

บทที่ 2

กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของสหรัฐอเมริกา

1 สภาพทั่วไป

การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในสหรัฐอเมริกานั้นมีสถิติในการซื้อกิจการที่สูงมากโดยเป็นการกระทำระหว่างบริษัทในสหรัฐอเมริกาด้วยกันเองหรือเป็นการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการโดยชาวต่างชาติ ประเทศสหรัฐอเมริกาได้มีกฎหมายเข้ามาควบคุมและวางระเบียบอันเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในส่วนนี้ ซึ่งกฎหมายที่ออกมามีทั้งกฎหมายของสหรัฐ (Federal Law) และกฎหมายของมลรัฐอื่น ๆ (State Law) กฎหมายเหล่านี้ได้แก่ กฎหมายบริษัท กฎหมายหลักทรัพย์ กฎหมายป้องกันการผูกขาดและกฎระเบียบทางการค้าต่าง ๆ เป็นต้น ส่วนประเด็นทางกฎหมายที่เกิดขึ้นจะอยู่ในขอบเขตของกฎหมายเหล่านี้มากน้อยเพียงใด หรือจะเกี่ยวข้องกับกฎหมายอื่น ๆ อย่างไรนั้น ขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ของการได้มา ของกิจการอันเป็นลักษณะเฉพาะในธุรกิจด้านนั้น ๆ ซึ่งในส่วนของการศึกษาวิทยานิพนธ์นี้ จะทำการพิจารณาประเด็นของกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในส่วนของการเสนอซื้อหุ้นเป็นสำคัญ

2 กฎหมายเกี่ยวกับเสนอซื้อหุ้นของสหรัฐอเมริกา

กฎหมายเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น (Tender Offer) ของสหรัฐอเมริกาได้บัญญัติไว้ใน The Securities Exchange Act of 1934 ซึ่งต่อไปนี้เรียกว่า "SEA" และ The Williams Act ซึ่ง The Williams Act เป็นกฎหมายที่ออกมาเมื่อวันที่ 29 มกราคม ค.ศ. 1968 โดยเป็นกฎหมายที่บัญญัติขึ้นมาแก้ไข SEA กฎหมายเหล่านี้เป็นกฎหมายในส่วน of หลักการอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น ส่วนรายละเอียดและวิธีการต่าง ๆ ในการปฏิบัติ ตามขั้นตอนต่าง ๆ ของกฎหมายนี้ จะมีการกำหนดไว้ตามกฎหมายและระเบียบที่ออกมามาภายใต้ SEA

กฎหมายอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้นในส่วนของสหรัฐ (Federal Law) จะเข้ามาควบคุมในส่วนของหลักการในการเปิดเผยและให้ข้อมูล ส่วนกฎหมายของมลรัฐ (State Law) จะเข้ามาควบคุมในด้านการกำหนดแนวทางในด้านการจัดการต่างๆ¹

2.1 วัตถุประสงค์ของกฎหมายอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น

วัตถุประสงค์ของกฎหมายในส่วนนี้ เป็นการกำหนดมาตรฐานของการดำเนินการระหว่างผู้เสนอซื้อหุ้น ผู้ถือหุ้น และผู้มีอำนาจในการจัดการของบริษัทเป้าหมาย ซึ่งได้แก่กรรมการ ทั้งนี้การที่มีกฎหมายกำหนดหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอซื้อหุ้น เนื่องจากแต่เดิมนั้นยังมิได้มีการเข้ามาควบคุมในการเสนอซื้อหุ้น จึงทำให้มีการซื้อหุ้นเป็นจำนวนมากโดยการปกปิดซ่อนเร้นและเป็นความลับ การเสนอซื้อหุ้นโดยทั่วไปจะทำการประกาศในวันสุดสัปดาห์ (Saturday Night Special)² อันทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายมีเวลาน้อยมากที่จะตัดสินใจ โดยมีการพิจารณาอย่างรอบคอบ เนื่องจากรายละเอียดและแผนการต่างๆ ของผู้เสนอซื้อหุ้นโดยทั่วไป จะไม่มีการเปิดเผย ทำให้การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการเกิดขึ้นได้โดยง่าย และมีผลกระทบต่อการบริหารงาน ของผู้มีอำนาจบริหารงาน ในบริษัทเป้าหมาย

¹ Joe Anderson, "American Takeover Law," Chulalongkorn Law Journal 13 (march 1990) : P.52.

² Saturday Night Special คือ การเสนอซื้อหุ้น ซึ่งได้กระทำขึ้นโดยไม่มีการบอกกล่าวให้ผู้รู้ล่วงหน้าในสัปดาห์นั้น อันเป็นการทำขึ้นเพื่อจะเข้าถึงบริษัทเป้าหมายด้วยวิธีจู่โจม และให้ความพึงพอใจแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายโดยเป็นการกระทำ ก่อนที่บริษัทเป้าหมายจะได้ออกตอบโต้กลับมา ซึ่ง The Williams Act และกฎหมายอื่น ๆ ได้บัญญัติขึ้นมาเพื่อลดแผนการเหล่านี้ โดยกำหนดช่วงระยะเวลาไว้ เป็นอย่างน้อย เพื่อให้มีระยะเวลาพอสมควรที่จะทำการเสนอซื้อหุ้น มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอ

และสร้างความกดดันให้แก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นสหรัฐอเมริกาจึงเห็นควรวางให้มีการกำหนดกฎหมายขึ้นมาควบคุมโดยกฎหมายนี้ได้กำหนดหน้าที่ให้ผู้เสนอซื้อหุ้น และบริษัทเป้าหมายทำการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งการเปิดเผยของบุคคลเหล่านี้จะเป็นการป้องกันการได้มาซึ่งหุ้นจำนวนมากโดยวิธีการที่ปกปิดซ่อนเร้น และทำให้การได้มาซึ่งหุ้นจำนวนมากเป็นไปโดยสุจริต เพื่อเป็นการชลอการดำเนินการจัดการต่าง ๆ ของผู้เสนอซื้อหุ้นไว้จนกว่าบริษัทเป้าหมายมีเวลาเพียงพอที่จะหาวิธีการต่อสู้หรือป้องกันตนเอง (Defense) นอกจากนี้แล้วยังทำให้ผู้เสนอซื้อหุ้นทราบถึงการจัดการในบริษัทเป้าหมายที่จะขัดขวางการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการด้วยการต้องเปิดเผยถึงข้อมูลในการให้คำแนะนำหรือการจัดการต่าง ๆ เพื่อต่อต้านการเสนอซื้อหุ้นในส่วนนี้ด้วย และจากการเปิดเผยข้อมูลของบุคคลต่าง ๆ เหล่านี้ จะเป็นเหตุให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายได้รับทราบข้อมูลที่สมบูรณ์และเพียงพอก่อนที่จะตัดสินใจใด ๆ ลงไป และนอกจากหลักการของกฎหมายที่กำหนดในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลแล้วกฎหมายยังได้สร้างมาตรการต่าง ๆ ในการให้ความคุ้มครองผู้ถือหุ้น อันเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นด้วย

2.2 องค์กรซึ่งทำหน้าที่บริหารตามกฎหมายตลาดหลักทรัพย์

องค์กรที่มีอำนาจหน้าที่ในการบริหารตามกฎหมายระเบียบและหลักเกณฑ์ตามกฎหมายหลักทรัพย์ของสหรัฐ (Federal Securities) คือ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (The Securities Exchange Commission) ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า "SEC" ซึ่ง SEC นี้เป็นคณะกรรมการที่เป็นอิสระไม่ขึ้นกับหน่วยงานอื่นใด ประกอบด้วยคณะกรรมการ 5 คนที่ได้รับการแต่งตั้งโดยประธานาธิบดีและโดยคำแนะนำ และเห็นชอบของสภาสูงของสหรัฐอเมริกา³ ซึ่งในการเปิดเผยข้อมูลที่จะต้องกระทำตามหลักเกณฑ์ของ SEA นั้น ผู้มีหน้าที่ยื่นข้อมูลจะต้องยื่นข้อมูลต่อ SEC ด้วย

³ Securities Exchange Act of 1934 Art. 4.

2.3 คำนิยามของการเสนอซื้อหุ้นตามกฎหมายของสหรัฐอเมริกา

คำว่า "การเสนอซื้อหุ้น (Tender Offer)" มิได้มีการบัญญัติให้คำนิยามไว้ใน SEA หรือในกฎระเบียบของ SEC เลย แต่ทั้งนี้ก็มีแนวทางในการพิจารณาของ The District Court ในคดี Wellman V. Dickinson,⁴ ซึ่งศาลได้นำหลัก 8 ประการที่ SEC ได้เสนอไว้ มาเป็นแนวทางในการพิจารณา โดยศาลได้กำหนดถึงลักษณะ 8 ประการที่จะพิจารณาว่า Tender Offer มีอยู่หรือไม่ตาม The Williams Act โดยอาศัยหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้⁵

- (1) มีการกระตุ้นและแพร่กระจายในการชักชวนต่อผู้ถือหุ้นโดยทั่วไป เพื่อให้ได้มาซึ่งหุ้นของผู้ออกหุ้น
- (2) การชักชวนทำขึ้นเพื่อให้ได้มา ซึ่งจำนวนหุ้นของผู้ออกหุ้นที่มีจำนวนร้อยละที่เป็นสาระสำคัญ
- (3) การเสนอเพื่อซื้อหุ้นได้ทำขึ้นตามราคา Premium⁶ ซึ่งแตกต่างไปจากราคาตลาดโดยทั่วไป
- (4) ข้อกำหนดของการเสนอซื้อที่มีการแจ้งล่วงหน้าอย่างแน่นอนมากกว่าการเจรจา

⁴ Wellman V. Dickinson 475 F SUPP.783 (S.D.N.Y. 1979)

⁵ Kenneth J. Bialkin, Arthur Fleischer Jr., and Edward F. Greene, Ninth Annual Institute on Acquisition & Takeover, (The United States of America : Prentice Hall Law & Business 1987), PP.9-18.

⁶ Premium เป็นจำนวนเงินที่สูงกว่ามูลค่าตามตลาดอันผู้ถือหุ้นเสนอให้เพื่อจูงใจให้ให้มีการขายหุ้น ซึ่งในการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการที่ไม่เป็นมิตร ผู้เสนอซื้อหุ้นจะมีการเสนอให้ค่า Premium แก่ผู้ถือหุ้นที่ตกลงขายหุ้นของตน ซึ่งตามปกติแล้ว ค่า Premium จะอยู่ในจำนวนเงินประมาณ 50 % ของราคาหุ้นต่อหุ้นที่ทำการซื้อขายในขณะนั้น

- (5) การเสนอซื้อหุ้น มีการระบุจำนวนของหุ้น ที่จะทำการเสนอซื้อไว้เป็นจำนวนที่แน่นอนและบางที อาจระบุจำนวนต่ำสุดและสูงสุดของหุ้นที่จะทำการซื้อไว้ด้วย
- (6) การเสนอซื้อจะ เปิดช่วงเวลาให้ไว้ในระยะเวลาที่จำกัดไว้
- (7) ผู้รับการ เสนอซื้อหุ้นอยู่ภายใต้ความกดดันที่จะขายหุ้นของตนและ
- (8) มีการประกาศต่อสาธารณชน ซึ่งโครงการซื้อหุ้นอันเกี่ยวกับบริษัทเป้าหมายมาก่อนแล้วหรือมีการเข้าร่วมสะสมซื้อหุ้นจำนวนมากอย่างรวดเร็วของหลักทรัพย์ในบริษัทเป้าหมาย

ศาลเป็นจำนวนมากในสหรัฐอเมริกาได้นำเอาหลัก 8 ประการที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นซึ่งเรียกว่า "The Eight Factors Test" เป็นแนวทางในการพิจารณาว่าโครงการของการได้มาซึ่งกิจการต่างๆ ได้ก่อให้เกิดการเสนอซื้อหุ้น (Tender Offer) หรือไม่ แต่อย่างไรก็ตามได้มีศาลอื่นาหลายคดีที่ปฏิเสธในการนำเอาหลักการ 8 ประการนี้มาใช้โดยให้เหตุผลว่าหลักทั้ง 8 ประการนี้สร้างความไม่แน่นอนและก่อให้เกิดความสับสนขึ้นมา ซึ่งในทางปฏิบัติควรจะมีการพิจารณาหลักการที่สมเหตุสมผลมากกว่า

2.4 ขอบเขตของการบังคับใช้กฎหมายอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น

กฎหมายอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้นตาม SEA และ The Williams Act นั้น เป็นกฎหมายที่ใช้บังคับกับการเสนอซื้อหุ้นทั้งหลาย และการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเปิด และการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหลายที่อยู่ภายใต้บังคับของ SEA โดยสาระสำคัญของกฎหมายนี้ใช้บังคับแก่การเสนอซื้อหุ้นของบริษัทดังนี้ ⁷

2.4.1 เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติ

2.4.2 เป็นบริษัทซึ่งเกี่ยวกับการพาณิชย์ระหว่างรัฐ (Interstate Commerce)

⁷ ศูนย์พัฒนากฎหมายและธุรกิจคณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, "อะไรคือกฎหมายเทกโอเวอร์," ประชาชาติธุรกิจ (29 มีนาคม - 1 เมษายน 2532) : 26.

หรือหุ้นของบริษัทที่มีการซื้อขายกันในการพาณิชย์ระหว่างรัฐและบริษัทนั้น มีสินทรัพย์ เป็นจำนวนสูงกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐและมีผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนเกินกว่า 500 คน

กฎหมายในส่วนนี้กำหนดถึงการเสนอซื้อหุ้นที่กระทำขึ้นโดยการชำระเงิน หรือหลักทรัพย์หรือชำระเงินและหลักทรัพย์ร่วมกันในการเสนอซื้อ ซึ่งโดยทั่วไปแล้วการเสนอซื้อหุ้นโดยการชำระเงินจะมีขั้นตอนที่ง่ายกว่าเพราะการเสนอซื้อหุ้นประเภทนี้ให้ค่าตอบแทนเป็นหุ้นนั้นตกอยู่ภายใต้ข้อกำหนดให้ต้องเปิดเผยข้อมูล หรือจดทะเบียนตามข้อกำหนดของ SEA มาตรา 5 ซึ่งสร้างความยุ่งยากในทางปฏิบัติ

2.5 หลักเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลตาม SEA อันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น

ในการได้มาซึ่งหุ้นเป็นจำนวนมากตาม SEA ได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์ในการเปิดเผยข้อมูลไว้หลายกรณีซึ่งขึ้นอยู่กับลักษณะของการได้มาซึ่งหุ้นที่แตกต่างกัน พิจารณาได้ดังนี้

2.5.1 การได้มาซึ่งหุ้นตามหลัก 5% Rule

ตามหลักเกณฑ์ 5% Rule เป็นกรณีของการได้มาของหุ้นของกฎหมาย SEA มาตรา 13(d) ได้กำหนดว่าบุคคลใดได้มา ซึ่งหุ้นอันเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนตามมาตรา 12 ของ SEA หรือของบริษัทประกันภัย หรือบริษัทกองทุนประเภทที่มีลักษณะปิด (Closed End) เป็นจำนวนเกิน 5% ขึ้นไปจะต้องยื่นรายการซึ่งกำหนดไว้ตาม Schedule 13D ต่อบริษัทผู้ออกหุ้นซึ่งได้แก่บริษัทเป้าหมาย และตลาดหลักทรัพย์ที่บริษัทเป้าหมายได้จดทะเบียนไว้และยื่นต่อ SEC ภายใน 10 วันนับจากวันที่ได้มาซึ่งหลักทรัพย์นี้โดยจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลที่มีรายการดังต่อไปนี้⁸

⁸ Louis Loss, Fundamentals of Securities Regulation, (The United States of America : Little , Brown and Company , 1988) , PP.514-515.

1. ข้อมูลประวัติส่วนตัว ภูมิหลังของผู้ได้มาซึ่งหุ้น
2. จำนวนเงินทุน และแหล่งที่มาของเงินทุนที่นำมาใช้ในการซื้อหุ้น ซึ่งรวมไปถึง การกู้ยืมเงินด้วย (ยกเว้นเฉพาะชื่อของธนาคารที่ได้กู้ยืมเงินมาไม่ต้องทำการเปิดเผย ซึ่งเป็น เหตุผลในทางธุรกิจที่จะต้องเก็บไว้เป็นความลับ)
3. แผนการใด ๆ ที่จะชำระบัญชี เลิกบริษัท ขายสินทรัพย์ของบริษัท ควบกิจการหรือ กระทำการใด ๆ ที่มีการเปลี่ยนแปลงในสาระสำคัญขนาดหนึ่งในบริษัทเป้าหมาย ถ้าหากวัตถุประสงค์ของการซื้อหรือการซื้ออันภายใต้ความต้องการได้มาซึ่งการควบคุมบริษัทเป้าหมาย
4. จำนวนของหุ้นที่ผู้ซื้อและผู้เกี่ยวข้องพิเศษ (Associate) มีหุ้นอยู่หรือสิทธิที่จะ ได้มาซึ่งหุ้น และ
5. สัญญาหรือการจัดการใด ๆ ที่มี กับบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายรวมทั้งการโอน การร่วมลงทุน (Joint Venture) กู้ยืมหรือ การจัดการในสิทธิเลือก ซื้อหุ้นก่อน (Option) การค้าประกัน การแบ่งผลของการขาดทุนหรือกำไร การให้หรือเพิก ถอน การมอบอำนาจให้ออกเสียงลงคะแนน (Proxies)

รายการที่ยื่นตามมาตรา ๑๓ นี้เป็นการกำหนดให้ผู้ลงทุนต้องให้ข้อมูล ในการที่จะเข้ามาควบคุมบริษัท และแผนการของตนที่มีต่อบริษัทเป้าหมาย ตลอดจนการเปลี่ยนแปลงอำนาจในการควบคุมด้วย ซึ่งการยื่นรายการตาม Schedule 13D นี้ไม่ได้ต้องการให้เปิดเผยแผนการที่ไม่แน่นอนหรือทำให้มีการคาดการณ์ที่จะทำในอนาคต แต่เป็นเพียงการกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูล เพื่อให้ประชาชนทั่วไปใช้ข้อมูลมาเป็นเหตุผล ในการพิจารณาเรื่องต่าง ๆ ได้⁹

⁹ Ralph C. Ferrara , Meredith M. Brown, And John H. Hall, Takeovers Attack and Survival, (The United States of America : Butterworth Legal Publishers , 1987) , P.50.

¹⁰ Ibid ., PP.40-41.

2.5.2 ข้อยกเว้นพิเศษตามหลัก 5% Rule¹⁰

มาตรา 13 (d) (5) ได้กำหนดข้อยกเว้นไว้ตามหลัก 5% เพื่อเป็นการบรรเทาภาระให้กับสถาบันการลงทุนต่างๆ (Institutional Investors) เช่น ตัวแทนนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ (Broker Dealers) ธนาคาร, บริษัทประกันภัย, บริษัทการลงทุนที่จดทะเบียนที่ปรึกษาการลงทุนต่างๆ ซึ่งกิจการเหล่านี้โดยปกติมักจะมีการทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการได้มาซึ่งหุ้นเป็นปกติทางการค้าอยู่แล้วและไม่ได้มีวัตถุประสงค์ที่จะเข้ามามีอิทธิพลหรือเปลี่ยนแปลงการเข้ามามีอำนาจการควบคุมบริษัทเป้าหมายหรือมิได้มีความสัมพันธ์กับกิจการใดๆ ที่มีวัตถุประสงค์ดังกล่าวข้างต้น¹¹ ดังนั้นกฎหมายในส่วนนี้จึงกำหนดให้ไม่ต้องยื่นรายการตาม Schedule 13D แต่ยื่น Schedule 13G เพียงเท่านั้น ซึ่งมีการให้ข้อมูลที่น้อยกว่า Schedule 13D โดยในการยื่นรายการของสถาบันการลงทุนเหล่านี้จะต้องทำการยื่นภายใน 45 วัน หลังจากวันสิ้นปีปฏิทิน

แต่อย่างไรก็ตามถ้าสถาบันการลงทุนเหล่านี้ได้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายมากกว่า 5% ขึ้นไปและมีพฤติการณ์ ที่อาจจะเห็นได้ว่า พวกเขาได้ถือหุ้นในขณะนี้ด้วยวัตถุประสงค์เพื่อเข้ามามีอิทธิพลในการควบคุมบริษัทเป้าหมาย ผู้ถือหุ้นในลักษณะนี้ต้องยื่นรายการเปิดเผยข้อมูลตาม Schedule 13D ภายใน 10 วันนับจากวันที่ได้ทำการตัดสินใจในส่วนนี้¹²

ในการพิจารณาถึงการถือหุ้นเกิน 5% นั้น กฎหมายยังได้กำหนดมาตรการขึ้นมาป้องกันการใช้สิทธิเสียงในการปฏิบัติตามหลัก 5% Rule โดยมีการกำหนดถึงการได้มาซึ่งหุ้นของกลุ่มบุคคลที่ถือว่าเป็นบุคคลคนเดียวกัน ซึ่งจะต้องมีการยื่นรายการตามหลัก 5% Rule อีกด้วย

¹¹ Rule 13d-1(b).

¹² Rule 13d-3(3).

2.5.3 ผู้เกี่ยวข้องพิเศษในกรณีถือว่าการถือหุ้นเกิน 5% ขึ้นไป เป็นของบุคคลคนเดียวกัน

ตามมาตรา 13 (d) และ 13 (g) ได้กำหนดว่าการถือหุ้นของบุคคล หรือผู้เกี่ยวข้องพิเศษของบุคคลที่มีการได้มา ซึ่งหุ้นเกิน 5% จะต้องยื่นรายการต่อ SEC นั้นได้มีการกำหนดความหมายของบุคคลที่จะถือว่าเป็นของบุคคลที่มีผลประโยชน์ร่วมกัน (Beneficial Owner) ไว้ตาม Rule 13 d-3 ซึ่งตามหลักเกณฑ์ของกฎระเบียบนี้ได้ให้ความหมายของการถือหุ้นที่มีลักษณะเป็นการร่วมกันที่จะดำเนินการในการทำให้ได้มาซึ่งหุ้นจำนวนนี้ เช่น เป็นการลงทุนร่วมกันซึ่งมีอำนาจในการออกเสียงลงคะแนนร่วมกันหรือมีความเกี่ยวพันกันในลักษณะที่เป็นบริษัทแม่และบริษัทในเครือ เป็นต้น¹³ ทั้งนี้หากมีการพิจารณาได้ว่า การถือหุ้นของบุคคล หรือกลุ่มบุคคลใดมีลักษณะที่เข้าหลักเกณฑ์ตาม Rule 13 d-3 แล้ว กรณีเช่นนี้จะต้องคำนวณรวมการถือหุ้นของบุคคลกลุ่มนี้ เป็นการถือหุ้นที่มีลักษณะเป็นของบุคคลคนเดียวกันถือหุ้น และจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ตามมาตรา 13 (d) หรือ 13 (g) ด้วย โดยจะต้องทำการยื่นรายการต่อ SEC ภายใน 10 วัน นับแต่วันที่สมาชิกของกลุ่มกระทำการร่วมกันในการได้มาซึ่งหุ้นเกิน 5%

2.5.4 การแก้ไขเปลี่ยนแปลงรายการตาม Schedule 13 D

ในกรณีที่มีการยื่นรายการตาม Schedule 13 D ไปแล้วหากมีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงรายการที่เป็นสาระสำคัญเกิดขึ้นในภายหลังผู้ยื่นรายการในส่วนนี้จะต้องยื่นรายการแก้ไขเปลี่ยนแปลงใหม่โดยทันที ซึ่งการแก้ไขรายการในส่วนที่เป็นสาระสำคัญนั้น ขึ้นอยู่กับข้อเท็จจริงในแต่ละกรณี ทั้งนี้ตามกฎหมายสหรัฐอเมริกา Rule 13d-2(a) บัญญัติว่าการได้มาซึ่งหุ้นหรือการโอนไปซึ่งหุ้นในจำนวนที่เท่ากับ 1% หรือมากกว่า 1% ว่าเป็นการแก้ไขเปลี่ยนแปลงที่เป็นสาระสำคัญตามวัตถุประสงค์ของกฎหมายนี้ แต่อย่างไรก็ตาม แม้ว่าการได้มา

¹³ Loss, Fundamentals of Securities Regulation , P.517.

หรือโอนไปซึ่งหุ้นมีจำนวนน้อยกว่า 1% ก็ตามอาจจะถือว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงที่เป็นสาระสำคัญ ได้ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับข้อเท็จจริง และสถานการณ์แต่ละกรณีไป ส่วนในเรื่องของการยื่นรายการโดยทันทีนั้นมิได้มีกฎหมายกำหนดไว้อย่างชัดเจนว่าต้องยื่นภายในกี่วันทั้งนี้ SEC ได้กำหนด เป็นแนวทางปฏิบัติว่าเมื่อมีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงตาม Schedule 13 D อันทำให้ต้องยื่นรายการแก้ไขเปลี่ยนแปลงโดยทันทีนั้น หมายความว่า จะต้องยื่นรายการภายในวันนั้นจะต้องตัดสินจากผลกระทบต่อตลาดว่าการเปลี่ยนแปลงข้อเท็จจริง อันทำให้เกิดหน้าที่ที่จะต้องแก้ไขโดยทันที หรือไม่ และมีผลต่อตลาดและบุคคลทั่วไปที่ต้องการให้มีการเปิดเผยล่วงหน้าโดยทันทีหรือไม่ ซึ่งเป็นการพิจารณาตามข้อเท็จจริง แต่อย่างไรก็ตาม หากมีความล่าช้าในการยื่นรายการแก้ไขเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นด้วยเหตุอันควร การยื่นรายการอาจจะไม่ถือตามข้อกำหนดของเรื่องการแก้ไขโดยทันทีได้

จะเห็นได้ว่ากฎหมายของสหรัฐอเมริกา นั้น โดยหลักแล้วกำหนดให้ต้องยื่นรายการแก้ไขเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นโดยทันที แต่อย่างไรก็ตามกฎหมายยังได้ให้โอกาสที่จะผ่อนผันในเรื่องของเวลาออกไปได้ โดยพิจารณาตามสภาพของเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นโดยมีข้ออ้างอันสมควร ซึ่งกฎหมายในส่วนนี้มีความยืดหยุ่นมาก

2.6 การเปิดเผยข้อมูลในกรณีของการเสนอซื้อหุ้นแก่บุคคลทั่วไปตามมาตรา 14 (d)

ในการเปิดเผยข้อมูลตามมาตรานี้ กฎหมายของสหรัฐอเมริกาได้กำหนดถึงหลักเกณฑ์และเงื่อนไขในกรณีของการเสนอซื้อหุ้น โดยกำหนดว่าเป็นการผิดกฎหมายหากบุคคลใดทำการซื้อ หรือ ชื้อหรือ ชื้อชวณในการเสนอซื้อหุ้น ซึ่งผลสุดท้ายของการดำเนินการดังกล่าวจะทำให้บุคคลนี้ได้มาซึ่งหุ้นเกิน 5% แต่อย่างไรก็ตามการเสนอซื้อหุ้น สามารถกระทำได้หากมีการปฏิบัติตามขั้นตอนที่ กฎหมายกำหนดไว้ในส่วนของการเปิดเผยข้อมูลตามขั้นตอนต่าง ๆ ดังนี้คือ

2.6.1 การประกาศโฆษณาในหนังสือพิมพ์

ในขั้นต้นของการเริ่มการเข้าซื้อหุ้น ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์
ที่ The Williams Act กำหนดไว้ คือ¹⁴

(1) ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องประกาศถึงการเสนอซื้อหุ้นในหนังสือพิมพ์ฉบับหนึ่ง
หรือหลายฉบับ

(2) ผู้เสนอซื้อหุ้นต้องประกาศโฆษณาโดยย่อ ถึงการเสนอซื้อหุ้น การ
เปิดเผยข้อมูลที่ได้มีการกำหนดไว้ตามกฎหมายในหนังสือพิมพ์ฉบับหนึ่งหรือหลายฉบับ

(3) ผู้เสนอซื้อหุ้นต้องประกาศ หรือส่ง หรือให้สำเนาของสาระสำคัญใน
การเสนอซื้อหุ้นแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายด้วย และเพื่อให้ผู้เสนอซื้อหุ้นสามารถติดต่อกับผู้ถือ
หุ้นได้ ผู้เสนอซื้อหุ้นสามารถขอรายชื่อผู้ถือหุ้นจากบริษัทเป้าหมายได้อีกด้วย

นอกจากนี้กฎหมายยังได้กำหนดตาม Rule 14 (d) ของ SEA ถึงกรณี
ของการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอซื้อหุ้นไว้อีกด้วย¹⁵

¹⁴ Ralph C. Ferrara , Meredith M. Brown , and John H. Hall ,
Takeovers Attack and Survival , PP.62-63.

¹⁵ Ibid., P.67.

2.6.2 การเปิดเผยข้อมูลตามกรณีของการเสนอซื้อหุ้น

ในการเริ่มต้นเสนอซื้อหุ้นผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องแถลงข้อมูลต่อ SEC และนำเสนอข้อมูลต่อบริษัทเป้าหมาย และผู้เสนอซื้อหุ้นอื่น และต่อตลาดหลักทรัพย์หรือสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ ซึ่งหุ้นของบริษัทเป้าหมายได้ทำการค้าหลักทรัพย์ไว้โดยนำเสนอข้อมูลตาม Schedule 14D-1 ซึ่งมีรายละเอียดคล้าย ๆ กับ Schedule 13D โดยมีการเปิดเผยข้อมูลดังต่อไปนี้

- (1) ประวัติของบริษัทเป้าหมายและที่ตั้งสำนักงานใหญ่ จำนวนของหุ้นที่จะทำการซื้อได้และเงื่อนไขซึ่งเสนอให้กับการเสนอซื้อหุ้น ข้อมูลทางการตลาดอันพิจารณาตามหลักทรัพย์นี้ รวมทั้งราคาตามตลาดของหุ้น
- (2) ประวัติและภูมิหลังของผู้เสนอซื้อหุ้น ซึ่งการเสนอข้อมูลนี้จะเปลี่ยนไปโดยขึ้นอยู่กับว่าผู้แถลงเป็นบุคคลธรรมดา หรือเป็นกลุ่มบุคคล
- (3) รายละเอียดของสัญญาอื่นใด การติดต่อธุรกิจ หรือ การเจรจาระหว่างผู้เสนอซื้อหุ้น และบริษัทเป้าหมาย และบริษัทในเครือของตน
- (4) ที่มาและจำนวนของเงินทุนหรือข้อพิจารณาอื่น ๆ ของการเสนอซื้อหุ้น
- (5) วัตถุประสงค์ของการเสนอซื้อหุ้น และแผนหรือข้อเสนอที่ผู้เสนอซื้อหุ้นอาจจะเข้าไปในโครงสร้างของบริษัทเป้าหมายหรือการเข้าไปควบคุมจัดการในบริษัทเป้าหมาย
- (6) จำนวนการถือหุ้นของผู้เสนอซื้อหุ้นในบริษัทเป้าหมายและรายละเอียดของกิจการใด ๆ อันเกี่ยวกับหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายในช่วง 60 วันที่ผ่านมา
- (7) สัญญา การจัดการข้อตกลงหรือความเกี่ยวข้องซึ่งผู้เสนอซื้อหุ้นเมื่ออยู่ในบริษัทเป้าหมาย
- (8) ประวัติของบุคคลซึ่งได้มีการจ้างงานโดยผู้เสนอซื้อหุ้น ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการเสนอซื้อหุ้นนี้ และเงื่อนไขของการจ่ายค่าตอบแทนให้กับบุคคลเหล่านั้น
- (9) ฐานะทางการเงินของผู้เสนอซื้อหุ้น (หรือบิดามารดาของตน) เมื่อเห็นว่าสถานะทางการเงินของผู้เสนอซื้อหุ้นมีความสำคัญต่อการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมาย
- (10) รายละเอียดตามกฎหมายระเบียบ ข้อบังคับ กฎหมายป้องกันการผูกขาด กระบวนการทางกฎหมายอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น และข้อมูลสาระสำคัญอื่น ๆ

2.7 การเปิดเผยข้อมูลในการทำคำแนะนำชักชวนต่อผู้ถือหุ้นให้ทำการขายหุ้น

หลักการของกฎหมายในส่วนนี้ได้กำหนดรายละเอียดไว้ตาม Rule 14(d)-9 ของ SEA โดยมีหลักการว่าเมื่อผู้ทำการเสนอซื้อหุ้น หรือกรรมการของบริษัทเป้าหมายได้ทำจดหมายในลักษณะที่เป็นการแนะนำ หรือเชิญชวนให้ผู้ถือหุ้นยอมขายหุ้น หรือปฏิเสธการขายหุ้น ตามการเสนอซื้อหุ้นที่เกิดขึ้นในกรณี เช่นนี้ผู้ทำจดหมายแนะนำเชิญชวนในส่วนนี้จะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลตาม Rule 14(d)-9 ซึ่งกฎหมายในส่วนนี้ได้บัญญัติขึ้นมาโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้ที่ได้รับทราบข้อมูลได้มีโอกาสพิจารณาและตรวจสอบอย่างรอบคอบ และไตร่ตรองต่อไปว่าควรจะตัดสินใจอย่างไรในการให้คำแนะนำชักชวนส่วนนี้โดยรายละเอียดของการเปิดเผยข้อมูลสรุปได้ดังนี้

2.7.1 ข้อกำหนดในการเปิดเผยข้อมูลต้องกระทำต่อบุคคลใดบ้าง

ในการเปิดเผยข้อมูลผู้ทำการชักชวนแนะนำต่อผู้ถือหุ้น จะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลโดยการประกาศโฆษณาจดหมายแนะนำชักชวนนี้ เป็นครั้งแรกแล้วส่งจดหมายนี้ให้กับผู้ถือหุ้นพร้อมทั้ง Schedule 14D-9 ซึ่งเป็นการเปิดเผยข้อมูลตามที่กฎหมายกำหนดให้กับผู้ถือหุ้น และส่ง Schedule 14D-9 ให้กับตลาดหลักทรัพย์ซึ่งบริษัทเป้าหมายได้จดทะเบียนไว้ และถ้าบริษัทเป้าหมายได้ขึ้นอยู่กับ NASD ในกรณีเช่นนี้จะต้องมีการยื่น Schedule 14D-9 ให้กับหน่วยงานนี้ด้วยทั้งนี้หากผู้ทำคำแนะนำเป็นกรรมการของบริษัทเป้าหมาย ในกรณีนี้จะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลตาม Rule 14d-9 กับผู้เสนอซื้อหุ้นด้วย แต่ถ้าหากว่าผู้ทำคำแนะนำเป็นผู้เสนอซื้อหุ้นในกรณีเช่นนี้ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลต่อบริษัทเป้าหมายด้วย

2.7.2 รายละเอียดของการเปิดเผยข้อมูลตาม Schedule 14D-9

ในการเปิดเผยข้อมูลในส่วนนี้ได้มีการกำหนดถึงรายละเอียดของข้อความที่จะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลซึ่งอย่างน้อยที่สุดจะต้องมีข้อความอันเกี่ยวข้องกับประเด็นดังต่อไปนี้

Item 1 ระบุถึงหลักทรัพย์ที่จะทำการซื้อ และชื่อที่อยู่ของบริษัทเป้าหมาย

Item 2 ระบุถึงลักษณะแห่งการเสนอซื้อหุ้นและข้อมูลเกี่ยวกับผู้เสนอซื้อหุ้น ชื่อและที่อยู่ของผู้เสนอซื้อหุ้น

Item 3 ระบุชื่อ ประเภทของธุรกิจ และที่อยู่ของผู้ยื่นรายการนี้โดยระบุรายละเอียดของผลประโยชน์, สัญญา ข้อตกลงต่าง ๆ ที่ผู้ยื่นรายการและผู้เกี่ยวข้องพิเศษของผู้ยื่นรายการมีอยู่กับบริษัทเป้าหมาย แต่ถ้าหากผู้ยื่นรายการเป็นบริษัทเป้าหมาย ในกรณีเช่นนี้ไม่ต้องทำการเปิดเผยข้อมูลถึงสัญญาหรือข้อตกลงที่มีอยู่กับบริษัทเป้าหมายโดยจะต้องปรากฏข้อเท็จจริงด้วยว่าข้อมูลเหล่านี้ได้มีการเปิดเผยไว้แล้ว เช่นตามรายงานการประชุมที่ได้ส่งให้กับผู้ถือหุ้นและยื่นต่อ SEC แล้ว ซึ่งยังอยู่ในกำหนดระยะเวลา 1 ปี นับแต่วันที่ได้เปิดเผย ทั้งนี้ในการอ้างสิทธิ์ที่จะไม่ทำการเปิดเผยของบริษัทเป้าหมายในส่วนนี้ จะต้องกระทำโดยการแนบเอกสารที่อ้างไปพร้อมกับ Schedule 14 D-9 ที่ยื่นนี้ด้วย

Item 4 ต้องระบุถึงความเป็นกลางในการชักชวนหรือแนะนำใด ๆ ลงไปและให้เหตุผลถึงการกระทำในสถานภาพที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน

Item 5 ต้องระบุถึงการจ้างงานหรือการชดเชยค่าเสียหายที่มีกับบุคคลอื่น หรือทั้งอธิบายถึงข้อกำหนดที่มีอยู่ตามสัญญาจ้างหรือการชดเชยค่าเสียหายในการจัดการต่าง ๆ นี้ด้วย

Item 6 ต้องระบุถึงความเกี่ยวพัน และเจตนาที่ผู้ยื่นรายการและผู้เกี่ยวข้องพิเศษ กับผู้ยื่นรายการมีอยู่กับหุ้นของบริษัทเป้าหมายภายในระยะเวลา 60 วันที่ผ่านมาแล้ว

Item 7 ถ้าผู้ยื่นรายการ เป็นบริษัทเป้าหมายจะต้องยื่นรายการระบุถึงการเจรจา หรือข้อตกลงใด อันเกี่ยวกับการได้ตอบการเสนอซื้อหุ้นที่มีการเกี่ยวข้องหรือมีผลในกรณีใดกรณี หนึ่งดังต่อไปนี้

- (1) มีการดำเนินการเป็นพิเศษต่าง ๆ เช่น ควบกิจการหรือปรับโครงสร้างบริษัท
- (2) มีการ ซื้อ ขาย หรือโอนใบซึ่งสิทธิพิเศษที่เป็นสาระสำคัญซึ่งเป็นการกระทำ โดยบริษัทเป้าหมาย หรือบริษัทในเครือ
- (3) มีการเสนอซื้อหุ้นเพื่อให้ได้มาซึ่งหลักทรัพย์อื่น อันเป็นการกระทำโดยบริษัท เป้าหมายหรือบริษัทในเครือ
- (4) มีการเปลี่ยนแปลงที่เป็นสาระสำคัญในทุนจดทะเบียนหรือนโยบายในการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเป้าหมายที่เกิดขึ้นเมื่อไม่นานมานี้

Item 8 ต้องให้ข้อมูลเพิ่มเติมที่ครบถ้วน ในจำเป็นต่อการป้องกันการเข้าใจผิดใน สาระสำคัญของเอกสารที่ยื่นตามรายการนี้

Item 9 ผู้ยื่นรายการต้องเตรียมสำเนาแนบท้ายของเอกสารดังนี้

- (1) เอกสารแนะนำชักชวนใด ๆ อันเป็นลายลักษณ์อักษรซึ่งได้พิมพ์โฆษณาและส่ง หรือให้แก่ผู้ถือหุ้นที่ได้อ้างถึงใน Item 4
- (2) คำแนะนำหรือคำเตือนใด ๆ ทั้งที่เป็นการกระทำด้วยวาจาหรือที่เป็นลาย ลักษณ์อักษรหรือวัตถุอื่นใดที่เป็นการกระทำโดยผู้ยื่นรายการ
- (3) สัญญาข้อตกลง การจัดการ หรือบันทึกข้อตกลงใด ๆ ที่ได้อ้างถึงใน Item 3

กฎหมายในส่วนนี้ เป็นการบัญญัติขึ้นมาโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการควบคุมการให้ข้อมูลต่าง ๆ ที่อาจจะเบี่ยงเบนต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน หรือมีผลกระทบต่อสภาพแห่งเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นได้ ซึ่งจะมีผลกระทบต่อการทำงานของผู้อื่น และตลาดหุ้นได้

2.7.3 ข้อยกเว้นอันเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลตาม Schedule 14 D-9

ในการเปิดเผยข้อมูลตาม Rule 14(d)-9 โดยทั่วไปจะนำมาใช้กับผู้เสนอซื้อหุ้น หรือกรรมการของบริษัทเป้าหมาย ที่เป็นผู้ทำคำแนะนำชักชวนต่อผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ได้มีข้อยกเว้นของหลักการในส่วนนี้หากมีข้อเท็จจริงปรากฏว่า ข้อมูลที่ผู้เสนอซื้อหุ้นได้ทำการแนะนำและชักชวนต่อผู้ถือหุ้นมีข้อมูลที่มีความคล้อยคลึงกับ Schedule 14 D-1 ซึ่งมีหน้าที่ต้องยื่นอยู่แล้วจึงไม่จำเป็นต้องยื่นรายการในส่วนนี้อีก และในส่วนของทนายความ ที่ปรึกษาการลงทุนสถาบันบุคคลอื่นใด ซึ่งได้ให้การแนะนำชักชวนต่อลูกค้า ก็จะได้รับยกเว้นที่จะต้องปฏิบัติตามกฎหมายในส่วนนี้ นอกจากนี้แล้วในกรณีที่บริษัทเป้าหมายได้ทำการติดต่อไปยังผู้ถือหุ้นซึ่งมีลักษณะของการติดต่อเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้พิจารณาและไตร่ตรองตามหลักของ Rule 14 d-9 (e) แล้ว ในกรณีเช่นนี้บริษัทเป้าหมายไม่จำเป็นต้องยื่นรายการตาม Schedule 14 D-9 โดยข้อกำหนดของการติดต่อที่จะได้รับการยกเว้น ตามหลักเกณฑ์ของกฎหมายในส่วนนี้ได้แก่การที่บริษัทเป้าหมายได้ทำการติดต่อไปยังผู้ถือหุ้นซึ่งมีเนื้อหาของรายการที่ติดต่อมี เนื้อหาของรายการที่มีเนื้อหาในลักษณะดังต่อไปนี้

- (1) เป็นการระบुरายละเอียดถึงการเสนอซื้อหุ้นที่ได้กระทำขึ้นโดยใคร
- (2) ระบุว่า การเสนอซื้อหุ้นนี้ได้ทำการพิจารณาโดยคณะกรรมการหรือผู้จัดการของบริษัทเป้าหมาย
- (3) ก่อนวันที่จะมีการเสนอซื้อหุ้น (ไม่ควรช้าไปกว่า 10 วันทำการนับจากวันที่เสนอซื้อหุ้นที่ได้เริ่มขึ้น) บริษัทเป้าหมายได้ให้คำแนะนำแก่ผู้ถือหุ้นว่าจะยอมรับหรือปฏิเสธการเสนอซื้อหุ้นนี้โดยไม่มี การให้ความเห็นใด ๆ และจะต้องยังคงไว้ซึ่งความเป็นกลางนอกจากนี้

จะต้องระบุงถึงการที่ไม่สามารถจะรักษาสถานภาพของตนในการเสนอซื้อหุ้นนี้ไว้ได้ และเหตุผลของสถานภาพต่าง ๆ ที่ได้รับหรือไม่ได้รับจากบริษัทเป้าหมาย

(4) ได้มีการร้องขอให้ผู้ถือหุ้นรอเวลา ที่จะตัดสินใจที่จะยอมรับหรือปฏิเสธการเสนอซื้อหุ้นนี้ไว้ก่อน จนกว่าบริษัทเป้าหมายจะได้ให้คำแนะนำ ที่ได้พิจารณาถึงสถานภาพของตนตาม (3) แล้ว

การที่กฎหมายได้กำหนดข้อยกเว้น ในส่วนนี้ขึ้นมา เนื่องจากเห็นว่าการดำเนินการในลักษณะดังกล่าวนี้ ไม่สามารถทำให้เป็นการเบี่ยงเบนการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นไว้ได้ จึงเห็นควรลดภาระในการเปิดเผยข้อมูลในส่วนนี้ออกไป

นอกจากการควบคุมในส่วนของการเปิดเผยข้อมูลแล้ว กฎหมายของสหรัฐอเมริกาในส่วนของ การเสนอซื้อหุ้น ยังได้กำหนดหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ขึ้นมาเพื่อควบคุมระบบการเสนอซื้อหุ้นให้เป็นไปอย่างมีระบบ และสร้างมาตรการต่าง ๆ เพื่อก่อให้เกิดความเป็นธรรมตามวัตถุประสงค์ของกฎหมายนี้ด้วย

3 มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการให้ความคุ้มครองการเสนอซื้อหุ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา

3.1 ระยะเวลาของการเสนอซื้อหุ้น Period of Tender Offer Rule 14e-1 ได้กำหนดว่า ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องเปิดช่วงเวลาอย่างน้อย 20 วัน นับจากที่ได้ตกลงในสาระสำคัญ และเผยแพร่การเสนอซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมายไปยังผู้ถือหุ้น รวมทั้งในการประกาศแก้ไขรายการในการเพิ่มหรือลดราคา ที่เสนอซื้อหุ้นหรือจำนวนหุ้นที่จะทำการซื้อมาก็จะต้องเปิดช่วงเวลาในส่วนนี้เป็นระยะเวลาอย่างน้อย 10 วันด้วย การที่กฎหมายมีมาตรการเช่นนี้ เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นเข้ามาตอบรับการเสนอซื้อได้อย่างทั่วถึง และมีเวลาพอสมควรที่จะตัดสินใจในการขายหุ้นนั้น¹⁶

¹⁶ Ibid., P.70.

3.2 สิทธิในการเพิกถอนการเสนอขายหุ้นของผู้ถือหุ้น

ผู้ถือหุ้น ซึ่งได้เสนอขายหุ้นของตนต่อผู้เสนอซื้อหุ้นแล้ว อาจเพิกถอนการเสนอขายหุ้น ณ เวลาใด ๆ ระหว่างเวลาของการเสนอซื้อหุ้นได้ จนกว่าสำเนาของการเสนอซื้อได้มีการประกาศโฆษณาเป็นครั้งแรกเป็นระยะเวลา 7 วันแล้ว หรือได้ส่งสำเนาไปยังผู้ถือหุ้นแล้ว¹⁷ และถ้าระยะเวลาเริ่มต้นของการเสนอซื้อได้ขยายออกไป อันเนื่องมาจากได้มีการประกาศแก้ไขเปลี่ยนแปลงของผู้เสนอซื้อหุ้น สิทธิในการเพิกถอนนี้จะขยายออกไปด้วย นอกจากนี้ ตามมาตรา 14d(5) ของ SEA ยังได้กำหนดไว้อีกว่าผู้ถือหุ้นอาจจะเพิกถอนการเสนอขายหุ้น หลังจาก 60 วัน นับจากวันเริ่มต้นเสนอซื้อหุ้นได้ ถ้าผู้เสนอซื้อหุ้นยังไม่ได้ซื้อหุ้นเหล่านั้น¹⁸

3.3 การชำระเงินโดยทันที¹⁹

Rule 14e-1(c) กำหนดว่า หลังจากระยะเวลาการเสนอซื้อหุ้นสิ้นสุดลง ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องชำระเงินค่าหุ้นแก่ผู้ถือหุ้น โดยทันทีและหากเป็นกรณีที่มีการถอนคำสั่งในการขายหุ้น ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องคืนหุ้นให้กับผู้ถือหุ้นทันที

3.4 การรับซื้อหุ้นตามอัตราส่วน²⁰

ตามมาตรา 14(d)(6) ของ Williams Act กำหนดว่า ถ้าภายใน 10 วันนับแต่มีการประกาศซื้อหุ้นอย่างเป็นทางการและมีผู้เสนอขายหุ้นเป็นจำนวนสูงกว่าที่เสนอซื้อ ผู้เสนอ

¹⁷ Joe Anderson, "American Takeover Law," Chulalongkorn Law Journal 13 (march 1990) : 57.

¹⁸ Ralph C. Ferrara, Meredith M. Brown, and John H. Hall, Takeovers Attack and Survival, P.71.

¹⁹ Ibid.

²⁰ Ibid., P.73.

ซื้อต้องกระจายการรับซื้อไปตามอัตราส่วนที่แต่ละคนเสนอขาย จะเลือกซื้อเพียงรายใดรายหนึ่งไม่ได้

3.5 หลักการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันแก่ผู้ถือหุ้นโดยให้ราคาที่ดีที่สุดและให้แก่ผู้ถือหุ้นทุกคน

มาตรา 14(d)(7) ของ SEA กำหนดให้ผู้เสนอซื้อหุ้น (The Bidder) ต้องจ่ายค่าตอบแทนในการซื้อหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นทุกคน ซึ่งได้เสนอขายหุ้นของตนในระหว่างเวลาเสนอซื้อหุ้นและหากผู้เสนอซื้อหุ้น ได้เพิ่มค่าตอบแทนในการเสนอซื้อหุ้น ให้แก่ผู้ถือหุ้นในระหว่างเวลาใด ๆ ที่ระยะเวลาของการเสนอซื้อหุ้นยังมีอยู่ ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องจ่ายค่าตอบแทนเพิ่มขึ้น ให้แก่ผู้ถือหุ้นทุกคนที่ได้ เสนอขายหุ้นก่อนที่มีการประกาศเพิ่มราคาหุ้นและที่ได้ขายหุ้นนี้ไปแล้วด้วย ซึ่งวัตถุประสงค์ของกฎหมายในส่วนนี้ต้องการประกันให้มีการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันแก่ผู้ถือหุ้นทุกคน โดยมีหลักการที่สรุปประเด็นได้ดังนี้คือ

3.5.1 การเสนอซื้อหุ้น เป็นการเปิดโอกาสให้แก่ผู้ถือหุ้นทั้งหมด ที่จะเข้ามามีส่วนเกี่ยวข้องกับ การเสนอซื้อหุ้นนี้ได้

3.5.2 การจ่ายค่าตอบแทนที่จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น ตามการเสนอซื้อหุ้น เป็นค่าตอบแทนสูงสุดที่จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นคนอื่น ๆ ที่ได้ขายหุ้นในช่วงเวลาของการเสนอซื้อหุ้นนี้

ด้วยหลักการดังกล่าวข้างต้นนี้ จึงทำให้เกิดความเป็นธรรมแก่ผู้ถือหุ้นทุกฝ่ายอย่างเท่าเทียมกัน

3.6 การเปลี่ยนแปลงในรายการการเสนอซื้อหุ้น

เพื่อให้ผู้ถือหุ้น ได้ทราบข้อมูลถึงการเปลี่ยนแปลง และมีระยะเวลาที่เพียงพอต่อการตัดสินใจใด ๆ ลงไป สหรัฐอเมริกาได้ออกกฎหมายควบคุมในส่วนนี้ตามมาตรา 14e-1(6) ซึ่ง

ได้มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงเมื่อเดือนกรกฎาคม ค.ศ. 1986 ซึ่งกำหนดให้การแก้ไขเปลี่ยนแปลงรายการใด ๆ ในการเสนอซื้อหุ้น จะต้องแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบถึงการเปลี่ยนแปลงนี้ โดยจะต้องเปิดเวลาไว้อย่างน้อย 5 วันทำการ นับจากวันที่การเปลี่ยนแปลงแก้ไขในสาระสำคัญ ได้มีการประกาศเป็นครั้งแรกแล้วและได้ส่งหรือให้กับผู้ถือหุ้นแล้ว ถ้าการเปลี่ยนแปลงรายการในสาระสำคัญมีผลกระทบต่อข้อมูลในเรื่องของราคาและระดับชั้นของหุ้นในกรณี เช่นนี้จะต้องเปิดเวลาไว้อย่างน้อย 10 วันทำการ ซึ่งเป็นสิ่งที่จำเป็นต่อการประกันว่าได้เผยแพร่ข้อมูล ในส่วนที่แก้ไขนี้แล้ว และเพื่อให้ผู้ลงทุนมีเวลาได้ตอบ (Defense) อย่างเพียงพอ²¹

3.7 มาตรการในการคุ้มครองการเปิดเผยข้อมูลที่ต้องการ

นอกจากบทบัญญัติ ที่นำมาใช้ใน เรื่องของการเปิดเผยข้อมูลแล้ว ยังมีบทบัญญัติใน ส่วนของการควบคุม และตรวจสอบความถูกต้อง และป้องกันการฉ้อฉลจากการให้ข้อมูลต่าง ๆ ในการเปิดเผยข้อมูลอีกด้วย ดังมีรายละเอียดปรากฏตามมาตรา 14(e) และ 10 (b) ห้ามกระทำการใด ๆ ที่เป็นการไม่ถูกต้องหรือมีเจตนาที่จะหลอกลวง เกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้นและการค้าหลักทรัพย์กฎหมายในส่วนนี้ ได้นำมาใช้เพื่อการดำเนินการในทางกฎหมาย อันเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading) และปัญหาของการฉ้อฉลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ซึ่งบทบัญญัติของมาตรา 14(e) เป็นการพิจารณาถึง การปฏิบัติที่เป็นการฉ้อฉล ในส่วนของการเสนอซื้อหุ้น แต่มาตรา 10(b) เป็นบทบัญญัติป้องกันการฉ้อฉลตาม SEA เป็นการทั่ว ๆ ไป ซึ่งการที่จะเป็นความผิดตามมาตรา 10(b) ได้จะต้องแสดงให้เห็นถึง เจตนาที่จะฉ้อฉลโดยมาตรา 14(e) ต้องการให้เห็นถึงการละเลยเพิกเฉย เกี่ยวกับข้อกำหนดของการเสนอซื้อหุ้นเพียงเท่านั้น ดังปรากฏหลักการและเหตุผลในการออกกฎหมายควบคุม สรุปได้ดังนี้

²¹ Ibid., PP.85-86.

3.7.1 มาตรการในการคุ้มครองการเปิดเผยข้อมูลตาม Rule 14e-1

Rule 14e-1 ได้กำหนดหลักเกณฑ์ขึ้นมา 2 ประการคือ

(1) การเสนอซื้อหุ้น (Tender Offer) จะต้องเปิดเวลาไว้เป็นอย่างน้อย 20 วันทำการนับจากวันที่ได้ทำการประกาศโฆษณาเป็นครั้งแรก หรือได้ส่งคำเสนอซื้อหุ้นไปยังผู้ถือหุ้น ข้อกำหนดนี้ เป็นการสันนิษฐานได้ว่าช่วยป้องกันการฉ้อฉล หลอกหลวง หรือ กระทำการที่ไม่ถูกต้องเกิดขึ้น โดยเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทเข้ามามีเวลามากขึ้นที่จะได้รับทราบข้อมูล และใช้เวลาพอสมควรในการไตร่ตรองข้อมูลทั้งปวงที่จำเป็นต่อการตัดสินใจในการลงทุน

(2) ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องเปิดโอกาสเพิ่มขึ้นไว้ 10 วันทำการหลังจากที่ผู้เสนอซื้อหุ้นได้เพิ่มข้อเสนอในการซื้อหุ้นเพิ่มขึ้นอีก ซึ่งเป็นการบัญญัติขึ้นมาเปลี่ยนแปลงช่วงเวลาความกดดันที่อาจเป็นเหตุให้มีการได้รับทราบข้อมูลที่ผิดซึ่งมีผลต่อการตัดสินใจ

3.7.2 มาตรการในการคุ้มครองการเปิดเผยข้อมูลตาม Rule 14e-2

Rule 14e-2 ได้กำหนดให้บริษัทเข้ามามี เปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้นของตน ถึงการดำเนินการอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้นของบุคคลภายนอกภายใน 10 วันทำการนับจากวันที่มีการประกาศโฆษณาหรือผู้ถือหุ้นได้รับข้อมูลจากบริษัทเข้ามามี โดยบริษัทเข้ามามีต้องเปิดเผยข้อมูลในการจัดการของตนพร้อมทั้งให้เหตุผลแห่งสภาพที่อาจจะเป็นไปได้ใน 3 กรณีดังนี้

1. การแนะนำในการยอมรับหรือปฏิเสธการเสนอซื้อหุ้น
2. จะต้องไม่มีการให้ความเห็นและต้องแสดงถึงความ เป็นกลางอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้นของผู้เสนอซื้อหุ้น

3. การจัดการที่ไม่สามารถจะหาสถานภาพใดได้ เมื่อพิจารณาถึงการเสนอซื้อหุ้นนี้แล้ว

ในกรณีที่มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงใด ๆ เกิดขึ้น ข้อความในส่วนต่าง ๆ เหล่านี้ก็จะต้องเปลี่ยนแปลงไปด้วย ข้อสันนิษฐานของกฎหมายส่วนนี้ เพื่อทำให้บริษัทมีเวลามากพอที่จะประเมินถึงการเสนอซื้อหุ้นและมีระยะเวลาอันพอสมควรที่จะพิจารณาหาวิธีการต่อต้าน

3.7.3 มาตรการในการเปิดเผยข้อมูลตาม Rule 14 e-3

เป็นการบัญญัติหลักเกณฑ์ขึ้นมา เพื่อป้องกันผู้ลงทุน อันเป็นการป้องกันบุคคลจากการให้ข้อมูลในทางการค้า ซึ่งไม่มีการเปิดเผยสาระสำคัญต่อสาธารณชน โดยมีหลักเกณฑ์ในการห้ามไว้ 2 ประการคือ

(1) ห้ามการเปิดเผยข้อมูล หรือละเว้นจากการเปิดเผยข้อมูล ที่เกี่ยวกับหลักการซึ่งจะนำมาใช้เมื่อมีการเสนอซื้อหุ้น ซึ่งข้อมูลนี้โดยทั่วไปมิใช่ข้อมูล ซึ่งได้เปิดเผยกับสาธารณชน ในกรณีเช่นนี้จะเห็นได้ว่า เป็นการให้ข้อมูลความรู้ที่อาจจะมีการใส่ความได้ จึงสมควรที่จะต้องควบคุม

(2) ห้ามการกระดุนด้วยการแนะนำข้อมูลต่าง ๆ (Anti-Tipping) อันจะเป็นการละเมิดในเรื่องของการเปิดเผยข้อมูลหรือละเว้นข้อกำหนดซึ่งเป็นการได้รับทราบข้อมูลมาจากพนักงาน กรรมการ หุ้นส่วน ลูกจ้างและผู้ให้คำปรึกษาของทั้งผู้เสนอซื้อหุ้น ผู้ออกหุ้นและบุคคลอื่นใดที่รู้ หรือได้รู้ว่ามีข้อมูลนั้นมาไม่ว่าโดยทางตรง หรือโดยทางอ้อมจากผู้เสนอซื้อหุ้น หรือผู้ออกหุ้น หรือผู้ร่วมทำกิจการของตน

หลักเกณฑ์นี้เป็นการคุ้มครองผู้ออกหุ้น (บริษัทเป้าหมาย) หรือผู้เสนอซื้อหุ้น (Bidder) จากการถูกกระดุนในเวลาสั้น ๆ (A Hot Tip) ข้อยกเว้นตาม Rule 14(e)-3 จะไม่นำหลักเกณฑ์นี้มาใช้กับสถาบันการเงิน เนื่องจากเป็นการให้ข้อมูลต่อผู้ลงทุนซึ่งเป็นลูกค้า อันมี

ลักษณะเป็นการส่วนตัว และไม่เปิดเผยต่อสาธารณชนอยู่แล้ว ซึ่งต่างไปจากวัตถุประสงค์ของหลักการข้างบนนี้ และยังมีข้อยกเว้น ให้นำหลักการนี้ มาใช้กับนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ (Broker) เนื่องจากบุคคลเหล่านี้ ไม่ได้เป็นผู้ขายหรือซื้อหลักทรัพย์โดยตรง แต่กระทำการในฐานะเป็นตัวแทนในการซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น ดังนั้นความรับผิดชอบต่าง ๆ จึงตกอยู่กับตัวการ คือผู้เสนอซื้อหุ้นซึ่งเป็นผู้สั่งการอยู่แล้ว

(3) การป้องกันการให้ข้อมูลที่เป็นการก่อให้เกิดการสร้างสถานการณ์ต่าง ๆ ขึ้นมา (Anti-Tipping Provision.)

Rule 14(e)-3(d) กำหนดห้ามผู้ให้ข้อมูลบอกหรือแนะนำในการคาดการณ์ล่วงหน้าที่จะทำให้เกิดเป็นการใช้ข้อมูลนี้ ผ่าฝืนในหลักการของการเปิดเผยข้อมูล (Disclose rule) หรือหลักการละเว้นการให้ข้อมูล (Abstain rule) บทบัญญัตินี้ นำมาใช้กับพนักงานกรรมการ หุ้นส่วน ลูกจ้างและที่ปรึกษาของทั้ง บริษัทเป้าหมายและผู้เสนอซื้อหุ้น ซึ่งนำหลักการในเรื่อง Insiders (การใช้ข้อมูลวงใน) มาใช้แก่บุคคลใด ๆ ผู้ซึ่งมีข้อมูลและรู้ว่าเป็นข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญและมิได้เปิดเผยกับสาธารณชน วัตถุประสงค์ของมาตรานี้ เป็นการห้ามการบอกกล่าวในลักษณะที่เป็นการสร้างสถานการณ์ต่าง ๆ ขึ้นมา (Hot Tip)

นอกจากบทบัญญัติข้างต้นแล้ว ตามกฎหมายสหรัฐอเมริกา ยังได้เข้ามาควบคุม ในส่วนของการเปิดเผยข้อมูล หรือละเว้นในการเปิดเผยข้อมูล²² ซึ่งในส่วนของบริษัทมหาชนนี้จะไม่กล่าวถึง

จากบทบัญญัติของกฎหมายดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นนั้น เป็นบทบัญญัติที่สหรัฐอเมริกา กำหนดขึ้นมาคุ้มครอง ให้การซื้อหุ้นเพื่อครองกิจการเป็นไปอย่างมีหลักเกณฑ์ และเพื่อให้ความเป็นธรรมแก่ผู้ลงทุน ผู้ถือหุ้น ตลอดจนผู้ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นเพื่อครองกิจการ ซึ่งหลักการข้างต้นนั้น เน้นในเรื่องของการเปิดเผยข้อมูล โดยการวางมาตรการของข้อมูลที่จะ

²² Ibid., PP.89-119.

ต้องเปิดเผย บุคคลที่มีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลและการตรวจสอบ การทำให้ข้อมูลที่จะต้องเป็นข้อมูลที่ถูกต้อง ไม่ทำให้เกิดการตัดสินใจไปในทางที่ผิดและก่อให้เกิดความเสียหาย และสร้างความปลอดภัยขึ้นมา ทั้งนี้หลักการข้างต้น เน้นมาตรการคุ้มครองในทางกฎหมาย ซึ่งบัญญัติขึ้นมาใช้ควบคุมในส่วนนี้โดยเฉพาะ แต่สหรัฐอเมริกาเองก็ได้อนุญาตให้บริษัทเข้าหมายหามาตรการต่างๆ ขึ้นมาใช้ในการป้องกันตนเองจากการซื้อหุ้น เพื่อครอบงำกิจการ (Takeover Defenses) ได้ด้วยโดยจะมีการเข้ามาควบคุมตรวจสอบเฉพาะการป้องกัน ที่มีการฝ่าฝืนกฎหมายในส่วนอื่น ๆ เท่านั้น ดังมีหลักการและรายละเอียดที่จะได้กล่าวในข้อต่อไป

4 การป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ (Takeover Defenses)

4.1 ลักษณะของการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ

การป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ หมายถึงการจัดการของบริษัทเข้าหมายซึ่งเป็นการจัดการของคณะกรรมการ ที่มีวัตถุประสงค์เพื่อขัดขวางการเสนอซื้อหุ้นอย่างไม่เป็นมิตร ซึ่งบริษัทอาจจะมีการวางแผนไว้ล่วงหน้า ก่อนที่จะถูกเสนอซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ หรืออาจจะเป็นกรณีของการหามาตรการตอบโต้ทันทีที่มีการเสนอซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการเกิดขึ้นซึ่งมีวิธีการต่าง ๆ ที่บริษัทเข้าหมายในสหรัฐอเมริกาได้นำมาใช้สรุปได้โดยย่อดังนี้

(1) Poison Pills.

Poison Pills เป็นวิธีการของผู้ถือหุ้น ซึ่งสร้างขึ้นมาจากข้อบังคับของบริษัท อันทำให้การได้มาซึ่งกิจการของบริษัทเข้าหมายมีค่าใช้จ่ายสูงมาก Poison Pills ยังรวมไปถึงข้อกำหนดของการแลกเปลี่ยนหรือภาวะต่าง ๆ ซึ่งอาจจะทำให้ลดค่าของหุ้นที่ผู้ซื้อได้ซื้อสำเร็จ²³

²³ Joe Anderson, "American Takeover Law," Chulalongkorn Law Journal , PP.60-61.

(2) Stock Repurchases

ตามกฎหมายของอเมริกาบริษัทสามารถซื้อหุ้นของตนจากตลาดเปิดได้ (Open Market) หรือหาเอาวิธีการ Self-Tender Offer²⁴ มาใช้กับการเสนอซื้อหุ้นของตนได้ ซึ่งกรณีนี้เป็น การกระจายเงินไปสู่ผู้ถือหุ้นและทำให้บริษัทเป้าหมายมีฐานะทางการเงินแยลง เพื่อเป็นการลด แรงจูงใจบริษัทภายนอก ในการเข้ามาซื้อกิจการและในเรื่องของ Self-Tender Offer ก็ เป็นเรื่องของการแข่งขันผู้ราคากับผู้เสนอซื้อหุ้นที่ไม่เป็นมิตรกับบริษัท โดยบริษัทเป้าหมายได้ทำ การเสนอซื้อหุ้นของตน ด้วยการจ่ายค่า Premium จำนวนมากให้กับผู้ถือหุ้น²⁵

(3) White Knight

บริษัทหนึ่งซึ่งมีความเป็นมิตรกับผู้มีส่วนจําในการจัดการ ของบริษัทเป้าหมาย หรือ ที่ เรียกว่า White Knight ซึ่งได้รับการเชื้อเชิญ โดยคณะกรรมการของบริษัทเป้าหมาย ในการเสนอซื้อหุ้นบริษัทเป้าหมาย โดยผู้เสนอซื้อหุ้นแบบ White Knight จะมีเงื่อนไขให้ผู้ถือ หุ้นของบริษัทเป้าหมายมากกว่าผู้เสนอซื้อหุ้นแบบไม่เป็นมิตร การจัดการในส่วนนี้จะวางเงื่อนไข ในการสงวนไว้ ซึ่งอำนาจในการจัดการที่จะต้องฝ่าฝืนกับบริษัทเป้าหมายด้วย²⁶ (ดูรายละเอียด จากกรณีศึกษาระหว่าง Starkman V. Marathon Oil Co.,)

(4) Lock-up Agreements²⁷

วิธีการในส่วนนี้ จะมีการทำให้ทรัพย์สินที่สำคัญของบริษัทเป้าหมาย ตกอยู่ภายใต้ ภาระที่จะถูกซื้อโดยบุคคลภายนอก หากปรากฏว่าผู้เสนอซื้อหุ้นแบบไม่เป็นมิตรสามารถได้มา ซึ่ง อำนาจควบคุมบริษัทเป้าหมาย โดยบุคคลภายนอกที่ได้รับสิทธิในการซื้อนี้ มักจะเป็น White Knight เสมอ ซึ่งจะมีการจูงใจที่จะเข้ามาเสนอซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ทรัพย์สินที่อยู่

²⁴ Self Tender Offer คือ กรณีที่บริษัทเสนอซื้อหุ้นของตนเองซึ่งกฎหมายของ ประเทศอเมริกาอนุญาตให้ทำได้ (ดู Art.13(e) of SEA ประกอบด้วย)

²⁵ Ibid., P.61.

²⁶ Ibid., P.62.

²⁷ Ibid., P. 61.

ภายใต้สัญญาี้ ตามปกติเป็นทรัพย์สินที่ประกอบด้วยส่วนที่สำคัญที่มีมูลค่าในบริษัทเป้าหมาย ซึ่งจากการดำเนินการด้วยวิธีนี้จะทำให้ผู้เสนอซื้อหุ้นแบบไม่เป็นมิตร จะหยุดการเสนอซื้อหุ้นของตน ถ้าสินทรัพย์หลักที่สำคัญของบริษัทเป้าหมายได้ตกอยู่ในภาวะต่าง ๆ มากมาย

(5) การแปลงสภาพเป็นบริษัทเอกชน²⁸ (Going Private)

ในการจัดการ อาจเป็นการเสนอซื้อหุ้น เพื่อประโยชน์ของบริษัทเป้าหมายด้วยการดึงผู้ลงทุนภายนอกเข้ามามีส่วนร่วม ในการตอบโต้การเสนอซื้อหุ้นอย่างไม่เป็นมิตร ดังนั้น การแปลงสภาพเป็นบริษัทเอกชน จึงเป็นการสร้างสภาพใหม่ของบริษัทเป้าหมายให้เป็นบริษัทเอกชนที่มีลักษณะปิด (A Private Closely-Held Corporation) ภายหลังจากที่ได้มีการซื้อหุ้นทั้งหมดที่อยู่ในมือของคนทั่วไป ทำให้หุ้นของบริษัทเป้าหมายไม่มีการขายในลักษณะที่เป็นการขายต่อสาธารณะ ซึ่งบริษัทสามารถที่จะถอนชื่อออกจากตลาดหลักทรัพย์ได้

(6) การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของบริษัทเป้าหมายในรูปแบบอื่น ๆ²⁹

ในการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ อาจจะมีการใช้วิธีสร้างโครงสร้างของบริษัทเป้าหมายให้มีภาวะต่าง ๆ เพื่อลดความสนใจของบริษัทอื่น ๆ ที่ต้องการเข้ามาควบคุมกิจการ เช่น มีการสร้างภาระหนี้สินขึ้นมา ด้วยการซื้อบริษัทอื่น หรือการซื้อหุ้นของตนเองจากตลาดเปิดหรือประกาศจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นของตน ซึ่งทำให้มีภาระในทางที่สินมากขึ้น เพื่อเป็นการลดมูลค่าของสินทรัพย์ที่บริษัทมีอยู่ หรือทำให้ทรัพย์สินที่สำคัญของบริษัทอาจจะถูกขายออกไปได้

(7) การหาผู้ลงทุนที่เป็นมิตรเข้ามาถือหุ้นในบริษัท (Friendly Investor)

ในแผนการระยะยาว ของการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ ก็อาจจะใช้วิธี

²⁸ Ibid., P. 63.

²⁹ Ibid., P. 64.

การหาผู้ลงทุน ซึ่งมีความเป็นมิตรกับการจัดการของผู้บริหารในบริษัทเป้าหมาย เข้ามาถือหุ้นจำนวนมากในบริษัท ซึ่งจะทำให้เป็นการยากต่อผู้เข้ามาซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ แบบไม่เป็นมิตรในการได้มาซึ่งหุ้นจำนวนมากเพื่อเข้ามาควบคุมอำนาจในการจัดการของบริษัทเป้าหมาย³⁰

(8) การป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ ด้วยวิธีการของ Pac-Man

Pac-Man เป็นชื่อของเกมวิดีโอ ที่มีชื่อเสียง ซึ่งวิธีการต่อสู้ในลักษณะนี้คือ บริษัทเป้าหมายได้ทำการเสนอซื้อหุ้นฝ่ายตรงข้าม ซึ่งเป็นฝ่ายของผู้เสนอซื้อหุ้น อันมีผลทำให้บริษัทเป้าหมายเข้าไปกลืนผู้ช่วยเหลือของฝ่ายผู้เสนอซื้อหุ้นอย่างไม่มีมิตรทำให้ฝ่ายนั้นสูญเสียความเป็นอิสระไป

ถ้าบริษัทผู้เสนอซื้อหุ้นเป็นบริษัทเล็ก ก็จะเป็นการง่ายต่อบริษัทเป้าหมายที่จะทำให้มีการใช้วิธีนี้เพื่อทำให้ การเสนอซื้อหุ้นแบบไม่เป็นมิตรต้องประสบกับปัญหาต่าง ๆ³¹

(9) Greenmail

เป็นกรณีของการเข้าซื้อหุ้นในบริษัทเป้าหมายเป็นจำนวนมาก โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเรียกร้องให้บริษัทเป้าหมายซื้อหุ้นกลับคืนมา ซึ่งเป็นการซื้อหุ้นกลับคืนมาจากผู้เสนอซื้อหุ้นแบบไม่เป็นมิตรโดยจ่ายค่า Premium ในราคาที่สูงมากที่ไม่เคยจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นอื่นในกรณีทั่ว ๆ ไป อันทำให้มีผลกระทบในการทำให้การเสนอซื้อหุ้น แบบไม่เป็นมิตรสิ้นสุดลง การจู่โจมในลักษณะนี้ ทำให้ผู้เข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตรในลักษณะนี้ ได้ผลประโยชน์จำนวนมากจากบริษัทที่ถูกซื้อ โดยผู้ซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ ไม่ได้มีเจตนาที่จะเข้าไปควบคุมการบริหารของบริษัทเป้าหมาย

³⁰ Ibid., P. 63.

³¹ Ibid., P. 64.

(10) การใช้บทบัญญัติตาม The Williams Act เข้ามาป้องกัน³²

บริษัทเป้าหมาย อาจหาเทคนิคจากกฎหมายเข้ามาอ้างว่า การเสนอซื้อหุ้นมีการให้ข้อมูลที่ไม่ถูกต้อง ประกาศผิดพลาดหรือมีการปฏิบัติตามขั้นตอนของกฎระเบียบต่าง ๆ ไม่ถูกต้อง เพื่อให้ดำเนินการหน่วงเหนี่ยวผู้เข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ ซึ่งจะทำให้บริษัทเป้าหมายมีเวลาพอที่จะหาแผนการต่าง ๆ มาต่อสู้การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการได้

(11) การอ้างในเรื่องของการผูกขาดทางการค้าตามกฎหมายป้องกันการผูกขาด

ในกรณีบริษัทเป้าหมายประสบปัญหา ที่จะถูกซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการโดยบริษัทที่ไม่เป็นมิตร บริษัทเป้าหมายมักจะมีการฟ้องคดี โดยอ้างว่าการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการนั้น เป็นการแข่งขันทางการตลาด หรือทางอุตสาหกรรม ซึ่งจะนำไปสู่การควบกิจการ อันเป็นการผูกขาดทางการค้าตาม Clayton Act ซึ่งในบางกรณีนั้น อาจจะเป็นเพียงการฟ้อง โดยบริษัทเป้าหมายต้องการหาวิธีการที่ทำให้การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการเป็นไปโดยลำพัง³³

(12) การกำหนดให้ได้รับความเห็นชอบโดยคะแนนเสียงข้างมาก

(Super Majority Voting)

ในบางกรณีบริษัท อาจะป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ โดยมีการกำหนดข้อบังคับของบริษัทในส่วนของ การโหวตหุ้น จะต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นข้างมาก หรือจากคณะกรรมการของบริษัท นอกจากนี้ยังได้มีกฎหมายของบางรัฐยังได้กำหนดอีกว่าการรวมกิจการใด ๆ จะต้องได้รับคะแนนเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นของบริษัท และจะต้องได้รับคะแนนเสียงอย่างน้อย 2 ใน 3 ของผู้ถือหุ้น ที่ไม่ได้รับการสนใจในการเสนอซื้อหุ้นด้วย กฎหมายเหล่านี้เป็นการเอื้ออำนวยต่อบริษัทเป้าหมายเป็นอย่างมากในการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ³⁴

³² Ibid.

³³ Ibid.

³⁴ Ibid., P. 66.

(13) Staggered Terms For Directors

เป็นการกำหนดว่า เฉพาะกรรมการส่วนน้อยเท่านั้น ที่จะได้รับการเลือกตั้งทุกปี ซึ่งถ้าผู้ได้มาซึ่งหุ้นไม่ได้ซื้อหุ้นทั้งหมด 100% หรือมีคะแนนเสียงที่ไม่เพียงพอ ที่จะทำให้มีการรวมกิจการได้ ในกรณีเช่นนี้กรรมการ ก็สามารถอยู่นอกเหนือไปจากการควบคุมของผู้ถือหุ้นได้ เช่นมีการกำหนดให้คณะกรรมการของบริษัทมี 9 คน ซึ่งกรรมการจะมีวาระในการดำรงตำแหน่ง 3 ปี โดยมีกรรมการเพียง 3 คน ที่จะได้รับการเลือกตั้งทุกปี ดังนั้นหากมีการซื้อหุ้นได้ 51% ก็จะทำให้ผู้เสนอซื้อหุ้น สามารถเข้าไปเลือกตั้งกรรมการประจำปีนั้น ๆ ได้เพียง 3 คน และต้องรอเวลาจนกว่าครบกำหนดเวลาที่จะสามารถเลือกกรรมการทั้ง 9 คนได้หมดจึงจะสามารถสร้างทีมงานในการจัดการใหม่ของตนได้³⁵

(14) Bondholder Protection

การตกลงในส่วนนี้ เป็นที่รู้จักกันดีในส่วนของ "Poison Put" โดยทำให้บริษัทเป้าหมายมีหนี้เกิดขึ้นโดยแสดงให้เห็นว่า มีหนี้จำนวนมากในงบการเงินของบริษัท อันทำให้ภาพพจน์ทางการเงินของบริษัทอยู่ในฐานะที่ไม่ดีซึ่งจะเป็นการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการโดยบริษัทอื่น³⁶

จากลักษณะต่าง ๆ ที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นนั้น เป็นเพียงวิธีการในบางส่วนเท่านั้น ที่ได้มีการนำมาใช้ป้องกัน ซึ่งในทางปฏิบัติได้มีการคิดค้นพัฒนาวิธีการต่าง ๆ เข้ามาใช้นอกเหนือมาจากที่ได้กล่าวมาแล้ว แต่อย่างไรก็ตาม การใช้วิธีป้องกันในรูปแบบต่างในสหรัฐอเมริกาได้มีการจำกัดขอบเขตที่จะนำมาใช้ด้วย

³⁵ Ibid.

³⁶ Ibid., P. 67.

4.2 บทบัญญัติควบคุมการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในสหรัฐอเมริกา

Regulation of Defensive Tactics in The United States.

4.2.1 บทบัญญัติควบคุมการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในมลรัฐต่าง ๆ³⁷

ในการใช้วิธีการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในสหรัฐอเมริกาศาลของมลรัฐได้วางหลักเกณฑ์ให้กรรมการมีอำนาจที่จะกระทำได้เป็น 2 ประการคือ

(1) หน้าที่ในการระมัดระวังในการปฏิบัติหน้าที่ (The Duty of Care) กรรมการจะต้องกระทำการไปในทางธุรกิจที่สุจริต ซึ่งเป็นการตัดสินใจกระทำการใด ๆ ลงไปอันเกี่ยวข้องกับกิจการของบริษัท ซึ่งการพิจารณาว่า การกระทำของกรรมการจะเข้าลักษณะของหน้าที่ที่กฎหมายกำหนดในส่วนนี้หรือไม่นั้น ได้อาศัยหลักการพิจารณาในทางธุรกิจ (Business Judgement Rule) ที่จะต้องใช้ในการปฏิบัติหน้าที่อย่างระมัดระวังในกิจการนั้น ๆ

(2) หน้าที่ในการให้ความซื่อสัตย์สุจริตกับบริษัท (The Duty of Loyalty) หน้าที่ในส่วนนี้กำหนดให้กรรมการต้องจัดการเพื่อประโยชน์ของบริษัท โดยพิจารณาตามประเพณีปฏิบัติในทางการค้า และเมื่อมีการขัดกันแห่งผลประโยชน์ระหว่างกรรมการ และบริษัทเกิดขึ้น ศาลจะพิจารณาถึง การกระทำของกรรมการ หากพบว่าการกระทำที่ไม่เป็นธรรมเกิดขึ้นกับบริษัท ในกรณีเช่นนี้ศาลจะพิจารณาถึงการกระทำของกรรมการว่าเป็นโมฆะ

³⁷ David John Patterson, Defensive Tactics Against Takeover Bids : Proposal for New Zealand Law Reform , paper presented in The Seminar on Corporate Planning and Counseling in Satisfaction of the Written Work Requirement, Department of Law , (The United States of America : Harvard Law School , 1985), PP. 155-158.

ศาลของมลรัฐได้นำหลักการใน 2 ประการข้างต้นนี้ มาใช้พิจารณาตัดสินว่าในกรณีของบริษัทเผชิญปัญหาถูกเสนอซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการอย่างไม่เป็นมิตร และกรรมการได้ใช้วิธีการต่าง ๆ ข้องกันไปในนั้น เป็นการยุติธรรมต่อบริษัทและพิจารณาว่า กรรมการมีวัตถุประสงค์ที่จะกระทำไป เพื่อคงไว้ซึ่งอำนาจของตนเองในบริษัท หรือด้วยวัตถุประสงค์ในทางธุรกิจของบริษัท ซึ่งถ้าหากเป็นการทำเพื่อวัตถุประสงค์ทางด้านธุรกิจของบริษัทการกระทำของกรรมการนี้ก็จะสมบูรณ์ นอกจากนี้แล้วศาลส่วนใหญ่ยังได้กำหนดภาระในการพิสูจน์ของโจทก์ว่าโจทก์จะต้องพิสูจน์ให้เห็นว่าการกระทำของกรรมการ เป็นการกระทำโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อรักษาอำนาจของตนไว้กับบริษัทแต่เพียงอย่างเดียวเท่านั้น ซึ่งถ้าหากโจทก์ไม่สามารถพิสูจน์ได้ศาลก็จะนำหลักการพิจารณาในทางธุรกิจ (Business Judgement Rule) เข้ามาตัดสิน ซึ่งโดยทั่วไปกรรมการมักจะอ้างว่าเป็นการกระทำไป เพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทในการป้องกันผู้เข้ามาซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ เข้ามาได้อำนาจควบคุมบริษัทและเข้ามาดำเนินการตามนโยบายของผู้ซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ ซึ่งในกรณีเช่นนี้ศาลได้วางหลักเกณฑ์ไว้ว่า ศาลอนุญาตให้กรรมการของบริษัทเข้าหมาย นาวีวิธีการในการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ มาใช้ได้เท่าที่เป็น การกระทำโดยมีความมุ่งหมายในทางที่สุจริตและซื่อสัตย์ (Good Faith) และเห็นว่าเหมาะสม (See Fit)³⁸

38 Arthur Fleischer, Jr., Tender Offers : Defenses , Responses and planning , (The United States of America : Prentice Hall Law & Business, 1987), P.79.

4.2.2 บทบัญญัติควบคุมการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ ในสหรัฐอเมริกา ตามกฎหมายของสหรัฐ (Federal Law)³⁹

กฎหมายที่เข้ามาควบคุมในส่วนนี้ได้แก่ The Williams Act มาตรา 14 (e) ซึ่งนำมาใช้ได้กับกรณีของกรรมการในบริษัทเป้าหมายได้ใช้วิธีการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการขึ้นมา กฎหมายในส่วนนี้ได้กำหนดว่าเป็นการผิดกฎหมายที่จะมีการยื่นรายการที่ก่อให้เกิดความเข้าใจผิด หรือเพิกเฉยในการยื่นรายการ หรือเกี่ยวข้องในการฉ้อฉลหลอกลวง หรือกระทำการอันไม่สุจริตที่เกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น ดังนั้นในกรณีเช่นนี้การที่กรรมการของบริษัทเป้าหมายจะใช้วิธีการต่อสู้ป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการใด ๆ จะต้องพิจารณาถึงกฎหมายในส่วนนี้ด้วย

4.2.3 การควบคุมการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการโดยกฎระเบียบอื่น ๆ⁴⁰

ในการควบคุมส่วนนี้ เป็นการควบคุมโดยกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์แห่งนิวยอร์ก (The New York Stock Exchange) และตลาดหลักทรัพย์แห่งอเมริกา (The American Stock Exchange) โดยกฎระเบียบของหน่วยงานเหล่านี้ ได้กำหนดถึงกรณีที่กรรมการได้นำเอาวิธีการต่อสู้ป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในการออกหุ้นเพิ่มขึ้น ไม่ว่าจะ เป็นหุ้นสามัญหรือหลักทรัพย์ที่แปลงสภาพได้ก็ตาม ซึ่งการออกหุ้นนั้น อาจจะมีผลต่อการเพิ่มขึ้นแห่งอัตราส่วนของหุ้นสามัญเป็นจำนวนที่มากกว่า 18.5 % ในตลาดหลักทรัพย์แห่งนิวยอร์กหรือมากกว่า 20 % ในตลาดหลักทรัพย์แห่งอเมริกาในกรณีเช่นนี้เป็นการจำกัดอำนาจของกรรมการ ในการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในส่วนนี้ โดยมีข้อกำหนดให้การดำเนินการของกรรมการจะต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นด้วย

³⁹ David John Patterson, Defensive Tactics Against Takeover Bids : Proposal for New Zeland Law Reform, P.157.

⁴⁰ Ibid., PP.157-158

จากกฎหมายและวิธีการที่ได้กล่าวมาแล้วนั้น เป็นสิ่งสำคัญอย่างมากในการที่จะพิจารณาในเรื่องของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ แต่ทั้งนี้ยังจะต้องพิจารณาถึงกฎหมายของมลรัฐในบางส่วนด้วย แต่เนื่องจากกฎหมายในส่วนนี้มีการนำมาใช้ที่แตกต่างกันไปในแต่ละรัฐ ดังนั้นจึงควรพิจารณาเฉพาะบางประเด็นที่สำคัญ ๆ เท่านั้น

5 กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของมลรัฐ (State Takeover Laws)

รูปแบบการปกครองสหรัฐอเมริกาขึ้นอยู่กับพื้นฐานของ Federal System ซึ่งรัฐแต่ละรัฐสามารถออกกฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการได้ เท่าที่ไม่เป็นการขัดกับรัฐธรรมนูญและกฎหมายของสหรัฐ (Federal Law) ซึ่งมลรัฐ (State) มีอิสระที่จะเอาแบบอย่างหรือกระทำตามกฎหมายของสหรัฐ (Federal Law) ได้

5.1 พัฒนาการของกฎหมายมลรัฐอันเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ Developments in State Takeover Laws

รัฐบางรัฐได้บัญญัติกฎหมายขึ้นมาซึ่งมีเป้าหมายที่จะออกกฎหมายขึ้นมาควบคุมกระบวนการของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ ซึ่งศาลสูงของสหรัฐก็ได้มีการสนับสนุนในส่วน of กฎหมายป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ (Anti-Takeover Law) ของมลรัฐดังจะเห็นได้จากคดีระหว่าง CTS Corp V. Dynamics Corp. of America ซึ่งศาลสูงแห่งสหรัฐอเมริกาได้ทำการตัดสินสนับสนุน ตามกฎหมายควบคุมการได้มาซึ่งหุ้นของรัฐ Indiana⁴¹ คือ การได้มาซึ่งหุ้นในบริษัทเป้าหมาย จะต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น ที่ไม่ได้รับความสนใจด้วยและจากผลของการตัดสินนี้ ทำให้มีรัฐจำนวนมากในปัจจุบันนี้ที่ได้มีการบัญญัติกฎหมายป้องกัน

⁴¹ CTS Corp V. Dynamics Corp. of America, 481 U.S. 1987

การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ (Anti-Takeover Statutes) ขึ้นมา⁴² นอกจากนี้แล้ว กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของรัฐอื่น ๆ ก็มิได้มีการจำกัดเฉพาะแต่เพียงงาน การได้มาซึ่งหุ้นเท่านั้น เช่น รัฐ Delaware ซึ่งนับว่ากฎหมายในส่วนนี้มีความสำคัญมากเพราะ เนื่องจากได้มีบริษัทมากกว่า 18,000 บริษัทได้ก่อตั้งขึ้นในรัฐนี้ อันทำให้มีบริษัทจำนวนมากอยู่ ภายใต้กฎหมายของรัฐนี้ด้วย และกฎหมายของรัฐ New York ก็มีความสำคัญมากเช่นเดียวกัน เพราะถือว่าเป็นแหล่งที่เป็นศูนย์กลางทางการเงินและธุรกิจส่วน Pennsylvania นั้น ได้ มีการเปลี่ยนแปลงกฎหมาย เกี่ยวกับการซื้อกิจการของรัฐโดยนำเอาหลักการ " The Short Swing"⁴³ มาใช้โดยไม่ให้มีการให้ผลกำไรแก่ผู้เสนอซื้อหุ้นแบบไม่เป็นมิตร ซึ่งกฎหมายของ Pennsylvania กำหนดให้ผู้เสนอซื้อหุ้นที่ไม่ประสบความสำเร็จ ในการได้มาซึ่งอำนาจควบคุม บริษัทเป้าหมายจะถูกควบคุม(Locked) ให้คงสภาพของตนเป็นเวลา 18 เดือน ทั้งนี้หากหุ้น ของบริษัทเป้าหมายได้ถูกขายไปภายใน 18 เดือน ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องคืนผลกำไรใด ๆ ให้แก่ บริษัทเป้าหมายแต่ถ้าเป็นกรณีของผู้เสนอซื้อหุ้นประสบความสำเร็จในการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ ผู้เสนอซื้อหุ้นนี้ จะต้องรับภาระในค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น ของการขาดจากผลประโยชน์ ในกรณีที่ ถูกจ้างซึ่งต้องตกงานภายใน 2 ปี นับแต่เวลาที่มีการเปลี่ยนแปลง อันเกิดขึ้นมาจากการซื้อหุ้น เพื่อครอบงำกิจการนี้ ดังนั้น จึงเห็นได้ว่ากฎหมายซื้อหุ้นเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ ของแต่ละมลรัฐนั้น เป็นการบัญญัติขึ้นมาที่แตกต่างกันไป ตามสภาพทางการค้า และวัตถุประสงค์ ของการคุ้มครองว่าควรจะให้ความคุ้มครองแก่ฝ่ายใด

⁴² Winthrop, Stimson, Putnam & Roberts. Outline of Alternative Form of Mergers and Acquisitions and Related Matters in the United States, 10th ed (New York, 1989), pp.17-18.

⁴³ Short Swing Profits คือ การหาผลประโยชน์อันมาจากการใช้ข้อมูลภายใน ในการซื้อ หรือขายหุ้นของบริษัทเป้าหมายภายในช่วงเวลา 6 เดือน ซึ่งมีการบัญญัติกฎหมาย เข้ามาควบคุมตามมาตรา 16 ของ SEA

5.2 ประเภทของกฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ

กฎหมายซึ่งเข้ามาควบคุมในการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของรัฐต่าง ๆ ในสหรัฐนั้น ต่างมีหลักการในการควบคุมที่มีประเด็น ในทางพิจารณาที่แตกต่างกันออกไปดังนี้ (หมายเหตุดูรายละเอียดแสดงกฎหมายของการเสนอซื้อหุ้น ในแต่ละรัฐของสหรัฐอเมริกาตามภาคผนวก ก และ ข ประกอบด้วย)

5.2.1 การควบคุมการได้มาซึ่งหุ้น (Control Share Acquisition)

กฎหมายในส่วนนี้ กำหนดว่าในการซื้อที่มีผู้เข้ามาถือหุ้นในบริษัท ซึ่งมีจำนวนร้อยละตามที่กฎหมายแต่ละรัฐกำหนด หรือเป็นการได้มา ซึ่งหุ้นที่ทำให้สามารถเข้ามามีอำนาจควบคุมในบริษัทเข้าหมายในกรณี เช่นนี้ หุ้นที่ผู้เข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการได้มานั้น จะไม่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนจนกว่าสิทธิของผู้ถือหุ้นในส่วนนี้ จะได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้รับความสนใจในการซื้อหุ้น (Disinterested Shareholders)⁴⁴ หรือในการรวมกิจการนั้น เพื่อให้การรวมกิจการที่ทําขึ้น โดยผู้ซื้อกิจการสมบูรณ์ตามกฎหมายในกรณี เช่นนี้ ก็จะต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้รับความสนใจด้วย ซึ่งผู้ถือหุ้นเหล่านี้ จะต้องมิได้มีความเกี่ยวข้องกับพิเศษกับผู้เสนอซื้อหุ้น หรือผู้มีอำนาจในการจัดการของบริษัทเข้าหมายด้วย⁴⁵

⁴⁴ Winthrop, Stimson, Putnam & Roberts. Outline of Alternative Form of Mergers and Acquisitions and Related Matters in the United States, P.17.

⁴⁵ Norman E. Veasey, Jesse A. Finkelstein, and Robert I. Shaughnessy, "The Delaware Takeover Law : Some Issues, Strategies and Comparisons, "The Business Lawyer" 43 (May 1988) : 867-885.

5.2.2 การพิจารณาในส่วนซึ่งไม่เกี่ยวกับผู้ถือหุ้นหรือที่เกี่ยวกับเงิน

(Non-Stockholder/Non-Monetary Considerations)

ประเภทของกฎหมายในส่วนนี้อ่อนโยนกว่าให้คณะกรรมการของบริษัทพิจารณาข้อเท็จจริงข้างเคียงต่าง ๆ เพื่อใช้ตัดสินใจในการพิจารณาการเสนอซื้อหุ้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้จะมีผลกระทบต่อลูกจ้าง สภาพแวดล้อมของกลุ่ม กฎหมายนี้มีความใกล้เคียงกับกฎหมายของอังกฤษ ซึ่งต้องการให้พิจารณาถึงสวัสดิการของลูกจ้างด้วย

5.2.3 การรวมกิจการ Business Combination หรือ Freeze Outs⁴⁶

กฎหมายอันเกี่ยวกับการรวมกิจการ กำหนดให้ต้องมีการรอดอยในระยะเวลาหนึ่งก่อนที่ผู้เสนอซื้อหุ้นจะสามารถควบกิจการได้อย่างสมบูรณ์ เช่น กฎหมายของรัฐ New York เป็นต้น

ช่วงเวลาที่จะต้องรอนี้มีระยะเวลาตั้งแต่ 3-5 ปี ซึ่งเป็นการหยุดพักชั่วคราวในการรวมกิจการ แม้ว่าผู้เสนอซื้อหุ้นจะเป็นเจ้าของหุ้นทั้งหมดของบริษัทเป้าหมายก็ตาม ก็ไม่สามารถทำให้ควบคุมสินทรัพย์ หรือการดำเนินการของบริษัทเป้าหมายได้ นอกจากนี้ข้อกำหนดของกฎหมายยังกำหนดต่อไปอีกว่า หากพ้นกำหนดเวลาดังกล่าวนี้แล้วก็ตาม ก็ต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นด้วยดังปรากฏตามกฎหมายของรัฐ New York และ Delaware ดังต่อไปนี้

⁴⁶ Freeze Outs จะเกิดขึ้นหลังจาก บริษัทหนึ่งได้มาซึ่งอำนาจควบคุมในบริษัทเป้าหมายโดยการซื้อมาจากตลาดหลักทรัพย์ หรือซื้อจากผู้ถือหุ้น โดยพิจารณาว่าเมื่อมีการได้มาซึ่งหุ้นในอัตราส่วนที่มีจำนวนมากแล้ว ก็จะมีการควบบริษัท (Merger) หรือเลิกบริษัท (Liquidation) ที่ส่งผลให้บริษัทแม่ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้น ได้มาซึ่งทรัพย์สินของบริษัทเป้าหมายและผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Minority Shareholders) ก็จะได้รับเพียงแต่เงินเท่านั้น ซึ่งเรียกว่า "Freeze Outs" อันเป็นการได้รับเงินที่มีมูลค่า ตามที่ผู้เสนอซื้อหุ้นเป็นผู้กำหนดไว้เท่านั้น (A Value Fixed) ดังนั้นจึงได้มีกฎหมายของรัฐได้กำหนดถึง Freeze Outs ของผู้ถือหุ้นข้างน้อย โดยกำหนดให้มีการจ่ายค่าหุ้นที่เป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นเหล่านี้

5.2.3.1 New York

กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของ New York⁴⁷ กำหนดให้ผู้เสนอซื้อหุ้นซึ่งต้องการที่จะได้มาซึ่งหุ้น 20 % หรือมากกว่าของหุ้นที่มีอยู่ในบริษัท เป้าหมาย จะต้องได้รับความเห็นชอบล่วงหน้า จากคณะกรรมการของบริษัทเป้าหมาย เป็นการล่วงหน้าสำหรับการซื้อหุ้นนี้ (หรือในความมุ่งหมายที่จะเข้ามาควบคุมกิจการ) และหากไม่ได้รับความเห็นชอบนี้จะต้องถูกตัดโอกาสไปจากการรวมกิจการกับบริษัทเป้าหมาย เป็นระยะเวลา 5 ปี ซึ่งมีวิธีสุดท้ายที่จะรวมกิจการได้จะต้องได้รับความเห็นชอบ จากผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้รับความสนใจของบริษัทเป้าหมาย (Disinterested Target Shareholders) ด้วย หรือ ผู้เสนอซื้อหุ้น จะต้องจ่ายเงินในราคาที่เป็นธรรม (โดยทั่วไปเป็นราคาสูงสุดที่จ่ายให้สำหรับหุ้น เหล่านี้) ให้กับผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้รับความสนใจด้วย นอกจากนี้ข้อจำกัดของระยะเวลา 5 ปีอาจจะ ยกเลิกได้โดยต้องได้รับคะแนนเสียงจากผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้รับความสนใจ (Disinterested Shareholders) ที่จะทำการแก้ไขข้อบังคับของบริษัทให้แตกต่างไปจากกฎหมายแต่จะต้องรอ เป็นระยะเวลา 18 เดือน ก่อนที่จะทำให้การแก้ไขนี้มีผลบังคับ⁴⁸กฎหมายนี้ยังได้ห้ามมาตรการ ในการจำกัด Greenmail ด้วยโดยกำหนดให้ผู้ถือหุ้นให้ความเห็นชอบ และในการเปิดเผย ข้อมูลได้กำหนดให้แสดงรายการเพิ่มเติมและจะต้องส่งให้พนักงานของบริษัทเป้าหมายและต่อ อธิบดีกรมอัยการของรัฐ ณ เวลาที่มีการเสนอซื้อหุ้น หรือก่อนการเสนอซื้อหุ้นอีกด้วย

⁴⁷ New York Business Corporation Law Section 912.

⁴⁸ Winthrop, Stimson, Putnam & Roberts. Outline of Alternative Form of Mergers and Acquisitions and Related Matters in the United States, PP.17-18.

5.2.3.2 Delaware

Delaware มีกฎหมายในส่วนของ การรวมกิจการ (Business Combination) ที่ใกล้เคียงกับกฎหมายของ New York โดยกฎหมายของ Delaware⁴⁹ ได้กำหนดเงื่อนไขที่จะต้องรอเป็นระยะเวลา 8 ปี เว้นไว้เสียแต่ว่าผู้เสนอซื้อหุ้นได้มา ซึ่งหุ้นอย่างน้อย 85 % ของบริษัทเป้าหมายในการเสนอซื้อหุ้นตั้งแต่เริ่มแรก

5.2.4 กฎหมายที่เข้ามาควบคุมการให้ราคาที่เป็นธรรม

เป็นกฎหมายที่บัญญัติขึ้นมาเพื่อเป็นการทำให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นที่จะขายหุ้นของตนแก่ผู้เสนอซื้อหุ้น ที่อาจจะเข้ามาซื้อหุ้นเกินกว่าจำนวนต่ำสุด ที่ได้ระบุไว้ในกฎหมายของรัฐต่าง ๆ (เช่น 20-30 %) กฎหมายในส่วนนี้จะเป็นการบังคับผู้ซื้อหุ้นให้ซื้อหุ้นที่ตนไม่ได้ต้องการด้วย ซึ่งกฎหมายในส่วนนี้ได้มีการบัญญัติไว้แตกต่างกัน ที่มีหลายรูปแบบและโดยทั่ว ๆ ไปนั้น จะกำหนดให้ผู้ถือหุ้นเพื่อครอบงำกิจการจ่ายค่าหุ้นในราคาที่สูงที่สุด ที่ได้กำหนดไว้ในระยะเวลาสั้น ๆ

5.2.5 Poison Pills

ได้มีการกำหนดถึงการควบคุมเกี่ยวกับ Poison Pill ซึ่งให้อำนาจคณะกรรมการของบริษัทที่จะนำเอาวิธีการตามสิทธิของผู้ถือหุ้นเท่าที่เป็นไปได้มาใช้ เพื่อหน่วงเหนี่ยวการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการแบบไม่เป็นมิตร

5.2.6 Anti-Greenmail

กฎหมายนี้ได้ห้ามการชำระเงินของหุ้นที่ซื้อมาจากจำนวนหนึ่ง โดยวิธีการจ่ายค่า Premium ที่สูงกว่าราคาตลาด โดยปราศจากความยินยอมของผู้ถือหุ้น

⁴⁹ The Delaware General Corporation Law Section 203.

5.2.7 Cash - Out

เป็นกฎหมายที่กำหนดมาตรฐานแก่ผู้เสนอซื้อหุ้น ที่จะได้มาซึ่งหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ไม่เห็นพ้องด้วยโดยจ่ายค่าหุ้น ในราคาที่ยุติธรรม (Fair Price) ซึ่งโดยทั่วไป จะมีการกำหนดถึงจำนวนของหุ้นที่ได้มามีร้อยละเท่าใด เช่น 25 % ของหุ้นในบริษัทเป้าหมาย ในกรณีเช่นนี้ ผู้ที่จะได้มาซึ่งหุ้นจะต้องแจ้งแก่ผู้ถือหุ้นอื่น ๆ ในบริษัทเป้าหมาย เป็นการล่วงหน้า โดยทันทีถึงความต้องการที่จะได้มาซึ่งหุ้นจำนวนนี้ และจะต้องจ่ายค่าหุ้นในราคาที่เป็นธรรมตามที่กฎหมายกำหนดไว้⁵⁰

6 กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของชาวต่างชาติในสหรัฐอเมริกา

กฎหมายของสหรัฐอเมริกาที่เข้ามาควบคุมในส่วนนี้ ได้แก่ กฎหมายเกี่ยวกับการลงทุนของชาวต่างชาติ กฎหมายควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตรา และกฎหมายอื่น ๆ เป็นต้น โดยทั่วไปแล้วตามนโยบายของรัฐบาลสหรัฐอเมริกาได้มีความต้องการที่จะปฏิบัติต่อการลงทุนของชาวต่างชาติเช่นเดียวกับการลงทุนของผู้ลงทุนภายในประเทศ แต่อย่างไรก็ตาม ได้มีการจำกัดการลงทุนของชาวต่างชาติ โดยกฎหมายของสหรัฐ (Federal Law) ในอุตสาหกรรมบางประเภทซึ่งได้ระบุไว้ในปี ค.ศ. 1986 คือ การขนส่งทางอากาศ พลังงานปรมาณู การแล่นเรือตามชายฝั่ง Freshwater Shipping การขนส่งสื่อสาร การป้องกัน การติดต่อ การประมง การผลิตกระแสไฟฟ้าพลังน้ำ และการทำเหมืองแร่ อันเกี่ยวกับทรัพย์สินของรัฐบาล นอกจากนี้ตาม The International Investment Survey Act of 1976 ยังได้กำหนดให้กิจการต่าง ๆ ซึ่งมีการทำธุรกิจอันเกี่ยวข้องกับบอสังหาริมทรัพย์ ต้องรายงานต่อกรมการค้า (Department of Commerce) ถึงการลงทุนของชาวต่างชาติ ในบริษัทไม่ว่าจะโดยตรงหรือโดยอ้อมก็ตาม และตามกฎหมายของสหรัฐ (Federal Law) ได้

⁵⁰ Winthrop, Stimson, Putnam & Roberts. Outline of Alternative Form of Mergers and Acquisitions and Related Matters in the United States, P.18.

มีการกำหนดหลักเกณฑ์ ในการห้ามชาวต่างชาติเข้ามาควบคุม กิจการของบริษัทประกันภัย , ธนาคาร อสังหาริมทรัพย์ และการผลิตสุรา โดยกฎหมายของรัฐแต่ละรัฐ (State Law) อาจจะนำเอามาใช้บังคับกับบางชาติเท่านั้นในฐานะที่มีการปฏิบัติต่างตอบแทนกัน (Reciprocal Action) นอกจากนั้นยังมีการควบคุมโดยวิธีการอื่น ๆ อีก เช่น จะต้องได้รับใบอนุญาตในการ ประกอบกิจการด้วย⁵¹

6.1 มุมเหตุจูงใจในการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการโดยชาวต่างชาติในสหรัฐอเมริกา ในขณะที่สหรัฐอเมริกา ได้ตระหนักถึงการที่บริษัทต่างชาติ เข้ามาซื้อหุ้นเพื่อ ครอบงำกิจการในสหรัฐอเมริกาเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ โดย กลุ่มบริษัทของยุโรปและญี่ปุ่น ซึ่งนับวันจะมีจำนวนเพิ่มมากขึ้นเรื่อย ๆ (ดูภาคผนวก ค) โดยมี สาเหตุต่าง ๆ สรุปได้ดังนี้

6.1.1 มุมเหตุจูงใจในการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการบริษัท ของสหรัฐอเมริกา โดย ชาวต่างชาติตาม Theory of International Mergers and Acquisitions⁵²

6.1.1.1 เพื่อเป็นการขยายกิจการ เนื่องจากกำไรเป็นผลมาจากการมีอัตร จาหน่ายที่อยู่ในระดับสูง ดังนั้น เพื่อให้มีกำไรเพิ่มขึ้นและเป็นการเพิ่มค่าของหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้น

⁵¹ Terence E. Cooke, Arthur Young International, International Mergers and Acquisitions (Great Britain : TJ Press, Padstow, 1988), PP. 441-444.

⁵² Khoury Sarkis J. Transnational Mergers and Acquisitions in the United State , (the United States of America : D.C. Heath and Company , PP. 38-90.

บริษัทจึงต้องขยายยอดขายเพื่อให้มีกำไรสูงสุด การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการจึงเป็นวิธีการที่ทำให้สามารถขยายกิจการของบริษัทออกไปได้มาก

6.1.1.2 เพื่อเป็นการได้มาซึ่งกิจการระหว่างประเทศ ในกรณีของเหตุ
จูงใจในส่วนนี้ได้แบ่งออกเป็น 3 กรณีคือ

(1) เหตุจูงใจทางด้านเทคโนโลยี (The Technological -
Motives) เป็นกรณีที่เกี่ยวข้องกับความสามารถของกิจการที่ต้องการหาประโยชน์ทางเศรษฐกิจ
ในด้านการผลิต ดังนั้นจึงจำเป็นต้องหาซึ่งเทคโนโลยีของผลิตภัณฑ์ตัวใหม่ และตลาดที่
รองรับแห่งใหม่ เพื่อที่จะสามารถแข่งขันกับกิจการของบริษัทอื่น ๆ ได้

(2) เหตุจูงใจทางด้านเศรษฐกิจ (The Economic Motives)
เหตุจูงใจด้านนี้ มีลักษณะอันคล้ายคลึงกับมูลเหตุจูงใจของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ ดังที่ได้
กล่าวมาแล้วในบทที่ 2 ซึ่งบริษัทผู้ซื้อ ต้องการหาตลาดเงินเพื่อนำมาใช้ในการดำเนินงาน
ของตน และเป็นหลักประกันในการจัดหาวัตถุดิบ หรือการจัดหาส่วนแบ่งทางการตลาดเป็น
การล่วงหน้าด้วยการส่งสินค้าออก อันเป็นการขยายการค้าเงินกิจการให้อยู่ในระดับ
ระหว่างประเทศ การวางพื้นฐานในด้านนี้ จะต้องเป็นไปอย่างรวดเร็วในการคาดคะเนถึง
ตัวแปรต่าง ๆ อันเกี่ยวข้องในส่วนนี้ด้วยการขยายฐานการผลิตไปอยู่ ณ ประเทศต่าง ๆ
เพื่อรองรับความต้องการของผู้ใช้บริการ เช่น กรณีของธนาคารญี่ปุ่น เข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำ
กิจการธนาคารของสหรัฐอเมริกา เพื่อที่จะเป็นการให้บริการกับบริษัทญี่ปุ่นที่ได้ไปทำกิจการอยู่
ในต่างประเทศ ทั้งนี้จะเห็นได้ว่าการเข้าไปสู่ตลาดในส่วนของสหรัฐอเมริกา ด้วยวิธีการซื้อ
หุ้นเพื่อครอบงำกิจการ สามารถที่จะหลีกเลี่ยงอุปสรรคทางการค้า ที่รัฐบาลสหรัฐอเมริกา
ได้กำหนดไว้ได้

(3) มูลเหตุจูงใจทางด้านจิตวิทยา (The Psychological
Motives) เนื่องจากเป็นความภาคภูมิใจของชาติ ที่สามารถนำกิจการของชาติตน เข้ามาสู่
ตลาดสหรัฐอเมริกาได้ ทำให้แสดงถึงความยิ่งใหญ่ของบริษัทตน ที่จะเข้าไปแข่งขันกับสหรัฐ
อเมริกาได้

จากมูลเหตุจูงใจ ในการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการบริษัท ของสหรัฐอเมริกา ข้างต้นนั้น เป็นการพิจารณาโดยทั่ว ๆ ไป ซึ่งเป็นการศึกษาตามทฤษฎีของ International Mergers and Acquisitions ทั้งนี้ได้มีการศึกษาถึงสาเหตุ ที่บริษัทญี่ปุ่นได้เข้าซื้อหุ้นเพื่อ ครอบงำกิจการบริษัทในสหรัฐอเมริกา ซึ่งสรุปถึงสาเหตุต่าง ๆ ที่ทำการศึกษาโดย Mr. Mitsuru Misawa ตามข้อความข้างล่างนี้

6.1.2 สาเหตุที่บริษัทในประเศญี่ปุ่นเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ บริษัท ในสหรัฐอเมริกา มีเหตุผลดังนี้⁵³

(1) เนื่องจากการที่ประเศญี่ปุ่นได้มีการกีดกันทางการค้าของสินค้า ต่างประเทศที่นำเข้ามาในญี่ปุ่น จึงเป็นเหตุให้ประเศสหรัฐอเมริกาไม่พอใจ และได้ออกข้อ จากัดในการนำเข้าสินค้าจากญี่ปุ่นมากขึ้น และเพื่อแก้ปัญหานี้จากัดส่วนนี้ จึงจำ เป็นที่ ประเศญี่ปุ่นจะต้องหาวิธีการในการเข้าไปในตลาดสหรัฐอเมริกา ซึ่งได้แก่การเข้าซื้อหุ้นเพื่อ ครอบงำกิจการ อันเป็นวิธีการที่เข้าไปดำเนินการได้อย่างรวดเร็ว และมีความเกี่ยวพันในการ เข้าผลิตในตลาดแห่งท้องถิ่นนั้นสำเร็จ

(2) เนื่องจากความเจริญก้าวหน้าของเศรษฐกิจภายในประเศญี่ปุ่นมี ความเจริญสูงมาก กิจการในญี่ปุ่นจึงมีความต้องการที่จะขยายขอบข่ายทางธุรกิจออกไปโดย หาสู่ทางทำธุรกิจที่หาผลกำไรตอบแทนสูง ทั้งในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งการเข้าไป ซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ ในสหรัฐอเมริกาเป็นวิธีที่จะตอบสนอง วัตถุประสงค์ของตน ในส่วนนี้ได้ อีกทั้งยังเป็นวิธีการที่รวดเร็วที่จะได้มา ซึ่งเทคโนโลยีของสหรัฐอเมริกาที่ได้ทำ การพัฒนาไว้แล้ว

⁵³ Mitsuru Misawa, "Merger and Acquisition Activities in Japan : the Present and Future", Vanderbilt Journal of Transnational Law Vol.19 (1986) : 796-797.

(3) เนื่องจากได้มีบริษัทในสหรัฐอเมริกาซึ่งเป็นบริษัทในเครือต่าง ๆ ที่ประสบกับปัญหาทางด้านการดำเนินงานในด้านต่าง ๆ บริษัทแม่จึงต้องหาหนทางที่จะเข้ามาแก้ไขกับบริษัทในสวนนี้ที่ไม่สามารถจะทำผลกำไรได้โดยการให้บริษัทญี่ปุ่น ซึ่งมีเทคโนโลยีและการจัดการที่ดีกว่าเข้ามาซื้อกิจการในส่วนนี้ไป

(4) บริษัทญี่ปุ่นเริ่มเห็นว่าการเข้าไปซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในสหรัฐอเมริกาสามารถสร้างผลประโยชน์ได้มากและเป็นภาวะที่คุ้นเคย สำหรับบริษัทญี่ปุ่นซึ่งมีอุปสรรคต่อต้านน้อย อีกทั้งบริษัทญี่ปุ่นมีเงินเยน ซึ่งมีมูลค่ามากกว่าทำให้การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของบริษัทญี่ปุ่นในสหรัฐอเมริกา มีความน่าสนใจในการสร้างค่าของเงินขึ้นมาด้วยวิธีการนี้ และในสายตาของบริษัทญี่ปุ่นเห็นว่า การซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในสหรัฐอเมริกาไม่ได้มีมูลค่าที่มากจนเกินไป

6.2 กฎหมายควบคุมชาวต่างชาติที่เข้ามาซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในสหรัฐอเมริกา

การที่ชาวต่างชาติ ได้เข้ามาซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการในสหรัฐอเมริกานั้น ต่างมุ่งหวังที่จะเข้ามาหาผลประโยชน์ ในดินแดนของสหรัฐอเมริกา ทั้งในรูปของการใช้ทรัพยากรทางวัตถุ แรงงานและสิทธิประโยชน์ต่างๆที่คนในประเทศสหรัฐอเมริกาส่งเสริมรวมทั้งสิทธิประโยชน์ต่างๆ ที่รัฐบาลของสหรัฐอเมริกาได้ให้แก่คนในชาติ ดังนั้นการที่คนต่างชาติได้เข้ามาซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ และถือเอาประโยชน์ในส่วนนี้ไป ย่อมจะก่อให้เกิดผลกระทบต่อคนในชาติ และส่งผลกระทบต่อการแข่งขันทางการค้าการเงินตลาดทุน เทคโนโลยีอุตสาหกรรม การชำระเงิน เศรษฐกิจและการเมืองของสหรัฐอเมริกาเป็นอย่างมาก ดังนั้นจึงจำเป็นต้องที่สหรัฐอเมริกาต้องออกกฎหมายเข้ามาควบคุมเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของชาวต่างชาติในสหรัฐอเมริกา (ดูเหตุผลแห่งการจำกัดการลงทุนของชาวต่างชาติตามภาคผนวก ง ประกอบด้วย) ดังมีประเด็นของกฎหมายที่ชาวต่างชาติจะต้องพิจารณาสรุปได้ดังนี้

6.2.1 กฎหมายป้องกันการผูกขาดของสหรัฐอเมริกาอันเกี่ยวกับการ ซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ โดยชาวต่างชาติ

ประเทศสหรัฐอเมริกาได้บัญญัติกฎหมายป้องกันการผูกขาด Anti-trust Law ขึ้นมาเพื่อคุ้มครองการทำธุรกิจให้เป็นธรรม ซึ่งนอกจากจะใช้กับการทำธุรกิจของกิจการต่าง ๆ ที่ทำในสหรัฐอเมริกาแล้ว ยังนำมาบังคับใช้กับการได้มาซึ่งกิจการของบริษัทต่างชาติ โดยมีหลักเกณฑ์ที่จะนำมาใช้กับบริษัทต่างชาติดังต่อไปนี้⁵⁴

- (1) เป็นการกระทำการค้ากับสหรัฐอเมริกา
- (2) เป็นการกระทำเพื่อหาหนทางเข้าไปในตลาดของสหรัฐอเมริกาด้วยการได้มาซึ่งกิจการของบริษัทสหรัฐอเมริกา (Acquisition of U.S. Firm)
- (3) เป็นการดำเนินกิจการในสหรัฐอเมริกาไม่ว่าโดยตรงหรือโดยอ้อม
- (4) การกระทำใด ๆ อันรวมไปถึงการทำสัญญากับบริษัทสหรัฐอเมริกาหรือบริษัทต่างชาติ

หากบุคคลใดมีการดำเนินการหรือติดต่อกิจการกับสหรัฐอเมริกา ที่อาจจะมีอิทธิพลกระทบต่อโครงสร้างของตลาดสหรัฐอเมริกา หรือมีพฤติการณ์ที่เห็นได้ว่าอาจจะมีผลกระทบต่อตลาดของสหรัฐอเมริกา ในกรณีเช่นนี้จะมีการพิจารณาถึง กฎหมายป้องกันการผูกขาด ซึ่งกฎหมายที่เป็นของสหรัฐที่นำมาใช้ ได้แก่ Sherman Antitrust Act of 1890 มาตรา 1 และ 2 และ The Clayton Act มาตรา 7 และกฎระเบียบต่าง ๆ ซึ่งกฎหมายเหล่านี้ได้กำหนดสาระสำคัญสรุปได้ดังนี้

⁵⁴ Khoury J. Sarkis, Transnational Merger and Acquisitions in The United States , PP. 102-107.

6.2.1.1 Sherman Antitrust Act

มาตรา 1 ห้ามทำสัญญาหรือรวมกิจการ หรือร่วมกันในการจำกัดทางการค้า

มาตรา 2 ห้ามทำการผูกขาดทางการค้า หรือพยายามกระทำการผูกขาดทางการค้า หรือรวมกิจการ หรือร่วมกันกระทำการที่จะเป็นการก่อให้เกิดการผูกขาด ซึ่งมีองค์ประกอบของความผิดสรุปได้ดังนี้

(1) เป็นผู้ที่มีอำนาจผูกขาดในตลาดและ

(2) มีเจตนาที่จะได้มาซึ่งกิจการหรือมีอำนาจในทางการค้า เพื่อการพัฒนาทางด้านการผลิตและทางธุรกิจ

6.2.1.2 Clayton Act

มาตรา 7 ห้ามบริษัทใด ๆ ซึ่งเกี่ยวข้องในทางการค้ากระทำการไม่ว่าโดยตรงหรือโดยอ้อมในการได้มา ซึ่งหลักทรัพย์ทั้งหมด หรือบางส่วนของบริษัทอื่น และห้ามบริษัทที่อยู่ภายใต้บังคับของ Federal Trade Commission ได้มาซึ่งหลักทรัพย์ทั้งหมดหรือบางส่วนของบริษัทอื่น ซึ่งเกี่ยวข้องในทางการค้าที่เห็นว่าอยู่ในทางการค้าในส่วนตัวใด ๆ ของประเทศสหรัฐอเมริกาและการได้มา ซึ่งกิจการที่อาจจะ มีผลกระทบต่อ การผูกขาดทางการค้า หรือเป็นสาระสำคัญที่ทำให้เกิดการแข่งขันน้อยลง หรือมีแนวโน้มว่าจะก่อให้เกิดการผูกขาดในทางการค้าเกิดขึ้น

6.2.1.3 แนวทางที่ออกขึ้นมาโดยหน่วยงานของรัฐ 55

ในส่วนี้สหรัฐอเมริกาได้มอบหมาย ให้กระทรวงยุติธรรมเป็นผู้กำหนด และออก
ระเบียบในส่วนของแนวทางที่จะนำมาใช้ตีความว่า การรวมกิจการจะเป็นการฝ่าฝืนกับ
กฎหมายป้องกันการผูกขาดของสหรัฐอเมริกาหรือไม่

ดังนั้นในการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ โดยบริษัทต่างชาติจึงควรจะต้องพิจารณา
หลักเกณฑ์ของกฎหมายดังกล่าวข้างต้นด้วย มิฉะนั้นอาจก่อให้เกิดอุปสรรคขึ้นมาในภายหลัง เช่น
กรณีของการควบกิจการระหว่าง British Petroleum (BP) กับ Sohio Inc.
ซึ่งมีข้อเท็จจริงว่า บริษัทอังกฤษมีกิจการค้าที่แข่งขันโดยตรงกับ Sohio ใน Western
Pennsylvania ดังนั้นศาลจึงไม่อนุญาตให้มีการรวมกิจการ⁵⁶

นอกจากนี้ บริษัทต่างชาติยังต้องพิจารณาถึง Federal Trade Commission Act
มาตรา 5 ด้วย ซึ่งเป็นกฎหมายที่บัญญัติขึ้นมาในปี ค.ศ. 1914 บัญญัติถึงวิธีการแข่งขันใน
ทางการค้าที่ไม่เป็นธรรม หรือการค้าที่มีผลกระทบต่ออันไม่เป็นธรรม และการกระทำที่ไม่เป็น
ธรรม หรือการกระทำที่มีเจตนาหลอกลวง หรือการปฏิบัติที่มีผลกระทบต่อการค้า ซึ่งในทาง
ปฏิบัติ คณะกรรมการการค้าแห่งสหรัฐ (Federal Trade Commission) ได้มีการบังคับใช้
ตามมาตรา 5 นี้กับการได้มาซึ่งกิจการของต่างชาติด้วย⁵⁷

⁵⁵ Winthrop, Stimson, Putnam & Roberts. Outline of Alternative Form of Mergers and Acquisitions and Related Matters in the United States, P. 33.

⁵⁶ Ibid., P. 108.

⁵⁷ Ibid., P. 110.

7. กรณีศึกษาเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ ในสหรัฐอเมริกา

7.1 ระหว่าง Unocal Corp. V. Mesa Petroleum Co., ตามกฎหมายของรัฐ Delaware(State Law) ในสหรัฐอเมริกาศาลได้วางข้อกำหนดให้กรรมการมีหน้าที่ที่ได้รับความไว้วางใจให้กระทำไปแนวทางที่เป็นประโยชน์สูงสุดต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยอำนาจหน้าที่นี้ เป็นการกำหนดให้กรรมการจะต้องดำเนินการเพื่อป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการที่เป็นภัยแก่บริษัทได้ ดังเป็นไปตามคดีของ Unocal Corp. V. Mesa petroleum Co., 493 A. zd 946, 955 (Del. Supr. 1985) แต่อย่างไรก็ตามถ้ากรรมการดำเนินการแต่เพียงผู้เดียว หรือดำเนินการในเบื้องต้น เพราะมีความต้องการที่จะมีอำนาจอยู่ในบริษัทตลอดไป การใช้เงินทุนของบริษัทสำหรับวัตถุประสงค์นี้ถือว่าไม่สมควร

ในการให้ความเห็นชอบการซื้อหุ้นกลับคืน (Repurchase of Stock) ณ ราคา Premium กรรมการมีสิทธิที่จะเข้าไปเกี่ยวข้องกับภายใต้หลักการพิจารณาทางธุรกิจ (The Business Judgement Rule) โดยในการตัดสินใจของกรรมการตั้งอยู่บนพื้นฐานในส่วนของ การพิจารณาทางธุรกิจ และกระทำการซึ่งก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อบริษัท ข้อสันนิษฐานนี้อาจจะมีการโต้แย้งหากการกระทำของกรรมการแสดงให้เห็นว่า มีการฉ้อฉล ไม่สุจริต หรือ การดำเนินการเพื่อประโยชน์ส่วนตน หรือกระทำการเกินขอบเขต

ในคดีระหว่าง Unocal Corp.V. Mesa Petroleum Co., ศาลได้พิจารณาว่าเป็นกรณีของกรรมการ ได้ป้องกันการพยายามเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการของบริษัท โดยการซื้อหุ้นกลับคืนซึ่งเป็นการตัดสินใจภายใต้หลัก The Business Judgement Rule⁵⁸ ในคดีนี้ศาลสูง Delaware (The Delaware Supreme Court) ตัดสินว่าการตัดสินใจ

⁵⁸ Bialkin, Fleischer, Greene, Ninth Annual Institute on Acquisitions & Takeover, PP. 45-46.

ของคณะกรรมการ Unocal ที่ได้เลือกวิธีการ Self-Tender⁵⁹ เพื่อที่จะป้องกันการเกิด Two - Tier Tender Offer⁶⁰ ที่กระทำขึ้นโดย Mesa Petroleum Co. เป็นการป้องกันซึ่งเป็นไปตามหลัก The Business Judgement Rule ซึ่งศาลได้วางรูปแบบพิเศษของ Business Judgement Rule ที่จะนำมาใช้ประเมิน กลวิธีที่กรรมการได้นำมาใช้ต่อผู้มีส่วนของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการนั้นต้องเป็นการกระทำที่เข้าหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้⁶¹

59 Self-Tender เป็นกรณีที่บริษัทเข้าหมายเผชิญหน้ากับการเสนอซื้อหุ้น อย่างไม่เป็นมิตร (A Hostile Tender Offer) ดังนั้นจึงนำเอา Self-Tender เข้ามาใช้ซึ่งเป็นวิธีการเสนอซื้อหุ้นของบริษัทตนเอง โดยมูลค่าที่ซื้อมีมูลค่าต่อหุ้นที่มากกว่าราคาเสนอซื้อที่ผู้เสนอซื้อหุ้นอื่นเสนอซื้อ ซึ่งราคาที่บริษัทเข้าหมายทำการเสนอซื้อนี้อาจจะประเมินราคาตามความเห็นของคณะกรรมการ โดย Self-Tender จะมีประโยชน์เสนอให้แก่อุ้งถือหุ้นในการเลือกระหว่างเงินและหรือหลักทรัพย์ตาม Self-Tender หรือการให้ผู้ถือหุ้นยังคงถือหุ้นไว้ต่อไปในบริษัท การคงไว้ซึ่งหุ้นในบริษัท ซึ่งสามารถเชื่อได้ว่าในการจัดการของบริษัทจะทำให้ผู้ถือหุ้น ได้ผลตอบแทนคืนในอัตราที่สูงในเวลาภายภาคหน้าจาก วิธีทางที่ทำให้เลือกนี้จะเห็นได้ว่า มูลค่าต่อหุ้นของผู้เสนอซื้อหุ้นของบริษัทเข้าหมายอาจจะมีจำนวนที่มากกว่าค่าหุ้นตามปกติ นอกจากนี้ยังมีกรณีที่ Self-Tender ให้อำนาจผู้ถือหุ้นเลือกที่จะได้รับค่า Premium เพื่อเป็นค่าตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้สละผลประโยชน์ในส่วนนี้ให้บริษัทด้วย

60 Two-Tier Tender Offer คือการเสนอซื้อหุ้น (Tender Offer) ซึ่งได้กำหนดราคาหุ้นไว้แตกต่างกัน โดยราคาหนึ่งเป็นราคาหุ้นที่ผู้เข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ โดยไม่เป็นมิตร ต้องการเพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจ ในการควบคุมผลประโยชน์ในบริษัทเข้าหมาย ส่วนอีกราคาหนึ่งนั้นเป็นราคาสำหรับหุ้นในส่วนที่เหลือที่จะทำการซื้อขายหลังจากได้มาซึ่งอำนาจในการควบคุมกิจการแล้ว ซึ่งการกระทำลักษณะนี้ สร้างความกดดันแก่ผู้ถือหุ้นมากที่จะต้องเสนอขายหุ้นในระหว่างที่มีการเสนอซื้อหุ้นในตอนเริ่มแรก และเป็นการสร้างความไม่แน่นอนขึ้น

61 Bialkin , Fleischer , Greene, Ninth Annual Institute on Acquisitions & Takeover, PP. 45-46.

7.1.1 ภาระเบื้องต้นของการพิสูจน์บนพื้นฐานการกระทำของกรรมการที่แสดงให้เห็นว่า

- (1) การกระทำนั้น กระทำด้วยความซื่อสัตย์ "Good Faith" และภายหลังที่ได้มีการสอบสวนอย่างสมเหตุสมผลแล้ว (Reasonable Investigation) จะเห็นได้ว่า ได้มีภัยที่จะเกิดขึ้นกับผู้ถือหุ้นหรือนโยบายของบริษัท
- (2) ขนาดของการป้องกันที่จะนำมาใช้ต้องสมเหตุสมผลกับการกระทำที่มีขึ้น

7.1.2 ถ้าคณะกรรมการแสดงให้เห็น จนเป็นที่พอใจของหลักเกณฑ์ ที่จะต้องกระทำการด้วยความซื่อสัตย์และหลังจากที่ได้มีการตรวจสอบอย่างสมเหตุสมผลแล้วประเด็นจะนำไปสู่วิธีการตอบได้ที่สมควร ซึ่งภาระสูงสุดของการพิสูจน์จะผลัดไปที่เจ้าหน้าที่ในการแสดงหลักฐานที่มีน้ำหนักมากเพื่อแสดงว่า การตัดสินใจของกรรมการเป็นพื้นฐานเบื้องต้นบนการรักษาอำนาจของตน เพื่อให้สามารถดำรงตำแหน่งในบริษัทเป็นการตลอดไป หรือเป็นการกระทำหน้าที่โดยทุจริต เช่น การฉ้อฉล การกระทำเกินขอบเขตการขาดความซื่อสัตย์ หรือ ไม่ได้มีการชำระรายละเอียดที่แจ้งเหตุผล

นอกจากนี้แล้วในคดีของ Unocal ศาลยังได้กำหนดประเด็นขึ้นมาอีกว่า คณะกรรมการของบริษัทตามกฎหมาย Delaware มิได้มีเฉพาะสิทธิแต่เพียงเท่านั้น แต่ยังมีหน้าที่ที่จะต้องต่อต้านการเสนอซื้อหุ้น ที่อาจจะเป็นอันตรายต่อกิจการของบริษัท

7.2 กรณีศึกษาระหว่าง Starkman V. Marathon Oil Co., 772 F 2 d
231 (6 th Cir 1985)⁶²

กรณีนี้ไม่มีข้อเท็จจริงว่า เมื่อวันที่ 29 ตุลาคม 1981 Mobil Oil ได้ประกาศเสนอซื้อหุ้น (Tender Offer) มีจำนวนสูงถึง 68 % ของหุ้นสามัญที่ Marathon มีอยู่ โดยเสนอซื้อด้วยเงิน ในราคาหุ้นละ 85 เหรียญสหรัฐ และ Mobil ได้ปฏิบัติการเสนอซื้อหุ้นด้วยวิธีการ Freeze out โดยผู้ถือหุ้นที่ยังคงเหลืออยู่ และไม่ได้ได้รับความสนใจนี้จะได้รับหุ้นกู้ (Debentures) มีมูลค่าประมาณ 85 เหรียญสหรัฐ ซึ่งในการตอบโต้ของ Marathon นั้น มีดังนี้ เมื่อวันที่ 11 พฤศจิกายน 1981 Marathon ได้ส่งจดหมายไปยังผู้ถือหุ้นของตนเพื่อแนะนำผู้ถือหุ้นให้ปฏิเสธการเสนอซื้อหุ้น ในจดหมายนี้ได้อธิบายถึงทางเลือกต่าง ๆ ซึ่งพิจารณาโดยคณะกรรมการรวมทั้ง การดำเนินการที่จะซื้อหุ้นของบริษัท ที่ Mobil Oil และบุคคลอื่นถือไว้กลับคืนมา (Repurchase) และทำการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำกิจการ ของบริษัทอื่นโดยจะทำการรวมกิจการทางธุรกิจกับบริษัทอื่น ๆ และจะมีการประกาศจ่ายเงินปันผล ตลอดจนถึงนโยบายในการชำระสะสางหนี้สินของบริษัทไม่ว่าบางส่วนหรือทั้งหมดพร้อมทั้งแนบ Schedule 14 D-9 มากับจดหมายนี้ด้วย ซึ่งมีรายการที่มีข้อความคล้ายคลึงกับความประสงค์นี้ ต่อมาเมื่อวันที่ 18 พฤศจิกายน 1981 Marathon ได้เข้าทำสัญญาควบกิจการกับ United States Steel ตามที่ U.S. Steel ได้ทำการเสนอซื้อหุ้นด้วยเงิน ซึ่งมีจำนวนหุ้นประมาณ 51 % ของหุ้นฝ่าย Marathon ในราคาหุ้นละ 125 เหรียญสหรัฐ

ในคดี Starkman V. Marathon Oil Co., นี้ได้มีการฟ้องว่า Marathon Oil ไม่ได้เปิดเผยข้อมูลให้ถูกต้องตามที่กฎหมายบัญญัติไว้ ซึ่งศาลไม่รับฟังข้อกล่าวหาที่ว่าคณะกรรมการของ Marathon ได้ฝ่าฝืนบทบัญญัติตาม มาตรา 10 (b) ของ SEA และ Rule 10 b-5 ซึ่งได้นำมาใช้ในกรณีที่ไม่ได้มีการเปิดเผยข้อมูลที่เหมาะสมในการหา

⁶² Ibid., PP. 91-92.

White Knight เข้ามาช่วยบริษัท และการเจรจาที่ทำไว้กับ U.S. Steel นั้นมิได้มีการเปิดเผยล่วงหน้า โดยศาลได้ให้เหตุผลว่าทราบเท่าที่การควบกิจการหรือการได้มาซึ่งกิจการ (Acquisitions) ได้มีการถกเถียงปัญหากันในเบื้องต้น โดยทั่วไปแล้วการเปิดเผยข้อมูลของข้อเท็จจริงในทางเลือกแต่ละอันนั้น พิจารณาได้ว่าจะเพียงพอแก่การให้ข้อมูลที่เหมาะสมต่อผู้ถือหุ้นแล้ว หน้าทีในการเปิดเผยรายการที่เป็นไปได้ของกิจการ และคู่สัญญาในนี้เกิดขึ้นหลังจากที่มีสัญญาหลักการแล้วเท่านั้น ซึ่งในกรณีนี้ ในเรื่องของรายการพื้นฐาน เช่น ราคา โครงสร้างต่าง ๆ ได้ทำการประกาศไว้แล้ว ดังนั้นกรณีที่เคยมีการแจ้งไปยังผู้ถือหุ้นว่าจะทำการควบกิจการ (Merger) หรือได้มาซึ่งกิจการ (Acquisition) แล้วก็ตามแต่ก็ยังเป็นสิ่งที่ไม่แน่นอนว่าการกระทำนี้จะประสบความสำเร็จหรือไม่ซึ่งหากให้มีการเปิดเผยรายละเอียดข้อมูลในส่วนนี้ตั้งแต่เบื้องต้นแล้วก็อาจจะทำให้เป็นข้อมูลที่ผิดพลาดแก่ผู้ถือหุ้นได้โดยง่ายดังนั้นจึงถือว่ารายการที่ Marathon ได้ยื่นไปแล้วนั้นเป็นข้อมูลที่ต้องการ