

กฎหมายต่างประเทศที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล

1. แหล่งที่มาของเงินปันผล

1.1 ประเทศอังกฤษ

1.1.1 ข้อความเบื้องต้น

(1) ความเป็นมาของความหมายคำว่า "กำไร"

โดยทั่วไป บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลจากกำไรที่บริษัทได้จากกิจการ แต่เนื่องจากในระยะแรกการให้คำจำกัดความคำว่า "กำไร" ยังไม่สามารถกำหนดได้อย่างชัดเจน ศาลอังกฤษจึงได้วางหลักเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลไว้ในลักษณะปฏิเสธว่า "เงินปันผลต้องไม่จ่ายจากทุน" (dividends may not be paid out of capital)* แทนการกำหนดให้จ่ายเงินปันผลจากกำไร ทั้งนี้เป็นไปตามหลักการธำรงรักษาไว้ซึ่งทุน (maintenance of capital) ซึ่งมีผลทำให้บริษัทไม่สามารถจ่ายเงินปันผลจากเงินดังต่อไปนี้

- เงินทุนที่ได้จากการออกและจำหน่ายหุ้น
- เงินยืม (borrowed money)**
- เงินที่ตามกฎหมายถือว่าเป็นทุน คือ เงินสำรองทุน (capital reserves) เช่น ส่วนล้ามูลค่าหุ้น (share premium) และเงินสำรองไถ่ถอนหุ้น (capital redemption reserves) เป็นต้น

ก่อนการประกาศใช้ Companies Act 1980 ฉบับซึ่งเป็นที่มาสำคัญของหลักเกณฑ์การจ่ายเงินปันผลสมัยใหม่ตามที่บัญญัติอยู่ใน Companies Act 1985 นั้น

*Verner v General and Commercial Investment Trust [1894] 2 Ch 239, 266.

** เงินยืมอาจจ่ายเป็นเงินปันผลได้ถ้าบริษัทมีกำไร (earned profits) เท่ากับเงินยืม แต่บริษัทได้ใช้กำไรไปซื้อสินทรัพย์ให้แก่กิจการแล้ว (ดู Mercantile Trading Co. (1869) 4 Ch App 475, และ Thomas Fattorini (Lancashire) Ltd. v IRC [1942] AC 643 at 652, per Viscount Simon LC).

กำไรตามกฎหมายยังมีความแตกต่างไปจากกำไรตามหลักบัญชี กล่าวคือ กฎหมายยอมรับการจ่ายเงินปันผลออกจากสินทรัพย์ถ้าหากมีส่วนเกินของสินทรัพย์มากกว่าหนี้สิน (overall surplus of assets over liabilities)* ซึ่งไม่ได้แทนกำไรที่เกิดจากการประกอบกิจการโดยตรง ฉะนั้นความหมายของกำไรตามกฎหมายจึงกว้างกว่าโดยจะรวมทั้งกำไรสะสมที่ผ่านมา (reserves accumulated from past profits), กำไรสุทธิฝ่ายทุนที่เป็นตัวเงิน (realised net capital profits) และส่วนล้ามูลค่าหุ้น (share premium) ด้วย แต่ในทางปฏิบัติทั่วไปบริษัทจะใช้หลักกำไรทางธุรกิจและใช้นโยบายจ่ายเงินปันผลโดยไม่จ่ายเงินปันผลจากกำไรตามกฎหมายทั้งหมด แม้ว่าตามกฎหมายจะมีสิทธิจ่ายเงินปันผลจากกำไรทั้งหมดได้โดยปราศจากการแก้ไขการขาดทุนก็ตาม ฉะนั้นก่อนการประกาศใช้ Companies Act 1980 ศาลจึงตัดสินไว้ที่ว่า "กำไรสำหรับการจ่ายเงินปันผล" (profits available for dividend) หมายความว่ากำไรซึ่งกรรมการพิจารณาจ่ายหลังจากการแก้ไขการขาดทุนที่ผ่านมาแล้ว รวมทั้งการจัดการสำรองหรือเพื่อวัตถุประสงค์อื่นให้เสร็จเสียก่อน** ซึ่งหลักดังกล่าวนี้ได้นำมาบัญญัติไว้ในมาตรา 263 Companies Act 1985 ด้วย โดยตามหลักใหม่นี้จะเน้นความแตกต่างระหว่างกำไรที่เป็นตัวเงินกับกำไรที่มีได้เป็นตัวเงิน (realised and unrealised profits) เป็นสำคัญ โดยจะไม่เน้นถึงความแตกต่างระหว่างทุนกับกำไรที่เกิดขึ้นจากทุนอีก ดังจะได้กล่าวโดยละเอียดต่อไป¹

(2) วิธีการคำนวณกำไรทางบัญชี

สำหรับวิธีการคำนวณกำไรทางบัญชีสำหรับการจ่ายเงินปันผลตามกฎหมายมีอยู่ด้วยกัน 3 วิธี คือ²

*ซึ่งหลักการนี้ Gower ได้กล่าวสนับสนุนไว้ว่า ผลประโยชน์ของเจ้าหนี้ไม่ควรยึดติดกับความหมายของทุน แต่ควรพิจารณาถึงมูลค่าสุทธิ (net worth) ของบริษัทที่จะต้องรักษาไว้ ฉะนั้นเพื่อให้หลักการธำรงรักษาไว้ซึ่งทุนใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ กฎหมายควรจะยืนยันว่า เงินปันผลไม่ควรจ่ายถ้ามีผลกระทบต่อมูลค่าของยอดสินทรัพย์รวมต่ำกว่าหนี้สินและทุน โดยมูลค่าควรจะต้องตามราคาปัจจุบัน ไม่ใช่ยึดถือราคาทุนแต่เดิม (historical costs) ซึ่งหลักดังกล่าวนี้ได้ใช้อยู่ในบางประเทศในภาคพื้นยุโรป และประเทศสหรัฐอเมริกา (จาก L.C.B. Gower, *The Principles of Modern Company Law*, p.230.)

** *Long Acre Press Ltd. v Odhams Press* (1930) 2 Ch. 196.

¹ Clive M. Schmitthoff, *Palmer's Company Law*, p.1110.

² Robert R. Pennington, *Company Law*, pp.452-453.

(ก) วิธีกำไรสุทธิหมุนเวียน (Current Earnings Method)

ซึ่งเป็นวิธีที่เคยใช้อยู่ในกฎหมายอังกฤษเดิมก่อนที่จะมีกฎหมายใหม่ซึ่งมีหลักเกณฑ์ที่สำคัญว่า บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลจากกำไรสุทธิหมุนเวียน (current net earnings) ของรอบระยะเวลาการเงินโดยไม่ต้องแก้ไขขาดทุนในรอบระยะเวลาการเงินก่อน^{*} และไม่ต้องหักค่าเสื่อมราคาหรือส่วนมูลค่าที่ลดลง (diminution) ของสินทรัพย์ถาวร และบริษัทสามารถที่จะจ่ายเงินปันผลออกจากกำไรที่เป็นตัวเงินจากการขายสินทรัพย์ถาวรได้ แต่ขาดทุนที่เป็นผลมาจากการขายสินทรัพย์ดังกล่าวในระหว่างรอบระยะเวลาการเงินเดียวกันจะต้องนำไปหักออกจากกำไรสุทธิหมุนเวียนด้วย^{**} นอกจากนี้ถ้าหากข้อบังคับให้อำนาจไว้ บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลจากกำไรฝ่ายทุนที่ยังมิได้เป็นตัวเงินที่เป็นผลจากการตีราคาสินทรัพย์ถาวรได้^{***}

(ข) วิธีส่วนเกินกำไร (Earned Surplus Method) วิธีนี้คล้ายกับวิธีกำไรสุทธิหมุนเวียน เว้นแต่ขาดทุนในรอบระยะเวลาการเงินงวดก่อนจะต้องนำไปหักออกจากกำไรสุทธิหมุนเวียน ส่วนที่เหลือจึงสามารถนำไปจ่ายเงินปันผลได้

(ค) วิธีส่วนเกินงบดุล (Balance Sheet Surplus Method) ตามวิธีนี้ส่วนเกินของสินทรัพย์ (assets) ที่มากกว่าหนี้สิน (liabilities) ทุนเรือนหุ้น (share capital) และเงินสำรองทุน (capital reserves) ในขณะสิ้นรอบระยะเวลาการเงินสำหรับบัญชีที่จัดเตรียมไว้ นั่นถือเป็นกำไรสำหรับการจำหน่ายในรอบระยะเวลานั้น

อย่างไรก็ตาม ตามหลักที่บัญญัติไว้ในกฎหมายที่ใช้บังคับในประเทศไทยในปัจจุบันนั้น ถือหลักการคำนวณกำไรสำหรับการจ่ายเงินปันผลตามวิธีส่วนเกินกำไร และส่วนเกินงบดุลประกอบกัน ดังจะได้กล่าวถึงรายละเอียดต่อไป

^{*}Ammonia Soda Co. v Chamberlain (1918) 1 Ch 266 at 289.

^{**}Lubbock v British Bank of South America (1892) 2 Ch 198.

^{***}Dimbula Valley (Ceylon) Tea Co., Ltd. v Laurie (1961) Ch 353 at 377, ซึ่ง Buckley J. ได้กล่าวไว้ในคดีนี้ว่า กำไรที่มิได้เป็นตัวเงิน (unrealized profits) จากการตีราคาสินทรัพย์ถาวรจ่ายเป็นเงินปันผลหรือชำระค่าหุ้นโบนัสได้ แต่ตาม Companies Act 1985, sec.263 (4) กำหนดว่า บริษัทไม่อาจใช้กำไรดังกล่าวหักออกจากขาดทุนที่เป็นตัวเงิน (realised losses) หรือชำระค่าหุ้นกู้หรือค่าหุ้นที่ยังไม่ได้ชำระ

1.1.2 แหล่งที่มาและข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผล

1.1.2.1 หลักพื้นฐานที่ใช้กับทุกบริษัท

โดยหลักแล้ว ข้อบังคับหรือหนังสือบริคณห์สนธิของบริษัท อาจระบุค่านิยมหรือข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลก็ได้ เช่น ระบุให้จ่ายเงินปันผลจากกำไรจากการประกอบกิจการของบริษัท (dividends shall be paid out of profits arising from the business of the company) ซึ่งถ้าหากมิได้กำหนดไว้เป็นอย่างอื่น ก็ต้องเป็นไปตามหลักกฎหมายที่ห้ามมิให้บริษัทมหาชนและบริษัทเอกชนจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น เว้นแต่จ่ายจากกำไรสำหรับการจำหน่าย (profits available for distribution)*

การจำหน่าย (distributions) หมายความว่า การจำหน่ายสินทรัพย์ของบริษัทให้แก่ผู้ถือหุ้นในทุกรูปแบบไม่ว่าเงินสดหรือทรัพย์สินอื่น แต่ทั้งนี้ไม่รวมถึงการออกหุ้นโบนัส การไถ่ถอนหุ้น (redemption of redeemable shares) การซื้อหุ้นของบริษัทคืนภายใต้บทบัญญัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง การลดทุนโดยการจ่ายคืนหรือยกเลิกหุ้นที่ยังมิได้ชำระ และการจำหน่ายสินทรัพย์เมื่อเลิกบริษัท (winding up)**

กำไรสำหรับการจำหน่าย (profits available for distribution) หมายความว่า กำไรสะสมที่เป็นตัวเงิน (accumulated realised profits) ตั้งแต่ตั้งบริษัทเป็นต้นมา (ตราบเท่าที่ยังไม่เคยจำหน่ายหรือนำไปเป็นทุนโดยการออกหุ้นโบนัสมาก่อน) หักด้วยขาดทุนสะสมที่เป็นตัวเงินตั้งแต่ตั้งบริษัทเป็นต้นมา (ตราบเท่าที่ยังไม่เคยหักออกจากการลดทุนหรือแก้ไขโครงสร้างทุน)*** กำไรและขาดทุนดังกล่าว หมายความว่า กำไรและขาดทุนทั้งจากกิจการและฝ่ายทุน (both revenue and capital profits and losses)+

จากหลักกฎหมายดังกล่าวข้างต้นจะเห็นได้ว่า แหล่งที่มาของเงินปันผลตาม Companies Act 1985 มีลักษณะที่แตกต่างไปจากกฎหมายบริษัทที่ใช้กันอยู่แต่เดิม กล่าวคือ ได้กล่าวถึงการจ่ายเงินปันผลจากกำไรไว้ชัดเจนขึ้นจากเดิมซึ่งจะระบุแต่เพียงห้ามมิให้จ่ายเงินปันผลออกจากทุนเท่านั้น หากได้ระบุถึงกำไรไว้โดยตรงแต่อย่างใด ซึ่งกำไรสำหรับการจำหน่ายดังกล่าวจะต้องมีลักษณะและหลักการคำนวณดังนี้

(1) จะต้องเป็นกำไรสุทธิหมุนเวียน (current earnings or revenue profits) หมายความว่า รายรับ (receipts) ของบริษัทในระหว่างระยะเวลา

* Companies Act 1985, sec.263 (1).

** Ibid., sec.263 (2).

*** Ibid., sec.263 (3).

+ Ibid., sec.280 (3).

บัญชีหักด้วยค่าใช้จ่ายที่ก่อให้เกิดรายรับในระยยะเวลานั้น³

(2) จะต้องเป็นกำไรที่เกิดจากกิจการ (revenue) หรือกำไรฝ่ายทุน (capital profits) ก็ได้* เช่น กำไรจากการขายสินทรัพย์ถาวรสูงกว่าราคาทุน (cost price) เป็นต้น นอกจากนี้กำไรนี้อาจจะมาจากวัตถุประสงค์ประกอบการหรือนอกขอบวัตถุประสงค์ก็อาจเป็นกำไรสำหรับการจำหน่ายได้เช่นเดียวกัน⁴

(3) จะต้องเป็นกำไรที่เป็นตัวเงิน (realised profits) ซึ่งหมายความถึง กำไรที่บริษัทมีสิทธิตามกฎหมายที่จะได้รับเงินหรือสินทรัพย์ที่มีมูลค่าแน่นอนจากบุคคลที่สามอันเนื่องมาจากการประกอบกิจการ ด้วยค่าใช้จ่ายหรือหนี้สินที่มีจำนวนน้อยกว่า⁵ ซึ่งไม่จำเป็นต้องเป็นเงินสดในมือเท่านั้น (actual cash in hand) แต่อย่างน้อยก็เกือบที่จะจับต้องหรือสัมผัสได้โดยมิใช่เป็นเพียงกำไรโดยประมาณ (estimated) เท่านั้น⁶ แต่ทั้งนี้จะต้องไม่รวมถึงการตีราคาสินทรัพย์ถาวรเพิ่มขึ้นโดยยังมีได้เป็นตัวเงิน⁷ ซึ่งโดยปกติสินทรัพย์ถาวรต้องบันทึกบัญชีด้วยราคาทุนที่ได้มาหรือผลิตขึ้นเพื่อการหักค่าเสื่อมราคาหรือมูลค่าที่ลดลง โดยจะต้องแสดงรายการแยกกัน ทั้งนี้จนกว่าจะได้ขายหรือจำหน่ายสินทรัพย์ถาวรนั้นไป จำนวนส่วนที่เกินกว่าราคาทุนดังกล่าวหักด้วยค่าเสื่อมราคาและส่วนมูลค่าที่ลดลงแล้ว ถ้าไม่มีกำไรที่เป็นตัวเงินก็จะไม่มีการจำหน่ายกำไรแต่อย่างใด (no profit is realised and no distribution of a profit may be made) แม้ว่ามูลค่าการขายสินทรัพย์จะสูงกว่ามูลค่างบลสุทธิ (net balance sheet value) ก็ตาม หรือถ้าหากบริษัทเลือกที่จะแสดงราคาสินทรัพย์ในงบดุลตามมูลค่าปัจจุบัน (current value) บริษัทจะต้องตีราคาสินทรัพย์ตามราคา ณ วันที่จัดทำงบดุลและตามเงื่อนไขภาวะเงินเฟ้อ (inflationary conditions) ซึ่งจะเป็นจำนวนที่มากกว่ามูลค่าที่ได้มาหรือผลิตหักด้วยค่าเสื่อมราคา อย่างไรก็ตาม ส่วนเกินที่เกิดขึ้นไม่ถือว่าเป็นกำไรที่เป็นตัวเงิน แต่จะต้องนำเข้าบัญชีเงินสำรองจากการตีราคาสินทรัพย์พิเศษ (special revaluation reserve)

³Robert R. Pennington, Company Law, p.457.

*Companies Act 1985, sec.280 (3).

⁴Robert R. Pennington, Company Law, p.457.

⁵Ibid., p.454.

⁶H.R. Hahlo and J.H. Farrar, Hahlo's cases and Materials on Company Law, p.255.

⁷Robert Burgess, Corporate Finance Law, (London : Sweet & Maxwell, 1985), p.253.

และอาจโอนไปยังบัญชีกำไรขาดทุน เพื่อนำไปจำหน่ายเป็นเงินปันผลต่อไปได้เมื่อสินทรัพย์ถาวร ได้ถูกขายไปเป็นจำนวนอย่างน้อยเท่ากับมูลค่าสินทรัพย์ที่ตีราคาล่าสุดหักด้วยผลรวมของสำรองค่าเสื่อมราคา

สำหรับมูลค่าที่ลดลงของวัตถุดิบหรือสินค้าของบริษัท (เมื่อเทียบกับราคาทุนที่ได้มาหรือจากการผลิต) ในระหว่างระยะเวลาการเงิน จะต้องถูกนำเข้าไปในบัญชีเพื่อการคำนวณกำไร^๘ แต่มูลค่าที่เพิ่มขึ้นของวัตถุดิบหรือสินค้าไม่อาจนำเข้าไปบัญชีเพื่อเพิ่มกำไรของบริษัทได้ แต่ส่วนเกินของมูลค่าดังกล่าวจะนำไปเข้าเงินสำรองจากการตีราคา (revaluation reserve) และอาจถือว่าเป็นกำไรเมื่อสินค้านั้นได้ขายไปในมูลค่าปัจจุบันในราคาที่สูงกว่า^๙

นอกจากนี้กำไรที่คาดหวังว่าจะได้รับ (prospective profits) หมายความว่ากำไรที่เป็นผลจากการขายให้แก่บริษัทซึ่งมีสิทธิเรียกร้องในอนาคต เมื่อบริษัทได้ทำงานให้หรือส่งมอบสินค้าหรือบริการในช่วงเวลาที่ขายออกไปหลังจากที่หมดอายุไปแล้ว ซึ่งไม่อาจแสดงไว้ในบัญชีกำไรขาดทุนเป็นกำไรได้ ด้วยเหตุนี้กำไรที่คาดหวัง (anticipated profit) ไม่อาจที่จะแบ่งส่วนไปตามระยะเวลาบัญชีในระหว่างเวลาที่กำลังดำเนินการได้ เช่น ถ้าบริษัทรับเหมาก่อสร้างที่จะต้องใช้ระยะเวลาก่อสร้าง 3 ปี จึงจะแล้วเสร็จ ซึ่งในปีแรกบริษัทก็ไม่อาจสร้างเสร็จได้ ฉะนั้นถือว่าบริษัทมีสิทธิเพียง 1 ใน 3 หรือบางส่วนของจำนวนซึ่งค้างอยู่ในงานที่จะแล้วเสร็จ อย่างไรก็ตาม กำไรที่คาดหวังดังกล่าวอาจแสดงไว้ในลักษณะเป็นกำไรที่มีได้เป็นตัวเงินในงบดุลก็ได้ แต่ไม่อาจนำไปจ่ายเป็นเงินปันผล ทั้งนี้จนกว่าจะมีการชำระเงินตามผลงานทั้งหมดแล้ว^{๑๐}

ส่วนขาดทุนที่เป็นตัวเงิน (realised losses) คือ จำนวนที่ต้องหักออก (written off) หรือสะสม (retained) ไว้เป็นค่าเสื่อมราคาหรือส่วนมูลค่าที่ลดลง (diminution), หนี้สินที่รู้แล้ว (known liability), หนี้สินที่ยังโต้เถียงกันหรือมีการะงัดกันไว้ (disputed or contingent liabilities) ซึ่งยังไม่สามารถกำหนดจำนวนได้^{๑๑}, สินค้า (trading stock) ที่เสียหายหรือสูญหาย รวมทั้งหนี้สูญ (bad

^๘Verner v General and Commercial Investment Trust (1894) 2 Ch 239, 266.

^๙Robert R. Pennington, Company Law, p.459.

^{๑๐}Companies Act 1985, sec.263 (1) and (3).

^{๑๑}Ibid., sec.228 (1) and Sched. 4, paras. 88 and 89.

debts), ค่าปรับ (fines) และค่าเสียหาย (damages) ซึ่งสามารถนำไปหักจากการคำนวณกำไรที่เป็นตัวเงินดังกล่าวได้⁹

(4) จะต้องเป็นกำไรสะสม (accumulated profits) ซึ่งหมายความถึง ผลรวมของกำไรที่ผ่านมา (total historical earnings) หักด้วยผลรวมขาดทุนจากกิจการที่ผ่านมา (total historical trading losses) บวกหรือหักด้วยยอดคงเหลือสุทธิของกำไรหรือขาดทุนที่ผ่านมาในการขายสินทรัพย์ถาวร¹⁰

ฉะนั้น การคำนวณกำไรสำหรับการจำหน่ายตามหลักพื้นฐานที่ใช้กับทุกบริษัทจะต้องนำกำไรสะสมที่เป็นตัวเงินและขาดทุนสะสมที่เป็นตัวเงินเข้าบัญชีในระยะเวลาบัญชีเดียวกัน เว้นแต่จะได้มีการนำไปใช้หักการลดทุนหรือแก้ไขโครงสร้างทุน ส่วนกำไรและขาดทุนที่ไม่เป็นตัวเงิน (unrealised profits and losses) จะไม่ถูกนำเข้าบัญชีในการคำนวณกำไรสำหรับการจำหน่ายแต่อย่างใด ทั้งนี้เพราะเป็นเพียงกำไรหรือขาดทุนโดยประมาณเท่านั้น รวมทั้งผลที่ได้จากการตีราคาสินทรัพย์ที่มีได้เป็นตัวเงินไม่ว่าจะมีมูลค่าเพิ่มขึ้นหรือลดลงด้วยก็ตาม นอกจากนี้ยังไม่สามารถนำกำไรที่มีได้เป็นตัวเงินไปหักขาดทุนที่เป็นตัวเงิน หรืออาจกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่า ภายใต้หลักพื้นฐานที่ใช้กับทุกบริษัท กำไรที่เป็นตัวเงินไม่อาจลดลงด้วยการขาดทุนที่มีได้เป็นตัวเงิน¹¹

1.1.2.2 หลักพื้นฐานที่ใช้กับบริษัทมหาชน

บริษัทมหาชนจะใช้หลักการคำนวณกำไร 2 วิธีเชื่อมโยงกัน คือ หลักการทดสอบงบดุลหรือสินทรัพย์สุทธิ (balance sheet test or net assets test) และหลักการทดสอบส่วนเกินกำไร (earned surplus test) โดยมีรายละเอียดดังนี้

(1) บริษัทมหาชนจะต้องอยู่ภายใต้ข้อจำกัดต่าง ๆ เช่นเดียวกับบริษัททั่วไป กล่าวคือ จะต้องอยู่ภายใต้หลักการทดสอบกำไรที่เป็นตัวเงิน (realised profits test) ด้วย แต่ทั้งนี้บริษัทมหาชนก็ยังไม่อาจจ่ายเงินปันผลได้ เว้นแต่จำนวนสินทรัพย์สุทธิ (net assets) จะต้องเป็นไปตามหลักการทดสอบสินทรัพย์สุทธิ (net assets test) และบริษัทมหาชนจะต้องนำขาดทุนที่มีได้เป็นตัวเงิน (unrealised losses) เข้าบัญชีเพื่อคำนวณกำไรสำหรับการจำหน่ายด้วย

⁹Robert Burgess, Corporate Finance, p.226.

¹⁰Robert R. Pennington, Company Law, p.454.

¹¹Ibid.

(2) ห้ามมิให้บริษัทมหาชนจ่ายเงินปันผล ถ้าจำนวนของสินทรัพย์สุทธิน้อยกว่าจำนวนทุนเรือนหุ้นที่เรียกชำระแล้ว (the aggregate of called-up share capital) บวกด้วยเงินสำรองที่จำหน่ายไม่ได้ (undistributable reserves) หรือถ้าจำนวนสินทรัพย์สุทธิหลังจ่ายเงินปันผลจะน้อยกว่าจำนวนทุนเรือนหุ้นที่เรียกชำระบวกด้วยเงินสำรองที่จำหน่ายไม่ได้*

สำหรับจำนวนสินทรัพย์สุทธิ (net assets) นั้น หมายความว่า ยอดรวมของมูลค่าของสินทรัพย์ที่ปรากฏในงบดุลซึ่งใช้ในการคำนวณกำไรที่จะจำหน่ายหักด้วยยอดรวมของจำนวนหนี้สิน** (ซึ่งได้แก่ ค่าเสื่อมราคา, หนี้สินที่อาจเกิดขึ้นจริงหรือเกิดขึ้นจริงหรือภาระผูกพัน แต่ไม่รวมถึงทุนเรือนหุ้นที่ยังไม่เรียกชำระ)

ส่วนจำนวนทุนเรือนหุ้นที่เรียกชำระแล้ว (called-up share capital) หมายความว่า ยอดรวมของทุนที่ชำระแล้ว (paid-up capital) บวกด้วยทุนซึ่งเรียกชำระแล้วแต่ยังค้างชำระอยู่***

ส่วนเงินสำรองที่จำหน่ายไม่ได้ (undistributable reserves) หมายความว่า บัญชีส่วนล้ำมูลค่าหุ้น (share premium account), เงินสำรองไถ่ถอนทุน (capital redemption reserve), ส่วนเกินของกำไรสะสมที่มีได้เป็นตัวเงิน (the excess of the company's accumulated unrealised profits) ตราบเท่าที่ยังไม่ได้นำไปเป็นทุนโดยการออกหุ้นโบนัส ซึ่งเป็นจำนวนที่เกินกว่าจำนวนขาดทุนสะสมที่มีได้เป็นตัวเงิน (accumulated unrealised losses) ตราบเท่าที่ยังไม่เคยถูกหักโดยการลดทุนหรือแก้ไขโครงสร้างทุน และเงินสำรองอื่นที่บริษัทถูกห้ามมิให้จ่ายตามกฎหมาย หนังสือบริคณห์สนธิ หรือข้อบังคับ†

* Companies Act 1985, sec.264 (1).

** Ibid., sec.264 (2).

*** Ibid., sec.737. และทุนซึ่งเรียกชำระแล้วแต่ยังไม่ได้ชำระหรือค้างชำระอยู่ นั้น ถูกถือว่าเป็นสินทรัพย์ในงบดุลด้วย (sec.228 (1) and Sch 4, para 1 (1) and Balance Sheet Formats) ดังนั้นความแตกต่างระหว่างสินทรัพย์สุทธิกับทุนชำระแล้ว (paid-up capital) บวกด้วยเงินสำรองทุน ก็คือจำนวนกำไรสำหรับการจำหน่ายได้ (จาก Pennington, Company Laws, p.456.)

† Ibid., sec.264 (3).

(3) ข้อจำกัดของการคำนวณกำไรตามวิธีส่วนเกินงบดุล
ในงบดุล หากปรากฏผลต่างที่เป็นบวกระหว่างจำนวน
สินทรัพย์รวมกับจำนวนทุน, เงินสำรองที่จำหน่ายไม่ได้ [capital (ie undistributable)
reserves] และหนี้สินจำนวนนั้นก็คือ ยอดรวมของกำไรสะสม (ซึ่งหักขาดทุนสะสมแล้ว) ซึ่งวิธี
ส่วนเกินงบดุลที่ใช้กับบริษัทมหาชนนี้คล้ายกับเป็นการขยายวิธีส่วนเกินกำไรของการคำนวณกำไรที่
ใช้กับทุกบริษัท โดยมีความแตกต่างที่สำคัญระหว่างวิธีทั้งสองดังนี้คือ¹²

(ก) ส่วนเกินของกำไรสะสมที่มีได้เป็นตัวเงินของ
บริษัทมหาชนที่มากกว่าขาดทุนสะสมที่มีได้เป็นตัวเงินถือเป็นเงินสำรองทุน (capital reserve)
เพื่อป้องกันการจ่ายส่วนเกินเป็นเงินปันผล แต่ถ้าหากมีส่วนเกินของขาดทุนสะสมที่ไม่ได้เป็นตัวเงิน
มากกว่ากำไรสะสมที่เป็นตัวเงิน จะต้องนำส่วนเกินดังกล่าวเข้าไปบัญชีสำหรับการคำนวณการจ่าย
เงินปันผลด้วย ซึ่งจะแตกต่างไปจากกรณีบริษัททั่วไป

(ข) ภายใต้วิธีส่วนเกินงบดุลจะต้องมีการหักส่วน
มูลค่าที่ลดลง (diminution) ของสินทรัพย์ถาวรจากการตีราคาและค่าเสื่อมราคาที่เพิ่มขึ้นจาก
การตีราคาสินทรัพย์ถาวรเพิ่มขึ้นออกจากงบดุลก่อนที่จะมีการจำหน่ายกำไรซึ่งจะแตกต่างไปจากกรณี
บริษัททั่วไปซึ่งจะไม่นำรายการดังกล่าวเข้าบัญชี¹³ ทั้งนี้เป็นผลมาจากข้อ (ก) ข้างต้น เนื่อง
จากส่วนมูลค่าที่ลดลงและค่าเสื่อมราคาที่เพิ่มขึ้นมีผลกระทบต่อขาดทุนที่มีได้เป็นตัวเงิน

(4) กรณีบริษัทมหาชนเป็นบริษัทการลงทุน (Investment
Companies) ซึ่งประกอบกิจการ เช่น การลงทุนในกองทุนและหลักทรัพย์ของบริษัท เป็นต้น¹⁴ จะ
ใช้วิธีคำนวณกำไรสำหรับจำหน่ายโดยถือเอาความแตกต่างระหว่างกำไรสะสมจากกิจการที่เป็น
ตัวเงิน (accumulated realised revenue profits) บวกด้วยกำไรสะสมจากการลงทุน
(accumulated investment income) トラบเท่าที่ไม่เคยจำหน่ายหรือนำไปใช้โดยประการอื่น
หักด้วยขาดทุนสะสมจากกิจการที่เป็นตัวเงินและที่ไม่เป็นตัวเงิน (realised and unrealised
revenue losses) トラบเท่าที่ไม่เคยหักออกโดยการลดทุนหรือแก้ไขโครงสร้างทุน อย่างไรก็ตาม
ในกรณีที่ผลต่างเป็นบวกอาจจะนำไปจ่ายได้ ถ้าภายหลังจากการจ่ายเงินปันผลจะทำให้มูลค่ารวมของ
สินทรัพย์ (แต่ไม่รวมถึงทุนที่ยังไม่เรียกชำระ) ของบริษัทที่แสดงไว้ในบัญชีประจำปีที่ใช้ในการคำนวณ
กำไร มีจำนวนอย่างน้อยร้อยละ 150 ของหนี้สินและเงินสำรองสำหรับหนี้สินและขาดทุนที่มีจำนวน

¹² Robert R. Pennington, *Company Law*, P.456.

¹³ Companies Act 1985, secs.263 (3), 275 (1) and (2).

¹⁴ Ibid., sec 266 (1) and (2)

ยังไม่แน่นอน วิธีการคำนวณกำไรสำหรับการจำหน่ายก็คือหลักการทดสอบส่วนเกินกำไรโดยนำกำไรที่เป็นตัวเงินเท่านั้นมาคำนวณ ส่วนขาดทุนนั้นรวมทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน เข้าไปในบัญชีเพื่อการคำนวณกำไรด้วย*

1.1.2.3 เงินสำรอง (Reserves)

โดยปกติ เงินสำรอง หมายความว่า เงินส่วนที่บริษัทกันมาจากกำไรของบริษัทเพื่อมิให้ถูกนำไปเป็นกำไรสำหรับการจำหน่าย เว้นแต่เงินสำรองจากส่วนล้ำมูลค่าหุ้นที่ได้จากการจำหน่ายหุ้นในราคาที่สูงกว่ามูลค่าที่ตราไว้ ดังนั้นเงินสำรองจึงถือว่าเป็นข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลประการหนึ่ง ซึ่งตามกฎหมายบริษัทของอังกฤษ แยกพิจารณาได้ 2 ประการดังนี้

1.1.2.3.1 เงินสำรองตามความสมัครใจ

โดยทั่วไป บริษัทไม่จำเป็นต้องจำหน่ายกำไรทั้งหมดของบริษัทให้แก่ผู้ถือหุ้นก็ได้ เว้นแต่ข้อบังคับจะกำหนดไว้เป็นอย่างอื่น ฉะนั้นจึงทำให้บริษัทสามารถเก็บกำไรทั้งหมดหรือบางส่วนไว้ใช้เพื่อประโยชน์ต่าง ๆ ของบริษัทได้ ซึ่งปกติแล้วข้อบังคับของบริษัทจะกำหนดให้กรรมการมีอำนาจโอนกำไรไปตั้งเป็นเงินสำรองก่อนที่กรรมการจะแนะนำจำนวนเงินปันผลให้แก่ที่ประชุมผู้ถือหุ้น และถึงแม้ว่าข้อบังคับจะไม่ระบุให้อำนาจดังกล่าวไว้ก็ตาม บริษัทก็สามารถตั้งเงินสำรองประเภทนี้ขึ้นเองได้ ซึ่งจะมิผลทำให้จำนวนเงินที่จะนำไปจ่ายเงินปันผลลดลง สำหรับเงินสำรองที่ตั้งขึ้นนั้นอาจมีวัตถุประสงค์โดยเฉพาะเจาะจง เช่น เงินสำรองเพื่อซื้อสินทรัพย์ถาวรทดแทนและเงินสำรองเพื่อการจ่ายภาษีที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น หรืออาจเป็นเงินสำรองทั่วไป (general reserves) ซึ่งอาจจะนำไปใช้เพื่อวัตถุประสงค์ใด ๆ ก็ได้ เช่น เพื่อขยายกิจการของบริษัท เป็นต้น

นอกจากนี้ ถ้าหากข้อบังคับมิได้กำหนดห้ามไว้ เงินสำรองประเภทนี้อาจถูกโอนกลับไปยังกำไรสะสมและสามารถนำไปจ่ายเงินปันผลได้ หรืออาจนำกำไรที่โอนไปเป็นเงินสำรองหรือกำไรสะสมที่ยังมิได้โอนเป็นเงินสำรองไปหักขาดทุนก่อนจ่ายเงินปันผลก็ได้**

*Ibid., sec.265.

**See the American Case of Lich v United States Rubber Co. (1941) 123 F2d 145.

1.1.2.3.2 เงินสำรองตามกฎหมาย (Statutory Reserves)

ตาม Companies Act 1985 มิได้บัญญัติให้บริษัทจะต้องกันเงินกำไรในอัตราเท่าใดไว้เพื่อเป็นเงินสำรองกำไรก่อนการจ่ายเงินปันผล ทุกครั้งแต่ประการใด กรณีนี้กฎหมายยอมให้เป็นดุลพินิจของบริษัทที่จะตั้งเงินสำรองขึ้นเองดังได้กล่าวไว้ในข้อ 1.1.2.3.1 ข้างต้นแล้ว ทั้งนี้แม้ว่าตาม The ECC Draft Fifth Directive Proposals กำหนดไว้ในข้อ 49 ว่า กำไรร้อยละ 5 ของบริษัทมหาชนจะต้องนำเข้าเงินสำรองตามกฎหมายจนกว่าเงินสำรองจะไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ของทุนที่ออกจำหน่าย (issued capital) เงินสำรองนี้จะนำไปใช้เพื่อเป็นหลักประกันแก่เจ้าหนี้ และในข้อ 50 ระบุให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทมหาชนมีอำนาจกำหนดกำไรหรือขาดทุนได้ เว้นแต่หนังสือบริคณห์สนธิหรือข้อบังคับจะกำหนดไว้ให้แบ่งกำไรถึงร้อยละ 50 แล้วก็ตาม แต่ Companies Act 1985 ก็ยังมีได้นำหลักการดังกล่าวมาบัญญัติไว้แต่อย่างใด ฉะนั้นกฎหมายบริษัทของอังกฤษจึงไม่มีเงินสำรองกำไรตามกฎหมาย

อย่างไรก็ตาม ตาม Companies Act 1985

ได้บัญญัติเกี่ยวกับเงินสำรองตามกฎหมาย (statutory reserves) ซึ่งเกี่ยวข้องกับ การจ่ายเงินปันผลไว้ 3 ประการดังนี้

(1) ส่วนล้ามูลค่าหุ้น (Share Premium)^{*}

ในกรณีที่บริษัทจำหน่ายหุ้นในราคาสูงกว่ามูลค่าที่ตราไว้ บริษัทจะต้องนำส่วนล้ามูลค่าหุ้นที่ได้ทั้งหมดไปเข้าบัญชีส่วนล้ามูลค่าหุ้น โดยถือเสมือนหนึ่งว่าเป็นทุนเรือนหุ้น (share capital) หรือกึ่งทุน (quasi-capital) จึงทำให้ต้องอยู่ภายใต้หลักการธำรงรักษาไว้ซึ่งทุนเช่นเดียวกับทุนเรือนหุ้น โดยการนำหลักการลดทุนมาใช้บังคับด้วย^{**} ฉะนั้นบริษัทจึงไม่สามารถนำส่วนล้ามูลค่าหุ้นเข้าบัญชีกำไรขาดทุนเพื่อจ่ายเงินปันผลได้ ทั้งนี้เพราะส่วนล้ามูลค่าหุ้นได้มาพร้อมจำนวนเงินที่ชำระค่าหุ้นและมีได้เป็นกำไรที่เกิดขึ้นจากกิจการหรือกำไรฝ่ายทุน จึงไม่ถือว่าเป็นของผู้ถือหุ้นคนใดคนหนึ่งโดยเฉพาะ อย่างไรก็ตาม ผู้ถือหุ้นทั้งหมดมีสิทธิในส่วนที่เหลือของสินทรัพย์บริษัทหลังจากชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ครบถ้วนแล้ว

อย่างไรก็ตาม บัญชีส่วนล้ามูลค่าหุ้น

สามารถนำไปใช้ได้ตามวัตถุประสงค์ดังนี้

^{*}ดูเพิ่มเติมในบทที่ 1, หน้า 14-15 และถือว่าส่วนล้ามูลค่าหุ้นเป็นเงินสำรองทุน (capital reserve) ประเภทหนึ่ง.

^{**}Companies Act 1985, sec.130.

- (ก) ชำระค่าหุ้นโบนัส (bonus shares) เสมือนหนึ่งว่าได้ชำระเต็มมูลค่า
- (ข) นำไปหักค่าใช้จ่ายในการจัดตั้งบริษัท (preliminary expenses), ค่าใช้จ่ายหรือค่านายหน้าหรือค่าส่วนลดในการออกหุ้น หุ้นกู้
- (ค) นำไปใช้ในการไถ่ถอนหุ้นกู้ (redemption of debentures)

(2) เงินสำรองไถ่ถอนหุ้นทุน (Capital Redemption Reserve)

เงินสำรองไถ่ถอนหุ้นทุน ถือเป็นประเภทหนึ่งของเงินสำรองทุน (capital reserve) จะเกิดขึ้นเมื่อมีการไถ่ถอนหรือซื้อหุ้นกลับคืนตามมาตรา 159 และ 162 ของ Companies Act 1985 - โดยบริษัทจะนำกำไรที่มีจำนวนเท่ากับจำนวนเงินของหุ้นทุนที่ไถ่ถอนหรือซื้อกลับคืนไปชำระค่าไถ่ถอนหรือราคาหุ้นนั้น* ดังนั้นเพื่อเป็นการป้องกันมิให้บริษัทจำหน่ายกำไร จึงกำหนดให้บริษัทจัดตั้งเงินสำรองไถ่ถอนหุ้นทุนขึ้นซึ่งจะปรากฏอยู่ในงบดุลด้านหนี้สิน และสามารถแปลงไปเป็นทุนโดยการออกหุ้นโบนัสหรือนำไปใช้ในการซื้อหรือไถ่ถอนหุ้นตามมาตรา 171

สำหรับกฎที่เกี่ยวกับการชำระรักษาไว้ซึ่งทุนและวิธีการลดทุนที่ใช้อยู่กับส่วนล้ำมูลค่าหุ้นก็ให้นำมาใช้บังคับแก่เงินสำรองไถ่ถอนหุ้นทุนเช่นเดียวกันด้วย**

(3) เงินกองทุนกรณีหุ้นของบริษัทมหาชนแสดงเป็นสินทรัพย์

เงินกองทุนประเภทนี้ไม่ถือว่าเป็นเงินสำรองทุนดังเช่น 2 ประเภทข้างต้น ทั้งนี้เนื่องจากเป็นกรณีที่บริษัทมหาชนได้หุ้นของบริษัทกลับคืนมาโดยวิธีอื่นนอกเหนือจากการซื้อหรือการตั้งตัวแทน (nominee) ให้ได้หุ้นนั้นมาเพื่อบริษัทจะได้รับผลประโยชน์จากหุ้น*** และหุ้นหรือผลประโยชน์เหล่านั้นได้แสดงไว้เป็นสินทรัพย์ในงบดุลของบริษัท กฎหมายจึงกำหนดให้โอนกำไรสำหรับการจำหน่ายเป็นจำนวนเท่ากับมูลค่าหุ้นและผลประโยชน์

* Ibid., sec.170 (1).
 ** Ibid., sec.170 (4).
 *** Ibid., sec.144.

นั้นมาเข้าเงินกองทุนตามกฎหมาย (statutory reserve fund) ซึ่งจำนวนเงินที่โอนมาแล้ว ก็ไม่สามารถนำไปจ่ายเป็นเงินปันผลได้*

กล่าวโดยสรุปได้ว่า แนวความคิดและหลักเกณฑ์ทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลของอังกฤษได้เปลี่ยนแปลงจากเดิมที่ "ห้ามมิให้จ่ายเงินปันผลจากทุน" มาเป็น "ห้ามมิให้จ่ายเงินปันผล เว้นแต่จ่ายจากกำไรสำหรับการจำหน่าย" โดยถือหลักการทดสอบส่วนเกินกำไร จึงทำให้กำไรสำหรับการจำหน่ายซึ่งสามารถนำไปใช้ได้ทั้งบริษัทเอกชนและบริษัทมหาชน จะต้องเป็นกำไรสะสมที่เป็นตัวเงินหักด้วยขาดทุนสะสมที่เป็นตัวเงิน ส่วนกำไรและขาดทุนที่มีได้เป็นตัวเงิน ไม่อาจนำเข้าบัญชีเพื่อการคำนวณกำไร กล่าวคือ กำไรที่มีได้เป็นตัวเงินไม่อาจนำไปหักขาดทุนที่เป็นตัวเงินได้ และขาดทุนที่มีได้เป็นตัวเงินก็ไม่อาจลดกำไรที่เป็นตัวเงินลงได้ เช่น กำไรและขาดทุนอันเกิดจากการตีราคาสินทรัพย์ที่มีได้เป็นตัวเงิน เป็นต้น ทั้งนี้กำไรและขาดทุนที่เป็นตัวเงิน อาจเกิดจากกิจการหรือการลงทุนก็ได้ เช่น กำไรหรือขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ถาวรสูงหรือต่ำกว่าราคาทุน แล้วแต่กรณี เป็นต้น

สำหรับบริษัทมหาชนนั้นจะยึดวิธีส่วนเกินกำไรและงบดุลประกอบกัน กล่าวคือ หลักกำไรสำหรับการจำหน่ายดังกล่าวข้างต้นจะต้องนำมาใช้กับการคำนวณกำไรของบริษัทมหาชน แต่มีข้อแตกต่างอยู่ 2 ประการ ก็คือ กรณีที่ส่วนเกินของกำไรสะสมที่มีได้เป็นตัวเงินมีมากกว่าขาดทุนสะสมที่มีได้เป็นตัวเงิน ถือเป็นเงินสำรองทุนที่จำหน่ายไม่ได้ (เช่น ส่วนล้ามูลค่าหุ้น) แต่ถ้ามียขาดทุนสะสมที่มีได้เป็นตัวเงินมากกว่ากำไรสะสมที่เป็นตัวเงินจะต้องนำเข้าบัญชีคำนวณกำไรสำหรับการจำหน่ายด้วย และภายหลังการจำหน่ายกำไรในรูปของเงินปันผลหรือทรัพย์สินใด ๆ แล้ว ส่วนเกินของสินทรัพย์จะต้องมากกว่าหนี้สินและทุน รวมทั้งเงินสำรองทุนที่จำหน่ายไม่ได้ด้วย ส่วนบริษัทการลงทุนนั้น กำไรสำหรับการจำหน่ายก็คือ ส่วนเกินของกำไรสะสมจากรายได้ที่เป็นตัวเงินบวกด้วยกำไรสะสมส่วนที่ได้จากการลงทุน หักด้วยขาดทุนสะสมจากรายได้ที่เป็นตัวเงินและที่มีได้เป็นตัวเงิน และภายหลังการจ่ายมูลค่ารวมของสินทรัพย์จะต้องเท่ากับอัตราร้อยละ 150 ของหนี้สินบวกด้วยเงินสำรองด้วย

ส่วนเงินสำรองนั้นกฎหมายมิได้บังคับให้ต้องมีเงินสำรองกำไร เว้นแต่กรณีเป็นเงินสำรองทุนตามกฎหมายดังกล่าวข้างต้น ซึ่งจะนำไปจ่ายเงินปันผลไม่ได้ แต่อาจนำไปใช้ได้ใบบางกรณีที่กฎหมายอนุญาตให้กระทำได้เพราะมีลักษณะกึ่งทุน ส่วนเงินสำรองโดยสมัครใจที่มาจากกำไรที่เป็นตัวเงินก็สามารถโอนกลับเข้ากำไรสะสมเพื่อนำไปจ่ายเป็นเงินปันผลได้

* Ibid., sec.148.

ดังนั้น หลักเกณฑ์การจ่ายเงินปันผลของอังกฤษจะยึดถือวิธีส่วนเกินกำไร กล่าวคือ จะจ่ายเงินปันผลจากกำไรสะสมที่เป็นตัวเงินที่มีการหักขาดทุนที่ผ่านมาแล้ว โดยจะไม่เน้นหลักการห้ามมิให้จ่ายเงินปันผลจากเงินทุนหรือเงินกึ่งทุน (เช่น ส่วนล้ำมูลค่าหุ้น) แต่ประการใด แต่จะเน้นถึงลักษณะของกำไรสำหรับการจำหน่ายเป็นสำคัญ ฉะนั้นจึงทำให้หลักการและแนวความคิดเกี่ยวกับทุนและหุ้นที่มีมูลค่าที่ตราไว้ (ซึ่งตามกฎหมายบริษัทของอังกฤษยอมให้บริษัทออกและจำหน่ายได้แต่หุ้นที่มีมูลค่าที่ตราไว้ ส่วนหุ้นที่ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ไม่สามารถออกจำหน่ายได้) มีความสำคัญลดน้อยลง นอกจากนี้ยังได้นำวิธีส่วนเกินบุคคลที่เน้นถึงมูลค่าของสินทรัพย์ต้องมากกว่าหนี้สินและทุนภายหลังการจ่ายเงินปันผลมาใช้กับบริษัทมหาชนด้วย

1.2 ประเทศสหรัฐอเมริกา

1.2.1 ข้อความเบื้องต้น

ข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลที่เก่าแก่ที่สุดของกฎหมายสหรัฐอเมริกา ขึ้นอยู่กับโครงสร้างของทุนที่ไม่สลับซับซ้อน คือ การออกหุ้นที่มีมูลค่าที่ตราไว้ (par stock or par value stock) ซึ่งเดิมทำให้เห็นได้ชัดเจนว่าเงินปันผลต้องจ่ายจากกำไร (surplus earnings) ไม่ใช่จ่ายจากหุ้นทุน (capital stock) ฉะนั้นตั้งแต่ต้นปี ค.ศ. 1825 มลรัฐนิวยอร์กจึงยอมให้มีการจ่ายเงินปันผลออกจากกำไรดังกล่าวอยู่จนกระทั่งถึงศตวรรษที่ 20 ต่อมาจึงได้เกิดแนวความคิดในการจ่ายเงินปันผลจากกำไรปัจจุบันหรือกำไรที่ผ่านมา (present or past surplus earnings) ซึ่งแนวความคิดดังกล่าวได้ถูกสร้างขึ้นเพื่อให้สอดคล้องกับสภาพการดำเนินธุรกิจในระยะแรกตั้งบริษัทที่ส่วนมากมักจะไม่มีการจ่ายเงินปันผล อย่างไรก็ตาม แนวความคิดนี้ก็ไม่สามารถตอบสนองต่อการพัฒนาโครงสร้างของทุนที่มีความสลับซับซ้อนมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปี ค.ศ. 1912 กฎหมายบริษัทของมลรัฐนิวยอร์กได้อนุญาตให้บริษัทสามารถออกหุ้นที่ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ (no-par stock)¹³ ได้ โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะลดความรับผิดชอบของผู้ถือหุ้น และกรรมการที่เกิดจากการซื้อขายหุ้นในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้¹³ นอกจากนี้ยังมีการแบ่งเงินทุนที่ได้รับจากการจำหน่ายหุ้นที่ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้เข้าเป็น "ส่วนเกินทุน" (capital surplus)

¹² ดูเพิ่มเติมในบทที่ 1, หน้า 11-14.

¹³ William L. Cary and Melvin Aron Eisenberg, Cases and Materials on Corporations, 5th. ed. (New York : The Foundation Press, Inc., 1988), p.1438.

มากกว่า "ทุนที่กำหนดขึ้น" (stated capital)* ตามที่กฎหมายอนุญาต นอกจากนี้ยังมี ส่วนเกินทุนประเภทต่าง ๆ เกิดขึ้นอีกมากมายด้วย¹⁴ ฉะนั้นแนวความคิดเกี่ยวกับเงินทุนตามกฎหมาย (legal capital) และหุ้นที่มีมูลค่าที่ตราไว้จึงมีความสำคัญลดน้อยลงไป เนื่องจากมูลค่าที่ตราไว้ของหุ้นไม่ได้มีความสัมพันธ์กับราคาของหุ้นที่ออกจำหน่ายจริง** ประกอบกับมูลค่าหุ้นที่ตราไว้และทุนที่กำหนดขึ้นไม่ได้ให้ความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้ เพราะบริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลออกจากส่วนเกินทุนประเภทต่าง ๆ โดยเพียงแต่ได้รับความยินยอมจากผู้ถือหุ้นเท่านั้น ด้วยเหตุนี้ ตาม Revised Model Business Corporation Act 1984 กับ California Corporation Code จึงได้กำจัดหลักการเกี่ยวกับหุ้นที่มีมูลค่าที่ตราไว้ (par value stock), ทุนที่กำหนดขึ้น (stated capital) และส่วนเกิน (surplus) ออก โดยนำหลักการของหุ้นที่ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ (no-par stock), หลักการทดสอบความไม่สามารถชำระหนี้ (equity insolvency test) และหลักการทดสอบงบดุล (balance sheet test) มาใช้แทนหลักการเดิม¹⁵ ดังจะได้อธิบายโดยละเอียดในบทนี้ต่อไป

1.2.2 แหล่งที่มาและข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลที่คุ้มครองผู้ถือหุ้น

แหล่งที่มาและข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลที่คุ้มครองผู้ถือหุ้นในกฎหมายของมลรัฐต่าง ๆ ในสหรัฐอเมริกา อาจแยกพิจารณาได้เป็น 2 หลัก ดังนี้

1.2.2.1 หลักการจ่ายเงินปันผลจากส่วนเกินโดยไม่ทำให้ทุนเสียหาย

1.2.2.1.1 หลักทั่วไป

มลรัฐส่วนใหญ่ของสหรัฐอเมริกาจะยึดถือข้อจำกัดการจ่ายเงินปันผลตามแนวทางหลักที่เรียกว่า หลักการทดสอบงบดุล (balance sheet test) หรือที่เรียกกันอีกอย่างหนึ่งว่า หลักการทดสอบสินทรัพย์สุทธิ (net assets test) หรือหลักการทดสอบส่วนเกิน (surplus test) หรือหลักการไม่ทำให้ทุนเสียหาย (non-impairment of capital) ซึ่งแนวทางหลักดังกล่าวแม้จะมีชื่อเรียกแตกต่างกันไป แต่ก็มีสาระสำคัญที่เหมือนกัน

*ดูเพิ่มเติมในบทที่ 1, หน้า 5.

¹⁴Bar Association and Committee on Corporate Laws, Model Business Corporation Act annotated, (New York : Law & Business, Inc/Harcourt Brance Jovanovich, 1985), p.483.

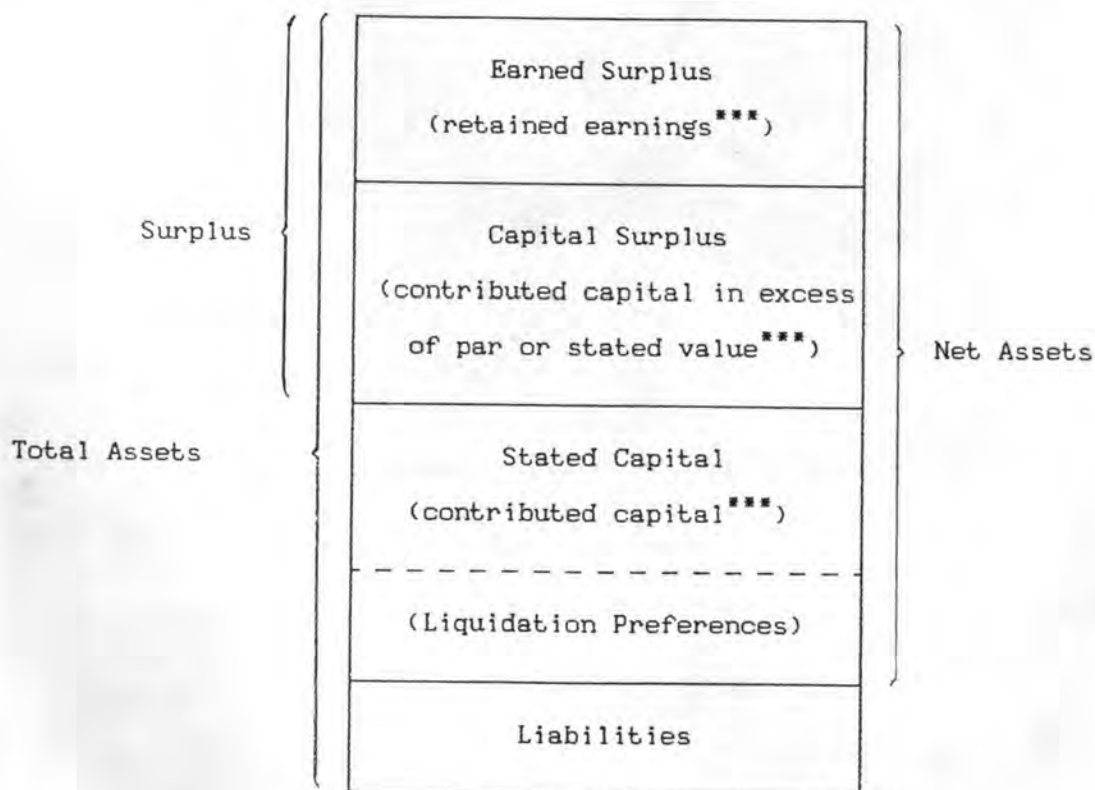
**ดูเพิ่มเติมในบทที่ 1, หน้า 7-10.

¹⁵Harry G. Henn and John R. Alexander, Laws of Corporations and other Business Enterprises, p.889.

ก็คือ เงินปันผลต้องจ่ายจากส่วนเกิน (surplus) เท่านั้น*

"ส่วนเกิน" หมายความว่าถึง ส่วนของสินทรัพย์สุทธิ (net assets) ที่เกินกว่าจำนวนที่กำหนดให้เป็นทุน "ส่วนสินทรัพย์สุทธิ" หมายความว่าถึง จำนวนของสินทรัพย์รวม (total assets) ที่เกินกว่าหนี้สินรวม (total liabilities) ทั้งนี้ทุนและส่วนเกินไม่ถือเป็นหนี้สิน (liabilities) เพื่อวัตถุประสงค์ในการนี้** (ดูแผนภาพ)

แผนภาพแสดงถึงแนวความคิดตามหลักส่วนเกิน ¹⁵



*Del. Gen. Corp. Law, sec.170 and N.Y.Bus. Corp. Law, sec.510(b).

**Del. Gen. Corp. Law, sec.154 and N.Y.Bus. Corp. Law, sec.102.

¹⁵Len Young Smith, G.Gale Roberson, Richard A.Mann and Burry S. Roberts, Smith and Roberson's Business Law, 3 rd. ed. (Minnesota : West Publishing Co., 1985), p.722.

*** เป็นคำที่ใช้ในทางบัญชี (Accounting terminology).



ฉะนั้น จากแผนภาพดังกล่าว จะเห็นได้ว่า
หนี้สินมิได้รวมเอาทุนที่กำหนดขึ้น* เข้าไว้ด้วย เนื่องจากถือว่าเป็นส่วนของผู้ถือหุ้น จึงเป็นผล
ทำให้เงินปันผลต้องจ่ายจากส่วนเกินของสินทรัพย์ที่เกินกว่าทุนที่กำหนดขึ้น ตามแนวทางนี้จึงได้ชื่อว่า
หลักการทดสอบงบดุล** เพราะใช้แนวความคิดของงบดุลเป็นหลักเกณฑ์ในการพิจารณา¹⁷

นอกจากนี้เมื่อส่วนเกินที่จ่ายเป็นเงินปันผล
ได้ จะต้องเป็นส่วนของสินทรัพย์สุทธิที่เกินกว่าทุนที่กำหนดขึ้นดังกล่าวแล้ว ฉะนั้นจึงทำให้เงินปันผล
ไม่อาจจ่ายออกจากทุนที่กำหนดขึ้นได้ หรือกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่า บริษัทไม่อาจที่จะประกาศจ่าย
เงินปันผลถ้าหากจะทำให้ทุนที่กำหนดขึ้นของบริษัทเสียหาย หรือไม่อาจที่จะประกาศจ่ายในขณะที่
บริษัทกำลังประสบกับภาวะขาดทุน หรือเงินปันผลจะจ่ายจากส่วนเกินได้เมื่อหลังการประกาศหรือ
การจ่ายเงินปันผลแล้ว จำนวนสินทรัพย์สุทธิของบริษัทคงเหลืออย่างน้อยที่สุดเท่ากับจำนวนทุนที่
กำหนดขึ้น*** ทั้งนี้เนื่องจากทุนที่กำหนดขึ้นแสดงถึงจำนวนที่ผู้ถือหุ้นนำมาลงทุน เพื่อให้บริษัทนำไป
ใช้ในกิจการ ทุนจึงเป็นหลักประกันแก่เจ้าหนี้ (capital is a "cushion" for creditors)
ซึ่งทำให้เจ้าหนี้มั่นใจว่าจำนวนทุนนั้นจะสามารถชำระหนี้ที่บริษัทก่อขึ้นได้ ทุนที่กำหนดขึ้นจึงไม่อาจ
คืนให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ อย่างน้อยในขณะที่เจ้าหนี้ยังมีได้รับชำระหนี้ เว้นเสียแต่กรณีที่มีเหตุการณ์พิเศษ
ที่กำหนดขึ้นไว้ในกรณีส่วนเกินจากการลดทุน (capital reduction surplus) และกรณี
ส่วนล้ามูลค่าหุ้น (paid-in surplus) เป็นต้น

ตามแนวทางที่ให้จ่ายเงินปันผลจากส่วนเกิน
โดยจะต้องไม่ทำให้ทุนเสียหายนั้น เป็นข้อจำกัดหรือป้องกันมิให้มีการจ่ายเงินปันผลในลักษณะที่

* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 1, หน้า 5.

** งบดุล คือ งบการเงิน (financial statement) ที่แสดงฐานะทางการเงิน
ของธุรกิจ ณ เวลาที่กำหนดโดยด้านซ้ายแสดงถึงสินทรัพย์ ส่วนด้านขวาแสดงถึงที่มาของสินทรัพย์
ได้แก่ หนี้สิน ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนจากภายนอก และส่วนของผู้ถือหุ้น (equity) ซึ่งเป็นแหล่ง
เงินทุนจากผู้ถือหุ้น ซึ่งแยกเป็นทุนที่กำหนดขึ้นและส่วนเกิน

¹⁷ Ted J. Fiftlis, Homer Krippl and Paul M. Foster, Accounting
for Business Lawyer, p.434.

*** N.Y. Bus. Corp. Law, sec.510 (b).

เรียกกันว่า "nimble dividends" กล่าวคือ ถ้าทุนของบริษัทเสียหายไม่ว่าจะโดยการขาดทุนจากการประกอบกิจการ (operating losses) หรือการหักค่าเสื่อมราคา (depreciation writeoffs) แล้ว บริษัทก็ไม่สามารถประกาศจ่ายเงินปันผลได้ แม้ว่าบริษัทจะมีกำไรสุทธิหมุนเวียนอยู่ในขณะนั้น (current net profits)* ก็ตาม โดยกำไรดังกล่าวจะต้องนำไปใช้ในการแก้ไขผลขาดทุนเสียก่อน

1.2.2.1.2 ข้อยกเว้น

แนวทางที่ว่า เงินปันผลต้องไม่จ่ายจากทุนนั้น มีข้อยกเว้นอยู่กรณีหนึ่งก็คือ กรณีที่บริษัทประกอบธุรกิจเกี่ยวกับสินทรัพย์สิ้นเปลือง (wasting assets) เช่น เหมืองแร่ น้ำมัน ป่าไม้ เป็นต้น ซึ่งโดยปกติทุนจะถูกใช้ไปในธุรกิจดังกล่าวจนหมดสิ้นตามหลักสินทรัพย์สิ้นเปลือง (wasting assets doctrine) ฉะนั้น บริษัทจึงอาจประกาศและจ่ายเงินปันผลออกจากกำไรสุทธิ (net profits) โดยปราศจากการแก้ไขทุนที่ถูกใช้หมดสิ้นไปแล้ว¹⁸ หรืออาจกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่า บริษัทไม่ต้องหักกำไรสุทธิไว้สำหรับมูลค่าเสื่อมสิ้น (depletion) ของมูลค่าสินทรัพย์สิ้นเปลืองที่ได้ถูกใช้ไป¹⁹ ลักษณะเช่นนี้ถือได้ว่าบริษัทได้คืนทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผลซึ่งเป็นข้อยกเว้นของแนวทางหลักประการหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ข้อยกเว้นของแนวทางนี้ยังมีข้อจำกัดซึ่งกำหนดขึ้นในกฎหมายบริษัทของมลรัฐนิวยอร์ก กล่าวคือ เมื่อมีการจ่ายเงินปันผลในลักษณะคืนทุนเช่นนี้ สินทรัพย์สุทธิที่เหลืออยู่จะต้องครอบคลุมและเพียงพอสำหรับการคืนทุนให้แก่หุ้นบุริมสิทธิเมื่อมีการเลิกบริษัท (liquidation preferences)**

*กำไรสุทธิ (net profits) หมายความว่าถึง กำไรระหว่างเวลาบัญชีที่มีการปรับปรุง (adjustments) ตามหลักการบัญชีที่ตีแล้ว เช่น การสำรองสำหรับเป็นค่าเสื่อมราคาและสำรองเพื่อหนี้สูญ เป็นต้น

¹⁸ American Jurisprudence, Vol.18 B, p.107.

¹⁹ Harry G. Henn and John R. Alexander, Laws of Corporations and other Business Enterprises, p.898.

** N.Y. Bus. Corp. Law, sec.510 (b).

นอกจากนี้ การจ่ายเงินปันผลจากสินทรัพย์
สิ้นเปลืองดังกล่าวจะต้องเปิดเผยแหล่งที่มาของเงินปันผลที่จ่ายดังกล่าว โดยการแจ้งเป็นลายลักษณ์
อักษร (written notice) ให้แก่ผู้ถือหุ้นทราบด้วย*

1.2.2.1.3 แหล่งที่มาของเงินปันผล

สำหรับส่วนเกินที่เป็นแหล่งที่มาของเงินปันผล

มีอยู่ 2 ประการดังนี้

(1) ส่วนเกินกำไร (earned surplus)**

"ส่วนเกินกำไร" หมายความว่าถึง

ส่วนเกินซึ่งแทนกำไรสุทธิ (net earnings, gains or profits) ของบริษัทซึ่งอาจสะสมอยู่
ตั้งแต่ตั้งบริษัทเป็นต้นมาจนถึงปัจจุบัน โดยมีการหักขาดทุนทั้งหมดแล้ว แต่ยังมีได้มีการแบ่งจ่ายเป็น
เงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือนำไปใช้เพื่อวัตถุประสงค์อื่นตามที่กฎหมายได้อนุญาตไว้ เช่น การตั้ง
เงินสำรองชนิดต่าง ๆ เป็นต้น ทั้งนี้ไม่รวมถึงส่วนเกินทุน (capital surplus) ชนิดต่าง ๆ
เช่น ส่วนเกินจากการตีราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นซึ่งยังมีได้เป็นตัวเงิน (unrealized appreciation
of assets)***

ดังนั้น ถ้าหากส่วนเกินกำไรมิได้ตั้ง
เป็นเงินสำรองหรือไม่ถูกจำกัดไว้มิให้จ่ายเป็นเงินปันผลแล้ว ก็สามารถนำไปจ่ายเป็นเงินปันผลได้
ในทุกมลรัฐ เช่น ตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐแคลิฟอร์เนียยังกำหนดให้จ่ายเงินปันผลจากกำไรสะสม
(retained earnings)* ซึ่งก็ถือว่าเป็นส่วนเกินกำไรด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ในบางมลรัฐ
อาจอนุญาตให้จ่ายเงินปันผลจากส่วนเกินกำไรเท่านั้นก็ได้ และในบางมลรัฐก็อาจอนุญาตให้จ่าย
เงินปันผลจากส่วนเกินทุนชนิดต่าง ๆ ก็ได้ ดังจะได้กล่าวโดยละเอียดต่อไป

* Ibid., sec.510 (c).

** มีความพยายามที่จะใช้คำอื่นแทน เช่น "retained earnings" และ
"accumulated earnings" เป็นต้น

*** N.Y. Bus. Corp. Law, sec.102 (6).

† Cal. Corp. Code, sec.500 (a).

ในกรณีมีบริษัทประสงค์จะกู้เงินมา เพื่อจ่ายเงินปันผลก็สามารถกระทำได้ถ้าหากบริษัทมีกำไรเท่ากับจำนวนเงินกู้ เว้นแต่กรณีที่บริษัทมีหนี้สินเป็นจำนวนมากจนไม่สามารถที่จะชำระหนี้ได้ ก็ไม่อาจที่จะกู้ยืมเงินมาเพื่อจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้*

(2) ส่วนเกินทุน (capital surplus)

"ส่วนเกินทุน" หมายความว่า ส่วนเกินอื่นนอกเหนือจากกำไร** เช่น ส่วนล้มมูลค่าหุ้น (paid-in surplus), ส่วนเกินจากการลดทุน (reduction surplus) และส่วนเกินจากการตีราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้น (revaluation surplus) เป็นต้น***

ในทางทฤษฎีการยอมให้บริษัทจ่ายเงินปันผลจากส่วนเกินทุนจะเป็นข้อแตกต่างที่สำคัญระหว่างหลักการทดสอบสมดุล (balance sheet test) กับหลักการทดสอบส่วนเกินกำไร (earned surplus test) ทั้งนี้เนื่องจากภายใต้หลักการทดสอบสมดุลนั้น เงินปันผลสามารถจ่ายออกจากส่วนเกินทุนได้ เว้นแต่จะมีข้อห้ามกำหนดไว้โดยเฉพาะเท่านั้น ในทางตรงกันข้าม ภายใต้หลักการทดสอบส่วนเกินกำไร เงินปันผลสามารถจ่ายออกจากส่วนเกินทุนได้เฉพาะกรณีที่มิมีข้ออนุญาตให้กระทำได้โดยเฉพาะเท่านั้น

อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติกฎหมายตามหลักการทดสอบสมดุล (balance sheet statutes) มักจะระบุบทบัญญัติให้อำนาจพิเศษที่จะจ่ายเงินปันผลออกจากส่วนเกินทุนได้ เช่น กฎหมายบริษัทของมลรัฐนิวเจอร์ซีย์ มาตรา 510 (c) เป็นต้น ในขณะที่กฎหมายตามหลักการทดสอบกำไร (earned surplus statutes) มักจะระบุบทบัญญัติอนุญาตให้จ่ายเงินปันผลออกจากส่วนเกินทุน เช่น กฎหมายบริษัทของมลรัฐเพนซิลวาเนีย มาตรา 1702 (B), 1703 เป็นต้น²⁰

*See Thomas v Matthews, 94 Ohio St.32, 113 No.669.

**N.Y. Bus. Corp. Law, sec.102 (2).

***Harry G.Henn and John R.Alexander, Law of Corporations and other Business Enterprises, p.894.

²⁰William L. Cary and Melvin Aron Eisenberg, Cases and Materials on Corporations, p.1331.

สำหรับส่วนเกินทุนที่สำคัญซึ่งจะขอ

กล่าวถึงมีอยู่ 3 ชนิดด้วยกันดังนี้

(1) ส่วนล้ำมูลค่าหุ้น (paid-in

surplus)

"ส่วนล้ำมูลค่าหุ้น" หมายความว่า จำนวนของราคาซื้อขายหุ้นที่ออกใหม่ที่เกิดขึ้นเกินกว่าจำนวนที่ได้แบ่งโอนไปยังทุนที่กำหนดขึ้น²¹ ส่วนเกินประเภทนี้จะเกิดขึ้นได้ทั้งในกรณีหุ้นที่มีมูลค่าที่ตราไว้และหุ้นที่ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้

ในทางเศรษฐศาสตร์ ถือว่า ส่วนล้ำมูลค่าหุ้นเป็นส่วนประกอบของทุน (capital) เนื่องจากเป็นส่วนหนึ่งของเงินลงทุนของผู้ถือหุ้น (shareholders' initial equity investment) ดังนั้นจึงเป็นการยากที่จะให้จ่ายเงินปันผลออกจากส่วนเกินดังกล่าว เพราะวัตถุประสงค์ของกฎหมายเงินปันผลก็คือการคุ้มครองเจ้าหนี้ เว้นเสียแต่ว่ากฎหมายจะมีข้อจำกัดการอนุญาตให้จ่ายเงินปันผลดังกล่าวไว้ในระดับที่ต่ำเพื่อรักษาสถานะทางการเงินของบริษัท อย่างไรก็ตาม มีมลรัฐเป็นจำนวนน้อยที่ใช้ข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลจากส่วนล้ำมูลค่าหุ้นดังกล่าว ตัวอย่างเช่น ในกฎหมายบริษัทของมลรัฐนอร์ธแคโรไลนา มาตรา 55-50 (e) (3) กำหนดห้ามมิให้จ่ายเงินปันผลจากส่วนเกินทุนให้แก่

หุ้นสามัญ ถ้ามูลค่าตลาดปัจจุบัน (present fair value) ของสินทรัพย์บริษัทน้อยกว่า 2 เท่าของจำนวนหนี้สิน²² และในบางมลรัฐ เช่น ตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐเพนซิลวาเนีย มาตรา 1703 กำหนดให้การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจะต้องได้รับความยินยอมด้วยเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นก่อนด้วย

อย่างไรก็ตาม มลรัฐส่วนใหญ่

ก็ยินยอมให้บริษัทจ่ายเงินปันผลออกจากส่วนล้ำมูลค่าหุ้น^{*} โดยมีเงื่อนไขว่าบริษัทจะต้องแจ้งให้ผู้ถือหุ้นที่ได้รับเงินปันผลดังกล่าวทราบด้วย^{**}

²¹ Ibid.

²² Ibid, pp.1333-1334.

*N.Y. Bus. Corp. Law, sec.510 (b).

** Ibid., sec.510 (c) and Cal. Corp. Code, sec.507.

(2) ส่วนเกินจากการลดทุน

(reduction surplus)

วิธีการลดทุนที่ใช้อยู่ส่วนใหญ่มี

อยู่ด้วยกัน 3 ประเภท ได้แก่ การแก้ไขตราสารจัดตั้งบริษัท (amendment of the certificate), การยกเลิกหุ้นที่ได้รับคืนมา (cancellation reacquired shares) และการโอนส่วนที่เกินกว่าทุนที่กำหนดขึ้นกรณีหุ้นที่มีมูลค่าที่ตราไว้ไปยังส่วนเกิน (transfer to surplus of stated capital in excess of the par value of issued shares)²³

โดยปกติ การลดทุนจะไม่ทำให้เกิดความเสียหายแก่ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่ได้รับความคุ้มครองตามกฎหมายเงินปันผลอยู่แล้ว ทั้งนี้เนื่องจากการลดทุนจะก่อให้เกิดเงินทุนส่วนเกินใหม่ (new surplus fund) เท่ากับจำนวนซึ่งทุนที่กำหนดขึ้นได้ลดจำนวนลง เงินทุนเช่นนี้เรียกว่า ส่วนเกินจากการลดทุน (reduction surplus) ซึ่งสามารถนำไปใช้ได้ 2 กรณี ได้แก่ กรณีจ่ายเงินให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยตรง กับกรณีใช้กำจัดผลขาดทุนในกำไร (earned surplus deficit) เพื่อให้กำไรในอนาคตสามารถนำไปจ่ายเป็นเงินปันผลได้²⁴

สำหรับการจ่ายเงินปันผลจากส่วนเกินจากการลดทุน โดยทั่วไปควรถือว่าผิดหลักกฎหมายไม่ว่าจะพิจารณาตามหลักการทดสอบงบดุลซึ่งเน้นการชำระรักษาทุน หรือพิจารณาตามหลักการทดสอบส่วนเกินกำไรซึ่งเน้นข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลจากกำไรก็ตาม แต่ตามกฎหมายของหลักการทั้งสองดังกล่าวก็ยินยอมให้จ่ายเงินปันผลจากส่วนเกินจากการลดทุน โดยถือเสมือนว่าเป็นการจ่ายเงินปันผลในทำนองเดียวกับส่วนล้ามูลค่าหุ้น ทั้งนี้ได้มีการบัญญัติหลักการคุ้มครองเจ้าหนี้ไว้เป็นการเฉพาะ ดังนั้นจึงได้นำหลักการทดสอบความไม่สามารถชำระหนี้หรือมีหนี้สินล้นพ้นตัว (insolvency test) มาใช้เพื่อคุ้มครองเจ้าหนี้เมื่อบริษัททำการลดทุน แต่อย่างไรก็ตาม กฎหมายที่เกี่ยวกับการลดทุนได้บัญญัติหลักการ

²³William L. Cary and Melvin Aron Eisenberg, Cases and Materials on Corporations, p.1336.

²⁴Ibid., p.1338.

คุ้มครองผู้ถือหุ้นในลักษณะที่แตกต่างกันไป ดังนี้²⁵

(ก) ความยินยอมของผู้ถือหุ้น

(Shareholder Approval)

ภายใต้กฎหมายของ

บางมลรัฐ เช่น มลรัฐเพนซิลวาเนีย นั้น การลดทุนทุกวิธีจะต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือหุ้นก่อน ส่วนมลรัฐอื่น ๆ นั้น การลดทุนโดยการแก้ไขตราสารจัดตั้งบริษัท (certificate amendment) จะต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือหุ้นก่อนเช่นกัน อย่างไรก็ตาม ในหลายมลรัฐยินยอมให้คณะกรรมการลดทุนได้โดยไม่ต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือหุ้น ถ้าหากเป็นการได้คืนมาและยกเลิกหุ้นที่ไม่อาจไถ่ถอนคืนได้ (nonredeemable stock) หรือโดยการโอนส่วนที่เกินกว่าทุนที่กำหนดขึ้นกรณีหุ้นที่มีมูลค่าที่ตราไว้ไปยังส่วนเกิน (transfer to surplus stated capital in excess of the par value of issued shares)^{*}

(ข) หุ้นที่มีสิทธิออกเสียง

(Class Voting)

กฎหมายของมลรัฐ

ส่วนใหญ่กำหนดว่าทุนที่กำหนดขึ้นของหุ้นชนิดหนึ่ง (stated capital of a class) ไม่สามารถลดลงโดยการแก้ไขตราสารจัดตั้งบริษัท เว้นเสียแต่ว่าการแก้ไขดังกล่าวจะได้รับความยินยอมจากผู้ถือหุ้นชนิดนั้น แม้ว่าหุ้นชนิดนั้นจะไม่มีสิทธิออกเสียง (nonvoting) ก็ตาม^{**} ภายใต้กฎหมายบริษัทของมลรัฐนิวยอร์ก กำหนดว่า การแก้ไขตราสารจัดตั้งบริษัทที่จะทำให้มูลค่าที่ตราไว้ของหุ้นชนิดใด ๆ ที่ได้รับอำนาจให้ออกลดลงซึ่งจะมีผลกระทบต่อหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงโดยตรง จะต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงนั้น (a class vote is required for an amendment that would "reduce the par value of any authorized shares of any class" if the action "would adversely affect such holders.")^{***}

²⁵ Ibid., pp.1338-1340.

^{*} N.Y. Bus. Corp. Law, secs.515 and 516.

^{**} Del. Gen. Corp. Law, sec.242 (b).

^{***} N.Y. Bus. Corp. Law, secs.801 (b) (10) and 804 (a).

(ค) สิทธิของผู้ถือหุ้นที่ไม่

เห็นด้วย (Appraisal Rights)

ดังได้กล่าวมาแล้วว่า

การลดทุนตามกฎหมายในบางมลรัฐจะต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือหุ้นก่อน ดังนั้นถ้าหากผู้ถือหุ้นสามัญไม่ยินยอมหรือไม่เห็นด้วยก็จะทำการลดทุนไม่ได้ นอกจากนี้กฎหมายบริษัทของบางมลรัฐจะยอมให้สิทธิไม่เห็นด้วยแก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิที่คัดค้านการลดทุนส่วนที่เป็นหุ้นบุริมสิทธิโดยการแก้ไขตราสารจัดตั้งบริษัท เช่น ตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐนิวเจอร์ซีย์กำหนดว่า ผู้ถือหุ้นใดที่มีผลกระทบกระเทือนโดยตรงมีสิทธิที่จะคัดค้านและได้รับการจ่ายเงินค่าหุ้น ถ้าการแก้ไขตราสารจัดตั้งได้เปลี่ยนแปลงหรือยกเลิกหุ้นบุริมสิทธิใด ๆ^{*} เป็นต้น

(ง) การคุ้มครองสิทธิที่จะ

ได้รับคืนทุนของหุ้นบุริมสิทธิ (Protection of Liquidation Preferences)

กฎหมายบริษัทบางมลรัฐ

ห้ามมิให้มีการลดทุนที่กำหนดขึ้น เว้นแต่ภายหลังจากการลดทุนนั้น ทุนที่กำหนดขึ้นจะเกินกว่าผลรวมของมูลค่าหุ้นบุริมสิทธิที่จะได้รับคืนทุนบวกด้วยมูลค่าที่ตราไว้ของหุ้นทั้งหมดที่ไม่มีสิทธิที่จะได้รับคืนทุนก่อน^{**} แต่อย่างไรก็ดี กฎหมายบริษัทของบางมลรัฐก็ไม่สามารถที่จะนำข้อห้ามเช่นนี้ไปใช้กับการลดทุนทุกริธีได้

(จ) ข้อจำกัดของการจำหน่าย

ส่วนเกินจากการลดทุน (Limits on Distribution of Reduction Surplus)

ในกฎหมายบริษัทของ

หลายมลรัฐได้กำหนดข้อจำกัดของการจำหน่ายออกจากส่วนเกินจากการลดทุนแยกต่างหากจากข้อจำกัดของการลดทุน โดยการให้คำนิยามว่าส่วนเกินจากการลดทุนถือเป็นส่วนเกินทุน และให้นำข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลจากส่วนเกินทุนมาใช้บังคับด้วย^{***}

^{*} Ibid., sec. 806 (b) (6).

^{**} Ibid., secs. 516 (b) and 806 (b) (3).

^{***} Pa. Bus. Corp. Law, secs. 1002 (3), 1702 (b) and 1703.

(3) ส่วนเกินจากการตีราคาสินทรัพย์

เพิ่มขึ้น (Revaluation Surplus)

ในทางบัญชี โดยปกติถ้าหากบริษัทได้มาซึ่งกรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์ที่มีตัวตน (tangible assets) เช่น อาคารหรืออุปกรณ์ (equipment) จะต้องมีหักค่าเสื่อมราคา (depreciation) ในทำนองเดียวกันก็จะใช้วิธีการตัดจำหน่าย (amortization) สำหรับสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน (intangible assets) เช่น ค่าความนิยม (goodwill) ฉะนั้นในแต่ละปีส่วนของราคาทุนเดิมของสินทรัพย์จะถือเป็นค่าใช้จ่ายที่จะไปหักออกจากรายได้ จึงเป็นผลให้จำนวนกำไรของบริษัทลดลง ส่วนราคาของสินทรัพย์ที่แสดงในงบดุลจะเป็นราคาทุนเดิมที่ได้หักค่าใช้จ่ายแล้ว ซึ่งไม่ใช่ราคาแท้จริงในขณะที่จัดทำงบดุลแต่อย่างใด ดังนั้นสินทรัพย์ตามงบดุลสมัยใหม่ก็คือ จำนวนของค่าใช้จ่ายในอนาคต (an asset on a modern balance sheet is simply a sum of future expenses) ซึ่งจะเป็นผลทำให้สินทรัพย์ต้องถูกบันทึกตามราคาทุนหักด้วยค่าเสื่อมราคาสะสม (accumulated depreciation) แม้ว่ามูลค่าที่แท้จริงจะเพิ่มขึ้นก็ตาม ในทางหลักการบัญชีมูลค่าที่เพิ่มขึ้นจะไม่ลงบัญชีของบริษัทจนกว่าบริษัทจะได้รับเป็นตัวเงินมาเมื่อสินทรัพย์นั้นได้ถูกจำหน่ายหรือแลกเปลี่ยนไป²⁶ ทั้งนี้เนื่องจากมูลค่าที่เพิ่มขึ้นนั้นไม่ทำให้บริษัทมีสภาพคล่อง (liquidity) เพิ่มขึ้นแต่อย่างใด

ตามหลักการทดสอบงบดุล

เช่น กฎหมายบริษัทของมลรัฐเดลาแวร์ มาตรา 154 ได้ให้คำจำกัดความของส่วนเกินไว้ว่า หมายความว่า สินทรัพย์สุทธิซึ่งจะถือหลักมูลค่าปัจจุบันของสินทรัพย์ มิใช่ถือตามราคาทุนของสินทรัพย์ตามหลักบัญชีสมัยใหม่ ทั้งนี้เพราะกฎหมายบริษัทต้องการให้คณะกรรมการมีความคล่องตัวอย่างมากที่สุดในการประกาศจ่ายเงินปันผล เช่น บริษัทอาจมีความจำเป็นต้องจ่ายเงินปันผลออกจากส่วนเกินจากการตีราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นเพื่อที่จะพยุงบราคาหุ้นของบริษัท เป็นต้น แต่ก็มีข้อโต้เถียงที่สนับสนุนหลักการบัญชีอยู่หลายประการด้วยกัน เช่น ปัญหาเกี่ยวกับการตีราคาที่ไม่แน่นอน, ปัญหาเกี่ยวกับมาตรฐานความสุจริตของกรรมการ เป็นต้น²⁷ อย่างไรก็ตาม ตามหลักการทดสอบงบดุลนี้บริษัทอาจจ่ายเงินปันผลจากส่วนเกินจากการตีราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นก็ได้ เช่น ในคดี Randall v

²⁶Larry E. Ribstein, Business Associations, pp.11-16.

²⁷Ibid.

Bailey ศาลได้ตัดสินว่า กรรมการไม่ต้องรับผิดชอบในการจ่ายเงินปันผลที่เกิดขึ้นจากการตีราคาที่ดินเพิ่มขึ้นที่มีได้เป็นตัวเงินซึ่งได้นำเข้าบัญชีในการคำนวณจ่ายเงินปันผลจากส่วนเกิน แม้ว่าบริษัทจะมีผลขาดทุนเกิดขึ้นอยู่ในส่วนเกินกำไร (earned surplus) ก็ตาม ก็สามารถตีราคาที่ดินเพิ่มขึ้นและนำส่วนเกินจากการตีราคาเพิ่มขึ้นไปจ่ายเงินปันผลได้* และตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐนิวยอร์ก มาตรา 102 (a) (6) กำหนดว่า การตีราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นที่ยังมิได้เป็นตัวเงิน (unrealized appreciation of assets) ไม่ถือว่าเป็นส่วนเกินกำไร แต่เป็นส่วนเกินทุนที่อาจนำไปจ่ายเงินปันผลได้ ถ้าหากมีการเปิดเผย (disclosure) ให้ผู้ถือหุ้นที่ได้รับเงินปันผล (recipient shareholders) ทราบ** มิฉะนั้นบริษัทจะต้องรับผิดชอบในความเสียหายที่เกิดขึ้นต่อผู้ถือหุ้น***

ส่วนตามหลักส่วนเกินกำไรนั้น แม้ในทางทฤษฎีจะไม่ถือว่าเป็นส่วนเกินจากการตีราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นเป็นกำไรก็ตาม แต่ก็ถือว่าเป็นส่วนเกินทุนซึ่งอาจจ่ายเงินปันผลได้ เช่น ตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐเพนซิลวาเนีย มาตรา 1002 (3) และ 1703 (4) กำหนดให้ส่วนเกินทุนหมายความรวมถึงส่วนเกินจากการตีราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วย ฉะนั้นบริษัทจึงสามารถจ่ายเงินปันผลจากส่วนเกินดังกล่าวเมื่อได้รับความยินยอมจากผู้ถือหุ้นแล้วได้

อย่างไรก็ตาม ในกฎหมายบริษัทของมลรัฐอินเดียนา มาตรา 25-211 (a) ได้กำหนดห้ามมิให้จ่ายเงินปันผลออกจากส่วนเกินจากการตีราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้น

สำหรับการตีราคาสินทรัพย์ถาวรของบริษัทเพิ่มขึ้นจะต้องพิจารณาหลักการบัญชีที่บริษัทเลือกใช้ ซึ่งกฎหมายได้ยอมรับอยู่ 2 แนวทางดังนี้

(ก) การนำหลักบัญชีซึ่งเป็นที่ยอมรับกันทั่วไป (Generally Accepted Accounting Principles หรือ GAAP) มาใช้

* See Randall v Bailey, 23 N.Y.S. 2d 173 (Sup. Ct. 1940).
 ** N.Y. Bus. Corp. Law, sec.510.
 *** Ibid., sec.520.

กับการคำนวณรายการในงบการเงิน งบดุล งบรายได้ ซึ่งต้องเกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ หนี้สิน กำไร และรายการทางบัญชีอื่น ๆ ซึ่งมีผลทำให้สินทรัพย์จะต้องมีการหักค่าเสื่อมราคาด้วย และถือตามราคาทุนของสินทรัพย์ เช่น ตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐแคลิฟอร์เนีย ก็ได้นำหลัก GAAP มาใช้* ซึ่งจะมีผลทำให้บริษัทไม่สามารถจ่ายเงินปันผลจากส่วนเกินจากการตีราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นได้ เป็นต้น

(ข) การยอมให้กรรมการ

ใช้ดุลพินิจในการพัฒนาระบบบัญชีของบริษัท

ตาม Revised Model

Business Corporation Act ก็ได้กำหนดหน้าที่มาตรฐานทั่วไปของกรรมการไว้โดยสรุปว่า กรรมการจะต้องทำหน้าที่อย่างสุจริต (good faith) และด้วยความระมัดระวังอย่างบุคคลในสถานะเช่นนั้นพึงกระทำ เพื่อผลประโยชน์ที่ดีที่สุดของบริษัท** และในการทำหน้าที่ดังกล่าว กรรมการมีสิทธิที่จะเชื่อในข้อมูล ความเห็น รายงาน หรืองบการเงิน และข้อมูลทางการเงินอื่นที่จัดทำหรือเสนอโดยเจ้าหน้าที่ของบริษัท, ผู้สอบบัญชี หรือผู้เชี่ยวชาญ ฯลฯ*** ดังนั้นในกรณีที่กฎหมายได้เปิดช่องให้กรรมการมีสิทธิใช้ดุลพินิจในการพิจารณาและตัดสินใจเกี่ยวกับข้อมูลและรายละเอียดทางบัญชี ซึ่งรวมทั้งการใช้ดุลพินิจในการตีราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นได้ แต่ทั้งนี้กรรมการจะต้องกระทำการดังกล่าวอย่างสุจริตและด้วยความระมัดระวังเพื่อผลประโยชน์ของบริษัทเป็นสำคัญ

จะเห็นได้ว่าวิธีการทั้งสอง

ประการดังกล่าวข้างต้นมุ่งที่จะคุ้มครองและรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ นอกเหนือไปจากการที่กฎหมายบริษัทของบางมลรัฐจะกำหนดให้การจ่ายเงินปันผลจากส่วนเกินประเภทนี้จะต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือหุ้น หรือจะต้องเปิดเผยข้อมูลให้ผู้ถือหุ้นทราบด้วย สำหรับการคุ้มครองผลประโยชน์ของเจ้าหนี้ นั้น คงจะต้องนำหลักการทดสอบความไม่สามารถชำระหนี้ (equity insolvency test) มาใช้บังคับในการจ่ายเงินปันผลจากส่วนเกินนี้ ดังจะได้กล่าวถึงหลักการทดสอบดังกล่าวต่อไป

* Cal. Corp. Code, sec.114.

** Rev. Model Bus. Corp. Act, sec.8.30 (a).

*** Ibid., sec.8.30 (b).

1.2.2.2 หลักการจ่ายเงินปันผลจากกำไร แม้ว่าทุนจะเสียหาย

ดังได้กล่าวมาข้างต้นแล้วว่า มลรัฐส่วนใหญ่ในสหรัฐอเมริกา ยึดถือตามแนวทางที่ว่า การจ่ายเงินปันผลจะต้องจ่ายจากส่วนเกินและไม่ทำให้ทุนเสียหาย อย่างไรก็ตาม มีอยู่หลายมลรัฐ เช่นกันที่รับนโยบายเสรี (liberal policy) การจ่ายเงินปันผล โดยยอมให้มีการจ่ายเงินปันผลแม้ว่าทุนที่กำหนดขึ้นจะเสียหายก็ตาม ซึ่งมีอยู่ด้วยกัน 3 หลักดังนี้

(1) หลัก Nimble Dividends

คำว่า "nimble dividend" นี้เกิดขึ้นโดย Professor Baker ซึ่งหมายความถึง เงินปันผลที่บริษัทจ่ายจากกำไรสุทธิ (net profits) เมื่อทุนของบริษัทเสียหาย²⁸ ทั้งนี้คณะกรรมการของบริษัทจะรีบประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนสิ้นระยะเวลาบัญชี (before the close of the relevant period) หรือภายในระยะเวลาอันสั้น ภายหลังจากเวลาดังกล่าว²⁹

หลัก nimble dividends นี้เกิดขึ้นมาเนื่องจาก การที่บริษัทประสบภาวะขาดทุนจนมียอดขาดทุนสะสมและภาระหนี้สินค้างชำระเป็นจำนวนมาก ซึ่งทำให้บริษัทไม่สามารถได้รับสินเชื่ออีกต่อไป เว้นแต่จะมีเงินทุนใหม่ที่มาจากผู้ถือหุ้น (new equity capital) เข้ามาในบริษัท ซึ่งในทางปฏิบัติเป็นเรื่องยากที่จะก่อให้เกิดการลงทุนดังกล่าวเพิ่มเติม ฉะนั้นจึงเกิดแนวความคิดว่า ผลขาดทุนสะสมเดิมจะต้องไม่เป็นอุปสรรคต่อการจ่ายเงินปันผลในอนาคต โดยใช้วิธีการให้บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลออกจากกำไรสุทธิปัจจุบัน (current net profits) ได้ แม้จะปรากฏว่าบริษัทยังมีผลขาดทุนสะสมอยู่จากปีก่อน ๆ ก็ไม่จำเป็นต้องแก้ไขให้หมดไปแต่อย่างใด³⁰

²⁸Henry Campbell Black, Black's Law Dictionary, 5th. ed. (Minnesota : West Publishing Co., 1979), p.430.

²⁹William L. Cary and Melvin Aron Eisenberg, Cases and Materials on Corporations, p.1320.

³⁰Ted J. Fflis, Homer Kripke and Paul M.Foster, Accounting for Business Lawyers, pp.434-435.

สำหรับมลรัฐที่เป็นต้นกำเนิดของหลัก nimbale dividends ได้แก่ มลรัฐเดลาแวร์ ซึ่งกำหนดหลักเกณฑ์ของการจ่ายเงินปันผลตามหลักดังกล่าวไว้ว่า ในกรณีที่บริษัทไม่มีส่วนเกิน (surplus) ที่จะนำมาจ่ายปันผลได้ บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลออกจากกำไรสุทธิในปีการเงินที่ประกาศจ่ายปันผลและ/หรือปีการเงินก่อน ๆ ก็ได้ โดยไม่ต้องมีการแก้ไขการขาดทุนที่เกิดขึ้นในบัญชีส่วนเกินกำไร (earned surplus account) ก่อน แต่ประการใด* แต่ทั้งนี้ถ้าทุนของบริษัทซึ่งคำนวณได้ตามมาตรา 154 และ 244 ที่ถูกลดลงด้วยการหักค่าเสื่อมราคาหรือผลขาดทุนหรือกรณีอื่นทำให้มีจำนวนน้อยกว่าผลรวมของทุนที่เป็นหุ้นบุริมสิทธิทุกลำดับชั้นที่ออกจำหน่ายและมีสิทธิเหนือการจำหน่ายสินทรัพย์ (aggregate amount of the capital represented by the issued and outstanding stock of all classes having a preference upon the distribution of assets) กรรมการก็จะประกาศจ่ายเงินปันผลออกจากกำไรสุทธิเป็นเงินปันผลให้แก่หุ้นทุน (capital stock) ทุกลำดับชั้นไม่ได้จนกว่าผลขาดทุนในจำนวนทุนที่เป็นหุ้นบุริมสิทธิดังกล่าวจะแก้ไขให้หายขาดทุนเสียก่อน**

จะเห็นได้ว่า กฎหมายบริษัทของมลรัฐเดลาแวร์ เปิดช่องให้บริษัทสามารถประกาศการจ่ายเงินปันผลได้ทั้งจากส่วนเกิน (surplus) หรือกำไรสุทธิ (net profits) ในกรณีที่ไม่มีส่วนเกิน โดยไม่ต้องแก้ไขผลขาดทุนให้หมดเสียก่อน เว้นแต่การขาดทุนนั้นจะมีผลกระทบกระเทือนไปถึงทุนในส่วนที่เป็นหุ้นบุริมสิทธิของบริษัทเท่านั้นที่จะได้รับการคุ้มครองตามกฎหมายนี้ ฉะนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่า หลัก nimbale dividends นี้ละเลยการให้ความคุ้มครองเจ้าหนี้ ซึ่งมีผลให้มลรัฐเดลาแวร์ไม่มีข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลตามหลักการทดสอบความไม่สามารถชำระหนี้ (equity insolvency test) บัญญัติไว้ในกฎหมายบริษัท^๓ แต่อย่างไรก็ตาม มลรัฐเดลาแวร์ยังมีบทบัญญัติตาม Uniform Fraudulent Conveyances Act

* ดู คดี Goodnow v American Writing Paper Co., 69 A. 1014 (N.J. 1908). ซึ่งศาลตัดสินว่า บริษัทจ่ายเงินปันผลได้โดยไม่ต้องแก้ไขผลขาดทุนของบริษัท.

** Del. Gen. Corp. Law, section 170 (a) (2).

^๓ Ted J. Fiflis, Homer Kripke and Paul M. Foster, Accounting for Business Lawyers, p.434.

และ Federal Bankruptcy Reform Act of 1978 มาตรา 548 มาใช้คุ้มครองผลประโยชน์
ของเจ้าหนี้ ดังจะได้อธิบายต่อไป

(2) หลักแคลิฟอร์เนีย (California Rule)³²

ตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐแคลิฟอร์เนียนั้นจะมี

นโยบายเสรีในการจ่ายเงินปันผลเช่นเดียวกับหลัก nimble dividends กล่าวคือ บริษัทสามารถ
จ่ายเงินปันผลออกจากกำไรสะสม (retained earnings) ได้ หรือถ้าไม่มีกำไรสะสมก็อาจ
จ่ายเงินปันผลได้ตราบเท่าที่สินทรัพย์รวม (ซึ่งหักค่าความนิยม, ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุนในการวิจัยและ
พัฒนา และค่าใช้จ่ายรอกการตัดบัญชี) ภายหลังการจ่ายเงินปันผลเช่นนี้ไม่น้อยที่สุดเท่ากับ
จำนวน 1 1/4 เท่าของหนี้สิน (ไม่รวมถึงค่าภาษีรอกการตัดบัญชีและรายได้รอกการตัดบัญชี)* และ
สินทรัพย์หมุนเวียน (current assets) อย่างน้อยที่สุดเท่ากับหนี้สินหมุนเวียน (current
liabilities) โดยสินทรัพย์และหนี้สินที่นำมาใช้พิจารณาในการจ่ายเงินปันผลนั้นจะรวมทั้งบริษัท
แม่ (parent corporation) และบริษัทในเครือ (subsidiaries) ทั้งหมดที่จะต้องนำมา
รวมอยู่ในงบการเงินภายใต้หลักการบัญชีที่ยอมรับได้ทั่วไป (generally accepted accounting
principles)** ส่วน "สินทรัพย์หมุนเวียน" หมายความถึง สินทรัพย์ซึ่งเป็นเงินสดหรือสามารถ
เปลี่ยนเป็นเงินสดได้ (เช่น สินค้าคงคลังและบัญชีลูกหนี้) ภายในเวลา 1 ปี***

ตามสาระสำคัญของหลักดังกล่าวข้างต้น จะเห็นได้ว่า
มิได้กล่าวถึงทุนที่กำหนดขึ้น (stated capital) และส่วนเกิน (surplus) เอาไว้แต่อย่างใด
ทั้งนี้เนื่องจากตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐแคลิฟอร์เนีย ปี 1977 ถือเป็นกฎหมายใหม่ที่เกี่ยวกับ
เงินปันผล โดยได้ยกเลิกหรือกำจัดแนวความคิดของทุนที่เกิดขึ้นและส่วนเกินออกจากกฎหมายแล้ว
และยึดถือหลักความเป็นจริงทางเศรษฐศาสตร์ (economic realities) คือ กำไรสะสม
(retained earnings), อัตราส่วนของสินทรัพย์และหนี้สิน (assets-liabilities ratios),

³² Ibid., pp.441-442.

* Cal. Corp. Code, sec.500 (b) (1).

** Ibid., sec.114.

*** Ibid., sec.500 (b) (2).

การคืนทุนให้แก่หุ้นบุริมสิทธิ (liquidation preferences) และหลักการทดสอบความไม่สามารถชำระหนี้ (equity insolvency test)^{๓๓} แทน ฉะนั้นตามกฎหมายใหม่จึงได้บัญญัติคำว่า "การจำหน่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น" (distribution to its shareholders) มาแทน ซึ่งให้คำนิยามไว้ในมาตรา 166 ว่าหมายความว่า การโอนเงินสดหรือทรัพย์สินโดยบริษัทให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยปราศจากค่าตอบแทน (consideration) ไม่ว่าจะโดยวิธีเงินปันผลหรือวิธีอื่น เว้นแต่เงินปันผลเป็นหุ้นของบริษัท หรือการซื้อคืนหรือการไถ่ถอนหุ้นของบริษัทเป็นเงินสดหรือทรัพย์สิน รวมทั้งการโอน การซื้อ หรือการไถ่ถอนหุ้นโดยบริษัทในเครือ*

ดังนั้น ตามหลักแคลิฟอร์เนีย นี้ ถ้าหากมูลค่าสินทรัพย์หลังประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นไปตามที่กฎหมายกำหนดแล้ว เงินปันผลก็อาจจ่ายได้แม้ว่าทุนของบริษัทเสียหายก็อาจจ่ายเงินปันผลจากกำไรสะสม (retained earnings) ซึ่งจะต้องเท่ากับหรือมากกว่าจำนวนที่จ่ายเป็นเงินปันผล** ซึ่งถือว่าเป็นกฎหมายที่ยอมรับถ้อยคำทางบัญชีสมัยใหม่ (modern accounting term) โดยเฉพาะสำหรับคำว่า "กำไรสะสม"^{๓๔}

นอกจากนั้น ตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐแคลิฟอร์เนีย ในมาตรา 500 (b) (1) กำหนดห้ามมิให้บริษัทพิจารณากำหนดจำนวนสินทรัพย์โดยการรวมการตีราคาสินทรัพย์ที่ยังมิได้เป็นกำไรที่เป็นตัวเงิน (เว้นแต่กรณีเป็นหลักทรัพย์ที่มีราคาตลาดอยู่แล้ว) และเกิดจากการแลกเปลี่ยนสินทรัพย์ เว้นแต่สินทรัพย์ที่ได้รับเป็นเงินสดแล้วจริง และมูลค่าของการจำหน่ายเป็นทรัพย์สินจะเท่ากับมูลค่าของทรัพย์สินนั้นตามที่ปรากฏในงบการเงิน

(3) หลักตาม Revised Model Business Corporation Act

^{๓๓}William L. Cary and Melvin Aron Eisenberg, Cases and Materials on Corporations, p.1349.

*Cal. Corp. Code, sec.166.

**Ibid., sec. 500 (a).

^{๓๔}Ted J. Fiflis, Homer Kripke and Paul M.Foster, Accounting for Business Lawyers, p.435.

หลักตาม Revised Model Business Corporation Act และหลักแคลิฟอร์เนีย จะมีลักษณะที่คล้ายคลึงกัน กล่าวคือ กฎหมายทั้ง 2 ฉบับดังกล่าวเป็นกฎหมายที่มีแนวความคิดเกี่ยวกับเงินปันผลสมัยใหม่ กล่าวคือ จะยกเลิกแนวความคิดเกี่ยวกับทุนที่กำหนดขึ้น มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ และส่วนเกิน นอกจากนี้ยังไม่มีกรกล่าวถึงแหล่งที่มาของเงินปันผล ฉะนั้นจึงไม่ก่อให้เกิดความไม่ชัดเจนในการคำนวณทุนดังที่ปรากฏอยู่ตามกฎหมายเดิม

ตาม Revised Model Business Corporation Act จะไม่กล่าวถึงคำว่า "dividend" แต่จะใช้คำว่า "distribution" เหมือนกับกฎหมายบริษัทของมลรัฐแคลิฟอร์เนีย ซึ่งจะมีความหมายรวมถึงการจำหน่ายสินทรัพย์ทุกชนิดให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยไม่คำนึงถึงแหล่งที่มาของเงินปันผล กล่าวโดยเฉพาะก็คือ การโอนโดยตรงหรือทางอ้อม ซึ่งเงินหรือทรัพย์สินอื่น (เว้นแต่หุ้นของบริษัท) หรือความเป็นเจ้าหนี้โดยบริษัทให้แก่หรือสำหรับผู้ถือหุ้น การจำหน่ายเช่นนี้อาจอยู่ในรูปแบบของการประกาศหรือการจ่ายเงินปันผล การซื้อ (purchase) การไถ่ถอนหุ้น (redemption) หรือการได้มา (acquisition) ซึ่งหุ้น การจำหน่ายความเป็นเจ้าหนี้ (indebtedness) หรือโดยประการอื่น*

จะเห็นได้ว่า การจำหน่ายตาม Revised Model Business Corporation Act ที่แท้จริงหมายความเฉพาะเงินหรือทรัพย์สินปันผลเท่านั้น ไม่รวมถึงหุ้นปันผลด้วย เนื่องจากหุ้นปันผลจะไม่ลดสินทรัพย์ของบริษัท หรือเพิ่มมูลค่าที่แท้จริงให้แก่ผู้ถือหุ้น เพียงแต่เป็นการเพิ่มจำนวนหุ้นของบริษัทเท่านั้น

หลักตาม Revised Model Business Corporation Act ที่เป็นสาระสำคัญเกี่ยวกับข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสามารถนำไปใช้ได้กับการจำหน่ายทุกประเภท มีอยู่ 2 ประการ ได้แก่ หลักการทดสอบความไม่สามารถชำระหนี้ (equity insolvency test) และหลักการทดสอบงบดุล (balance sheet test)

หลักทดสอบความไม่สามารถชำระหนี้ (equity insolvency test) นั้น ปกติมิใช่กันอยู่ตามมลรัฐต่าง ๆ แล้ว โดยบริษัทจะต้องพิจารณาตัดสินใจจากการวิเคราะห์หนึ่งกระแสเงินสด (cash flow analysis) ตามข้อมูลที่เจ้าหน้าที่ของบริษัท

*Rev. Model Bus. Corp. Act, sec. 1.40 (6).

ทำมาว่าการจ่ายเงินปันผลจะทำให้บริษัทไม่สามารถชำระหนี้ที่ถึงกำหนดได้หรือไม่* โดยไม่ต้องทราบรายละเอียดของงบกระแสเงินสดก็ได้**

ส่วนหลักการทดสอบงบดุล ได้แก่ กรณีที่ภายหลังการจำหน่ายเงินปันผลแล้ว สินทรัพย์รวม (total assets) ของบริษัทจะต้องเท่ากับหรือมากกว่าหนี้สิน (total liabilities) (เว้นแต่ข้อบังคับจะกำหนดไว้เป็นอย่างอื่น) บวกด้วยจำนวนซึ่งจำเป็นต้องคืนให้แก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ ถ้าบริษัทจะต้องเลิกเมื่อมีการจำหน่าย*** โดยคณะกรรมการมีอำนาจที่จะตัดสินใจในการที่จะพิจารณากำหนดหลักการที่เกี่ยวกับสินทรัพย์และหนี้สินสำหรับการจำหน่ายเงินปันผลตามหลักใดหลักหนึ่ง ดังนี้คือ⁺

- งบการเงินที่เตรียมไว้บนพื้นฐานตามทางปฏิบัติทางบัญชีและหลักการที่มีเหตุผลในภาวะแวดล้อม (reasonable in the circumstances)

- ราคาตลาด (fair valuation) หรือวิธีอื่นที่มีเหตุผลในภาวะแวดล้อม

ทั้งนี้ คณะกรรมการอาจเชื่อความเห็น รายงาน รวมทั้งงบการเงินและข้อมูลการเงินที่เสนอโดย public accountants หรือบุคคลอื่นก็ได้

เนื่องจากตามกฎหมายดังกล่าวให้อำนาจคณะกรรมการพิจารณาจากราคาตลาดหรือวิธีอื่นดังกล่าว ฉะนั้นบริษัทก็สามารถแยก historical cost accounting และสามารถใช่วิธีการตีราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้น (appraisal methods) สำหรับการกำหนดแหล่งเงินที่จะจำหน่ายได้

1.2.3 ข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลที่คุ้มครองผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ

โดยปกติหุ้นบุริมสิทธิจะมีสิทธิในสินทรัพย์ที่จะได้รับคืนตามมูลค่าหุ้นบุริมสิทธิที่ออกจำหน่าย รวมทั้งเงินปันผลสะสม (accrued dividend) ถ้ามี ก่อนหุ้นลำดับรอง (junior shares) อื่น ๆ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ของกฎหมายเงินปันผล ก็คือ ต้องการคุ้มครองสิทธิ

* Ibid., sec. 6.40 (c) (1).

** Ibid., sec. 8.30.

*** Ibid., sec. 6.40 (c).

⁺ Ibid., sec. 6.40 (d).

ที่จะได้รับคืนทุนของหุ้นบุริมสิทธิ โดยห้ามมิให้จ่ายเงินปันผลเมื่อสินทรัพย์สุทธิคงเหลือน้อยกว่าผลรวมของมูลค่าหุ้นบุริมสิทธิ (aggregate preferences) ในบางมลรัฐพยายามคุ้มครองผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิอย่างเคร่งครัด เช่น ตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐเพนซิลวาเนีย ซึ่งกำหนดห้ามมิให้มีการจำหน่ายสินทรัพย์ใด ๆ ที่จะเป็นการลดจำนวนคงเหลือของสินทรัพย์สุทธิของบริษัทให้ต่ำกว่าผลรวมของมูลค่าหุ้นบุริมสิทธิที่ต้องชำระในกรณีเลิกบริษัทโดยสมัครใจ (aggregate preferential amount payable in the event of voluntary liquidation)³⁵

อย่างไรก็ตาม กฎหมายบริษัทของมลรัฐนิวยอร์ก ไม่ได้บัญญัติห้ามการจ่ายเงินปันผลที่จะทำให้สิทธิที่จะได้รับคืนทุนของหุ้นบุริมสิทธิเสียหายไว้โดยตรง เว้นแต่กรณีเงินปันผลที่จ่ายโดยบริษัทที่ประกอบกิจการเกี่ยวกับสินทรัพย์สิ้นเปลือง (wasting asset dividends)³⁶ แต่ก็ได้มีการบัญญัติกฎหมายห้ามมิให้จ่ายเงินปันผลโดยทางอ้อมไว้ในกฎหมายดังกล่าว ซึ่งไม่ได้ผลสมบูรณ์ ทั้งนี้ตามมาตรา 806 (b) ซึ่งกำหนดว่าหุ้นไม่สามารถลดลงโดยการแก้ไขตราสารจัดตั้งบริษัท (amendment of the certificate) เว้นแต่ภายหลังการลดทุน ที่กำหนดจะเกินกว่าผลรวมของมูลค่าหุ้นบุริมสิทธิที่ต้องชำระในกรณีเลิกบริษัทโดยไม่สมัครใจ (involuntary liquidation) บวกด้วยมูลค่าที่ตราไว้ของหุ้นอื่นทั้งหมดที่ออกตามราคามูลค่าที่ตราไว้ แต่ทั้งนี้ไม่มีการคุ้มครองเมื่อทุนลดลงโดยวิธีการอื่น³⁷ และตามมาตรา 506 (b) กำหนดว่าเมื่อหุ้นบุริมสิทธิที่ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ได้ออกจำหน่าย ส่วนของราคาหุ้นที่ออกจำหน่ายที่เกินกว่ามูลค่าหุ้นบุริมสิทธิที่จะได้รับเมื่อคืนทุนได้ถูกแบ่งโอนไปยังส่วนเกิน (surplus) หุ้นบุริมสิทธิจะได้รับคืนทุนเพียงตามราคาที่ออกจำหน่ายเท่านั้น ซึ่งตามบทบัญญัติดังกล่าวนี้ โดยปกติจะบังคับบริษัทให้แบ่งเงินทุน (allocate to capital) เป็นจำนวนเท่ากับมูลค่าหุ้นบุริมสิทธิ และเนื่องจากเงินปันผลไม่สามารถประกาศจ่ายจากทุนได้ จึงมีผลเป็นการคุ้มครองสิทธิที่จะได้รับคืนทุนของหุ้นบุริมสิทธิที่ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้โดยทางอ้อมด้วย แต่จะไม่คุ้มครองหุ้นบุริมสิทธิที่ออกในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้

³⁵William L. Cary and Melvin Aron Eisenberg, Cases and Materials on Corporations, pp.1331-1332.

³⁶N.Y. Bus. Corp. Law, sec.510 (b).

³⁷Ibid., secs.515, and 516.

และกรณีสิทธิที่จะได้รับคืนทุนของหุ้นบุริมสิทธิที่ประกอบด้วยเงินปันผลสะสมที่ยังไม่ได้จ่าย³⁶

1.2.4 ข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลที่คุ้มครองเจ้าหนี้

ข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลที่ให้ความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้ ได้แก่ หลักการทดสอบความไม่สามารถชำระหนี้หรือมีหนี้สินล้นพ้นตัว (insolvency test) ของบริษัท เช่น ใน Massachusetts จะใช้หลักการทดสอบความไม่สามารถชำระหนี้ของบริษัทเพียงหลักเดียวสำหรับการจ่ายเงินปันผล ส่วนในกฎหมายบริษัทของมลรัฐนิวยอร์ก มาตรา 510 ก็จะมีบัญญัติหลักดังกล่าวไว้เป็นมาตรฐานอย่างชัดเจน³⁷ นอกเหนือจากการใช้หลักการจ่ายเงินปันผลประการอื่นประกอบด้วย

สำหรับคำว่า "insolvency" มีคำนิยามที่ใช้อยู่ 2 ประการดังนี้³⁸

1.2.4.1 หลักความไม่สามารถชำระหนี้ (Equity Insolvency)

ความหมายในกรณีแรกนี้เกิดขึ้นในกฎหมายบริษัทของมลรัฐนิวยอร์ก มาตรา 102 (8) เพราะได้มีการเริ่มใช้หลักนี้มาก่อนโดย equity courts ก่อนที่จะมีการบัญญัติกฎหมายล้มละลาย

คำว่า "solvency" จะมีความสัมพันธ์กับสภาพคล่อง (liquidity) หรือกระแสเงินสด (cash flow) ของบริษัท กล่าวคือ บริษัทในฐานะลูกหนี้สามารถที่จะชำระหนี้ที่ถึงกำหนดในแต่ละเดือนได้ แม้ว่ามูลค่าตลาดของสินทรัพย์จะน้อยกว่าผลรวมของหนี้สินที่จะถึงกำหนดชำระในอนาคต ดังนั้นถ้าหากบริษัทไม่สามารถชำระหนี้ใดที่ถึงกำหนดให้แก่เจ้าหนี้ได้ ก็ถือได้ว่าบริษัทตกอยู่ในภาวะความไม่สามารถชำระหนี้ ซึ่งย่อมมีผลทำให้บริษัทไม่อาจที่จะประกาศจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้

1.2.4.2 หลักความมีหนี้สินล้นพ้นตัว (Bankruptcy Insolvency)

ความหมายประการที่ 2 นี้เกิดขึ้นใน Bankruptcy Reform Act of 1978, 11 U.S.C. มาตรา 101 (29) ซึ่งคำว่า "solvency" ตามความ

³⁶William L. Cary and Melvin Aron Eisenberg, Cases and Materials On Corporation, p.1332.

³⁷Ibid., p.1298.

³⁸Ibid., p.1299.

หมายในกรณีนี้จะพิจารณาจากการคืนทุน (liquidation) กล่าวคือ บริษัท (ลูกหนี้) ไม่สามารถที่จะมีสภาพคล่องทางการเงินเพียงพอที่จะชำระหนี้สินหมุนเวียน แต่บริษัทยังคงถือทรัพย์สินที่ไม่มีสภาพคล่อง (unliquid resources) ซึ่งมีมูลค่าเกินกว่าผลรวมของหนี้สินทั้งหมด ซึ่งเท่ากับว่าเป็นการพิจารณาถึงมูลค่าตลาด (market value) ของสินทรัพย์เป็นสำคัญ

ดังนั้น ในกรณีหลักความมีหนี้สินล้มเหลว bankruptcy insolvency จึงหมายความว่า กรณีที่บริษัทมีหนี้สินที่มีจำนวนมากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ซึ่งทำให้ไม่เพียงพอแก่การบังคับชำระหนี้ได้ ซึ่งจะมีผลทำให้บริษัทไม่สามารถประกาศจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ถ้าหากบริษัทเกิดภาวะดังกล่าวขึ้น

1.2.5 ข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลที่ไม่เป็นกฎหมาย (Non-statutory Limitations)

ข้อจำกัดการจ่ายเงินปันผลประเภทนี้ อาจเกิดขึ้นได้หลายกรณี ดังนี้

- (1) กรณีที่เกิดขึ้นจากผู้ถือหุ้น เช่น ข้อบังคับของบริษัท ข้อตกลงระหว่างผู้ถือหุ้น (shareholder agreement) และมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้น เป็นต้น
- (2) กรณีที่เกิดจากระเบียบหรือข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์
- (3) กรณีที่เกิดขึ้นจากเจ้าหนี้ เช่น สัญญากู้เงิน (loan agreement) และ indentures กรณีผู้ถือหุ้นกู้หรือหนี้ระยะยาว เป็นต้น

ข้อจำกัดดังกล่าวเกิดขึ้นเนื่องจากในปัจจุบันเป็นที่แน่ชัดว่า กฎหมายเงินปันผลให้ความคุ้มครองเจ้าหนี้้น้อยมาก ฉะนั้นในทางปฏิบัติอาจกล่าวได้ว่า ข้อจำกัดการจ่ายเงินปันผลสมัยใหม่จะมีลักษณะเป็นข้อจำกัดทางสัญญามากกว่าที่จะบัญญัติเป็นกฎหมาย ดังจะเห็นได้จากกฎหมายให้บริษัทมีอิสระในการจ่ายเงินปันผลจากส่วนเกินทุนได้ แม้ว่าจะไม่มีกำไรสะสม (retained earnings) ปรากฏอยู่ในงบดุลก็ตาม ทั้งนี้ส่วนเกินทุนอาจถูกสร้างขึ้นจากการออกหุ้นที่ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ หรือการลดทุน เป็นต้น ดังนั้นจึงทำให้เจ้าหนี้ต้องกำหนดข้อห้ามหรือข้อจำกัดการจ่ายเงินปันผลไว้ในสัญญาดังกล่าวแทน^{๓๑} เช่น กรณีเป็นบริษัทมหาชนจำกัด (publicly held corporation) ที่มีการจ่ายเงินปันผลอยู่เป็นปกติ สัญญาที่สร้างขึ้นระหว่างเจ้าหนี้ (ผู้ให้กู้)

^{๓๑} Ibid., p.1348.

กับบริษัทมหาชนจำกัด (ผู้กู้) ก็อาจยอมให้บริษัทจ่ายเงินปันผลเป็นจำนวนที่แน่นอน โดยจะต้องรักษา อัตราส่วนระหว่างสินทรัพย์และหนี้สินไว้ตามที่กำหนด หรือให้รักษาอัตราส่วนระหว่างสินทรัพย์ หมุนเวียน (current assets) และหนี้สินหมุนเวียน (current liabilities) ก็ได้ นอกจากนี้อาจมีข้อจำกัดอื่นที่ยอมให้จ่ายเงินปันผลตราบเท่าที่มูลค่าสุทธิขั้นต่ำและยอดคงเหลือเงินสด ขั้นต่ำยังคงรักษาไว้ตามที่กำหนด ส่วนสัญญากู้ในกรณีบริษัทเอกชนจำกัด (closely held corporation) อาจกำหนดห้ามมิให้จ่ายเงินปันผลทั้งหมดก็ได้ และข้อจำกัดการจ่ายเงินปันผลที่ มักใช้อยู่ในสัญญากู้เงินระยะยาว (long-term loan agreements) จะกำหนดเป็นคำรับรอง ในทางปฏิเสธ (negative covenants) เนื่องจากบริษัทผู้กู้สัญญาว่าจะไม่ทำการใด ๆ ใน ขณะที่อยู่ในอายุของสัญญาการเงิน เช่น บริษัทผู้กู้ตกลงว่าจะไม่จ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น เว้นแต่ จำนวนที่จ่ายเงินปันผลนั้นจะน้อยกว่ากำไรสะสมภายหลังวันที่เริ่มต้นของปีการเงินซึ่งเป็นหนี้ บวก ด้วยระยะเวลาการออกหุ้นใหม่ (proceeds of new stock issues) เป็นต้น⁴⁰

กล่าวโดยสรุปได้ว่า แนวความคิดและหลักเกณฑ์ทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจ่าย เงินปันผลของมลรัฐต่าง ๆ ในสหรัฐอเมริกา เริ่มเปลี่ยนแปลงจากเดิมที่มีการออกหุ้นที่มีมูลค่าที่ ตราไว้ (par stock), เงินทุนตามกฎหมาย (legal capital) และการจ่ายเงินปันผลจาก กำไร มิใช่จ่ายจากเงินทุนตามกฎหมาย มาเป็นการออกหุ้นที่ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ (no-par stock), ทุนที่กำหนดขึ้น (stated capital) และการจ่ายเงินปันผลสามารถจ่ายจากส่วนเกินทุน (capital surplus) นอกเหนือไปจากการจ่ายจากส่วนเกินกำไร (earned surplus) ได้ โดยตามแนวทางส่วนใหญ่ที่ใช้กันอยู่ทั่วไปในมลรัฐต่าง ๆ กำหนดไว้ด้วยว่า การจ่ายเงินปันผลจาก กำไรหรือส่วนเกินทุนจะต้องไม่ทำให้ทุนเสียหายด้วย (เว้นแต่กรณีเป็นการจ่ายเงินปันผลจากบริษัท ที่ประกอบกิจการเกี่ยวกับสินทรัพย์สิ้นเปลือง) ทั้งนี้ ทุน หมายความว่าถึง สินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สิน รวมและส่วนเกิน (surplus) ตามกฎส่วนเกินทุน (over-all surplus rule) สำหรับ ส่วนเกินทุนนั้นอาจจะมาจากส่วนล้ามูลค่าหุ้น ส่วนเกินจากการลดทุน และส่วนเกินจากการตีราคา สินทรัพย์ถาวรเพิ่มขึ้นโดยยังมีได้เป็นตัวเงิน ซึ่งสามารถนำไปจ่ายเป็นเงินปันผลได้ ถ้าหากไม่มี ข้อห้ามกำหนดไว้ตามหลักการทดสอบบุคคล หรือกรณีที่กฎหมายอนุญาตให้กระทำได้ตามหลักการ ทดสอบส่วนเกินกำไร

⁴⁰ Ibid.

สำหรับแนวทางของการจ่ายเงินปันผลที่มีนโยบายเสรีมากกว่า ก็คือ การจ่ายเงินปันผลสามารถกระทำได้แม้ว่าทุนของบริษัทจะเสียหายหรือขาดทุนอยู่ ก็ไม่จำเป็นต้องแก้ไขให้หายขาดทุนแต่อย่างใด เช่น ตามหลัก nimble dividends ยอมให้มีการจ่ายเงินปันผลจากกำไรสุทธิ แม้จะมีผลขาดทุนปรากฏอยู่ เป็นต้น หรือตามหลักการจ่ายเงินปันผลสมัยใหม่ที่จะไม่กล่าวถึงหุ้นที่มีมูลค่าที่ตราไว้, ทุนที่กำหนดขึ้นและส่วนเกิน เช่น ตาม Revised Model Business Corporation Act และ ตามหลักแคลิฟอร์เนีย เป็นต้น ซึ่งตามหลักแคลิฟอร์เนียนี้ยอมให้จ่ายเงินปันผลจากกำไรสะสม (retained earnings) หรือในกรณีที่ไม่มีกำไรสะสม ก็ยอมให้จ่ายเงินปันผลได้ ถ้าหากภายหลังการจ่ายเงินปันผลนั้น สินทรัพย์รวมหลังหักค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ตามที่กฎหมายกำหนดแล้วมีจำนวนอย่างน้อยเท่ากับ $1 \frac{1}{4}$ ของหนี้สินรวม (ซึ่งเป็นไปตามหลัก liquidation) และสินทรัพย์หมุนเวียนจะต้องเท่ากับหนี้สินหมุนเวียน (ซึ่งเป็นไปตามหลัก liquidity) โดยไม่ต้องพิจารณาว่าทุนของบริษัทจะเสียหายหรือไม่ แต่มีข้อห้ามมิให้มีการกำหนดจำนวนสินทรัพย์รวมโดยการตีราคาสินทรัพย์ถาวรเพิ่มขึ้นโดยยังมีได้เป็นส่วนตัว ส่วนตาม Revised Model Business Corporation Act การจ่ายเงินปันผลจะต้องเป็นไปตามหลักความไม่สามารถชำระหนี้ (equity insolvency) กล่าวคือ เมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผลแล้ว บริษัทยังต้องสามารถชำระหนี้ได้ถึงกำหนดได้ ทั้งนี้เป็นไปตามหลักสภาพคล่อง (liquidity) หรือกระแสเงินสด (cash flow) และภายหลังการจ่ายเงินปันผลนั้น สินทรัพย์รวมจะต้องเท่ากับหนี้สินรวมบวกด้วยสิทธิที่จะได้รับคืนทุนของหุ้นบุริมสิทธิ ทั้งนี้เป็นไปตามหลักการทดสอบงบดุล (balance sheet test) หรือหลัก liquidation ในทำนองเดียวกับหลักแคลิฟอร์เนียด้วย

นอกจากนี้ข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐต่าง ๆ ยังให้ความคุ้มครองผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิที่จะได้รับคืนทุน โดยเมื่อการจ่ายเงินปันผลแล้ว สินทรัพย์สุทธิจะต้องไม่น้อยกว่าผลรวมของมูลค่าหุ้นบุริมสิทธิ ซึ่งอาจรวมเงินปันผลสะสมด้วย และให้ความคุ้มครองเจ้าหน้าที่ตามหลัก insolvency ซึ่งจะพิจารณาจากหลักความไม่สามารถชำระหนี้ (equity insolvency) กับหลักความมีหนี้สินล้มพันตัว (bankruptcy insolvency) หรือมีหนี้สินมากกว่ามูลค่าสินทรัพย์ ซึ่งจะมีผลทำให้บริษัทไม่อาจจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ถ้าฝ่าฝืนข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิหรือเจ้าหน้าที่ดังกล่าว

ส่วนข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลประการสุดท้ายจะเป็นข้อจำกัดที่ไม่เป็นกฎหมาย ซึ่งอาจจะเกิดขึ้นจากผู้ถือหุ้น ตลาดหลักทรัพย์ และเจ้าหน้าที่ ทั้งนี้เนื่องจากข้อจำกัดที่เป็นกฎหมาย

อาจให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าหนี้ได้ไม่สมบูรณ์เท่าที่ควร จึงมีความจำเป็นต้องตกลงหรือกำหนดไว้เป็นข้อสัญญาหรือระเบียบระหว่างกันเพิ่มเติมไปจากที่กฎหมายกำหนดไว้

1.3 ประเทศญี่ปุ่น

ประมวลกฎหมายพาณิชย์ของญี่ปุ่น ค.ศ. 1899 โดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวกับกฎหมายบริษัท เดิมได้รับอิทธิพลจากกฎหมายเยอรมัน แต่ต่อมาประมาณปี ค.ศ. 1950 ได้รับหลักกฎหมายบริษัทของสหรัฐอเมริกาเข้ามาใช้ผสมด้วย เช่น หุ้นชนิดไม่ระบุมูลค่าหุ้น เป็นต้น

สำหรับในส่วนที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทนั้น กฎหมายบริษัทของญี่ปุ่นก็ยังคงถือหลักการดำรงรักษาทุนของบริษัทไว้อยู่และนำหลักการทดสอบงบดุลหรือสินทรัพย์สุทธิที่ใช้สำหรับการจ่ายเงินปันผลของกฎหมายบริษัทในมลรัฐต่าง ๆ ของสหรัฐอเมริกามาใช้ด้วย ดังจะได้กล่าวโดยละเอียดต่อไป อย่างไรก็ตาม ตามประมวลกฎหมายของญี่ปุ่นก็ยังคงหลักเรื่องเงินสำรองไว้เช่นเดิมด้วย

1.3.1 เงินสำรอง

เงินสำรอง (reserves) เป็นเงินทุน (funds) ที่กำหนดขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงเพื่อเป็นหลักประกันแก่เจ้าหนี้ นอกเหนือไปจากทุน เงินสำรองจะปรากฏอยู่ทางด้านขวาของงบดุลและไม่ได้ถือว่าเป็นสินทรัพย์สุทธิในการคำนวณกำไรของบริษัท⁴¹ ซึ่งเงินสำรองจะมีอยู่ 2 ประเภทดังนี้

1.3.1.1 เงินสำรองตามกฎหมาย

เงินสำรองตามกฎหมาย (statutory reserves) หมายความว่า จำนวนเงินที่กฎหมายกำหนดให้ต้องมี ซึ่งแบ่งออกได้อีกเป็น 2 ประเภท คือ

(1) เงินสำรองกำไร

เงินสำรองกำไร (earned surplus reserve) หมายความว่า เงินสำรองที่จัดสรรจากกำไรที่บริษัทได้จากกิจการในรอบระยะเวลาบัญชี โดยบริษัทจะต้องจัดสรรโดยกำหนดไว้อย่างน้อย 1 ใน 10 ของจำนวนเงินปันผลที่จ่ายในแต่ละครั้ง ทั้งนี้

⁴¹Zentaro Kitagawa, Doing Business in Japan, Vol.4 (New York : Matthew Bender, 1989), p.VII 1-63.

จนกว่าเงินสำรองนี้จะมีถึง 1 ใน 4 ของทุนที่กำหนดขึ้น (stated capital) เงินสำรองกำไรนี้อาจกำหนดขึ้นเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลประจำปีหรือเงินปันผลระหว่างกาล (ถ้ามี) ด้วย*

(2) เงินสำรองส่วนเกินทุน

เงินสำรองส่วนเกินทุน (capital surplus reserve) หมายความว่า เงินสำรองที่จัดสรรจากเงินอื่นที่มีใช้กำไรอันได้แก่**

(ก) จำนวนเงินค่าหุ้นที่มีได้ออนไปเป็นทุนที่กำหนดขึ้น

(ข) จำนวนเงินที่เกิดจากการลดทุนที่เกินกว่า

จำนวนที่จำเป็นต้องใช้สำหรับการไถ่ถอนหุ้น (retirement or refundment of shares) และจำนวนที่ใช้สำหรับการแก้ไขขาดทุน

(ค) ส่วนเกินมูลค่าของทรัพย์สินของบริษัทซึ่งหยุดการประกอบกิจการอันเนื่องมาจากการควบบริษัท (amalgamation) ที่มากกว่าหนี้สินและทุนส่วนที่ต้องคืนให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทนั้นบวกด้วยจำนวนทุนที่เพิ่มขึ้นของบริษัทที่ดำเนินกิจการต่อไปหลังจากการควบบริษัท หรือบวกด้วยจำนวนของทุนที่กำหนดขึ้นของบริษัทที่ตั้งขึ้นโดยการควบบริษัท

อย่างไรก็ตาม มีข้อยกเว้นที่ไม่ถือว่าเป็นเงินสำรองส่วนเกินทุนอยู่ 2 กรณี คือ

- กรณีที่บริษัทออกหุ้นใหม่ โดยการโอนเงินสำรองไปเป็นทุนที่กำหนดขึ้นแล้ว***

- กรณีที่ส่วนเกินมูลค่าของทรัพย์สินของบริษัทที่เกิดจากการควบบริษัทตาม (ค) ข้างต้นมีจำนวนเท่ากับเงินสำรองกำไรและเงินสำรองอื่น (other reserved profits) ของบริษัทนั้น แต่ถือเป็นเงินสำรองกำไรของบริษัทที่ดำเนิน

*The Commercial Code of Japan, No. 167 (1950), No. 82 (1962) and No. 21 (1974), art.288 and No. 21 (1974) and No. 74 (1981), art.293-5.

** Ibid., No. 167 (1950), No. 82 (1962), No. 21 (1974) and No. 74 (1981), art.288-2, para.1.

*** Ibid., para.2.

กิจการต่อไปหรือบริษัทที่ตั้งขึ้นใหม่จากการควบบริษัท*

การนำเงินสำรองตามกฎหมายไปใช้สามารถกระทำ

ได้ 2 กรณีดังนี้

(ก) การนำเงินสำรองตามกฎหมายไปใช้แก้ไข

การขาดทุน มีเงื่อนไขดังนี้

(1) จะต้องไม่เคยนำจำนวนเงินสำรอง

ตามกฎหมายนั้นโอนไปเป็นทุนที่กำหนดขึ้นตามที่บัญญัติไว้ในมาตรา 293-3 วรรค 1**

(2) จะต้องไม่นำเงินสำรองส่วนเกินทุน

ไปใช้แก้ไขการขาดทุน เว้นแต่ยอดขาดทุนนั้นไม่อาจแก้ไขให้หมดไปโดยเงินสำรองกำไรได้***

(ข) การโอนเงินสำรองไปเป็นทุนที่กำหนดขึ้น

ตามมติของคณะกรรมการ⁺ ซึ่งรวมทั้งการโอนเงินสำรองไปเป็นทุนแล้วออกหุ้นใหม่ด้วย**

1.3.1.2 เงินสำรองตามความสมัครใจ

เงินสำรองตามความสมัครใจ (voluntary reserves)

หมายความถึง เงินสำรองที่บริษัทได้สะสมไว้ตามข้อบังคับหรือตามมติที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น โดยได้
กันส่วนไว้จากกำไรของบริษัท เงินสำรองนี้อาจถูกตั้งขึ้นโดยปราศจากวัตถุประสงค์ที่เฉพาะเจาะจง
หรือมีวัตถุประสงค์ที่เฉพาะเจาะจงก็ได้ เช่น เงินสำรองเพื่อขยายกิจการ, เงินสำรองไถ่ถอนหุ้น
หรือหุ้นกู้ เป็นต้น การยกเลิก, การเพิ่มหรือการนำไปใช้ซึ่งเงินสำรองนี้สามารถกระทำได้ตาม
ข้อบังคับหรือมติที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้นของบริษัท⁴²

1.3.2 เงินปันผล

การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจำกัดตามที่บัญญัติไว้ในประมวลกฎหมาย

* Ibid., para.3.

** Ibid., No. 82 (1962), art.289, para.1.

*** Ibid., para.2.

⁺ Ibid., No. 167 (1950) and No. 74 (1981), art.293-3, para.1.

⁺⁺ Ibid., para.2.

⁴² Zentarō Kitagawa, Doing Business In Japan, Vol.4, p.VII 1-64.

พาณิชย์ของญี่ปุ่น แยกพิจารณาได้เป็น 3 กรณี ดังนี้

1.3.2.1 เงินปันผลประจำปี

การจ่ายเงินปันผลประจำปีของบริษัทสามารถกระทำได้โดยมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น โดยจำนวนเงินปันผลที่จะจ่ายขึ้นอยู่กับการนำจำนวนดังกล่าวต่อไปนี้ไปหักออกจากสินทรัพย์สุทธิในงบดุล ถ้าผลลัพธ์ที่ได้เป็นบวก จำนวนนั้นก็คือกำไรสำหรับจ่ายเป็นเงินปันผลได้ คือ*

(1) จำนวนทุนที่กำหนดขึ้น (stated capital)

หมายความถึง ผลรวมของราคาหุ้นที่ออกจำหน่ายทั้งหมด

(2) จำนวนรวมของเงินสำรองส่วนเกินทุน (capital surplus reserve) และเงินสำรองกำไร (earned surplus reserve)

(3) จำนวนเงินสำรองกำไรซึ่งจำเป็นต้องสะสมไว้ในรอบระยะเวลาบัญชี

(4) ถ้าผลรวมของจำนวนสินทรัพย์ในงบดุลตามมาตรา 286-2** และ 286-3*** เกินกว่าผลรวมของเงินสำรองส่วนเกิน (surplus reserves) ตาม (2) และ (3) ข้างต้น

*The Commercial Code of Japan, art.288-2, para.1.

**มาตรา 286-2 จำนวนเงินที่จ่ายสำหรับการจัดเตรียมเริ่มต้นประกอบกิจการจะถูกหักออกจากสินทรัพย์ในงบดุล ในกรณีนี้จำนวนดังกล่าวจะต้องถูกหักโดยเฉลี่ยหรือจำนวนมากกว่าในแต่ละระยะเวลาบัญชีภายในระยะเวลา 5 ปีหลังจากมีการจ่ายเงินนั้นไป.

***มาตรา 286-3 จำนวนที่จ่ายสำหรับวัตถุประสงค์ดังกล่าวต่อไปจะถูกหักออกจากสินทรัพย์ในงบดุลโดยเฉลี่ยหรือจำนวนมากกว่าในแต่ละระยะเวลาบัญชีภายในระยะเวลา 5 ปีหลังจากมีการจ่ายเงินนั้นไป ดังนี้คือ

- (1) ค่าใช้จ่ายในการวิจัยสินค้าใหม่หรือเทคนิคใหม่
- (2) ค่าใช้จ่ายในการรับเอาเทคนิคหรือระบบจัดการใหม่
- (3) ค่าใช้จ่ายในการหาแหล่งทรัพยากร (exploitation of resources)
- (4) ค่าใช้จ่ายในการพัฒนาตลาด

ฉะนั้น ถ้าหากสินทรัพย์สุทธิมีจำนวนต่ำกว่าผลรวมของทุนที่กำหนดขึ้นและเงินสำรองตามกฎหมาย บริษัทนั้นก็จะอยู่ในฐานะขาดทุน ซึ่งจะทำให้บริษัทไม่อาจจ่ายเงินปันผลได้จนกว่าผลขาดทุนจะถูกแก้ไขให้หายไปโดยการโอนเงินสำรองตามกฎหมายเข้าชดเชย แต่อย่างไรก็ดี ตามประมวลกฎหมายพาณิชย์ญี่ปุ่น ได้มีบทบัญญัติพิเศษที่เกี่ยวกับการจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือหุ้นในระหว่างเวลาที่บริษัทเพิ่งเริ่มจัดตั้งบริษัทและยังไม่มีรายได้หรือผลกำไร ทั้งนี้เพื่อเป็นการจูงใจและมีให้ทำให้ผู้ถือหุ้นเกิดความท้อแท้หรือเบื่อหน่ายในการลงทุนโดยการถือหุ้นในบริษัท โดยมีข้อจำกัดว่าบริษัทอาจจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ไม่เกินร้อยละ 5 ของราคาหุ้นที่ออกจำหน่ายในระหว่างเวลาภายใน 2 ปีหรือมากกว่านั้น แต่จะต้องระบุไว้ชัดเจนในข้อบังคับซึ่งจะต้องได้รับความยินยอมจากศาลก่อนด้วย* ทั้งนี้มีข้อสังเกตว่า แม้จะเรียกว่าดอกเบี้ยแต่ก็ไม่ใช่ดอกเบี้ยตามความหมายของกฎหมาย สำหรับส่วนดอกเบี้ยที่จ่ายออกไปจะไปลดสินทรัพย์ในงบดุล⁴³

1.3.2.2 เงินปันผลระหว่างกาล

บริษัทในญี่ปุ่นส่วนใหญ่มักจะคุ้นเคยกับการมีรอบระยะเวลาบัญชี 2 ครั้งในปีปฏิทินแต่ละปี อย่างไรก็ตามในการแก้ไขประมวลกฎหมายพาณิชย์ในปี ค.ศ. 1974 ก็คาดหวังว่าจำนวนบริษัทที่จะใช้รอบระยะเวลาบัญชีหนึ่งปีจะเพิ่มมากขึ้น ซึ่งอาจจะทำให้ผู้ถือหุ้นที่เคยได้รับเงินปันผลปีละ 2 ครั้ง ไม่พอใจกับการเปลี่ยนแปลงครั้งนี้ก็ได้ ดังนั้นกฎหมายจึงได้ให้อำนาจบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล (interim dividends) ได้เพื่อแก้ไขปัญหาก็อาจจะเกิดขึ้นดังกล่าว⁴⁴

บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชี 1 ปี มีอำนาจประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลได้โดยต้องกำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัท (ซึ่งการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลอาจกระทำโดยมติของคณะกรรมการ) ถึงวันที่ที่แน่นอนเพียง 1 วันต่อหนึ่งปี**

*The Commercial Code of Japan, No. 167 (1950), art.291.

⁴³Zentaro Kitagawa, Doing Business in Japan, Vol.4, pp.VII 1-67-VII-1-68.

⁴⁴Ibid., p.VII. 1-68.

**The Commercial Code of Japan, No. 21 (1974) and No. 74 (1981), art.293-5, para.1.

สำหรับกำไรที่จะนำมาจ่ายเป็นเงินปันผลได้นั้นจะพิจารณาจากการนำจำนวนดังกล่าวต่อไปนี้ หักออกจากสินทรัพย์สุทธิในงบดุลล่าสุด (last balance sheet) ถ้าหากผลลัพธ์ที่ได้เป็นบวก จำนวนนั้นก็คือกำไรที่บริษัทอาจนำไปจ่ายเป็นเงินปันผลระหว่างกาลได้คือ*

- (1) ผลรวมของทุนและเงินสำรองในระยะเวลาบัญชีล่าสุด
- (2) ผลรวมของเงินสำรองกำไรที่สะสมในการประชุมใหญ่สามัญผู้ถือหุ้นที่เกี่ยวข้องกับระยะเวลาบัญชีล่าสุดและเงินสำรองกำไรจะต้องสะสมไว้ในเวลาจำหน่าย
- (3) ผลรวมของจำนวนเงินที่นำเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของสินทรัพย์ในงบดุลของระยะเวลาบัญชีล่าสุดตามมาตรา 286-2 และ 286-3 เฉพาะส่วนซึ่งเกินกว่าผลรวมของเงินสำรองตาม (1) และ (2)
- (4) จำนวนเงินที่มีมติโดยที่ประชุมใหญ่สามัญผู้ถือหุ้นอันเกี่ยวกับระยะเวลาบัญชีล่าสุดที่จ่ายกำไร

อย่างไรก็ตาม กรรมการไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ถ้าจะเป็นผลทำให้สินทรัพย์สุทธิในงบดุลน้อยกว่าผลรวมของจำนวนเงินในกรณีจ่ายเงินปันผลประจำปีในตอนสิ้นปีธุรกิจ**

1.3.2.3 หุ้นปันผล

ดังได้กล่าวมาแล้วในบทที่ 1 ว่า หุ้นปันผล (stock dividend) ก็คือ เงินปันผลประเภทหนึ่งที่บริษัทได้ประกาศจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นแทนการจ่ายเป็นเงินสดปันผล และตามประมวลกฎหมายพาณิชย์ญี่ปุ่นก็ถือว่าการจ่ายหุ้นปันผลเป็นการจำหน่ายกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นเช่นเดียวกัน ฉะนั้นแหล่งที่มาของกำไรที่จะนำมาจ่ายเป็นหุ้นปันผลจึงเป็นไปตามหลักการเดียวกับที่ได้กล่าวไว้ในการจ่ายเงินปันผลประจำปี

นอกจากนี้ตามประมวลกฎหมายพาณิชย์ญี่ปุ่นกำหนดว่า การจ่ายหุ้นปันผลสามารถกระทำได้ โดยมติพิเศษของที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้ออกหุ้นใหม่พร้อมกับการจ่าย

*Ibid., para.3.

**Ibid., para.4.

เงินสดปันผล หรือจะจ่ายหุ้นปันผลทั้งหมดโดยไม่จ่ายเป็นเงินสดปันผลเลยก็ได้ ทั้งนี้โดยมีข้อจำกัด และเงื่อนไขตามกฎหมายดังนี้

(1) ในกรณีที่บริษัทจ่ายหุ้นปันผลชนิดที่มีมูลค่าที่ตราไว้ มูลค่าของหุ้นปันผลจะเท่ากับมูลค่าที่ระบุไว้ในใบหุ้น (face value) และถ้าหากหุ้นปันผลเป็นหุ้นที่ไม่ระบุมูลค่าที่ตราไว้ในใบหุ้น มูลค่าของหุ้นปันผลจะเท่ากับราคาที่ออกหุ้นตามมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้น^{*}

(2) ในกรณีที่จำนวนกำไรที่จะนำมาจ่ายเป็นหุ้นปันผลมีเศษส่วนซึ่งน้อยกว่ามูลค่าที่ตราไว้ในใบหุ้นหรือมูลค่าที่ออกหุ้นปันผล ซึ่งตามปกติหุ้นปันผลที่ออกใหม่จะต้องเป็นไปตามสัดส่วนการถือหุ้นเดิม ฉะนั้นจึงต้องมีการขายหุ้นปันผลนั้น โดยการทอดตลาดอย่างเป็นทางการ (official auction) และจำนวนเงินที่ได้จากการขายจะต้องส่งให้แก่ผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิจะได้หุ้นปันผลที่มีเศษส่วน^{**} หรือบริษัทอาจขายหุ้นปันผลนั้นถ้าหากเป็นหุ้นที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ตามราคาที่เราเสนอซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์และอาจขายหุ้นปันผลที่มีได้อยู่ในตลาดหลักทรัพย์โดยใช้วิธีอื่นนอกจากการขายทอดตลาดหลังจากได้รับอนุญาตจากศาลแล้ว^{***}

(3) มูลค่าของหุ้นปันผลที่ออกทั้งหมดจะต้องโอนไปเข้าบัญชีทุนที่กำหนดขึ้น⁺

(4) ผู้ถือหุ้นที่ได้รับหุ้นปันผลจะเป็นผู้ถือหุ้นปันผลในวันที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีมติให้จ่ายหุ้นปันผล⁺⁺

(5) เมื่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้มีมติให้จ่ายหุ้นปันผลแล้ว กรรมการจะต้องแจ้งให้ผู้ถือหุ้นที่ได้รับหุ้นปันผลและผู้รับจำนำ (pledgees) ที่ได้ลงทะเบียนเป็นผู้ถือหุ้นไว้ให้ทราบโดยมิชักช้า ไม่ว่าหุ้นปันผลจะมีมูลค่าที่ตราไว้หรือไม่ก็ตาม และไม่ว่าจะเป็นลำดับชั้นและจำนวนเท่าใด และในกรณีที่มีการออกเป็นใบหุ้นไม่ระบุชื่อด้วย ทั้งนี้บริษัทจะต้องประกาศลงใน

^{*} Ibid., No. 167 (1950), No. 21 (1974) and No. 74 (1981), art.293-2, para.2.

^{**} Ibid., para.3.

^{***} Ibid., para.4.

⁺ Ibid., para.5.

⁺⁺ Ibid., para.6.

ราชกิจจานุเบกษา (Official Gazette) และโฆษณาในหนังสือพิมพ์ โดยระบุมติดังกล่าวไว้ด้วย
 เว้นแต่กรณีที่เป็นการจำหน่ายหุ้นปันผลโดยการขายทอดตลาดก็ไม่จำเป็นต้องมีการแจ้งให้ผู้ถือหุ้น
 ทราบ* อย่างไรก็ตาม ถ้าหากมีการออกหุ้นไม่เต็มล็อต (broken lot) กรรมการจะต้องโฆษณา
 มติของคณะกรรมการดังกล่าวโดยมีชักช้า เว้นแต่ว่าข้อบังคับของบริษัทจะไม่กำหนดให้บริษัทจ่าย
 เงินปันผลจากกำไรให้แก่ผู้ซึ่งมีหุ้นไม่เต็มล็อต**

2. ผู้มีอำนาจประกาศจ่ายเงินปันผล

โดยปกติการกระทำของบริษัทจะแสดงออกโดยผ่าน 2 องค์กร ได้แก่ ที่ประชุมผู้ถือหุ้น
 และคณะกรรมการของบริษัทที่ตั้งขึ้น โดยที่ประชุมผู้ถือหุ้น ทั้งนี้เพื่อให้คณะกรรมการเป็นผู้มีอำนาจ
 และหน้าที่ในการจัดการบริษัทแทน แต่ในทางปฏิบัติคณะกรรมการก็อาจมิได้จัดการบริษัทเองทั้งหมด
 โดยตรง กล่าวคือ คณะกรรมการจะตั้งผู้จัดการที่มีประสบการณ์ (professional managers)
 ให้มีอำนาจจัดการบริษัทแทน ส่วนคณะกรรมการจะทำหน้าที่เพียงเป็นผู้ดูแล (supervisory)
 เท่านั้น⁴⁵

แต่สำหรับองค์กรที่มีอำนาจอนุมัติให้บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลต่าง ๆ ได้นั้น ตาม
 หลักกฎหมายบริษัท โดยทั่วไปก็คือ ที่ประชุมผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการของบริษัทเท่านั้น ซึ่งอาจแยก
 พิจารณารายละเอียดตามกฎหมายของประเทศที่สำคัญได้ดังนี้

2.1 ประเทศอังกฤษ

ตามกฎหมายบริษัทของอังกฤษ ค.ศ.1985 ไม่ได้บัญญัติให้องค์กรใดในบริษัทมี
 อำนาจประกาศจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น ฉะนั้นการประกาศจ่ายเงินปันผลจึงไม่จำเป็นต้องกระทำ
 โดยมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับข้อบังคับซึ่งอาจกำหนดให้เป็นอำนาจของคณะกรรมการก็ได้
 หรือถ้าบริษัทรับเอาแบบตัวอย่างข้อบังคับ Tables A to F ตามที่กำหนดไว้ใน The Companies
 (Tables A to F) Regulations 1985 ที่ประกาศใช้โดยอาศัยอำนาจตามมาตรา 454 (2)
 ของ Companies Act 1984 และมาตรา 3, 8 ของ Companies Act 1985 มาใช้ โดย

* Ibid., para.7.

** Ibid., para.8.

⁴⁵ John H. Farrar, Company Law, p.296.

การขอตัดเฉพาะ Tables A เรื่องข้อบังคับเกี่ยวกับการจัดการบริษัทจำกัด (Regulations for Management of a Company Limited by Shares) ออกทั้งหมด ก็จะทำให้ข้อบังคับไม่ระบุถึงการประกาศจ่ายเงินปันผลได้เลย หรืออาจขอตัดเฉพาะส่วนที่เกี่ยวข้องกับการประกาศจ่ายเงินปันผลตั้งแต่ข้อที่ 102-108 ออกก็ได้ คณะกรรมการก็จะมีสิทธิประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีหรือระหว่างกาลได้เอง⁴⁶ ในลักษณะเช่นนี้แสดงว่าความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นเป็นความผูกพันทางสัญญา ซึ่งก็คือข้อบังคับของบริษัทนั่นเอง⁴⁷

อย่างไรก็ตาม การที่บริษัทไม่ได้ระบุข้อบังคับเกี่ยวกับการประกาศจ่ายเงินปันผลไว้เลยนั้น ไม่ถือว่าเป็นกรณีปกติ ทั้งนี้เพราะโดยปกติข้อบังคับของบริษัทจะระบุการประกาศจ่ายเงินปันผลไว้ และมักกำหนดให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีอำนาจประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีได้⁴⁸ โดยใช้ข้อที่ 102 ที่ว่า "ภายใต้กฎหมาย ที่ประชุมผู้ถือหุ้นโดยมติสามัญ (ordinary resolution) มีอำนาจประกาศจ่ายเงินปันผลตามสิทธิของผู้ถือหุ้น แต่ทั้งนี้จำนวนเงินปันผลต้องไม่เกินกว่าที่คณะกรรมการแนะนำ" ส่วนคณะกรรมการมีอำนาจประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลได้ตามข้อที่ 103 ที่ว่า "ภายใต้กฎหมาย คณะกรรมการมีอำนาจประกาศจ่ายเงินปันผลถ้าปรากฏว่ามีกำไรสำหรับการจำหน่ายเพียงพอ"

มีข้อควรสังเกตว่า ข้อบังคับข้อที่ 102 กำหนดมิให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นประกาศจ่ายเงินปันผลสูงกว่าที่คณะกรรมการแนะนำ* ซึ่งถ้าหากที่ประชุมผู้ถือหุ้นต้องการประกาศจ่ายเงินปันผลสูงกว่า ก็อาจดำเนินการถอดถอนคณะกรรมการโดยอาศัยอำนาจตามมาตรา 303 หรือแก้ไขเปลี่ยนแปลงข้อบังคับดังกล่าวโดยตัดข้อความที่ระบุจำกัดอำนาจที่ประชุมผู้ถือหุ้นมิให้ประกาศจ่ายเงินปันผลเกินกว่าที่คณะกรรมการแนะนำออก ซึ่งในกรณีนี้ปกติจะไม่กระทำ ทั้งนี้เนื่องจากจะทำให้คณะกรรมการลาออกหรือขัดแย้งกับผู้ถือหุ้นก็ได้⁴⁹ นอกจากนี้ในกรณีที่คณะกรรมการมีอำนาจประกาศ

⁴⁶ Clive M. Schmitthoff, Palmer's Company Law, p.1098.

⁴⁷ John H. Farrar, Company Law, p.296.

⁴⁸ Clive M. Schmitthoff, Palmer's Company Law, p.1098.

*Gower กล่าวว่า แม้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นจะมีอำนาจในการควบคุมบริษัทตามกฎหมายก็ตาม แต่ความจริงการควบคุมการจ่ายเงินปันผลเป็นอำนาจของคณะกรรมการ โดยผู้ถือหุ้นไม่อาจเกี่ยวข้องในการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินปันผลประจำปีนั้น ผู้ถือหุ้นมีสิทธิควบคุมในลักษณะปฏิเสธเท่านั้น กล่าวคือ มีสิทธิลงมติให้ลดจำนวนเงินปันผล แต่จะประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นไม่ได้ (จาก L.C.B. Gower, The Principle of Modern Company Law, p.408.)

⁴⁹ Clive M. Schmitthoff, Palmer's Company Law, p.1098.

จ่ายเงินปันผลระหว่างกาลแล้ว ที่ประชุมผู้ถือหุ้นก็ห้ามอำนาจประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลได้ ถ้าหากกระทำไปจะมีผลเป็นโมฆะ (void) เว้นแต่ข้อบังคับจะระบุให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีอำนาจดังกล่าว⁵⁰

ส่วนการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล โดยปกติก่อนประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล คณะกรรมการจะต้องพอใจในสถานะการเงินของบริษัท แต่ Lord Alvorstone C.J. ให้ข้อสังเกตไว้ในคดี *Lucas v Fitzgerald* (1903) 20 TLR 16 ว่า "การประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลขึ้นอยู่กับประมาทและความคิดเห็นมากกว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปี ซึ่งต้องขึ้นอยู่กับข้อมูล (information) ที่ระบุในงบดุล" อย่างไรก็ตาม การประกาศจ่ายเงินปันผลไม่ได้เป็นเงื่อนไขที่ต้องขึ้นอยู่กับการประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีโดยที่ประชุมผู้ถือหุ้นประจำปี⁵¹ ส่วนกรณีที่คณะกรรมการจะแนะนำเงินปันผลประจำปีให้แก่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นนั้น คณะกรรมการควรจัดการเกี่ยวกับข้อมูลและรายละเอียดของสินทรัพย์และการลงทุนของบริษัทให้เรียบร้อยเสียก่อน โดยไม่ควรเชื่อมูลค่าตามความเห็นของผู้สอบบัญชีเท่านั้น⁵²

อย่างไรก็ตาม องค์การที่มีอำนาจจ่ายเงินปันผลของบริษัทย่อมมีอำนาจเต็มที่ในการพิจารณาว่าจะประกาศจ่ายเงินปันผลหรือไม่ ทั้งนี้การประกาศจ่ายเงินปันผลจะต้องขึ้นอยู่กับข้อบังคับ ฉะนั้นถ้าหากบริษัทไม่ประกาศจ่ายเงินปันผลโดยไม่ขัดต่อข้อบังคับ ผู้ถือหุ้นก็อาจบังคับหรือฟ้องร้องให้บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลได้ เว้นแต่ว่าบริษัทจะได้ประกาศจ่ายเงินปันผลแล้ว ก็จะทำให้บริษัทเป็นหนี้แก่ผู้ถือหุ้น⁵³ กล่าวคือ เมื่อบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีให้แก่ผู้ถือหุ้นแล้ว บริษัทก็ต้องจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยไม่อาจที่จะยกเลิกหรือเพิกถอนหรือลดจำนวนเงินปันผลได้อีก เว้นแต่เป็นการประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลซึ่งบริษัทอาจยกเลิกหรือเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลในเวลาใด ๆ ก่อนจ่ายเงินปันผลก็ได้⁵⁴ นอกจากนี้ ถ้าหากบริษัทยังมีเงินปันผลที่ประกาศแล้ว แต่ยังมีได้จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นอยู่ในขณะเลิกบริษัท จำนวนเงินปันผลดังกล่าวไม่ถือว่าเป็นหนี้ของบริษัท ฉะนั้นผู้ถือหุ้นจึงมีสิทธิน้อยกว่าเจ้าหนี้⁵⁵

⁵⁰ Robert R. Pennington, *Company Law*, p.464.

⁵¹ Clive M. Schmitthoff, *Palmer's Company Law*, p.1099.

⁵² Geoffrey Morse, *Charlesworth & Morse Company Law*, p.640.

⁵³ Ibid.

⁵⁴ Robert R. Pennington, *Palmer's Company Law*, p.464.

⁵⁵ Insolvency Act 1986, sec.74 (2) (f).

สำหรับระยะเวลาการฟ้องร้องเรียกเงินปันผลจากบริษัทจะต้องกระทำภายใน เวลา 6 ปี นับตั้งแต่วันที่ได้มีการประกาศจ่ายเงินปันผล* มิฉะนั้นบริษัทอาจใช้สิทธิริบเงินปันผลดังกล่าวได้ ถ้าหากข้อบังคับให้อำนาจไว้เช่นนั้น แต่ทั้งนี้ระยะเวลาที่บริษัทอาจริบเงินปันผลที่ค้างจ่ายโดยผู้ถือหุ้นมิได้ใช้สิทธิเรียกร้องนั้นอาจน้อยกว่าระยะเวลาที่กฎหมายกำหนดก็ได้

2.2 ประเทศสหรัฐอเมริกา

ตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐต่าง ๆ ในสหรัฐอเมริกา จะบัญญัติให้คณะกรรมการของบริษัทมีอำนาจประกาศจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยคณะกรรมการจะต้องกระทำหน้าที่ดังกล่าวเอง ไม่อาจมอบหมายหน้าที่ให้บุคคลอื่นใดกระทำการแทนได้ อย่างไรก็ตามในกรณีที่บริษัทจะประกาศจ่ายหุ้นปันผลซึ่งจะมีทำให้หุ้นเพิ่มจำนวนมากขึ้นนั้น ก็อาจจะต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือหุ้นก่อนด้วย⁵⁵

โดยปกติ การจ่ายเงินปันผลจะขึ้นอยู่กับดุลพินิจของคณะกรรมการ ศาลจะไม่เข้าไปยุ่งเกี่ยว เว้นแต่กรณีเกิดฉ้อฉล (fraud) หรือปราศจากเหตุผล (arbitrary) ส่วนผู้ถือหุ้นก็ไม่มีอำนาจที่จะควบคุมการใช้ดุลพินิจของคณะกรรมการได้ ทั้งนี้เพราะคณะกรรมการมีอำนาจเด็ดขาดที่จะตัดสินใจประกาศจ่ายเงินปันผลหรือไม่ เพียงใด ตราบเท่าที่การใช้ดุลพินิจของคณะกรรมการจะเป็นไปด้วยความซื่อสัตย์ และมีได้ฝ่าฝืนกฎหมายหรือข้อบังคับ ตลอดจนไม่ทำให้เจ้าหนี้ได้รับความเสียหาย

ฉะนั้น ถ้าตราบใดคณะกรรมการยังมีได้ประกาศจ่ายเงินปันผล ผู้ถือหุ้นก็มิอาจจะใช้สิทธิบังคับให้บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลได้ เว้นแต่จะเกิดกรณีตามที่กล่าวข้างต้นหรือเป็นกรณีที่ผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างมากกระทำการใด ๆ ที่เกี่ยวกับการประกาศจ่ายเงินปันผลอันเป็นการทำให้ผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยเสียหายหรือเสียหายน ผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยอาจบังคับให้ผู้ถือหุ้นที่ได้รับเงินปันผลจำนวนที่จำหน่ายโดยไม่ถูกต้องหรือจำนวนที่คณะกรรมการของบริษัทจ่ายโดยละเมิดหรือฝ่าฝืนหน้าที่ของกรรมการที่ต้องปฏิบัติโดยสุจริต (violation of fiduciary duties) หรืออาจบังคับให้มีการประกาศจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นทั้งหมดก็ได้ เช่น ในคดี Dodge v Ford Motor Co. 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1919) ซึ่งถือว่าเป็นคดีแรกที่ผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างน้อยชนะคดีในการบังคับให้บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผล เป็นต้น

*Limitation Act 1980, sec.5.

⁵⁵ American Jurisprudence, vol.18 B, p.121.

อย่างไรก็ตาม การประกาศจ่ายเงินปันผลตามดุลพินิจของคณะกรรมการจะต้องอยู่ภายใต้การตัดสินใจของธุรกิจที่ค่อนข้างกว้าง แต่ทั้งนี้จะต้องไม่ใช่ดุลพินิจไปในทางที่ฉ้อฉล (fraud) หรือไม่สุจริต (bad faith) หรือใช้อำนาจไปในทางที่ผิด (abuse of power) นอกเหนือไปจากการที่ต้องจ่ายเงินปันผลจากแหล่งที่มาและข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลให้เป็นไปโดยถูกต้องตามกฎหมาย

การประกาศจ่ายเงินปันผลโดยคณะกรรมการจะมีผลทำให้ผู้ถือหุ้นกลายเป็นเจ้าหนี้บริษัทในจำนวนเงินปันผลที่ประกาศจ่ายนั้น เช่นเดียวกับกฎหมายบริษัทของอังกฤษ แต่มีข้อแตกต่างกันอยู่ก็คือ ตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐต่าง ๆ ในสหรัฐอเมริกา เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลแล้วก็จะยกเลิกหรือเพิกถอนไม่ได้ เว้นแต่กรณีที่บริษัทได้ประกาศจ่ายหุ้นปันผลหรือประกาศจ่าย scrip dividends ไปแล้ว ก็อาจพิจารณายกเลิกเมื่อใดก็ได้ แต่ทั้งนี้จะต้องกระทำก่อนมีการออกหุ้นปันผล หรือออก scrip dividends ให้แก่ผู้ถือหุ้น⁵⁶ ทั้งนี้โดยไม่ได้คำนึงว่าจะเป็น การประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีหรือเงินปันผลระหว่างกาล อย่างกรณีกฎหมายบริษัทของอังกฤษ แต่อย่างใด ฉะนั้นเมื่อคณะกรรมการของบริษัทได้ประกาศจ่ายเงินปันผลโดยถูกต้องตามกฎหมาย และข้อบังคับแล้ว เจ้าหนี้หรือผู้ถือหุ้นก็หาอาจที่จะเปลี่ยนแปลงจำนวนเงินปันผลหรือยกเลิกการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นได้

สำหรับระยะเวลาการใช้สิทธิเรียกร้องเงินปันผลจากบริษัทนั้น ตาม Uniform Disposition of Unclaimed Property Act (Revised) กำหนดว่า จะต้องกระทำภายในเวลา 7 ปี นับแต่วันที่ได้มีการจ่ายเงินปันผล มิฉะนั้นผู้ถือหุ้นย่อมสิ้นสิทธิเรียกร้องเงินปันผลจำนวนนั้นอีกต่อไป*

2.3 ประเทศญี่ปุ่น

ตามประมวลกฎหมายพาณิชย์ญี่ปุ่น ได้กำหนดองค์กรที่มีอำนาจอนุมัติประกาศจ่ายเงินปันผลไว้ 2 องค์กร ดังนี้

⁵⁶ Ibid., pp.141-143.

* Ibid., p.147.

2.3.1 ที่ประชุมผู้ถือหุ้น

ที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีอำนาจอนุมัติประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีและหุ้นปันผล^{*} ทั้งนี้ภายใต้คำแนะนำของคณะกรรมการ แต่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีสิทธิปฏิเสธมติของคณะกรรมการที่ให้ประกาศจ่ายเงินปันผลได้ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีชื่ออยู่ในทะเบียนที่จะมีสิทธิเรียกร้องเงินปันผลก็ต่อเมื่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้มีมติประกาศจ่ายเงินปันผลแล้วเท่านั้น⁵⁷

สำหรับการลงมติจ่ายเงินปันผลประจำปีกรณีปกติจะถือเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นที่มาประชุม ซึ่งนับหุ้นรวมกันได้เกินกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นทั้งหมด^{**} ส่วนการลงมติจ่ายหุ้นปันผลนั้นจะต้องใช้มติพิเศษ (special resolution) กล่าวคือ ต้องมีคะแนนเสียงอย่างน้อย 2 ใน 3 หรือมากกว่า ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงและนับจำนวนหุ้นรวมกันได้มากกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นทั้งหมด^{***} ซึ่งมติดังกล่าวนี้กำหนดขึ้นเพื่อคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เพราะว่าหุ้นปันผลจะเป็นผลให้มีการออกหุ้นใหม่ซึ่งจะกระทบต่อโครงสร้างของทุนและผู้ถือหุ้น⁵⁸

2.3.2 คณะกรรมการ

ในกรณีที่ข้อบังคับกำหนดให้บริษัทมีอำนาจประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลได้ โดยปกติจะระบุให้เป็นอำนาจของคณะกรรมการ ซึ่งคณะกรรมการจะต้องมีมติอนุมัติประกาศจ่ายเงินปันผลภายใน 3 เดือนนับแต่วันที่ระบุไว้แน่นอนในข้อบังคับ⁺ ถ้าหากคณะกรรมการเห็นว่าบริษัทมีกำไรพอที่จะจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลได้

การอนุมัติประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลของคณะกรรมการจะจ่ายเงินปันผลที่เป็นหุ้นปันผลไม่ได้ ทั้งนี้เพราะการจ่ายหุ้นปันผลจะต้องได้รับอนุมัติโดยมติพิเศษของที่ประชุมผู้ถือหุ้นดังกล่าวในข้อ 2.3.1 ข้างต้น ฉะนั้นคณะกรรมการจึงประกาศจ่ายเป็นเงินปันผลชนิดอื่นนอกจากหุ้นปันผลได้

^{*}The Commercial Code of Japan., art.293-2.

⁵⁷Zentaro Kitagawa, Doing Business in Japan, vol.4, p.VII 1-66.

^{**}The Commercial Code of Japan., No. 167 (1950), No. 83 (1966) and No. 74 (1981), art.239.

^{***}Ibid., arts.293-2 and 343.

⁵⁸Zentaro Kitagawa, Doing Business in Japan, vol.4, p.VII 1-67.

⁺Ibid., No. 21 (1974) and No. 74 (1981), art.293-5.

3. ผู้มีสิทธิที่จะได้รับเงินปันผล

สำหรับบุคคลผู้มีสิทธิที่จะได้รับเงินปันผลที่จ่ายจากบริษัทนั้นที่สำคัญมีอยู่ 2 กรณี ดังนี้

3.1 ผู้ถือหุ้น

โดยทั่วไป สิทธิพื้นฐานของผู้ถือหุ้นที่สำคัญประการหนึ่ง ก็คือ สิทธิที่จะได้รับเงินปันผลอันเป็นส่วนแบ่งของกำไรที่เกิดจากการที่ผู้ถือหุ้นได้นำเงินมาลงทุนโดยการซื้อหุ้นของบริษัท และบริษัทได้นำเงินค่าหุ้นดังกล่าวไปลงทุนในกิจการต่าง ๆ จนเกิดผลกำไรออกเงยขึ้นแก่บริษัท ด้วยเหตุนี้ถ้าหากกฎหมายหรือข้อบังคับมิได้กำหนดไว้เป็นอย่างอื่นแล้ว ผู้ถือหุ้นย่อมมีสิทธิที่จะได้รับเงินปันผลที่บริษัทประกาศจ่ายตามสัดส่วนและจำนวนเงินปันผลด้วยความเสมอภาคกัน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับชนิดของหุ้นต่าง ๆ ด้วยดังจะได้กล่าวต่อไปในหัวข้อที่ 4

ในประเทศสหรัฐอเมริกา ถ้าหากไม่มีกฎหมาย ตราสารจัดตั้ง (charter) หรือสัญญาโอนหุ้นกำหนดไว้เป็นอย่างอื่นแล้ว รวมทั้งกรณีที่กำหนดให้จ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นที่ลงทะเบียนในวันที่บริษัทกำหนดไว้โดยเฉพาะ (specified date) แล้ว บุคคลที่เป็นผู้ถือหุ้นอยู่ในวันประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นผู้มีสิทธิที่จะได้รับเงินปันผลนั้น ไม่ใช่บุคคลที่เป็นผู้ถือหุ้นในวันที่มีการจ่ายเงินปันผล และบริษัทมีสิทธิจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นที่มีชื่อปรากฏอยู่ในสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นเว้นแต่จะได้มีการแจ้งการโอนหุ้นไปยังบริษัทแล้ว อย่างไรก็ตาม ทางปฏิบัติของบริษัทสมัยใหม่บริษัทมักจะกำหนดวันลงทะเบียน (record date) ไว้โดยเฉพาะ เพื่อกำหนดผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิรับเงินปันผลถัดจากวันลงทะเบียนดังกล่าวไป เรียกว่า ex-date ซึ่งหมายความถึง วันที่ราคาซื้อขายหุ้น ไม่รวมเงินปันผล ดังนั้น ในกรณีที่บริษัทมีมติประกาศจ่ายเงินปันผลโดยกำหนดวันลงทะเบียนไว้ล่วงหน้า โดยก่อนที่จะถึงวันลงทะเบียนแต่หลังจากวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผลได้มีการโอนหุ้นไปผู้ซื้อย่อมมีสิทธิได้รับเงินปันผล^{๕๑}

สำหรับในประเทศอังกฤษนั้น ถ้อยหลักในการทำงานเดียวกันกับสหรัฐอเมริกา กล่าวคือ ถ้าหากข้อบังคับของบริษัทมิได้กำหนดไว้เป็นอย่างอื่น ผู้มีสิทธิที่จะได้รับเงินปันผลได้แก่ บุคคลที่มีชื่ออยู่ในสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นในวันประกาศจ่ายเงินปันผล หรือในวันที่จ่ายเงินปันผลถ้ามีข้อบังคับกำหนดไว้ อย่างไรก็ตามก่อนการจ่ายเงินปันผล โดยปกติบริษัทจะทำการปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นเพื่อพักการโอนหุ้นเป็นการชั่วคราวเพื่อกำหนดผู้มีสิทธิรับเงินปันผล ซึ่งตามมาตรา 358 ของ Companies Act 1985 กำหนดว่าจะต้องไม่เกิน 30 วันในแต่ละปี โดยบริษัทต้องโฆษณาความประสงค์ที่จะปิดสมุดทะเบียนในหนังสือพิมพ์ในท้องที่อันเป็นที่ตั้งสำนักงานของบริษัทที่จดทะเบียนไว้

^{๕๑} American Jurisprudence, Vol.18 B, pp.154-156.

ดังนั้นถ้าหากมีการ โอนหุ้น ในช่วงเวลาที่ปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้น บริษัทจะจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น ในวันที่ปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้น นอกจากนี้บริษัทในอังกฤษได้มีการรับเอาแนวทางปฏิบัติของบริษัทใน สหรัฐอเมริกา ในการกำหนดวันลงทะเบียนผู้ถือหุ้นไว้ โดยเฉพาะเพื่อสิทธิการรับเงินปันผลมาใช้ด้วย⁶⁰

ส่วนตามประมวลกฎหมายพาณิชย์ของญี่ปุ่นในมาตรา 224-3 กำหนดว่า ในการกำหนดบุคคลผู้มีสิทธิที่จะรับเงินปันผลในฐานะ เป็นผู้ถือหุ้นหรือผู้รับจำนำ บริษัทอาจจะปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้น เพื่อพักการโอนหุ้นในระยะเวลาที่กำหนด แต่ทั้งนี้จะต้องไม่เกิน 3 เดือน หรือบริษัทอาจจะถือว่าผู้ถือหุ้นหรือผู้รับจำนำที่มีชื่อปรากฏในสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นในวันใดวันหนึ่ง โดยเฉพาะเป็นผู้ถือหุ้นหรือผู้รับจำนำที่มีสิทธิในการรับเงินปันผลก็ได้ แต่ทั้งนี้บริษัทจะต้องกำหนดวันดังกล่าวขึ้นล่วงหน้าเป็นเวลา 3 เดือน นอกจากนี้บริษัทจะต้องโฆษณาในหนังสือพิมพ์ถึงกำหนดการปิดสมุดทะเบียนหรือวันที่ลงทะเบียนดังกล่าวล่วงหน้าเป็นเวลา 2 สัปดาห์ เว้นแต่กำหนดเวลาหรือวันที่ดังกล่าวจะได้กำหนดไว้ในข้อบังคับแล้ว *

3.2 ผู้รับจำนำ (Pledgee)

โดยปกติ การจำนำย่อมมีผลทำให้ผู้รับจำนำมีสิทธิที่จะได้รับชำระหนี้เอาแก่ทรัพย์สินที่จำนำก่อนบุคคลอื่น ซึ่งในกรณีที่ผู้ถือหุ้นได้จำนำหุ้น หุ้นนั้นก็ย่อมเป็นทรัพย์สินที่จำนำอันอาจถูกบังคับชำระหนี้ได้ ส่วนเงินปันผลที่เกิดขึ้นในระหว่างเวลาที่จำนำจะตกเป็นสิทธิของผู้รับจำนำหรือไม่นั้น ปรากฏว่าในสหรัฐอเมริกาจะต้องมีการแจ้งการจำนำหุ้นให้บริษัททราบ มิฉะนั้นบริษัทไม่ต้องรับผิดชอบต่อผู้รับจำนำ หากได้มีการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิตั้งได้กล่าวมาแล้วข้างต้น⁶¹ แม้ว่าโดยปกติในระหว่างการจำนำ ผู้รับจำนำย่อมมีสิทธิที่จะได้รับเงินปันผลเพื่อนำไปชำระหนี้ที่จำนำ⁶²

นอกจากนี้ตามประมวลกฎหมายพาณิชย์ญี่ปุ่นก็ยังได้ยอมรับว่า ผู้รับจำนำมีสิทธิที่จะได้รับเงินปันผลในฐานะ เช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นตามที่บัญญัติไว้ในมาตรา 224-3 ตั้งได้กล่าวมาแล้วข้างต้น โดยหากเป็นการจำนำหุ้นระบุชื่อ เมื่อผู้จำนำได้แจ้งให้บริษัทลงทะเบียนเกี่ยวกับชื่อและที่อยู่ของผู้รับจำนำในสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นแล้ว ผู้รับจำนำจึงจะมีสิทธิที่จะได้รับเงินปันผลและดอกเบี้ย

⁶⁰ Robert R. Pennington, Company Law, pp.464-465.

⁶¹ The Commercial Code of Japan, No. 167 (1950), No. 28 (1955), No. 82 (1962) and No. 21 (1974), art.224-3.

⁶² American Jurisprudence, Vol.18 B, p.156.

⁶³ Harry G. Henn and John R. Alexander, Law of Corporations and other Business Enterprises, p.929.



รวมทั้งหุ้นปันผลด้วย (ถ้ามี) ทั้งนี้ผู้รับจำนามีสิทธิที่จะนำเงินนั้นไปชำระหนี้ที่ถึงกำหนดชำระ โดยมีบริมสิทธิเหนือเจ้าหนี้อื่นด้วย”

4. สัดส่วนและจำนวนเงินปันผล

การประกาศจ่ายเงินปันผลโดยทั่วไปจะต้องถือหลักความเสมอภาคและเท่าเทียมกัน (equality of dividends) โดยจะต้องไม่มีการเลือกปฏิบัติในระหว่างผู้ถือหุ้น (discrimination between shareholders) กล่าวคือ บริษัทต้องประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราเดียวกัน (uniform rate) ให้แก่หุ้นชนิดและลำดับชั้นเดียวกันทั้งหมด^{๕๖} รวมทั้งรูปแบบและวิธีการจ่ายเงินปันผลจะต้องเหมือนกันด้วย ดังนั้นบริษัทจึงไม่มีอำนาจประกาศจ่ายเงินปันผลโดยใช้หลักเกณฑ์อื่น และผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างมาก (the holders of a majority of the shares) ก็มีอำนาจที่จะลงมติให้จ่ายเงินปันผลจำนวนที่มากกว่าให้แก่หุ้นของตน หรือเปลี่ยนแปลงแก้ไขจำนวนเงินปันผลที่ประกาศจ่ายไว้ เว้นแต่กฎหมายและข้อบังคับของบริษัทจะกำหนดเกี่ยวกับการประกาศจ่ายเงินปันผลไว้เป็นอย่างอื่น

ตามกฎหมายบริษัทของอังกฤษและญี่ปุ่นนั้น ถือหลักความเสมอภาคในการจ่ายเงินปันผลตามส่วนจำนวนหุ้นที่ผู้ถือหุ้นแต่ละคนถืออยู่โดยมิได้คำนึงถึงมูลค่าหุ้นที่ผู้ถือหุ้นชำระแต่อย่างใด เว้นแต่กรณีที่มีข้อบังคับกำหนดให้จ่ายเงินปันผลตามจำนวนเงินที่ชำระค่าหุ้น^{๕๗} หรือกรณีของบริษัทออกหุ้นตั้งแต่ 2 ลำดับชั้นหรือมากกว่านั้น ก็อาจจ่ายเงินปันผลเป็นจำนวนที่แตกต่างกันได้^{๕๘}

ส่วนตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐต่าง ๆ ในสหรัฐอเมริกา นั้น ก็ถือหลักความเสมอภาคและการไม่เลือกปฏิบัติในการจ่ายเงินปันผลเช่นเดียวกัน แต่มิได้บัญญัติถึงสัดส่วนจำนวนเงินปันผลที่จ่ายไว้โดยชัดเจน ฉะนั้นจึงขึ้นอยู่กับดุลพินิจของคณะกรรมการ แต่ทั้งนี้จะต้องอยู่ภายใต้หลักความ

^{๕๖}The Commercial Code of Japan, No. 148 (1948), No. 167 (1950) and No. 74 (1981), art.208.

^{๕๗}Victor Brudney, "Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations," California Law Riview 71 (July, 1983) : 1072-1133.

^{๕๘}Companies Act 1985, sec.119 (c).

^{๕๘๘}The Commercial Code of Japan, No. 148 (1948), art.293 and No. 167 (1950) art 222.

เสมอภาคถ้าหากเป็นหุ้นชนิดและลำดับชั้นเดียวกัน หรือเว้นแต่ข้อบังคับจะกำหนดไว้เป็นอย่างอื่น โดยชัดแจ้ง

5. ความรับผิดเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนกฎหมาย

ความรับผิดของบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลโดยฝ่าฝืนกฎหมายและข้อบังคับ แยกพิจารณาได้เป็น 2 กรณีดังนี้

5.1 ความรับผิดของกรรมการ

5.1.1 ประเทศอังกฤษ

ก่อนมีการประกาศใช้ Companies Act 1980 ความรับผิดเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลจากทุนตกอยู่แก่กรรมการ ต่อมาปรากฏว่าตาม Companies Act 1985 มีได้กล่าวถึงความรับผิดดังกล่าวของกรรมการไว้ คงกล่าวถึงแต่เพียงความรับผิดของผู้ถือหุ้นในการคืนเงินปันผลที่จ่ายโดยฝ่าฝืน ดังนั้น Clive M. Schmitthoff จึงเห็นว่าหลักดังต่อไปนี้ยังคงมีผลใช้ได้คือ^{๕๔}

(1) กรรมการผู้ซึ่งมีส่วนร่วมในการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนกฎหมาย ล้นเกินฐานไว้ก่อนว่าต้องร่วมกันรับผิดในการจ่ายเงินจำนวนนั้นคืน

(2) กรรมการผู้ซึ่งมีส่วนร่วมในการจ่ายเงินปันผลที่ฉ้อฉล (fictitious dividend) เพื่อวัตถุประสงค์ในการทำให้ราคาหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้นจะต้องรับผิดทางอาญาในฐานะเป็นตัวการร่วมกัน

(3) ผู้ถือหุ้นที่รับเงินปันผลโดยรู้ข้อเท็จจริงทั้งหมดเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนนั้น นอกจากจะต้องคืนเงินปันผลดังกล่าวแล้ว ยังสามารถเรียกให้กรรมการชดใช้เงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นอื่นยังมีได้คืน ได้อีกด้วย

(4) ถ้ากรรมการถูกบังคับให้คืนเงินปันผลแก่บริษัทแล้ว กรรมการนั้นอาจจะได้รับชดใช้เงินจำนวนนั้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่ได้รับเงินปันผลไป โดยรู้ว่าการจ่ายเงินปันผลนั้นฝ่าฝืนกฎหมาย

ความรับผิดดังกล่าวข้างต้นของกรรมการเกิดขึ้นจากการที่กรรมการมีหน้าที่ที่จะต้องไม่กระทำการใด ๆ ที่ผิดกฎหมายหรือนอกขอบอำนาจของบริษัทหรือโดยปราศจากการ

^{๕๔}Clive M. Schmitthoff, Palmer's Company Law, pp.1123-1124.

ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น หรือนอกเหนืออำนาจของกรรมการตามที่กำหนดไว้ในข้อบังคับ หากกรรมการกระทำการใด ๆ ที่ฝ่าฝืนหน้าที่ดังกล่าวก็จะต้องรับผิดชอบในความเสี่ยงที่เกิดขึ้น แม้จะไม่ปรากฏว่ากรรมการกระทำการโดยประมาทเลินเล่อก็ตาม^{๕๕} นอกจากนี้ถ้าหากการกระทำของกรรมการเป็นการกระทำโดยผิดกฎหมายหรือนอกขอบอำนาจของบริษัท ถือว่าเป็นโมฆะ บริษัทไม่อาจให้ลัตยบันได้ ส่วนการกระทำที่นอกเหนืออำนาจตามข้อบังคับหรือไม่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นนั้นถือว่าไม่มีผลผูกพันและอาจให้ลัตยบันได้ อย่างไรก็ตามถ้าหากกรรมการจ่ายเงินปันผลจากทุนไปด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและปราศจากความประมาทเลินเล่อ โดยเชื่อว่าบริษัทมีกำไรเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลได้ กรรมการหาต้องรับผิดชอบแต่ประการใดไม่^{๕๖}

5.1.2 ประเทศสหรัฐอเมริกา

สำหรับความรับผิดชอบของกรรมการเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลตามที่บัญญัติไว้ในกฎหมายบริษัทที่สำคัญ ๆ แยกพิจารณาได้ดังนี้

5.1.2.1 กฎหมายบริษัทของมลรัฐเดลาแวร์

ตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐเดลาแวร์ กำหนดว่าในกรณีที่มีการฝ่าฝืนกฎหมายในส่วนที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลโดยจงใจหรือประมาทเลินเล่อ กรรมการที่มีอำนาจจัดการบริษัทในขณะที่เกิดการฝ่าฝืนนั้น จะต้องร่วมรับผิดชอบภายในเวลา 6 ปี หลังจากมีการจ่ายเงินปันผลนั้นต่อบริษัทและเจ้าหน้าที่ของบริษัทเมื่อบริษัทเลิกหรือล้มละลาย โดยกรรมการจะต้องรับผิดชอบในเงินปันผลเต็มจำนวน รวมทั้งดอกเบี้ยนับแต่ความรับผิดชอบเกิดขึ้นเป็นต้นไป^{*} เว้นแต่กรณีดังต่อไปนี้

(1) ถ้ากรรมการจ่ายเงินปันผลโดยเชื่ออย่างสุจริตในบัญชี ข้อมูล ความเห็น รายงานและงบการเงินที่เกี่ยวกับมูลค่าและจำนวนของสินทรัพย์ หนี้สิน กำไรสุทธิ หรือข้อเท็จจริงอื่นใด รวมทั้งจำนวนส่วนเกินที่อาจจ่ายเป็นเงินปันผลได้^{**}

(2) กรรมการที่ไม่อยู่เมื่อมีการกระทำการฝ่าฝืนหรือได้คัดค้านการกระทำหรือมติที่จ่ายเงินปันผลฝ่าฝืนนั้นไว้ในรายงานการประชุมคณะกรรมการคราวต่อไปหลังจากที่การฝ่าฝืนหรือทันทีที่ได้รับแจ้ง^{***}

^{๕๕} Robert R. Pennington, *Company Law*, p.659.

^{๕๖} *Ibid.*, p.660.

^{*} Del. Gen. Corp. Law, sec.174 (a).

^{**} *Ibid.*, sec.172.

^{***} *Ibid.*, sec.174 (a).

5.1.2.2 กฎหมายบริษัทของมลรัฐนิวยอร์ก

ตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐนิวยอร์ก ได้บัญญัติให้กรรมการต้องรับผิดชอบในการจ่ายเงินปันผลโดยฝ่าฝืนกฎหมายดังนี้

(1) กรรมการที่ออกเสียงลงคะแนนหรือก่อให้เกิดการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืน จะต้องรับผิดชอบร่วมกันต่อบริษัทสำหรับผลประโยชน์ของเจ้าหนี้หรือผู้ถือหุ้น รวมทั้งรับผิดชอบในความเสียหายต่อบุคคลดังกล่าวด้วย*

(2) กรรมการที่อยู่ในที่ประชุมคณะกรรมการเมื่อมีการลงมติจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนนั้น ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่ามีส่วนร่วมในการกระทำฝ่าฝืนนั้นด้วย เว้นแต่จะได้อัดคำไว้ในรายงานการประชุมนั้น หรือ ได้ยื่นหนังสือคัดค้านไปยังเลขานุการที่ประชุมทันทีหลังจากเลิกการประชุมหรือส่งมอบหรือส่งทางไปรษณีย์ลงทะเบียนซึ่งหนังสือคัดค้านนั้น ไปยังเลขานุการของบริษัททันทีหลังจากเลิกประชุม ทั้งนี้กรรมการที่ออกเสียงลงคะแนนสนับสนุนการจ่ายเงินปันผลฝ่าฝืนนั้นย่อมไม่มีสิทธิคัดค้านดังกล่าว**

(3) กรรมการที่ไม่อยู่ในที่ประชุมคณะกรรมการเมื่อมีการลงมติจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนนั้นให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่ามีส่วนร่วมในการกระทำที่ฝ่าฝืนนั้นด้วย เว้นแต่จะได้อัดคำไว้ในรายงานการประชุมคราวต่อไปภายในระยะเวลาที่สมควรหลังจากทราบการฝ่าฝืนนั้น***

อย่างไรก็ตาม กรรมการอาจไม่ต้องรับผิดชอบในกรณีที่มีการจ่ายเงินปันผลฝ่าฝืน ถ้าหากกรรมการได้กระทำไปด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวังอย่างบุคคลในฐานะเช่นนั้นพึงกระทำในสถานการณ์เช่นเดียวกัน รวมทั้งไม่ต้องรับผิดชอบในกรณีที่เชื่อในข้อมูล ความเห็น รายงาน หรืองบการเงินและข้อมูลทางการเงินอื่นที่จัดทำโดยบุคคลต่าง ๆ เช่น เจ้าหน้าที่ของบริษัท, ที่ปรึกษาหรือผู้สอบบัญชี เป็นต้น†

5.1.2.3 Revised Model Business Corporation Act

ตาม Revised Model Business Corporation Act ได้บัญญัติไว้สั้น ๆ เกี่ยวกับความรับผิดชอบของกรรมการในการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนว่า กรรมการที่

*N.Y. Bus. Corp. Law, sec.719 (a).

**Ibid., sec.719 (b).

***Ibid.

†Ibid., secs.719 (e) and 717 (a).

ออกเสียงหรือยินยอมให้มีการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนกฎหมายหรือข้อบังคับของบริษัทจะต้องรับผิดชอบ
บริษัทสำหรับจำนวนเงินปันผลที่จ่าย*

อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่กรรมการต้องรับผิดชอบในการจ่าย
เงินปันผลที่ฝ่าฝืนตามกฎหมายดังกล่าวข้างต้น มีสิทธิที่จะได้รับชดใช้เงินคืนจากกรรมการอื่นที่ได้
ออกเสียงลงคะแนนหรือก่อให้เกิดการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนนั้น** รวมทั้งรับช่วงสิทธิจากบริษัทที่
จะเรียกร้องเงินปันผลที่จ่ายโดยฝ่าฝืนจากผู้ถือหุ้นที่ไม่สุจริตได้ด้วย***

กล่าวโดยสรุป ตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐดังกล่าวกำหนดให้กรรมการ
ที่ต้องรับผิดชอบในการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนกฎหมายก็คือกรรมการที่ออกเสียงลงคะแนนหรือยินยอมให้มี
การจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนกฎหมาย เว้นแต่กรรมการนั้นจะปฏิบัติหน้าที่ดังกล่าวด้วยความซื่อสัตย์สุจริต
โดยเชื่อเป็นการเงิน สำหรับจำนวนเงินที่ต้องรับผิดชอบก็คือจำนวนเงินปันผลที่จ่ายโดยฝ่าฝืนทั้งหมด
โดยในการฟ้องร้องให้กรรมการรับผิดชอบนั้นจะเป็นหน้าที่ของบริษัท เว้นแต่ในกรณีกฎหมายบริษัทของ
มลรัฐนิวเจอร์ซีย์ยอมให้เจ้าหน้าที่ของกรรมการได้ ทั้งนี้กรรมการที่ต้องรับผิดชอบมีสิทธิเรียกชดใช้เงินจาก
กรรมการอื่นที่ต้องรับผิดชอบและผู้ถือหุ้นที่รับเงินปันผลโดยไม่สุจริตได้ด้วย

5.1.3 ประเทศญี่ปุ่น

การจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนกฎหมายในการคำนวณกำไรสำหรับการจ่าย
เงินปันผลนั้นถือว่าไม่สมบูรณ์ (invalid)⁶⁷ ตามประมวลกฎหมายพาณิชย์ญี่ปุ่น ได้บัญญัติเกี่ยว
กับความรับผิดชอบของกรรมการในการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนกฎหมาย ซึ่งอาจแยกพิจารณาได้ดังนี้

5.1.3.1 กรรมการผู้ต้องรับผิดชอบ

สำหรับกรรมการผู้ต้องรับผิดชอบในการจ่ายเงินปันผลฝ่าฝืน
ต่อบริษัท จะต้องมียศประกอบ 3 ประการดังนี้

(1) เป็นกรณีที่กรรมการได้เสนอต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้
จ่ายเงินปันผลประจำปีโดยฝ่าฝืนต่อวิธีการกำหนดจำนวนเงินปันผลที่จะจ่ายตามมาตรา 290 วรรค 2

*Rev. Model Bus. Corp. Act, sec.8.33 (a).

**Del. Gen. Corp. Law, sec.174 (b), N.Y. Bus. Corp. Law, sec.719 (e) and Rev. Model Bus. Corp. Act, sec.8.33 (b) (1).

***Del. Gen. Corp. Law, sec.174 (c), N.Y. Bus. Corp. Laws, sec.719 (d) (1) and Rev. Model Bus. Corp. Act, sec.8.33 (b) (2).

⁶⁷Zentaro Kitagawa, Doing Business in Japan, Vol.4, p.VII 1-65.

หรือกรรมการที่ได้จ่ายเงินปันผลระหว่างกาลฝ่าฝืนต่อวิธีการกำหนดจำนวนเงินปันผลที่จะจ่ายตาม
มาตรา 293-5 วรรค 3*

(2) ในกรณีที่การจ่ายเงินปันผลฝ่าฝืนตาม (1) เกิดขึ้น
จากมติของคณะกรรมการ กรรมการที่ลงมติเห็นด้วยถือว่าเป็นผู้กระทำตาม (1)** ส่วนกรรมการ
ที่มีส่วนร่วมอยู่ในการประชุมที่มีมติดังกล่าว และมีได้คัดค้านโดยชัดแจ้งในการประชุม ให้ถือว่า
กรรมการนั้นเห็นด้วยกับมตินั้น***

(3) การกระทำของกรรมการผู้ต้องรับผิดชอบตาม (2) มิ
ได้รับการอนุมัติเป็นเอกฉันท์จากผู้ถือหุ้นทั้งหมด†

5.1.3.2 สิทธิของกรรมการผู้ต้องรับผิดชอบ

กรรมการผู้ต้องรับผิดชอบดังกล่าวข้างต้น ซึ่งได้ชัดใช้เงิน
จำนวนที่ต้องรับผิดชอบให้แก่บริษัทแล้ว มีสิทธิที่จะได้รับการชดใช้เงินคืนจากผู้ถือหุ้นที่ไม่สุจริต††

5.1.3.3 สิทธิของผู้ถือหุ้นที่จะฟ้องกรรมการผู้ต้องรับผิดชอบ

ดังได้กล่าวมาแล้วว่า กรรมการผู้ต้องรับผิดชอบในการจ่าย
เงินปันผลที่ฝ่าฝืนกฎหมายนั้นจะต้องรับผิดชอบต่อบริษัท ซึ่งบริษัทย่อมมีสิทธิที่จะฟ้องร้องกรรมการนั้น ได้
โดยตรง แต่อย่างไรก็ดี กรรมการผู้มีอำนาจกระทำการแทนบริษัทอาจไม่ประสงค์ที่จะฟ้องกรรมการ
ด้วยกัน หรือไม่ต้องการฟ้องตัวเอง ดังนั้นตามประมวลกฎหมายพาณิชย์ญี่ปุ่นจึงบัญญัติให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิ
ฟ้องแทนหรือในนามบริษัทเพื่อบังคับให้กรรมการรับผิดชอบตามหลักเกณฑ์ดังนี้

(1) จะต้องเป็นผู้ถือหุ้นซึ่งถือหุ้นของบริษัทติดต่อกันเป็น
เวลาอย่างน้อย 6 เดือน และได้ร้องขอเป็นหนังสือให้บริษัทจัดให้มีการฟ้องร้องกรรมการผู้ต้อง
รับผิดชอบ†††

*The Commercial Code of Japan, No. 167 (1950), No. 121 (1974)
and No. 74 (1981), art.266, para.1 (1).

** Ibid., para.2.

*** Ibid., para.3.

† Ibid., para.5.

†† Ibid., No. 167 (1950), art.266-2.

††† Ibid., art.267, para.1.

(2) ในกรณีที่บริษัทไม่จัดให้มีการฟ้องภายใน 30 วันนับแต่วันที่ร้องขอดังกล่าว ผู้ถือหุ้นที่ร้องขอนั้นอาจจะฟ้องร้องกรรมการในนามของบริษัทได้*

อนึ่ง ผู้ถือหุ้นอาจฟ้องร้องกรรมการได้ทันทีโดยไม่ต้องดำเนินการให้เป็นไปตาม (1) และ (2) ถ้าหากความเสียหายที่เกิดขึ้นแก่บริษัทยังไม่ได้รับการแก้ไข**

5.1.3.4 ความรับผิดชอบของกรรมการต่อบุคคลภายนอก

นอกจากกรรมการที่จะต้องรับผิดชอบต่อบริษัทในการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนต่อกฎหมายดังได้กล่าวมาแล้ว กรรมการยังอาจจะต้องรับผิดชอบร่วมกันในความเสียหายที่เกิดขึ้นต่อบุคคลภายนอก (เช่น เจ้าหนี้) ถ้าหากการจ่ายเงินปันผลนั้นเกิดขึ้นด้วยความจงใจหรือประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรงที่จะทำให้บุคคลภายนอกต้องเสียหาย***

5.2 ความรับผิดชอบของผู้ถือหุ้น

5.2.1 ประเทศอังกฤษ

ในกรณีที่มีการจ่ายเงินปันผลเกิดขึ้นเมื่อบริษัทไม่มีกำไรหรือมีกำไรไม่เพียงพอสำหรับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งทำให้บริษัทมีสิทธิจะได้รับชดใช้จำนวนเงินปันผลที่จ่ายโดยฝ่าฝืนจากกรรมการที่มีส่วนต้องรับผิดชอบ หรือมีสิทธิที่จะได้รับชดใช้จำนวนเงินปันผลนั้นคืนจากผู้ถือหุ้นที่รู้หรือควรจะรู้ว่าเงินปันผลนั้นได้จ่ายโดยฝ่าฝืนกฎหมาย (ในกรณีที่เป็นการจ่ายเงินปันผลอย่างอื่นนอกจากเงินสด ก็ให้คืนเป็นเงินเท่ากับมูลค่าของเงินปันผลชนิดนั้น)* แต่ถ้ากรรมการได้ถูกบังคับให้ชดใช้จำนวนเงินปันผลดังกล่าวแล้ว กรรมการนั้นย่อมมีสิทธิที่จะได้รับชดใช้เงินคืนจากผู้ถือหุ้นซึ่งรับเงินปันผลไว้โดยรู้ว่าเป็นการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนกฎหมายตามจำนวนที่กรรมการได้จ่ายให้แก่บริษัท**

5.2.2 ประเทศสหรัฐอเมริกา

กฎหมายบริษัทสมัยใหม่ในสหรัฐอเมริกา มักจะระบุบทบัญญัติให้ผู้ถือหุ้นต้องรับผิดชอบในการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนกฎหมาย โดยในกฎหมายบางมลรัฐจะกำหนดให้ผู้ถือหุ้นต้อง

* Ibid., para.2.

** Ibid., para.3.

*** Ibid., No. 167 (1950), No. 83 (1966), No. 21 (1974) and No. 74 (1981), art.266-3.

+ Companies Act 1985, sec.277 (1).

** Moxham v Grant [1899] 1 QB 480.

รับผิดชอบบริษัทโดยตรง ตัวอย่างเช่น ตาม Cal. Corp. Code มาตรา 506 (a) บัญญัติว่า ผู้ถือหุ้นซึ่งได้รับเงินปันผลที่ต้องห้ามตามกฎหมายโดยรู้ข้อเท็จจริงดังกล่าวจะต้องรับผิดชอบต่อบริษัท สำหรับผลประโยชน์ของเจ้าหนี้หรือผู้ถือหุ้น "ตามจำนวนที่ผู้ถือหุ้นได้รับ... แต่ไม่เกินกว่าความรับผิดชอบของบริษัทที่มีต่อเจ้าหนี้ที่ไม่ได้รู้เห็นการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนในขณะที่มีการฝ่าฝืนนั้น และความเสียหายได้เกิดขึ้นแก่ผู้ถือหุ้นที่มีได้มีส่วนรู้เห็นยินยอมด้วย (แล้วแต่กรณี)" ส่วนตามกฎหมายบริษัทของมลรัฐเพนซิลวาเนีย มาตรา 1707 (B) บัญญัติให้ผู้ถือหุ้นซึ่งได้รับเงินปันผลที่จ่ายโดยฝ่าฝืนกฎหมายต้องรับผิดชอบต่อบริษัทโดยไม่คำนึงว่าจะรู้ว่าบริษัทมีหนี้สินล้นพ้นตัว หรือไม่มีสินทรัพย์สุทธิเกินกว่าผลรวมของหุ้นบุริมสิทธิที่มีสิทธิได้รับคืนทุน (liquidation preferences) เพียงแต่รู้ว่า การจ่ายเงินปันผลนั้นผิดกฎหมายก็เพียงพอแล้ว โดยทั่วไปกฎหมายบริษัทของมลรัฐต่าง ๆ มักจะกำหนดให้การจ่ายเงินปันผลเป็นความรับผิดชอบโดยตรงของกรรมการ⁶⁸ แต่ก็ให้กรรมการที่ต้องรับผิดชอบได้รับชดใช้เงินคืนจากผู้ถือหุ้นที่ได้รับเงินปันผลโดยรู้ถึงข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่าฝืนกฎหมายดังได้กล่าวมาแล้วข้างต้น

5.2.3 ประเทศญี่ปุ่น

ดังได้กล่าวมาแล้วว่า กรรมการผู้ต้องรับผิดชอบในการจ่ายเงินปันผลฝ่าฝืนกฎหมายจะต้องรับผิดชอบชดใช้จำนวนเงินปันผลที่จ่ายนั้นต่อบริษัทโดยตรง เมื่อกรรมการได้จ่ายเงินที่ต้องชดใช้คืนให้แก่บริษัทแล้ว กรรมการนั้นย่อมมีสิทธิเรียกให้ผู้ถือหุ้นต้องรับผิดชอบชดใช้เงินที่ผู้ถือหุ้นนั้นได้รับไปจากบริษัท เว้นแต่ผู้ถือหุ้นจะสุจริต กล่าวคือ ไม่รู้ว่าเงินปันผลที่ได้รับเกิดจากการจ่ายโดยฝ่าฝืนกฎหมาย*

⁶⁸William L. Cary and Melvin Aron Eisenberg, Cases and Materials on Corporations, p.1360.

*The Commercial Code of Japan, No. 167 (1950), sec.266-2.