่ชอบด้วยกฎหมาย ซึ่งวิธีการในการบีบบังคับผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยไม่ชอบธรรมดังกล่าวอาจทำได้หลากหลายวิธี เช่น การไม่จ่ายเงินปันผล การหมิ่นเวียนหรือจัดหาวิธีการนำเงินของบริษัทเข้าสู่กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ในรูปแบบอื่นจนทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่ได้รับประโยชน์ทางเศรษฐกิจใด ๆ ในอันที่จะเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทต่อไป เพื่อบีบบังคับผู้ถือหุ้นดังกล่าวออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทอันก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมต่อกลุ่มผู้ถือหุ้นข้างน้อยเหล่านี้

## บทที่ 4

### บทวิเคราะห์

#### 4.1 ความไม่เพียงพอของหลักกฎหมายไทยในการแก้ไขปัญหาอันเกิดจากการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นจำนวนน้อยมากในบริษัท

เนื่องจากการควบรวมกิจการโดยการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการได้เริ่มมีวิวัฒนาการมาในระยะเวลาไม่กี่สิบปีที่ผ่านมา ทำให้ในปัจจุบันยังคงมีปัญหาในทางปฏิบัติที่เกิดขึ้นเนื่องมาจากการควบรวมกิจการดังกล่าวค่อนข้างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งปัญหาและผลกระทบที่เกิดขึ้นในกรณีที่มีผู้ถือหุ้นข้างน้อยถือหุ้นในบริษัทในปริมาณไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการดังที่ได้กล่าวไว้โดยละเอียดข้างต้น และเนื่องจากการที่การควบรวมกิจการโดยการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการได้เริ่มมีวิวัฒนาการมาในช่วงระยะเวลาไม่นานนี้เองทำให้กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของประเทศไทยในปัจจุบันยังไม่เพียงพอที่จะก่อให้เกิดความเป็นธรรมและประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายและไม่อาจใช้ในการแก้ปัญหาและผลกระทบที่เกิดขึ้นในกรณีที่ผู้ถือหุ้นข้างน้อยถือหุ้นในบริษัทในปริมาณไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการซึ่งสามารถแยกพิจารณาได้ดังนี้

##### 4.1.1 ความไม่เพียงพอของมาตรการทางกฎหมายในอันที่กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย

ดังที่กล่าวในบทที่ผ่านมาว่า โดยทั่วไปผู้ซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการมักมีความประสงค์ที่จะได้มาซึ่งหุ้นทั้งหมดของกิจการเพื่อที่ตนและกลุ่มของตนจะได้เข้าเป็นผู้ถือหุ้นทั้งหมดของกิจการอันจะทำให้ตนและกลุ่มของตนมีอำนาจควบคุมการบริหารงานทั้งหมดและเป็นเจ้าของกิจการแต่เพียงผู้เดียว อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาจากมาตรการทางกฎหมายที่มีอยู่ในปัจจุบัน กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทไม่มีเครื่องมือหรือกลไกใด ๆ ที่จะบีบบังคับให้กลุ่มผู้ถือหุ้นข้างน้อยขายหุ้นที่ถืออยู่ให้แม้ว่ากลุ่มผู้ถือหุ้นข้างน้อยดังกล่าวจะถือหุ้นอยู่ในบริษัทไม่ถึงร้อยละ 5 หรือร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทอันเป็นปริมาณที่น้อยมาก ๆ ก็ตาม ด้วยเหตุนี้ กลุ่มผู้ถือหุ้นข้างมากจึงอาจต้องอาศัยมาตรการหรือกลไกที่ไม่ชอบด้วยกฎหมายเพื่อบีบบังคับให้ผู้ถือหุ้นข้างน้อยขายหุ้นที่เหลือให้แก่ตน

#### 4.1.2 ปัญหาและผลกระทบต่อกิจการ: กิจการต้องแบกรับภาระและค่าใช้จ่ายในการดำเนินการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยไม่จำเป็น

ดังที่กล่าวในบทที่ผ่านมาว่าการที่บริษัทอยู่ในสถานะที่มีผู้ถือหุ้นข้างน้อยในปริมาณน้อยมากไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทจะเป็นการเพิ่มภาระและค่าใช้จ่ายในการดำเนินการจัดการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยตามที่กฎหมายกำหนดโดยไม่จำเป็น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่กิจการเป็นบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งบริษัทจดทะเบียนเหล่านี้จะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งโดยมากมักจะเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลที่มีผลต่อการซื้อขายหลักทรัพย์หรือราคาของหลักทรัพย์และการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือผู้ถือหุ้นข้างน้อยและก่อให้เกิดภาระและค่าใช้จ่ายแก่บริษัทเป็นจำนวนมาก ไม่ว่าจะเป็นการจัดทำความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระสำหรับการขอความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในการทำธุรกรรมสำคัญ ๆ ที่กฎหมายกำหนดและการจัดทำเอกสารแจกจ่ายให้ผู้ถือหุ้นเพื่อประกอบการขอความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น เป็นต้น บริษัทจดทะเบียนที่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยเหลือน้อยมาก ๆ จึงมักเลือกที่จะเพิกถอนหลักทรัพย์ของตนออกจากตลาดหลักทรัพย์

อย่างไรก็ดี การที่บริษัทอยู่ในสถานะที่มีผู้ถือหุ้นข้างน้อยในปริมาณน้อยมากไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทนั้นหาได้เป็นเหตุแห่งการเพิกถอนหุ้นสามัญของบริษัทออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามนัยแห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542 ไม่ หากแต่ข้อเท็จจริงดังกล่าวจะส่งผลให้บริษัทกลายเป็นบริษัทที่มีเจ้าของคนเดียวหรือกลุ่มเดียวอื่นจะทำให้บริษัทไม่สามารถดำรงคุณสมบัติของการเป็นบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในส่วนที่เกี่ยวกับการกระจายการถือหุ้นรายย่อยไว้ได้ ซึ่งโดยปกติแล้วเมื่อเกิดกรณีการขาดคุณสมบัติเกี่ยวกับการกระจายการถือหุ้นรายย่อย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะแจ้งให้บริษัทที่มีภาระกระจายการถือหุ้นรายย่อยไม่เป็นไปตามที่กฎหมายกำหนดทราบถึงเหตุการณ์ดังกล่าว และให้บริษัทจดทะเบียนนั้น ๆ ดำเนินการแก้ไขเหตุดังกล่าวให้หมดไปภายใน 1 ปี ซึ่งหากบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวไม่สามารถดำเนินการแก้ไขเหตุดังกล่าวภายในระยะเวลาที่กำหนด บริษัทจดทะเบียนนั้น ๆ จะต้องชำระค่าธรรมเนียมส่วนเพิ่มให้แก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามอัตราและระยะเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกาศกำหนดจนกว่าจะดำเนินการแก้ไขเหตุการณ์ดังกล่าวได้ ดังนี้ หากบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นข้างน้อยในปริมาณน้อยมากไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทต้องการที่จะเพิกถอนหลักทรัพย์ของตนออกจากตลาดหลักทรัพย์ บริษัทก็

จะต้องดำเนินการขอเพิกถอนหลักทรัพย์ของตนออกจากตลาดหลักทรัพย์ในภายหลังเพื่อเป็นการลดความยุ่งยากและเพิ่มความคล่องตัวในการบริหารจัดการบริษัท อีกทั้ง เพื่อเป็นการลดภาระและประหยัดค่าใช้จ่ายในอันที่บริษัทจะต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ข้อบังคับต่าง ๆ ที่ออกโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งใช้บังคับกับบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542 นั้นกำหนดให้ในการเพิกถอนหลักทรัพย์ออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนดังกล่าว นั้น บริษัทจะต้องจัดให้มีผู้ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในลักษณะของคำเสนอซื้อเพื่อเพิกถอนหลักทรัพย์ (Delisting Tender Offer) ซึ่งใช้ระยะเวลายาวนาน มีขั้นตอนที่ยุ่งยากซับซ้อนและก่อให้เกิดภาระค่าใช้จ่ายแก่บริษัทและกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ค่อนข้างมาก

นอกจากนี้ แม้บริษัทจดทะเบียนที่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยเล็กน้อยมาก ๆ เช่นนี้จะเลือกที่จะเพิกถอนหลักทรัพย์ของตนออกจากตลาดหลักทรัพย์เพื่อลดภาระความยุ่งยากในการบริหารจัดการและลดค่าใช้จ่ายในการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ข้อบังคับต่าง ๆ ของตลาดหลักทรัพย์แล้ว แต่หากปรากฏว่าภายหลังจากการเพิกถอนหลักทรัพย์ของตนออกจากตลาดหลักทรัพย์แล้วนั้น บริษัทยังคงมีผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในปริมาณเกินกว่าร้อยละ 5 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของบริษัท บริษัทก็ยังคงต้องปฏิบัติตามและยังคงต้องอยู่ภายใต้บังคับของหมวด 3/1 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ตามความในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 22/2551 เรื่อง กำหนดลักษณะของบริษัทที่ได้รับยกเว้นไม่อยู่ภายใต้บังคับของหมวด 3/1 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551\* เว้นแต่จะได้รับความ

\* ข้อ 2 ให้บริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นต่อประชาชน และมีลักษณะดังต่อไปนี้ ได้รับการยกเว้นไม่อยู่ภายใต้บังคับของหมวด 3/1 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551

(1) บริษัทที่ได้ดำเนินการเพิกถอนหุ้นของตนออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยความสมัครใจ และบริษัทได้จัดให้มีการเสนอซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นทั้งหมดแล้วตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน และภายหลังการเสนอซื้อ มีผู้ถือหุ้นรายอื่นซึ่งมิใช่ผู้ทำคำเสนอซื้อ บุคคลที่ร่วมกันตามมาตรา 247 และผู้



ยินยอมเป็นหนังสือจากผู้ถือหุ้นทุกรายว่า ไม่ประสงค์จะได้รับความคุ้มครองตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว

ด้วยเหตุนี้ จะเห็นได้ว่ากฎหมายที่มีอยู่ในปัจจุบันนอกจากจะไม่ช่วยเยียวยาและแก้ไขปัญหาการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยคงเหลืออยู่เป็นจำนวนน้อยมาก เช่น ผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นรวมกันแล้วไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทแล้วยังนับเป็นการเพิ่มภาระและค่าใช้จ่ายในการดำเนินการจัดการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยตามที่กฎหมายกำหนดโดยไม่จำเป็นอีกด้วย

#### 4.1.3 ความไม่เพียงพอของช่องทางในการที่จะให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทอย่างเป็นธรรมและเหมาะสม

แม้ว่ากฎหมายจะกำหนดช่องทางให้ผู้ถือหุ้นที่ต้องการออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทเมื่อมีการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในบริษัทจดทะเบียนสามารถกระทำได้โดยผ่านทางการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการก็ตาม แต่กฎหมายก็กำหนดข้อยกเว้นสำหรับการทำคำเสนอซื้อดังกล่าวไว้มากมาย โดยประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 53/2545 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ กำหนดไว้ในหมวด 2 เรื่อง กรณีที่ได้รับยกเว้นการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ซึ่งได้กำหนดให้การได้มาซึ่งหุ้นของกิจการจนถึงหรือข้ามจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อในหลาย ๆ กรณีได้รับยกเว้นให้ไม่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ เช่น

(ก) การได้รับยกเว้นโดยอาศัยที่มาของการได้มาหรือลักษณะของบุคคลที่ได้มา เช่น เป็นการได้มาโดยทางมรดกหรือได้หุ้นมาตามสิทธิที่มีอยู่เดิม เช่น Right Offering หรือ Stock Dividends หรือการได้มาเนื่องจากการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ เป็นต้น

เกี่ยวข้องกับแต่ละบุคคลดังกล่าวถือหุ้นรวมกันไม่เกินร้อยละห้าของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของบริษัท

เพื่อประโยชน์ตาม (1) “ผู้ที่เกี่ยวข้อง” หมายความว่า บุคคลตามมาตรา 258 (1) ถึง (9) บริษัทตามวรรคหนึ่ง (1) และ (2)(ข) ที่มีจำนวนผู้ถือหุ้นเกินกว่าที่กำหนดไว้ในแต่ละกรณีดังกล่าว หากได้รับความยินยอมเป็นหนังสือจากผู้ถือหุ้นทุกรายว่า ไม่ประสงค์จะได้รับความคุ้มครองตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551 ให้ได้รับยกเว้นไม่อยู่ภายใต้บังคับของหมวด 3/1 แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวด้วย

(ข) กรณีที่ภายหลังจากการได้มา บุคคลดังกล่าวได้ลดสัดส่วนการถือหุ้นหรือลดการมีอำนาจควบคุมให้ต่ำกว่าจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อภายใน 7 วัน และไม่ใช้สิทธิออกเสียงในส่วนที่เกินจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อ

(ค) กรณีได้รับการผ่อนผันจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์หรือคณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ แล้วแต่กรณี ยกเว้นให้ไม่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ก่อนการซื้อหรือกระทำการอื่นใดอันเป็นผลให้ได้มาหรือเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการจนถึงหรือข้ามจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อ โดยการที่จะได้รับการผ่อนผันนั้นจะต้องเป็นกรณีการได้มาซึ่งหุ้นของกิจการจนถึงหรือข้ามจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อในกรณีดังต่อไปนี้

1. การได้มานั้นจะไม่มีผลเปลี่ยนแปลงอำนาจในการควบคุมกิจการ
2. การได้มานั้นเป็นไปโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อช่วยเหลือหรือฟื้นฟูกิจการ
3. การได้มาซึ่งหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ และที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการมีมติให้ออกหลักทรัพย์ดังกล่าวให้แก่บุคคลนั้นโดยไม่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ หรือที่เรียกโดยทั่วไปว่า การทำ White wash
4. การได้มาซึ่งอำนาจควบคุมอย่างมีนัยสำคัญในนิติบุคคลที่เป็นผู้ถือหุ้นของกิจการ (chain principle) มิได้มีวัตถุประสงค์สำคัญเพื่อการครอบงำกิจการ
5. กรณีอื่นใดซึ่งคณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อ

ครอบงำ

กิจการได้มีแนววินิจฉัยเป็นบรรทัดฐานไว้แล้ว

6. กรณีมีเหตุจำเป็นและสมควรประการอื่น

จากข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์พบว่า ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 – 2551 มีการขอยกเว้นการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการเป็นจำนวนมาก ดังแสดงให้เห็นในแผนภาพข้างล่างนี้



สถิติการขอยกเว้นการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการตลอดช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 – 2551 จากข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แยกตามมูลเหตุของการขอยกเว้นสามารถแสดงได้ดังนี้

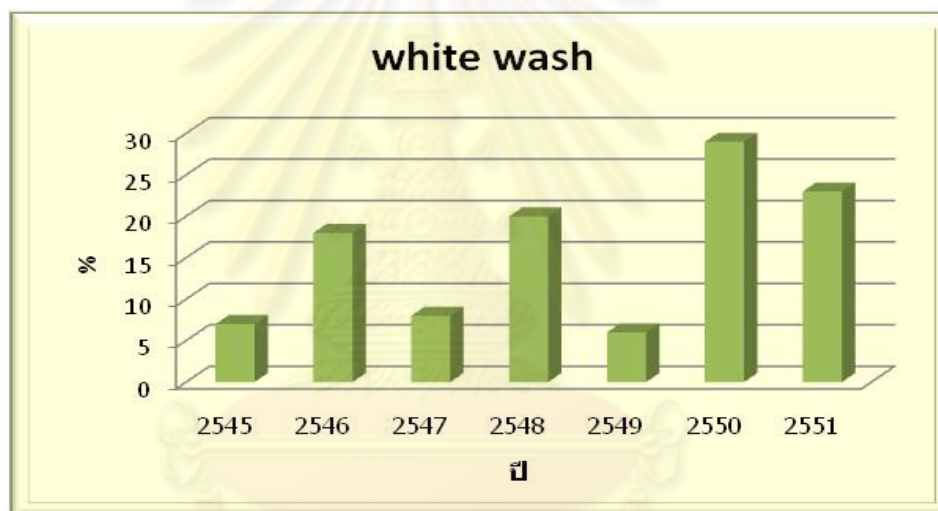
กรณีการขอยกเว้นเนื่องจากการได้มานั้นจะไม่มีผลเปลี่ยนแปลงอำนาจในการควบคุมกิจการ



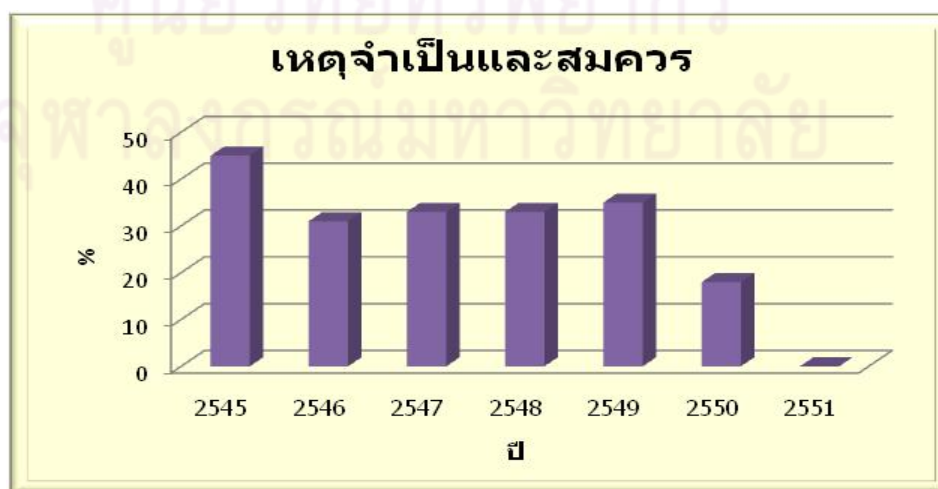
กรณีการขอยกเว้นเนื่องจากการได้มานั้นเป็นไปโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อช่วยเหลือหรือฟื้นฟูกิจการ



กรณีการขอยกเว้นเนื่องจากได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้ยกเว้นการทำค่าเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการหรือ การทำ White wash



กรณีการขอยกเว้นเนื่องจากมีเหตุจำเป็นและสมควรประการอื่น



นอกจากนี้ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ยังได้จัดทำข้อมูลเปรียบเทียบการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการกับการขอผ่อนผันการทำคำเสนอซื้อในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2545 – 2551 ดังนี้



เมื่อพิจารณาแล้วจะเห็นได้ว่าจำนวนของการขอผ่อนผันการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการนั้นมีสถิติสูงกว่าการทำคำเสนอซื้อมาตลอดและมีแนวโน้มว่าจะเป็นเช่นนี้ต่อไปในอนาคต เนื่องจากการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการนั้นก่อให้เกิดภาระให้แก่ผู้เสนอซื้อ เนื่องจากผู้เสนอซื้อจำเป็นต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขต่าง ๆ ที่กฎหมายกำหนดไว้ ไม่ว่าจะเป็นการเตรียมเงินทุนในการรับซื้อ ข้อจำกัดทางด้านเวลาและราคา อีกทั้งผู้เสนอซื้อยังต้องรับซื้อหลักทรัพย์ทุกชนิดของกิจการ มิใช่เพียงแค่หุ้นของกิจการดังที่ผู้เข้าซื้อกิจการต้องการ ดังนั้น การแสวงหาช่องทางและมูลเหตุในการขอยกเว้นการทำคำเสนอซื้อจึงได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายในธุรกรรมควบรวมกิจการที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในประเทศไทย

ดังที่ได้กล่าวข้างต้นแล้วว่า การขอยกเว้นการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการนั้นสามารถกระทำได้จากหลายสาเหตุ ซึ่งหนึ่งในข้อยกเว้นของการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการนั้น คือ การขอผ่อนผันการทำคำเสนอซื้อโดยอาศัยมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการหรือที่เรียกกันโดยทั่วไปว่า White wash วิธีการดังกล่าวนี้ได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายในอันที่จะหลีกเลี่ยงการทำคำเสนอซื้อสำหรับธุรกรรมการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ โดยเฉพาะในธุรกรรมที่มีการออกหลักทรัพย์ใหม่เสนอขายให้แก่ผู้เข้าซื้อหุ้นจนกระทั่งผู้เข้าซื้อหุ้นมีหน้าที่ทำคำเสนอซื้อ โดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สจ. 36/2546 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการขอผ่อนผันการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ โดยอาศัยมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการ ได้กำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการทำ White wash ไว้



ดังนั้น กล่าวคือ การทำ White wash นั้นจะทำได้เฉพาะในกรณีที่เป็นไปได้มาซึ่งหุ้นที่ออกใหม่ของกิจการ และที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการที่มีมติให้ออกหลักทรัพย์ใหม่เสนอขายให้แก่ผู้ขอผ่อนผัน จะต้องยินยอมให้ผู้ขอผ่อนผันไม่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการภายหลังการได้มาซึ่งหลักทรัพย์ดังกล่าว โดยในกรณีที่จำนวนหลักทรัพย์ที่ผู้ขอผ่อนผันประสงค์จะได้มาจะไม่เป็นผลให้บุคคลนั้นเป็นผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงจนถึงหรือข้ามร้อยละ 50 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ มติที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการจะต้องประกอบด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน แต่หากในกรณีที่จำนวนหลักทรัพย์ที่ผู้ขอผ่อนผันประสงค์จะได้มาจะเป็นผลให้บุคคลนั้นเป็นผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงจนถึงหรือข้ามร้อยละ 50 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ มติที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการจะต้องประกอบด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน และไม่มีผู้ถือหุ้นซึ่งมีสิทธิออกเสียงรวมกันตั้งแต่ร้อยละ 5 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมคัดค้านการขอผ่อนผัน ด้วยเหตุนี้ จะเห็นได้ว่าหากกิจการนั้นมีผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในจำนวนน้อย สิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่จะมีช่องทางในการออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทอย่างเป็นทางการเป็นธรรมก็อาจจะถูกปิดกั้นจากความร่วมมือกันของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นต้น ตัวอย่างเช่น ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นใหญ่ของกิจการต้องหาพันธมิตรเข้าร่วมลงทุนในบริษัท ผู้ถือหุ้นดังกล่าวอาจเสนอให้บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนให้แก่นักลงทุนที่สนใจและอาศัยเสียงส่วนใหญ่ของตนในการผ่านมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้มีการทำ White wash เพื่อให้ให้นักลงทุนดังกล่าวไม่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ซึ่งในกรณีนี้ นักลงทุนรายใหม่มักจะมีได้ลงทุนในบริษัทเกินกว่าร้อยละ 50 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ แต่เมื่อรวมคำนวณสิทธิออกเสียงของนักลงทุนรายใหม่และผู้ถือหุ้นรายใหญ่เดิม (ซึ่งมักจะมีการทำสัญญาาระหว่างผู้ถือหุ้นเพื่อกำหนดทิศทางการบริหารกิจการร่วมกัน) แล้วก็มักจะมีจำนวนสิทธิออกเสียงมากจนสามารถควบคุมการบริหารกิจการได้อย่างเบ็ดเสร็จ ในกรณีตัวอย่างจะเห็นได้ว่า นักลงทุนรายย่อยไม่มีโอกาสที่จะออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทได้อย่างเป็นธรรม เนื่องจากกฎหมายได้เปิดช่องให้มีการขอผ่อนผันการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการในกรณีเช่นนี้ อีกทั้ง เนื่องจากคะแนนเสียงที่ใช้ในการผ่านมติ White wash นั้นใช้เพียงร้อยละ 75 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ถือหุ้นไม่ถึงร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการไม่สามารถคัดค้านได้เลย เป็นต้น

นอกจากนี้ ในบางกรณี แม้ว่าจะได้มีการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการแล้วก็ตาม แต่ก็อาจมีผู้ถือหุ้นรายย่อยบางกลุ่มที่มีได้ทำการเสนอขายหลักทรัพย์ของตนในการทำคำเสนอซื้อนั้น อาจจะช่วยคิดว่าผู้ทำคำเสนอซื้อจะไม่ประสบผลสำเร็จจากการทำคำเสนอซื้อ

นัก แต่การณ์กลับกลายเป็นว่าผู้ทำคำเสนอซื้อได้รับการเสนอขายหุ้นจำนวนมากจนทำให้ผู้ทำคำเสนอซื้อกลายเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทและกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยเหลืออยู่ไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท ซึ่งกฎหมายได้ยกเว้นให้บุคคลที่ได้มาซึ่งหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากการทำคำเสนอซื้อจนถึงหรือข้ามจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อไม่ต้องทำคำเสนอซื้ออีกครั้งหนึ่ง ยกตัวอย่างเช่น มีผู้ประกาศเจตนาเข้าทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ หากผู้ถือหุ้นรายย่อยตัดสินใจไม่เสนอขายหุ้นของตนในการทำคำเสนอซื้อนั้นเนื่องจากคาดว่าผู้ทำคำเสนอซื้อจะได้รับหุ้นจำนวนไม่มากนัก ประกอบกับอาจต้องการเป็นผู้ถือหุ้นในบริษัทต่อไปโดยคาดหวังเงินปันผลที่อาจจะได้รับ แต่ผลกลับออกมาว่าผู้ทำคำเสนอซื้อได้รับหุ้นไปมากจนมีอำนาจครอบงำกิจการอย่างเบ็ดเสร็จ เช่น เกินกว่าร้อยละ 90 ของจำนวนสิทธิออกเสียงของบริษัท เป็นต้น ผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนน้อยที่เหลืออยู่แม้ว่าจะออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทก็ไม่มีช่องทางให้สามารถออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทได้อย่างเป็นธรรม เนื่องจากกฎหมายยกเว้นให้บุคคลที่ได้รับหุ้นมาจากการทำคำเสนอซื้อ แม้ถึงหรือข้ามจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้ออีกระดับหนึ่งก็ไม่ต้องทำคำเสนอซื้ออีกครั้งหนึ่ง

กล่าวโดยสรุป แม้ว่ากฎหมายไทยจะได้บัญญัติปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นเมื่อมีการซื้อหุ้นในบริษัทจดทะเบียนไว้ผ่านทางกรกำหนดให้ผู้เข้าซื้อหุ้นจะต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ แต่หลักเกณฑ์ดังกล่าวก็กลับมีข้อยกเว้นและเปิดช่องให้ผู้ที่มีหน้าที่ต้องทำคำเสนอซื้อสามารถขอผ่อนผันได้ในหลายกรณี จนกระทั่งทำให้ในที่สุดแล้ว มาตราการปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นที่จะออกจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทกรณีที่เกิดการควบรวมกิจการผ่านทางกรเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการไม่มีประสิทธิภาพในการปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริง โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ถือหุ้นอยู่ในกิจการเป็นจำนวนน้อยมาก

#### 4.1.4 ความไม่เพียงพอของมาตรการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยตามกฎหมาย

โดยหลักแล้ว กฎหมายที่เกี่ยวกับหุ้นส่วนบริษัททั้งในส่วนของบริษัทจำกัดและบริษัทมหาชนจำกัด รวมตลอดจนกฎหมายที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และการควบรวมกิจการของไทย ไม่ว่าจะเป็นประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 และพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ล้วนแล้วแต่มีการกำหนดมาตรการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยทั้งสิ้น ไม่ว่าจะเป็นการกำหนดจำนวนเสียงของผู้ถือหุ้นขั้นต่ำในการอนุมัติการดำเนินการสำคัญ ๆ ของบริษัทให้มากขึ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ กฎหมายกำหนดให้การขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในการดำเนินการในกิจการที่สำคัญ ๆ ของบริษัทกระทำได้อย่างขึ้น เช่น ในการขออนุมัติที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทจำกัดเพื่อการ

ดำเนินการในเรื่องทั่วไปของบริษัท ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์กำหนดให้บริษัทจะดำเนินการได้ต่อเมื่อได้รับอนุมัติด้วยคะแนนเสียงข้างมากของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนนของบริษัท แต่เมื่อเป็นกรณีการขออนุมัติที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อดำเนินการในกิจการที่สำคัญ ๆ ของบริษัทที่กฎหมายได้กำหนดไว้ อาทิ การเพิ่มทุน การลดทุน การขายทรัพย์สินส่วนสำคัญของบริษัท การแปรสภาพบริษัท เป็นต้น บริษัทจะต้องได้รับคะแนนเสียงอนุมัติจากผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน ในส่วนของบริษัทมหาชนจำกัดนั้น พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ก็ได้บัญญัติมาตรการในการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นในส่วนที่เกี่ยวกับสิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นในทำนองเดียวกันกับประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ข้างต้น กล่าวคือ กำหนดให้การดำเนินการในเรื่องสำคัญ ๆ ที่อาจจะส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ เช่น การขายหรือโอนกิจการของบริษัททั้งหมดหรือบางส่วนที่สำคัญให้แก่บุคคลอื่น การซื้อหรือรับโอนกิจการของบริษัทอื่นหรือบริษัทเอกชนมาเป็นของบริษัท รวมถึงการทำ แก๊ซ หรือ เลิกสัญญาเกี่ยวกับการให้เข้ากิจการของบริษัททั้งหมดหรือบางส่วนที่สำคัญ การมอบหมายให้บุคคลอื่นเข้าจัดการธุรกิจของบริษัท หรือการรวมกิจการกับบุคคลอื่นโดยมีวัตถุประสงค์จะแบ่งกำไรขาดทุน ต้องได้รับการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า ร้อยละ 75 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน ต่างจากกรณีมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่ออนุมัติการดำเนินการอื่น ๆ ในเรื่องทั่วไปของบริษัทที่อาศัยเพียงเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนนเท่านั้น

นอกจากในส่วนที่เกี่ยวข้องกับจำนวนสิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นแล้ว ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ก็ดี พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ก็ได้กำหนดมาตรการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยไว้ในรูปแบบอื่น ๆ ไม่ว่าจะเป็นการใช้สิทธิร้องขอให้คณะกรรมการทำการเรียกประชุมผู้ถือหุ้น หรือการใช้สิทธิเพิกถอนมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ดี บทบัญญัติแห่งกฎหมายเหล่านี้ก็มักจะกำหนดจำนวนเสียงขั้นต่ำของผู้ถือหุ้นที่ต้องการจะใช้สิทธิเหล่านี้ไว้ กล่าวคือ ในการใช้สิทธิร้องขอให้คณะกรรมการเรียกประชุมผู้ถือหุ้นนั้น ผู้ถือหุ้นที่ประสงค์จะใช้สิทธิต้องเป็นผู้ถือหุ้นซึ่งมีหุ้นนับรวมกันได้ไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมดหรือผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่า 25 คน ซึ่งมีหุ้นนับรวมกันได้ไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมดของบริษัท ในส่วนของการใช้สิทธิเพิกถอนมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งได้มีการนัดประชุมหรือลงมติโดยไม่ปฏิบัติตามหรือฝ่าฝืนข้อบังคับของบริษัท หรือบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัดนั้น ผู้ถือหุ้นที่ประสงค์จะใช้สิทธิต้องมีจำนวนไม่น้อยกว่าห้าคน

หรือเป็นผู้ถือหุ้นซึ่งมีหุ้นนับรวมกันได้ไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมดของบริษัท

นอกเหนือจากมาตรการคุ้มครองผู้ถือหุ้นข้างน้อยที่ได้รับการบัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 อันเป็นกฎหมายพื้นฐานที่กำหนดข้อกำหนดเกี่ยวกับการจัดตั้งการคงอยู่ และการดำเนินกิจการอันเกี่ยวแก่บริษัทมหาชนจำกัดแล้ว สำหรับบริษัทที่มีผลประโยชน์เกี่ยวข้องกับสาธารณชนเป็นวงกว้างและอาจก่อให้เกิดผลกระทบกับนักลงทุนเป็นจำนวนมาก ดังเช่นบริษัทที่มีการขออนุญาตต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เพื่อออกและเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน หรือบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากกฎหมายพื้นฐานดังเช่นพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 แล้วพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และกฎระเบียบที่ออกภายใต้พระราชบัญญัตินี้ดังกล่าวโดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้องก็เป็นอีกหนึ่งกฎหมายที่วางมาตรการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยไว้ ไม่ว่าจะเป็นการกำหนดจำนวนเสียงของผู้ถือหุ้นขั้นต่ำในการอนุมัติการดำเนินการสำคัญ ๆ ของบริษัท เช่น การอนุมัติการเข้าทำรายการที่เกี่ยวข้องกันหรือการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของกิจการบางประเภท กฎหมายกำหนดให้ต้องได้รับการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียง โดยไม่นับรวมเสียงของผู้มีส่วนได้เสีย เป็นต้น รวมตลอดจนกำหนดให้ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลที่มีผลต่อการตัดสินใจในการดำเนินกิจการใด ๆ ของบริษัทให้ผู้ถือหุ้นได้รับทราบอย่างถูกต้องครบถ้วนและรวดเร็ว และการให้สิทธิในการคัดค้านการดำเนินการสำคัญ ๆ ของบริษัทอันอาจจะมีผลกระทบมาถึงผู้ถือหุ้นของบริษัทได้ เช่น การคัดค้านการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่พนักงานและกรรมการของบริษัท (ESOP) หรือการเพิกถอนหลักทรัพย์ออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในสองกรณีนี้ นอกจากจะต้องมีการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของบริษัทแล้ว ยังจะต้องไม่มีผู้ถือหุ้นคัดค้านการดำเนินการดังกล่าวเกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนอีกด้วย

จากที่กล่าวข้างต้น จะเห็นได้ว่ามาตรการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยดังกล่าวโดยมากจะกำหนดให้ผู้ถือหุ้นที่สามารถใช้สิทธิตามมาตรการนั้น ๆ ได้จะต้องถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ร้อยละ 20 หรือร้อยละ 25 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นของบริษัท แล้วแต่กรณี ดังนี้ จะเห็นได้ว่าในกรณีที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นข้างน้อยเหลืออยู่ในปริมาณน้อยมาก เช่น ถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 5 หรือร้อยละ 10 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นของบริษัท ผู้ถือหุ้นข้างน้อยเหล่านั้นก็จะไม่ได้รับความคุ้มครองภายใต้มาตรการใด ๆ ทางกฎหมาย ผลที่เกิดขึ้น คือ ผู้ถือหุ้น



ข้างน้อยเหล่านี้จะไม่มีสิทธิมีเสียงใด ๆ ในการบริหารจัดการบริษัทไม่ว่าจะเป็นการดำเนินการที่สำคัญหรือมีผลกระทบต่อตนเองอย่างไร กรณีจะเกิดความไม่เป็นธรรมมากขึ้น หากกรณีการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการเป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์ในการกำจัดคู่แข่ง เมื่อผู้ซื้อหุ้นสามารถเข้าครอบงำกิจการได้แล้วอาจมีการกำจัดคู่แข่งเกิดขึ้นไม่ว่าจะโดยการสั่งปิดกิจการหรือการบริการงานทำให้บริษัทมีฐานะล้มเหลว อันจะทำให้ผู้ถือหุ้นข้างน้อยดังกล่าวไม่สามารถคัดค้านประการใดได้และไม่ได้รับประโยชน์ใด ๆ จากการถือหุ้นในบริษัทต่อไป

## 4.2 วัตถุประสงค์และข้อดี ตลอดจนผลกระทบและข้อเสียของการใช้บังคับหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย

### 4.2.1 วัตถุประสงค์และข้อดีของการใช้บังคับหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย

จากการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับการนำมาตราการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาปรับใช้ในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษ ผู้เขียนพบว่าวัตถุประสงค์หลักของการอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้ทำคำเสนอซื้อที่ประสบความสำเร็จในการทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการสามารถบังคับซื้อหุ้นที่เหลือจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้นั้นเป็นไปเพื่อการสนับสนุนและส่งเสริมให้เกิดการทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการ (Tender Offer) อันจะเป็นการกระตุ้นการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ

จากการศึกษาของ Grossman และ Hart<sup>19</sup> ซึ่งศึกษาเกี่ยวกับปัญหาการจัดสรรอำนาจควบคุมกิจการและปัญหา Free Rider พบว่าในกรณีที่บริษัทเป้าหมายของการทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการเป็นบริษัทที่มีการกระจายของผู้ถือหุ้นรายย่อยค่อนข้างสูงและผู้ทำคำเสนอซื้อมิได้เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทอยู่เดิม เมื่อผู้ทำคำเสนอซื้อตัดสินใจดำเนินการเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทก็มักจะเห็นว่าบริษัทมีมูลค่ามากกว่าราคาเสนอซื้อที่ผู้ทำคำเสนอซื้อเสนอ มิฉะนั้นแล้วผู้ทำคำเสนอซื้อคงไม่ดำเนินการเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ นอกจากนั้น ผู้ถือหุ้นเดิมมักจะเชื่อว่าหากผู้ทำคำเสนอซื้อได้ไปซึ่งอำนาจควบคุมและบริหารจัดการกิจการ มูลค่าของกิจการจะต้องสูงขึ้นอย่างแน่นอน ด้วยเหตุนี้ ผู้ถือหุ้นเดิมดังกล่าวก็จะไม่ยอมขายหุ้นของตนในการทำคำเสนอซื้อและจะยังคงถือหุ้นดังกล่าวต่อไป และเมื่อผู้ถือ

<sup>19</sup> Christoph VAN DER ELST en Lientje VAN DEN STEEN, *Opportunities in the M & A aftermarket: Squeeze out and Selling out* [Online], 2006. Available from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=933609](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=933609)



หุ้นส่วนมากหรือทุกคนเห็นเช่นเดียวกันนี้ประกอบกับเห็นว่าจำนวนหุ้นที่ตนถืออยู่เป็นจำนวนไม่มากนักคงไม่ก่อให้เกิดกระทบต่อผลของการเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการได้ ก็จะเป็นเหตุทำให้การเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการไม่ประสบความสำเร็จ ดังนี้ จะก่อให้เกิดปัญหาว่าผู้คิดจะทำคำเสนอซื้อจะคาดหมายได้ว่าหากตนทำคำเสนอซื้อก็จะไม่ประสบความสำเร็จอันจะทำให้ไม่เกิดการควบรวมกิจการขึ้นในตลาด ด้วยเหตุนี้ Grossman และ Hart จึงเสนอแนวความคิดว่าการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze out) จะช่วยลดหรือแก้ปัญหา Free Rider ดังกล่าวได้ เนื่องจากการอนุญาตให้ผู้ทำคำเสนอซื้อที่ประสบความสำเร็จในการทำคำเสนอซื้อสามารถที่จะบังคับซื้อหุ้นที่เหลือจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้นั้นจะมีผลต่อการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นรายย่อยในการเลือกที่จะขายหุ้นในระหว่างการทำคำเสนอซื้อ นอกจากนี้ การบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze out) ยังมีผลกระทบต่อการจัดสรรผลประโยชน์อันเกิดจากการเข้าครอบงำกิจการ รวมถึงเหตุจูงใจในการเข้าครอบงำกิจการของผู้ทำคำเสนอซื้อด้วย

ในส่วนของข้อดีของการใช้บังคับมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นสามารถระบุได้ดังนี้

1. เป็นแรงจูงใจให้เกิดการครอบงำกิจการและการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการเนื่องจากเปิดโอกาสให้ผู้เข้าครอบงำกิจการหรือผู้ทำคำเสนอซื้อหุ้นของกิจการสามารถได้มาซึ่งหุ้นทั้งหมดของกิจการอันจะนำมาซึ่งการได้มาซึ่งอำนาจควบคุมกิจการทั้งหมดได้ โดยมากแล้วผู้เข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการมักมีความประสงค์ที่จะได้มาซึ่งหุ้นทั้งหมดของกิจการเพื่อที่ตนและกลุ่มของตนจะได้เข้าเป็นผู้ถือหุ้นทั้งหมดของกิจการ อันจะทำให้ตนและกลุ่มของตนมีอำนาจควบคุมการบริหารงานทั้งหมดและเป็นเจ้าของกิจการแต่เพียงผู้เดียว เนื่องจากการเข้าครอบงำกิจการทั้งหมดแต่เพียงผู้เดียวนั้นมีข้อดีในหลาย ๆ ประการ เช่น สามารถกำหนดรูปแบบและทิศทางของการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่ออนุมัติการใด ๆ ของบริษัทได้โดยง่าย (อาทิ การกำหนดให้มีการประชุมในลักษณะมติเวียน (Written General Meeting)) รวมถึงช่วยประหยัดค่าใช้จ่ายของบริษัทในการดำเนินการใด ๆ อันเป็นการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัท เป็นต้น ด้วยเหตุนี้เอง การดำเนินการให้ผู้เข้าครอบงำกิจการหรือผู้ทำคำเสนอซื้อหุ้นได้มาซึ่งหุ้นทั้งหมดของกิจการรวมตลอดจนมีอำนาจควบคุมการบริหารงานทั้งหมดของกิจการนั้นถือเป็นวัตถุประสงค์หนึ่งของการวางแผนการดำเนินการในการควบรวมกิจการ (Merger and Acquisition Transaction) ในปัจจุบัน ดังที่ Herzel และ Colling กล่าวว่า “ความสามารถในการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยอันนำมาซึ่งการเข้าครอบครองกิจการทั้งหมดถือเป็นปัจจัยพื้นฐานของตลาดในปัจจุบัน” (The

ability to squeeze-out minority shareholders and thus obtain 100 per cent of the equity of a corporation is a basic condition of the current market for corporations.)<sup>20</sup>

2. มาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยจะเปิดโอกาสให้ผู้ทำคำเสนอซื้อสามารถได้มาซึ่งอำนาจควบคุมกิจการทั้งหมดอันจะส่งผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อสามารถดำเนินการใด ๆ กับทรัพย์สินของกิจการได้สะดวก ซึ่งผู้ทำคำเสนอซื้ออาจต้องการนำทรัพย์สินของบริษัทมาใช้ในการชำระหนี้ที่ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องก่อขึ้นเพื่อใช้ในการทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการ ซึ่งในกรณีดังกล่าวนี้ หากในกิจการยังคงมีผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่อาจนำมาซึ่งข้อโต้แย้งได้ว่าการดำเนินการกับทรัพย์สินของกิจการในลักษณะเช่นนี้ไม่ได้เป็นไปเพื่อประโยชน์ของกิจการหรือเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทั้งหมด ดังนั้น มาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยจะช่วยลดข้อยุ่งยากในลักษณะดังกล่าว

3. สำหรับบริษัทที่มีการดำเนินการในลักษณะบริษัทในกลุ่มหรือบริษัทในเครือ มาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยซึ่งจะเปิดโอกาสให้ผู้ทำคำเสนอซื้อสามารถได้มาซึ่งอำนาจควบคุมกิจการทั้งหมดจะทำให้คณะผู้บริหารกิจการสามารถปฏิบัติตามนโยบายของกลุ่มบริษัทรวมถึงสามารถให้การช่วยเหลือบริษัทย่อยหรือบริษัทในเครือของตนได้เพื่อประโยชน์สูงสุดของกลุ่มบริษัท แม้ว่าการดำเนินการดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อตัวบริษัทเองก็ตาม ในกรณีนี้ หากบริษัทยังคงมีผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือบุคคลอื่นถือหุ้นอยู่ในบริษัท คณะผู้บริหารอาจไม่สามารถดำเนินการดังกล่าวได้ เนื่องจากคณะผู้บริหารมีหน้าที่ที่จะต้องดูแลปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทุกราย ดังนั้น แม้การกระทำนั้นจะส่งผลดีต่อกลุ่มบริษัทโดยรวม แต่ได้ก่อให้เกิดผลกระทบต่อตัวบริษัทซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นทุกราย คณะผู้บริหารก็ไม่อยู่ในสถานะที่จะดำเนินการดังกล่าวได้

4. มาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยซึ่งจะเปิดโอกาสให้ผู้เข้าครอบงำกิจการหรือผู้ทำคำเสนอซื้อหุ้นของกิจการสามารถได้มาซึ่งหุ้นทั้งหมดของกิจการนั้นอาจจะเป็นช่องทางให้บริษัทขอเพิกถอนหลักทรัพย์ของตนออกจากตลาดหลักทรัพย์ (Delisting) หรือขอแปลงสภาพสถานะของบริษัทกลับไปเป็นบริษัทเอกชน (ซึ่งกฎหมายในบางประเทศอนุญาตให้บริษัท

<sup>20</sup> Christoph VAN DER ELST en Lientje VAN DEN STEEN, *Opportunities in the M & A aftermarket: Squeeze out and Selling out* [Online],2006. Available from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=933609](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=933609)

มหาชนจำกัดสามารถขอแปลงสภาพกลับไปเป็นบริษัทเอกชนจำกัดได้) อันจะช่วยลดภาระค่าใช้จ่ายในการปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องต่อไป

#### 4.2.2 ผลกระทบและข้อเสียของการใช้บังคับหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย

เมื่อพิจารณาจากลักษณะของมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยซึ่งอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการมีสิทธิบังคับให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยขายหุ้นให้แก่ตนโดยไม่จำเป็นต้องได้รับความยินยอมเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้น ๆ จะเห็นได้ว่าการดำเนินการดังกล่าวจะส่งผลกระทบโดยตรงถึงสิทธิในทรัพย์สินของผู้ถือหุ้นรายย่อยอันเป็นสิทธิที่ได้รับการรับรองในรัฐธรรมนูญของประเทศต่าง ๆ ซึ่งจากการศึกษาวิจัย ผู้เขียนพบว่าในประเทศที่รับเอามาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาใช้บังคับ เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษ เป็นต้น ก็ได้มีการตระหนักถึงการละเมิดสิทธิในทรัพย์สินของผู้ถือหุ้นรายย่อยเช่นกัน อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี จากการศึกษารายงานการวิจัยเพื่อพิจารณาถึงเหตุผลในการนำเอามาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาปรับใช้ในแต่ละประเทศ ผู้เขียนพบว่าแม้กฎหมายเกี่ยวกับการควบรวมกิจการก็ดี กฎหมายเกี่ยวกับหุ้นส่วนบริษัทก็ดี จะพยายามปกป้องคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยที่กฎหมายถือว่าเป็นกลุ่มบุคคลที่มีอำนาจต่อรองต่ำ แต่ในขณะเดียวกันกฎหมายต่าง ๆ เหล่านี้ก็พยายามสร้างหลักเกณฑ์และกลไกที่มีประสิทธิภาพที่จะช่วยให้การบริหารจัดการบริษัทเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด ในการนี้ จะเห็นได้ว่ากฎหมายเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นมีความขัดแย้งกันระหว่างวัตถุประสงค์ของกฎหมายที่จะเพิ่มศักยภาพและความแข็งแกร่งให้แก่กิจการโดยการสนับสนุนให้เกิดการเข้าครอบงำกิจการอันจะนำมาซึ่งการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการผ่านการแสวงหาประโยชน์จากทรัพยากรที่มีร่วมกันและการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น และวัตถุประสงค์ในอันที่จะปกป้องคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อย กล่าวคือ หากกฎหมายเลือกที่จะเน้นการปกป้องคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยแต่เพียงฝ่ายเดียวก็จะเป็นการกีดกันผู้เข้าครอบงำกิจการหรือผู้ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ เนื่องจากผลประโยชน์ของผู้เข้าครอบงำกิจการหรือผู้ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์จะถูกลดทอนลงจากพฤติกรรม Free Rider ของผู้ถือหุ้นรายย่อย แต่หากกฎหมายเลือกที่จะให้การสนับสนุนการดำเนินการครอบงำกิจการหรือการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ กฎหมายก็ต้องจัดให้มีมาตรการหรือกลไกที่จะทำให้ผู้เข้าครอบงำกิจการหรือผู้ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ได้รับผลประโยชน์ที่จะไม่ตกไปยังผู้ถือหุ้นรายอื่นของกิจการตามสัดส่วน ซึ่งการดำเนินการดังกล่าวก็จะเป็นการขัดต่อแนวคิดการปกป้องคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยของกิจการ

ด้วยเหตุนี้ การดำเนินการเพื่อบรรลุเป้าหมายในการสร้างกลไกเพื่อพัฒนาระบบการบริหารจัดการบริษัทกับการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่สามารถดำเนินการให้แยกจากกันได้ หากเลือกวัตถุประสงค์ใดก็วัตถุประสงค์หนึ่งก็จะได้รับผลกระทบ กล่าวคือ ในกรณีที่กฎหมายเลือกที่จะปกป้องคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยด้วยการสร้างกลไกเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งกำไรหรือผลประโยชน์จากการเข้าครอบงำกิจการให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยก็เท่ากับเป็นการลดส่วนแบ่งกำไรหรือผลประโยชน์ที่ผู้เข้าครอบงำกิจการหรือผู้ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ควรจะได้รับ อันจะส่งผลโดยตรงให้การครอบงำกิจการหรือการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการมีจำนวนน้อยลงและไม่ได้รับความนิยมในการนี้ หากพิจารณาอย่างถ่องแท้แล้ว จะเห็นได้ว่าการปกป้องผู้ถือหุ้นรายย่อยมากจนเกินไปกลับส่งผลกระทบแง่ลบต่อผลประโยชน์โดยรวมของผู้ถือหุ้นทั้งหมดในบริษัทเป้าหมาย ในทางกลับกัน หากกฎหมายเลือกที่จะปกป้องคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยให้ด้อยลงกลับจะช่วยเพิ่มส่วนแบ่งกำไรหรือผลประโยชน์ของผู้เข้าครอบงำกิจการหรือผู้ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์อันจะส่งผลให้ผลประโยชน์โดยรวมของผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัทเป้าหมายเพิ่มขึ้นด้วย ดังนั้น ระดับของการปกป้องคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เหมาะสมจะช่วยเพิ่มผลกำไรที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจากการเข้าครอบงำกิจการหรือจากการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการซึ่งจะช่วยสร้างสมดุลระหว่างราคาเสนอซื้อหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นและความเสี่ยงและความไม่แน่นอนของผลของการเข้าครอบงำกิจการหรือการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการจะลดต่ำลง

กล่าวโดยสรุป แม้มาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยซึ่งอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการมีสิทธิบังคับให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยขายหุ้นให้แก่ตนโดยไม่จำเป็นต้องได้รับความยินยอมเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้น ๆ จะกระทบโดยตรงถึงสิทธิในทรัพย์สินของผู้ถือหุ้นรายย่อยอันเป็นสิทธิที่ได้รับการรับรองในรัฐธรรมนูญ แต่มาตรการดังกล่าวก็ช่วยสนับสนุนและส่งเสริมให้การบริหารจัดการบริษัทเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดกับทั้งผู้เข้าครอบงำกิจการ ผู้ทำคำเสนอซื้อ กิจการเป้าหมาย ผู้ถือหุ้นเดิมของกิจการเป้าหมาย ตลอดจนเศรษฐกิจและสังคมโดยรวม ดังนี้ ในการเลือกรับเอาแนวคิดทางกฎหมายมาใช้บังคับ ผู้ร่างกฎหมายจะต้องชั่งน้ำหนัก ข้อดีข้อเสีย และผลกระทบที่อาจจะเกิดขึ้นจากการบังคับใช้กฎหมายนั้น ๆ อีกทั้ง ยังต้องหาแนวทางในการบรรเทาผลกระทบและข้อเสียของการบังคับใช้กฎหมายนั้น ๆ อีกด้วย ซึ่งจากการที่ผู้เขียนได้ทำการศึกษาวิจัยการใช้บังคับบทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยในต่างประเทศพบว่าในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษได้กำหนดกลไกต่าง ๆ ดังต่อไปนี้ขึ้นเพื่อช่วยบรรเทาผลกระทบอันเกิดจากการบังคับใช้กฎหมายเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย

1. การกำหนดให้การบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมีสิทธิได้รับการตรวจสอบโดยศาล ดังที่ได้กล่าวในบทที่ 2 - หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) ในต่างประเทศ ช่างต้นว่าทั้งในประเทศสหรัฐอเมริกาและในประเทศอังกฤษได้กำหนดให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ถูกบังคับให้ขายหุ้นของตนให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้ทำข้อเสนอซื้อนั้นสามารถนำเรื่องเข้าสู่ศาลเพื่อให้ศาลได้พิจารณาวินิจฉัยเพื่อก่อให้เกิดความเป็นธรรมในประเด็นต่าง ๆ ได้ ทั้งนี้ เป็นไปเพื่อบรรเทาผลกระทบหรือข้อเสียของมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยซึ่งอาจนับได้ว่าเป็นการดำเนินการที่กระทบต่อสิทธิในทรัพย์สินของประชาชนในลักษณะเดียวกันกับการเวนคืนทรัพย์สินของทางราชการ ซึ่งในกรณีดังกล่าวนั้น แม้กฎหมายจะกำหนดให้ภาคีรัฐสามารถเวนคืนทรัพย์สินของประชาชนได้แต่ก็ต้องดำเนินการผ่านกระบวนการที่ชอบที่ถูกต้องเหมาะสมโปร่งใสและเป็นธรรม (Due Process) เพื่อให้มั่นใจได้ว่าผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายจะได้รับความเป็นธรรม ดังนั้นการบังคับใช้มาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยในต่างประเทศจึงกำหนดให้ศาลมีอำนาจหน้าที่ที่จะสามารถเข้ามาตรวจสอบความถูกต้องและความเป็นธรรมของการดำเนินการได้

2. การกำหนดให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้ทำข้อเสนอซื้อต้องใช้สิทธิในการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยภายในระยะเวลาอันจำกัด เช่น ในประเทศอังกฤษ กฎหมายกำหนดให้ผู้ทำข้อเสนอซื้อที่ต้องการใช้สิทธิบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยจะต้องส่งหนังสือไปยังผู้ถือหุ้นที่ยังคงเหลืออยู่เพื่อแสดงเจตนาว่าตนต้องการจะใช้สิทธิดังกล่าวภายใน 3 เดือน นับแต่สิ้นสุดระยะเวลาทำข้อเสนอซื้อ เป็นต้น กลไกดังกล่าวจะช่วยลดความไม่แน่นอนอันจะเกิดขึ้นแก่ผู้ถือหุ้นรายย่อย

ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## บทที่ 5

### บทสรุปและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 บทสรุป

จากการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับปัญหาและผลกระทบอันเกิดจากการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นจำนวนมากในบริษัทประกอบกับการศึกษาถึงกฎหมายเกี่ยวกับการควบคุมกิจการของไทยในปัจจุบันพบว่ามาตรการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการควบคุมกิจการของประเทศไทยยังไม่เพียงพอที่จะก่อให้เกิดความเป็นธรรมและประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายในกรณีที่บริษัทมีกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในปริมาณไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท ทั้งนี้เมื่อทำการศึกษาวิจัยถึงหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยที่บังคับใช้ในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษ ตลอดจนปัญหาที่เกิดจากการนำหลักการดังกล่าวไปปรับใช้ รวมถึงคำพิพากษาของศาลที่วางหลักเพื่อช่วยแก้ปัญหาในทางปฏิบัติต่าง ๆ แล้วนั้น ผู้เขียนเห็นว่าการนำหลักการดังกล่าวมาปรับใช้ในประเทศไทยจะช่วยแก้ปัญหาและลดผลกระทบอันเกิดจากการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นจำนวนมากในบริษัทดังที่กล่าวไว้ใน *บทที่ 3 - ปัญหาและผลกระทบอันเกิดจากการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นจำนวนมากในบริษัท* กล่าวคือ

##### 5.1.1 เป็นการกำหนดวิธีการ เงื่อนไข และหลักเกณฑ์ที่ขอบด้วยกฎหมายและเป็นธรรมในอันที่กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย

ในการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของบริษัทโดยทั่วไป ผู้เข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการมักมีความประสงค์ที่จะได้มาซึ่งหุ้นทั้งหมดของกิจการเพื่อที่ตนและกลุ่มของตนจะได้เข้าเป็นผู้ถือหุ้นทั้งหมดของกิจการ อันจะทำให้ตนและกลุ่มของตนมีอำนาจควบคุมการบริหารงานทั้งหมดและเป็นเจ้าของกิจการแต่เพียงผู้เดียวซึ่งจะทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถที่จะแสวงหาผลประโยชน์จากศักยภาพของทรัพยากรต่าง ๆ ในบริษัทได้สูงสุด (Exploit Synergies) สามารถตัดสินใจในการดำเนินการใด ๆ กับบริษัทได้อย่างอิสระและรวดเร็ว รวมถึงเพื่อให้การบริหารจัดการบริษัทเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งการนำมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาปรับใช้ในประเทศไทยจะช่วยให้นักลงทุนรายใหญ่มีช่องทางที่เป็นธรรม ขอบด้วยกฎหมายและมีหลักเกณฑ์เงื่อนไขการดำเนินการที่ชัดเจนในอันที่จะบังคับให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยขายหุ้นที่เหลืออยู่ในแก่ตน เพื่อให้กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถบรรลุเป้าวัตถุประสงค์ดังกล่าวข้างต้นได้โดยไม่ต้องอาศัยมาตรการหรือกลไกที่ไม่ชอบด้วยกฎหมายเพื่อบีบบังคับให้ผู้ถือหุ้นข้างน้อยขายหุ้นที่เหลือให้แก่ตนด้วยเหตุนี้ ในทางกลับกัน การนำมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาปรับใช้นอกจากจะช่วยให้ผู้ทำคำเสนอซื้อสามารถดำเนินการเพื่อให้บรรลุเป้าประสงค์ของตนได้อย่างถูกต้องชอบ

ธรรมแล้ว ยังถือเป็นการปกป้องคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยจากการถูกบีบบังคับให้ขายหุ้นอย่างไม่เป็นธรรมอีกด้วย

### 5.1.2 เป็นการช่วยลดภาระและค่าใช้จ่ายของกิจการในการดำเนินการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยไม่จำเป็น

การมีมาตรการทางกฎหมายที่อนุญาตให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย ในกรณีที่บริษัทอยู่ในสถานะที่มีผู้ถือหุ้นข้างน้อยในปริมาณน้อยมากไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทจะช่วยลดภาระและค่าใช้จ่ายของบริษัทเกี่ยวกับการดำเนินการของบริษัทในส่วนของการทำงานกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) รวมถึงการดำเนินการจัดการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยตามที่กฎหมายกำหนดซึ่งในความเป็นจริงบริษัทอยู่ในภาวะที่ไม่มี ความจำเป็นต้องดำเนินการเช่นนั้นอีกต่อไปเนื่องจากปริมาณของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เหลืออยู่ในบริษัทที่มีปริมาณที่น้อยมาก การที่บริษัทไม่จำเป็นต้องดำเนินการเพื่อคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยดังกล่าวนี้จะช่วยลดภาระและค่าใช้จ่ายของบริษัทเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่กิจการเป็นบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งบริษัทจดทะเบียนเหล่านี้จะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งโดยมากมักจะ เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลที่มีผลต่อการซื้อขายหลักทรัพย์หรือราคาของหลักทรัพย์และการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือผู้ถือหุ้นข้างน้อย ซึ่งการปฏิบัติตามข้อกำหนดต่าง ๆ เหล่านี้ก่อให้เกิดภาระและค่าใช้จ่ายแก่บริษัทเป็นจำนวนมาก เช่น การจัดทำความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระสำหรับการขอความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในการทำธุรกรรมสำคัญ ๆ ที่กฎหมายกำหนด การจัดทำเอกสารแจกจ่ายให้ผู้ถือหุ้นเพื่อประกอบการขอความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น เป็นต้น ซึ่งตามกฎหมายปัจจุบัน แม้บริษัทจดทะเบียนที่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยเหลือน้อยมาก ๆ เช่นนี้จะเพิกถอนหลักทรัพย์ของตนออกจากตลาดหลักทรัพย์แล้วก็ตาม แต่หากภายหลังจากการเพิกถอนหลักทรัพย์ของตนออกจากตลาดหลักทรัพย์นั้น ปรากฏว่าบริษัทยังคงมีผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในปริมาณเกินกว่า ร้อยละ 5 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของบริษัท บริษัทก็ยังคงต้องปฏิบัติตามและยังคง ต้องอยู่ภายใต้บังคับของหมวด 3/1 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 อันเป็นเรื่องที่เกี่ยวกับมาตรการในการกำกับดูแลกิจการและการดำเนินการจัดการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยต่อไป

5.1.3 เป็นการช่วยลดปัญหาและผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นกับผู้ถือหุ้นรายย่อยในกรณีที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นรายย่อยในปริมาณน้อยมากไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท

การนำมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาปรับใช้ในประเทศไทยจะช่วยลดปัญหาและผลกระทบจากความไม่เป็นธรรมที่อาจเกิดขึ้นเนื่องมาจากการที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่มีอำนาจต่อรองกับผู้ถือหุ้นข้างมากของบริษัทหรือไม่มีสิทธิมีเสียงในการตัดสินใจในการบริหารจัดการใด ๆ ในกิจการของบริษัท ดังที่กล่าวไว้ใน บทที่ 3 - ปัญหาและผลกระทบอันเกิดจากการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นจำนวนน้อยมากในบริษัท แล้วว่าเมื่อบริษัทมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยในจำนวนน้อยมาก มาตรการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยตามกฎหมายต่าง ๆ มักไม่มีประสิทธิภาพในการปกป้องคุ้มครองสิทธิประโยชน์หรือให้ความเป็นธรรมแก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยเนื่องมาจากมาตรการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยดังกล่าวมักจะกำหนดให้ผู้ถือหุ้นที่สามารถใช้สิทธิตามมาตรการต่าง ๆ เหล่านั้นได้ จะต้องถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ร้อยละ 20 หรือร้อยละ 25 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นของบริษัท แล้วแต่กรณี นอกจากนี้ ในกรณีที่การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการเป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์ในการกำจัดคู่แข่ง เมื่อผู้ซื้อหุ้นสามารถเข้าครอบงำกิจการได้แล้วอาจมีการกำจัดคู่แข่งเกิดขึ้นไม่ว่าจะโดยการสั่งปิดกิจการหรือการบริหารงานที่ทำให้บริษัทมีฐานะล้มเหลว ซึ่งในกรณีดังกล่าวนี้ ผู้ถือหุ้นรายย่อยก็ไม่สามารถคัดค้านประการใดได้และจะไม่ได้รับประโยชน์ใด ๆ จากการถือหุ้นในบริษัทต่อไป หรือผู้ถือหุ้นกลุ่มใหญ่ในบริษัทซึ่งมักจะควบคุมอำนาจบริหารกิจการไว้ได้ทั้งหมดก็อาจจะบีบบังคับผู้ถือหุ้นรายย่อยให้ขายหุ้นให้กับตนด้วยวิธีการอันไม่ชอบด้วยกฎหมาย เช่น การไม่จ่ายเงินปันผล การหมุนเวียนหรือจัดหาวิธีการนำเงินของบริษัทเข้าสู่กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ในรูปแบบอื่นจนทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่ได้รับประโยชน์ทางเศรษฐกิจใด ๆ ในอันที่จะเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทต่อไป และในท้ายที่สุดแล้วผู้ถือหุ้นรายย่อยก็มักต้องยอมขายหุ้นที่ตนถืออยู่ให้กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในราคาที่ไม่เป็นธรรม ดังนี้หากมีการนำเอามาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาปรับใช้ ก็จะเป็นหลักประกันคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยว่าตนจะได้รับราคาที่ยุติธรรมสำหรับมูลค่าหุ้นที่ตนจะต้องขายให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ อีกทั้ง ยังมีสิทธินำเรื่องเข้าสู่ศาลเพื่อให้ตรวจสอบความชอบธรรมในการดำเนินการดังกล่าวอีกด้วย

กล่าวโดยสรุป ผู้เขียนเห็นว่าการนำบทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out) มาใช้ในประเทศไทยจะช่วยลดปัญหาและผลกระทบที่เกิดจากความไม่เพียงพอของมาตรการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการในกรณีที่บริษัทมีกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นอยู่ในปริมาณไม่เกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทได้ อีกทั้ง ยังก่อให้เกิดผลดีกับกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ บริษัทเป้าหมาย และกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยเองอีกด้วย

## 5.2 ข้อเสนอแนะ

ดังที่ได้กล่าวข้างต้นว่าผู้เขียนเห็นว่าการนำหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาปรับใช้ในประเทศไทยจะช่วยแก้ปัญหาและลดผลกระทบอันเกิดจากการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นจำนวนมากในบริษัทได้ ในการนี้ เนื่องจากสมมติฐานในการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ได้มุ่งเน้นไปยังบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น ผู้เขียนจึงเห็นว่าประเทศไทยควรรับเอาหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาปรับใช้ในประเทศไทยโดยบัญญัติไว้เป็นส่วนหนึ่งของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (ตามที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม) ซึ่งจะแตกต่างจากในประเทศสหรัฐอเมริกาหรือในประเทศอังกฤษที่บัญญัติไว้เป็นส่วนหนึ่งของกฎหมายว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัท โดยผู้เขียนมีข้อเสนอแนะเกี่ยวกับเนื้อหาและสาระสำคัญของมาตรการดังกล่าวในขอบเขตต่าง ๆ ดังนี้

### 5.2.1 ขอบเขตการปรับใช้หลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย

ผู้เขียนเห็นว่าประเทศไทยควรอนุญาตให้มีการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ใน 2 กรณี กล่าวคือ

(ก) ในกรณีที่มีการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (Tender Offer) และผู้ทำคำเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นในบริษัทเป้าหมายถึงร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการ (ซึ่งจำนวนร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการนี้เป็นจำนวนที่ผู้เขียนเห็นว่าหากผู้ทำคำเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นของกิจการถึงจำนวนดังกล่าวแล้ว ผู้ทำคำเสนอซื้อจะมีอำนาจควบคุมการบริหารจัดการตลอดจนการตัดสินใจดำเนินการใด ๆ ที่สำคัญของบริษัทได้โดยผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่อาจดำเนินการโต้แย้งคัดค้าน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการขอเพิกถอนหลักทรัพย์ของกิจการออกจากตลาดหลักทรัพย์\* ซึ่งเป็นที่คาดหมายได้ว่าหากผู้ทำคำเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นในกิจการถึงร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการแล้ว ผู้ทำคำเสนอซื้อคงจะต้องดำเนินการขอเพิกถอนหลักทรัพย์ออกจากตลาดหลักทรัพย์เพื่อเป็นการลดภาระหน้าที่ตลอดจนค่าใช้จ่ายอันเกิดจากการต้องดำรง

\* ตามข้อ 5 ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542 กำหนดว่า การประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขอมติเพิกถอนหุ้น ต้องได้รับมติเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นหรือผู้รับมอบฉันทะของผู้ถือหุ้น (ถ้ามี) ที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนนด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียน และต้องไม่มีผู้ถือหุ้นคัดค้านการเพิกถอนหุ้นเกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียน



สถานะเป็นบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อีกทั้งเพื่อไม่ให้บริษัทต้องประสบปัญหาการกระจายการถือหุ้นรายย่อยไม่ครบถ้วนอีกด้วย \*) เป็นจำนวนมากเพียงพอที่จะก่อให้เกิดปัญหาและผลกระทบอันเกิดจากการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นจำนวนน้อยมากในบริษัท)

(ข) ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นใหญ่และผู้ที่เกี่ยวข้อง \* รวมตลอดจน บุคคลที่มีการกระทำการร่วมกัน (Concert Party) ได้มาซึ่งหุ้นของกิจการโดยวิธีการอื่นใดที่มีใช้การทำคำสั่งซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (Tender Offer) จนถึงร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการ

\* ตามข้อ 7 ของประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องดำรงคุณสมบัติเรื่องการกระจายการถือหุ้น โดยต้องมีจำนวนผู้ถือหุ้นสามัญรายย่อยไม่น้อยกว่า 150 ราย และผู้ถือหุ้นดังกล่าวต้องถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้วของบริษัทจดทะเบียน โดยในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนมีจำนวนผู้ถือหุ้นสามัญรายย่อยและจำนวนรวมของหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นดังกล่าวน้อยกว่าที่กำหนด ตลาดหลักทรัพย์จะมีหนังสือแจ้งถึงกรณีดังกล่าวและให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการกระจายการถือหุ้นให้ครบถ้วนตามจำนวนดังกล่าวภายใน 1 ปี นับแต่วันที่ครบกำหนดระยะเวลาในการนำส่งรายงานการกระจายการถือหุ้นตามแนวทางที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด และหากบริษัทจดทะเบียนไม่สามารถดำเนินการกระจายการถือหุ้นได้ภายใน 1 ปีดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์จะประกาศเป็นการทั่วไปว่าบริษัทจดทะเบียนนั้นไม่สามารถดำเนินการกระจายการถือหุ้นให้ครบถ้วน และบริษัทจดทะเบียนนั้นต้องชำระค่าธรรมเนียมรายปีส่วนเพิ่มนอกจากค่าธรรมเนียมรายปีที่บริษัทจดทะเบียนต้องชำระตามปกติและรายงานความคืบหน้าในการดำเนินการกระจายการถือหุ้น ทั้งนี้ ตามแนวทางที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด

\* ผู้ที่เกี่ยวข้องตามนิยามของประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวข้องกัน พ.ศ. 2546 และประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 21/2551 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน หมายถึง บุคคลตามมาตรา 258 (1) ถึง (7) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ก่อนการแก้ไขเพิ่มเติม กล่าวคือ

- (1) คู่สมรสของบุคคลดังกล่าว
- (2) บุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะของบุคคลดังกล่าว
- (3) ห้างหุ้นส่วนสามัญที่บุคคลดังกล่าวหรือบุคคลตาม (1) หรือ (2) เป็นหุ้นส่วน



ทั้งนี้ เนื่องจากผู้เขียนเห็นว่าการกำหนดให้ผู้ทำคำเสนอซื้อและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการสามารถบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ในทั้งสองกรณีดังกล่าวข้างต้นนี้เป็นการดำเนินการให้เป็นไปตามเจตนารมณ์และวัตถุประสงค์ของหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมากที่สุด โดยพิจารณาถึงเหตุที่จะให้ผู้ทำการบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยได้มาซึ่งหุ้นในกิจการถึงร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการ กล่าวคือ ทั้งโดยการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการและโดยวิธีอื่น ๆ ซึ่งต่างจากในประเทศอังกฤษที่กำหนดให้การบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยจะต้องเกิดขึ้นภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการเท่านั้น และต่างจากในประเทศสหรัฐอเมริกาที่กำหนดให้การบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยจะเกิดขึ้นในฐานะที่เป็นส่วนหนึ่งของการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทแม่และบริษัทลูก (ซึ่งบริษัทแม่ถือหุ้นอย่างน้อยร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทลูก) (Short Form Merger) หรือภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ

#### 5.2.2 วิธีการดำเนินกระบวนการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย

สำหรับวิธีการดำเนินกระบวนการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้น ผู้เขียนเห็นว่าจะต้องกำหนดระยะเวลาที่ให้ผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ใช้สิทธิบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยไว้อย่างชัดเจนและจะต้องเป็นระยะเวลาที่ไม่แน่นอนเกินไปและไม่สั้นจนเกินไป ทั้งนี้ เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมกับทั้งผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยระยะเวลาที่ผู้เขียนเห็นว่าเหมาะสมนั้น คือ ผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แล้วแต่กรณี ต้องส่งหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิไปยังผู้ถือหุ้นรายย่อยทุกรายรวมถึงบริษัทเป้าหมายเพื่อแสดง

- 
- (4) ห้างหุ้นส่วนจำกัดที่บุคคลดังกล่าวหรือบุคคลตาม (1) หรือ (2) เป็นหุ้นส่วนจำกัดไม่จำกัดความรับผิดหรือเป็นหุ้นส่วนจำกัดความรับผิดที่มีหุ้นรวมกันเกินร้อยละ 30 ของหุ้นทั้งหมดของห้างหุ้นส่วนจำกัด
  - (5) บริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดที่บุคคลดังกล่าวหรือบุคคลตาม (1) หรือ (2) หรือห้างหุ้นส่วนตาม (3) หรือ (4) ถือหุ้นรวมกันเกินร้อยละ 30 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของบริษัทนั้น
  - (6) บริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดที่บุคคลดังกล่าวหรือบุคคลตาม (1) หรือ (2) หรือห้างหุ้นส่วนตาม (3) หรือ (4) หรือบริษัทตาม (5) ถือหุ้นรวมกันเกินร้อยละ 30 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของบริษัทนั้น
  - (7) นิติบุคคลที่บุคคลดังกล่าวสามารถมีอำนาจในการจัดการในฐานะเป็นผู้แทนของนิติบุคคล

เจตจำนงที่จะใช้สิทธิภายใน 3 เดือนนับแต่วันสิ้นสุดการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการหรือวันที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้มาซึ่งหุ้นของกิจการถึงจุดที่มีสิทธิทำการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (เช่น ร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการ) แล้วแต่กรณี

อย่างไรก็ดี ผู้เขียนเห็นว่าหากผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่ใช้สิทธิภายในระยะเวลาดังกล่าว ผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ควรต้องห้ามใช้สิทธิอีกภายในระยะเวลา 1 ปี นับจากวันสิ้นสุดระยะเวลาการใช้สิทธิครั้งสุดท้าย ทั้งนี้ เพื่อสร้างความชัดเจนและแน่นอนให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อย

### 5.2.3 การพิจารณาราคามูลค่าหุ้น

ในส่วนของราคาหุ้นที่ผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แล้วแต่กรณี จะต้องชำระให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยเพื่อทดแทนการบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าว นั้น ผู้เขียนเห็นว่าควรนำข้อกำหนดและเงื่อนไขสำหรับการตั้งราคาเสนอซื้อในการทำคำเสนอซื้อเพื่อเพิกถอนหลักทรัพย์ตามที่กำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 53/2545 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ กล่าวคือ ราคาที่ผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แล้วแต่กรณี จะต้องชำระให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยเพื่อทดแทนการบังคับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวต้องไม่ต่ำกว่าราคาสูงสุดของราคาที่ยกมาตามหลักเกณฑ์ ดังต่อไปนี้

(1) ราคาสูงสุดที่ผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ที่เกี่ยวข้องของผู้ทำคำเสนอซื้อหรือราคาสูงสุดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้ที่เกี่ยวข้องรวมตลอดจนบุคคลที่มีการกระทำการร่วมกันของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้หุ้นสามัญในบริษัทเป้าหมายนั้นมาในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อนวันที่ผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ แล้วแต่กรณี จะส่งหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธินั้นไปยังผู้ถือหุ้นรายย่อยและบริษัทเป้าหมาย

(2) ราคาตลาดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหุ้นนั้นในระหว่างห้าวันทำการก่อนวันที่ผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ แล้วแต่กรณี จะส่งหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธินั้นไปยังผู้ถือหุ้นรายย่อยและบริษัทเป้าหมาย (Volume Weighted Average Market Price “VWAP”)

ตัวอย่างการคำนวณ เช่น ในกรณีที่วันที่ผู้ทำคำเสนอซื้อส่งหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิ นั้นไปยังผู้ถือหุ้นรายย่อยและบริษัทเป้าหมาย คือ วันที่ 20 พฤษภาคม 2552 ราคาตลาดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหุ้นในระหว่าง 5 วันทำการ ก่อนวันที่ 20 พฤษภาคม 2552 ได้แก่

วันที่	มูลค่าซื้อขาย (ล้านบาท)	จำนวนหุ้นที่ซื้อขาย (หุ้น)	ราคา VWAP (บาทต่อหุ้น)
13 พฤษภาคม 2552	2.48	16,900	41,912
14 พฤษภาคม 2552	2.46	63,500	156,210
15 พฤษภาคม 2552	2.5	9,200	22,818
18 พฤษภาคม 2552	2.5	15,400	38,194
19 พฤษภาคม 2552	2.48	1,000	2,480
ราคาเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก		2.47	

(3) มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการ โดยคำนวณจากมูลค่าทางบัญชีที่ปรับปรุงให้สะท้อนราคาตลาดล่าสุดของสินทรัพย์และหนี้สินของกิจการนั้นแล้ว

ตัวอย่างการคำนวณ เช่น มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการ โดยคำนวณจากมูลค่าทางบัญชีที่ปรับปรุงให้สะท้อนราคาตลาดล่าสุดของสินทรัพย์และหนี้สินของกิจการ (Adjusted Net Asset Value “Adjusted NAV”)

Adjusted NAV เป็นมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการที่สะท้อนราคาตลาดล่าสุดของสินทรัพย์และหนี้สินของกิจการ โดยที่ปรึกษาทางการเงินได้คำนวณโดยการนำมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการจากงบการเงินของกิจการ ณ วันที่ 31 มีนาคม 2552 ซึ่งผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชี มาปรับปรุงด้วยส่วนเพิ่มขึ้นหรือลดลงของการตีราคาเงินลงทุนในหลักทรัพย์ และส่วนเพิ่มขึ้นหรือลดลงของมูลค่าสินทรัพย์ถาวรบางรายการที่ประเมินราคาโดย บริษัท 1989 คอนซัลแทนส์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทประเมินมูลค่าสินทรัพย์ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เพื่อหามูลค่าหุ้นของกิจการ โดยมีรายละเอียดในการปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการ กล่าวคือ การปรับปรุงมูลค่าของสินทรัพย์ถาวรบางรายการ ด้วยส่วนเพิ่มของมูลค่าสินทรัพย์ดังกล่าวที่มีการประเมินโดยผู้ประเมินอิสระ ตามรายงานการประเมินราคาซึ่งประกอบด้วย ที่ดินและอาคารสำนักงานใหญ่และสำนักงานสาขา โดยมูลค่าของสินทรัพย์ดังกล่าวที่ประเมินโดยผู้ประเมินอิสระสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีอยู่ 176.16 ล้านบาท และการปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ ณ วันที่ 31 มีนาคม 2552 ให้เป็นมูลค่ายุติธรรม ณ วันที่ 20 พฤษภาคม 2552 ซึ่งจากการปรับปรุงรายการดังกล่าวกิจการมีมูลค่าเงินลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นจำนวน 26.78 ล้านบาท

ด้วยเหตุนี้ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการ ซึ่งคำนวณจากมูลค่าทางบัญชีที่ปรับปรุงให้สะท้อนราคาตลาดล่าสุดของสินทรัพย์และหนี้สินของกิจการแล้ว ได้แก่

มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการ (Adjusted NAV)	มูลค่า (ล้านบาท)
สินทรัพย์รวม	5,055.24
หนี้สินรวม	(3,359.11)
รายการปรับปรุง:	
มูลค่าสินทรัพย์ถาวรเพิ่มขึ้น	176.16
มูลค่าเงินลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น	26.78
<b>มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการ</b>	<b>1,899.07</b>
จำนวนหุ้นทั้งหมด (ล้านหุ้น)	33.26
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการต่อหุ้น (บาท)	57.09

(4) มูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิของกิจการซึ่งประเมินโดยที่ปรึกษาทางการเงิน (Fair Value)

โดยที่ราคามูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของกิจการซึ่งประเมินโดยที่ปรึกษาทางการเงินนั้น จะพิจารณาจากการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ 5 วิธี ได้แก่

- 1) วิธีมูลค่าตามบัญชี (Book Value)
- 2) วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value)
- 3) วิธีเปรียบเทียบราคาหุ้นในอดีต (Historical Market Price Analysis)
- 4) วิธีเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีลักษณะใกล้เคียง (Market Comparable Approach)
- 5) วิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow: DCF)
- 6) วิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล (Dividend Discount Model: DDM)

อนึ่ง เนื่องจากผู้เขียนได้เสนอแนะต่อไปให้การบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ดำเนินการโดยผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนเป็นหนึ่งเหตุผลแห่งการเพิกถอนหุ้นสามัญและเป็นเหตุที่ไม่อาจดำเนินการแก้ไขให้หมดไปได้ ซึ่งหากเกิดเหตุการณ์ดังกล่าวขึ้นแล้วตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเสนอเรื่องต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์

เพื่อพิจารณาสั่งเพิกถอนหุ้นสามัญของบริษัทดังกล่าวจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนอันเป็นการตัดสิทธิผู้ถือหุ้นรายย่อยที่จะได้สิทธิในการเสนอขายหุ้นของตนในการทำคำเสนอซื้อเพื่อเพิกถอนหลักทรัพย์ตามที่กำหนดไว้ในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542 ซึ่งภายใต้กฎเกณฑ์ในการทำคำเสนอซื้อเพื่อเพิกถอนหลักทรัพย์ดังกล่าวได้กำหนดเกณฑ์ในการคำนวณราคาเสนอซื้อไว้ค่อนข้างเข้มงวดกว่าหลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการกำหนดราคาเสนอซื้อหุ้นในการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการโดยทั่วไป (Tender Offer Price) \* ทั้งนี้ เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมกับผู้ถือหุ้นรายย่อยในอันที่จะไม่ถูกรีดรอนสิทธิในการได้ราคาเสนอซื้อหุ้นดังกล่าว

\* ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 53/2545 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ กำหนดหลักเกณฑ์ในการกำหนดราคาเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการไว้ดังนี้

ก. ราคาเสนอซื้อหลักทรัพย์ต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ ดังต่อไปนี้

- (1) ราคาเสนอซื้อจากผู้ถือหลักทรัพย์ทุกรายในประเภทและรุ่นเดียวกัน ต้องเป็นรูปแบบเดียวกัน
- (2) ราคาเสนอซื้ออาจกำหนดเป็นทางเลือกมากกว่าหนึ่งทางเลือกก็ได้โดยอย่างน้อยต้องกำหนดทางเลือกหนึ่งเป็นตัวเงินเสมอ
- (3) ราคาเสนอซื้อที่กำหนดเป็นสิ่งตอบแทนอื่นที่มีใช้ตัวเงินต้องมีการประเมินมูลค่าให้เป็นตัวเงินโดยที่ปรึกษาทางการเงิน

ข. เว้นแต่กรณีตามข้อ ค. ราคาเสนอซื้อหุ้นแต่ละประเภทต้องไม่ต่ำกว่าราคาสูงสุดที่ผู้ทำคำเสนอซื้อหรือบุคคลตามมาตรา 258 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ ได้หุ้นประเภทนั้นมาในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อนวันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ในกรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้อหรือบุคคลตามมาตรา 258 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ ได้หุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิประเภทใดประเภทหนึ่งประเภทเดียวมาในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อนวันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ราคาเสนอซื้อหุ้นประเภทที่ไม่มีการไต่ถามนั้นต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้



(1) ในกรณีที่หุ้นประเภทและรุ่นที่ไม่มี การได้มานั้นเป็นหลักทรัพยจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ราคาเสนอซื้อต้องไม่ต่ำกว่าราคาสูงสุดระหว่าง

(ก) ราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหุ้นประเภทที่ไม่มี การได้มานั้นในระหว่างห้าวันทำการล่าสุดก่อนวันที่ได้หุ้นอีกประเภทหนึ่งมา ทั้งนี้ ในกรณีที่มีการได้หุ้นอีกประเภทหนึ่งมาหลายครั้งในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อนวันที่ยื่น คำเสนอซื้อต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ให้ใช้ราคา ตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของช่วงระยะเวลาห้าวันทำการล่าสุดก่อนวันที่ได้หุ้นอีกประเภท หนึ่งนั้นมาในราคาสูงสุด และ

(ข) มูลค่ายุติธรรมของหุ้นประเภทที่ไม่มี การได้มานั้น ซึ่ง ประเมินโดยที่ปรึกษาทางการเงิน

(2) กรณีอื่นนอกจาก (1) ให้ใช้ราคาตาม (1)(ข)

ค. ในกรณีที่เป็นการทำคำเสนอซื้อเนื่องจากการครอบงำกิจการผ่านนิติ บุคคลอื่น ราคาเสนอซื้อหุ้นต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ ดังนี้

(1) ในกรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้อหรือบุคคลตามมาตรา 258 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ ไม่มี การได้มาซึ่งหุ้นของกิจการในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อนวันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ราคาเสนอซื้อหุ้นต้องไม่ ต่ำกว่าต้นทุนการได้มาซึ่งอำนาจครอบงำกิจการนั้นผ่านนิติบุคคลอื่น ทั้งนี้ ให้สำนักงานมี อำนาจประกาศกำหนดหลักเกณฑ์การคำนวณต้นทุนการได้มาซึ่งอำนาจครอบงำกิจการ ในลักษณะดังกล่าวได้

(2) ในกรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้อหรือบุคคลตามมาตรา 258 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ ได้หุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิของกิจการมาในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อนวันที่ยื่นคำ เสนอซื้อต่อสำนักงาน

(ก) ราคาเสนอซื้อหุ้นประเภทที่ได้มานั้นต้องไม่ต่ำกว่าราคาสูงสุด ระหว่าง

1. ต้นทุนการได้มาซึ่งอำนาจครอบงำกิจการนั้นผ่านนิติ บุคคลอื่นตามหลักเกณฑ์การคำนวณที่สำนักงานกำหนดตาม (1) และ

2. ราคาสูงสุดที่ผู้ทำคำเสนอซื้อหรือบุคคลตามมาตรา 258 ของผู้ทำคำเสนอซื้อได้ยื่นประเภทนั้นมาในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อนวันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน

(ข) ราคาเสนอซื้อหุ้นประเภทที่ไม่มีการได้มานั้น ต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดตามข้อ 37 วรรคสอง โดยอนุโลม

ง. ในกรณีหุ้นที่ได้มาในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อนวันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน เป็นหุ้นที่ได้มาจากการใช้สิทธิซื้อหรือแปลงสภาพ ให้คำนวณราคาสูงสุดที่ได้หุ้มนั้นมาตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) ในกรณีที่มีการได้มาเนื่องจากการใช้สิทธิตามหลักทรัพย์ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ ออปชันที่เป็นหลักทรัพย์ หรือหลักทรัพย์อื่นที่มีลักษณะทำนองเดียวกัน ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่ได้มาในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อนวันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน ราคาสูงสุดที่ได้หุ้มนั้นมาให้หมายถึง ราคาที่สูงกว่าระหว่าง

(ก) ราคาการได้มาซึ่งหลักทรัพย์ที่เป็นที่มาแห่งการใช้สิทธิดังกล่าว รวมกับราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นตามหลักทรัพย์ดังกล่าว และ

(ข) ราคาใดราคาหนึ่งดังต่อไปนี้

1. ราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหุ้นนั้นในระหว่างห้าวันทำการก่อนวันที่มีการใช้สิทธิซื้อหุ้นตามหลักทรัพย์แปลงสภาพนั้น ในกรณีที่หุ้นประเภทเดียวกับหุ้นที่ได้จากการใช้สิทธินั้นเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือ

2. มูลค่ายุติธรรมของหุ้นนั้นซึ่งประเมินโดยที่ปรึกษาทางการเงิน ในกรณีอื่นใดนอกจาก 1.

(2) ในกรณีที่มีการได้มาเนื่องจากการแปลงสภาพตามหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้แปลงสภาพ หรือหลักทรัพย์อื่นที่มีลักษณะทำนองเดียวกัน ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่ได้มาในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อนวันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน ราคาสูงสุดที่ได้หุ้มนั้นมาให้หมายถึงราคาที่สูงกว่าระหว่าง

(ก) ราคาการได้มาซึ่งหลักทรัพย์ที่เป็นที่มาแห่งการแปลงสภาพดังกล่าว และ (ข) ราคาตาม (1)(ข) โดยอนุโลม

(3) ในกรณีที่ไม่มี การได้มาซึ่งหลักทรัพย์ที่เป็นที่ มาแห่งการ ใช้สิทธิซื้อหรือการแปลงสภาพมาในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อนวันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน ราคาสูงสุดที่ได้หุ้่นนั้นมา ให้หมายถึง ราคาตาม (1)(ข) โดยอนุโลม

จ. ในกรณีที่หุ้่นที่ได้มาในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อนวันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน เป็นการได้มาโดยการแลกเปลี่ยนกับหุ้่นของบริษัทอื่น ราคาสูงสุดที่ได้หุ้่นนั้นมา ให้ใช้ราคาตั้งต่อไปนี้ คุณด้วยอัตราจำนวนหุ้่นของบริษัทอื่นต่อจำนวนหุ้่นของกิจการที่ใช้ในการแลกเปลี่ยนนั้น

(1) ราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหุ้่นของบริษัทอื่นนั้นในระหว่างห้าวันทำการก่อนวันที่ได้หุ้่นของกิจการมา ในกรณีหุ้่นของบริษัทอื่นนั้นเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

(2) มูลค่ายุติธรรมของหุ้่นของบริษัทอื่นนั้น ซึ่งประเมินโดยที่ปรึกษาทางการเงิน ในกรณีที่หุ้่นของบริษัทอื่นที่นำมาแลกเปลี่ยนนั้น มิได้เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนแต่ไม่มี การซื้อขายในระหว่างห้าวันทำการก่อนวันที่ได้มาซึ่งหุ้่นของกิจการ

ฉ. ในการคำนวณราคาสูงสุดที่ได้หุ้่นมาในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อนวันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจปรับราคาหุ้่นที่ได้มาโดยคำนึงถึงผลกระทบจากเหตุการณ์ดังต่อไปนี้ด้วยก็ได้ โดยผู้ทำคำเสนอซื้อต้องแสดงรายละเอียดการปรับราคาที่ได้มานั้นไว้ในแบบ 247-4 ด้วย

- (1) การจ่ายปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้่น
- (2) การเปลี่ยนแปลงมูลค่าหุ้่นที่ตราไว้ อันเป็นผลให้จำนวนหุ้่นเพิ่มขึ้นหรือลดลง
- (3) การให้สิทธิซื้อหุ้่นเพิ่มทุนหรือใบแสดงสิทธิในการซื้อหุ้่นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้แก่ผู้ถือหุ้่นตามส่วนจำนวนหุ้่นที่ถืออยู่เดิม

ในกรณีที่ข้อกำหนดในประกาศนี้กำหนดให้ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องนำราคาการได้มาซึ่งหลักทรัพย์ที่เป็นที่ มาแห่งการ ใช้สิทธิซื้อหรือแปลงสภาพรวมคำนวณเป็นราคาการได้มาซึ่งหุ้่นของกิจการด้วย ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจปรับราคาการได้มาซึ่งหลักทรัพย์อื่นนั้นโดยคำนึงถึงอัตราการผลิตซื้อหุ้่นหรืออัตราการแปลงสภาพเป็นหุ้่นต่อหลักทรัพย์หนึ่งหน่วยประกอบด้วยก็ได้

ช. ราคาเสนอซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้่นและใบแสดงสิทธิในการซื้อหุ้่นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้ ต้องไม่ต่ำกว่าราคาสูงสุดระหว่าง

อย่างไรก็ดี เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมกับผู้ถือหุ้นรายอื่นของบริษัทผู้เขียนเห็นว่าควรเพิ่ม  
กลไกดังนี้

(1) ราคาสูงสุดที่ได้ไปสำคัญแสดงสิทธิรุ่นนั้นมาในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบ  
วันก่อนวันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน และ

(2) ผลต่างของราคาเสนอซื้อหุ้นประเภทเดียวกับหุ้นที่รองรับไปสำคัญแสดง  
สิทธินั้นกับราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นตามไปสำคัญแสดงสิทธินั้น คุณด้วยจำนวนหุ้นที่สามารถใช้สิทธิ  
ซื้อได้ต่อไปสำคัญแสดงสิทธิหนึ่งหน่วย

ฉ. ราคาเสนอซื้อหุ้นกู้แปลงสภาพ ต้องไม่ต่ำกว่าราคาสูงสุดระหว่าง

(1) ราคาสูงสุดที่ได้หุ้นกู้แปลงสภาพรุ่นนั้นมาในระหว่างระยะเวลา  
เก้าสิบวันก่อนวันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน และ

(2) ราคาเสนอซื้อหุ้นประเภทเดียวกับหุ้นที่รองรับหุ้นกู้แปลงสภาพ  
นั้น คุณด้วย จำนวนหุ้นที่พึงได้รับจากการใช้สิทธิแปลงสภาพตามหุ้นกู้แปลงสภาพหนึ่ง  
หน่วย

ช. ในกรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้อแก้ไขราคาเสนอซื้อหุ้นให้สูงขึ้น ผู้ทำคำเสนอ  
ซื้อต้องแก้ไขราคาเสนอซื้อหลักทรัพย์แปลงสภาพที่มีหุ้นประเภทเดียวกับที่ได้แก้ไขราคาเสนอซื้อ  
นั้นเป็นหุ้นรองรับการใช้สิทธิ ให้เป็นไปตามข้อ 42 และข้อ 43 ด้วย

ซ. ในกรณีดังต่อไปนี้ เมื่อได้รับคำขอจากผู้ทำคำเสนอซื้อ  
คณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการอาจผ่อนผันให้ผู้ทำคำเสนอซื้อ  
กำหนดราคาเสนอซื้อหลักทรัพย์เป็นประการอื่นได้

(1) เมื่อผู้ทำคำเสนอซื้อแสดงให้เห็นได้ว่าราคาที่ได้จากการคำนวณ  
ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศนี้มีได้สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้น

(2) เมื่อผู้ทำคำเสนอซื้อได้หุ้นของกิจการมาด้วยวิธีอื่นนอกจากวิธีที่ได้  
กำหนดหลักเกณฑ์การคำนวณราคาไว้แล้วในประกาศนี้ ในระหว่างระยะเวลาเก้าสิบวันก่อน  
วันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงานให้ผู้ทำคำเสนอซื้อยื่นคำขอผ่อนผันตามวรรคหนึ่งผ่าน  
สำนักงาน โดยชำระค่าธรรมเนียมตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงานประกาศกำหนด ทั้งนี้ ผู้ทำคำ  
เสนอซื้อต้องจัดให้มีที่ปรึกษาทางการเงินแสดงความเห็นต่อราคาเสนอซื้อที่ผู้ทำคำเสนอซื้อ  
ประสงค์จะกำหนดเพื่อเสนอประกอบการพิจารณาของคณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือ  
หลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการด้วย

(ก) ในกรณีที่มีการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (Tender Offer) และผู้ทำคำเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นในบริษัทเป้าหมายถึงร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการ และผู้ทำคำเสนอซื้อเลือกที่จะใช้สิทธิดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย ในกรณีนี้ ผู้ทำคำเสนอซื้อจะต้องชำระผลต่างระหว่างราคาเสนอซื้อในการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการครั้งล่าสุด (Tender Offer Price) และราคาที่ใช้ในการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (Squeeze Out Price) ให้แก่ผู้ถือหุ้นทุกรายที่เข้ามาขายหุ้นในการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการครั้งล่าสุดนั้น ทั้งนี้ เนื่องจากการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นหนึ่งในเหตุแห่งการเพิกถอนหุ้นสามัญ ซึ่งโดยปกติแล้วผู้ทำคำเสนอซื้อจะต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในลักษณะของคำเสนอซื้อเพื่อเพิกถอนหลักทรัพย์ (Delisting Tender Offer) อันจะมีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดราคาที่เหมาะสมกว่า ดังนั้นหากไม่มีกลไกให้ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องชำระส่วนต่างดังกล่าวให้แก่ผู้ถือหุ้นที่เสนอขายในการทำคำเสนอซื้อดังกล่าวแล้วก็จะไม่เป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นเหล่านั้น อีกทั้ง อาจทำให้ไม่มีผู้ถือหุ้นคนใดอยากเข้ามาเสนอขายในการทำคำเสนอซื้อดังกล่าว เพราะคาดหมายได้ว่าผู้ทำคำเสนอซื้อจะต้องทำการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อไปซึ่งอาจเป็นเหตุทำให้การทำคำเสนอซื้อล้มเหลวและผู้ทำคำเสนอซื้อไม่อาจดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อไปได้

(ข) ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นใหญ่และผู้ที่เกี่ยวข้องรวมตลอดจน บุคคลที่มีการกระทำการร่วมกัน (Concert Party) ได้มาซึ่งหุ้นของกิจการโดยวิธีการอื่นใดที่มีใช้การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (Tender Offer) จนถึงร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการ และผู้ถือหุ้นใหญ่ใช้สิทธิบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย ในกรณีนี้ ผู้เขียนเห็นว่าไม่มีความจำเป็นที่จะนำกลไกการชำระส่วนต่างดังกล่าวข้างต้นมาใช้บังคับเนื่องจากการตกลงซื้อขายหุ้นกันโดยวิธีการอื่นนั้น ผู้ซื้อและผู้ขายมีเสรีภาพในการเจรจาต่อรองกันเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของตนเอง ดังนั้น ราคาที่ใช้ในการซื้อขายกันย่อมต้องเป็นราคาที่คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายพึงพอใจแล้ว

#### 5.2.4 การตรวจสอบโดยศาล

จากการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับการนำหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมาปรับใช้ในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษ ผู้เขียนเห็นว่าในประเทศทั้งสอง ศาลค่อนข้างมีบทบาทสำคัญในการวางหลักและบรรทัดฐานเกี่ยวกับมาตรการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากทั้งประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษต่างก็ยึดถือระบบกฎหมายคอมมอนลอว์ทั้งสิ้น อย่างไรก็ตาม แม้ประเทศไทยจะยึดถือระบบกฎหมายภาคพื้นยุโรปหรือ Civil Law อันยึดถือกฎหมายลายลักษณ์อักษรเป็นสำคัญ แต่ก็ควรกำหนดให้การบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นราย



ย่อยดังกล่าวตกอยู่ภายใต้การตรวจสอบโดยศาลด้วย เนื่องจากหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นเป็นมาตรการที่วิตรอนสิทธิการเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยตามกฎหมาย เปรียบเสมือนหนึ่งการเวนคืนทรัพย์สินของรัฐ ดังนั้น การกำหนดให้การดำเนินการดังกล่าวต้องตกอยู่ภายใต้การตรวจสอบของศาลจึงถือเป็นการบรรเทาผลกระทบและป้องกันความไม่เป็นธรรมอันอาจเกิดแก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ อย่างไรก็ตาม ผู้เขียนเห็นว่า เพื่อลดความไม่แน่นอนในการดำเนินการตามหลักการดังกล่าวในทางปฏิบัติ รวมตลอดจนเพื่อช่วยลดความยุ่งยาก ขั้นตอน ระยะเวลาและค่าใช้จ่ายในการดำเนินการในชั้นศาล กฎหมายควรกำหนดจำกัดขอบเขตอำนาจของศาลในการตรวจสอบการดำเนินธุรกรรมดังกล่าวไว้เท่าที่จำเป็นและตามที่สมควร เช่น ควรกำหนดให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิอุทธรณ์ราคาต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ภายในระยะเวลาที่กำหนด เช่น 60 วันนับจากวันที่ลงในหนังสือบอกกล่าวการใช้สิทธิของผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ก่อนและหากผู้ถือหุ้นยังคงไม่พอใจในผลการวินิจฉัยจึงจะสามารถอุทธรณ์คำวินิจฉัยต่อศาลได้ อีกทั้ง ระยะเวลาที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะมีสิทธินำเรื่องเข้าสู่ศาล ซึ่งในกรณีนี้ผู้เขียนเห็นว่าอาจพิจารณากำหนดให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยสามารถนำเรื่องเข้าสู่การพิจารณาของศาลได้ภายในระยะเวลา 1 ปี นับจากวันที่ได้รับคำวินิจฉัยจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ผู้เขียนยังเห็นว่าควรจำกัดขอบเขตของการกระทำที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยใช้เป็นเหตุในการฟ้องร้องไว้ด้วย เช่น เหตุที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะสามารถนำเรื่องขึ้นสู่ศาลได้นั้นควรจำกัดให้เป็นเฉพาะกรณีที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยโต้แย้งว่าผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ แล้วแต่กรณี ไม่มีสิทธิที่จะบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย (อาทิ ผู้ทำคำเสนอซื้อมิได้ได้มาซึ่งหุ้นในกิจการเป้าหมายถึงร้อยละ 90 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการจากการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการโดยชอบ เป็นต้น) หรือกรณีราคาของผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นใหญ่แล้วแต่กรณี ทำการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นราคาที่ไม่นับไปตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กำหนดไว้ตามกฎหมาย เป็นต้น ทั้งนี้ นอกจากจะเป็นการลดปัญหาความไม่แน่นอนในการดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อย และลดภาระของศาล ตลอดจนลดค่าใช้จ่ายและระยะเวลาในการดำเนินกระบวนการทางศาลแล้ว ยังเป็นการรักษาวัตถุประสงค์และเจตนารมณ์ในการเป็นมาตรการบังคับเด็ดขาดของหลักการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยไว้อีกด้วย

## 5.2.5 ผลกระทบต่อกฎหมายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง

ก. พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (ตามที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม)

เนื่องจากมาตรา 15 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (ตามที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม) กำหนดว่า บริษัทมหาชนจำกัด คือ บริษัทประเภทซึ่งตั้งขึ้นด้วยความประสงค์ที่จะเสนอขายหุ้นต่อประชาชน โดยผู้ถือหุ้นมีความรับผิดชอบจำกัดไม่เกินจำนวนเงินค่าหุ้นที่ต้องชำระและบริษัทดังกล่าวได้ระบุนโยบายความประสงค์เช่นนั้นไว้ในหนังสือบริคณห์สนธิ แสดงให้เห็นว่าวัตถุประสงค์สำคัญของการเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่แตกต่างไปจากการเป็นบริษัทจำกัด ได้แก่ การที่บริษัทมหาชนจำกัดสามารถที่จะระดมทุนผ่านการเสนอขายหุ้นของบริษัทให้แก่ประชาชนได้ ดังนี้ แม้บริษัทจะกลายเป็นบริษัทที่มีเจ้าของคนเดียวหรือกลุ่มเดี่ยวนั้นเป็นผลมาจากการดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยแล้วนั้น ก็มิอาจสรุปได้ว่าบริษัทจะไม่มีความประสงค์ที่จะระดมทุนผ่านการเสนอขายหุ้นของบริษัทให้แก่ประชาชนต่อไปในอนาคต ดังนี้ ผู้เขียนจึงเห็นว่าแม้บริษัทจะกลายเป็นบริษัทที่มีเจ้าของคนเดียวหรือกลุ่มเดี่ยวนั้นเป็นผลมาจากการดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยแล้วก็ตาม บริษัทก็ควรที่จะยังคงสถานะการเป็นบริษัทมหาชนจำกัดไว้ได้โดยไม่ต้องแปลงสภาพกลับไปเป็นบริษัทจำกัดแต่ประการใด

อย่างไรก็ดี เนื่องจากลักษณะของบริษัทซึ่งผ่านการดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมานั้นจะกลายเป็นบริษัทที่มีเจ้าของคนเดียวหรือกลุ่มเดียว ดังนี้ มาตราการและกลไกที่ช่วยในการปกป้องคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยตามที่บัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (ตามที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม) จึงไม่เป็นการจำเป็นอีกต่อไป อีกทั้งยังกลายเป็นอุปสรรคในการบริหารจัดการและการดำเนินงานของบริษัทดังกล่าวอีกด้วย ด้วยเหตุนี้พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (ตามที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม) จึงควรได้รับการแก้ไขเพิ่มเติมให้กำหนดยกเว้นให้บริษัทที่มีเจ้าของคนเดียวหรือกลุ่มเดี่ยวนั้นเป็นผลมาจากการดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่ต้องปฏิบัติตามบทบัญญัติบางประการในพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (ตามที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม) อันมีวัตถุประสงค์เป็นการปกป้องคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อย เช่น ข้อกำหนดเกี่ยวกับการประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัท อาทิ องค์ประชุม (มาตรา 103<sup>\*</sup>) วิธีการจัดการประชุมและการส่งหนังสือเชิญประชุม การออกเสียง

\* มาตรา 103 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (ตามที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม) กำหนดว่า เว้นแต่พระราชบัญญัตินี้จะบัญญัติไว้เป็นอย่างอื่น ในการประชุมผู้ถือหุ้น ต้องมีผู้ถือหุ้นและผู้รับมอบฉันทะจากผู้ถือหุ้น (ถ้ามี) มาประชุมไม่น้อยกว่ายี่สิบห้าคนหรือไม่น้อยกว่า

ลงคะแนนในที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัท (มาตรา 101 มาตรา 102 มาตรา 105 และมาตรา 107\*) การห้ามมิให้ผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสียเป็นพิเศษในเรื่องใดมีสิทธิออกเสียงลงคะแนนในเรื่องนั้น

กึ่งหนึ่งของจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดและต้องมีหุ้นนับรวมกันได้ไม่น้อยกว่าหนึ่งในสามของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมดจึงจะเป็นองค์ประชุม

ในกรณีที่ปรากฏว่าการประชุมผู้ถือหุ้นครั้งใด เมื่อล่วงเวลานัดไปแล้วถึงหนึ่งชั่วโมงจำนวนผู้ถือหุ้นซึ่งมาเข้าร่วมประชุมไม่ครบเป็นองค์ประชุมตามที่กำหนดไว้ในวรรคหนึ่ง หากว่าการประชุมผู้ถือหุ้นนั้นได้เรียกนัดเพราะผู้ถือหุ้นร้องขอตามมาตรา 100 การประชุมเป็นอันระงับไป ถ้าการประชุมผู้ถือหุ้นนั้นมิใช่เป็นการเรียกประชุมเพราะผู้ถือหุ้นร้องขอตามมาตรา 100 ให้นัดประชุมใหม่ และให้ส่งหนังสือนัดประชุมไปยังผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่าเจ็ดวันก่อนวันประชุม ในการประชุมครั้งหลังนี้ไม่บังคับว่าจะต้องครบองค์ประชุม

\* มาตรา 101 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (ตามที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม) กำหนดว่า ในการเรียกประชุมผู้ถือหุ้นนั้น ให้คณะกรรมการจัดทำเป็นหนังสือนัดประชุมระบุสถานที่ วัน เวลา ระเบียบวาระการประชุม และเรื่องที่จะเสนอต่อที่ประชุมพร้อมด้วยรายละเอียดตามสมควร โดยระบุให้ชัดเจนว่าเป็นเรื่องที่จะเสนอเพื่อทราบ เพื่ออนุมัติ หรือเพื่อพิจารณา แล้วแต่กรณี รวมทั้งความเห็นของคณะกรรมการในเรื่องดังกล่าวและจัดส่งให้ผู้ถือหุ้นและนายทะเบียนทราบไม่น้อยกว่าเจ็ดวันก่อนวันประชุม ทั้งนี้ ให้โฆษณาคำบอกกล่าวนัดประชุมในหนังสือพิมพ์ไม่น้อยกว่าสามวันก่อนวันประชุมด้วยสถานที่ที่จะใช้เป็นที่ประชุมตามวรรคหนึ่ง ต้องอยู่ในท้องที่อันเป็นที่ตั้งสำนักงานใหญ่ของบริษัทหรือจังหวัดใกล้เคียง เว้นแต่ข้อบังคับจะกำหนดไว้เป็นอย่างอื่น

มาตรา 102 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (ตามที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม) กำหนดว่า ผู้ถือหุ้นมีสิทธิเข้าประชุมและออกเสียงลงคะแนนในการประชุมผู้ถือหุ้นแต่จะมอบฉันทะให้บุคคลอื่นเข้าประชุมและออกเสียงลงคะแนนแทนก็ได้ ในการนี้ให้นำมาตรา 33 วรรคสอง วรรคสี่ และวรรคห้า และมาตรา 34 มาใช้บังคับโดยอนุโลมโดยในกรณีการมอบฉันทะให้ยื่นหนังสือมอบฉันทะต่อประธานกรรมการหรือผู้ที่ประธานกรรมการกำหนดการออกเสียงลงคะแนนในวรรคหนึ่งในส่วนที่ถือว่าหุ้นหนึ่งมีเสียงหนึ่งนั้นมิให้ใช้บังคับกับกรณีที่บริษัทได้ออกหุ้นบุริมสิทธิ และกำหนดให้มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนน้อยกว่าหุ้นสามัญ

มาตรา 105 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (ตามที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม) กำหนดว่า ประธานในที่ประชุมผู้ถือหุ้น มีหน้าที่ควบคุมการประชุมให้เป็นไปตามข้อบังคับของบริษัทว่าด้วยการประชุม ในการนี้ต้องดำเนินการประชุมให้เป็นไปตามลำดับระเบียบ

วาระที่กำหนดไว้ในหนังสือนัดประชุมเว้นแต่ที่ประชุมจะมีมติให้เปลี่ยนลำดับระเบียบวาระด้วย  
คะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสองในสามของจำนวนผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุม

เมื่อที่ประชุมพิจารณาเสร็จตามวรรคหนึ่งแล้ว ผู้ถือหุ้นซึ่งมีหุ้นนับรวมกันได้ไม่น้อยกว่า  
หนึ่งในสามของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด จะขอให้ที่ประชุมพิจารณาเรื่องอื่นนอกจากที่  
กำหนดไว้ในหนังสือนัดประชุมอีกก็ได้

ในกรณีที่ที่ประชุมพิจารณาเรื่องตามลำดับระเบียบวาระไม่เสร็จตามวรรคหนึ่งหรือ  
พิจารณาเรื่องของผู้ถือหุ้นเสนอไม่เสร็จตามวรรคสอง แล้วแต่กรณีและจำเป็นต้องเลื่อนการพิจารณา  
ให้ที่ประชุมกำหนดสถานที่ วัน และเวลาที่จะประชุมครั้งต่อไป และให้คณะกรรมการส่งหนังสือนัด  
ประชุมระบุสถานที่วัน เวลา และระเบียบวาระการประชุมไปยังผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่าเจ็ดวันก่อนวัน  
ประชุม ทั้งนี้ให้โฆษณาคำบอกกล่าวนัดประชุมในหนังสือพิมพ์ไม่น้อยกว่าสามวันก่อนวันประชุม  
ด้วย

มาตรา 107 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (ตามที่ได้มีการแก้ไข  
เพิ่มเติม) กำหนดว่า เว้นแต่พระราชบัญญัตินี้จะบัญญัติไว้เป็นอย่างอื่น มติของที่ประชุมผู้ถือหุ้น  
นั้นให้ประกอบด้วยคะแนนเสียงดังต่อไปนี้

(1) ในกรณีปกติ ให้ถือคะแนนเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและ  
ออกเสียงลงคะแนน ถ้ามีคะแนนเสียงเท่ากัน ให้ประธานในที่ประชุมออกเสียงเพิ่มขึ้นอีก  
เสียงหนึ่งเป็นเสียงชี้ขาด

(2) ในกรณิดังต่อไปนี้ ให้ถือคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวน  
เสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน

(ก) การขายหรือโอนกิจการของบริษัททั้งหมดหรือบางส่วนที่สำคัญ  
ให้แก่บุคคลอื่น

(ข) การซื้อหรือรับโอนกิจการของบริษัทอื่นหรือบริษัทเอกชนมาเป็นของ  
บริษัท

(ค) การทำ แก้ไข หรือเลิกสัญญาเกี่ยวกับการให้เช่ากิจการของบริษัท  
ทั้งหมดหรือบางส่วนที่สำคัญ การมอบหมายให้บุคคลอื่นเข้าจัดการธุรกิจ  
ของบริษัท หรือการรวมกิจการกับบุคคลอื่นโดยมีวัตถุประสงค์จะแบ่ง  
กำไรขาดทุน

(3) ในกรณีที่บริษัทมีข้อบังคับกำหนดไว้ว่า มติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นในเรื่อง  
ใดต้องประกอบด้วยคะแนนเสียงเกินจำนวนที่กำหนดไว้ใน (1) หรือ (2)  
ก็ให้เป็นไปตามนั้น

นอกจากการออกเสียงลงคะแนนเลือกตั้งกรรมการ (มาตรา 102 ประกอบกับมาตรา 33 วรรคสอง) เป็นต้น

ข. ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542

โดยสภาพแล้ว เมื่อผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยแล้วนั้น บริษัทจะกลายเป็นบริษัทที่มีเจ้าของคนเดียวหรือกลุ่มเดียวอันจะทำให้บริษัทไม่สามารถดำรงคุณสมบัติของการเป็นบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในส่วนที่เกี่ยวกับการกระจายการถือหุ้นรายย่อยไว้ได้ ซึ่งโดยปกติแล้วการไม่สามารถดำรงคุณสมบัติเกี่ยวกับการกระจายการถือหุ้นรายย่อยได้นั้นจะไม่ถือเป็นเหตุแห่งการเพิกถอนหุ้นสามัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะแจ้งให้บริษัทที่มีการกระจายการถือหุ้นรายย่อยไม่เป็นไปตามที่กฎหมายกำหนดทราบถึงเหตุการณ์ดังกล่าวและให้บริษัทจดทะเบียนนั้น ๆ ดำเนินการแก้ไขเหตุดังกล่าวให้หมดไปภายใน 1 ปี ซึ่งหากบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวไม่สามารถดำเนินการแก้ไขเหตุดังกล่าวภายในระยะเวลาที่กำหนด บริษัทจดทะเบียนนั้น ๆ จะต้องชำระค่าธรรมเนียมส่วนเพิ่มให้แก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามอัตราและระยะเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกาศกำหนดจนกว่าจะดำเนินการแก้ไขเหตุการณ์ดังกล่าวได้ อย่างไรก็ดี เนื่องจากบริษัทที่มีเจ้าของคนเดียวหรือกลุ่มเดียวอันเป็นผลมาจากการดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยแล้วนั้น โดยสภาพแล้ว ผู้ถือหุ้นย่อมไม่ต้องการที่จะรักษาสถานภาพของการเป็นบริษัทจดทะเบียนไว้ ทั้งนี้ เพื่อเป็นการลดความยุ่งยากและเพิ่มความคล่องตัวในการบริหารจัดการบริษัท อีกทั้งยังเป็นการลดภาระและประหยัดค่าใช้จ่ายในอันที่บริษัทจะต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ข้อบังคับต่าง ๆ ที่ออกโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งใช้บังคับกับบริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ด้วยเหตุนี้ ผู้เขียนจึงเห็นว่าควรมีการพิจารณาแก้ไขเพิ่มเติมข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542 โดยให้มีการกำหนดให้การดำเนินการบังคับขายหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ดำเนินการโดยผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนเป็นหนึ่งในเหตุแห่งการเพิกถอนหุ้นสามัญและเป็นเหตุที่ไม่อาจดำเนินการแก้ไขให้หมดไปได้ ซึ่งหากเกิดเหตุการณ์ดังกล่าวขึ้นแล้วตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเสนอเรื่องต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เพื่อพิจารณาสั่งเพิกถอนหุ้นสามัญของบริษัทดังกล่าวจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน



## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

- กิติพงษ์ อรุณีพัฒน์พงศ์. การควบรวมกิจการ โอกาสของธุรกิจไทย. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2550.
- ไชยวัฒน์ บุญนาค. ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับการให้ได้ว่าซึ่งกิจการหรือทรัพย์สินของบริษัท. วารสารนิติศาสตร์ (มีนาคม 2529).
- บุศรา เจตน์จำนงจิต. การคุ้มครองผู้ถือหุ้นข้างน้อยในบริษัทจำกัด. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท มหาวิทยาลัย คณະนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2542.
- ปาลีรัฐ ศรีวรรณพฤกษ์. การคุ้มครองผู้ถือหุ้นข้างน้อยในพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท มหาวิทยาลัย คณະนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2545.
- พิเศษ เสตเสถียร. หลักกฎหมายบริษัทมหาชนจำกัด. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์นิติธรรม, 2548.
- ภัชฎา รุจิเรข. บทบาทของผู้ถือหุ้นและกรรมการในบริษัทจำกัดในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท มหาวิทยาลัย คณະนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2537.
- สุกัญญา เทพหัสดิน ณ อยุธยา. มาตรการควบคุมการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยและสหรัฐอเมริกา. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท มหาวิทยาลัย คณະนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2545.
- อนุกุล ตันติมาสน์. บทบาทของกรรมการบริษัทมหาชนจำกัดในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท มหาวิทยาลัย คณະนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548.
- อรอนงค์ ม่วงพันธ์. การศึกษาเปรียบเทียบการใช้มาตรการทางกฎหมายในการควบคุมการควบกิจการระหว่างประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท มหาวิทยาลัย คณະนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2546.

### ภาษาอังกฤษ

- Pinto R. and Douglas M. Branson. Understanding Corporate Law. second edition :LexisNexis, 2004.
- Robert W. Hamilton. The law of Corporations in a Nutshell. second edition. St. Paul, Minn.: West Publishing Co., 1987.

- Simon Robinson. The Mergers & Acquisitions Review. second edition: Law Business Research, 2008.
- William H. Painter. Corporate & Tax Aspects of Closely Held Corporations. second edition: Little, Brown and Company.
- Paul L.Davies. Principles of Modern Company Law. eighth edition: Thomson, Sweet and Maxwell, 2008.
- Lucian Bebchuk and Oliver Hart. Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control [Online]. 2001. Available from:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=290584](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=290584)
- Peer Zumbansen. German Corporate Law in Constitutional Perspective: The Squeeze – Out Reviewed [Online]. 2001. Available from:  
<http://www.germanlawjournal.com/article.php?id=45>
- Christoph VAN DER ELST en Lientje VAN DEN STEEN. Opportunities in the M & A aftermarket: Squeeze out and Selling out [Online]. 2006. Available from:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=933609](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=933609)
- Mike Burkart and Fausto Panunzi. Mandatory Bids, Squeeze – Out, Sell – Out and Dynamics of the Tender Offer Process [Online]. 2003. Available from:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=420940](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420940)
- Gerard Hertig and Joseph A. McCahery. Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided harmonization Efforts or Regulatory Competition? [Online]. 2003. Available from:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=438421](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=438421)
- Erik Berglof and Mike Burkart. European Takeover Regulation [Online]. 2003. Available from: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=405660](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=405660)

Markus Dollinger. The Fair Squeeze-Out Compensation [Online]. 2008. Available

from:

[http://books.google.co.th/books?id=QSp7dekYvpAC&printsec=frontcover&dq=The+Fair+Squeeze-Out+Compensation&source=bl&ots=oRkx-meTEj&sig=gc9AoGQl--KIsGKNaH1ZSQC6v4&hl=th&ei=QfTgS9H2Hsq8rAekmvt2Bg&sa=X&oi=book\\_result&ct=result&resnum=1&ved=0CBYQ6AEwAA#v=onepage&q&f=false](http://books.google.co.th/books?id=QSp7dekYvpAC&printsec=frontcover&dq=The+Fair+Squeeze-Out+Compensation&source=bl&ots=oRkx-meTEj&sig=gc9AoGQl--KIsGKNaH1ZSQC6v4&hl=th&ei=QfTgS9H2Hsq8rAekmvt2Bg&sa=X&oi=book_result&ct=result&resnum=1&ved=0CBYQ6AEwAA#v=onepage&q&f=false)

Peter O. Mulbert. Make it or Break it: The Break – Through Rule as a Break – Through for the European Takeover Directive? [Online]. 2003. Available from:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=441120](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=441120)

Marina Martynova. Mergers and Acquisitions in Europe [Online]. 2006. Available from:

<http://ideas.repec.org/p/dgr/kubcen/20066.html>

Francis G.X. Pileggi. Supreme Court Reverses Appraisal Opinion [Online]. 2008.

Available from: <http://courts.delaware.gov/Courts/Supreme%20Court>

Francis G.X. Pileggi. In Appraisal Action Chancery Court Finds That Fair Value for Preferred Shares Based on Language in Certificate of Designation [Online],

2009. Available from:

<http://www.delawarelitigation.com/2009/04/articles/chancery-court-updates/in-appraisal-action-chancery-court-finds-that-fair-value-for-preferred-shares-based-on-language-in-certificate-of-designation/>

Francis G.X. Pileggi. Chancery Court Grants Limited Reargument of Metromedia

Appraisal Decision [Online], 2009. Available from:

<http://www.delawarelitigation.com/2009/04/articles/chancery-court-updates/chancery-court-grants-limited-reargument-of-metromedia-appraisal-decision/>

Francis G.X. Pileggi. Delaware Supreme Court Addresses Appropriate Remedy in Short Form Merger Where Majority Violates Disclosure Duty [Online], 2009. Available from: <http://www.delawarelitigation.com/2009/07/articles/delaware-supreme-court-updates/delaware-supreme-court-addresses-appropriate-remedy-in-short-form-merger-where-majority-violates-disclosure-duty/>

Francis G.X. Pileggi. In an Appraisal Action Arising out of a 1997 Merger, the Court Rejects a Fairness Opinion Based on One Week's Analysis; Awards \$841,000 in Expert Fees But Rejects Request to Shift Attorney's Fees [Online], 2010. Available from: <http://www.delawarelitigation.com/2010/01/articles/chancery-court-updates/in-an-appraisal-action-arising-out-of-a-1997-merger-the-court-rejects-a-fairness-opinion-based-on-one-weeks-analysis-awards-841000-in-expert-fees-but-rejects-request-to-shift-attorneys-fees/>

Shearman & Sterling LLP. Delaware Court Clarifies Application of Entire Fairness Standard to Mergers Involving Controlling Shareholders, 2009.

Faith Stevelman. A Fair Price and A Fair Deal: On the Future of "Entire Fairness" in Freezeouts: New York Law School Legal Studies, 2010.

Bradley W.. Delaware's Corporate Appraisal Statute and Fair Value Standard: Business Valuation Review, 2008.

ศูนย์วิทยพัชกร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาว อิศรียา วิมลรัตน์ เกิดเมื่อวันที่ 9 สิงหาคม พ.ศ. 2526 ที่กรุงเทพมหานคร สำเร็จ การศึกษาระดับมัธยมศึกษาตอนปลายจากโรงเรียนเตรียมอุดมศึกษาเมื่อปี พ.ศ. 2545 สำเร็จ การศึกษาระดับปริญญาตรีนิติศาสตร์บัณฑิตจากจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยเมื่อปี พ.ศ. 2549 และ เข้าทำงานเป็นทนายความในบริษัทที่ปรึกษากฎหมาย ธนาธิป แอนด์ พาร์ทเนอร์ส จำกัด ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 จนถึงปัจจุบัน



ศูนย์วิทยพัทธยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย