



กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทย และปัญหาทางกฎหมายของการซื้อหุ้นคืน

1. กฎหมายไทยเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน

เดิมกฎหมายไทยไม่ยอมให้บริษัททั้งบริษัทเอกชนและบริษัทมหาชนเป็นเจ้าของหุ้นของตนเอง เนื่องจากจะมีผลเป็นการลดทุนและอาจทำให้หุ้นของบริษัทมีค่าไม่ตรงกับความจริง พระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด พ.ศ.2535 มาตรา 66 และประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1143 จึงกำหนดห้ามอย่างชัดเจนว่า บริษัทจะเป็นเจ้าของหุ้นของตนเองมิได้ ซึ่งข้อห้ามดังกล่าวนี้หมายความรวมถึงกรณีที่บริษัทแม่(holding company) ถือหุ้นส่วนใหญ่ในบริษัทลูก(subsidiary company) แล้วบริษัทลูกเข้ามาซื้อหุ้นในบริษัทแม่ และกรณีที่บริษัทให้บุคคลอื่นยืมเงินเพื่อซื้อหุ้นของตนเองด้วย¹

จนกระทั่งปี 2544 จึงมีการแก้ไขพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 โดยพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด (ฉบับที่ 2) พ.ศ.2544 ซึ่งบัญญัติมาตรา 66/1 ไว้เป็นข้อยกเว้นของมาตรา 66 ทำให้บริษัทมหาชนจำกัดสามารถซื้อหุ้นของตนเองคืนได้ตามเงื่อนไขและหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้

มาตรา 66/1 บัญญัติว่า “บทบัญญัติมาตรา 66 ในส่วนที่เกี่ยวกับการที่บริษัทเป็นเจ้าของหุ้นของตนเอง มิให้นำมาใช้บังคับในกรณีดังต่อไปนี้

(1) บริษัทอาจซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผลซึ่งผู้ถือหุ้นเห็นว่าตนไม่ได้รับความเป็นธรรม

(2) บริษัทอาจซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงินเมื่อบริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องเกินส่วนและการซื้อหุ้นคืนนั้นไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน

¹ โสภณ รัตนการ, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหุ้นส่วนและบริษัท, พิมพ์ครั้งที่ 6(กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณาการ, 2537) น.432.

หุ้นที่บริษัทถืออยู่นั้นจะไม่นับเป็นองค์ประชุมในการประชุมผู้ถือหุ้น รวมทั้งไม่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผลด้วย

หุ้นที่ซื้อคืนตามวรรคหนึ่ง บริษัทต้องจำหน่ายไปภายในเวลาที่กำหนดในกฎกระทรวง ถ้าไม่จำหน่ายหรือจำหน่ายไม่หมดภายในเวลาที่กำหนด ให้บริษัทลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นจดทะเบียนส่วนที่จำหน่ายไม่ได้

การซื้อหุ้นคืนตามวรรคหนึ่ง การจำหน่ายหุ้น และการตัดหุ้นตามวรรคสาม ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่กำหนดในกฎกระทรวง”

ตามมาตรา 66/1 บริษัทสามารถซื้อหุ้นของตนเองคืนได้ 2 กรณีดังต่อไปนี้

(1) บริษัทอาจซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผลซึ่งผู้ถือหุ้นเห็นว่าตนไม่ได้รับความเป็นธรรม

(2) บริษัทอาจซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงินเมื่อบริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องเกินส่วนและการซื้อหุ้นคืนนั้นไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน

อย่างไรก็ตามการซื้อหุ้นคืนทั้งสองกรณีนี้เป็นสิทธิของบริษัท มิใช่บทบังคับว่าบริษัทต้องซื้อเนื่องจากกฎหมายใช้คำว่า “บริษัทอาจซื้อหุ้นคืน” ต่างจากกรณีการควบบริษัทซึ่งหากมีผู้ถือหุ้นคัดค้านการควบบริษัท บริษัทต้องจัดให้มีการซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นนั้นเสมอ

เนื่องจาก บทบัญญัติมาตรา 66/1 วรรคสี่ บัญญัติให้การซื้อหุ้นคืนตามวรรคหนึ่ง การจำหน่ายหุ้น และการตัดหุ้นตามวรรคสาม ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่กำหนดในกฎกระทรวง กระทรวงพาณิชย์จึงอาศัยอำนาจตามบทบัญญัติดังกล่าวออกกฎกระทรวงกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ.2544 ลงวันที่ 22 พฤศจิกายน 2544 กำหนดหลักเกณฑ์ในเรื่องดังกล่าวไว้ดังนี้

1.1 การซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1 (1)

การซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1 (1) เป็นการซื้อหุ้นคืนเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยซึ่งกฎกระทรวงกำหนดหลักเกณฑ์ให้บริษัทปฏิบัติดังนี้

(1) ก่อนที่จะมีการประชุมเพื่อแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผล บริษัทซึ่งประสงค์จะซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นต้องบอกกล่าวการเสนอซื้อหุ้นคืนไว้ในหนังสือนัดประชุมว่าผู้ถือหุ้นใดที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นอาจขายหุ้นของตนให้กับบริษัทได้²

(2) ผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติที่ประชุมและประสงค์จะขายหุ้นคืนให้แก่บริษัทต้องแจ้งความประสงค์ที่จะขายหุ้นของตนภายในห้าวันนับแต่วันที่ที่ประชุมลงมติแก้ไขข้อบังคับ³ และภายในสิบวันนับแต่กำหนดเวลาให้ผู้ถือหุ้นแจ้งความประสงค์ที่จะขายหุ้นของตนได้สิ้นสุดลง บริษัทต้องส่งคำเสนอซื้อหุ้นคืนแก่ผู้ถือหุ้นที่ได้แจ้งความประสงค์ที่จะขายหุ้นคืนไว้ ทั้งนี้คำเสนอของบริษัทต้องระบุราคาหุ้น หลักเกณฑ์ในการกำหนดราคาหุ้น วัน เวลา สถานที่ วิธีการซื้อหุ้นคืน และกำหนดเวลาที่จะซื้อหุ้นคืน⁴

กำหนดเวลาที่จะซื้อหุ้นคืน ให้เริ่มนับจากวันถัดจากวันครบกำหนดเวลาให้บริษัทส่งคำเสนอซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ต้องมีระยะเวลาไม่น้อยกว่าสิบวันแต่ไม่เกินยี่สิบวัน⁵

(3) ราคาหุ้นที่บริษัทเสนอซื้อต้องเป็นราคาเดียวกันสำหรับหุ้นประเภทเดียวกันสำหรับหุ้นประเภทเดียวกัน โดยให้นำมูลค่าตามบัญชีและมูลค่าตลาดมาประกอบการพิจารณา⁶

(4) บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชนโดยการเปิดเผย ณ ที่ทำการสำนักงานแห่งใหญ่และสำนักงานสาขาของบริษัท(ถ้ามี)⁷

ข้อมูลที่กฎกระทรวงฯ กำหนดให้บริษัทต้องเปิดเผยต่อสาธารณชนมีดังนี้

- วัน เวลา สถานที่ที่มีการประชุมผู้ถือหุ้นและมติของที่ประชุมซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผล
- รายละเอียดเกี่ยวกับผู้ถือหุ้นและจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติของ

² กฎกระทรวงฯ ข้อ 1 วรรคหนึ่ง

³ กฎกระทรวงฯ ข้อ 1 วรรคสอง

⁴ กฎกระทรวงฯ ข้อ 2 วรรคหนึ่ง

⁵ กฎกระทรวงฯ ข้อ 2 วรรคสอง

⁶ กฎกระทรวงฯ ข้อ 3

⁷ กฎกระทรวงฯ ข้อ 4

ที่ประชุมผู้ถือหุ้นและประสงค์จะให้บริษัทซื้อหุ้นคืน

- ราคาหุ้น หลักเกณฑ์ในการกำหนดราคาหุ้น วัน เวลา สถานที่ วิธีการซื้อหุ้นคืน และกำหนดเวลาที่จะซื้อหุ้นคืน
- ผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นและบริษัทภายหลังการซื้อหุ้นคืน
- กำหนดเวลาในการจำหน่ายและตัดหุ้นที่ซื้อคืน

อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่มีกฎ ระเบียบ หรือข้อบังคับอื่นตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืนซึ่งมีรายการไม่น้อยกว่าที่กำหนดไว้ข้างต้นและบริษัทได้ปฏิบัติตามกฎระเบียบหรือข้อบังคับนั้นแล้ว บริษัทก็ไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลตามกฎกระทรวงฯ ที่กล่าวมาแล้วซ้ำอีก ปัจจุบัน คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ออกประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการใดๆ ของบริษัทจดทะเบียนเมื่อบริษัทจดทะเบียนซื้อหุ้นของบริษัทคืนและจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน พ.ศ.2544 ซึ่งกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลเมื่อบริษัทซื้อหุ้นคืนไว้ ซึ่งจะได้อธิบายอย่างละเอียดต่อไป

(5) เมื่อบริษัทดำเนินการซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้นแล้ว บริษัทต้องมีหนังสือแจ้งรายละเอียดของจำนวนหุ้นที่บริษัทได้ซื้อคืนมาต่อนายทะเบียน พร้อมทั้งปิดประกาศดังกล่าวไว้ ณ ที่ทำการสำนักงานแห่งใหญ่และสำนักงานสาขาของบริษัท(ถ้ามี) ภายในกำหนดสิบสี่วันนับแต่เมื่อการซื้อหุ้นคืนในแต่ละครั้งเสร็จสิ้นลง เว้นแต่จะมีกฎ ระเบียบ หรือข้อบังคับอื่นตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นที่ซื้อคืนมา ซึ่งมีรายการไม่น้อยกว่าที่ได้กำหนดไว้ข้างต้น และบริษัทได้ปฏิบัติตามกฎ ระเบียบ หรือข้อบังคับนั้นแล้ว⁸

1.2 การซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1 (2)

การซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้ คือ การซื้อหุ้นคืนเพื่อประโยชน์ในการบริหารทางการเงินของบริษัท ซึ่งบริษัทต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ ดังต่อไปนี้

- (1) เงื่อนไขที่จะทำให้บริษัทซื้อหุ้นคืนสำหรับกรณีนี้ได้มี 3 ประการดังนี้
 - (ก) บริษัทมีกำไรสะสม
 - (ข) บริษัทมีสภาพคล่องส่วนเกิน

⁸ กฎกระทรวงฯ ข้อ 5

คำว่า "สภาพคล่องส่วนเกิน" นั้น กฎกระทรวงฯ ข้อ 6 (1) กำหนดหลักเกณฑ์การพิจารณาว่าให้พิจารณาจากความสามารถในการชำระหนี้ที่จะถึงกำหนดภายในหกเดือนข้างหน้านับแต่วันจะเริ่มซื้อหุ้นคืน

(ค) การซื้อหุ้นคืนต้องไม่ทำให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน

(2) บริษัทต้องจัดทำโครงการซื้อหุ้นและเปิดเผยโครงการดังกล่าวแก่สาธารณชนล่วงหน้าไม่น้อยกว่าสิบสี่วันก่อนวันซื้อหุ้น ณ ที่ทำการสำนักงานใหญ่และสำนักงานสาขาของบริษัท (ถ้ามี) เว้นแต่จะมีกฎ ระเบียบ หรือข้อบังคับอื่นตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืนซึ่งมีรายการไม่น้อยกว่าที่กำหนดไว้ตามวรรคหนึ่งและบริษัทได้ปฏิบัติตามกฎ ระเบียบ หรือข้อบังคับนั้นแล้ว⁹

โครงการซื้อหุ้นคืนอย่างน้อยต้องมีรายการดังนี้¹⁰

- ข้อมูลแสดงกำไรสะสมของบริษัทและความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทที่จะถึงกำหนดภายในหกเดือนข้างหน้านับแต่วันที่จะเริ่มซื้อหุ้นคืน
- เหตุผลในการซื้อหุ้นคืน
- จำนวนหุ้นที่ซื้อคืน
- หลักเกณฑ์ในการกำหนดราคาหุ้น โดยหากหุ้นที่จะซื้อคืนเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้นำราคาหุ้นเฉลี่ยย้อนหลังสามสิบวันก่อนที่บริษัทจะทำการเปิดเผยข้อมูลมาประกอบการพิจารณาราคาหุ้นด้วย
- วิธีการซื้อหุ้น
- กำหนดเวลาที่จะซื้อหุ้นคืน
- ผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นและบริษัทภายหลังการซื้อหุ้น
- กำหนดเวลาในการจำหน่ายและการตัดหุ้นที่ซื้อคืน

(3) วิธีการซื้อหุ้นคืน กฎกระทรวงฯ ข้อ 7 กำหนดวิธีการซื้อหุ้นคืนสำหรับกรณีนี้ไว้ 2 วิธี ดังนี้

ก. การซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิธีการนี้ใช้กับโครงการซื้อหุ้นคืนที่มีจำนวนไม่เกินร้อยละสิบของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดเท่านั้น โดยหุ้นที่จะซื้อคืนด้วยวิธีนี้

⁹ กฎกระทรวงฯ ข้อ 9

¹⁰ กฎกระทรวงฯ ข้อ 6(2)

ได้ต้องเป็นหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ การซื้อหุ้นคืนโดยวิธีนี้ต้องมีระยะเวลาในการดำเนินการไม่เกินหกเดือน

ข. การซื้อหุ้นคืนโดยการเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไป ใช้สำหรับโครงการซื้อหุ้นคืนที่มีจำนวนเกินร้อยละสิบของหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด หรือหุ้นที่ไม่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การซื้อหุ้นคืนโดยเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไปนั้น บริษัทต้องส่งคำเสนอซื้อไปยังผู้ถือหุ้นล่วงหน้าไม่น้อยกว่าสิบวันก่อนวันเริ่มซื้อหุ้นคืน โดยคำเสนอดังกล่าวอย่างน้อยต้องมีรายละเอียดในเรื่องดังต่อไปนี้¹¹

- รายละเอียดของโครงการซื้อหุ้นคืน
 - จำนวนและราคาหุ้นที่บริษัทเสนอซื้อ โดยราคาที่เสนอซื้อแก่ผู้ถือหุ้นแต่ละรายต้องเป็นราคาเดียวกันสำหรับหุ้นประเภทเดียวกัน
 - วัน เวลา สถานที่ และวิธีการแสดงเจตนาขายหุ้นคืนให้แก่บริษัท และการส่งมอบใบหุ้น
 - วิธีการจัดสรรหุ้น ในกรณีมีผู้เสนอขายมากกว่าหุ้นที่บริษัทประสงค์จะซื้อคืนให้ใช้วิธีการจัดสรรหุ้นที่รับซื้อตามสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่เสนอขาย แต่อาจมีการบิดเบือนจำนวนหุ้นที่รับซื้อเพื่อให้ผู้ถือหุ้นเหลือจำนวนหุ้นที่ไม่ได้รับจัดสรรเท่ากับหน่วยการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยก็ได้
 - วัน เวลา สถานที่ และวิธีการชำระเงินค่าหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้น
- อนึ่ง ระยะเวลาในการรับซื้อหุ้นคืนโดยวิธีนี้ต้องไม่น้อยกว่าสิบวันและไม่เกินยี่สิบวัน

(4) เมื่อดำเนินการซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้นแล้ว ให้บริษัทมีหนังสือแจ้งรายละเอียดของจำนวนหุ้นที่บริษัทได้ซื้อคืนมาต่อนายทะเบียน พร้อมทั้งปิดประกาศดังกล่าวไว้ ณ ที่ทำการสำนักงานใหญ่และสำนักงานสาขา(ถ้ามี) ภายในกำหนดสิบสี่วันนับแต่เมื่อการซื้อหุ้นคืนในแต่ละครั้งเสร็จสิ้นลง เว้นแต่จะมีกฎ ระเบียบ หรือข้อบังคับอื่นตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับโครงการซื้อหุ้นคืนซึ่งมีรายการไม่น้อยกว่าที่กำหนดไว้ตามวรรคหนึ่งและบริษัทได้ปฏิบัติตามกฎ ระเบียบ หรือข้อบังคับนั้นแล้ว¹²

¹¹ กฎกระทรวงฯ ข้อ 8

¹² กฎกระทรวงฯ ข้อ 10

(5) การซื้อหุ้นคืนตามโครงการซื้อหุ้นคืนครั้งใหม่จะกระทำได้เมื่อพ้นกำหนดระยะเวลาหนึ่งปีนับแต่วันสิ้นสุดโครงการซื้อหุ้นคืนครั้งหลังสุด

1.3 วิธีปฏิบัติกับหุ้นที่ซื้อคืน

หุ้นที่บริษัทถืออันเนื่องมาจากการที่ได้ซื้อหุ้นของบริษัทตนเองนั้น ไม่สามารถนับเป็นองค์ประชุมในการประชุมผู้ถือหุ้น รวมทั้งไม่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผลด้วย

บริษัทต้องทำการจำหน่ายหุ้นที่ตนซื้อคืนมานั้นภายในกำหนดระยะเวลาที่กำหนดไว้ในกฎกระทรวง ถ้าไม่จำหน่ายหรือจำหน่ายไม่หมดภายในระยะเวลาที่กำหนดให้บริษัทลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีการตัดหุ้นจดทะเบียนส่วนที่จำหน่ายไม่ได้

กฎกระทรวงได้กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนไว้ดังนี้¹³

(1) บริษัทสามารถจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนมาเพื่อพ้นกำหนดระยะเวลาหกเดือนนับแต่การซื้อหุ้นคืนในแต่ละคราวได้เสร็จสิ้นลง และต้องจำหน่ายให้หมดภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ในกาซื้อหุ้นคืนแต่ต้องไม่เกินสามปีนับแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น ทั้งนี้ต้องจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนให้เสร็จก่อนที่จะมีการจำหน่ายหุ้นใหม่¹⁴

(2) วิธีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน แบ่งออกเป็นสองกรณี คือ หากเป็นหุ้นที่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เสนอขายในกระดานหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือเสนอขายต่อประชาชนเป็นการทั่วไปตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แต่หากเป็นหุ้นที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เสนอขายต่อประชาชนเป็นการทั่วไปตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์¹⁵

(3) เมื่อพ้นกำหนดระยะเวลาที่ต้องจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนให้หมด ถ้าบริษัทไม่จำหน่ายหรือจำหน่ายไม่หมด บริษัทจะต้องลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นจดทะเบียนที่ซื้อคืนและยังมีได้

¹³ กฎกระทรวงกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ.2544

¹⁴ กฎกระทรวงฯ ข้อ 12

¹⁵ กฎกระทรวงฯ ข้อ 13

จำหน่าย โดยบริษัทต้องปิดประกาศรายละเอียดดังกล่าวไว้ ณ ที่ทำการสำนักงานแห่งใหญ่และสำนักงานสาขาของบริษัท(ถ้ามี) และดำเนินการจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงทุนจดทะเบียนภายในสิบสี่วันนับแต่วันตัดหุ้นดังกล่าว เว้นแต่จะมีกฎ ระเบียบ หรือข้อบังคับอื่น ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนมา ซึ่งมีรายการไม่น้อยกว่าที่กำหนดไว้ข้างต้นและบริษัทได้ปฏิบัติตามกฎ ระเบียบ หรือข้อบังคับนั้นแล้ว

1.4 หลักเกณฑ์การซื้อหุ้นคืนที่กำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นอกจากหลักเกณฑ์การซื้อหุ้นคืนซึ่งบัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนและกฎกระทรวงฯ แล้ว คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังได้ออกประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการใดๆ ของ บริษัทจดทะเบียนเมื่อบริษัทจดทะเบียนซื้อหุ้นของบริษัทคืน และจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนจำนวน 2 ฉบับ คือ ฉบับลงวันที่ 30 พฤศจิกายน 2544 และฉบับลงวันที่ 5 เมษายน 2545 โดยสรุปสาระสำคัญได้ดังนี้

(1) อำนาจในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน แบ่งออกเป็นสองกรณี คือ¹⁶

หากบริษัทซื้อหุ้นคืนไม่เกินร้อยละสิบของทุนชำระแล้ว คณะกรรมการบริษัทมีอำนาจตัดสินใจได้หากว่าข้อบังคับของบริษัทกำหนดไว้ให้เป็นอำนาจของคณะกรรมการ แต่หากเป็นการซื้อหุ้นคืนเกินกว่าร้อยละสิบของทุนชำระแล้ว ต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น และบริษัทต้องดำเนินการซื้อหุ้นคืนให้เสร็จภายในหนึ่งปีนับแต่ได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น

(2) การซื้อหุ้นคืนของบริษัทต้องไม่ทำให้อัตราส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสามัญรายย่อย (free float) เมื่อรวมกันแล้วมีจำนวนน้อยกว่าที่กำหนดในข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้เพื่อป้องกันปัญหาการขาดคุณสมบัติการกระจายหุ้นของบริษัทจดทะเบียน¹⁷

¹⁶ ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยฯ ข้อ 3/1

¹⁷ ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยฯ ข้อ 4

(3) ราคาหุ้นที่บริษัทจะซื้อคืนต้องไม่เกินกว่าราคาปิดของหุ้นดังกล่าวเฉลี่ยห้าวันทำการซื้อขายก่อนหน้านั้นบวกด้วยจำนวนร้อยละ 15 ของราคาปิดเฉลี่ย 5 วันทำการซื้อขายล่าสุด และราคาหุ้นซื้อคืนที่บริษัทจะขายต้องไม่น้อยกว่าราคาปิดของหุ้นดังกล่าวเฉลี่ย 5 วันทำการซื้อขายก่อนหน้านั้นหักด้วยจำนวนร้อยละ 15 ของราคาปิดเฉลี่ยดังกล่าว¹⁸

(4) ข้อห้ามซื้อหุ้นหรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนกำหนดไว้ในข้อ 5 ซึ่งห้ามมิให้บริษัทจดทะเบียนซื้อหุ้นของบริษัทที่ซื้อคืนหรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนเมื่อเกิดกรณี ดังนี้¹⁹

ก. บริษัทจดทะเบียนอยู่ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลที่มีผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหลักทรัพย์หรือต่อการตัดสินใจในการลงทุนหรือต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์(price sensitive) ซึ่งบริษัทจดทะเบียนต้องปฏิบัติตามแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน

ข. ห้ามบริษัทจดทะเบียนซื้อหรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนกับบุคคลที่ตนรู้ว่าเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน (connected person)

ค. ห้ามบริษัทซื้อหรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนในช่วงที่ถูกครอบงำกิจการ (takeover) เว้นแต่จะแสดงให้เห็นได้ว่ากระทำโดยไม่มีเจตนาจะป้องกันการครอบงำกิจการหรือได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นให้กระทำการซื้อหุ้นในช่วงเวลาดังกล่าวได้

(5) ประกาศฯ มีข้อกำหนดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลของซื้อหุ้นคืนต่อตลาดหลักทรัพย์ ดังนี้

ก. บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับมติคณะกรรมการที่อนุมัติโครงการซื้อหุ้นคืนทันทีในวันแรกที่ประชุมคณะกรรมการหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีมติให้ซื้อหุ้นของบริษัท หรืออย่างช้าไม่เกินกว่าวันทำการถัดไปก่อนเวลาเปิดซื้อขายหลักทรัพย์ไม่น้อยกว่าหนึ่งชั่วโมง และเปิดเผยล่วงหน้าเป็นเวลาไม่น้อยกว่าสิบสี่วันก่อนวันเริ่มดำเนินการซื้อหุ้นคืน

ข. บริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับมติคณะกรรมการที่อนุมัติการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนภายในวันที่คณะกรรมการมีมติหรืออย่างช้าไม่เกินกว่าวันทำการถัดไปก่อนเวลาเปิดซื้อขายหลักทรัพย์ไม่น้อยกว่าหนึ่งชั่วโมง และเปิดเผยล่วงหน้าเป็นเวลาไม่น้อยกว่าสิบสี่วันก่อนวันเริ่มดำเนินการซื้อหุ้นคืน

¹⁸ ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อ 5/1

¹⁹ ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อ 5

ค. กรณีที่บริษัทซื้อหรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนผ่านตลาดหลักทรัพย์บริษัทต้องรายงานผลการซื้อคืนหรือการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนภายในวันที่ทำรายการ หรืออย่างช้าภายในวันทำการถัดไป ก่อนเวลาเปิดซื้อขายหลักทรัพย์ไม่น้อยกว่าหนึ่งชั่วโมง โดยเปิดเผยรายละเอียดจำนวนหุ้นที่ซื้อหรือขาย ราคาสูงสุด – ต่ำสุด และมูลค่ารวมของหุ้นที่ซื้อหรือขาย

ง. กรณีที่บริษัทดำเนินการซื้อหุ้นคืนโดยการเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไป บริษัทต้องรายงานผลการซื้อหุ้นคืนหรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนภายในห้าวันทำการ นับจากวันที่เกิดรายการ โดยให้เปิดเผยรายละเอียดจำนวนหุ้นที่ซื้อคืนหรือที่จำหน่าย ราคาสูงสุด – ต่ำสุด และมูลค่ารวมของหุ้นที่ซื้อคืนหรือที่จำหน่าย

1.5 ผลของการซื้อหุ้นคืนโดยฝ่าฝืนกฎหมาย

พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ ไม่ได้บัญญัติผลของการซื้อหุ้นคืนโดยฝ่าฝืนมาตรา 66/1 ไว้โดยเฉพาะ คงมีแต่ผลของการฝ่าฝืนมาตรา 66 ซึ่งตามแนวทางของกระทรวงพาณิชย์เห็นว่าการซื้อหุ้นคืนโดยไม่ปฏิบัติตามมาตรา 66/1 และกฎกระทรวงที่เกี่ยวข้องถือเป็นการซื้อหุ้นคืนที่ฝ่าฝืนมาตรา 66 เนื่องจากมาตรา 66 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ ได้วางหลักไว้อย่างชัดเจนว่าห้ามมิให้บริษัทเป็นเจ้าของหุ้นของตนเอง ดังนั้น หากบริษัทเป็นเจ้าของหุ้นของตนเองโดยไม่ใช่เป็นกรณีที่ได้รับการยกเว้นตามมาตรา 66/1 ก็ถือว่าการซื้อหุ้นคืนนั้นฝ่าฝืนมาตรา 66 ซึ่งจะทำให้เกิดผลทางกฎหมายดังนี้

(1) ความรับผิดทางอาญาสำหรับบริษัทและบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืนนั้น พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ กำหนดไว้ดังนี้

บริษัทที่ฝ่าฝืนมาตรา 66 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ จะมีความผิดตามมาตรา 201 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ ซึ่งกำหนดโทษปรับไม่เกินห้าหมื่นบาทหรือสองเท่าของมูลค่าหุ้นที่ถือไว้ แล้วแต่จำนวนใดจะมากกว่ากัน

ส่วนผู้แทนหรือกรรมการของบริษัทซึ่งรู้เห็นเป็นใจกับการกระทำความผิดของบริษัทหรือมิได้จัดการตามสมควรเพื่อป้องกันมิให้เกิดความผิดขึ้น มาตรา 221 และมาตรา 222 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ กำหนดให้ต้องรับโทษเช่นเดียวกับบริษัท

(2) สำหรับผลทางกฎหมายของการซื้อหุ้นคืนที่ฝ่าฝืนกฎหมายนั้น ยังไม่ปรากฏคำพิพากษาศาลฎีกาในเรื่องดังกล่าว คงมีแต่แนวคำพิพากษาของศาลฎีกากรณีบริษัทจำกัดรับจำหน่ายหุ้นของตนเอง ซึ่งตัดสินไว้ในคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 3119/2526 ข้อเท็จจริงของคดีนี้คือบริษัทโจทก์ประกอบกิจการธุรกิจเงินทุนและธุรกิจหลักทรัพย์ โจทก์ได้รับจัดการซื้อหุ้นของบริษัทโจทก์ในตลาดหลักทรัพย์ตามคำสั่งของจำเลย โดยทตรงจ่ายเงินค่าหุ้นแทนจำเลยไปแล้วให้จำเลยกู้ยืมเงินจากบริษัทในเครือของโจทก์มาใช้หนี้ โดยจำหน่ายหุ้นนั้นเป็นประกันให้โจทก์ยึดถือไว้ เท่ากับว่าโจทก์รับเอาหุ้นซึ่งบริษัทโจทก์ไว้เป็นประกัน อันเป็นการฝ่าฝืนประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1143 และพระราชบัญญัติบริษัทการประกอบธุรกิจเงินทุนฯ มาตรา 20(3) ขัดต่อความสงบเรียบร้อยของประชาชน จึงตกเป็นโมฆะตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 150 หลังจากนั้น คำพิพากษาในคดีต่อมาตัดสินตามแนวคำพิพากษาดังกล่าว²⁰

เนื่องจากวัตถุประสงค์ของกฎหมายในการห้ามมิให้บริษัทเป็นเจ้าของหรือรับจำหน่ายหุ้นของตนเองนั้นต่างก็มีวัตถุประสงค์เดียวกัน คือ เพื่อรักษาทุนของบริษัท ดังนั้น หากมีคดีเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนโดยฝ่าฝืนกฎหมายขึ้นสู่การพิจารณาของศาล ผลของคดีจึงไม่น่าจะต่างกับการรับจำหน่ายหุ้นของตนเอง คือ ตกเป็นโมฆะ เนื่องจากการกระทำอันฝ่าฝืนกฎหมายที่เกี่ยวกับความสงบเรียบร้อยและศีลธรรมอันดีของประชาชน

2. ปัญหาทางกฎหมายของการซื้อหุ้นคืนตามกฎหมายไทย

2.1 ปัญหาเกี่ยวกับอำนาจในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน

กฎหมายของแต่ละประเทศจะมีบทบัญญัติที่เกี่ยวกับบุคคลที่อำนาจในการอนุมัติให้ซื้อหุ้นคืนแตกต่างกันออกไปตามแต่นโยบายของแต่ละประเทศ ซึ่งโดยทั่วไปแล้วสามารถสรุปได้ดังนี้²¹

- (ก) อำนาจในการอนุมัติซื้อหุ้นคืนอยู่ที่คณะกรรมการบริษัท เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา
- (ข) อำนาจในการอนุมัติให้ซื้อหุ้นคืนอยู่ที่ผู้ถือหุ้นของบริษัท ซึ่งอาจเป็นไปโดยมติ

สามัญหรือมติพิเศษ

²⁰ คำพิพากษาที่ตัดสินตามแนวคำพิพากษาดังกล่าว ได้แก่ คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 3848/2526 และคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1560/2527

²¹ Companies and Securities Law Review Committee, Discussion Paper No.5 A Company's Purchase of its Own Shares, June 1986. (www.takeovers.gov.au).

สำหรับบางประเทศ อาจมีทั้งสองแบบขึ้นอยู่กับประเภทหรือจำนวนของการซื้อหุ้นคืน โดยในบางกรณีอาจให้เป็นอำนาจตัดสินใจของคณะกรรมการบริษัท และในบางกรณีอาจกำหนดให้เป็นอำนาจตัดสินใจของที่ประชุมผู้ถือหุ้น เช่น ประเทศออสเตรเลียและสิงคโปร์

กฎหมายบริษัทของสิงคโปร์และออสเตรเลีย นั้น ต่างก็มีบทบัญญัติให้การซื้อหุ้นคืนต้องได้รับมติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นสำหรับการซื้อหุ้นคืนในบางกรณี กล่าวคือ กฎหมายบริษัทของออสเตรเลีย กำหนดให้การซื้อหุ้นคืนเกือบทุกประเภทที่เกินกว่า 10% ของหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนในช่วงระยะเวลา 12 เดือน (10/12 limit) ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นโดยมติสามัญ(ordinary resolution) ส่วนการซื้อหุ้นคืนโดยเฉพาะเจาะจง(selective buy-back) ไม่ว่าจะซื้อหุ้นคืนจำนวนเท่าใดก็ตามก็ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นโดยมติพิเศษ (special resolution) ส่วนกฎหมายบริษัทของสิงคโปร์นั้น มีกฎเกณฑ์ที่เคร่งครัดกว่ากฎหมายออสเตรเลีย อยู่บ้าง โดยกฎหมายกำหนดให้การซื้อหุ้นคืนทุกประเภทไม่ว่าจะมีจำนวนเท่าใดก็ตามต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ส่วนจะเป็นมติอะไรนั้นขึ้นอยู่กับประเภทของการซื้อหุ้นคืน กล่าวคือ การซื้อหุ้นคืนนอกตลาดหลักทรัพย์โดยการเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไป (off-market acquisition on an equal access scheme) และการซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์(market acquisition) ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นโดยมติธรรมดา(เว้นแต่ข้อบังคับของบริษัทจะกำหนดไว้เป็นอย่างอื่น) ส่วนการซื้อหุ้นคืนโดยเฉพาะเจาะจง(selective off-market acquisition)และสัญญาจะซื้อหุ้นคืนนั้น(contingent purchase contract) นั้น กฎหมายกำหนดให้ต้องได้รับมติพิเศษ

เมื่อพิจารณาบทบัญญัติของพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนและกฎกระทรวงฯ แล้วพบว่าทั้งการซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ไม่เห็นด้วยกับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผลซึ่งผู้ถือหุ้นนั้นเห็นว่าตนไม่ได้รับความเป็นธรรม ตามมาตรา 66/1 (1) หรือการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน ตามมาตรา 66/1(2) นั้น อำนาจในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนอยู่ที่คณะกรรมการบริษัททั้งหมดไม่ว่าการซื้อหุ้นคืนนั้นจะมีจำนวนเท่าใดก็ตาม เนื่องจากกฎหมายไม่ได้บัญญัติว่าต้องได้รับการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นแต่อย่างใด

แม้การซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1 จะมีวัตถุประสงค์เพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยและเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารทางการเงินของบริษัทก็ตาม แต่การซื้อหุ้นคืนก็ถือเป็นการจ่ายสินทรัพย์ออกจากบริษัทวิธีการหนึ่งเช่นเดียวกับการจ่ายเงินปันผลซึ่งนอกจากกฎหมายจะกำหนดให้จ่ายจาก

กำไรแล้วกฎหมายกำหนดให้ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นทุกครั้งด้วย²² ผู้เขียนจึงเห็นว่าในการซื้อหุ้นคืนสำหรับบางกรณีควรกำหนดให้ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วย ดังนี้

(ก) การซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(1) ซึ่งเป็นกรณีของการซื้อหุ้นคืนเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยนั้น ผู้เขียนเห็นว่าเนื่องจากการซื้อหุ้นคืนกรณีนี้ควรเป็นการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นซึ่งไม่เห็นด้วยกับกิจกรรมบางอย่างของบริษัทที่จะออกจากบริษัทโดยได้รับค่าตอบแทนที่เป็นธรรม ดังนั้น ผู้เขียนจึงเห็นว่า การซื้อหุ้นคืนสำหรับกรณีนี้จึงไม่ควรต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นเนื่องจากหากกำหนดให้ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งต้องได้รับคะแนนเสียงข้างมากก็อาจไม่เป็นธรรมกับผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยซึ่งต้องการให้บริษัทซื้อหุ้นคืน

(ข) สำหรับการซื้อหุ้นคืนเพื่อการบริหารทางการเงินตามมาตรา 66/1(2) นั้น ผู้เขียนเห็นว่าเนื่องจากการซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริษัทใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินของบริษัทเอง ดังนั้น เพื่อให้บริษัทมีอิสระในการตัดสินใจในการบริหารจึงไม่ควรกำหนดให้ทุกกรณีต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น แต่ควรกำหนดให้เฉพาะบางกรณีที่เป็น การซื้อคืนในจำนวนที่มากให้ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น โดยผู้เขียนเห็นว่าควรกำหนดให้การซื้อหุ้นคืนที่เกินกว่าร้อยละสิบของทุนชำระแล้วหรือการซื้อหุ้นคืนซึ่งไม่เกินร้อยละสิบของทุนชำระแล้วแต่ข้อบังคับของบริษัทกำหนดให้ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นโดยคะแนนเสียงข้างมาก แต่หากเป็นการซื้อหุ้นคืนไม่เกินร้อยละสิบให้เป็นอำนาจของคณะกรรมการบริษัทในการพิจารณาอนุมัติ

2.2 ปัญหากฎหมายของการซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(1)

2.2.1 ขอบเขตของกิจกรรมที่บริษัทกระทำซึ่งผู้ถือหุ้นที่ไม่เห็นด้วยมีสิทธิร้องขอให้บริษัทซื้อหุ้นคืน

การซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(1) เป็นกรณีของการซื้อหุ้นคืนเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยซึ่งไม่เห็นด้วยกับกิจกรรมที่สำคัญบางอย่างที่บริษัทกระทำซึ่งผลผู้ถือหุ้นอาจได้รับผลกระทบจากกิจกรรมนั้น อย่างไรก็ตาม มาตรา 66/1(1) ยังมีขอบเขตของกิจกรรมจะก่อให้เกิดสิทธิการซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(1) อย่างจำกัดพอสมควร กล่าวคือ กำหนดให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นซึ่งไม่เห็นด้วยกับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้เพียง 2 กรณีเท่านั้น คือ

²² พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535, มาตรา 115.

- (ก) มติที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนน
- (ข) มติที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการรับเงินปันผล

จากการศึกษากฎหมายบริษัทของประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่ามีหลักการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยซึ่งไม่เห็นด้วยกับการกระทำบางอย่างของบริษัทที่เรียกว่า appraisal right หรือ dissenters' right โดยขอบเขตของการกระทำที่เป็นเหตุให้เกิด appraisal right นั้นแตกต่างกันไปในแต่ละเขตอำนาจศาล เช่น กฎหมายบริษัทต้นแบบ(Revised Model Business Corporation Act) กำหนดให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่เห็นด้วยกับกรณีดังนี้ได้รับ appraisal right คือ การแลกเปลี่ยนหุ้น (compulsory share exchange) การขายทรัพย์สินทั้งหมดหรือที่เป็นสาระสำคัญของบริษัท การควบหรือรวมกิจการ(merger or consolidation) หรือการกระทำอื่นที่กำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัท²³ ส่วนกฎหมายบริษัทของมลรัฐเดลาแวร์(Delaware Generation Corporation Act) นั้น บัญญัติไว้เฉพาะผู้ถือหุ้นที่ไม่เห็นด้วยกับการควบรวมกิจการ(merger) เท่านั้น ไม่รวมถึงการจำหน่ายหรือขายทรัพย์สินทั้งหมดหรือที่เป็นสาระสำคัญหรือการแก้ไขข้อบังคับของบริษัทไว้แต่อย่างใด อย่างไรก็ตาม กฎหมายบริษัทของเดลาแวร์ได้บัญญัติให้อำนาจแก่บริษัทที่จะกำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัทว่ากิจกรรมใดบ้างที่หากผู้ถือหุ้นไม่เห็นด้วยจะมีสิทธิร้องขอ appraisal right²⁴

ผู้เขียนเห็นว่าการซื้อหุ้นคืนตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ ยังไม่ครอบคลุมการกระทำที่จะก่อให้เกิดสิทธิในการซื้อหุ้นคืนเพียงพอที่จะคุ้มครองผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยซึ่งไม่เห็นด้วยกับกิจกรรมบางอย่างของบริษัท กล่าวคือ สิทธิของผู้ถือหุ้นซึ่งไม่เห็นด้วยกับที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่จะได้รับซื้อหุ้นคืนนั้นควรมีลักษณะที่ครอบคลุมถึงความเปลี่ยนแปลงที่สำคัญๆ ของบริษัทอย่างครบถ้วน เช่น การขายทรัพย์สินของบริษัทไม่ว่าทั้งหมดหรือเฉพาะส่วนที่เป็นสาระสำคัญ การควบบริษัท เพื่อให้สามารถคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยซึ่งไม่เห็นด้วยกับบริษัทและอาจได้รับความเสียหายจากการกระทำนั้นได้อย่างครบถ้วน

สำหรับกิจกรรมที่ก่อให้เกิดความเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในบริษัทซึ่งอาจกระทบกับสิทธิของผู้ถือหุ้นข้างน้อยที่ผู้เขียนเห็นว่าควรเพิ่มเติมเป็นเหตุให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(1) มีดังนี้

²³ Revised Model Business Corporation Act, Section 13.02

²⁴ Delaware General Corporation Act, Section 262

- (1) การขายหรือโอนกิจการของบริษัททั้งหมดหรือบางส่วนที่สำคัญให้แก่บุคคลอื่น
- (2) การซื้อหรือรับโอนกิจการของบริษัทอื่นหรือบริษัทเอกชนมาเป็นของบริษัท
- (3) การทำ แก้วไข หรือเลิกสัญญาเกี่ยวกับการใช้เช่ากิจการของบริษัททั้งหมดหรือบางส่วนที่สำคัญ
- (4) การมอบหมายให้บุคคลอื่นเข้าจัดการธุรกิจของบริษัท
- (5) การรวมกิจการกับบุคคลอื่นโดยมีวัตถุประสงค์จะแบ่งกำไรขาดทุนกัน

กิจกรรมดังกล่าวข้างต้นนั้น เป็นกิจกรรมที่สำคัญเนื่องจากเกี่ยวข้องกับทรัพย์สินของบริษัทโดยเป็นก่อให้เกิดความเปลี่ยนแปลงในทรัพย์สินทั้งหมดหรือในส่วนที่สำคัญของบริษัท หรือเป็นกิจกรรมที่ก่อให้เกิดความเปลี่ยนแปลงในอำนาจการบริหารจัดการบริษัท ซึ่งผู้ถือหุ้นอาจได้รับผลกระทบจากกิจกรรมดังกล่าว พระราชบัญญัติบริษัทมหาชน มาตรา 107(2) จึงกำหนดว่าในการขอมติดำเนินการในกิจกรรมดังกล่าวนี้ ต้องได้รับมติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นถึงสามในสี่ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง แต่กฎหมายกลับไม่ได้บัญญัติทางออกให้แก่ผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยซึ่งไม่เห็นด้วยกับที่ประชุมไว้แต่อย่างใด ผู้เขียนเห็นว่า กรณีนี้อาจก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมแก่ผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยของบริษัทซึ่งคัดค้านการกระทำดังกล่าวได้ จึงเห็นควรกำหนดให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ไม่เห็นด้วยกับการกระทำดังกล่าว

(6) ควบบริษัท เนื่องจากการควบบริษัทนั้นอาจทำให้ผู้ถือหุ้นบางคน หรือผู้ถือหุ้นของบางบริษัทที่ควบกันมีความได้เปรียบเสียเปรียบกันได้ เช่น ผู้ถือหุ้นที่ควบคุมเสียงส่วนใหญ่ในบริษัทหนึ่งเมื่อรวมกันกับอีกบริษัทหนึ่งอาจไม่ได้เป็นผู้ควบคุมเสียงส่วนใหญ่ต่อไป หรือกรณีของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีทรัพย์สินมากแต่มีหนี้สินน้อย อาจเสียเปรียบเมื่อบริษัทของตนรวมกับอีกบริษัทหนึ่งซึ่งมีหนี้สินมากแต่มีทรัพย์สินน้อย ด้วยเหตุนี้กฎหมายจึงกำหนดให้ต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นถึงสามในสี่ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยในส่วนของผู้ถือหุ้นที่คัดค้านการควบบริษัท นั้น พระราชบัญญัติบริษัทมหาชน มาตรา 146 วรรคสอง กำหนดว่าในกรณีที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีมติให้ควบบริษัท แต่มีผู้ถือหุ้นคัดค้านการควบบริษัท บริษัทต้องจัดให้มีผู้ซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้นดังกล่าวในราคาที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ครั้งสุดท้ายก่อนวันที่มีมติให้ควบบริษัท และในกรณีที่ไม่มีราคาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ให้ใช้ราคาตามและผู้ประเมินราคาอิสระที่ทั้งสองฝ่ายแต่งตั้งขึ้นเป็นผู้กำหนด ถ้าผู้ถือหุ้นนั้นไม่ยอมขายภายในสิบสี่วันนับแต่วันได้รับคำเสนอขอซื้อให้บริษัทดำเนินการควบบริษัทต่อไปได้ และให้ถือว่าผู้ถือหุ้นดังกล่าวเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ควบกันแล้ว ในกรณีนี้หากบริษัทไม่สามารถหาบุคคลอื่นมาซื้อ

หุ้นของผู้ถือหุ้นที่คัดค้านการควบกิจการได้ บริษัทก็ไม่สามารถซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้นผู้คัดค้านรายนั้นได้เอง เนื่องจากพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ มาตรา 66/1 ไม่เปิดช่องให้บริษัทมหาชนซื้อหุ้นของตนเองคืนในกรณีนี้ได้ ผู้เขียนเห็นว่า ควรกำหนดให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่คัดค้านการควบบริษัทตามมาตรา 146 ได้ในกรณีที่ไม่สามารถจัดให้มีบุคคลอื่นมาซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้นดังกล่าวได้

(7) นอกจากกรณีดังกล่าวมาแล้วนั้น อาจมีกิจกรรมอื่นซึ่งอาจกระทบต่อสิทธิของผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยได้เช่นกัน จึงเห็นว่าควรบัญญัติกฎหมายให้อำนาจแก่บริษัทในการกำหนดกิจกรรมที่อาจก่อให้เกิดสิทธิในการซื้อหุ้นคืนไว้ในข้อบังคับของบริษัทได้

2.2.2 ปัญหาเกี่ยวกับราคาหุ้นที่จะซื้อคืน

ในส่วนของราคาหุ้นที่ซื้อคืนตามมาตรา 66/1(1) นั้น กฎกระทรวงกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืน พ.ศ.2545 ไว้ในข้อ 3 ว่าราคาหุ้นที่บริษัทเสนอซื้อแก่ผู้ถือหุ้นแต่ละรายตามข้อ 2 ต้องเป็นราคาเดียวกันสำหรับหุ้นประเภทเดียวกัน โดยให้นำมูลค่าทางบัญชีและมูลค่าตลาดมาประกอบการพิจารณา ผู้เขียนเห็นว่ากฎหมายบัญญัติให้เป็นสิทธิของบริษัทเป็นผู้กำหนดราคาแต่ฝ่ายเดียวโดยไม่เปิดโอกาสให้กับผู้ถือหุ้นที่ไม่เห็นด้วยกับราคาหุ้นที่บริษัทเสนอซื้อคัดค้านราคาหุ้นเลย จะเห็นได้ว่าในกรณีนี้ ผู้ถือหุ้นมีทางเลือกเพียง 2 ทาง คือ ขายหุ้นคืนให้กับบริษัทในราคาที่บริษัทเสนอซื้อ และไม่ขายหุ้น แม้ว่าผู้ถือหุ้นจะไม่เห็นด้วยกับกิจกรรมสำคัญบางอย่างและเห็นว่าตนเองไม่ได้รับความเป็นธรรมก็ตาม

จากการศึกษากฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่ากฎหมายบริษัทต้นแบบมีบทบัญญัติให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่เห็นด้วยกับราคาหุ้นที่บริษัทเสนอซื้อคัดค้านราคาหุ้นนั้นกับบริษัทได้²⁵ และหากยังไม่สามารถตกลงราคาหุ้นกันได้ กฎหมายกำหนดให้บริษัทมีหน้าที่ยื่นคำร้องต่อศาลเพื่อให้ศาลพิจารณากำหนดราคาที่เป็นธรรม(fair value) ได้²⁶ ทั้งนี้ หากบริษัทไม่ดำเนินการยื่นคำร้องต่อศาลภายในระยะเวลาที่กฎหมายกำหนดไว้บริษัทต้องซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นนั้นในราคาที่ผู้ถือหุ้นนั้นร้องขอ สำหรับในเรื่องค่าใช้จ่ายในการดำเนินการนั้นกฎหมายกำหนดบริษัทเป็นผู้รับผิดชอบ เว้นแต่ในบางกรณีศาลอาจกำหนดให้ผู้ถือหุ้นบางคนเป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายต่างๆ

²⁵ Revised Model Business Corporation Act, Section 13.26.

²⁶ Revised Model Business Corporation Act, Section 13.30(a)

แทนบริษัทได้ หากว่าผู้ถือหุ้นนั้นใช้สิทธิโดยไม่มีเหตุผลอันสมควร(arbitrary) หรือมีเจตนาเพื่อ
ก่อกวน(grossly) หรือใช้สิทธิโดยไม่สุจริต(not in good faith)²⁷

ผู้เขียนเห็นว่ากระบวนการในการใช้สิทธิคัดค้านราคาหุ้นที่บริษัทเสนอตามกฎหมายบริษัท
ต้นแบบสามารถนำมาปรับใช้กับกรณีของการซื้อหุ้นคืนได้เพื่อให้การซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(1)
สามารถคุ้มครองผู้ถือหุ้นข้างน้อยได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

2.2.3 ปัญหาเกี่ยวกับประสิทธิภาพในการคุ้มครองผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยตามเจตนารมณ์
ของกฎหมาย

หลักกฎหมายที่ให้แกสิทธิของผู้ถือหุ้นในการขายหุ้นคืนโดยได้รับราคาที่เป็นธรรมนั้น มี
วัตถุประสงค์เพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยซึ่งไม่เห็นด้วยกับการกระทำบางอย่างที่ก่อให้เกิดความ
เปลี่ยนแปลงที่สำคัญเกิดขึ้นในบริษัทของบริษัท เช่น การควบรวมกิจการ การขายทรัพย์สิน
ทั้งหมดในส่วนที่เป็นสาระสำคัญ แต่การที่ บทบัญญัติในมาตรา 66/1(1) บัญญัติว่า “บริษัท
อาจซื้อหุ้นคืนกับผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัท
เกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผลซึ่งผู้ถือหุ้นเห็นว่าตนไม่ได้
รับความเป็นธรรม” นั้น ทำให้การซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(1) กลายเป็นสิทธิของบริษัท
เนื่องจากคำว่า “อาจ” นั้น บริษัทอาจซื้อหรือไม่ซื้อคืนก็ได้ ไม่ใช่บทบัญญัติให้สิทธิในการออก
จากบริษัทแก่ผู้ถือหุ้นเมื่อไม่เห็นด้วยกับการกระทำบางอย่างซึ่งก่อให้เกิดความเปลี่ยนแปลงที่สำคัญขึ้นใน
บริษัทตามหลักสิทธิของผู้ถือหุ้นในการขายหุ้นคืน (appraisal right)

นอกจากนี้ การที่กฎหมายบัญญัติขยายความคำว่า ผู้ถือหุ้นที่ไม่เห็นด้วยกับการแก้ไข
ข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผลต่อไปอีกว่า
ผู้ถือหุ้นเห็นว่าตนไม่ได้รับความเป็นธรรมนั้น อาจก่อให้เกิดปัญหาในการตีความว่าอย่างไรจึงจะถือ
ว่าผู้ถือหุ้นนั้นไม่ได้รับความเป็นธรรม และกรณีเช่นนี้ผู้ถือหุ้นกับบริษัทก็มักมีมุมมองที่แตกต่างกัน
แต่เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(1) นั้นกำหนดให้เป็นสิทธิของบริษัท ดังนั้นผู้ถือหุ้นจะ
เห็นว่าตนเองได้รับความเป็นธรรมหรือไม่คงไม่ใช่ประเด็นที่สำคัญ เพราะท้ายที่สุดอำนาจในการ
ตัดสินใจว่าจะซื้อหุ้นคืนหรือไม่ก็อยู่ที่บริษัท

บทบัญญัติของกฎหมายบริษัทเกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้นในการขายหุ้นคืนในประเทศ
สหรัฐอเมริกา นั้น มักกำหนดให้บริษัทต้องแจ้งแก่ผู้ถือหุ้นทราบทันทีว่าบริษัทกำลังจะดำเนินการซึ่ง

²⁷ Revised Model Business Corporation Act, Section 13.31(a).

อาจก่อให้เกิดสิทธิแก่ผู้ถือหุ้นในการขายหุ้นคืน หากผู้ถือหุ้นต้องการใช้สิทธิขายหุ้นต้องแจ้งกลับมายังบริษัทภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้เพื่อที่บริษัทจะส่งคำเสนอซื้อหุ้นไปยังผู้ถือหุ้นต่อไป จะเห็นได้ว่าสิทธิในการขายหุ้นคืนตามกฎหมายบริษัทของสหรัฐอเมริกานั้นมีขึ้นทันทีที่มีการกระทำบางอย่างตามที่กฎหมายกำหนดไว้เกิดขึ้น และเป็นบทบัญญัติบังคับว่าหากผู้ถือหุ้นซึ่งมีสิทธิขายหุ้นคืนต้องการขายหุ้นคืนบริษัทต้องซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นนั้น ไม่ใช่ให้เป็นสิทธิแก่บริษัท ดังเช่นกฎหมายไทย

ผู้เขียนเห็นว่า การซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ไม่เห็นด้วยกับมติที่ประชุมซึ่งแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผลนั้น ควรเป็นบทบัญญัติที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานในการคุ้มครองผู้ถือหุ้น จึงควรกำหนดให้เป็นบทบังคับให้บริษัทต้องซื้อหุ้นคืนทันทีหากผู้ถือหุ้นซึ่งมีสิทธิที่จะขายหุ้นต้องการขายหุ้นคืนให้บริษัท มิใช่กำหนดให้เป็นสิทธิของบริษัทที่จะเลือกว่าจะซื้อหรือไม่ซื้อเพราะกรณีของ มาตรา 66/1(1) นั้นมีพื้นฐานทางแนวความคิดที่แตกต่างจากการซื้อหุ้นคืนเพื่อการบริหารทางการเงินตาม มาตรา 66/1(2) ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อให้การซื้อหุ้นคืนนั้นเป็นเครื่องมือทางการเงินในการบริหารสภาพคล่องของบริษัท

2.3 แหล่งเงินทุนที่ใช้ในการซื้อหุ้นคืนตามเพื่อการบริหารทางการเงินตาม มาตรา 66/1(2)

กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนของประเทศต่างๆ นั้น มักมีข้อกำหนดเกี่ยวกับแหล่งเงินทุนที่บริษัทใช้ในการซื้อหุ้นคืนแตกต่างกันไปตามแต่แนวความคิดทางกฎหมายของแต่ละประเทศ กล่าวคือ บางประเทศอาจกำหนดให้ใช้เงินเฉพาะในส่วนกำไรที่สามารถจัดสรรได้ (distributable profits) เท่านั้น เช่น ประเทศอังกฤษ²⁸ สิงคโปร์ เป็นต้น ส่วนในบางประเทศเช่น ประเทศบราซิล ยอมให้บริษัทใช้เงินส่วนทุนในการซื้อหุ้นคืนได้ นอกจากนี้กฎหมายในบางประเทศยังอาจมีข้อกำหนดเพิ่มเติมเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดปัญหาทางการเงินเนื่องมาจากการซื้อหุ้นคืน เช่น ประเทศอาร์เจนตินา กฎหมายกำหนดให้บริษัทต้องแสดงให้เป็นที่พอใจแก่ CNV (the

²⁸ ตามกฎหมายบริษัทของอังกฤษ แหล่งเงินทุนที่บริษัทสามารถใช้ในการซื้อหุ้นคืนได้นั้น มี 3 ประเภท คือ (1) กำไรสะสม (2) การออกหุ้นใหม่เพื่อวัตถุประสงค์ในการซื้อหุ้นคืนโดยเฉพาะ และ (3) เงินส่วนทุน (capital) ซึ่งเฉพาะบริษัทเอกชน (private company) เท่านั้นที่สามารถใช้เงินส่วนทุนในการซื้อหุ้นคืนได้ ทั้งต้องอยู่ภายใต้ข้อจำกัดบางประการเพิ่มเติมด้วย

national securities regulator) ว่าขณะซื้อหุ้นคืนนั้นบริษัทมีสภาพคล่องที่ดีพอและการซื้อหุ้นคืนนั้นจะไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท(no impact on its solvency)²⁹

สำหรับประเทศไทยนั้น การซื้อหุ้นคืนเพื่อประโยชน์ในการบริหารทางการเงินของบริษัท ตาม การซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(2) แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนนั้น บัญญัติไว้แต่เพียงว่า “บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนได้เมื่อบริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกินและการซื้อหุ้นคืนนั้นไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน” และกฎกระทรวงกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืน พ.ศ.2544 กำหนดว่าสภาพคล่องส่วนเกินนั้นให้พิจารณาจากความสามารถในการชำระหนี้ที่จะถึงกำหนดภายในหกเดือนข้างหน้า แต่ทั้งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ และกฎกระทรวงกำหนดหลักเกณฑ์ว่าด้วยการซื้อหุ้นคืนฯ ต่างก็ไม่ได้กำหนดขอบเขตของเงินที่จะนำมาซื้อหุ้นคืนไว้อย่างชัดเจนว่าเงินที่บริษัทสามารถนำมาใช้ในการซื้อหุ้นคืนนั้นจำกัดอยู่ภายใต้วงเงินกำไรสะสมที่บริษัทมีอยู่หรือไม่ ทำให้เกิดปัญหาในการตีความเกี่ยวกับข้อจำกัดของเงินทุนที่บริษัทสามารถใช้ในการซื้อหุ้นคืน และบริษัทมหาชนหลายแห่งอาศัยความไม่ชัดเจนของกฎหมายดังกล่าวดำเนินการซื้อหุ้นคืนเกินกว่ากำไรสะสมที่บริษัทมีอยู่

ทั้งนี้ ปัญหาเกี่ยวกับการตีความดังกล่าวนี้หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง 2 หน่วยงานซึ่งมีหน้าที่กำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัทมหาชน ซึ่งได้แก่ กรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ และสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีความเห็นที่แตกต่างกัน กล่าวคือ กรมพัฒนาธุรกิจการค้า ได้ให้ความเห็นต่อสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตามหนังสือที่ พณ 0803/0700 ลงวันที่ 3 มีนาคม 2547 ว่า บริษัทมหาชนจำกัดที่มีลักษณะตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในบทบัญญัติมาตรา 66/1(2) แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน พ.ศ. 2535 และกฎกระทรวงที่ออกภายใต้อำนาจตามมาตราดังกล่าวสามารถซื้อหุ้นคืนได้โดยไม่จำกัดวงเงินเพดานสูงสุดที่จะซื้อหุ้นคืนได้ไว้ ฉะนั้น บริษัทจึงสามารถซื้อหุ้นคืนได้โดยไม่จำกัดว่าจะต้องอยู่ในวงเงินกำไรสะสมเท่านั้น

ส่วนสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นั้น มีความเห็นว่าการซื้อหุ้นคืนโดยใช้เงินในจำนวนที่เกินกว่ากำไรสะสมของบริษัทนั้นเป็นการขัดกับเจตนารมณ์ของกฎหมาย เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนเป็นการดำเนินการที่บริษัทสามารถดำเนินการได้โดยไม่ต้องผ่าน

²⁹ International Organization of Securities Commissions, "Report on Stock Repurchase Programs", February 2004.

การพิจารณาเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นหรือเจ้าหน้าที่ของบริษัทและโดยนัยของความในวรรคสามของมาตรา 66/1 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 และกฎกระทรวงที่เกี่ยวข้อง เมื่อบริษัทซื้อหุ้นคืนแล้วหากบริษัทไม่ได้จำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนนั้นออกไปภายในเวลาที่กำหนดในกฎกระทรวง หรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนไปไม่หมด บริษัทก็ต้องนำหุ้นที่ซื้อคืนซึ่งจำหน่ายไม่ได้ดังกล่าวไปลดทุนที่ชำระแล้วของบริษัทต่อไป ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่าการซื้อหุ้นคืนอาจเป็นเหตุให้บริษัทลดทุนที่ชำระแล้วได้ ในขณะที่หากบริษัทดำเนินการลดทุนตามกระบวนการลดทุนโดยตรง บริษัทอยู่ภายใต้บังคับต้องปฏิบัติตามบทบัญญัติมาตรา 139 ถึงมาตรา 144 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 ซึ่งเป็นบทบัญญัติที่มีมาตรการและกลไกเฉพาะเพื่อคุ้มครองบรรดาผู้ถือหุ้นโดยส่วนรวมและเจ้าหน้าที่ทั้งหลายของบริษัท สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ จึงเห็นว่าควรมีกรอบจำกัดสำหรับการที่บริษัทจะบริหารสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัทด้วยวิธีการซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(2) โดยกรอบที่สำนักงานฯ เห็นว่าเหมาะสม คือ การซื้อหุ้นคืนต้องไม่เกินกำไรสะสมของบริษัทเพราะหากต่อมากการซื้อหุ้นคืนเป็นเหตุให้บริษัทต้องลดทุนในภายหลังก็ยังสามารถพิจารณาได้ว่าบริษัทใช้กำไรสะสมของบริษัทในการลดทุน สภาพการณ์จึงไม่มีความจำเป็นที่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าหน้าที่ของบริษัทต้องได้รับความคุ้มครองตามบทบัญญัติมาตรา 139 ถึงมาตรา 144 เช่นเดียวกับการลดทุนในกรณีปกติ

เนื่องจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีความเห็นแตกต่างจากกรมพัฒนาธุรกิจการค้าตามรายละเอียดที่กล่าวข้างต้นนั้น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงขอให้สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกาพิจารณาให้ความเห็นเกี่ยวกับเรื่องดังกล่าว เพื่อให้เกิดความชัดเจนในเรื่องนี้

คณะกรรมการกฤษฎีกา(คณะที่ 12) ได้พิจารณาข้อหารือของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยมีผู้แทนกระทรวงพาณิชย์(กรมพัฒนาธุรกิจการค้า) และผู้แทนสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้ชี้แจงข้อเท็จจริงดังกล่าวแล้วให้ความเห็นดังนี้ มาตรา 66 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 เป็นบทบัญญัติเด็ดขาดและใช้บังคับตลอดมาจนกระทั่งมีการแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติมหาชนจำกัด(ฉบับที่ 2)พ.ศ. 2544 กำหนดให้บริษัทสามารถเป็นเจ้าของหุ้นของตนเองได้เพียง 2 กรณี คือ (1) การซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ออกเสียงไม่เห็นด้วยกับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นในการแก้ไขข้อบังคับของบริษัทเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนและสิทธิในการรับเงินปันผล และ (2)

การซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงิน อันเป็นบทยกเว้นของมาตรา 66 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัดฯ ดังนั้น การพิจารณาบทบัญญัติมาตรา 66/1 จึงต้องตีความอย่างเคร่งครัด

การซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงินตามมาตรา 66/1(2) แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัดฯ นั้น บริษัทจะกระทำได้อีกต่อเมื่อมีกำไรสะสมและสภาพคล่องส่วนเกิน และการซื้อหุ้นคืนไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน การที่กฎหมายกำหนดเงื่อนไขดังกล่าวไว้ก็เพื่อป้องกันมิให้ทุนของบริษัทลดลงอันเนื่องมาจากการซื้อหุ้นของตนเองคืนซึ่งจะส่งผลกระทบต่อทุนอันเป็นหลักประกันของบรรดาเจ้าหนี้ของบริษัทและเพื่อให้บริษัทยังคงมีสภาพคล่องเพียงพอแก่การชำระหนี้ของบริษัท ซึ่งข้อ 6(1) แห่งกฎกระทรวงกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ.2544 กำหนดให้พิจารณาสภาพคล่องส่วนเกินดังกล่าวจากความสามารถในการชำระหนี้ที่จะถึงกำหนดชำระภายในหกเดือนข้างหน้านับแต่วันที่จะเริ่มซื้อหุ้นคืน และแม้กฎกระทรวงฉบับนี้จะไม่ได้กำหนดดวงเงินในการซื้อหุ้นคืนไว้ก็ได้หมายความว่าหลักเกณฑ์การพิจารณาการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจะจำกัดเฉพาะสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัท แต่ยังคงพิจารณาเงื่อนไขอื่นๆ ได้แก่ กำไรสะสมของบริษัทและการซื้อหุ้นคืนนั้นไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงินด้วย

คณะกรรมการกฤษฎีกา เห็นว่าความหมายของคำว่า "เมื่อบริษัทมีกำไรสะสม" เป็นการกำหนดเงื่อนไขประการหนึ่งในการซื้อหุ้นคืน ไม่ใช่เงื่อนไขเวลาในการซื้อหุ้นคืน เพราะมิฉะนั้น บริษัทก็จะสามารถซื้อหุ้นคืนได้มากกว่ากำไรสะสมโดยพิจารณาจากสภาพคล่องส่วนเกินของบริษัทเป็นสำคัญ ในขณะที่การซื้อหุ้นคืนเกินกำไรสะสมนั้นเท่ากับบริษัทได้นำเงินส่วนที่เป็นทุนของบริษัทมาชำระเป็นเงินค่าซื้อหุ้นคืน และหากบริษัทไม่จำหน่ายหรือจำหน่ายหุ้นดังกล่าวไม่หมดภายในเวลาที่กำหนด บริษัทต้องลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นจดทะเบียนส่วนที่ซื้อคืนและยังไม่ได้จำหน่ายซึ่งเป็นไปตามที่กำหนดในมาตรา 66/1 วรรคสาม แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัดฯ ประกอบกับข้อ 14 แห่งกฎกระทรวงกำหนดหลักเกณฑ์ และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท อันจะทำให้ทุนของบริษัทลดลงซึ่งไม่สอดคล้องกับเจตนารมณ์ของมาตรา 66/1(2) แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัดฯ ที่ประสงค์จะให้การซื้อหุ้นคืนของบริษัทเพื่อบริหารทางการเงิน ไม่ส่งผลกระทบต่อทุนของบริษัทอันเป็นหลักประกันของเจ้าหนี้ของบริษัท ด้วยเหตุนี้ การกำหนดเงื่อนไขว่า บริษัทจะซื้อหุ้นคืนได้เมื่อมีกำไรสะสมจึงเป็นการกำหนดเงื่อนไขเกี่ยวกับวงเงินในการซื้อหุ้นคืนของบริษัทให้กระทำ得不เกินกำไรสะสมเท่านั้น

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาเทียบเคียงกับบทบัญญัติเกี่ยวกับการลดทุนในมาตรา 139 และ มาตรา 141 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัดฯ แล้ว เห็นได้ว่าการลดทุนอันเนื่องมาจากการลดมูลค่าหุ้นหรือลดจำนวนหุ้นจะต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นและได้รับความยินยอมของเจ้าหน้าที่ด้วย ในขณะที่การลดทุนอันเนื่องมาจากการซื้อหุ้นคืนตามมาตรา 66/1(2) แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัดฯ เป็นกรณีที่กฎหมายกำหนดให้บริษัทลดทุนโดยไม่ต้องได้รับความเห็นชอบหรือความยินยอมจากบุคคลดังกล่าว ดังนั้น การซื้อหุ้นคืนภายในวงเงินกำไรสะสมของบริษัทจะไม่ก่อให้เกิดผลกระทบต่อเงินทุนของบริษัทซึ่งทำให้หลักของการลดทุนในกรณีของการซื้อหุ้นคืนไม่ขัดแย้งกับหลักการของการลดทุนในกรณีทั่วไป

อนึ่ง คณะกรรมการกฤษฎีกามีข้อสังเกตว่า เมื่อได้พิจารณาแล้วว่าการซื้อหุ้นคืนจะกระทำได้ไม่เกินวงเงินกำไรสะสม จึงเห็นสมควรกำหนดเป็นหลักเกณฑ์ในการซื้อหุ้นคืนให้บริษัทต้องกันกำไรสะสมไว้เป็นเงินสำรองเท่ากับจำนวนเงินที่ได้จ่ายซื้อหุ้นคืนจนกว่าจะมีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้หมด หรือลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นซื้อคืนที่จำหน่ายไม่หมด แล้วแต่กรณี เพื่อให้บริษัทมีกำไรสะสมคงเหลือในบัญชีซึ่งจะทำให้เข้าใจได้ว่า บริษัทจะสามารถซื้อหุ้นคืนเพิ่มเติมหรือนำไปจ่ายเป็นเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นได้อีก อันจะมีผลกระทบต่อทุนของบริษัท และทำให้ความคุ้มครองแก่บรรดาเจ้าหน้าที่ของบริษัทต้องลดน้อยลง

จากคำวินิจฉัยของสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกาในเรื่องดังกล่าว สามารถสรุปความเห็นได้ดังนี้

1. สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา เห็นว่าการซื้อหุ้นคืนเพื่อบริหารทางการเงินตามมาตรา 66/1(2) ของพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัดฯ จะกระทำได้ไม่เกินวงเงินกำไรสะสม
2. สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา เสนอแนะว่าควรกำหนดเป็นหลักเกณฑ์ในการซื้อหุ้นคืนว่าบริษัทต้องกันกำไรสะสมไว้เป็นเงินสำรองเท่ากับจำนวนเงินที่ได้จ่ายซื้อหุ้นคืนจนกว่าจะมีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้หมดหรือลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นที่ซื้อคืนที่จำหน่ายไม่หมด แล้วแต่กรณี

นอกจากความเห็นของทั้งสามหน่วยงานดังกล่าวแล้ว สภาวิชาชีพบัญชีก็ได้ให้ความเห็นเกี่ยวกับเรื่องนี้ด้วย โดยสภาวิชาชีพบัญชีเห็นด้วยกับคำวินิจฉัยและข้อเสนอแนะของสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกาในเรื่องการจัดสรรกำไรสะสมเป็นสำรองสำหรับซื้อหุ้นคืน เพื่อป้องกันไม่ให้นักลงทุนใช้การซื้อหุ้นคืนเป็นการลดทุนทางอ้อมซึ่งจะกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหน้าที่ของบริษัท รวมทั้งทำให้เกิดความเข้าใจผิดว่าบริษัทยังคงมีกำไรสะสมคงเหลือทำให้

สามารถจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืนเพิ่มเติมได้ ดังนั้น เพื่อปฏิบัติตามข้อเสนอแนะของ คณะกรรมการกฤษฎีกา บริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนต้องมีกำไรสะสมไม่น้อยกว่ามูลค่าหุ้นซื้อคืนที่ยังคงเหลืออยู่ในบัญชี และในกรณีที่จะนำกำไรสะสมไปจ่ายเงินปันผล กำไรสะสมคงเหลือหลัง การจ่ายเงินปันผลต้องมีจำนวนไม่น้อยกว่าหุ้นซื้อคืนที่ยังคงเหลืออยู่ในบัญชีด้วยเช่นกัน

นอกจากนี้ สภาวิชาชีพบัญชียังได้เสนอแนวทางปฏิบัติเพื่อให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถ วิเคราะห์ความสามารถในการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนได้โดยสะดวกนั้น โดยสภา วิชาชีพบัญชีเห็นว่าบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนต้องแสดงรายการหรือเปิดเผยข้อมูลจำนวนกำไรสะสม ที่จัดสรรเป็นสำรองสำหรับหุ้นซื้อคืนในงบดุลหรือในหมายเหตุประกอบงบการเงิน แต่เนื่องจากคำ วินิจฉัยของสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกาอาจเกิดขึ้นหลังจากบางบริษัทได้ทำการซื้อหุ้นคืนแล้ว ในกรณีที่บริษัทมีกำไรสะสมคงเหลือไม่เพียงพอที่จะจัดสรรเงินสำรองสำหรับหุ้นซื้อคืนได้ ครบถ้วนโดยทันที ในทุกงวดบัญชีบริษัทควรเปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบการเงินถึงข้อเท็จจริง ดังกล่าวและจำนวนที่ต้องมีการกันสำรองเพิ่มเติมจนกว่าบริษัทจะสามารถกันสำรองสำหรับหุ้นที่ซื้อ คืนได้จนครบ

จากความเห็นของหน่วยงานต่างๆ ที่ได้กล่าวมาข้างต้นนั้น เห็นได้ว่ามีความเห็นเกี่ยวกับ จำนวนเงินที่บริษัทสามารถใช้ในการซื้อหุ้นคืน แบ่งได้เป็น 2 ความเห็น คือ

1. ความเห็นแรก เป็นความเห็นของกรมพัฒนาธุรกิจการค้าซึ่งมีเห็นว่าบริษัทสามารถซื้อ หุ้นคืนได้โดยไม่มีข้อจำกัดในว่าซื้อได้ไม่เกินวงเงินกำไรสะสมเท่านั้น เนื่องจากกฎหมายกำหนดไว้ แต่เพียงว่าบริษัทอาจซื้อหุ้นคืนเพื่อประโยชน์ในการบริหารทางการเงินได้หากว่าบริษัทมีกำไรสะสม และสภาพคล่องส่วนเกินและการซื้อหุ้นคืนนั้นไม่เป็นเหตุให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน
2. ความเห็นที่สอง เป็นความเห็นของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ และสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา มีความเห็นว่าแม้กฎหมายจะไม่ได้กำหนด ไว้อย่างชัดเจนว่าบริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนได้ไม่เกินกำไรสะสมที่บริษัทมีอยู่ก็ตาม แต่การตีความว่า บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนได้เกินกว่าจำนวนกำไรสะสมที่บริษัทมีอยู่นั้นถือเป็นการตีความที่ขัดกับ เจตนารมณ์ของกฎหมายซึ่งต้องการคุ้มครองประโยชน์ของเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นของบริษัท

ผู้เขียนเห็นว่าเจตนารมณ์ของพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัดฯ ในการอนุญาตให้ บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนเพื่อการบริหารทางการเงินนั้น คือ เพื่อให้การซื้อหุ้นคืนเป็นเครื่องมือในการ บริหารทางการเงินของบริษัทซึ่งมีสภาพคล่องสูงให้สามารถบริหารสภาพคล่องนั้นเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด แก่บริษัท แต่ทั้งนี้ กฎหมายก็ไม่ได้ละเลยที่จะป้องกันไม่ให้การซื้อหุ้นคืนของบริษัทก่อให้เกิด

ความเสียหายกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง จึงได้กำหนดเงื่อนไขเกี่ยวกับข้อจำกัดทางการเงินที่จะให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนเพื่อการบริหารทางการเงินไว้ 3 ประการ คือ

(1) บริษัทมีกำไรสะสม

(2) บริษัทมีสภาพคล่องส่วนเกิน โดยกฎกระทรวงกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ.2544 กำหนดว่าสภาพคล่องส่วนเกินให้พิจารณาจากความสามารถในการชำระหนี้ที่จะถึงในอีก 6 เดือนข้างหน้านับแต่วันจะเริ่มซื้อหุ้นคืน

(3) การซื้อหุ้นคืนต้องไม่ทำให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน

ในการพิจารณาเงื่อนไขการซื้อหุ้นคืนเพื่อการบริหารทางการเงินนั้นต้องพิจารณาจากทั้ง 3 ประการดังกล่าวประกอบกันไม่ใช่ประการใดประการหนึ่ง โดยผู้เขียนเห็นว่ากรณีที่กฎหมายกำหนดว่าบริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนได้เมื่อมีกำไรสะสมนั้น ไม่ได้มีเจตนารมณ์ให้เงื่อนไขดังกล่าวเป็นข้อจำกัดเกี่ยวกับแหล่งเงินทุนที่จะใช้ในการซื้อหุ้นคืนว่าต้องไม่เกินกำไรสะสม แต่เป็นการกำหนดเงื่อนไขว่าบริษัทที่จะสามารถซื้อหุ้นคืนได้นั้นต้องเป็นบริษัทที่มีกำไรสะสม เพื่อป้องกันไม่ให้บริษัทที่มีผลประกอบการขาดทุนสะสมซื้อหุ้นคืน เพราะในความเป็นจริง บริษัทใหญ่ๆ นั้นกำไรสะสมมักเป็นเพียงส่วนน้อยเมื่อเทียบกับปริมาณเงินสดหมุนเวียนหรือสภาพคล่องที่บริษัทมี และการซื้อหุ้นคืนจะมากหรือน้อยเพียงใดนั้นไม่ได้ขึ้นอยู่กับตัวเลขในบัญชีกำไรสะสมแต่อยู่ที่ปริมาณเงินสดหมุนเวียนที่บริษัทมีอยู่

นอกจากนี้ การซื้อหุ้นคืนยังถูกควบคุมโดยเงื่อนไขอีก 2 ประการด้วย คือ สภาพคล่องส่วนเกินซึ่งพิจารณาจากความสามารถในการชำระหนี้ในอีก 6 เดือนข้างหน้า และการซื้อหุ้นคืนต้องไม่ทำให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน ซึ่งเมื่อพิจารณาประกอบกันทั้งสามประการแล้ว จะเห็นได้ว่ากฎหมายได้กำหนดเงื่อนไขเพื่อป้องกันความเสียหายจากการซื้อหุ้นคืนต่อบุคคลที่เกี่ยวข้องไว้อย่างครบถ้วนแล้ว ดังนั้น การกำหนดเงื่อนไขให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนได้ไม่เกินกำไรสะสมนั้น จึงเป็นการสร้างข้อจำกัดในการซื้อหุ้นคืนเพื่อการบริหารทางการเงินทำให้บริษัทไม่สามารถใช้การซื้อหุ้นคืนเป็นเครื่องมือในการบริหารสภาพคล่องที่บริษัทมีอยู่ได้อย่างเต็มที่

ในส่วนของข้อเสนอแนะของสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกาที่ให้บริษัทต้องกันกำไรสะสมไว้เป็นเงินสำรองเท่ากับจำนวนเงินที่ได้จ่ายซื้อหุ้นคืนจนกว่าจะมีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนให้หมดหรือลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นซื้อคืนที่จำหน่ายไม่หมด แล้วแต่กรณี เพื่อไม่ให้บริษัทมีกำไรสะสม

คงเหลือในบัญชีซึ่งจะทำให้เข้าใจได้ว่าบริษัทสามารถซื้อหุ้นคืนเพิ่มเติมหรือนำไปจ่ายเป็นเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นได้อีก นั้น ผู้เขียนไม่เห็นด้วยกับข้อเสนอดังกล่าว ด้วยเหตุผลดังนี้

(1) พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 กำหนดให้ทุนสำรองของบริษัทมี 2 กรณี คือ ทุนสำรองส่วนล้มมูลค่าหุ้นตามมาตรา 51 และทุนสำรองที่กฎหมายกำหนดให้บริษัทต้องจัดสรรกำไรสุทธิประจำปีของบริษัทไว้เป็นทุนสำรอง จนกว่าทุนสำรองจะมีจำนวนไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ของทุนจดทะเบียน นอกจากนี้ บริษัทอาจกันกำไรสะสมไว้เป็นเงินสำรองอื่นที่ไม่ใช่เงินสำรองที่กฎหมายบังคับให้จัดสรรไว้ตามมาตรา 116 และไม่ใช่เงินสำรองส่วนล้มมูลค่าหุ้นตามมาตรา 51 ได้แต่ต้องเป็นกรณีเพื่อการใดๆ ตามที่ข้อบังคับของบริษัทกำหนดไว้เท่านั้น ประกอบกับมาตรา 66/1(2) แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ และกฎกระทรวงที่ออกโดยอาศัยอำนาจตามมาตราดังกล่าวไม่มีการกำหนดหลักเกณฑ์ในการซื้อหุ้นคืนให้บริษัทต้องกันกำไรสะสมไว้เป็นเงินสำรองแต่อย่างใด ดังนั้น ข้อเสนอของสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา ซึ่งให้บริษัทต้องกันกำไรสะสมไว้เป็นเงินสำรองตามจำนวนที่บริษัทซื้อหุ้นคืนนั้น อาจเป็นการเกินกรอบอำนาจที่กฎหมายกำหนด

(2) สถานะของหุ้นที่ซื้อคืนมาอาจแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท ดังนี้³⁰

(ก) หุ้นที่ซื้อคืนมาต้องถูกยกเลิก(cancelled) และบริษัทต้องลดทุนจดทะเบียนทันทีส่งผลให้จำนวนทุนเรือนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว (issue share capital) ลดลง บริษัทไม่สามารถนำหุ้นที่ซื้อคืนมาจำหน่ายอีกครั้งได้ แนวทางนี้เป็นแนวทางที่ใช้ในประเทศอังกฤษออสเตรเลีย

ตามกฎหมายของประเทศอังกฤษและสิงคโปร์ หากบริษัทใช้เงินในส่วนของกำไรสะสมซื้อหุ้นคืนบริษัทต้องยกเลิกหุ้นที่ซื้อคืนมาและต้องลดทุนจดทะเบียน ซึ่งการลดทุนจดทะเบียนจะเป็นผลให้หลักประกันของเจ้าหนี้ลดลง กฎหมายจึงต้องมาตรการในการคุ้มครองเจ้าหนี้โดยกำหนดให้บริษัทต้องโอนเงินกำไรสะสมเท่ากับจำนวนเงินที่ใช้ในการซื้อหุ้นคืนไปไว้ในบัญชีทุนสำรองที่เกิดจากการไถ่ถอนหุ้น (capital redemption reserve)³¹ วัตถุประสงค์ของการกำหนดให้โอนกำไรสะสมไปไว้ในบัญชีทุนสำรองที่เกิดจากการไถ่ถอนหุ้น (capital redemption

³⁰ Companies and Securities Law Review Committee, Discussion Paper No.5 A Company's Purchase of its Own Shares, June 1986. (www.takeovers.gov.au) และ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, "การซื้อหุ้นคืน," วารสารตลาดหลักทรัพย์ 5 (กุมภาพันธ์ 2545) : 8-11

³¹ Companies Act 1985, Section 170 (4).

reserve) ก็เพื่อป้องกันไม่ให้งบดุล(balance sheet) แสดงฐานะทางการเงินว่าบริษัทมีกำไรสะสม ซึ่งบริษัทอาจสามารถนำไปใช้ได้อีก นอกจากนี้ ตามกฎหมาย บัญชีทุนสำรองที่เกิดจากการได้ถอนหุ้น (capital redemption reserve) ถือเป็นบัญชีทุนประเภทหนึ่ง³² ซึ่งต้องถูกควบคุมโดยหลักการดำรงรักษาทุน(capital maintenance) และมีข้อจำกัดการใช้ตามกฎหมาย ด้วย³³

(ข) บริษัทถือไว้เป็นหุ้นคงคลัง (treasury stock) ซึ่งหมายถึง หุ้นที่บริษัทซื้อกลับคืนมาจากผู้ถือหุ้นและบริษัทถือไว้เพื่อรอการจำหน่ายในอนาคต แนวทางนี้เป็นแนวทางที่ใช้ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยกฎหมายบริษัทต้นแบบ (Revised Model Business Corporation Act หรือ RMBCA) บัญญัติไว้อย่างชัดเจนว่า หุ้นที่ซื้อคืนมา มีสถานะเป็นหุ้นรับอนุญาตที่ยังมิได้ออก(authorized but unissued shares) บริษัทสามารถนำหุ้นที่ซื้อคืนออกจำหน่ายอีกครั้งได้ หากข้อบังคับของบริษัทไม่ได้ห้ามไว้ ส่วนกฎหมายบริษัทของมลรัฐเดลาแวร์ (Delaware General Corporation Law) ไม่ได้บัญญัติถึงสถานะของหุ้นไว้โดยตรง แต่ได้ บัญญัติว่า หุ้นที่ซื้อคืนมานั้นสามารถนำมาออกจำหน่ายใหม่ได้ หากเป็นการใช้เงินกำไรซื้อ(surplus)

ส่วนสถานะของหุ้นที่ซื้อคืนมาตามกฎหมายไทยนั้น พระราชบัญญัติบริษัทมหาชน มาตรา 66/1 วรรคสาม กำหนดว่าหุ้นที่ซื้อคืนมานั้นบริษัทต้องจำหน่ายออกไปภายในเวลาที่กำหนดในกฎกระทรวง ถ้าไม่จำหน่ายหรือจำหน่ายไม่หมดภายในเวลาที่กำหนดต้องลดทุนที่ชำระแล้วโดยวิธีตัดหุ้นจดทะเบียนส่วนที่จำหน่ายไม่ได้

เนื่องจาก หุ้นที่ซื้อคืนมานั้นจะยังไม่ถูกยกเลิกในทันที การซื้อหุ้นคืนจึงไม่ทำให้จำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว(issue share) ลดลง และการนำหุ้นที่ซื้อคืนออกจำหน่ายก็ไม่ทำให้จำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วลดลงเช่นกัน อย่างไรก็ตาม หุ้นที่ซื้อคืนมาก็ไม่ถือว่าเป็นการได้ทรัพย์สินมาเพิ่ม แต่เป็นการจ่ายสินทรัพย์ออกจากบริษัท³⁴ และการซื้อหุ้นกลับคืนมาถือเป็นการ

³² ตามกฎหมายบริษัทของอังกฤษ บัญชีทุนมีหลายประเภท ดังนี้ (1) บัญชีทุนเรือนหุ้น(issue share capital account) (2) บัญชีส่วนเกินมูลค่าหุ้น(share premium account) (3) บัญชี capital redemption reserve/fund เป็นบัญชีที่แสดงตัวเลขเท่ากับมูลค่าหุ้นที่บริษัทได้ถอนหรือซื้อคืน และ(4) ทุนสำรองอื่นๆ ที่ข้อบังคับของบริษัทกำหนดให้มี

³³ Nicholas Grier, *Company Law*. (Great Britain : Sweet & Maxwell, 2002), pp.109-110. และ Geoffrey Morse, *Company Law*, 14 th ed. (Great Britain : Sweet & Maxwell, 1991), pp.212-213.

³⁴ official comment ของ RMBCA Section 6.31

ลดสิทธิเรียกร้องของผู้ถือหุ้นในสินทรัพย์ของกิจการ ไม่ได้เป็นสินทรัพย์ของกิจการ ดังนั้น ตามหลักการบัญชี หุ้นที่ซื้อคืนมาจึงต้องแสดงเป็นรายการหักออกจากส่วนของผู้ถือหุ้น (equity) ในงบดุล โดยให้แสดงต่อจากรายการกำไรสะสม³⁵

ผู้เขียนเห็นว่า การกำหนดให้บริษัทกันกำไรสะสมเท่ากับจำนวนเงินที่ได้ใช้ในการซื้อหุ้นคืนไว้เป็นเงินสำรองเป็นการจำกัดสิทธิการใช้จ่ายกำไรสะสมของบริษัทที่นอกเหนือกฎหมาย และการกำหนดให้กันกำไรสะสมเป็นเงินสำรองเท่ากับจำนวนเงินที่ได้จ่ายซื้อหุ้นคืนจนกว่าจะมีการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้หมดหรือดำเนินการลดทุนเนื่องจากจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนไม่หมดแล้วนั้น ก็ไม่ทำให้เกิดประโยชน์ใดๆ เพิ่มเติมเพราะเมื่อบริษัทจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้หมดหรือดำเนินการลดทุนในส่วน ofหุ้นที่จำหน่ายไม่หมดแล้ว ก็สามารถโอนเงินสำรองดังกล่าวกลับมาในบัญชีกำไรสะสมได้เหมือนเดิม กรณีต่างกับกฎหมายของประเทศอังกฤษซึ่งกำหนดให้บริษัทโอนเงินในบัญชีกำไรสะสมในจำนวนที่เท่ากับที่บริษัทได้ใช้ในการซื้อหุ้นคืนไว้ในบัญชีทุนสำรองที่เกิดจากการไถ่ถอนหุ้น (capital redemption reserve) ซึ่งตามกฎหมายอังกฤษ บัญชีดังกล่าวถูกปฏิบัติเสมือนเป็นทุนประเภทหนึ่ง มีข้อจำกัดการใช้และการลดทุน และตามกฎหมายอังกฤษนั้นกำหนดว่าหุ้นที่ซื้อคืนมานั้นต้องถูกยกเลิกไปทันที ดังนั้น บัญชีทุนดังกล่าวจึงคงอยู่ตลอดไป ต่างจากข้อเสนอของสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกาซึ่งเมื่อบริษัทจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนได้หมดแล้วหรือบริษัทได้ดำเนินการลดทุนสำหรับหุ้นที่ซื้อคืนและจำหน่ายไม่หมดแล้วก็สามารถโอนกลับมาเงินจำนวนดังกล่าวกลับมาไว้ในบัญชีกำไรสะสมได้เหมือนเดิม

2.4 ปัญหาเกี่ยวกับการลดทุนอันเนื่องมาจากการไม่จำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนหรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนไม่หมด

กฎกระทรวงกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ.2544 ซึ่งออกโดยอาศัยอำนาจตามความในมาตรา 66/1 ได้กำหนดระยะเวลาในการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนไว้ในมาตรา 12 ว่าให้กระทำได้เมื่อพ้นกำหนดระยะเวลาที่กำหนดไว้ใน การซื้อหุ้นคืน แต่ต้องไม่เกินสามปีนับแต่การซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้นและต้องจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนให้เสร็จสิ้นก่อนที่จะมีการจำหน่ายหุ้นใหม่ ถ้าบริษัทไม่จำหน่ายหรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนไม่หมดภายในระยะเวลาดังกล่าว ข้อ 14 กำหนดให้บริษัทลดทุนจดทะเบียนโดยวิธีตัดหุ้นจดทะเบียนที่ซื้อคืนและยังมีได้จำหน่าย อย่างไรก็ตาม กฎกระทรวงฉบับดังกล่าวไม่ได้กำหนดระยะเวลาในการตัดหุ้นจดทะเบียนที่ซื้อคืนไว้จึงทำให้เกิดปัญหาในทาง

³⁵ สมพงษ์ พรอุปถัมภ์, "หุ้นทุนซื้อคืน (Stock Repurchase)", เอกสารภาชีอากร : 70.

ปฏิบัติได้ในกรณีบริษัทไม่จำหน่ายหรือจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนไม่หมดและไม่ดำเนินการลดทุนโดยการตัดหุ้นจดทะเบียนในส่วนที่ซื้อคืนไม่ได้ บริษัทจะมีความผิดอย่างไรหรือไม่ ซึ่งในสวนนี้ผู้เขียนเห็นว่าควรกำหนดกรอบระยะเวลาในการดำเนินการลดทุนสำหรับกรณีนี้ไว้ให้ชัดเจน

2.5 ปัญหาเกี่ยวกับบทกำหนดโทษสำหรับการซื้อหุ้นคืนที่ฝ่าฝืนกฎหมาย

เนื่องจากในขณะที่มีการแก้ไข พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ เพื่อให้บริษัทสามารถซื้อหุ้นของตนเองคืนได้นั้น ไม่ได้มีการเพิ่มบทกำหนดโทษสำหรับการซื้อหุ้นคืนที่ฝ่าฝืนกฎหมายไว้ด้วย ในปัจจุบัน จึงยังไม่เป็นที่ชัดเจนว่าการดำเนินการซื้อหุ้นคืนโดยฝ่าฝืนมาตรา 66/1 จะมีโทษอย่างไร คงมีแต่แนวทางของกระทรวงพาณิชย์ซึ่งตีความว่าการซื้อหุ้นคืนโดยไม่ปฏิบัติตามบทบัญญัติของพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ กฎกระทรวงกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการว่าด้วยการซื้อหุ้นคืน การจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืน และการตัดหุ้นที่ซื้อคืนของบริษัท พ.ศ.2544 ถือว่าเป็นการกระทำการที่ฝ่าฝืนบทบัญญัติมาตรา 66 ซึ่งเป็นบทบัญญัติทั่วไปที่บัญญัติห้ามมิให้บริษัทได้มาซึ่งหุ้นของตนเอง ซึ่งโทษของการกระทำการฝ่าฝืนบทบัญญัติมาตรา 66 นั้น ก่อให้เกิดผลดังนี้

(1) โทษต่อบริษัท ตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ บริษัทที่ดำเนินการซื้อหุ้นของตนเองคืนโดยฝ่าฝืนกฎหมาย ต้องรับโทษปรับไม่เกินห้าหมื่นบาทหรือสองเท่าของมูลค่าหุ้นที่ถือแล้วแต่ว่าจำนวนใดจะมากกว่ากัน³⁶

ผู้เขียนเห็นว่า การกำหนดโทษปรับสำหรับบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนโดยฝ่าฝืนกฎหมายไม่น่าจะเหมาะสมนักเนื่องจากบริษัทเป็นนิติบุคคลตามกฎหมายซึ่งไม่สามารถแสดงออกซึ่งเจตนาของตนได้ด้วยตนเอง ต้องกระทำการและแสดงออกซึ่งเจตนาโดยผ่านบุคคลธรรมดาผู้กระทำการแทนบริษัท ซึ่งก็คือกรรมการบริษัทนั่นเอง ดังนั้นการกำหนดโทษปรับซึ่งเป็นโทษทางอาญาให้กับบริษัทไม่น่าจะเหมาะสม ควรกำหนดให้เฉพาะแต่บุคคลธรรมดาผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืน เช่น กรรมการ ต้องรับโทษหากกระทำการฝ่าฝืนกฎหมาย

กฎหมายซึ่งห้ามมิให้บริษัทเป็นเจ้าของหุ้นของตนเองนั้นมีขึ้นเพื่อรักษาทุนของบริษัท ซึ่งวัตถุประสงค์สำคัญในการดำรงรักษาไว้ของบริษัไว้ก็เพื่อป้องกันไม่ให้เจ้านั้นและผู้ถือหุ้นได้รับความเสียหายเนื่องจากทุนซึ่งเป็นส่วนของผู้ถือหุ้น และเป็นหลักประกันการชำระหนี้ของเจ้านั้นลดลง การกำหนดให้บริษัทต้องรับโทษปรับก็ย่อมทำให้บริษัทต้องจ่ายเงินหรือทรัพย์สินของบริษัท

³⁶ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ มาตรา 201

ออกจากบริษัทเพื่อชำระเป็นค่าปรับเพิ่มขึ้นอีก ซึ่งก็จะทำให้ทรัพย์สินของบริษัทจะต้องลดน้อยลงอีก จึงไม่น่าจะเป็นไปตามวัตถุประสงค์ในการบัญญัติกฎหมาย เพราะเมื่อทรัพย์สินของบริษัทลดลงก็ย่อมไม่เป็นผลดีกับเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นที่เหลืออยู่ของบริษัท ทำให้ได้รับความเสียหายเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้เมื่อพิจารณา โทษของการซื้อหุ้นคืนโดยฝ่าฝืนกฎหมายเปรียบเทียบกับโทษของการฝ่าฝืนบทบัญญัติมาตรา 52 ซึ่งมีหลักการเพื่อการดำรงรักษาทุนของบริษัท เช่นเดียวกันนั้น กลับพบว่ากฎหมายไม่ได้กำหนดโทษสำหรับบริษัทเลยหรือกำหนดไว้แต่น้อย ดังนี้

(ก) กรณีของการขายหุ้นต่ำกว่ามูลค่าหุ้นที่จดทะเบียนไว้ นั้น พระราชบัญญัติบริษัทมหาชน มาตรา 52 บัญญัติว่า การเสนอขายหุ้นต่ำกว่ามูลค่าหุ้นที่จดทะเบียนไว้จะทำได้ก็ต่อเมื่อบริษัทได้ดำเนินการมาแล้วไม่น้อยกว่าหนึ่งปีและมีผลประกอบการขาดทุน สามารถขายหุ้นต่ำกว่ามูลค่าหุ้นที่จดทะเบียนไว้ได้หากปฏิบัติตามเงื่อนไขที่กำหนดไว้ การที่กฎหมายกำหนดไม่ให้บริษัทขายหุ้นต่ำกว่ามูลค่าหุ้นที่จดทะเบียนไว้ก็เนื่องจากหุ้นของบริษัทนั้นถือว่าเป็นทุนของบริษัท กฎหมายจึงบังคับว่าบริษัทต้องจดทะเบียนว่าบริษัทมีทุนเท่าใดเพื่อให้ผู้ที่ติดต่อกับบริษัทรู้ว่าบริษัทมีทุนอยู่เท่าใด หากบริษัทนำหุ้นออกขายในราคาที่ต่ำกว่าราคาที่จดทะเบียนไว้ย่อมมีผลทำให้ทุนของบริษัทลดลงไม่ตรงกับจำนวนที่จดทะเบียนไว้ แต่การที่บริษัทฝ่าฝืนนำหุ้นของขายต่ำกว่าราคาที่จดทะเบียนโดยไม่ได้ปฏิบัติตามมาตรา 52 ก็ไม่มีบทกำหนดโทษสำหรับบริษัทแต่อย่างใด

(ข) ในกรณีที่บริษัทและผู้ถือหุ้นต่างมีสถานะเป็นเจ้าหนี้และลูกหนี้ซึ่งกันและกัน นั้น พระราชบัญญัติบริษัทมหาชน มาตรา 54 วรรคสอง บัญญัติห้ามมิให้มีการหักกลบลบหนี้ค่าหุ้นกับบริษัท เนื่องจากการยอมให้หักกลบลบหนี้ค่าหุ้นกันย่อมมีผลเป็นการลดทุนนั่นเอง อย่างไรก็ตาม ไม่มีบทกำหนดโทษสำหรับบริษัทหากมีการฝ่าฝืนบทบัญญัตินี้

(ค) ในการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นการจ่ายสินทรัพย์ออกจากบริษัทเช่นเดียวกับการซื้อหุ้นคืนนั้นกฎหมายกำหนดข้อจำกัดเกี่ยวกับเงินทุนไว้ว่าให้จ่ายจากเงินกำไรเท่านั้นหากมีการจ่ายเงินปันผลโดยผิดกฎหมาย เป็นเหตุให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ เจ้าหนี้มีสิทธิฟ้องผู้ถือหุ้นให้คืนเงินปันผลที่รับไปแล้ว³⁷ ส่วนโทษของการจ่ายเงินปันผลนอกโดยผิดกฎหมายสำหรับบริษัทนั้นไม่มีกำหนดไว้

³⁷ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชน มาตรา 118

(ง) กรณีของความผิดเกี่ยวกับการลดทุน ซึ่งกฎหมายกำหนดให้การลดทุนของบริษัทต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนดไว้เท่านั้น บริษัทอาจมีความผิดเพียงในกรณีที่ไม่ดำเนินการจดทะเบียนลดทุนต่อนายทะเบียนภายในกำหนดเวลา ซึ่งเป็นโทษปรับไม่เกินสองหมื่นบาทเท่านั้น³⁸

(2) โทษต่อกรรมการบริษัท พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ กำหนดโทษทางอาญาสำหรับกรรมการของบริษัทซึ่งรู้เห็นเป็นใจกับการซื้อหุ้นคืนที่ฝ่าฝืนกฎหมายหรือมิได้จัดการตามสมควรเพื่อป้องกันมิให้เกิดความผิดนั้น ต้องรับโทษตามที่บัญญัติไว้สำหรับความผิดที่บริษัทได้กระทำขึ้น³⁹ เกี่ยวกับโทษซึ่งกฎหมายกำหนดให้กรรมการซึ่งรู้เห็นเป็นใจหรือมิได้จัดการตามสมควรเพื่อป้องกันการซื้อหุ้นคืนที่ฝ่าฝืนกฎหมายนี้ ผู้เขียนเห็นว่าโทษปรับตามที่กฎหมายกำหนดไว้ก็น่าจะเป็นโทษที่เหมาะสมสำหรับกรณีนี้แล้ว

อย่างไรก็ตาม โทษที่กล่าวมานั้นเป็นโทษที่กฎหมายกำหนดไว้สำหรับมาตรา 66 และคงมีแต่แนวทางการตีความของกระทรวงพาณิชย์เท่านั้นว่าการซื้อหุ้นคืนที่ฝ่าฝืนมาตรา 66/1 และกฎกระทรวงฯ เป็นการกระทำที่ฝ่าฝืนมาตรา 66 ต้องรับโทษที่กำหนดไว้สำหรับมาตราดังกล่าวประเด็นนี้ ผู้เขียนเห็นว่าเพื่อความชัดเจนของกฎหมายเห็นควรกำหนดโทษสำหรับการซื้อหุ้นคืนที่ฝ่าฝืนมาตรา 66/1 ไว้โดยเฉพาะ

³⁸ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ มาตรา 142 และ 191

³⁹ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ มาตรา 221 และมาตรา 222