

โครงสร้างหุ้นสองระดับ (Dual-Class Shares)

Executive Summary

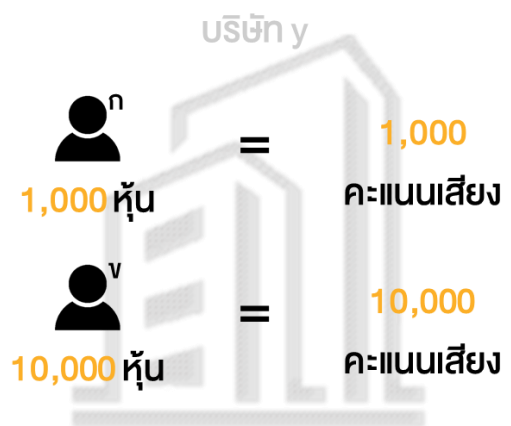
- โครงสร้างหุ้นสองระดับ (Dual-Class Shares) หรือการแบ่งหุ้นสามัญออกเป็นสองชนิด โดยให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นในการออกเสียงกลุ่มหนึ่งมากกว่าอีกกลุ่มหนึ่ง เช่น การที่บริษัทออกหุ้นสามัญชนิดที่ 1 หุ้นมีสิทธิออกเสียงเท่ากับ 10 คะแนนเสียง ในขณะที่หุ้นสามัญอื่นๆ 1 หุ้นมีสิทธิออกเสียงเท่ากับ 1 คะแนนเสียง เป็นต้น
- โครงสร้างหุ้นสองระดับมีการประยุกต์ใช้มานานมากแล้วในตลาดทุนของหลายๆ ประเทศ และได้รับความนิยมในการจัดโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทเทคโนโลยีขนาดใหญ่ที่มีชื่อเสียง และเริ่มเข้ามามีบทบาทในตลาดทุนของประเทศในภูมิภาคใกล้เคียงอย่าง ฮองกง สิงคโปร์ และประเทศล่าสุดอย่างอินโดนีเซียในปีที่ผ่านมา
- โครงสร้างหุ้นสองระดับอาจช่วยทำให้อำนาจการบริหารจัดการยังคงอยู่กับผู้ก่อตั้งที่มักเข้าใจและมีมุมมองธุรกิจที่ดีกว่า ป้องกันการครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร เพิ่มทางเลือกให้กับนักลงทุนและบริษัทเอกชนในการจดทะเบียน รวมถึงเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนในระดับสากล
- หากขาดมาตรการคุ้มครองนักลงทุนที่เพียงพอ โครงสร้างหุ้นสองระดับก็อาจดูแล้วขาดความโปร่งใสหรือมีความไม่เท่าเทียมในการบริหารจัดการ อาจลดโอกาสการถูกครอบงำกิจการที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัทซึ่งอาจกระทบต่อชื่อเสียงและประสิทธิภาพของตลาดทุนในระยะยาว
- มาตรการป้องกันและคุ้มครองนักลงทุน (safeguards) หลายแนวทางได้ถูกนำเสนอเพื่อคุ้มครองสิทธิของนักลงทุน เช่น การกำหนดระยะเวลาการให้สิทธิ (sunset provisions) การกำหนดอัตราส่วนของจำนวนเสียงสูงสุดของ super voting shares การกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดขั้นต่ำ และการกำหนดกลุ่มอุตสาหกรรมเป้าหมาย เป็นต้น
- สำหรับตลาดทุนไทย บริษัทจดทะเบียนยังสามารถออกและเสนอขายหุ้นสามัญโดยกำหนดสิทธิออกเสียงลงคะแนนได้เพียงรูปแบบเดียว ตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 102 ประกอบมาตรา 33

โครงสร้างหุ้นสองระดับ (Dual-Class Shares)

นักลงทุนโดยทั่วไปอาจคุ้นเคยกับการลงทุนในหุ้นสามัญ ซึ่งเป็นตราสารที่สามารถออกโดยบริษัทมหาชนจำกัด (บมจ.) โดยผู้ถือหุ้นจะมีสิทธิในการร่วมเป็นเจ้าของบริษัท มีสิทธิในการออกเสียง (voting rights) ลงมติในที่ประชุมผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนของหุ้นที่ถือครองอยู่ มีสิทธิร่วมเป็นผู้ตัดสินใจในปัญหาสำคัญในที่ประชุมผู้ถือหุ้น รวมถึงสิทธิพื้นฐานที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ อาทิ สิทธิในการรับทราบข้อมูลของบริษัท สิทธิเกี่ยวกับการได้รับเงินปันผล และสิทธิเกี่ยวกับการได้รับทรัพย์สินคืนในกรณีเลิกกิจการ

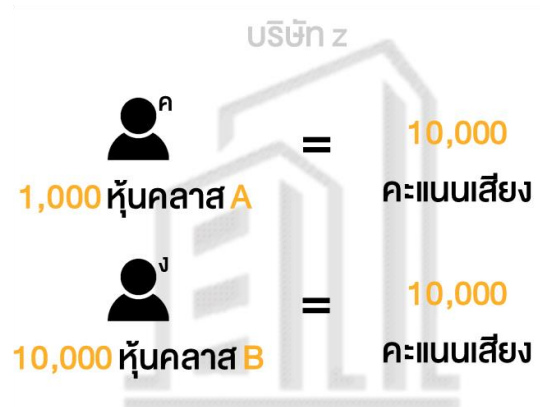
ผู้ถือหุ้นแต่ละประเภทจะมีสิทธิในการมีส่วนร่วมกับการบริษัทที่แตกต่างกันตามประเภทของหุ้นที่ตนถือครองอยู่ เช่น ผู้ถือหุ้นสามัญ (common stock) มีสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนในการบริหารจัดการของบริษัท ส่วนผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ (preferred stock) อาจมีการกำหนดบุริมสิทธิ เช่น สิทธิในการรับผลตอบแทน ต่างออกไปจากผู้ถือหุ้นสามัญ เป็นต้น

ทั้งนี้ โดยหลักการพื้นฐานในการประชุมผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นสามัญทุกคนจะมีสิทธิออกเสียง 1 คะแนนเสียง ต่อ 1 หุ้น หรือที่เรียกว่า one-share, one-vote ยกตัวอย่างเช่น หากผู้ถือหุ้น ก ถือหุ้นบริษัท y เป็นจำนวน 1,000 หุ้น จะได้รับสิทธิในการออกเสียงลงมติในที่ประชุม 1,000 คะแนนเสียง ขณะที่ผู้ถือหุ้น ข ซึ่งถือหุ้นบริษัท y ในจำนวน 10,000 หุ้น ก็จะได้รับสิทธิในการออกเสียงลงมติในที่ประชุมมากกว่าที่ 10,000 คะแนนเสียง เป็นต้น



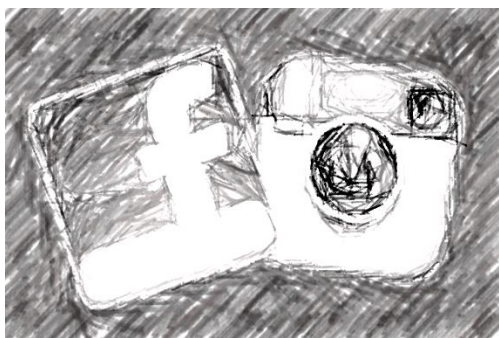
อย่างไรก็ตาม ยังมีโครงสร้างการถือหุ้นอีกรูปแบบหนึ่งที่สามารถใช้ได้ในตลาดทุนของหลายๆ ประเทศ และเป็นที่ยอมรับสำหรับบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และเริ่มเข้ามามีบทบาทมากขึ้นในระดับภูมิภาคเอเชีย นั่นคือ การที่บริษัทออกหุ้นสามัญ 2 ชนิดให้กับนักลงทุน ที่ให้สิทธิในการออกเสียงในที่ประชุมไม่เท่ากัน โดยแบ่งชั้นหุ้น

สามัญออกเป็นสองกลุ่ม หรือที่เรียกว่า หุ้นสองระดับ (dual-class shares: DCS) ยกตัวอย่างเช่น บริษัท Z แบ่งหุ้นสามัญออกเป็น หุ้นคลาส A ให้กับนักลงทุน ค และ หุ้นคลาส B ให้กับนักลงทุน ง โดยที่หุ้นคลาส A จะได้รับสิทธิออกเสียงในอัตราส่วน 1 หุ้น ต่อ 10 คะแนนเสียง โดยจะเรียกหุ้นประเภทนี้ว่า super voting shares ในขณะที่หุ้นคลาส B จะได้รับสิทธิออกเสียงในอัตราส่วน 1 หุ้น ต่อ 1 คะแนนเสียง เป็นต้น



ความสำคัญของโครงสร้างหุ้นสองระดับ

บริษัทที่นิยมใช้โครงสร้างหุ้นสามัญแบบสองระดับ มักเป็นบริษัทที่มีวัตถุประสงค์ในการรักษาหุ้นสามัญกลุ่มที่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนมากกว่า ไว้ให้แก่ผู้ก่อตั้งหรือหุ้นส่วนที่เริ่มก่อตั้งบริษัทด้วยกัน และจะเสนอขายหุ้นสามัญกลุ่มที่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนน้อยกว่า ให้กับนักลงทุนเป็นการทั่วไป เพื่อให้อำนาจการควบคุมกิจการบริษัทยังคงอยู่กับกลุ่มบุคคลผู้ก่อตั้งซึ่งจะไม่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนสัดส่วนของอำนาจการควบคุมกิจการได้โดยง่าย และยังสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการป้องกันการครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร (hostile takeovers) ในขณะที่นักลงทุนก็ยังคงสามารถได้รับสิทธิอื่นๆ และผลตอบแทนจากการเติบโตของบริษัทอยู่



ตัวอย่างที่น่าสนใจสำหรับโครงสร้างหุ้นสามัญแบบสองระดับ ดังในกรณีตัวอย่างของบริษัท Facebook (ณ เวลานั้น) จากการพยายามเข้าซื้อกิจการบริษัท Instagram ในปี ค.ศ. 2012 โดย Mark Zuckerberg ผู้ก่อตั้ง และเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท Facebook 28% แต่มีสิทธิออกเสียงในที่ประชุมคิดเป็น 57% ของสิทธิออกเสียงทั้งหมด ได้ตัดสินใจเข้าซื้อ Instagram ในมูลค่า \$1,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และได้เดินหน้าทำข้อตกลงอย่างรวดเร็ว ก่อนที่จะมีการขออนุมัติที่ประชุมบอร์ดอย่างเป็นทางการ¹ ต่อมาในปี ค.ศ. 2018 บริษัท Instagram ได้รับการประเมินว่ามีมูลค่าสูงถึง \$35,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือสูงขึ้นถึง 35 เท่า ภายหลังที่ Mark Zuckerberg ตัดสินใจเข้าซื้อบริษัท Instagram ซึ่งอาจแสดงให้เห็นถึงข้อสนับสนุนโครงสร้างของการออกหุ้นสามัญแบบสองระดับได้

สำหรับตลาดทุนในเอเชีย มีตัวอย่างของบริษัท Alibaba ที่ทำธุรกิจด้าน e-commerce ขนาดใหญ่ที่สุดในประเทศจีน ได้เข้าหารือกับตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงถึงความเป็นไปได้ในการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้วยโครงสร้างหุ้นแบบสองระดับ ในปี ค.ศ. 2013 ซึ่งโครงสร้างหุ้นแบบสองระดับยังขัดต่อเกณฑ์การจดทะเบียนหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงในขณะนั้น จึงส่งผลให้ไม่สามารถรับจดทะเบียนบริษัท Alibaba ได้ และบริษัท Alibaba จึงได้ตัดสินใจเข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) ในปี ค.ศ. 2014 ด้วยโครงสร้างคล้ายหุ้นแบบสองระดับ ที่มูลค่ากว่า 25,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งตามมาด้วยการเสนอความเห็นและการทบทวนกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการอนุญาตโครงสร้างหุ้นแบบสองระดับในฮ่องกง จนนำไปสู่การพิจารณาอนุญาตการเข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์ด้วยโครงสร้างหุ้นแบบสองระดับของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงในปี ค.ศ. 2018 เพื่อเพิ่มทางเลือกให้กับบริษัทจดทะเบียน และอาจเป็นเครื่องมือในการดึงดูดบริษัทจดทะเบียนให้เข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงมากขึ้น อันเป็นการยกระดับขีดความสามารถในการแข่งขันของตลาดหลักทรัพย์ในระดับโลก

ในสหรัฐฯ ยังมีอีกหลายบริษัทจดทะเบียนที่มีชื่อเสียงและมีโครงสร้างหุ้นสามัญสองระดับ เช่น Ford และ Berkshire Hathaway ซึ่งผู้ก่อตั้งที่เป็นผู้บริหารที่อาจมีความเข้าใจและมุมมองธุรกิจในระยะยาวกว่านักลงทุนทั่วไป โดยโครงสร้างดังกล่าวจะยังช่วยให้ผู้ก่อตั้งผูกพันกับบริษัทมากขึ้นและอาจส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งนี้การอนุญาตให้ออกและเสนอขายหุ้นสามัญในโครงสร้างหุ้นสามัญแบบสองระดับ อาจทำให้บริษัทในลักษณะธุรกิจครอบครัว หรือบริษัทเอกชนที่ยังไม่ได้จดทะเบียนในตลาด

¹Raice, S.R., S.E. Ante, and E. Glazer. 2012. "In Facebook Deal, Board Was All but Out of Picture." Wall Street Journal.

หลักทรัพย์ เพราะไม่ต้องการเสียอำนาจในการควบคุมบริษัท มีทางเลือกในการจัดโครงสร้างและตัดสินใจจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ง่ายขึ้นและนำไปสู่การเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนได้ในระยะยาว

อย่างไรก็ตาม การอนุญาตให้บริษัทหนึ่งมีผู้ถือหุ้นที่ได้รับสิทธิในการลงคะแนนต่างจากนักลงทุนรายอื่นๆ ก็อาจมีข้อโต้แย้งจากผู้ลงทุนในหลายประเด็น อาทิ ความไม่เท่าเทียมหรือขาดความโปร่งใส รวมไปถึงการตั้งคำถามในเรื่องบริษัทบิดาว่าบริษัทจะสามารถดำเนินธุรกิจเพื่อประโยชน์ของนักลงทุนอย่างแท้จริงหรือไม่ เนื่องจากในโครงสร้างของบริษัทที่มีหุ้นสามัญแบบสองระดับ โดยมีผู้ถือหุ้นแบบ super voting shares ซึ่งมักจะเป็นทั้งผู้บริหารของบริษัทและผู้ถือหุ้น อาจดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง เมื่อมีอำนาจในการกำหนดคะแนนเสียงในที่ประชุมมากกว่า และจากงานศึกษาที่ผ่านมา² ได้มีข้อกังวลว่าโครงสร้างหุ้นสามัญแบบสองระดับ อาจจะลดทอนการกำกับดูแลจากผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิในการออกเสียงน้อยกว่า ซึ่งจะเป็นการลดความรับผิดชอบของฝ่ายบริหารต่อผู้ถือหุ้นเหล่านี้ โดยอาจยกตัวอย่างข้อโต้แย้งการออกและเสนอขายหุ้นแบบสองระดับ เช่น การมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบสองระดับ จะลดโอกาสที่ผู้บริหารของบริษัทในการยอมรับข้อเสนอการเข้าซื้อกิจการที่อาจจะเป็นประโยชน์ต่อกิจการมากกว่า อีกทั้งผู้ดำรงตำแหน่งสำคัญในบริษัท ที่มี super voting rights ซึ่งหากสามารถควบคุมคะแนนเสียงได้มากเกินไปกว่าครั้งหนึ่ง อาจจะไม่สามารถถูกลงคะแนนเสียงให้ออกจากตำแหน่งได้

ดังนั้นหากไม่มีการกำกับดูแลกิจการและการคุ้มครองนักลงทุนอย่างเพียงพอ การอนุญาตให้ออกและเสนอขายหุ้นสามัญในโครงสร้างหุ้นสามัญแบบสองระดับ อาจส่งผลเสียต่อเรื่องบรรษัทภิบาลและการพัฒนาตลาดทุนในระยะยาว เช่น อาจก่อให้เกิดผลกระทบต่อชื่อเสียงและสถานะของตลาดทุน อาจส่งผลถึงความเชื่อมั่นและสภาพคล่องในตลาด รวมถึงอาจกระทบต่อความสามารถในการดึงดูดการระดมทุนของบริษัทใหม่ๆ และนักลงทุนบางประเภทที่ลงทุนตามดัชนีอาจไม่สามารถเลี่ยงการลงทุนในหุ้นที่มีโครงสร้าง DCS ได้ เป็นต้น

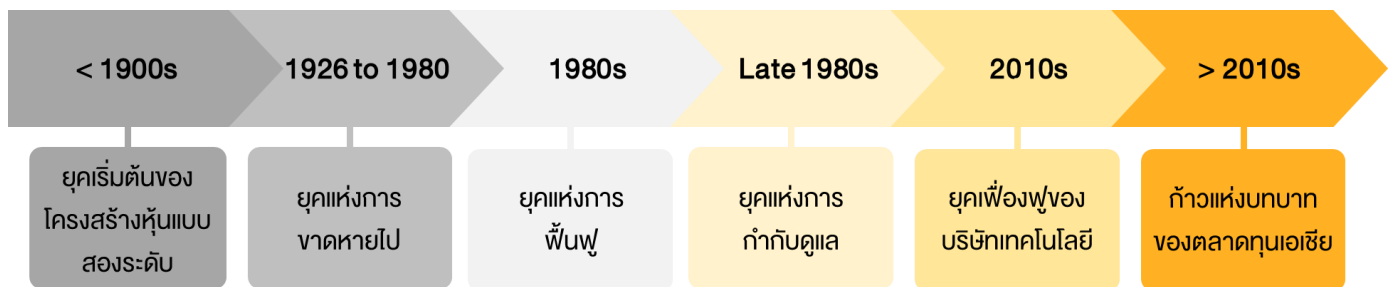
รูปที่ 1 ข้อสนับสนุน และข้อโต้แย้ง เกี่ยวกับโครงสร้างหุ้นสามัญแบบสองระดับ

ข้อสนับสนุน	Dual-Class Shares	ข้อโต้แย้ง
อำนาจการควบคุมกิจการของบริษัท คงอยู่กับผู้ก่อตั้ง และกลุ่มผู้บริหารซึ่งมักเข้าใจและมีมุมมองธุรกิจที่ดีกว่า		ความไม่เท่าเทียม ขาดความโปร่งใสและข้อกังวลในการบริหารจัดการตามหลักบรรษัทภิบาล
ช่วยป้องกันการครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรได้ (hostile takeovers)		ลดโอกาสที่บริษัทจะยอมรับข้อเสนอการเข้าซื้อกิจการที่อาจจะเป็นประโยชน์ต่อกิจการมากกว่า
เพิ่มทางเลือกให้นักลงทุน และยังคงได้รับผลตอบแทนจากการเติบโตของบริษัท และสิทธิประโยชน์ด้านอื่นๆ ทุกรายการ		การลงทุนผ่านกองทุนรวมดัชนี (passive) อาจไม่สามารถหลีกเลี่ยงการลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างแบบ DCS ได้
เพิ่มทางเลือกในการจัดโครงสร้างในการระดมทุนและตัดสินใจจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ช่วยเพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขันของตลาดทุน		หากไม่มีการกำกับดูแลกิจการและการคุ้มครองนักลงทุนอย่างเพียงพอ อาจส่งผลเสียต่อชื่อเสียง และการพัฒนาตลาดทุนในระยะยาว

²Dual-class shares: The good, the bad, and the ugly - CFA institute (2018)

ประวัติศาสตร์ของโครงสร้างหุ้นสามัญแบบสองระดับ

การถกเถียงเกี่ยวกับการมีอยู่ของโครงสร้างหุ้นสามัญแบบสองระดับได้เกิดขึ้นมานานมากแล้ว โดยโครงสร้างดังกล่าวถูกใช้อยู่ในตลาดทุนที่พัฒนาแล้วหลายแห่ง อาทิ สหรัฐอเมริกา เนเธอร์แลนด์ สวีเดน เดนมาร์ก และแคนาดา ซึ่งได้ยอมรับและนำหลักการกำหนดสิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้น เพื่อประโยชน์ในทางธุรกิจในรูปแบบต่างๆ อย่างแพร่หลาย และเริ่มเข้ามามีอิทธิพลมากขึ้นในประเทศแถบเอเชีย อย่าง ฮองกง สิงคโปร์ และประเทศล่าสุดอย่างอินโดนีเซีย โดยอาจสามารถสรุปเป็น timeline ได้ดังนี้



- ยุคเริ่มต้นของโครงสร้างหุ้นแบบสองระดับ – จากงานศึกษาของ Howell (2017)³ พบว่า การออกหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงแตกต่างกันมีขึ้นครั้งแรกในปี ค.ศ. 1897 เมื่อบริษัท International Silver ได้ออกหุ้นสามัญจำนวน 20 ล้านหุ้นโดยไม่มีสิทธิออกเสียง แม้ในช่วงปี ค.ศ. 1900 บริษัทส่วนใหญ่ในสหรัฐฯ ยังคงใช้หลักการหนึ่งหุ้นหนึ่งเสียง โดยที่พระราชบัญญัติการจัดตั้งของแต่ละมลรัฐ (state corporation statute) ได้บัญญัติหลักการหนึ่งหุ้นหนึ่งเสียงเป็นมาตรฐานที่ใช้ขึ้นต้น⁴ แต่ก็ยังมีการค้นพบว่ามีบริษัทกว่า 183 บริษัท ที่มีโครงสร้างหุ้นแบบสองระดับในช่วงก่อนปี ค.ศ. 1926⁵ ก่อนเริ่มมีการประท้วงของนักลงทุนที่เห็นความไม่เท่าเทียมของโครงสร้างดังกล่าว อันเริ่มเป็นที่มาของ การตรวจสอบที่เข้มข้นมากขึ้นของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) ต่อโครงสร้างของหุ้นประเภทไม่มีสิทธิลงคะแนนเสียง
- ยุคแห่งการขาดหายไป – ภายหลังการตรวจสอบที่เข้มข้นขึ้น พบว่ามีเพียง 30 บริษัท ที่มีโครงสร้างหุ้นแบบสองระดับที่สามารถจดทะเบียนในตลาดรองในช่วงปี ค.ศ. 1940 ถึง 1978⁶ ประกอบกับ รัฐบัญญัติต้นแบบธุรกิจ (revised model business corporation act) ตราขึ้นโดยคณะกรรมการกฎหมายบริษัทแห่งสมาคมเนติบัณฑิตอเมริกัน ในปี ค.ศ. 1950 ที่ระบุว่า หากตราสารจัดตั้งของบริษัท ไม่ได้กำหนดสิทธิออกเสียงลงคะแนนของผู้ถือหุ้นเป็นอย่างอื่น หุ้นทุกหุ้นของบริษัทจะมีสิทธิออกเสียงลงคะแนนเท่ากันคือ หนึ่งหุ้น หนึ่งเสียง
- ยุคแห่งการฟื้นฟู – การกลับมาของโครงสร้างหุ้นแบบสองระดับ เกิดจากความนิยมในการเทคโอเวอร์บริษัทในช่วงกลางทศวรรษที่ 1980 ซึ่งทำให้โครงสร้างดังกล่าวกลายเป็นมาตรการป้องกันเพื่อให้แน่ใจว่าบริษัทได้รับการปกป้องจากการเข้าครอบครองที่ไม่เป็นมิตร และการแข่งขันกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์ที่ทวีความรุนแรงยิ่งขึ้น เป็นตัวกระตุ้นให้เกณฑ์ในการรับหลักทรัพย์ที่มีโครงสร้างหุ้นแบบสองระดับเริ่มเป็นที่นิยมมากขึ้น เพื่อดึงดูดบริษัทจดทะเบียน

³Howell, J.W.2017. "The survival of the U.S. Dual Class Share Structure." Journal of Corporate Finance.44, 440-450

⁴Stephen M. Brainbridge, Corporation Law and Economics (New York: Foundation Press, 2002)

⁵Dewing, A.S. 1920. The Financial Policy of Corporations. Volume II: Promotion. New York: Ronald Press Co.

⁶Lease, R.C., J.J. McConnell, and W.H. Mikkelsen. 1983. "The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations." Journal of Finance Economics,

- ยุคแห่งการกำกับดูแล – ในปี 1988 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ได้ออกกฎ SEC Rule 19c-4⁷ ซึ่งเป็นความพยายามที่จะรวบรวม และกล่าวถึงการควบคุมการออกกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ในการอนุญาตให้จดทะเบียนหุ้นสามัญที่มีโครงสร้างหุ้นแบบสองระดับ
- ยุคเฟื่องฟูของบริษัทเทคโนโลยี – โครงสร้างหุ้นสองระดับ กลายเป็นที่ยอมรับมากขึ้นในช่วงที่ผ่านมา หลังกระแสการเสนอขายหุ้น IPO ของบริษัทเทคโนโลยีที่มีชื่อเสียง อาทิ บริษัท Google (2004), LinkedIn (2011), Facebook (2012) รวมถึงบริษัทจากประเทศจีนอย่าง Alibaba ที่ได้ยกตัวอย่างไปแล้วข้างต้น
- ก้าวแห่งบทบาทของตลาดหุ้นเอเชีย – เช่น ภายหลังจากเหตุการณ์ของบริษัท Alibaba ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงเข้าสู่กระบวนการแก้ไขกฎการเข้าจดทะเบียนในเดือน เมษายน ค.ศ. 2018 บริษัทที่มีโครงสร้างหุ้นสองระดับสามารถจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงได้ และมีหุ้นอย่าง บริษัท Xiaomi Corp. เข้าจดทะเบียนด้วยโครงสร้างหุ้นสองระดับ เป็นบริษัทแรกในเดือน กรกฎาคม ค.ศ. 2018 ในขณะเดียวกัน ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX) ภายหลังจากการหารือรอบที่สองในเดือน มิถุนายน ค.ศ. 2018 ก็อนุญาตให้บริษัทที่มีโครงสร้างหุ้นสองระดับ สามารถจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ได้ เช่นเดียวกัน เพื่อรองรับการเติบโตของธุรกิจนวัตกรรมใหม่ๆ สอดคล้องกับแผนพัฒนาประเทศในระยะยาว และล่าสุดในปี ค.ศ. 2021 ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียก็ได้พิจารณาอนุญาตให้บริษัทที่มีโครงสร้างหุ้นสองระดับสามารถจดทะเบียนได้เช่นกัน

รูปที่ 2 ตัวอย่างบริษัทที่มีโครงสร้างหุ้นแบบสองระดับ

Company	Exchange	Industry	Market Capitalization	Voting Structure
Alphabet Inc. (Google)	NASDAQ	Communications	1.2 trillion USD	Class A: 1 Class B: 10 Class C: no votes
Berkshire Hathaway Inc.	NYSE	Financial	675.4 billion USD	Class A: 1 Class B: 10,000
Meta Platforms Inc (Facebook)	NASDAQ	Communications	316.7 billion USD	Class A: 1 Class B: 10
Meituan	HKEX	Communications	144.8 billion USD	Class A: 1 Class B: 10
Xiaomi Corporation	HKEX	Technology	46.7 billion USD	Class A: 1 Class B: 10
KE Holdings Inc.	HKEX	Real Estate	18.2 billion USD	Class A: 1 Class B: 10
NIO Inc	SGX	Consumer Discretionary	18.5 billion USD	Class A: 1 Class B: 4 Class C: 8
AMTD International Inc.	SGX	Financial	3.6 billion USD	Class A: 1 Class B: 20
GoTo Gojek Tokopedia PT Tbk	IDX	Communications	6.3 billion USD	Class A: 1 Class B: 30

Note: Market Capitalization and exchange rate as of 19 Dec 2022, data from Bloomberg and company's prospectus

⁷Stephen M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4*, 69 Wash. U. L. Q. 565 (1991).

⁸Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, *Concept Paper on Weighted Voting Rights*, August 2014

แนวทางคุ้มครองนักลงทุนและกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

ที่ผ่านมา มีการถกเถียงเกี่ยวกับการมีอยู่ของโครงสร้างหุ้นแบบสองระดับ ต่อเรื่องความเท่าเทียม ความโปร่งใส และบรรษัทภิบาล โดยเฉพาะในกลุ่มนักลงทุนที่ถือหุ้นกลุ่มที่มีสิทธิออกเสียงน้อยกว่า ซึ่งอาจถูกจำกัดเสียงในที่ประชุม โดยเฉพาะในกรณีที่บริษัทอาจกระทำการที่ไม่คำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น จึงเป็นที่มาของมาตรการคุ้มครองป้องกัน (safeguards) เพื่อคุ้มครองสิทธิของนักลงทุน และเป็นกลไกในการป้องกันการกระทำอันไม่พึงประสงค์ของบริษัท โดยอาจสรุปตัวอย่างมาตรการคุ้มครองป้องกันที่สำคัญ ได้ดังต่อไปนี้



ตัวอย่าง Safeguards⁹

1. Corporate Governance – หลักการและกลไกด้านบรรษัทภิบาลได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางว่าเป็นองค์ประกอบสำคัญของรากฐานที่แข็งแกร่งสำหรับตลาดทุนและการคุ้มครองผู้ลงทุนอย่างทั่วถึงที่และโปร่งใส เช่น การแต่งตั้งคณะกรรมการที่เป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ การควบคุมภายใน เพื่อให้เกิดการ check & balance ระหว่างกิจกรรมต่างๆ และการจัดการและเปิดเผยข้อมูลรายการเกี่ยวโยงกัน เป็นต้น

2. Sunset Provisions – ผู้ถือหุ้น super voting shares จะถูกบังคับให้เปลี่ยนสิทธิในการออกเสียงจากเดิม เป็นเหมือนผู้ถือหุ้นทั่วไป บนพื้นฐาน one-share, one-vote ทั้งนี้ โดยสามารถแบ่งเงื่อนไขกลไกออกได้เป็น 2 แบบ ได้แก่

1.) time-based sunset provisions ตามระยะเวลาที่ตกลงกันระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน ซึ่งอาจเป็นระยะ เพียงพอที่จะทำให้เจ้าของหรือผู้บริหารของบริษัท สามารถดำเนินกลยุทธ์ และสร้างมูลค่าให้กับบริษัทได้ตามแผนในกรอบระยะเวลาที่กำหนด และ

2.) event-based sunset provisions สิทธิในการออกเสียงของผู้ถือหุ้น super voting shares จะสิ้นสุดลง หากผู้ถือหุ้นดังกล่าวไม่ได้เป็นกรรมการของบริษัทที่เกี่ยวข้องอีกต่อไป หรือเสียชีวิต ทุพพลภาพ หรือโอนหุ้นให้กับบุคคลอื่น

3. Maximum Voting Differentials – มาตรการป้องกันนี้ เป็นการกำหนดอัตราส่วนของจำนวนเสียงสูงสุดที่ผู้ถือหุ้น super voting shares ที่สามารถมีเหนือผู้ถือหุ้นอื่น เช่น ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (HKEX) ได้กำหนดให้อัตราส่วนดังกล่าวห้ามเกิน 10:1 เสียง เป็นต้น

4. Limitation of Share Classes – กำหนดไม่ให้มีการออกหุ้นเกินสองระดับ หรือการให้หุ้นเพิ่มทุนระดับใหม่ เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการลดสิทธิของผู้ถือหุ้นเดิมในเรื่องของคะแนนเสียง และป้องกันไม่ให้เกิดความต่างของอำนาจควบคุม

⁹อ้างอิงบทศึกษาจาก CFA Institute

5. Specific Admission and Investor Requirement – การกำหนดเงื่อนไขบางประการให้กับผู้ที่ออกโครงสร้างหุ้นสองระดับ

ยกตัวอย่างเช่น การกำหนดให้มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงในระดับหนึ่ง (HKEX กำหนดขั้นต่ำเท่ากับ 1 หมื่นล้านเหรียญฮ่องกง) และต้องอยู่ในอุตสาหกรรมที่เป็นธุรกิจนวัตกรรมเท่านั้น เป็นต้น

6. Event-driven Temporary Reversion – การกำหนดให้การตัดสินใจในบางเรื่องในที่ประชุม จะใช้โครงสร้างการลงคะแนนเสียงแบบ

one share, one vote แทน อาทิ การจัดตั้งกรรมการอิสระที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร การจัดตั้งผู้ตรวจสอบบัญชี เป็นต้น

สำหรับประเทศไทยนั้น บริษัทจดทะเบียนจะสามารถออกหุ้นสามัญและเสนอขาย โดยกำหนดสิทธิออกเสียงลงคะแนนของหุ้นสามัญในที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้เพียงรูปแบบเดียวเท่านั้น ตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 102 ประกอบมาตรา 33 ซึ่งระบุว่า ในที่ประชุมผู้ถือหุ้น หุ้นสามัญหนึ่งหุ้นมีสิทธิออกเสียงลงคะแนนหนึ่งเสียง ซึ่งจะเห็นว่า กฎหมายบัญญัติรับรองสิทธิในการออกเสียงลงคะแนนของผู้ถือหุ้นทุกคนในบริษัทมหาชนอย่างเท่าเทียมกัน ตามหลักการหนึ่งหุ้นหนึ่งเสียง (one-share, one-vote)¹⁰

การประยุกต์ใช้หุ้นสามัญแบบสองระดับมีพัฒนาการมาเป็นระยะเวลานานในหลายๆ ตลาดทุนทั่วโลก และความเคลื่อนไหวในช่วงหลังๆ ก็เกิดขึ้นในภูมิภาคเอเชีย จากการที่ตลาดทุนฮ่องกง สิงคโปร์ และล่าสุดในอินโดนีเซีย ได้มีการอนุญาตให้บริษัทสามารถใช้โครงสร้างการออกหุ้นสามัญแบบสองระดับมาจดทะเบียนได้ จึงเป็นที่น่าติดตามถึงพัฒนาการต่อไปในอนาคต ทั้งในด้านการพัฒนาตลาดทุน ด้านความนิยมในการระดมทุนและการลงทุน มาตรการคุ้มครองนักลงทุน และการส่งเสริมให้มีบรรษัทภิบาลและการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของตลาดทุนต่อไป

¹⁰พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด มาตรา ๑๐๒ “ผู้ถือหุ้นมีสิทธิเข้าประชุมและออกเสียงลงคะแนนในการประชุมผู้ถือหุ้นแต่ละมวบ ฉะนั้นบุคคลอื่นเข้าประชุมและออกเสียงลงคะแนนแทนก็ได้ ในการนี้ให้นำมาตรา ๓๓ วรรคสอง วรรคสี่ และวรรคห้า และมาตรา ๓๔ มาใช้บังคับโดยอนุโลมโดยในการมออบฉันทะให้ยื่นหนังสือมอบฉันทะต่อ ประธานกรรมการหรือผู้ที่ประธานกรรมการกำหนด การออกเสียงลงคะแนนในวาระหนึ่งในส่วนที่ถือว่าหุ้นหนึ่งมีเสียงหนึ่งนั้นมิให้ใช้บังคับกับกรณีที่ บริษัทได้ออกหุ้นบุริมสิทธิและกำหนดให้มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนน้อยกว่าหุ้นสามัญ”
มาตรา ๓๓ วรรค ๔ “ในการออกเสียงลงคะแนน ให้ผู้ถือหุ้นมีคะแนนเสียงเท่าจำนวนหุ้นที่จองโดยถือว่าหุ้นหนึ่งมีเสียงหนึ่ง”

จัดทำโดย
ฉัตรชัย ทิศาดลิตกุล
พริษฐ์ เาเบญจกุล
ฝ่ายวิจัย
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Disclaimer: ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่าน มิใช่การให้คำแนะนำด้านการลงทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมิได้ให้การรับรองในความถูกต้องของข้อมูล และไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้น อันเนื่องจากการนำข้อมูลไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งหรือทั้งหมดไปใช้อ้างอิง หรือเผยแพร่ไม่ว่าในลักษณะใด นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขอสงวนสิทธิในการเปลี่ยนแปลง แก้ไข เพิ่มเติมข้อมูลไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งหรือทั้งหมดตามหลักเกณฑ์ที่เห็นสมควร ความเห็นที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ เป็นความคิดเห็นส่วนตัวของผู้เขียน ซึ่งไม่มีความเกี่ยวข้องกับความเห็นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย