บทที่ 2

แนวความคิดเกี่ยวกับการเข้าครอบงำกิจการและการป้องกัน การเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร

ในบทนี้จะอธิบายถึงความหมาย วิธีการ หลักเกณฑ์ และรูปแบบของการเข้าครอบงำกิจการ ประโยชน์และผลกระทบของการเข้าครอบงำกิจการ อันนำไปสู่แนวคิดและวิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร

1. การเข้าครอบงำกิจการ

1.1 ความหมายของการเข้าครอบงำกิจการ

การเข้าครอบงำกิจการ (Takeover) หมายถึง การเข้าไปอาศัยโอกาสซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของผู้อื่นซึ่งดำเนินการอยู่แล้ว อาจจะโดยการเข้าไปติดต่อกับผู้ถือหุ้นรายต่างๆในบริษัทเป้าหมาย หรืออาจเข้าไปซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ด้วยการไล่เก็บหุ้นให้ได้จำนวนมากเพียงพอที่จะเข้าไปบริหาร หรืออาจใช้วิธีประกาศเชิญชวนตามหน้าหนังสือพิมพ์หรือมีจดหมายไปถึงผู้ถือหุ้นเป็นรายตัวเพื่อขอซื้อหุ้นเพื่อให้มีจำนวนเพียงพอที่จะมีอำนาจควบคุมในบริษัทเป้าหมายได้[1]

การได้มาซึ่งหุ้นในบริษัทเป้าหมายเพื่อครอบงำกิจการสามารถกระทำได้ 2 วิธีการดังนี้

(1) วิธีการแลกหุ้น (Share Swap)

การแลกหุ้น เกิดขึ้นโดยบริษัทผู้จะเข้าครอบงำกิจการออกหุ้นเพิ่มทุนใหม่เพื่อแลกกับหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมาย ทำให้บริษัทผู้จะเข้าครอบงำกิจการเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมาย ในขณะที่ผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายก็จะกลายมาเป็นผู้ถือหุ้นในบริษัทผู้จะเข้าครอบงำกิจการ และเมื่อผู้จะเข้าครอบงำกิจการสามารถเข้าถือหุ้นได้ในจำนวนที่มากพอแล้วก็จะมีอำนาจในการครอบงำกิจการในบริษัทเป้าหมายได้

---

[1] วิมล ธีระภาพพันธ์, "การตัดสินใจเพื่อเข้าครอบงำกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและผลกระทบของการครอบงำกิจการต่อราคาหุ้น," (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต คณะเศรษฐศาสตร์ สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, 2537), น.4-6.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

กระบวนการออกหุ้นแลกหุ้นเพื่อเข้าครอบงำกิจการมีข้อจำกัดและเสียเวลาค่อนข้างมาก เนื่องจากการแลกหุ้นจะกระทำได้เฉพาะกรณีที่ผู้จะเข้าครอบงำเป็นบริษัทเช่นกัน ดังนั้นหากเป็นกรณีบุคคลธรรมดาจะใช้วิธีการนี้ไม่ได้ อีกทั้งการเสนอแลกหุ้นต่อสาธารณะ (Exchange offer) จะทำได้ต่อเมื่อบริษัทผู้เข้าครอบงำมีหุ้นที่ได้รับอนุมัติแล้วแต่ยังไม่ได้ออก (Authorized but Unissued Shares) อยู่เพียงพอ หากไม่มีหุ้นดังกล่าวเพียงพอ บริษัทที่จะเข้าครอบงำกิจการจะต้องขอความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อออกหุ้นเพิ่มทุน และจดทะเบียนหุ้นใหม่เสียก่อน[2]

(2) วิธีการเข้าซื้อหุ้น (Share Purchase)

การเข้าซื้อหุ้น หมายถึง การที่บุคคลหรือบริษัทแห่งหนึ่งเข้าซื้อหุ้นในกิจการอีกแห่งหนึ่งซึ่งเป็นบริษัทเป้าหมาย (Target Company) ในจำนวนที่ทำให้สามารถเข้าไปควบคุมบริหารจัดการในบริษัทเป้าหมายได้ อาจเป็นกรณีที่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการซึ่งเป็นผู้เข้าซื้อหุ้นได้เสนอเงื่อนไขให้แก่บริษัทเป้าหมาย โดยเสนอราคาที่ต้องการจะซื้อ จำนวนหุ้นที่จะซื้อ ภายใต้ระยะเวลาที่กำหนดไว้ หรือโดยการเข้าไปซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในกรณีที่บริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ด้วยการไล่ซ้อนซื้อหุ้นให้ได้จำนวนที่มากพอที่จะเข้าไปบริหารกิจการได้[3]

สำหรับสัดส่วนการเข้าถือหุ้นที่จะถือได้ว่ามีอำนาจครอบงำกิจการ โดยหลัก คือการเข้าถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายถึงจำนวนร้อยละ 51 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด เนื่องจากผู้ถือหุ้นดังกล่าวสามารถเข้าควบคุมคะแนนเสียงข้างมากในที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้เป็นไปตามความประสงค์ของตนได้ อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายมักจะถือหุ้นไว้ไม่ถึงร้อยละ 51 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด อีกทั้งยังมีการกระจายหุ้นของบริษัทไปยังผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นจำนวนมาก การเข้าครอบงำกิจการในกรณีนี้เป็นไปได้โดยง่าย กล่าวคือ เพียงผู้ต้องการเข้าครอบงำกิจการเข้าถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายได้

---

[2] อัญญา ขันธวิทย์, การควบกิจการและการครอบงำกิจการ (Mergers and acquisitions) (กรุงเทพมหานคร: คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540),น. 384.

[3] กมลทิพย์ เลิศวิทย์วรเทพ ผกามาศ แซ่โต๊ะ, และ สมใจ คุณปสุต, การครอบงำกิจการ, (งานวิจัย หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2538)

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

มากกว่าจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่แล้ว แม้จะน้อยกว่าร้อยละ 51 ก็ถือได้ว่าผู้นั้นมีอำนาจครอบงำกิจการในบริษัทเป้าหมายได้แล้ว[4]

ในกรณีบริษัทมหาชนจำกัดที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 แก้ไขเพิ่มเติม (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551 มาตรา 246 กำหนดให้ ผู้ถือหลักทรัพย์[5]ในกิจการรวมกันถึงร้อยละ 25 ขึ้นไปของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการนั้น ให้ถือว่าเป็นการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ เว้นแต่การเป็นผู้ถือหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นการได้มาโดยทางมรดก เพื่อให้เกิดความชัดเจนผู้เขียนจึงขอยกตัวอย่าง ดังนี้ บริษัท ก. จำกัด (มหาชน) มีผู้ถือหุ้น 100 คน และมีหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งสิ้น 9,000 หุ้น ในการประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัท ก. จำกัด (มหาชน) ต้องมีผู้ถือหุ้นมาประชุมไม่น้อยกว่า 25 คนหรือไม่น้อยกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด และต้องมีหุ้นนับรวมกันไม่น้อยกว่า 3,000 หุ้น[6] ซึ่งหากเป็นการประชุมในเรื่องสำคัญ[7] เช่น เรื่องการเพิ่มทุนของบริษัท ในกรณีที่มีผู้ถือ

---

[4] สุกัญญา เทพหัสดิน ณ อยุธยา, “มาตรการควบคุมการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ: กรณีศึกษาเปรียบเทียบกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศไทย,” (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2545) น.9.

[5] พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 แก้ไขเพิ่มเติม (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551มาตรา 245 บัญญัติว่า “หลักทรัพย์” หมายความว่า หุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นหรือหลักทรัพย์อื่นที่อาจแปลงสภาพแห่งสิทธิเป็นหุ้นได้

[6] พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 3535 มาตรา 103 บัญญัติว่า “เว้นแต่พระราชบัญญัตินี้จะบัญญัติเป็นอย่างอื่น ในการประชุมผู้ถือหุ้นต้องมีผู้ถือหุ้นและผู้รับมอบฉันทะจากผู้ถือหุ้น (ถ้ามี) มาประชุมไม่น้อยกว่า 25 คน หรือไม่น้อยกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดและต้องมีหุ้นนับรวมกันได้ไม่น้อยกว่าหนึ่งในสามของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด จึงจะเป็นองค์ประชุม”

[7] พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 3535 มาตรา 107 บัญญัติว่า “เว้นแต่พระราชบัญญัตินี้จะบัญญัติเป็นอย่างอื่น มติที่ของที่ประชุมผู้ถือหุ้นนั้นให้ประกอบด้วยคะแนนเสียงดังต่อไปนี้

(1) ในกรณีปกติ ให้ถือคะแนนเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและออกเสียงลงคะแนน ถ้ามีคะแนนเสียงเท่ากัน ให้ประธานในที่ประชุมออกเสียงเพิ่มขึ้นอีกเสียงหนึ่งเป็นเสียงชี้ขาด

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

หุ้นมาประชุมครบองค์ประชุมขั้นต่ำตามที่กฎหมายกำหนด คือมีผู้ถือหุ้นมาประชุมไม่น้อยกว่ากึ่งหนึ่งและมีหุ้นนับรวมกันไม่น้อยกว่า 3,000 หุ้น มติที่ประชุมผู้ถือหุ้นในเรื่องนี้ต้องได้คะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 2,250 เสียง ซึ่งเท่ากับร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของ บริษัท ก. จำกัด (มหาชน) แต่หากเป็นการประชุมในกรณีปกติที่ไม่ใช่เรื่องสำคัญ มติที่ประชุมผู้ถือหุ้นในเรื่องดังกล่าวต้องได้คะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 1,500 เสียง ซึ่งเท่ากับร้อยละ 17 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของ บริษัท ก. จำกัด (มหาชน)

จากตัวอย่างจะเห็นได้ว่า บุคคลที่เข้าถือหุ้นในบริษัทมหาชนจำกัดในจำนวนตั้งแต่ร้อยละ 25 ขึ้นไปของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด จะมีผลทำให้บุคคลนั้นมีอำนาจในการจัดการบริษัทโดยอาจใช้สิทธิหรือไม่ใช้สิทธิออกเสียงลงคะแนนเพื่อให้ได้มติตามความประสงค์ของตนได้ ทำให้บุคคลดังกล่าวมีส่วนสำคัญต่อการกำหนดนโยบายของบริษัท กฎหมายจึงถือว่าบุคคลนั้นเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ

---

(2) ในกรณีดังต่อไปนี้ ให้ถือคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน

(ก) การขายหรือโอนกิจการของบริษัททั้งหมดหรือบางส่วนที่สำคัญให้แก่บุคคลอื่น

(ข) การซื้อหรือรับโอนกิจการของบริษัทอื่นหรือบริษัทเอกชนมาเป็นของบริษัท

(ค) การทำ แก้ไข หรือเลิกสัญญาเกี่ยวกับการให้เช่ากิจการของบริษัททั้งหมดหรือบางส่วนที่สำคัญ การมอบหมายให้บุคคลอื่นเข้าจัดการธุรกิจของบริษัท หรือการรวมกิจการกับบุคคลอื่นโดยมีวัตถุประสงค์จะแบ่งกำไรขาดทุนกัน

(3) ในกรณีที่บริษัทมีข้อบังคับกำหนดไว้ว่า มติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นในเรื่องใดต้องประกอบด้วย คะแนนเสียงเกินจำนวนที่กำหนดไว้ใน (1) หรือ (2) ก็ให้เป็นไปตามนั้น

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

1.2 หลักการเกี่ยวกับการเข้าครอบงำกิจการ

หลักการสำคัญเกี่ยวกับการเข้าครอบงำกิจการมี 2 ประการ คือ หลักการแข่งขันในการเข้าครอบงำกิจการ และหลักการคุ้มครองผู้ถือหุ้นให้ได้รับความเป็นธรรมในการเข้าครอบงำกิจการ [8]

1.2.1 หลักการแข่งขันในการเข้าครอบงำกิจการ (Contestability of Takeover)

Weston J. Fred[9] ได้อธิบายถึงการเข้าครอบงำกิจการด้วยทฤษฎีว่าด้วยการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ (Efficiency Theory) ไว้ว่าผู้บริหารในแต่ละบริษัทมีความสามารถเท่าๆกัน แต่ที่ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกมาแตกต่างกันนั้นเป็นเพราะผู้บริหารในบริษัทที่ผลการดำเนินงานดีกว่ามีความตั้งใจในการทำงานอย่างเต็มที่ ในขณะที่ผู้บริหารอีกบริษัทหนึ่งไม่ได้ใช้ความสามารถในการบริหารอย่างเต็มตามความสามารถ หรือบริหารงานโดยไม่ได้คำนึงถึงผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นเป็นที่ตั้ง ดังนั้นผู้บริหารในบริษัทที่มีประสิทธิภาพย่อมเข้าครอบงำกิจการเพื่อบริหารงานให้บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายมีผลประกอบการที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น

อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีนี้อยู่บนพื้นฐานที่ว่ากลไกตลาดต้องทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ กล่าวคือ ข่าวสารข้อมูลทั้งหมดเกี่ยวกับบริษัทต้องถูกสะท้อนไว้ในราคาหุ้นของบริษัทอย่างถูกต้อง และผู้ถือหุ้นทุกรายต้องอยู่ในฐานะเท่าเทียมกันในการรับข้อมูลข่าวสาร ดังนั้นราคาหุ้นในตลาดจะสูงหรือต่ำย่อมขึ้นอยู่กับความสามารถของผู้บริหาร เมื่อผู้บริหารไม่มีประสิทธิภาพราคาหุ้นของบริษัทย่อมจะปรับตัวลดลงหรือถูก Undervalued ก็จะมีผู้อื่นเข้ามาครอบงำเพื่อบริหารกิจการให้ดีขึ้น และหากผู้เข้าครอบงำรายใหม่ไม่สามารถบริหารงานได้ดี ก็จะมีผู้อื่นเข้ามาครอบงำกิจการแทนต่อไปเรื่อยๆ[10] ดังนั้นการเข้าครอบงำกิจการย่อมทำให้บริษัทมีผู้บริหารที่มีประสิทธิภาพสูงสุด

---

[8] Hui Huang, (2005). China's Takeover Law: A Comparative Analysis and Proposals form. Delaware Journal of Corporate Law, 30(1), 145-197. p. 159 (Retrieved March 30, 2009, from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=752564)

[9] J. Fred Weston, Kwang S. Chung and Susan E. Hoag, Mergers restructuring and corporate control, (Englewood Cliffs [NJ] : Prentice Hall, 1990).

[10] Frank H. Easterbrook and Daniel R.Fischel, (2005), The proper Role of a target's Management in responding to a tender offer, 94 Harvard Law reviewp.1161.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

มาบริหาร นอกจากนี้ การเข้าครอบงำกิจการยังถือเป็นเครื่องมือสำคัญที่ใช้ตรวจสอบผู้บริหาร ทำให้เกิดธรรมภิบาล (Corporate Governance) ในบริษัทเป้าหมายมากขึ้นด้วย[11]

1.2.2 **หลักการคุ้มครองผู้ถือหุ้น** (Shareholder Protection)

หลักการคุ้มครองผู้ถือหุ้นไม่ให้ได้รับความเสียหายจากการเข้าครอบงำกิจการสามารถแบ่งออกเป็นหลักการที่สำคัญ 2 ประการ ดังนี้[12]

1.2.2.1 หลักการเปิดเผยข้อมูล

หลักในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลใช้บังคับกับทั้งผู้จะเข้าครอบงำกิจการและบริษัทที่ถูกครอบงำกิจการเพื่อให้ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนได้ทราบข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับบริษัทได้อย่างครบถ้วน ถูกต้อง และทันเวลา ดังนี้

กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าครอบงำกิจการกำหนดให้ผู้เข้าถือหุ้นในบริษัทมหาชนจำกัดถึงจุดที่กำหนดไว้[13] ต้องเปิดเผยต่อสาธารณชนและผู้ถือหุ้นเพื่อให้ได้ทราบว่ามีบุคคลใดอยู่ระหว่างดำเนินการเพื่อให้ได้มาซึ่งหุ้นของบริษัทจนกลายเป็นผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่มีสาระสำคัญ อันเป็นการเพื่อคุ้มครองนักลงทุนรายย่อย เพื่อป้องกันการเข้าซื้อหุ้นแบบเก็บสะสมไว้เรื่อยๆจนกลายเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ที่มีอำนาจในการจัดการกิจการโดยผู้ถือหุ้นรายอื่นไม่อาจทราบมาก่อน การกำหนดให้ผู้ได้มาหรือจำหน่ายไปดังกล่าวจึงเป็นวิธีการหนึ่งที่ทำให้ผู้จะเข้าครอบงำต้องเปิดเผยข้อมูลให้นักลงทุนและผู้ถือหุ้นอื่นมีโอกาสทราบถึงโอกาสความเป็นไปได้ที่ผู้นั้นจะเข้าครอบงำกิจการ เพื่อพิจารณาตัดสินใจขายหุ้นออกไป ในกรณีที่ผู้ที่จะเข้ามามีอำนาจครอบงำ

---

[11] Andrei, Shliefer and Robert, W. Vishny. (April, 1996). A Survey of Corporate Governance. National Bureau of Economic Research. Working Paper 5554, 737-756. (Retrieved January 12,2009, from http://ssrn.com/abstract=10182)

[12] http://www.sec.or.th/takeover/Content_0000000016.jsp?categoryID=CAT0000069&lang=en

[13] เช่น กฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (The Securities Exchange Act 1934) มาตรา 13 (d) กำหนดว่า เมื่อบุคคลได้มาซึ่งหุ้นจำนวนเกินกว่าร้อยละ 5 ขึ้นไปของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด บุคคลนั้นมีหน้าที่ต้องเปิดเผยถึงการซื้อหุ้นเช่นนั้นของตน โดยต้องยื่นเอกสารตามที่กฎหมายหลักทรัพย์กำหนดไว้ต่อบริษัทเป้าหมายและตลาดหลักทรัพย์ที่บริษัทเป้าหมายนั้นจดทะเบียนไว้

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

กิจการไม่น่าเชื่อถือ หรือตัดสินใจเข้าซื้อหุ้นในกิจการนั้นหากผู้จะเข้าครอบงำกิจการมีความน่าเชื่อถือและความสามารถสูง

สำหรับกรณีบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย มีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลแก่ผู้ถือหุ้นเมื่อบริษัทถูกทำคำเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการ เนื่องจากผู้บริหารหรือคณะกรรมการบริษัทซึ่งอยู่ในฐานะเป็นผู้มีความรู้และข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทดีที่สุด และมีหน้าที่ต้องรักษาผลประโยชน์ผู้ถือหุ้นต้องให้ความเห็นแก่ผู้ถือหุ้นเพื่อประกอบการพิจาณาว่าควรจะตอบรับคำเสนอซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการนั้นหุ้นหรือไม่ ทั้งนี้ในการให้ความเห็นดังกล่าว ต้องคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ และต้องแต่งตั้งให้มีที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อให้ความเห็นเกี่ยวกับความเหมาะสมของคำเสนอซื้อนั้น

1.2.2.2 หลักการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน

กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าครอบงำกิจการกำหนดให้ผู้ได้มาซึ่งหุ้นในบริษัทเป้าหมายจนถึงสัดส่วนที่กฎหมายถือว่ามีอำนาจในการควบคุมกิจการ ต้องทำคำเสนอซื้อต่อผู้ถือหุ้นรายอื่นอย่างเท่าเทียมกัน โดยผู้เสนอซื้อต้องเสนอราคาแก่ผู้ถือหุ้นประเภทเดียวกันในราคาที่เท่าเทียมกัน และต้องให้ระยะเวลาแก่ผู้ถือหุ้นอย่างเพียงพอในการตัดสินใจว่าจะตอบรับคำเสนอซื้อนั้น ในกรณีที่มีการแก้ไขราคาที่เสนอซื้อให้ดีขึ้น ผู้ที่เสนอขายไปก่อนแล้วจะต้องได้รับราคาที่ดีขึ้นนั้นด้วย เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับราคาที่เท่าเทียมกันทุกราย

1.3 รูปแบบของเข้าครอบงำกิจการ

การเข้าครอบงำกิจการสามารถแบ่งตามลักษณะของการได้มาซึ่งหุ้นของผู้จะเข้าครอบงำกิจการ ได้เป็น 2 รูปแบบ ดังนี้

1.3.1 การเข้าครอบงำกิจการแบบเป็นมิตร (Friendly Takeover)

การเข้าถือหุ้นในรูปแบบนี้ ส่วนมากจะเกิดขึ้นจากการเจรจาระหว่างผู้ถือหุ้นเดิมซึ่งมีหุ้นจำนวนมาก (Block Shares) กับผู้ซื้อที่ประสงค์จะเข้าครอบงำเพื่อบริหารกิจการ โดยในการเจรจาเพื่อซื้อขายหุ้นนั้นอาจมีการทำข้อตกลงกันว่าผู้ถือหุ้นเดิมที่จะขายหุ้นอาจเข้ามามีส่วนร่วมในฐานะกรรมการหรือพนักงานของบริษัทภายหลังการขายหุ้นได้ ทำให้การเข้าครอบงำกิจการประเภทนี้เป็นลักษณะที่ชนะ-ชนะ (Win-Win) ทั้งสองฝ่าย

อย่างไรก็ตาม การเข้าครอบงำกิจการก็อาจเกิดขึ้นโดยไม่ต้องได้รับความร่วมมือจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือคณะกรรมการของบริษัทเป้าหมาย ซึ่งเป็นการดำเนินการโดยฝ่ายผู้ที่ประสงค์จะเข้าครอบงำเพียงฝ่ายเดียวที่เรียกว่า “การเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร” ก็ได้

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

1.3.2 การเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร (Hostile Takeover)

การเข้าครอบงำกิจการในรูปแบบนี้ ผู้จะเข้าครอบงำอาจดำเนินการเพื่อให้ได้มาซึ่งหุ้นได้ใน 2 ลักษณะ คือ (1) การทยอยซื้อหุ้นเพื่อให้ได้หุ้นในจำนวนหนึ่ง โดยไม่ให้เป็นที่สังเกตเห็นได้ เช่น อาจซื้อหรือถือหุ้นในลักษณะแทน (Nominee) หรือไม่เปิดเผยชื่อโดยการถือหุ้นผ่านกองทุน และต่อมาจึงทำคำเสนอซื้อแก่ผู้ถือหุ้นที่เหลืออยู่ หรือ (2) การเสนอซื้อหุ้นแก่ผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัทเพื่อครอบงำกิจการในทีเดียวโดยไม่มีการทยอยซื้อหุ้นมาก่อน [14]

บริษัทที่มักตกเป็นเป้าหมายในการเข้าครอบงำกิจการในรูปแบบนี้มักจะเป็นคู่แข่งในทางธุรกิจของบริษัทที่เข้าครอบงำกิจการและมีเจตนาที่จะกำจัดคู่แข่งหรือลดการแข่งขัน หรือมีเป้าหมายเพื่อนำบริษัทที่ถูกครอบงำไปควบรวมกับกิจการเดิมของตนเพื่อสร้างมูลค่าและประโยชน์ของกิจการให้เพิ่มขึ้น (Synergy Gain) หรือในบางกรณีอาจเป็นกองทุนหรือบริษัทที่เห็นว่าบริษัทที่เป็นเป้าหมายมีมูลค่าหุ้นต่ำกว่าความเป็นจริง จึงประสงค์ที่จะเข้าครอบงำกิจการเพื่อหากำไรจากการขายหุ้น นอกจากนั้นยังมีกรณีที่ผู้เข้าครอบงำประสงค์เข้าครอบงำเพื่อขายบริษัทหรือแยกธุรกิจออกเป็นส่วนๆเพื่อขาย ซึ่งเป็นการกระทำที่เรียกว่า “Bust-up Takeover” ดังนั้นการเข้าครอบงำในรูปแบบนี้ เป็นการทำคำเสนอซื้อโดยมิได้รับการเชิญชวนจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทเป้าหมาย และส่วนมากจะไม่ได้รับความร่วมมือและการตอบรับจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัทเป้าหมาย

1.4 ประโยชน์และผลกระทบของการเข้าครอบงำกิจการแบบเป็นมิตรและแบบไม่เป็นมิตร

การเข้าครอบงำกิจการเป็นการเพิ่มกำลังผนึก ลดต้นทุน และเพื่อกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ อันส่งผลให้เกิดประโยชน์ต่อบริษัทที่ถูกครอบงำกิจการที่จะมีผลประกอบการที่ดีขึ้น อีกทั้งการเข้าครอบงำกิจการยังถือเป็นวิธีการรูปแบบหนึ่งที่ทำให้ฝ่ายบริหารในบริษัทที่อาจตกเป็นเป้าหมายต้องพยายามพัฒนาบริษัทให้เต็มตามความสามารถเพื่อไม่ให้บริษัทตนเองตกอยู่ในสถานะที่จะถูกครอบงำกิจการได้โดยง่าย แต่ขณะเดียวกันการเข้าครอบงำกิจการก็มีผลกระทบต่อการแข่งขันและบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายหลายประการ ดังนี้

---

[14] กิติพงศ์ อุรพีพัฒนพงศ์, การควบรวมกิจการ โอกาสของธุรกิจไทย, (บริษัท ซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน): ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2550) น.164.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

1.4.1 ประโยชน์ของการเข้าครอบงำกิจการ

1) การก่อให้เกิดการประหยัดจากขนาด (Economics of Scale)[15]

การเข้าครอบงำกิจการโดยเฉพาะในกิจการที่ประกอบธุรกิจประเภทเดียวกัน หากหน่วยผลิตของบริษัทที่เข้าครอบงำมีขนาดที่ไม่เหมาะสม และในภายหลังเข้าครอบงำกิจการแล้วมีการรวมธุรกิจกัน อาจทำให้ขนาดของหน่วยผลิตขยายใหญ่ขึ้น สามารถนำเครื่องจักรที่มีประสิทธิภาพกว่ามาใช้ในการผลิต มีการแบ่งงานกันตามความชำนาญเฉพาะอย่าง ก่อให้เกิดการประหยัดขนาดขึ้นภายในกิจการ นอกจากนั้นเมื่อการผลิตมีขนาดใหญ่ขึ้น ย่อมทำให้เกิดอำนาจในการต่อรองในการสั่งซื้อวัตถุดิบในจำนวนที่มากขึ้น ทำให้ประหยัดค่าวัตถุดิบที่นำมาใช้ในกิจการ ซึ่งเป็นการประหยัดภายนอกกิจการอีกด้วย

2) ก่อให้เกิดการระดมทุนแบบใหม่ [16]

ในการเข้าครอบงำกิจการ ผู้เข้าครอบงำกิจการจำเป็นต้องใช้เงินทุนจำนวนมาก ซึ่งมีความเสี่ยงสูง จึงกระตุ้นในเกิดวิวัฒนาการทางการเงินอื่นๆขึ้นมา เช่น การออกตราสารทางการเงิน และตราสารป้องกันความเสี่ยงต่างๆ อย่างไรก็ตาม การระดมเงินทุนนี้ควรมีวัตถุประสงค์ที่ชัดเจนว่าเป็นการระดมเงินทุนเพื่อการเข้าไปบริหารในกิจการที่จะเข้าไปครอบงำกิจการมิใช่เป็นไปเพื่อการเข้าไปกอบโกยเอาประโยชน์จากธุรกิจนั้นๆอันเป็นการหวังกำไรระยะสั้น อันจะนำไปสู่ความเสียหายต่อบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายและผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทที่ยังคงเหลืออยู่

3) เพิ่มประสิทธิภาพในบริษัทที่มีการจัดการที่ไม่มีประสิทธิภาพ

ตามทฤษฎีว่าด้วยการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency Theory) ซึ่งเห็นว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานไม่ดีเพราะผู้บริหารไม่มีประสิทธิภาพ ดังนั้นบริษัทที่มีผู้บริหารที่มีประสิทธิภาพก็อาจเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในบริษัทอื่น โดยมากจะเป็นการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร ที่ผู้เข้าครอบงำกิจการจะดำเนินการเปลี่ยนกลุ่มผู้บริหารเพื่อให้ผลการดำเนินงานภายหลังจากมีการเข้าครอบงำกิจการดีขึ้น และเมื่อกิจการได้รับการฟื้นฟูโดยผู้เข้าครอบงำกิจการหรือผู้บริหารคนใหม่ที่มีประสิทธิภาพ ทรัพยากรใดๆที่แต่เดิมยังไม่มีการนำมาใช้

---

[15] วิไลวรรณ วรรณนิธิกุล, เศรษฐศาสตร์อุตสาหกรรมและทฤษฎีต้นทุน (industrial economics and cost theory),พิมพ์ครั้งที่ 3, (กรุงเทพมหานคร:มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมธิราช, 2538) น. 424.

[16] กมลทิพย์ เลิศวิทย์วรเทพ ผกามาศ แซ่โต๊ะ, และ สมใจ คุณปสุต, *อ้างแล้ว เชิงอรรถที่ 3*, น.27.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

อย่างมีประสิทธิภาพ จะถูกนำมาใช้อย่างมีประสิทธิภาพ รวมทั้งพนักงานในบริษัทเป้าหมาย ที่แต่เดิมบริษัทที่อาจเลิกจ้างเนื่องจากไม่สามารถดำเนินกิจการต่อไปได้ ก็อาจได้รับการจ้างงานโดยผู้บริหารชุดใหม่ภายหลังการเข้าครอบงำกิจการอีกด้วย

4) เพิ่มรายได้จากการลงทุนแก่ผู้ถือหุ้น[17]

ในการเข้าครอบงำกิจการ ผู้จะเข้าครอบงำกิจการย่อมต้องเสนอซื้อหุ้นในราคาที่สูงกว่าราคาตลาด จึงเป็นการเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นได้รับการเสนอซื้อหุ้นที่ตนถืออยู่ในราคาที่สูงกว่าราคาที่เสนอซื้อทั่วไปในตลาด อันเป็นการเสริมรายได้จากการลงทุนแก่ผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมาย

1.4.2 ผลกระทบจากการเข้าครอบงำกิจการ

1) ผลกระทบต่อการแข่งขัน

ในการเข้าครอบงำกิจการในธุรกิจที่มีความสัมพันธ์ระดับเดียวกัน(Horizontal)[18] หากบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายหรือบริษัทผู้เข้าครอบงำเป็นกิจการที่มีการหน่วยผลิตขนาดใหญ่ อาจส่งผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างตลาดอันส่งผลให้การแข่งขันในตลาดลดลงหรือถึงขั้นทำให้การแข่งขันในตลาดหมดไปได้ อันอาจเกิดผลกระทบต่อผู้ประกอบการรายเล็กที่ไม่สามารถแข่งขันกับผู้ประกอบการที่มีอำนาจเพิ่มขึ้นในตลาด ซึ่งทำให้เกิดความสูญเสียทางเศรษฐกิจและมีผลเสียต่อผู้บริโภคด้วยในบางกรณี เช่น ทำให้ผู้ประกอบการรายใหญ่ที่มีอำนาจในตลาดสามารถกำหนดราคาตลาดของสินค้าหรือบริการได้ตามความต้องการ[19]

---

[17] Michael, C. Jensen. (Summer 1986). The Takeover Controversy: Analysis and Evidence, Midland Corporate Finance Journal, 4(2), p.314. (Retrieved March 30, 2009, from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173452)

[18] สุกัญญา เทพหัสดิน ณ อยุธยา, *อ้างแล้ว เชิงอรรถที่ 4*, น.16.

[19] บริษัท เบเคอร์ แอนด์ แม็คเค็นซี่ จำกัด, รายงานการวิจัยเรื่อง กฎหมาย ระเบียบต่าง ๆ และกฎหมายภาษีที่เกี่ยวข้องกับการควบรวมกิจการในประเทศไทย สหรัฐอเมริกา และสหภาพยุโรป(Laws, Regulations and Tax Framework Related to Business Mergers in Thailand, the United States and the European Union) เสนอต่อสถาบันกฎหมายพัฒนาเศรษฐกิจ สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา, กันยายน 2546 น.16.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

2) ผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัทเป้าหมาย

ส่วนมากผู้เข้าครอบงำกิจการรายใหม่มักจะเปลี่ยนตัวผู้บริหารเพื่อให้เกิดความสะดวกในการควบคุมบริหารงาน หากผู้บริหารชุดใหม่ที่เข้ามาบริหารขาดประสบการณ์หรือความชำนาญในการบริหารงาน ไม่สามารถบริหารกิจการให้กิจการมีความเจริญเติบโตได้กับบริษัทได้เท่ากับผู้บริหารชุดเดิม ย่อมส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนในภาพลักษณ์ของบริษัทนั้นๆด้วย

3) ผลกระทบต่อเจ้าของหรือผู้บริหารบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย

ในกรณีที่บริษัทเป้าหมายสามารถตกลงกับผู้จะเข้าครอบงำกิจการได้ย่อมไม่มีปัญหาใดๆต่อเจ้าของหรือผู้บริหารในบริษัทเป้าหมาย แต่หากเป็นกรณีที่ผู้บริหารในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายไม่ประสงค์จะให้มีการเข้าครอบงำกิจการแล้วย่อมเกิดปัญหาเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะกรณีที่ผู้บริหารบริษัทนั้นทุ่มเททำงานอย่างเต็มที่ หรือมีโครงการที่ดีที่จะจัดการดำเนินการอย่างต่อเนื่อง การที่มีการเปลี่ยนแปลงผู้เข้าครอบงำกิจการย่อมมีผลต่อการดำเนินนโยบาย ย่อมทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงแผนการดำเนินงานและคณะทำงานต่างๆที่เตรียมไว้ และเป็นเหตุให้ผู้บริหารชุดเดิมไม่ได้รับผลประโยชน์จากผลงานที่ตนตั้งใจทำไว้ในระยะยาว ทำให้เกิดการข้อพิพาทถึงขึ้นฟ้องร้องเป็นคดีความกัน ซึ่งนอกจากจะเสียเวลาและค่าใช้จ่ายแล้ว ยังทำให้แผนการดำเนินการของบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายต้องหยุดชะงักชั่วคราวด้วย[20]

4) ผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย

ผู้ถือหุ้นมีส่วนได้เสียโดยตรงในผลประกอบการของบริษัท ดังนั้นหากผู้เข้าครอบงำกิจการรายใหม่มีประสิทธิภาพดี ย่อมเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นโดยรวมที่จะได้รับเงินปันผลสูงขึ้น แต่หากผู้เข้าครอบงำกิจการรายใหม่มิได้มีนโยบายในการบริหารงานให้ก้าวหน้า หรือเพิ่มปรโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นแล้ว นอกจากผู้ถือหุ้นจะได้รับเงินปันผลน้อยลงแล้ว ผู้ถือหุ้นอาจย่อมต้องรับในผลขาดทุนจาการประกอบกิจการของบริษัทด้วย

5) ผลกระทบต่อบุคลากรภายในบริษัท

เมื่อมีการเข้าครอบงำกิจการโดยผู้บริหารชุดใหม่ อาจส่งผลให้การดำเนินการและนโยบายของบริษัทเปลี่ยนแปลงไป เช่น การกำหนดโครงสร้างพนักงาน สิทธิประโยชน์หรือสวัสดิการพนักงาน เงินเดือน โบนัส ตลอดจนวิธีการขึ้นเงินเดือน การเลื่อนขั้นที่ต้องแตกต่างกัน

---

[20]กัลยา หมื่นสวัสดิ์, “การซื้อหุ้นเพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจในการจัดการในบริษัท,” (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2534) น. 28.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

ออกไป ซึ่งส่งผลกระทบต่อขวัญและกำลังใจในการทำงานของพนักงาน โดยเฉพาะผู้ที่ได้ทำงานให้กับบริษัทมาเป็นระยะเวลานานอาจไม่พึงพอใจกับสภาพการทำงานใหม่[21]

6) ผลกระทบต่อเจ้าหนี้บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย

การเข้าครอบงำกิจการอาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของเจ้าหนี้ เนื่องจากเจ้าหนี้ย่อมไม่อาจทราบถึงความสามารถในการบริหารจัดการของผู้บริหารชุดใหม่หรือผู้เข้าครอบงำกิจการชุดใหม่ว่าจะบริหารงานล้มเหลว อันเป็นผลให้หลักประกันในการชำระหนี้ของบริษัทลดลงหรือไม่[22]

จากที่กล่าวมาจะเห็นได้ว่า แม้การเข้าครอบงำกิจการในหลายกรณีอาจก่อให้เกิดประโยชน์ต่อบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายโดยเฉพาะการเข้าครอบงำกิจการในรูปแบบที่เป็นมิตร แต่ขณะเดียวกันการเข้าครอบงำกิจการในบางกรณีโดยเฉพาะในรูปแบบที่ไม่เป็นมิตรก็อาจส่งผลกระทบต่อบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายได้หลายประการ ซึ่งหากเป็นกรณีหลังก็อาจทำให้ผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายได้รับความเสียหาย และพยายามหาวิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการในลักษณะที่อาจก่อให้เกิดผลเสียเช่นนี้

อย่างไรก็ตามการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนี้ควรกระทำได้ภายในขอบเขตและเงื่อนไขที่เหมาะสม ชัดเจน และเป็นกรณีจำกัดเพื่อประโยชน์ของบริษัทโดยรวมเท่านั้น มิใช่เป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายที่ไม่ต้องการให้มีการเข้าครอบงำกิจการจากบุคคลภายนอก เพราะหากมองในด้านของผู้จะเข้าครอบงำกิจการย่อมมีเป้าหมายและวัตถุประสงค์ของการเข้าครอบงำกิจการและต้องเสียค่าใช้จ่ายจำนวนมาก ถ้าผู้จะเข้าครอบงำกิจการมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและเป็นประโยชน์ต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวมในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายแล้ว การป้องกันการเข้าครอบงำกิจการก็จะกลายเป็นเครื่องมือของผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่บางรายที่จะนำเงินของบริษัทไปใช้ต่อสู้กับการเข้าครอบงำกิจการโดยมุ่งหมายเพียงเพื่อรักษาประโยชน์ของกลุ่มของตนเท่านั้น จึงควรพิจารณาว่ามีกรณีใดบ้างที่บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายจะสามารถใช้วิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้โดยชอบด้วยกฎหมาย

---

[21] *เพิ่งอ้าง*, น. 31.

[22] *เพิ่งอ้าง*, น. 159.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

2. การป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร

ในหัวข้อนี้ผู้เขียนจะศึกษาถึงแนวคิดและประโยชน์ของการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการประเภทดังกล่าวว่าควรอยู่ในขอบเขตหรือหลักการใด รวมถึงศึกษาถึงรูปแบบของการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการที่ใช้กันในปัจจุบันว่ามีรูปแบบใดบ้าง

2.1 แนวคิดและประโยชน์ของการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร

บริษัทที่จะตกเป็นเป้าหมายการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร มักจะเป็นบริษัทที่มีราคาหุ้นในตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Instinct Value) เนื่องจากขณะนั้นอาจจะกำลังประสบปัญหาใดปัญหาหนึ่งในการดำเนินงานอยู่ จึงส่งผลทำให้ตัวเลขผลประกอบการออกมาไม่เป็นที่น่าพอใจ ทำให้ราคาหุ้นในตลาดตกลงมา แต่บริษัทยังมีศักยภาพในการฟื้นตัวหรือพัฒนาในระยะยาวได้ หรือกิจการนั้นยังมีทรัพย์สินที่มีมูลค่าอยู่ เช่น มีที่ดินที่ยังไม่ได้ตีราคาตลาดเพิ่ม หรือ มีตราสินค้า ลิขสิทธิ์ สิทธิบัตรที่มีมูลค่าทางการตลาดสูงกว่าทางบัญชีมาก รวมถึงกิจการที่มีเงินสดเก็บเอาไว้ในสัดส่วนที่สูงมาก ทำให้ตกเป็นเป้าหมายดึงดูดใจให้บุคคลภายนอกเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรขึ้นได้

ทฤษฎีเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์[23]มีความเห็นเกี่ยวกับการใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรไว้ โดยแบ่งออกได้เป็น 2 แนวความคิดดังนี้

1.) แนวความคิดว่าตลาดมีประสิทธิภาพ (The Efficient Capital Market Hypothesis: ECMH)

---

[23] ตลาดหลักทรัพย์ที่ดีนั้นต้องมีลักษณะ 3 ประการ ดังนี้

(1) เป็นตลาดที่มีความยุติธรรม (Fairness) กล่าวคือ ผู้ซื้อและผู้ขายทุกคนอยู่ในฐานะที่จะได้รับข้อมูลโดยเท่าเทียมกัน

(2) เป็นตลาดที่สภาพคล่อง (Liquidity) กล่าวคือ สภาพการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ต้องซื้อง่ายขายคล่อง

(3) เป็นตลาดที่มีราคาขึ้นฃลงอย่างเป็นระเบียบ (Orderly) กล่าวคือ การขึ้นลงของราคาต้องเป็นไปอย่างมีเหตุมีผลและเป็นขั้นตอน

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

แนวความคิดว่าตลาดมีประสิทธิภาพ[24] มองว่า ราคาหุ้นในตลาดสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท Easter Brook และ Fischel [25] ได้เน้นว่า "ตลาดมีประสิทธิภาพ" นั้นต้องเกิดจากข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับราคาหุ้นทั้งหมดจะต้องถูกนำมาเปิดเผยต่อสาธารณะแล้ว และข้อมูลล่าสุดของบริษัทเท่านั้นที่จะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ทฤษฎีนี้เห็นว่าเมื่อราคาหุ้นของบริษัทในตลาดต่ำกว่าความเป็นจริงย่อมสะท้อนว่าเกิดจากการบริหารดำเนินงานไม่ดี และเมื่อนักลงทุนภายนอกเชื่อว่ามูลค่าที่แท้จริงของบริษัทสูงกว่าราคาหุ้นที่ปรากฏในตลาด ก็จะเข้าซื้อหุ้นเพื่อเข้าไปเปลี่ยนแปลงการบริหารดำเนินงานให้หุ้นของบริษัทนั้นๆสูงขึ้นจนถึงมูลค่าตามที่เป็นจริง ดังนั้นการที่ราคาหุ้นในตลาดต่ำกว่าความเป็นจริงย่อมเป็นการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนกลุ่มหนึ่งว่าบริษัทนั้นควรจะตกเป็นเป้าหมายการเข้าครอบงำกิจการ

ผู้ที่ยอมรับแนวความคิดนี้ ยอมรับหลักที่เรียกว่า "Rule of Passivity" กล่าวคือ เมื่อบริษัทเผชิญหน้ากับการเข้าครอบงำกิจการ บริษัทควรกระทำการในเชิงรับมากกว่าเชิงรุก Professor Gilson[26] ได้อธิบายเพิ่มเติมว่า เมื่อบริษัทต้องเผชิญกับการเข้าครอบงำกิจการ ผู้บริหารในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายไม่ควรกระทำการอื่นใด นอกจากการเปิดเผยข้อมูลซึ่งอาจทำให้บริษัทตนเองลดความน่าสนใจลงไป ดังนั้นตามแนวความคิดนี้ บริษัทจึงไม่ควรใช้วิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ อีกทั้งตามแนวความคิดหลักเสรีภาพในการทำสัญญา (Freedom of Contract) เห็นว่าบุคคนควรมีเสรีภาพในการเข้าทำสัญญา ดังนั้นผู้จะเข้าครอบงำกิจการจึงสามารถทำ

---

[24] ข้อเสนอแนะของ Mr. Eugene Fama ซึ่งปัจจุบันดำรงตำแหน่งศาสตราจารย์ คณะบริหารธุรกิจแห่งมหาวิทยาลัยชิคาโก ประเทศสหรัฐอเมริกา ได้นำเสนอทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ในวิทยานิพนธ์ระดับปริญญาเอกของเขา (Random Walks in Stock Market Prices, 1965)

[25]Frank H. Easterbrook and Daniel R.Fischel, "The Economic Structure of Corprate Law" Canadian Business Law Journal, 23, p. 145, 1994 (Retrieved April 27, 2009 from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1152313)

[26] Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman "The Mechanisms of Market Efficiency" Virginia Law Review, Vol. 70, No. 4, Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation (May, 1984), pp. 549-644.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

สัญญาขอซื้อหุ้นกับผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายได้โดยปราศจากการแทรกแซงของผู้บริหารบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย

อย่างไรก็ตาม แนวความคิดนี้อาจก่อให้เกิดผลเสียต่อผู้ถือหุ้นมากกว่าผลดี เพราะหากการปล่อยให้ผู้จะเข้าครอบงำกิจการเข้าเจรจาซื้อหุ้นโดยตรงจากผู้ถือหุ้น โดยปราศจากการแทรกแซงของบริษัท ย่อมทำให้ผู้ถือหุ้นในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายไม่อาจทราบถึงมูลค่าที่แท้จริงของราคาหุ้นที่ตนถืออยู่ อาจจะเพราะผู้ถือหุ้นได้รับข้อมูลที่ไม่เพียงพอต่อการตัดสินใจว่าจะขายให้แก่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการดีหรือไม่ นอกจากนั้น ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นจะไม่ประสงค์จะขายหุ้นแก่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการ แต่เมื่อผู้จะเข้าครอบงำกิจการเข้าถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายถึงจุดที่กฎหมายกำหนดให้ต้องทำคำเสนอซื้อต่อผู้ถือหุ้นทุกราย (Mandatory Bid) แล้ว ผู้ถือหุ้นที่ยังคงถือหุ้นอยู่อาจรู้สึกว่าตนไม่มีทางเลือก จึงขายหุ้นให้แก่ผู้เข้าครอบงำกิจการไป

2.) แนวความคิดที่ว่าราคาหุ้นอาจจะไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท

Lipton[27] ได้กล่าวว่า ราคาหุ้นในตลาดอาจไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทเสมอไป โดยตั้งข้อสังเกตเกี่ยวกับแนวความคิดว่าตลาดมีประสิทธิภาพไว้ 3 ประการ ดังนี้

ประการแรก ความมีประสิทธิภาพของตลาด กับ ราคาที่แท้จริงของมูลค่าหุ้นของบริษัทตามแนวความคิดว่าตลาดมีประสิทธิภาพ (ECMH) ที่เห็นว่าข้อมูลของบริษัททั้งหมดจะสะท้อนออกมาในราคาตลาด Lipton เห็นว่าแนวความคิดดังกล่าวล้มเหลวอย่างสิ้นเชิง เนื่องจากราคาตลาดไม่สามารถสะท้อนถึงราคาที่แท้จริงของบริษัทได้อย่างถูกต้องแท้จริง นอกจากนั้น Michael Wachter[28] ยังกล่าวว่า เมื่อใดก็ตามที่ราคาหุ้นในตลาดสามารถสะท้อนมูลค่าหุ้นที่แท้จริงของบริษัทได้แล้ว หากราคาหุ้นในตลาดลงไปต่ำกว่าความเป็นจริง เหตุการณ์นั้นจะเกิดขึ้น

---

[27] Michael, L. Wachter. (Jan., 2003). “Takeover Defense When Financial Markets Are (Only) Relatively Efficient”. University of Pennsylvania Law Review, 151(3). pp. 787-824 Retrieved March 30, 2009, from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=330620

[28] Wachter ได้กล่าวอ้างถึงคำวินิจฉัยของ The United Chancery Court ที่ให้คำนิยามคำว่า “มูลค่าที่แท้จริงของบริษัท” (Corporation’s intrinsic value) หมายถึง มูลค่าของบริษัทโดยพิจารณาทางเทคนิคหรือทางวิชาการซึ่งใช้โดยทั่วไปและที่เป็นที่ยอมรับกันในวงการทางการเงิน และรวมถึง องค์ประกอบและปัจจัยทุกประการที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหรือเพิ่มมูลค่าราคาหุ้นในตลาดหรือมูลค่าสินทรัพย์หรือเงินปันผลหรือส่วนกำไรที่คาดการณ์ได้

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

เพียงชั่วคราว เพราะราคาย่อมจะกลับมาเป็นราคาที่แท้จริงเช่นเดิม และในความเป็นจริงผู้บริหารย่อมอยู่ในสถานะที่จะทราบถึงข้อมูลและมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นมากกว่าบุคคลอื่น ดังนั้น การที่จะถือว่าผู้เกี่ยวข้องทั้งหมดในตลาดทราบถึงข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวกับราคาตลาดอย่างเท่าเทียมกัน ในทางปฏิบัติจึงมีความเป็นไปได้น้อยมาก ทำให้แนวความคิดว่าตลาดมีประสิทธิภาพไม่น่าจะเป็นจริง

ประการที่สอง ในแง่บทบาทหน้าที่ของกรรมการ Lipton เห็นว่าเมื่อบริษัทต้องเผชิญหน้ากับการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร กรรมการควรมีบทบาทในเชิงรุก (Rule of Active) เนื่องจากผู้บริหารหรือกรรมการอยู่ในสถานะที่จะทราบถึงสถานการณ์การเข้าครอบงำกิจการและผลที่จะเกิดขึ้นภายหลังการเข้าครอบงำกิจการได้ดีที่สุด กรรมการจึงควรมีบทบาทสำคัญในการกำหนดราคาที่เหมาะสม ผลกระทบจากการเข้าครอบงำกิจการที่อาจเกิดขึ้นต่อผู้ถือหุ้นหรือบุคคลอื่นๆที่เกี่ยวข้อง และจำนวนหุ้นที่จะถูกเสนอซื้อ

ประการสุดท้าย คณะกรรมการบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายมีหน้าที่ต้องกระทำการภายใต้หลักความซื่อสัตย์สุจริต (Fiduciary Duties) และการกระทำเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท ในขณะที่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการไม่มีหน้าที่ดังกล่าวต่อบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย ผู้จะเข้าครอบงำกิจการจึงไม่จำต้องคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย อีกทั้งไม่มีกฎหมายหรือแนวปฏิบัติใดที่รับรองได้ว่าผู้จะเข้าครอบงำกิจการได้กระทำการเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายมากกว่าประโยชน์ของตนเอง ทำให้ผู้จะเข้าครอบงำกิจการย่อมประสงค์ที่จะเสนอซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมายในราคาที่ต่ำที่สุด ในขณะที่ผู้ถือหุ้นในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายย่อมประสงค์จะขายหุ้นในราคาสูงที่สุด ผู้บริหารหรือกรรมการในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายจึงควรมีบทบาทสำคัญในการรักษาประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

ดังนั้น ตามแนวความคิดนี้จึงเห็นว่าตราบใดที่ราคาหุ้นในตลาดยังไม่สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทได้ทั้งหมด การใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรจึงเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายเพื่อให้ผู้ถือหุ้นในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายได้มีโอกาสทราบถึงข้อมูลถูกต้องและเพียงพอในการตัดสินใจนั่นเอง[29]

---

[29] Sheroda Jorgina Novis, “Strategy on the Hostile front Director : Walking the Fiduciary tightrope in the face of a hostile bid”, University of Cape Town. (Retrieved December16, 2008, from http://Lawspace.Law.act.ac.za:8080/dspace/bitsream/2165/333/1/NVSSHE001.pdf

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

2.2 หลักการเกี่ยวกับการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร[30]

เมื่อบริษัทตกเป็นเป้าหมายการเข้าครอบงำกิจการ ผู้บริหารควรมีบทบาทสำคัญในการตัดสินใจเพื่อป้องกันการกระทำดังกล่าวเพราะถือเป็นบุคคลที่ทราบข้อมูลกี่ยวกับบริษัทได้ดีที่สุด อย่างไรก็ตามผู้บริหารอาจพิจารณาตัดสินใจโดยคำนึงถึงประโยชน์ส่วนตนมาก่อนประโยชน์ส่วนรวม ทำให้การตัดสินใจนั้นไม่ได้สะท้อนถึงเจตนารมณ์ที่แท้จริงของผู้ถือหุ้นโดยรวม จึงควรมีหลักพิจารณาบางประการที่ผู้บริหารควรคำนึงถึงก่อนการใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ

ในต่างประเทศกำหนดให้บริษัทสามารถใช้วิธีป้องกันการเข้าครอบงำกิจการต่อเมื่อผู้บริหารเห็นว่า การกระทำนั้นเป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวม เช่น เพื่อป้องกันการทำกรีนเมลล์ (Greenmail) ซึ่งเกิดขึ้นโดยผู้เข้าซื้อหุ้นที่เรียกว่า Raider เข้าสะสมหุ้นของบริษัทเป้าหมายไปเรื่อยๆจนถึงจำนวนมากพอควรที่จะใช้อำนาจในการบริหารจัดการบริษัทได้ ก็จะประกาศเข้าครอบงำกิจการเพื่อใช้สิทธิในการออกเสียงเพื่ออนุมัติจ่ายค่าตอบแทนให้แก่พรรคพวกของตน อันนำไปสู่ความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้นรายอื่นๆในบริษัท หรือผู้เข้าซื้อหุ้นอาจจะสะสมหุ้นจนได้จำนวนมากพอเพื่อนำมาเสนอขายให้แก่บริษัทในราคาที่สูง โดยขู่ว่าหากบริษัทไม่ซื้อก็จะขายให้กับบุคคลอื่นที่พร้อมจะเข้าครอบงำกิจการนั้นๆ, เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการโดยมีเจตนาเพื่อเข้าไปจัดการทรัพย์สินของบริษัทเป้าหมายไปในทางเสียหาย (Cannibalize) หรือเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการโดยการเข้าซื้อหุ้นโดยบีบบังคับให้ผู้ขายหุ้นต้องขายหุ้นให้แก่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการ โดยผู้จะเข้าครอบงำกิจการวางแผนแบ่งการเข้าซื้อหุ้นออกเป็น 2 ขั้นตอน โดยผู้ถูกบังคับซื้อหุ้นในรอบหลังจะถูกบังคับให้ขายหุ้นในราคาที่ถูกกว่าหรือเสียเปรียบผู้ที่ขายหุ้นไปในรอบแรกที่เรียกว่า Two-tiered Takeover[31] หรือการเข้าครอบงำกิจการในลักษณะอื่นใดที่จะก่อให้เกิดความเสียหายต่อนโยบายหรือผู้ถือหุ้นรายอื่นของบริษัทเป้าหมาย

---

[30] Ministry of Economy, Trade and Industry Ministry of Justice, Guidelines Regarding Takeover Defense for the Purpose of Protection and Enhancement of Corporate Value and Shareholder's Common Interests (Summary), May 27, 2005 pp.1-3.

[31] อัญญา ขันธวิทย์, *อ้างแล้ว เชิงอรรถที่ 2* น.540-544.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

ทั้งนี้ เมื่อบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายจะใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ หลักการที่บริษัทควรคำนึงถึงเพื่อให้การใช้วิธีการดังกล่าวเป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริง มีดังนี้[32]

(1) หลักการปกป้องประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวม (Principle of Protecting the Interests of Shareholders as a Whole) ผู้บริหารไม่ควรใช้วิธีป้องกันการเข้าครอบงำกิจการเพียงเพื่อรักษาประโยชน์ของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับการบริหาร (Stakeholders) มากไปกว่าการรักษาประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (Shareholders) โดยรวม เพื่อไม่ให้การใช้วิธีการป้องกันถูกใช้ไปในเพียงเพื่อการรักษาตำแหน่งของผู้บริหาร

(2) หลักการเปิดเผยข้อมูลล่วงหน้า (Principle of Prior Disclosure) โดยมีรายละเอียดเกี่ยวกับการใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้ทราบข้อมูลอย่างเพียงพอเพื่อใช้ในการตัดสินใจว่าการเข้าครอบงำกิจการนั้นสมควรจะถูกป้องกันหรือไม่ และวิธีการที่ใช้ป้องกันมีผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นมากน้อยเพียงใด ข้อมูลที่ควรเปิดเผยล่วงหน้า เช่น ความเห็นของผู้บริหารเกี่ยวกับราคาหุ้นที่เสนอซื้อ สถานะทางการเงินของบริษัท ฯลฯ

(3) หลักเจตนารมณ์ที่แท้จริงของผู้ถือหุ้น (Principle of Shareholder' Will) การใช้วิธีป้องกันการเข้าครอบงำกิจการต้องเป็นสิ่งสะท้อนถึงเจตนาอันแท้จริงของผู้ถือหุ้น ซึ่งในการแสดงเจตนาของผู้ถือหุ้นจะเกิดขึ้นโดยถูกต้อง ต่อเมื่อคณะกรรมการได้เปิดเผยข้อมูลและส่งความเห็นเกี่ยวกับการเข้าครอบงำกิจการและความจำเป็นของการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการต่อผู้ถือหุ้นอย่างเพียงพอและครบถ้วนแล้ว

(4) หลักความจำเป็นและมีเหตุผลอันสมควร (Principle of Ensuring the Necessity and Reasonableness) การใช้วิธีป้องกันต้องไม่มากจนเกินขอบเขต ควรอยู่ในขอบเขตที่กฎหมายอนุญาตให้กระทำได้ โดยคำนึงถึงหลักความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นและการปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้น เพื่อมิให้ผู้บริหารหรือคณะกรรมการใช้อำนาจเกินความจำเป็น

หลักการที่กล่าวมาข้างต้น จึงกล่าวได้ว่ามิใช่ว่าเมื่อผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายไม่ต้องการให้มีการเข้าครอบงำกิจการแล้วจะสามารถใช้วิธีการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการได้ในทุกกรณี แต่การกระทำดังกล่าวต้องอยู่บนหลักการที่รักษาผลประโยชน์โดยรวมของบริษัท และมีเหตุอันควรเชื่อได้ว่าการเข้าครอบงำกิจการนั้นมี

---

[32] Ministry of Economy, Trade and Industry Ministry of Justice, *supra note 30*

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

วัตถุประสงค์ที่เป็นอันตรายต่อบริษัทหรือผู้ถือหุ้นของบริษัทเท่านั้น หลักการดังกล่าวเป็นหลักประการสำคัญที่ทำหน้าที่ควบคุมไม่ให้ฝ่ายบริหารใช้วิธีการป้องกันการเข้าครอบงำกิจการไปในทางไม่ชอบหรือเพื่อประโยชน์ส่วนตัวของฝ่ายบริหารหรือคณะกรรมการเองและเพื่อให้การกระทำเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการนั้นเป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวมอย่างแท้จริง

2.3 วิธีป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร

วิธีการที่ใช้เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร อาจแบ่งได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ คือ วิธีป้องกันก่อนมีการเข้าครอบงำกิจการ และวิธีป้องกันระหว่างมีการเข้าครอบงำกิจการ ดังนี้

2.3.1 วิธีป้องกันก่อนมีการเข้าครอบงำกิจการ (Preventative Defenses)

บริษัทอาจสร้างมาตรการเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการเป็นเสมือนเกราะป้องกันไว้ก่อนที่จะมีการเข้าครอบงำกิจการได้หลายวิธีการ เช่น

2.3.1.1 การวางยาพิษ (Poison Pill)

วิธีการนี้ถูกนำมาใช้ในประเทศสหรัฐอเมริกาตั้งแต่ ปี 1980 และมักมีการใช้เพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการในบริษัทมหาชนขนาดใหญ่ “การวางยาพิษ”เป็นกลยุทธ์ที่ค่อนข้างซับซ้อน โดยมีความมุ่งหมายที่จะทำให้การจะเข้าครอบงำกิจการเป็นไปโดยต้องใช้ค่าใช้จ่ายที่สูงมาก กล่าวคือ เมื่อมีความจำเป็นบริษัทจะให้สิทธิพิเศษแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทในการซื้อหุ้นของบริษัทในราคาที่กรรมการเห็นว่าน่าจะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทในระยะยาว โดยจะออกใบสำคัญแสดงสิทธิซึ่งอยู่ในลักษณะเป็นการปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท โดยสิทธิพิเศษนี้จะเกิดขึ้นเมื่อมีผู้พยายามเข้าครอบงำกิจการ ทั้งนี้การวางยาอาจทำได้โดยการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นที่จะเข้าซื้อหุ้นได้ในราคาถูกลง 2 เท่าของราคาที่กรรมการกำหนดไว้ วิธีการนี้ทำให้ผู้จะเข้าครอบงำกิจการต้องใช้ค่าใช้จ่ายจำนวนสูงมาก [33]

---

[33] สนใจโปรดศึกษาเพิ่มเติม อัญญา ขันธวิทย์, *อ้างแล้ว เชิงอรรถที่ 2* น.550-555, see also Gaughan Patrick A, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 4th ed., (Hoboken: New Jersey, 2007), pp.175-184.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

2.3.1.2 การปรับระเบียบข้อบังคับของบริษัท (Anti - Takeover Amendment)

การปรับระเบียบข้อบังคับบางครั้งเรียกกันว่า “เครื่องไล่ฉลาม” (Shark Repellents)[34] ซึ่งได้รับพัฒาจากแนวคิดที่ว่า อำนาจในการจัดการบริหารบริษัทเป็นส่วนสำคัญที่จะทำให้การเข้าครอบงำกิจการได้ผลตามแกนที่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการได้วางแผนไว้ โดยผู้จะเข้าครอบงำกิจการต้องได้รับอำนาจในการบริหารบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายเพื่อตนเองจะได้มีสิทธิปรับปรุงและเปลี่ยนแปลงโครงสร้างบริษัทเป้าหมายได้ตามที่ตนเห็นว่าเหมาะสม ดังนั้นส่วนมากแล้วจะมีการปรับข้อบังคับให้มีการเปลี่ยนแปลงคณะผู้บริหารได้ยากขึ้น โดยกำหนดให้กรรมการแต่ละกลุ่มครบวาระแบบทยอยกัน

เช่น มีการปรับข้อบังคับของบริษัทว่ากรรมการบริษัทจะถูกแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม โดยมีเพียงกลุ่มเดียวเท่านั้นที่จะผลัดเปลี่ยนเข้ารับการคัดเลือกมาดำรงตำแน่งในแต่ละปี ซึ่งทำให้ผู้ที่จะเข้ามาครอบงำบริษัทต้องประสบกับความยากลำบากมากขึ้น เนื่องจากไม่สามารถเข้าควบคุมบริหารงานได้ในทันที หรือโดยการกำหนดอัตราส่วนผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนสูงเพื่อให้ความเห็นชอบ (Super Majority Provisions) เป็นการกำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัท บังคับว่าอัตราส่วนของหุ้นในการให้ความเห็นชอบกับการรวมกันของบริษัทต้องได้รับมติหรือความเห็นชอบไม่น้อยกว่า 80% กรณีนี้ผู้จะเข้าครอบงำกิจการจะถูกบังคับให้ต้องซื้อหุ้นในจำนวนที่สูงมากจึงจะมีอำนาจในการบริหารจัดการบริษัท

2.3.1.3 การออกแบบสัญญาว่าจ้างผู้บริหารระดับสูง (Golden Parachute)

เป็นกรณีที่บริษัทได้ตกลงกับผู้บริหารระดับสูงว่า ในกรณีที่มีการครอบงำกิจการได้สำเร็จ และหากมีการเปลี่ยนแปลงคณะผู้บริหาร บริษัทตกลงที่จะจ่ายค่าตอบแทนพิเศษให้ ทำให้บริษัทเป้าหมายจะต้องจ่ายเงินจำนวนมหาศาลหรือให้สิทธิแก่ผู้บริหารในบริษัทที่จะถูกครอบงำกิจการสามารถทำประโยชน์เพื่อให้สิทธิตนเองได้ในลักษณะผลตอบแทนอื่นๆ ซึ่งก็จะทำให้บริษัทที่จะเข้าครอบงำนั้น ต้องจ่ายเงินเป็นจำนวนมากพอสมควร

2.3.2 **วิธีป้องกันระหว่างมีการเข้าครอบงำกิจการ** (Remedial Defenses)

ในบางกรณีบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายอาจไม่มีมาตรการเพื่อเป็นเกราะป้องกันการเข้าครอบงำกิจการไว้ล่วงหน้า ทำให้บุคคลภายนอกเข้าครอบงำกิจการได้โดยง่าย หรือแม้ในกรณีที่บริษัทนั้นมีเกราะป้องกันไว้ก่อนแล้วแต่เพื่อป้องกันไม่ให้การเข้าครอบงำกิจการที่ไม่เป็นที่ต้องการ

---

[34] อัญญา ขันธวิทย์, *เพิ่งอ้าง*, น.545-549.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

เกิดขึ้น บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายก็อาจมีมาตรการป้องกันในระหว่างที่บริษัทกำลังจะถูกครอบงำกิจการได้ ด้วยวิธีดังต่อไปนี้

2.3.2.1 การปรับปรุงโครงสร้างส่วนสินทรัพย์และส่วนเจ้าของ

เมื่อกิจการกำลังจะถูกเข้าครอบงำแล้ว ในกรณีที่บริษัทนั้นประกอบกิจการหลายอย่าง และทราบว่าผู้จะเข้าครอบงำประสงค์เข้าครอบงำเพื่อกิจการอันใด บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายอาจขายกิจการนั้นๆออกไปเพื่อลดความสนใจของผู้เข้าครอบงำกิจการ ซึ่งเรียกว่า "The Crown Jewel Strategy" นอกจากนั้น บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายยังอาจปรับปรุงโครงสร้างในส่วนของทุนบริษัทด้วย โดยกำหนดว่าผู้ถือหุ้นฝ่ายใดจะมีสัดส่วนการถือครองหุ้นเท่าไร การปรับปรุงโครงสร้างของกลุ่มผู้ถือหุ้นนี้มาจากแนวคิดที่ว่า ภายหลังจากการปรับปรุงโครงสร้างสัดส่วนผู้ถือหุ้นแล้ว จะสามารถจำกัดสัดส่วนหรือลดจำนวนหุ้นที่ผู้เข้าครอบงำกิจการครอบครองไว้ได้ และบริษัทผู้ตกเป็นเป้าหมายอาจลดสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้จะเข้าครอบงำกิจการได้โดยการออกหุ้นเพิ่มเติมเพื่อเสนอขายให้กับกลุ่มบุคคลภายนอกที่ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการเข้าครอบงำกิจการโดยเฉพาะเจาะจง ทำให้ผู้จะเข้าครอบงำกิจการต้องใช้ค่าใช้จ่ายสูงขึ้นมากเพื่อรวบรวมหุ้นให้มีเสียงข้างมาก

2.3.2.2 การซื้อหุ้นบริษัทของผู้จะเข้าครอบงำกิจการเพื่อตอบโต้ (Pac Man Defense)

เป็นวิธีการอย่างหนึ่งที่บริษัทที่ตกเป็นหมายใช้เพื่อการการตอบโต้ผู้เข้าซื้อกิจการ กล่าวคือ เมื่อมีบริษัทจะเข้าครอบงำกิจการในกิจการบริษัทเป้าหมาย บริษัทเป้าหมายหรือกลุ่มผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายก็สามารถเข้าไปซื้อหุ้นในบริษัทที่จะเข้ามาครอบงำกิจการกลับคืน ทั้งนี้บริษัทที่จะเข้าครอบงำกิจการนี้จะต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ด้วย บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายจึงจะใช้วิธีการนี้เพื่อการตอบโต้ได้

2.3.2.3 การเสนอให้บุคคลที่สามเข้าซื้อหุ้นของบริษัทตนจากผู้จะเข้าครอบงำกิจการ (White Knight)[35]

บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายอาจเจรจาให้บริษัทอื่นที่มีความสัมพันธ์อันดีต่อกันหรือสถาบันการเงินเข้าซื้อหุ้นของตนจากผู้ขะเข้าครอบงำกิจการเพื่อให้บริษัทตนหลุดพ้นจากการครอบงำกิจการก็ได้ โดยบุคคลที่สามที่เข้ามาช่วยซื้อหุ้นนี้จะเรียกว่า White Knight

---

[35] Sheroda Jorgina Noris, *supra Note 29*, pp.26-27.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

2.3.2.4 การเพิ่มสัดส่วนหนี้ (Leveraged Recapitalization)

เป็นวิธีการที่บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายพยายามลดความน่าสนใจของบริษัทตนเองลงโดยก่อหนี้เพิ่ม ไม่ว่าจะโดยการกู้จากธนาคารพาณิชย์ หรือโดยการออกตราสารหนี้ด้อยสิทธิ และใช้เงินที่ได้จากการก่อหนี้เพิ่มนั้นเพื่อใช้ในการจ่ายเป็นเงินปันผลคืนแก่ผู้ถือหุ้น ทั้งนี้เนื่องจากเมื่อบริษัทไปก่อหนี้สินแล้ว บริษัทย่อมมีภาระที่จะต้องหาเงินสดเพื่อใช้คืนรวมทั้งดอกเบี้ยอีกด้วย ดังนั้นหากมีการเข้าครอบงำกิจการได้สำเร็จบริษัทผู้เข้าครอบงำย่อมต้องรับภาระในการชำระหนี้คืนไปด้วย ทำให้การบริหารดำเนินงานทางด้านการเงินของบริษัทเป้าหมายเป็นไปด้วยความยุ่งยาก

2.3.2.5 การซื้อหุ้นคืน (Share Repurchases / Share Buy Back)

การซื้อหุ้นคืนเป็นวิธีการหนึ่งที่สามารถลดจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วของบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายลง การขอซื้อหุ้นคืนในลักษณะนี้ไม่ได้เกิดจากข้อตกลงที่บริษัทตกลงกับผู้ถือหุ้นไว้ตั้งแต่ต้นว่าบริษัทจะซื้อหุ้นคืน แต่จะเกิดขึ้นเมื่อบริษัทเห็นว่าบริษัทอาจจะถูกครอบงำกิจการจากบุคคลภายนอกแล้ว

การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร มีการนำมาใช้เพื่อวัตถุประสงค์หลายประการ ดังนี้

ประการแรก การซื้อหุ้นคืนสามารถเพิ่มสัดส่วนสิทธิออกเสียงในหุ้นที่ถือโดยฝ่ายบริหารหรือกลุ่มผู้ถือหุ้นที่มีความสัมพันธ์อันดีกับบริษัทซึ่งไม่ประสงค์จะเข้าครอบงำกิจการอันจะส่งผลให้การเข้าครอบงำกิจการนั้นเป็นอันยกเลิกไป

ประการที่สอง บริษัทอาจเสนอซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นในราคาที่สูงกว่าราคาตามคำเสนอซื้อของผู้จะเข้าครอบงำกิจการ ทำให้ผู้จะเข้าครอบงำกิจการต้องเผชิญหน้ากับค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นในการทำคำเสนอซื้อหุ้นบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายในราคาสูงขึ้น ซึ่งอาจทำให้ผู้จะเข้าครอบงำกิจการถอนคำเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการไปได้

ประการที่สาม หุ้นที่จะตอบรับคำเสนอซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายส่วนหนึ่งอาจมาจากผู้จะเข้าครอบงำกิจการเอง ในกรณีที่ผู้จะเข้าครอบงำเห็นว่าตนได้ประโยชน์จากคำเสนอซื้อหุ้นคืนนั้น อันส่งผลให้บริษัทหลุดพ้นจากการเข้าครอบงำกิจการโดยบุคคลภายนอกได้

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

การซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการมีรูปแบบ ประโยชน์ และข้อสมมติฐานที่เกี่ยวข้องดังนี้

(1) รูปแบบของการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ สามารถกระทำได้ใน 2 รูปแบบ[36]

รูปแบบแรก คือ การซื้อหุ้นคืนจากกลุ่มผู้จะเข้าครอบงำกิจการโดยตรง ซึ่งโดยมากจะใช้ในกรณีที่มีผู้สะสมหุ้นของบริษัทจนได้จำนวนมากพอที่จะต่อรองให้บริษัทซื้อคืน โดยขู่ว่าหากบริษัทไม่ซื้อคืนจะเข้าทำการครอบงำกิจการหรือขายต่อให้บุคคลอื่นที่พร้อมจะเข้าครอบงำกิจการที่เรียกว่ากรีนเมลล์ (Greenmail)

รูปแบบที่สอง คือ กรณีที่บริษัทเสนอซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นของบริษัทโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อลดจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว อันเป็นการลดความเสี่ยงของบริษัทเป้าหมายในหุ้นจำนวนที่ผู้จะเข้าครอบงำอาจตกไปอยู่ในมือผู้จะเข้าครอบงำกิจการ

(2) ประโยชน์ของการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ

ก) ประโยชน์ต่อบริษัท การที่บริษัทซื้อหุ้นคืนเป็นการลดจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วออกบริษัทลง เพื่อลดความเสี่ยงในหุ้นที่อาจตกไปอยู่ในมือผู้จะเข้าครอบงำ ในขณะเดียวกันก็เป็นการเพิ่มสัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทและสัดส่วนเงินปันผลที่จะได้รับให้แก่ผู้ถือหุ้นที่จงรักภักดีต่อบริษัท และในกรณีที่บริษัทเป้าหมาย เป็นบริษัทที่ยังสามารถใช้ประโยชน์จากกระแสเงินสดหรือเครดิตทางการเงิน แหล่งเงินกู้ (Credit Resources) ของบริษัทได้ การซื้อหุ้นคืนโดยการใช้ประโยชน์จากกระแสเงินสดหรือเครดิตทางการเงินดังกล่าวอาจจะเป็นวิธีการหนึ่งที่ช่วยลดโอกาสที่จะถูกครอบงำกิจการได้

ข) ประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น การที่บริษัทเข้าซื้อหุ้นคืน บริษัทย่อมต้องเสนอซื้อหุ้นในราคาที่สูงกว่าราคาตลาดและอาจจะสูงกว่าราคาที่เสนอโดยผู้จะเข้าครอบงำกิจการ ทั้งนี้บริษัทจะพิจารณาถึงความเหมาะสมกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับการเสนอ

---

[36] Asjeet, S. Lamba and Ian, M. Ramsay. (1995). Shares Buy-Back: An Empirical Investigation. Centre for Corporate Law and Securities Regulation. The University of Melbourne. http://cclsr.law.unimelb.edu.au/research- papers/Monograph%20Series/Share%20Buy-backs%20final.pdf, January 18, 2009.

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

ราคาซื้อที่ดีที่สุด[37] โดยนำราคาที่บริษัทเสนอซื้อคืนมาเปรียบเทียบกับราคาที่ผู้จะเข้าครอบงำกิจการได้เสนอซื้อไว้ โดยผู้ถือหุ้นมีทางเลือกว่าจะขายหุ้นคืนให้กับบริษัทหรือจะถือหุ้นต่อไปก็ได้ และเมื่อจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วลดลง หุ้นซึ่งถือโดยบริษัทมักจะไม่มีสิทธิออกเสียงและสิทธิได้รับเงินปันผล ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงอาจได้รับเงินปันผลสูงต่อหุ้นขึ้นด้วย[38]

(3) ข้อสมมติฐานเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ มีข้อสมมติฐานที่เกี่ยวข้อง 2 ประการ[39] ดังนี้

ก) ข้อสมมติฐานว่าด้วยการรักษาไว้ซึ่งอำนาจของฝ่ายบริหาร (Management Entrenchment Hypothesis)

สมมติฐานนี้มองว่าการที่ผู้บริหารตัดสินใจที่จะซื้อหุ้นคืนนั้นเป็นการตัดสินใจที่กระทำเพื่อรักษาอำนาจอันเป็นประโยชน์ของตนเองโดยใช้เงินทุนหรือค่าใช้จ่ายที่จ่ายโดยกลุ่มผู้ถือหุ้น เพราะหากมีการเปลี่ยนแปลงอำนาจผู้ครอบงำบริษัทได้สำเร็จแล้ว อาจมีการเปลี่ยนตัวผู้บริหารหรือกรรมการ ทำให้ผู้บริหารต้องหวั่นเกรงว่าตนจะสูญเสียตำแหน่ง การซื้อหุ้นคืนจึงเป็นวิธีการที่ฝ่ายบริหารนำมาเพื่อใช้ทำลายการเข้าครอบงำกิจการเท่านั้น[40]

---

[37] Amnon Mandelbaum, Economic Aspects of Takeovers Regulation with Particular Reference to New Zealand. In John H. Farrar, *Ibid.*, p.244.

[38] หากหุ้นที่บริษัทซื้อคืนมาจะอยู่ในสถานะเป็นหุ้นที่ได้รับอนุญาตแล้วแต่ยังไม่ออกจำหน่าย ทั้งกฎหมายบริษัทต้นแบบสหรัฐอเมริกา (RMBCA) และตามกฎหมายบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 แก้ไขเพิ่มเติม (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2544 ของไทยกำหนดให้หุ้นดังกล่าวไม่มีสิทธิออกเสียงและไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผล

[39] Gaughan A. Patrick, *Supra note 33*, pp.172-173.

[40] มีการศึกษาถึงผลของการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการถูกครอบงำกิจการในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี 1974 – 1980 พบว่าแม้การซื้อหุ้นคืนจะสามารถป้องกันการถูกครอบงำกิจการได้ แต่การซื้อหุ้นคืนก็มีส่วนทำให้ราคาหุ้นต่ำลง จึงเป็นการสนับสนุนสมมติฐานนี้ที่มองว่าการซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้ทำให้ฝ่ายบริหารไม่สูญเสียตำแหน่งให้กับผู้จะเข้าครอบงำกิจการ แต่กลับเป็นผลเสียแก่ผู้ถือหุ้นที่จะต้องรับผลกระทบจากราคาหุ้นที่ลดลงภายหลังการซื้อหุ้นคืนอีกด้วย (William, L. White, Greenmail: Targeted Stock Repurchase and the Management Entrenchment Hypothesis. Harvard Law Review, 98, p.1045.)

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com

ข) ข้อสมมติฐานว่าด้วยเรื่องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (Shareholder's Interest Hypothesis)

สมมติฐานมองแบบตรงกันข้ามกับสมมติฐานแรก กล่าวคือ การที่ผู้บริหารทำการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการถือว่าผู้บริหารกระทำไปเพื่อประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นโดยรวม การซื้อหุ้นคืนเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงว่าบริษัทส่งสัญญาณเกี่ยวกับมูลค่าราคาหุ้นที่แท้จริงของบริษัทว่าราคาหุ้นในตลาดขณะนั้นต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็นที่แท้จริง

แม้ว่าในช่วงระยะแรกของการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการจะมีผู้เห็นด้วยกับข้อสมมติฐานว่าด้วยการรักษาไว้ซึ่งอำนาจของฝ่ายบริหารจำนวนมาก เนื่องจากผลจากการซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้ ทำให้บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายหลุดพ้นจากการเข้าครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรได้ แต่ภายหลังการซื้อหุ้นคืนราคาหุ้นของบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายกลับตกลงอย่างมาก ทำให้การซื้อหุ้นคืนในกรณีนี้ไม่เกิดประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม ต่อมา Thomas C. Harris และ Ian Ramsay[41] ได้ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นของบริษัทเป้าหมายภายหลังจากการซื้อหุ้นคืนในระยะยาว พบว่าแม้ราคาหุ้นของบริษัทเป้าหมายจะตกลงภายหลังบริษัทประกาศซื้อหุ้นคืน แต่เมื่อเปรียบเทียบราคาหุ้นกับช่วงก่อนการเข้าครอบงำกิจการ พบว่าราคาหุ้นบริษัทเป้าหมายสูงขึ้นประมาณ 7.4 % จึงถือว่าการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการมีประโยชน์แก่กลุ่มผู้ถือหุ้นในบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมาย ซึ่งเป็นการสนับสนุนข้อสมมติฐานว่าด้วยเรื่องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังมีการยืนยันว่าการที่บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายใช้เงินซื้อหุ้นของตนเองคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการ ส่งผลให้อุปทานในราคาหุ้นสูงขึ้นมากกว่ากรณีที่บริษัทใช้เงินในการจ่ายเป็นเงินปันผล หรือกรณีที่บริษัทไม่ทำอะไรเลย[42]

ในบทต่อไป ผู้เขียนจะศึกษาถึงข้อที่ควรพิจารณาในกรณีที่บริษัทจะใช้วิธีการซื้อหุ้นคืนเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำกิจการโดยอยู่บนหลักการสำคัญ 2 ประการ คือ เพื่อรักษาประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวมและไม่กระทบต่อหลักการรักษาเงินทุนอันเป็นการให้ความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้บริษัทด้วย

---

[41] Thomas C. Harris and Ian Ramsay, An empirical investigation of Australian buy-backs, Australian journal of corporate law, (1995). p.400.

[42] Laurie Simon Bagwell, Share repurchase and takeover deterrence, Rand Journal of Economic, 22(1) Spring, (1991). pp. 1373 – 1400. Retrieved March 30, 2009, from http://www.jstor.org/stable/2329190

PDF created with pdfFactory Pro trial version www.pdffactory.com