



## บทที่ 3

### กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจของสหรัฐอเมริกา

#### 1. สภาพทั่วไปของการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจ

การซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจในสหรัฐอเมริกานั้นมีสถิติในการซื้อกิจการที่สูงมาก โดยเป็นการกระทำระหว่างบริษัทในสหรัฐอเมริกาด้วยกันเอง หรือเป็นการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจโดยชาวต่างชาติ ประเทศสหรัฐอเมริกาได้มีกฎหมายเข้ามาควบคุมและวางระเบียบอันเกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจในส่วนนี้ ซึ่งกฎหมายที่ออกมา มีทั้งกฎหมายของสหรัฐ (Federal Law) และกฎหมายของมลรัฐอื่นๆ (State Law) กฎหมายเหล่านี้ได้แก่ กฎหมายบริษัท กฎหมายหลักทรัพย์ กฎหมายป้องกันการผูกขาดและกฎระเบียบทางการค้าต่างๆ เป็นต้น ส่วนประเด็นทางกฎหมายที่เกิดขึ้นจะอยู่ในขอบเขตของกฎหมายเหล่านี้เล็กน้อยเพียงใด หรือจะเกี่ยวข้องกับกฎหมายอื่นๆ อย่างไรนั้น ขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ของการได้มาของกิจการอันเป็นลักษณะเฉพาะในธุรกิจด้านนั้นๆ ซึ่งในส่วนของการศึกษาวิทยานิพนธ์นี้ จะทำการพิจารณาเฉพาะประเด็นของกฎหมายที่เกี่ยวกับการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจในส่วนของการทำคำเสนอซื้อหุ้น (Tender offer) เป็นสำคัญ

#### 1.1 ลักษณะการเข้าครอบงำทางธุรกิจแบบต่างๆ ในสหรัฐอเมริกา

มาตรการซึ่งกรรมการบริษัทเป้าหมายในประเทศสหรัฐอเมริกานำมาใช้ในการเข้าครอบงำทางธุรกิจในรูปแบบต่างๆ ดังต่อไปนี้<sup>1</sup>

(1) Hostile Takeover (ฮอสทิล เทคโอเวอร์) คือ เป็นความพยายามในการเข้าครอบงำทางธุรกิจที่ไม่เป็นมิตร โดยบริษัทหนึ่งหรือเสมือนหนึ่งเป็นการปล้น ซึ่งจะถูกต้องด้านอย่างหนักจากคณะผู้บริหารและคณะกรรมการของบริษัทเป้าหมาย โดยปกติการเข้าครอบงำทางธุรกิจประเภทต่างๆ เหล่านี้มักจะเป็นข่าวร้ายที่กระทบต่อจิตใจของพนักงานบริษัทเป้าหมายดังกล่าว และเป็นผู้ซึ่งสามารถจะเปลี่ยนไปเป็นความเกลียดชังต่อบริษัทที่เข้ายึดครองได้อย่าง

<sup>1</sup> Investopedia Staff, The Wacky World of M&As [Online], Available From: [www.investopedia.com/articles/01/050901.asp](http://www.investopedia.com/articles/01/050901.asp). [January 28, 2005]

รวดเร็ว เป็นเสียงแห่งความไม่พอใจ ในขณะเดียวกันก็มีตัวอย่างการทำงานในกรณีการเข้าครอบงำบริษัทที่เป็นศัตรูกัน ซึ่งโดยทั่วไปจะใช้วิธีการแบบแข็งข้อ ซึ่งมักจะได้ผลสำเร็จมากกว่าการใช้วิธีการรวมกิจการแบบนุ่มนวล

(2) Dawn Raid (ดอว์นเรด) คือ การกระทำที่ประกอบด้วยบุคคลหลายคนมากกว่าธรรมดาในประเทศอังกฤษ อย่างไรก็ตามก็เป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเช่นกันในสหรัฐอเมริกา ในระหว่างการกระทำแบบดอว์นเรด (Dawn Raid) องค์กรหรือนักลงทุนจะพุ่งเป้าหมายไปที่การซื้อหุ้นที่มั่นคงในบริษัทเป้าหมายในการครอบงำธุรกิจอย่างยุติธรรม โดยส่งนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ (Brokers) ซื้อหุ้นโดยเร็วที่สุดเมื่อตลาดหุ้นเปิด ในการให้นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ (Brokers) ได้กระทำการซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย (“เหยื่อ”) นั้น ผู้ที่เข้ายึดครอง (“ผู้ปล้น”) จะปิดบังหลักฐานชื่อเสียงและรวมทั้งเจตนาของตนเองด้วย ดังนั้นจึงได้สร้างผลประโยชน์ที่จะได้ที่มั่นคงขึ้นในเป้าหมายของเขาไปที่ราคาหุ้นประจำวันในตลาดหุ้น เพราะว่าเป็นการกระทำตั้งแต่เนิ่นๆ ซึ่งโดยปกติบริษัทเป้าหมายมักจะไม่ได้รับการแจ้งเกี่ยวกับการซื้อจนกระทั่งเป็นการที่สายเกินไป และปัจจุบันผู้เข้ายึดครองจะเป็นผู้ควบคุมเรื่องผลประโยชน์

(3) Saturday Night Special (แซทเธอร์เดย์ ไนท์สเปเชียล) คือการทำข้อเสนอซื้อหุ้น (Tender Offer) ซึ่งได้ทำกระทำการขึ้นในวันสุดสัปดาห์ (Saturday Night Special) โดยไม่มีการบอกกล่าวให้รู้ล่วงหน้าอันทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายมีเวลาน้อยมากที่จะตัดสินใจ โดยมีการพิจารณาอย่างรอบคอบ เนื่องจากรายละเอียดและแผนการต่าง ๆ ของผู้เสนอซื้อหุ้น โดยทั่วไปจะไม่มีการเปิดเผย ทำให้การซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจเกิดขึ้นได้โดยง่าย ดังนั้น สิ่งเหล่านี้ได้มีข้อจำกัดโดยใช้มาตรการของ The Williams Act ในสหรัฐอเมริกาเช่นกัน ซึ่งการได้มาด้วยความยุติธรรมตามหลัก 5 เปอร์เซ็น หรือมากกว่านั้น จะต้องถูกเปิดเผยข้อมูลต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (The Securities Exchange Commission) แล้วได้มีการประกาศในการเข้าครอบงำทางธุรกิจอย่างจริงจังทุกๆ วัน แต่การประกาศไม่ได้หมายความถึงทุกๆ สิ่งเท่าที่จำเป็นจะเดินไปข้างหน้าตามที่ได้มีการวางแผนเอาไว้ ในหลายๆ กรณีที่บริษัทเป้าหมายไม่ได้ต้องการที่จะถูกเข้าครอบงำทางธุรกิจ ซึ่งสิ่งนี้มีความหมายอะไรสำหรับนักลงทุนหรือไม่ คำตอบคือมีทุกสิ่งเลยทีเดียว โดยมียุทธศาสตร์หลายอย่างที่ฝ่ายบริหารสามารถใช้ได้ในช่วงระหว่างการทำกิจกรรมของ M&A และเกือบจะทั้งหมดของยุทธศาสตร์เหล่านี้ได้มุ่งไปเพื่อกระทบต่อมูลค่าของหุ้นในบริษัทเป้าหมายในบางวิธีการ ก็ขอให้ดูที่วิธีการที่ค่อนข้างจะเป็นที่นิยมกันมากในการที่บริษัททั้งหลายสามารถป้องกันตัวเองจากผู้เข้ายึดครอง เหล่านี้คือ ประเภทต่างๆ ทั้งหมดของคำว่า “Shark Repellent” คืออะไร ซึ่งก็หมายถึงกรณีหนึ่งที่บริษัทเป้าหมายกำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัทในรูปแบบต่างๆ เพื่อให้การถูกเข้าครอบงำทางธุรกิจทำได้ยากลำบากยิ่งขึ้น

(4) Golden Parachute (โกลเด้น พาราชูต) คือเป็นเครื่องวัดการห้ามปรามในการเข้าครอบงำทางธุรกิจ โดยการเสนอผลประโยชน์ที่ได้กำไรงานแก่ผู้บริหารระดับสูง ซึ่งอาจจะต้องถูกออกจากงาน ถ้าบริษัทของพวกเขาถูกครอบงำทางธุรกิจโดยอีกบริษัทหนึ่ง สัญญาซึ่งมีลักษณะเป็นการให้ผลประโยชน์ต่างๆ ในทางทรัพย์สิน เช่น สิทธิเลือกซื้อขายหุ้น (Stock Options) โบนัสเงินทำขวัญเวลาถูกจ้างออกอย่างไม่อัน และอื่นๆ อีก “โกลเด้นพาราชูต” สามารถมีมูลค่าเป็นจำนวนล้านดอลลาร์และบริษัทเป้าหมายที่ถูกเข้าซื้อก็ได้ราคาสูงมากเช่นกัน ดังนั้น จะไม่ถูกจงใจให้ดำเนินการเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจได้

(5) Greenmail (กรีนเมล์) ถือว่าเป็นสิ่งที่พลอยได้จากคำว่า “แบลคเมลล์ (Blackmail) ความหมายคือการขู่เข็ญ เรียกร้อง ไม่เช่นนั้นแล้วจะเปิดเผยความลับ” ซึ่ง “กรีนเมล์” จะเกิดขึ้นเมื่อหุ้นส่วนใหญ่ได้ถูกถือโดยบริษัทที่ไม่เป็นมิตรหรือผู้เข้าปล้น (Raider) ซึ่งเป็นผู้ที่เข้าไปบีบบังคับบริษัทเป้าหมายในการทำข้อเสนอซื้อหุ้นของตนเองในราคาที่สูงที่สุดเพื่อทำลายความพยายามในการเข้าครอบงำทางธุรกิจใดๆ ก็ตาม ในที่นี้ก็เป็นที่ยุ้จกกัน คำว่า “Bon Voyage Bonus” หรือคำว่า “Goodbye kiss” ซึ่งก็หมายความว่า เป็นการให้รางวัลพิเศษในการต้องหมัดหน้าที่ต่อกัน คือการจบสิ้นของธุรกิจนั่นเอง

(6) Macaroni Defense (มักกะโรนีดีเฟ็นซ์) คือ เป็นกลยุทธ์โดยเมื่อบริษัทเป้าหมายได้ออกพันธบัตร (Bonds) จำนวนมากก่อนหนึ่งเพื่อเป็นสิ่งที่รับประกันได้ว่าพวกเขาจะได้กลับมาในราคาที่สูงขึ้น ถ้าบริษัทได้ถูกเข้าครอบงำทางธุรกิจไป ทำไมถึงได้เรียกกันว่า “มักกะโรนีดีเฟ็นซ์” ก็เป็นเพราะว่าถ้าบริษัทกำลังอยู่ในอันตราย การได้คืนมาของพันธบัตรที่ขยายตัวออกไปเหมือนกับเส้นมักกะโรนีที่อยู่ในน้ำกำลังต้มเดือดๆ ซึ่งนี่คือกลยุทธ์ที่ได้ผลมากที่สุด แต่บริษัทเป้าหมายจะต้องมีความระมัดระวังว่าจะไม่ทำหนี้ (Debt) มากเกินไปด้วย มิฉะนั้นจะไม่สามารถทำให้เกิดผลประโยชน์จากการจ่ายเงินออกไปแต่อย่างใด

บริษัทเป้าหมายเหล่านั้นที่ถูกเข้าครอบงำทางธุรกิจสามารถใช้การตีราคาเป็นเงินทุนใหม่ เพื่อที่จะมีอำนาจหักล้าง (Leveraged recapitalization) ในการทำให้ตนเองได้รับความสนใจน้อยลงในการเป็นบริษัทที่ถูกประเมิน

(7) People Pill (พีเพิลพิลล์) ในที่นี้ ฝ่ายบริหารเชื่อว่าในกรณีมีการครอบงำทางธุรกิจนั้น ทีมบริหารจะลาออกด้วยกันทั้งหมดในเวลาเดียวกัน ซึ่งโดยเฉพาะกรณีนี้ถือว่าเป็นประโยชน์ถ้าพวกเขาเหล่านั้นเป็นทีมบริหารที่ดี และเมื่อสูญเสียพวกเขาไป ก็อาจจะเป็นอันตรายต่อบริษัทเป้าหมายได้และทำให้ผู้เข้าประมูลจะต้องคิดอีกครั้งหนึ่ง ในทางกลับกัน “ฮอสทิลเทคโอเวอร์”

จะอย่างไรก็ตามมักจะมีผลอยู่บ่อยๆ ต่อทีมบริหารที่กำลังจะถูกไล่ออก ดังนั้น ผลกระทบของการป้องกันต่อ “ฟีเฟิลฟิลล์” ขึ้นอยู่กับสถานการณ์นั้นๆ อย่างแท้จริง

(8) Poison Pill (พอยซันพิลล์) คือ การวางยาพิษ ด้วยยุทธวิธีนี้ บริษัทเป้าหมายมักจะมุ่งไปที่การทำให้ราคาหุ้นของตนเองมีความน่าดึงดูดน้อยมากต่อผู้ที่เข้ามาซื้อกิจการบริษัท ซึ่งมียุทธวิธีของ “พอยซันพิลล์” อยู่สองประเภท คือ ‘Poison Pill’ แบบ “Flip-in” ยอมให้ผู้ถือหุ้นเดิม (ยกเว้นบริษัทที่เข้าประมูล) เข้าซื้อหุ้นเพิ่มขึ้นในราคาที่ลดลง โดย ‘Poison Pill’ ประเภทนี้ปกติจะถูกเขียนขึ้นในแผนการของสิทธิของผู้ถือหุ้น และเป้าหมายของ ‘Poison Pill’ แบบ “Flip-in” นี้คือ โดยการทำให้อายุที่ถือโดยผู้เข้าประมูลลดความน่าดึงดูด (Dilute) และทำให้การเข้าประมูลในการเข้าครอบงำทางธุรกิจนั้นยากยิ่งขึ้นและมีราคาแพงขึ้นเช่นกัน

และอีกประเภทหนึ่งคือ ‘Poison Pill’ แบบ “Flip-over” ยอมให้ผู้ถือหุ้นทั้งหลายเข้าซื้อหุ้นของผู้เข้าซื้อในราคาที่ลดลงในกรณีเป็นการรวมกิจการ ถ้านักลงทุนทั้งหลายไม่สามารถที่จะมีส่วนในการ ‘Poison Pill’ โดยการซื้อหุ้นในราคาที่ลดราคาได้แล้วนั้น หุ้นที่เด่นๆ จะถูกลดความน่าดึงดูดที่จะป้องกันการเข้าครอบงำทางธุรกิจได้

คำที่กล่าวกันว่าที่สุดของ ‘Poison Pill’ คือ “Suicide Pill” ซึ่งบริษัทเป้าหมายที่ถูกครอบงำทางธุรกิจอาจจะมีการกระทำที่จะนำไปสู่การทำลายในที่สุด ในลักษณะที่มีผู้ทำการเข้าครอบงำทางธุรกิจต้องได้รับอุปสรรคมาก เสมือนกับการกลืนยาพิษ

(9) Sandbag (แซนด์แบ็ก) ด้วยกลยุทธ์นี้ บริษัทเป้าหมายจะล่อลวงด้วยความหวังว่าบริษัทอีกบริษัทหนึ่งมีความน่าเชื่อถือได้ (เหมือนกับ “อัศวินม้าขาว” หรือที่เรียกว่า ‘White Knight’) มีความพยายามที่จะเข้าครอบงำทางธุรกิจ อย่างไรก็ตาม ถ้าการบริหารแบบ “Sandbag” มีระยะยาวเกินไป พวกเขาอาจจะหวัหมุมได้จากความรับผิดชอบต่างๆ ในการที่ต้องดำเนินธุรกิจของบริษัท

(10) White Knight (ไวท์ไนท์) คือบริษัทหนึ่ง (เรียกได้ว่าเป็น “Good Guy”) ซึ่งรีบเข้าไปเสนอการเข้าครอบงำทางธุรกิจต่อบริษัทเป้าหมายซึ่งกำลังเผชิญกับการ “ฮอสทิลเทคโอเวอร์” จากกลุ่มหนึ่งซึ่งถูกเรียกว่าเป็น “อัศวินในความมืด” หรือ ‘Black Knight’ ซึ่ง อัศวินม้าขาว หรือ ‘White Knight’ ได้เสนอทางออกให้บริษัทที่เป็นเป้าหมายด้วยการเข้าครอบงำทางธุรกิจที่เป็นมิตร

(11) Stock Repurchases ตามหลักกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา บริษัทสามารถซื้อหุ้นของตนจากตลาดเปิดได้ (Open Market) หรือนำวิธีการ Self-Tender Offer คือกรณีบริษัทเสนอซื้อหุ้นของตนเอง มาใช้กับการเสนอซื้อหุ้นของตนได้ ซึ่งกรณีนี้เป็นการกระจายเงินไปสู่ผู้ถือหุ้นและทำให้บริษัทเป้าหมายมีฐานะทางการเงินแย่ลง เพื่อเป็นการลดแรงจูงใจบริษัทภายนอก ในการเข้ามาซื้อกิจการและในเรื่องของ Self-Tender Offer ก็เป็นเรื่องของการแข่งขันผู้ราคากับผู้เสนอซื้อหุ้นที่ไม่เป็นมิตรกับบริษัท โดยบริษัทเป้าหมายได้ทำการเสนอซื้อหุ้นของตน ด้วยการจ่ายค่า Premium จำนวนมากให้กับผู้ถือหุ้น<sup>2</sup>

(12) Lock-up Agreements วิธีการในส่วนนี้ จะมีการทำให้ทรัพย์สินที่สำคัญของบริษัทเป้าหมาย ตกอยู่ภายใต้ภาระที่จะถูกซื้อโดยบุคคลภายนอก หากปรากฏว่าผู้เสนอซื้อหุ้นแบบไม่เป็นมิตรสามารถได้มา ซึ่งอำนาจควบคุมบริษัทเป้าหมาย โดยบุคคลภายนอกที่ได้รับสิทธิในการซื้อนี้ มักจะเป็น White Knight เสมอ ซึ่งจะมีการจูงใจที่จะเข้ามาเสนอซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ทรัพย์สินที่อยู่ภายใต้สัญญานี้ ตามปกติเป็นทรัพย์สินที่ประกอบด้วยส่วนที่สำคัญที่มีมูลค่าในบริษัทเป้าหมาย ซึ่งจากการดำเนินการด้วยวิธีนี้จะทำให้ผู้เสนอซื้อหุ้นแบบไม่เป็นมิตร จะหยุดการเสนอซื้อหุ้นของตน ถ้าสินทรัพย์หลักที่สำคัญของบริษัทเป้าหมายได้ตกอยู่ในภาระต่างๆ มากมาย

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

(14) การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของบริษัทเป้าหมายในรูปแบบอื่นๆ ในการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจ อาจจะมีการใช้วิธีสร้างโครงสร้างของบริษัทเป้าหมายให้มีภาระต่างๆ เพื่อลดความสนใจของบริษัทอื่นๆ ที่ต้องการเข้ามาควบคุมกิจการ เช่น มีการสร้างภาระหนี้สินขึ้นมา ด้วยการซื้อบริษัทอื่น หรือการซื้อหุ้นของตนเองจากตลาดเปิดหรือประกาศจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นของตน ซึ่งทำให้มีภาระในทางหนี้สินมากขึ้น เพื่อเป็นการลด

<sup>2</sup> Joe Anderson, "American Takeover Law," *Chulalongkorn Law Journal*, 13 (1990): 60-67.

มูลค่าของสินทรัพย์ที่บริษัทเป้าหมายมีอยู่ หรือทำให้ทรัพย์สินที่สำคัญของบริษัทเป้าหมายอาจจะถูกขายออกไปได้

(15) การหาผู้ลงทุนที่เป็นมิตรเข้ามาถือหุ้นในบริษัท (Friendly Investor) ในแผนการระยะยาวของการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจ ก็อาจจะใช้วิธีการหาผู้ลงทุน ซึ่งมีความเป็นมิตรกับการจัดการของผู้บริหารในบริษัทเป้าหมาย เข้ามาถือหุ้นจำนวนมากในบริษัท ซึ่งจะทำให้เป็นการยากต่อผู้เข้ามาซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจ แบบไม่เป็นมิตรในการได้มาซึ่งหุ้นจำนวนมากเพื่อเข้ามาควบคุมอำนาจในการจัดการของบริษัทเป้าหมาย

(16) การป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจ ด้วยวิธีการของ Pac-Man ซึ่ง Pac-Man เป็นชื่อของเกมวิดีโอที่มีชื่อเสียง มีวิธีการต่อสู้ในลักษณะนี้คือ บริษัทเป้าหมายได้ทำการเสนอซื้อหุ้นฝ่ายตรงข้าม ซึ่งเป็นฝ่ายของผู้เสนอซื้อหุ้น อันมีผลให้บริษัทเป้าหมายเข้าไปกลืนผู้ช่วยเหลือของฝ่ายผู้เสนอซื้อหุ้นอย่างไม่เป็นมิตรทำให้ฝ่ายนั้นสูญเสียความเป็นอิสระไป ถ้าบริษัทผู้เสนอซื้อหุ้นเป็นบริษัทเล็ก ก็จะเป็นการง่ายต่อบริษัทเป้าหมายที่จะทำให้มีการใช้วิธีเพื่อทำให้ การเสนอซื้อหุ้นแบบไม่เป็นมิตรต้องประสบกับปัญหาต่างๆ

(17) การกำหนดให้ได้รับความเห็นชอบ โดยคะแนนเสียงข้างมาก (Super Majority Voting) ในบางกรณี บริษัทอาจจะป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจ โดยการกำหนดข้อบังคับของบริษัทในส่วนของ การ โอนหุ้น จะต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นข้างมาก หรือจากคณะกรรมการของบริษัท นอกจากนี้ยังได้มีกฎหมายของบางรัฐยังได้กำหนดอีกว่าการรวมกิจการใดๆ จะต้องได้รับคะแนนเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นของบริษัท และจะต้องได้รับคะแนนเสียงอย่างน้อย 2 ใน 3 ของผู้ถือหุ้น ที่ไม่ได้รับการสนใจในการเสนอซื้อหุ้นด้วย กฎหมายเหล่านี้เป็นการเอื้ออำนวยต่อบริษัทเป้าหมายเป็นอย่างมากในการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจ

(18) 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 สามารถเข้าไปเลือกตั้งกรรมการ

ประจำปีนั้นๆ ได้เพียง 3 คน และต้องรอเวลาจนกว่าครบกำหนดเวลาที่จะสามารถเลือกกรรมการทั้ง 9 คนได้หมดจึงจะสามารถสร้างทีมงานในการจัดการใหม่ของคนในบริษัทเป้าหมายได้

(19) Bondholder Protection การตกลงในส่วนนี้ เป็นที่รู้จักกันดีในส่วนของ “Poison Put” โดยทำให้บริษัทเป้าหมายมีหนี้เกิดขึ้นโดยแสดงให้เห็นว่า มีหนี้จำนวนมากในงบการเงินของบริษัท อันทำให้ภาพพจน์ทางการเงินของบริษัทอยู่ในฐานะที่ไม่ดี ซึ่งจะเป็นการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจโดยบริษัทอื่น

## 2. กฎหมายเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น

กฎหมายเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น (Tender Offer) ของสหรัฐอเมริกาได้บัญญัติไว้ใน The Securities Exchange Act of 1933 และ The Securities Exchange Act of 1934 ซึ่งต่อไปนี้เรียกว่า “SEA” และในปี ค.ศ.1968 รัฐสภาของสหรัฐอเมริกาได้ออกกฎหมายฉบับหนึ่งคือ The Williams Act of 1968 ซึ่ง The Williams Act (ได้บัญญัติเพิ่มเติมมาตรา 13(d), 13(e), 14(d), 14(e) และ 14(f) ใน the Securities Exchange Act of 1934) เป็นกฎหมายที่ออกมาเมื่อวันที่ 29 มกราคม ค.ศ.1968 โดยเป็นกฎหมายที่บัญญัติขึ้นมาแก้ไข SEA กฎหมายเหล่านี้เป็นกฎหมายในส่วนของหลักการอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น ส่วนรายละเอียดและวิธีการต่างๆ ในการปฏิบัติตามขั้นตอนต่างๆ ของกฎหมายนี้ จะมีการกำหนดไว้ตามกฎหมายและระเบียบที่ออกมาภายใต้ SEA

กฎหมายเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้นตาม The Williams Act of 1968 และ The Securities Exchange Act of 1934 จะบังคับใช้กับการเสนอซื้อหุ้นของบริษัทที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติหรือบริษัทซึ่งเกี่ยวข้องกับการพาณิชย์ระหว่างรัฐที่มีสินทรัพย์สูงกว่า 5 ล้านดอลลาร์ และมีผู้ถือหุ้นเกินกว่า 500 คน<sup>3</sup> โดยหุ้นของบริษัทเหล่านี้ต้องจดทะเบียนตามมาตรา 12 ของ The Securities Exchange Act of 1934

กฎหมายอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้นในส่วนของสหรัฐ (Federal Law) จะเข้ามาควบคุมในส่วนของหลักการในการเปิดเผยและให้ข้อมูล ส่วนกฎหมายของมลรัฐ (State Law) จะเข้ามาควบคุมในด้านการกำหนดแนวทางในด้านการจัดการต่างๆ<sup>4</sup>

<sup>3</sup> David L. Ratner, *Securities Regulation in a Nutshell*, Fourth Edition, (St. Paul, Minn.: West, 1992), p.96.

<sup>4</sup> Joe Anderson, “American Takeover Law,” *Chulalongkorn Law Journal* 13 (March 1990): 52.

## 2.1 วัตถุประสงค์ของกฎหมายอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น

วัตถุประสงค์ของกฎหมายในส่วนนี้ เป็นการกำหนดมาตรฐานของการดำเนินการระหว่างผู้เสนอซื้อหุ้น ผู้ถือหุ้น และผู้มีอำนาจในการจัดการของบริษัทเป้าหมาย ซึ่งได้แก่กรรมการ ทั้งนี้การมีกฎหมายกำหนดหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลในกรณีการเสนอซื้อหุ้น เนื่องจากแต่เดิมนั้นยังมีได้มีกฎหมายเข้ามาควบคุมในการเสนอซื้อหุ้น จึงทำให้มีการซื้อหุ้นเป็นจำนวนมากโดยการปกปิดซ่อนเร้นและเป็นความลับ การเสนอซื้อหุ้นโดยทั่วไปจะทำการประกาศในวันศุกร์สัปดาห์ (Saturday Night Special)<sup>5</sup> อันทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายมีเวลาน้อยมากที่จะตัดสินใจ โดยมีการพิจารณาอย่างรอบคอบ เนื่องจากรายละเอียดและแผนการต่างๆ ของผู้เสนอซื้อหุ้น โดยทั่วไปจะไม่มีเปิดเผย ทำให้การซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจเกิดขึ้นได้โดยง่าย และมีผลกระทบต่อการบริหารงานของผู้มีอำนาจบริหารงาน ในบริษัทเป้าหมายและสร้างความกดดันให้แก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นสหรัฐอเมริกาจึงเห็นควรให้มีการกำหนดกฎหมายขึ้นมาควบคุม โดยกฎหมายนี้ได้กำหนดหน้าที่ให้ผู้เสนอซื้อหุ้น และบริษัทเป้าหมายทำการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งการเปิดเผยของบุคคลเหล่านี้จะเป็นการป้องกันการได้มาซึ่งหุ้นจำนวนมากโดยวิธีการที่ปกปิดซ่อนเร้น หรือเป็นความลับ และทำให้การได้มาซึ่งหุ้นจำนวนมากเป็นไปได้โดยลำช้า เพื่อเป็นการชะลอการดำเนินการจัดการต่างๆ ของผู้เสนอซื้อหุ้น ไร่อันทำให้บริษัทเป้าหมายมีเวลาเพียงพอที่จะหาวิธีการต่อสู้หรือป้องกันตนเอง (Defense)

นอกจากนี้แล้วยังทำให้ผู้เสนอซื้อหุ้นทราบถึงการจัดการในบริษัทเป้าหมายที่จะขัดขวางการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจด้วยการต้องเปิดเผยถึงข้อมูล การให้คำแนะนำหรือการจัดการต่างๆ เพื่อต่อต้านการเสนอซื้อหุ้นในส่วนนี้ด้วย และจากการเปิดเผยข้อมูลของบุคคลต่างๆ เหล่านี้ จะเป็นเหตุให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายได้รับทราบข้อมูลที่สมบูรณ์และเพียงพอ ก่อนที่จะตัดสินใจใดๆ ลงไป และนอกจากหลักการของกฎหมายที่กำหนดในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลแล้ว การกำหนดกฎหมายยังได้สร้างมาตรการต่างๆ ในการให้ความคุ้มครองผู้ถือหุ้น อันเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นด้วย

---

<sup>5</sup> Saturday Night Special คือ การเสนอซื้อหุ้น ซึ่งได้กระทำขึ้นโดยไม่มี การบอกกล่าวให้รู้ล่วงหน้าใน สัปดาห์นั้น อันเป็นการทำขึ้นเพื่อจะเข้าถึงบริษัทเป้าหมายด้วยวิธีจู่โจมและให้ความพึงพอใจแก่ผู้ถือหุ้นของ บริษัทเป้าหมายโดยเป็นการกระทำ ก่อนที่บริษัทเป้าหมายจะได้ตอบโต้กลับ มา ซึ่ง The Williams Act และ กฎหมายอื่นๆ ได้บัญญัติขึ้นมาเพื่อลดแผนการเหล่านี้ โดยกำหนดช่วงระยะเวลาไว้เป็นอย่างน้อย เพื่อให้มี ระยะเวลาพอสมควรที่จะทำให้การเสนอซื้อหุ้น มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอ



## 2.2 องค์กรซึ่งทำหน้าที่บริหารตามกฎหมายตลาดหลักทรัพย์

องค์กรที่มีอำนาจหน้าที่ในการบริหารตามกฎระเบียบและหลักเกณฑ์ตามกฎหมายหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (Federal Securities) คือ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (The Securities Exchange Commission) ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า “SEC” ซึ่ง SEC นี้เป็นคณะกรรมการที่ทำหน้าที่บริหารบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์และเป็นคณะกรรมการที่เป็นอิสระไม่ขึ้นกับหน่วยงานอื่นใด ประกอบด้วยคณะกรรมการ 5 คนที่ได้รับการแต่งตั้งโดยประธานาธิบดีและโดยคำแนะนำและเห็นชอบของสภาสูงของสหรัฐอเมริกา<sup>6</sup> ซึ่งในการเปิดเผยข้อมูลที่จะต้องกระทำตามหลักเกณฑ์ของ SEA นั้น ผู้มีหน้าที่ยื่นประมุขจะต้องยื่นประมุขต่อ SEC ด้วย

## 2.3 คำนิยามของการเสนอซื้อหุ้นตามกฎหมายของสหรัฐอเมริกา

คำว่า “การเสนอซื้อหุ้น (Tender Offer)” มิได้มีการบัญญัติให้คำนิยามไว้ใน SEA หรือในกฎระเบียบของ SEC เลย แต่ทั้งนี้ได้มีแนวทางในการพิจารณาของ The District Court ในคดี Wellman V. Dickinson<sup>7</sup> ซึ่งมีข้อเท็จจริงว่า บริษัท Sun Oil อันเป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจด้านพลังงานได้เข้าซื้อหุ้นของบริษัท Becton Dickinson ซึ่งเป็นบริษัทผลิตภัณฑ์ทางการแพทย์ เพื่อขยายธุรกิจของตนโดยบริษัท Sun Oil ได้เข้ามาซื้อหุ้นของบริษัท Becton Dickinson ถึง 34 เปอร์เซ็นต์จากผู้ถือหุ้นที่เป็นเอกชนและผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันจำนวน 33 ราย ผ่านการเจรจาทางโทรศัพท์และการเจรจากับตัวแทนของบริษัท Sun Oil โดยการเจรจาดังกล่าวกระทำนอกตลาดหลักทรัพย์ การเข้าซื้อหุ้นสำเร็จลงภายในชั่วระยะเวลาอันสั้น ต่อมาบริษัท Sun Oil ได้ยื่นรายการตามแบบ มาตรา 13(d) อันเป็นข้อกำหนดที่บังคับให้บริษัทต้องรายงานการได้มาซึ่งหุ้น ในขณะที่บริษัทไม่ได้มีการยื่นรายการตามแบบ มาตรา 14(d)-1 ปัญหาคือการกระทำบริษัท Sun Oil เข้าลักษณะเป็นคำเสนอซื้อที่เป็นการเสนอซื้อหุ้นต่อสาธารณชนที่ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลตามมาตรา 14(d) หรือไม่ ซึ่งศาลได้นำหลัก 8 ประการที่ SEC ได้เสนอไว้มาเป็นแนวทางในการพิจารณา โดยศาลได้กำหนดถึงลักษณะ 8 ประการที่จะพิจารณาว่า Tender Offer มีอยู่หรือไม่ตาม The Williams Act โดยอาศัยหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้<sup>8</sup>

<sup>6</sup> Securities Exchange Act of 1934 Art. 4.

<sup>7</sup> Wellman V. Dickinson 475 F SUPP.783 (S.D.N.Y. 1979).

<sup>8</sup> 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.

- (1) มีการกระตุ้นและแพร่กระจายในการชักชวนต่อผู้ถือหุ้น โดยทั่วไป เพื่อให้ได้มาซึ่งหุ้นของผู้ถือหุ้น
- (2) การชักชวนทำขึ้นเพื่อให้ได้มา ซึ่งจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีจำนวนร้อยละที่เป็นสาระสำคัญ
- (3) การเสนอเพื่อซื้อหุ้น ได้ทำขึ้นตามราคา Premium ซึ่งจะสูงกว่าราคาตลาด
- (4) ข้อกำหนดของการเสนอซื้อ มีการแจ้งล่วงหน้าและมีการกำหนดอย่างแน่นอนแล้วมากกว่าจะสามารถเจรจาต่อรองได้
- (5) การเสนอซื้อหุ้น มีการระบุจำนวนของหุ้น ที่จะทำการเสนอซื้อไว้เป็นจำนวนที่แน่นอนและบางทีอาจจะระบุจำนวนต่ำสุดและสูงสุดของหุ้นที่จะทำการซื้อไว้ด้วย
- (6) การเสนอซื้อจะเปิดช่วงเวลาให้ไว้ในระยะเวลาที่จำกัดไว้เท่านั้น
- (7) ผู้รับการเสนอซื้อหุ้นอยู่ภายใต้ความกดดันที่จะขายหุ้นของตน
- (8) มีการประกาศต่อสาธารณชน ซึ่งโครงการซื้อหุ้นอันเกี่ยวกับบริษัทเป้าหมายมาก่อนแล้ว หรือมีการเข้าร่วมสะสมซื้อหุ้นจำนวนมากอย่างรวดเร็วของหลักทรัพย์ในบริษัทเป้าหมาย

ศาลส่วนใหญ่ในสหรัฐอเมริกาได้นำเอาหลัก 8 ประการดังกล่าวข้างต้นซึ่งเรียกว่า “The Eight Factors Test” เป็นแนวทางในการพิจารณาว่าโครงการของการได้มาซึ่งกิจการต่างๆ ได้ก่อให้เกิดการเสนอซื้อหุ้น (Tender Offer) หรือไม่

แต่อย่างไรก็ตาม องค์ประกอบต่างๆ ที่กล่าวมาข้างต้นเป็นแนวทางอย่างกว้างๆ ในการพิจารณาว่าเป็นการทำคำเสนอซื้อหรือไม่ โดยศาลส่วนใหญ่มักจะอ้างแนวพิจารณาดังกล่าว แม้หลักเกณฑ์ 8 ประการที่กล่าวมาจะมีความยืดหยุ่น แต่ก็ทำให้เกิดความไม่แน่นอนในการบังคับใช้กฎหมาย ซึ่งในการพิจารณาว่าเป็นคำเสนอซื้อหรือไม่นั้น ไม่จำเป็นต้องเข้าหลักเกณฑ์ทั้ง 8 ประการ

โดยทั่วไปหลักเกณฑ์ 8 ประการดังกล่าวมีความเกี่ยวข้องกับการพิจารณาในกรณีเฉพาะอื่นๆ ซึ่งมีการใช้หลักเกณฑ์ 8 ประการมาพิจารณาประกอบกันไป<sup>9</sup> ดังเช่น กรณี S-G Securities<sup>10</sup> ที่มีข้อเท็จจริงว่า Fuqua Investment Co. ได้ประกาศว่าจะเข้าทำคำเสนอซื้อหุ้นของ S-G Securities, Inc. หลังจากนั้น Fuqua Investment Co. ได้เข้าซื้อหุ้นของ S-G Securities, Inc. เป็น

<sup>9</sup> Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law*. (New York: Matthew Bender, 1996). p.308.

<sup>10</sup> S-G Securities, Inc. v. Fuqua Investment Co., 466 F. Supp. 1114 (D.Mass. 1978).

จำนวนมาก จากการซื้อขายทั่วไปโดยผ่านการซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งการซื้อผ่านโบรกเกอร์นอกตลาดหลักทรัพย์ และการซื้อขายที่มีการเจรจากับผู้ถือหุ้นโดยตรง ศาลถือว่า การกระทำของจำเลยเป็นการทำคำเสนอซื้อ โดยพิจารณาจากหลัก 2 ประการ คือ

(1) การประกาศเจตนาของผู้เสนอซื้อต่อสาธารณชน เพื่อให้ได้มาซึ่งหุ้นของบริษัทเป้าหมายเป็นจำนวนมาก โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจของบริษัทเป้าหมาย

(2) การเข้าซื้อหุ้นของผู้เสนอซื้ออย่างรวดเร็วในภายหลัง โดยเข้าซื้อหุ้นเป็นจำนวนมากผ่านการซื้อขายทั่วไป และการซื้อขายที่มีการเจรจากับผู้ถือหุ้นโดยตรง

ขอบเขตการพิจารณาของศาลในกรณี S-G Securities ค่อนข้างกว้างกว่าหลักเกณฑ์ 8 ประการในคดี Wellman โดยในกรณี S-G Securities นี้จะนำมาปรับใช้กับการซื้อหุ้นโดยผ่านการซื้อขายทั่วไปและการซื้อขายที่มีการเจรจากับผู้ถือหุ้นโดยตรงเท่านั้น ซึ่งโดยปกติการซื้อขายทั่วไปไม่ว่าโดยการเข้าซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์หรือนอกตลาดหลักทรัพย์ และการซื้อขายที่มีการเจรจากับผู้ถือหุ้นโดยตรง ศาลถือว่าไม่เข้าลักษณะเป็นการทำคำเสนอซื้อ

#### 2.4 ขอบเขตของการบังคับใช้กฎหมายอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น

กฎหมายอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้นตาม SEA และ The Williams Act นั้นเป็นกฎหมายที่ใช้บังคับการเสนอซื้อหุ้นทั้งหลาย และการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเปิด และการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหลายที่อยู่ภายใต้บทบัญญัติของ SEA โดยสาระสำคัญของกฎหมายนี้ใช้บังคับแก่การเสนอซื้อหุ้นของบริษัทดังนี้<sup>11</sup>

2.4.1 เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติ

2.4.2 เป็นบริษัทซึ่งเกี่ยวกับการพาณิชย์ระหว่างรัฐ (Interstate Commerce) หรือหุ้นของบริษัทมีการซื้อขายกันในการพาณิชย์ระหว่างรัฐและบริษัทนั้นมีสินทรัพย์เป็นจำนวนสูงกว่า 5 ล้านดอลลาร์สหรัฐและมีผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนเกินกว่า 500 คน

กฎหมายในส่วนนี้กำหนดถึงการเสนอซื้อหุ้นที่กระทำขึ้น โดยการใช้เงิน หรือหลักทรัพย์ หรือใช้เงินและหลักทรัพย์ร่วมกันในการเสนอซื้อหุ้น ซึ่งโดยทั่วไปแล้วการเสนอซื้อหุ้นโดยการใช้เงินจะมีขั้นตอนที่ง่ายกว่าเพราะการเสนอซื้อหุ้นประเภทให้ค่าตอบแทนเป็นหุ้นนั้นตกอยู่ภายใต้ข้อกำหนดให้ต้องเปิดเผยข้อมูล หรือจดทะเบียนตามข้อกำหนดของ SEA มาตรา 5 ซึ่งสร้างความยุ่งยากในทางปฏิบัติ

<sup>11</sup>ศูนย์พัฒนากฎหมายและธุรกิจคณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, “อะไรคือกฎหมายเทคโอเวอร์,” ประชาชาติธุรกิจ (29 มีนาคม-1 เมษายน 2532) : 26.

## 2.5 หลักเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลตาม SEA อันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น

ในการได้มาซึ่งหุ้นเป็นจำนวนมากตาม SEA ได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์ในการเปิดเผยข้อมูลไว้หลายกรณีซึ่งขึ้นอยู่กับลักษณะของการได้มาซึ่งหุ้นที่แตกต่างกัน โดยพิจารณาได้ดังนี้

### 2.5.1 การได้มาซึ่งหุ้นตามหลัก 5 เปอร์เซ็น

ตามหลักเกณฑ์ 5 เปอร์เซ็น เป็นกรณีของการได้มาของหุ้นตามกฎหมาย SEA มาตรา 13(d) ได้กำหนดว่าบุคคลใดได้มา ซึ่งหุ้นอันเป็นหลักทรัพยจดทะเบียนตามมาตรา 12 ของ SEA หรือของบริษัทประกันภัย หรือบริษัทกองทุนประเภทที่มีลักษณะปิด (Closed End) จำนวนเกิน 5 เปอร์เซ็น ขึ้นไปจะต้องยื่นรายการซึ่งกำหนดไว้ตาม มาตรา 13(d) ต่อบริษัทผู้ออกหุ้นซึ่งได้แก่บริษัทเป้าหมาย และตลาดหลักทรัพย์ที่บริษัทเป้าหมายได้จดทะเบียนไว้และยื่นต่อ SEC ภายใน 10 วันนับจากวันที่ได้มาซึ่งหลักทรัพย์นี้ โดยจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลที่มีรายการดังต่อไปนี้<sup>12</sup>

1. ข้อมูลประวัติส่วนตัว ภูมิหลังของผู้ได้มาซึ่งหุ้น
2. จำนวนเงินทุน และแหล่งที่มาของเงินทุนที่นำมาใช้ในการซื้อหุ้น ซึ่งรวมไปถึงการกู้ยืมเงินด้วย (ยกเว้นเฉพาะชื่อของธนาคารที่ได้กู้ยืมเงินมาไม่ต้องทำการเปิดเผย ซึ่งเป็นเหตุผลในทางธุรกิจที่จะต้องเก็บไว้เป็นความลับ)
3. วัตถุประสงค์ในการเข้าซื้อหุ้นและแผนการใดๆ ที่จะชำระบัญชี เลิกบริษัท ขายสินทรัพย์ของบริษัท ควบกิจการหรือกระทำการใดๆ ที่มีการเปลี่ยนแปลงในสาระสำคัญขนาดใหญ่ในบริษัทเป้าหมาย ถ้าหากวัตถุประสงค์ของการซื้อหรือการซื้อในภายหน้าต้องการได้มาซึ่งการควบคุมบริษัทเป้าหมาย
4. จำนวนหุ้นที่ผู้ซื้อและผู้เกี่ยวข้องพิเศษ (Associate) มีหุ้นอยู่หรือสิทธิที่จะได้มาซึ่งหุ้น
5. สัญญาหรือการจัดการใดๆ ที่มีกับบุคคลซึ่งเกี่ยวข้องกับหลักทรัพยของบริษัทเป้าหมายรวมทั้งการโอน การร่วมลงทุน (Joint Venture) กู้ยืมหรือ การจัดการในสิทธิเลือกซื้อหุ้นก่อน (Option) การค้าประกัน การแบ่งผลของการขาดทุนหรือกำไร การให้หรือเพิกถอน การมอบอำนาจให้ออกเสียงลงคะแนน (Proxies)

<sup>12</sup> Louis Loss, Fundamentals of Securities Regulation. (The United States of America : Little, Brown And company, 1988), pp.514-515.

รายการที่ยื่นตามมาตรา 13(d) เป็นการกำหนดให้ผู้ลงทุนต้องให้ข้อมูล ในการที่จะเข้ามาควบคุมบริษัท และแผนการของตนที่มีต่อบริษัทเป้าหมาย ตลอดจนการเปลี่ยนอำนาจในการควบคุมด้วย ซึ่งการยื่นรายการตาม มาตรา 13(d) นี้ไม่ได้ต้องการให้เปิดเผยแผนการที่ไม่แน่นอน หรือทำให้มีการคาดการณ์ที่จะทำในอนาคต แต่เป็นเพียงการกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูล เพื่อให้ประชาชนทั่วไปใช้ข้อมูลมาเป็นเหตุผล ในการพิจารณาในเรื่องต่างๆ ได้<sup>13</sup>

การรายงานการได้มาซึ่งหุ้นตามมาตรา 13(d) นั้น จะนำมาปรับใช้กับการเข้าซื้อหุ้นในทุกกรณี หากการเข้าซื้อหุ้นนั้นเป็นผลให้ได้มาซึ่งหุ้นเกินกว่าร้อยละ 5 ไม่จำเป็นแต่เฉพาะกรณีการได้หุ้นมาโดยการทำคำเสนอซื้อตามมาตรา 14(d) เท่านั้น เหตุผลของมาตรา 13(d) นั้นก็เพื่อเป็นสัญญาณเตือนนักลงทุนและผู้บริหารของบริษัทเป้าหมายถึงความเป็นไปได้ที่จะมีการเข้าครอบงำทางธุรกิจ<sup>14</sup>

แต่อย่างไรก็ตาม ระยะเวลา 10 วัน นับแต่วันที่ได้มาซึ่งหุ้นนั้น จนถึงวันที่ต้องเปิดเผยการได้มาซึ่งหุ้นของตน ยังคงเป็นจุดอ่อนที่ทำให้มีการเข้าซื้อหุ้นสะสมเป็นจำนวนมากโดยยังไม่ต้องแจ้งถึงการได้มาซึ่งหุ้นเช่นนั้นได้<sup>15</sup> โดยผ่านการซื้อขายทั่วไปซึ่งอาจเป็นการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์หรือนอกตลาดหลักทรัพย์โดยผ่าน โบรกเกอร์ และการซื้อขายที่มีการเจรจากับผู้ถือหุ้นโดยตรง<sup>16</sup>

การรายงานการได้มาซึ่งหุ้นตามมาตรา 13(d) จะนำมาใช้บังคับทั้งบุคคลธรรมดาและนิติบุคคล และสำหรับการนับหุ้นของ “บุคคล” นั้น ตามมาตรา 13(d)(3)<sup>17</sup> กำหนดว่า เมื่อบุคคลตั้งแต่ 2 คนขึ้นไป กระทำการในฐานะเป็นหุ้นส่วน ห้างหุ้นส่วนจำกัด หรือรวมตัวเป็นกลุ่มในลักษณะต่างๆ โดยมีจุดประสงค์เพื่อให้ได้มาหรือเข้าถือหรือโอนหุ้นที่ออกโดยบริษัทหนึ่ง กลุ่ม

<sup>13</sup>Ralph C. Ferrara, Meredith M. Brown, and John H. Hall, Takeovers Attack and Survival. (The United States of America: Buterworth Legal, 1987), p.50.

<sup>14</sup> Marc I. Steinberg, Understanding Securities Law (New York: Matthew Bender, 1996), p.315.

<sup>15</sup>Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, Third Edition, (St. Paul, Minn.: West, 1996), p.603.

<sup>16</sup> Marc I. Steinberg, Understanding Securities Law, p. 305.

<sup>17</sup> Section 13(d)(3) “When two or more persons act as a partnership, limited partnership, syndicate, or other group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities of an issuer, such syndicate or group shall be deemed a “person” for the purposes of this subsection.”

บุคคลเช่นนี้ถือเป็นบุคคลที่ต้องรายงานการได้มาซึ่งหุ้นตามมาตรา 13(d) ด้วย ซึ่งหลักนี้จะนำมาปรับใช้กับกรณีการทำคำเสนอซื้อตามมาตรา 14(d) ด้วย

การรายงานการได้มาซึ่งหุ้นนี้จะไม่นำมาปรับใช้กับกรณีที่บุคคลซื้อหุ้นเป็นจำนวนน้อยกว่า 2 เปอร์เซ็นต์ ภายในระยะเวลา 12 เดือนก่อนหน้านั้น<sup>18</sup> หรือการเข้าซื้อหุ้นของนักลงทุนประเภทสถาบันที่เป็นปกติทางการค้า โดยไม่มีวัตถุประสงค์จะเข้ามามีอิทธิพลหรือเปลี่ยนแปลงอำนาจในบริษัทที่ออกหุ้นนั้น<sup>19</sup>

#### 2.5.2 ข้อยกเว้นพิเศษตามหลัก 5 เปอร์เซ็นต์<sup>20</sup>

มาตรา 13 (d)(5) ได้กำหนดข้อยกเว้นไว้ตามหลัก 5 เปอร์เซ็นต์ เพื่อเป็นการบรรเทาภาระให้กับสถาบันการลงทุนต่างๆ (Institutional Investors) เช่น ตัวแทนนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ (Broker Dealers) ธนาคาร, บริษัทประกันภัย, บริษัทการลงทุนที่จดทะเบียนที่ปรึกษาการลงทุนต่างๆ ซึ่งกิจการเหล่านี้โดยปกติมักจะมีการทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการได้มาซึ่งหุ้นเป็นปกติทางการค้าอยู่แล้วและไม่ได้มีวัตถุประสงค์ที่จะเข้ามามีอิทธิพลหรือเปลี่ยนแปลงการเข้ามามีอำนาจควบคุมบริษัทเป้าหมายหรือมิได้มีความสัมพันธ์กับกิจการใดๆ ที่มีวัตถุประสงค์ดังกล่าวข้างต้น<sup>21</sup> ดังนั้นกฎหมายในส่วนนี้จึงกำหนดให้ไม่ต้องยื่นรายการตาม มาตรา 13(d) แต่ยื่น มาตรา 13(g) เพียงเท่านั้น ซึ่งมีการให้ข้อมูลที่น้อยกว่า มาตรา 13(d) โดยในการยื่นรายการของสถาบันการลงทุนเหล่านี้จะต้องทำการยื่นภายใน 45 วัน หลังจากวันสิ้นปีปฏิทิน

แต่อย่างไรก็ตาม หากสถาบันการลงทุนเหล่านี้ได้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายมากกว่า 5 เปอร์เซ็นต์ขึ้นไปและมีพฤติการณ์ที่อาจจะเห็นได้ว่า สถาบันการลงทุนนั้นได้ถือหุ้นในขณะนี้ด้วยวัตถุประสงค์เพื่อเข้าไปมีอิทธิพลในการควบคุมบริษัทเป้าหมาย ผู้ถือหุ้นในลักษณะนี้ต้องยื่นรายการเปิดเผยข้อมูลตาม มาตรา 13(d) ภายใน 10 วันนับจากวันที่ได้ทำการตัดสินใจในส่วนนี้<sup>22</sup>

<sup>18</sup> Section 13(d)(6)(B)

<sup>19</sup> Section 13(d)(5)

<sup>20</sup> Ibid., pp.40-41.

<sup>21</sup> มาตรา 13(d)-1 (b).

<sup>22</sup> มาตรา 13(d)-3 (3).

ในการพิจารณาถึงการถือหุ้นเกิน 5 เปอร์เซ็นต์นั้น กฎหมายยังได้กำหนดมาตรการขึ้นมายกเว้นการหลีกเลี่ยงในการปฏิบัติตามหลัก 5 เปอร์เซ็นต์ โดยมีข้อกำหนดถึงการได้มาซึ่งหุ้นของกลุ่มบุคคลที่ถือว่าเป็นบุคคลคนเดียวกัน ซึ่งจะต้องมีการยื่นรายการตามหลัก 5 เปอร์เซ็นต์เช่นกัน

2.5.3 ผู้เกี่ยวข้องพิเศษในกรณีที่ถือว่าการถือหุ้นเกิน 5 เปอร์เซ็นต์ขึ้นไปเป็นของบุคคลคนเดียวกัน

ตามมาตรา 13(d) และ 13(g) ได้กำหนดว่าการถือหุ้นของบุคคล หรือผู้เกี่ยวข้องพิเศษของบุคคลที่มีการได้มา ซึ่งหุ้นเกิน 5 เปอร์เซ็นต์ จะต้องยื่นรายการต่อ SEC นั้น ได้มีการกำหนดความหมายของบุคคลที่จะถือว่าเป็นของบุคคลที่มีผลประโยชน์ร่วมกัน (Beneficial Owner) ได้ตามมาตรา 13(d)-3 ซึ่งตามหลักเกณฑ์ของกฎระเบียบได้ให้ความหมายของการถือหุ้นที่มีลักษณะเป็นการร่วมกันที่จะดำเนินการในการให้ได้มาซึ่งหุ้นจำนวนนี้ เช่นเป็นการลงทุนร่วมกัน ซึ่งมีอำนาจในการออกเสียงลงคะแนนร่วมกันหรือมีความเกี่ยวพันกันในลักษณะที่เป็นบริษัทแม่และบริษัทในเครือ<sup>23</sup> ทั้งนี้หากมีการพิจารณาได้ว่า การถือหุ้นของบุคคลหรือกลุ่มบุคคลใดมีลักษณะที่เข้าหลักเกณฑ์ตาม มาตรา 13(d)-3 แล้ว กรณีเช่นนี้จะต้องคำนวณรวมการถือหุ้นของบุคคลกลุ่มนี้ เป็นการถือหุ้นที่มีลักษณะเป็นของบุคคลคนเดียวกันถือหุ้น และจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ตามมาตรา 13(d) หรือ 13(g) ด้วย โดยจะต้องทำการยื่นรายการต่อ SEC ภายใน 10 วัน นับแต่วันที่สมาชิกของกลุ่มกระทำการร่วมกันในการได้มาซึ่งหุ้นเกิน 5 เปอร์เซ็นต์

#### 2.5.4 การแก้ไขเปลี่ยนแปลงรายการตาม มาตรา 13(d)

ในกรณีที่มีการยื่นรายการตาม มาตรา 13(d) ไปแล้วหากมีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงรายการที่เป็นสาระสำคัญเกิดขึ้นในภายหลังผู้ยื่นรายการในส่วนนี้ผู้ยื่นรายการจะต้องยื่นรายการแก้ไขเปลี่ยนแปลงใหม่นี้โดยทันที ซึ่งการแก้ไขรายการในส่วนที่เป็นสาระสำคัญนั้น ขึ้นอยู่กับข้อเท็จจริงในแต่ละกรณี ทั้งนี้ตามกฎหมายสหรัฐอเมริกา มาตรา 13(d)-2(a) บัญญัติว่าการได้มาซึ่งหุ้นหรือการโอนไปซึ่งหุ้นในจำนวนที่เท่ากับ 1 เปอร์เซ็นต์ หรือมากกว่า 1 เปอร์เซ็นต์ ให้ถือว่าเป็นการแก้ไขเปลี่ยนแปลงที่เป็นสาระสำคัญตามวัตถุประสงค์ของกฎหมายนี้ แต่อย่างไรก็ตาม แม้ว่าการได้มาหรือโอนไปซึ่งหุ้นมีจำนวนน้อยกว่า 1 เปอร์เซ็นต์ก็ตาม อาจจะต้องถือว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงที่เป็นสาระสำคัญได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับข้อเท็จจริงและสถานการณ์แต่ละกรณีไป ส่วนในเรื่องของการยื่น

<sup>23</sup> Louis Loss, Fundamentals of Securities Regulation, (The United States of America : Little, Brown And company, 1988), p.517.

รายการโดยทันทีนั้นมิได้มีกฎหมายกำหนดไว้อย่างชัดเจนว่าต้องยื่นภายในกี่วัน ทั้งนี้ SEC ได้กำหนดเป็นแนวทางปฏิบัติว่าเมื่อมีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงตาม มาตรา 13D อันทำให้ต้องยื่นรายการแก้ไขเปลี่ยนแปลงโดยทันทีนั้น หมายความว่า จะต้องยื่นรายการภายในกี่วันนั้นจะต้องตัดสินจากผลกระทบต่อตลาดว่าการเปลี่ยนแปลงข้อเท็จจริง อันทำให้เกิดหน้าที่ที่จะต้องแก้ไขโดยทันทีหรือไม่ และมีผลต่อตลาดและบุคคลทั่วไปที่ต้องการให้มีการเปิดเผยล่วงหน้าโดยทันทีหรือไม่ ซึ่งเป็นการพิจารณาตามข้อเท็จจริง แต่อย่างไรก็ตาม หากมีความล่าช้าในการยื่นรายการแก้ไขเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นด้วยเหตุอันควร การยื่นรายการอาจจะไม่ถือตามข้อกำหนดของเรื่องการแก้ไขโดยทันทีก็ได้

ดังนั้น จะเห็นได้ว่ากฎหมายของสหรัฐอเมริกา นั้น โดยหลักแล้วกำหนดให้ต้องยื่นรายการแก้ไขเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นโดยทันที แต่อย่างไรก็ตามกฎหมายยังได้ให้โอกาสที่จะผ่อนผันในเรื่องของเวลาออกไปได้ โดยพิจารณาตามสภาพของเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น โดยมีข้ออ้างอันสมควร ซึ่งกฎหมายในส่วนนั้นมีความยืดหยุ่นมาก

## 2.6 การเปิดเผยข้อมูลในกรณีของการเสนอซื้อหุ้นแก่บุคคลทั่วไปตามมาตรา

### 14(d)

ในการเปิดเผยข้อมูลตามมาตรา 14(d) นี้ กฎหมายของสหรัฐอเมริกาได้กำหนดถึงหลักเกณฑ์และเงื่อนไขในกรณีของการเสนอซื้อหุ้น โดยกำหนดว่าเป็นการผิดกฎหมาย หากบุคคลใดทำการซื้อหรือเสนอซื้อหุ้น ซึ่งผลสุดท้ายของการดำเนินการดังกล่าวจะทำให้บุคคลนี้ได้มาซึ่งหุ้นเกิน 5 เปอร์เซ็นต์ แต่อย่างไรก็ตามการเสนอซื้อหุ้นสามารถกระทำได้หากมีการปฏิบัติตามขั้นตอนที่กฎหมายกำหนดไว้ในส่วนของการเปิดเผยข้อมูลตามขั้นตอนต่างๆ ดังนี้คือ

### 2.6.1 การประกาศโฆษณาในหนังสือพิมพ์

ในขั้นตอนของการเริ่มเข้าซื้อหุ้น ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ The Williams Act กำหนดไว้ คือ<sup>24</sup>

(1) ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องประกาศถึงการเสนอซื้อหุ้นในหนังสือพิมพ์ฉบับหนึ่งหรือหลายฉบับ

<sup>24</sup> Ralph C. Ferrara, Meredith M. Brown, and John H. Hall, Takeovers Attack and Survival, (The United States of America: Butterworth Legal, 1987), pp.62-63.



(2) ผู้เสนอซื้อหุ้นต้องประกาศโฆษณาโดยย่อ ถึงการเสนอซื้อหุ้น การเปิดเผยข้อมูลที่ได้มีการกำหนดไว้ตามกฎหมายในหนังสือพิมพ์ฉบับหนึ่งหรือหลายฉบับ

(3) ผู้เสนอซื้อหุ้นต้องประกาศ หรือส่ง หรือให้สำเนาของสาระสำคัญในการเสนอซื้อหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายด้วย และเพื่อให้ผู้เสนอซื้อหุ้นสามารถติดต่อกับผู้ถือหุ้นได้ ผู้เสนอซื้อหุ้นสามารถขอรายชื่อผู้ถือหุ้นจากบริษัทเป้าหมายได้อีกด้วย

นอกจากนี้กฎหมายยังได้กำหนดตาม มาตรา 14(d) ของ SEA ถึงกรณีของการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอซื้อหุ้นไว้อีกด้วย<sup>25</sup>

### 2.6.2 การเปิดเผยข้อมูลในกรณีของการเสนอซื้อหุ้น

ในการเริ่มต้นเสนอซื้อหุ้นผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องแถลงข้อมูลต่อ SEC และนำส่งข้อมูลต่อบริษัทเป้าหมาย และผู้เสนอซื้อหุ้นอื่น และต่อตลาดหลักทรัพย์หรือสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ ซึ่งหุ้นของบริษัทเป้าหมายได้ทำการค้าหลักทรัพย์ไว้โดยนำส่งข้อมูลตาม มาตรา 14D-1 ซึ่งมีรายละเอียดคล้ายๆ กับ มาตรา 13D โดยมีการเปิดเผยข้อมูลดังต่อไปนี้

(1) ประวัติของบริษัทเป้าหมายและที่ตั้งสำนักงานใหญ่ จำนวนของหุ้นที่จะทำการซื้อได้และเงื่อนไขซึ่งเสนอให้กับการเสนอซื้อหุ้น ข้อมูลทางการตลาดอันพิจารณาตามหลักทรัพย์นี้ รวมทั้งราคาตามตลาดของหุ้น

(2) ประวัติและภูมิหลังของผู้เสนอซื้อหุ้น ซึ่งการเสนอข้อมูลนี้จะเปลี่ยนไปโดยขึ้นอยู่กับว่าผู้แถลงเป็นบุคคลธรรมดา หรือเป็นกลุ่มบุคคล

(3) รายละเอียดของสัญญาอื่นใด การติดต่อธุรกิจ หรือ การเจรจาระหว่างผู้เสนอซื้อหุ้น และบริษัทเป้าหมายและบริษัทในเครือของตน

(4) ที่มาและจำนวนของเงินทุนหรือข้อพิจารณาอื่นๆ ของการเสนอซื้อหุ้น

(5) วัตถุประสงค์ของการเสนอซื้อหุ้น และแผนหรือข้อเสนอที่ผู้เสนอซื้อหุ้นอาจจะเข้าไปในโครงสร้างของบริษัทเป้าหมายหรือการเข้าไปควบคุมจัดการในบริษัทเป้าหมาย

(6) จำนวนการถือหุ้นของผู้เสนอซื้อหุ้นในบริษัทเป้าหมายและรายละเอียดของกิจการใดๆ อันเกี่ยวกับหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายในช่วง 60 วันที่ผ่านมา

(7) สัญญา การจัดการ ข้อตกลงหรือความเกี่ยวข้องซึ่งผู้เสนอซื้อหุ้นมีอยู่ในบริษัทเป้าหมาย

<sup>25</sup> Ralph C. Ferrara, Meredith M. Brown, and John H. Hall, Takeovers Attack and Survival. (The United States of America: Butterworth Legal, 1987), p.67.

(8) ประวัติของบุคคลซึ่งได้มีการจ้างงานโดยผู้เสนอซื้อหุ้น ในส่วนที่เกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้นนี้ และเงื่อนไขของการจ่ายค่าตอบแทนให้กับบุคคลเหล่านั้น

(9) ฐานะทางการเงินของผู้เสนอซื้อหุ้น (หรือบิดามารดาของตน) เมื่อเห็นว่าสถานะทางการเงินของผู้เสนอซื้อหุ้นมีความสำคัญต่อการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมาย

(10) รายละเอียดตามกฎหมายระเบียบ ข้อบังคับ กระบวนการทางกฎหมายอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้น และข้อมูลสาระสำคัญอื่นๆ

## 2.7 การเปิดเผยข้อมูลในการทำคำแนะนำชักชวนต่อผู้ถือหุ้นให้ทำการขายหุ้น

หลักการของกฎหมายในส่วนนี้ได้กำหนดรายละเอียดไว้ตาม มาตรา 14D-9 ของ SEA โดยมีหลักการว่าเมื่อผู้ทำการเสนอซื้อหุ้น หรือกรรมการของบริษัทเป้าหมายได้ทำจดหมายในลักษณะที่เป็นการแนะนำ หรือเชิญชวนให้ผู้ถือหุ้นยอมขายหุ้น หรือปฏิเสธการขายหุ้นตามการเสนอซื้อหุ้นที่เกิดขึ้นในกรณีเช่นนี้ผู้ทำจดหมายแนะนำเชิญชวนในส่วนนี้จะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลตาม มาตรา 14D-9 ซึ่งกฎหมายในส่วนนี้ได้บัญญัติขึ้นมาโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้ที่ได้รับทราบข้อมูลได้มีโอกาสพิจารณาและตรวจสอบอย่างรอบคอบ และไตร่ตรองต่อไปว่าควรจะตัดสินใจอย่างไรจากการให้คำแนะนำชักชวนส่วนนี้ โดยรายละเอียดของการเปิดเผยข้อมูลสรุปได้ดังนี้

### 2.7.1 ข้อกำหนดในการเปิดเผยข้อมูลต้องกระทำต่อบุคคลใดบ้าง

ในการเปิดเผยข้อมูลผู้ทำการชักชวนแนะนำต่อผู้ถือหุ้น จะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลโดยการประกาศโฆษณาจดหมายแนะนำชักชวนนี้ เป็นครั้งแรกแล้วส่งจดหมายนี้ให้กับผู้ถือหุ้นพร้อมทั้ง มาตรา 14D-9 ซึ่งเป็นการเปิดเผยข้อมูลตามที่กฎหมายกำหนดให้กับผู้ถือหุ้นและส่ง มาตรา 14D-9 ให้กับตลาดหลักทรัพย์ซึ่งบริษัทเป้าหมายได้จดทะเบียนไว้ และถ้าบริษัทเป้าหมายได้ขึ้นอยู่กับ NASD ในกรณีเช่นนี้จะต้องมีการยื่น มาตรา 14D-9 ให้กับหน่วยงานนี้ด้วยทั้งนี้หากผู้ทำคำแนะนำเป็นกรรมการของบริษัทเป้าหมาย ในกรณีนี้จะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลตาม มาตรา 14D-9 กับผู้เสนอซื้อหุ้นด้วย แต่ถ้าหากว่าผู้ทำคำแนะนำเป็นผู้เสนอซื้อหุ้น ในกรณีเช่นนี้ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลต่อบริษัทเป้าหมายด้วย

## 2.7.2 รายละเอียดของการเปิดเผยข้อมูลตาม มาตรา 14D-9

ในการเปิดเผยข้อมูลในส่วนนี้ได้มีการกำหนดถึงรายละเอียดของข้อความที่จะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลซึ่งอย่างน้อยที่สุดจะต้องมีข้อความอันเกี่ยวข้องกับประเด็นดังต่อไปนี้

- 1) ระบุถึงหลักทรัพย์ที่จะทำการซื้อ และที่อยู่ของบริษัทเป้าหมาย
- 2) ระบุถึงลักษณะของการเสนอซื้อหุ้นและข้อมูลเกี่ยวกับผู้เสนอซื้อหุ้น ชื่อและที่อยู่ของผู้เสนอซื้อหุ้น
- 3) ระบุชื่อ ประเภทของธุรกิจ และที่อยู่ของผู้ยื่นรายการนี้โดยระบุรายละเอียดของผลประโยชน์ สัญญา ข้อตกลงต่างๆ ที่ผู้ยื่นรายการและผู้เกี่ยวข้องพิเศษของผู้ยื่นรายการมีอยู่กับบริษัทเป้าหมาย แต่หากผู้ยื่นรายการเป็นบริษัทเป้าหมาย ในกรณีเช่นนี้ไม่ต้องทำการเปิดเผยข้อมูลถึงสัญญาหรือข้อตกลงที่มีอยู่กับบริษัทเป้าหมาย โดยจะต้องปรากฏข้อเท็จจริงด้วยว่าข้อมูลเหล่านี้ได้มีการเปิดเผยไว้แล้ว กล่าวคือตามรายงานการประชุมที่ได้ส่งให้กับผู้ถือหุ้นและยื่นต่อ SEC แล้ว ซึ่งยังอยู่ในกำหนดระยะเวลา 1 ปี นับแต่วันที่ได้เปิดเผย ทั้งนี้ในการอ้างสิทธิ์ที่จะไม่ทำการเปิดเผยของบริษัทเป้าหมายในส่วนนี้ จะต้องกระทำโดยการแนบเอกสารที่อ้างไปพร้อมกับ มาตรา 14D-9 ที่ยื่นนี้ด้วย
- 4) ต้องระบุถึงความเป็นกลางในการชักชวนหรือให้คำแนะนำใดๆ ไปและให้เหตุผลถึงการกระทำในสถานภาพที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน
- 5) ต้องระบุถึงการจ้างงานหรือการชดใช้ค่าเสียหายที่มีกับบุคคลอื่น พร้อมทั้งอธิบายถึงข้อกำหนดที่มีอยู่ตามสัญญาจ้างหรือการชดใช้ค่าเสียหายในการจัดการต่างๆ นี้ด้วย
- 6) ต้องระบุถึงความเกี่ยวข้องกัน และเจตนาที่ผู้ยื่นรายการและผู้เกี่ยวข้องพิเศษกับผู้ยื่นรายการมีอยู่กับหุ้นของบริษัทเป้าหมายภายในระยะเวลา 60 วันที่ผ่านมาแล้ว
- 7) หากผู้ยื่นรายการ เป็นบริษัทเป้าหมายจะต้องยื่นรายการระบุถึงการเจรจาหรือข้อตกลงใดๆ อันเกี่ยวกับการโต้ตอบการเสนอซื้อหุ้นที่มีการเกี่ยวข้องหรือมีผลในกรณีใดกรณีหนึ่งดังต่อไปนี้
  - (1) มีการดำเนินการพิเศษต่างๆ เช่น ควบกิจการหรือปรับโครงสร้างบริษัท
  - (2) มีการ ซื้อ ขาย หรือโอนไปซึ่งสินทรัพย์ที่เป็นสาระสำคัญซึ่งเป็นการกระทำโดยบริษัทเป้าหมาย หรือบริษัทในเครือ
  - (3) มีการเสนอซื้อหุ้นเพื่อให้ได้มาซึ่งหลักทรัพย์อื่น อันเป็นการกระทำโดยบริษัทเป้าหมายหรือบริษัทในเครือ
  - (4) มีการเปลี่ยนแปลงที่เป็นสาระสำคัญในทุนจดทะเบียนหรือนโยบายในการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเป้าหมายที่เกิดขึ้นเมื่อไม่นานมานี้

8) ต้องให้ข้อมูลเพิ่มเติมที่ครบถ้วน ในกรณีจำเป็นต่อการป้องกันการเข้าใจผิดในสาระสำคัญของเอกสารที่ยื่นตามรายการนี้

9) ผู้ยื่นรายการต้องเตรียมสำเนาแบบของเอกสารดังนี้

(1) เอกสารแนะนำชักชวนใดๆ อันเป็นลายลักษณ์อักษร ซึ่งได้พิมพ์โฆษณาและส่งหรือให้แก่ผู้ถือหุ้นที่ได้อ้างถึงใน 4)

(2) คำแนะนำหรือคำเตือนใดๆ ทั้งที่เป็นการกระทำด้วยวาจาหรือที่เป็นลายลักษณ์อักษรหรือวัตถุอื่นใดที่เป็นการกระทำโดยผู้ยื่นรายการ

(3) สัญญาข้อตกลง การจัดการ หรือบันทึกข้อตกลงใดๆ ที่ได้อ้างถึงใน 3)

กฎหมายในส่วนนี้ เป็นการบัญญัติขึ้นมาโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการควบคุมการให้ข้อมูลต่างๆ ที่อาจจะเบี่ยงเบนต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน หรือมีผลกระทบต่อสภาพแห่งเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นได้ ซึ่งจะมีผลกระทบต่อตัดสินใจของผู้ถือหุ้น และตลาดหุ้นได้

### 2.7.3 ข้อยกเว้นอันเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลตาม มาตรา 14D-9

ในการเปิดเผยข้อมูลตาม มาตรา 14(D)-9 โดยทั่วไปจะนำมาใช้กับผู้เสนอซื้อหุ้นหรือกรรมการของบริษัทเป้าหมาย ที่เป็นผู้ทำคำแนะนำชักชวนผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ได้มีข้อยกเว้นของหลักการในส่วนนี้ หากมีข้อเท็จจริงปรากฏว่า ข้อมูลที่เสนอซื้อหุ้นได้ทำการแนะนำและชักชวนต่อผู้ถือหุ้นมีข้อมูลที่มีความคล้ายคลึงกับ มาตรา 14D-1 ซึ่งมีหน้าที่ต้องยื่นอยู่แล้วจึงไม่จำเป็นต้องยื่นรายการในส่วนนี้อีก และในส่วนของทนายความ ที่ปรึกษาการลงทุน สถาบันบุคคลอื่นใด ซึ่งได้ให้การแนะนำชักชวนต่อลูกค้า ก็จะได้รับยกเว้นที่จะต้องปฏิบัติตามกฎหมายในส่วนนี้ นอกจากนี้ในกรณีที่บริษัทเป้าหมายได้ทำการติดต่อไปยังผู้ถือหุ้นซึ่งมีลักษณะของการติดต่อเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้พิจารณาและไตร่ตรองตามหลักของ มาตรา 14D-9(e) แล้ว ในกรณีเช่นนี้บริษัทเป้าหมายไม่จำเป็นต้องยื่นรายการตาม มาตรา 14D-9 โดยข้อกำหนดของการติดต่อที่จะได้รับการยกเว้น ตามหลักเกณฑ์ของกฎหมายในส่วนนี้ได้แก่ การที่บริษัทเป้าหมายทำการติดต่อไปยังผู้ถือหุ้นซึ่งมีเนื้อความของรายการที่ติดต่อมีเนื้อความของรายการที่มีเนื้อหาในลักษณะดังต่อไปนี้

(1) เป็นการบรรยายละเอียดถึงการเสนอซื้อหุ้นที่ได้กระทำขึ้น โดยใคร

(2) ระบุว่า การเสนอซื้อหุ้นได้ทำการพิจารณาโดยคณะกรรมการหรือผู้จัดการของบริษัทเป้าหมาย

(3) ก่อนวันที่จะมีการเสนอซื้อหุ้น (ไม่ควรช้าไปกว่า 10 วันทำการนับจากวันที่เสนอซื้อหุ้นที่ได้เริ่มขึ้น) บริษัทเป้าหมายได้ให้คำแนะนำแก่ผู้ถือหุ้นว่าควรจะยอมรับหรือปฏิเสธ

การเสนอซื้อหุ้นนี้โดยไม่มี การให้ความเห็นใดๆ และจะต้องยังคงไว้ซึ่งความเป็นกลาง นอกจากนี้ จะต้องระบุถึงการที่ไม่สามารถจะรักษาสถานภาพของตนในการเสนอหุ้นนี้ไว้ได้ และเหตุผลของ สถานภาพต่างๆ ที่ได้รับหรือไม่ได้รับจากบริษัทเป้าหมาย

(4) มีการร้องขอให้ผู้ถือหุ้นรอเวลา ที่จะตัดสินใจที่จะยอมรับหรือปฏิเสธการ เสนอซื้อหุ้นนี้ไว้ก่อน จนกว่าบริษัทเป้าหมายจะได้ให้คำแนะนำ ที่ได้พิจารณาถึงสถานภาพของตน ตาม (3) แล้ว

การที่กฎหมายได้กำหนดข้อยกเว้น ในส่วนนี้ขึ้นมาเนื่องจากเห็นว่า การดำเนินการ ในลักษณะดังกล่าวนี้ ไม่สามารถทำให้เป็นการเบี่ยงเบนการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นไว้ได้ จึงเห็นควร ลดภาระในการเปิดเผยข้อมูลในส่วนนี้ออกไป

นอกจากการควบคุมในส่วนของการเปิดเผยข้อมูลแล้ว กฎหมายของสหรัฐอเมริกา ในส่วนของการเสนอซื้อหุ้น ยังได้กำหนดหลักเกณฑ์ต่างๆ ขึ้นมาเพื่อควบคุมระบบการเสนอซื้อหุ้น ให้เป็นไปอย่างมีระบบ และสร้างมาตรการต่างๆ เพื่อก่อให้เกิดความเป็นธรรมตามวัตถุประสงค์ ของกฎหมายนี้ด้วย

### 3. มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการให้ความคุ้มครองการเสนอซื้อหุ้น

#### 3.1 ระยะเวลาของการเสนอซื้อหุ้น

Period of Tender Offer มาตรา 14e-1 ได้กำหนดว่า ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องเปิด ช่วงเวลาให้อย่างน้อย 20 วัน นับจากที่ได้ตกลงในสาระสำคัญ และเผยแพร่การเสนอซื้อหุ้นของ บริษัทเป้าหมายไปยังผู้ถือหุ้น รวมทั้งในการประกาศแก้ไขรายการในการเพิ่มหรือลดราคา ที่เสนอ ซื้อหุ้นหรือจำนวนหุ้นที่จะทำการซื้อมาก็จะต้องเปิดช่วงเวลาในส่วนนี้เป็นระยะเวลาอย่างน้อย 10 วันด้วย การที่กฎหมายมีมาตรการเช่นนี้ เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นเข้ามาตอบรับการเสนอซื้อได้ อย่างทั่วถึง และมีเวลาพอสมควรที่จะตัดสินใจในการขายหุ้นนั้น<sup>26</sup>

<sup>26</sup> Ralph C. Ferrara, Meredith M. Brown, and John H. Hall, Takeovers Attack and Survival, (The United States of America: Butterworth Legal Publishers, 1987), p.70.

### 3.2 สิทธิในการเพิกถอนการเสนอขายหุ้นของผู้ถือหุ้น

ผู้ถือหุ้น ซึ่งได้เสนอขายหุ้นของตนต่อผู้เสนอซื้อหุ้นแล้ว อาจเพิกถอนการเสนอขายหุ้น ณ เวลาใดๆ ระหว่างเวลาของการเสนอซื้อหุ้นได้ จนกว่าสำเนาของการเสนอซื้อได้มีการประกาศโฆษณาเป็นครั้งแรกเป็นระยะเวลา 7 วันแล้ว หรือได้ส่งสำเนาไปยังผู้ถือหุ้นแล้ว<sup>27</sup> และถ้าระยะเวลาเริ่มต้นของการเสนอซื้อได้ขยายออกไป อันเนื่องมาจากได้มีการประกาศแก้ไขเปลี่ยนแปลงของผู้เสนอซื้อหุ้น สิทธิในการเพิกถอนก็จะขยายออกไปด้วย นอกจากนี้ตามมาตรา 14d(5) ของ SEA ยังได้กำหนดไว้อีกว่าผู้ถือหุ้นอาจจะเพิกถอนการเสนอขายหุ้นหลังจาก 60 วัน นับจากวันเริ่มต้นเสนอซื้อหุ้นได้ ถ้าผู้เสนอซื้อหุ้นยังไม่ได้ซื้อหุ้นเหล่านั้น<sup>28</sup>

### 3.3 การชำระเงินโดยทันที<sup>29</sup>

มาตรา 14e-1(c) กำหนดว่า หลังจากระยะเวลาการเสนอซื้อหุ้นสิ้นสุดลง ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องชำระเงินค่าหุ้นแก่ผู้ถือหุ้น โดยทันทีและหากเป็นกรณีที่มีการถอนคำสนอง ในการขายหุ้นผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องคืนหุ้นให้กับผู้ถือหุ้นทันที

### 3.4 การรับซื้อหุ้นตามอัตราส่วน<sup>30</sup>

ตามมาตรา 14(d)(6) ของ Williams Act กำหนดว่า หากภายใน 10 วันนับแต่มีการประกาศซื้อหุ้นอย่างเป็นทางการและมีผู้เสนอขายหุ้นเป็นจำนวนสูงกว่าที่เสนอซื้อ ผู้เสนอซื้อต้องกระจายการรับซื้อไปตามอัตราส่วนที่แต่ละคนเสนอขาย จะเลือกซื้อเพียงรายใดรายหนึ่งไม่ได้

<sup>27</sup> Joe Anderson, "American Takeover Law," *Chulalongkorn Law Journal* 13 (March 1990) : 57.

<sup>28</sup> Ralph C. Ferrara, Meredith M. Brown, and John H. Hall, *Takeovers Attack and Survival*. (The United States of America: Buterworth Legal Publishers, 1987), p.71.

<sup>29</sup> Ibid., p. 71.

<sup>30</sup> Ibid., p.73.

### 3.5 หลักการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันแก่ผู้ถือหุ้นโดยให้ราคาที่ดีที่สุดและให้แก่ผู้ถือหุ้นทุกคนอย่างเท่าเทียมกัน

มาตรา 14(d)(7) ของ SEA กำหนดให้ผู้เสนอซื้อหุ้น (The Bidder) ต้องจ่ายค่าตอบแทนในการซื้อหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นทุกคน ซึ่งได้เสนอขายหุ้นของตนในระหว่างเวลาเสนอซื้อหุ้นและหากผู้เสนอซื้อหุ้น ได้เพิ่มค่าตอบแทนในการเสนอซื้อหุ้น ให้แก่ผู้ถือหุ้นในระหว่างเวลาใดๆ ที่ระยะเวลาของการเสนอซื้อหุ้นยังมีอยู่ ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องจ่ายค่าตอบแทนเพิ่มขึ้น ให้แก่ผู้ถือหุ้นทุกคนที่ได้เสนอขายหุ้นก่อนที่มีการประกาศเพิ่มราคาหุ้นและที่ได้ขายหุ้นนี้ไปแล้วด้วย ซึ่งวัตถุประสงค์ของกฎหมายในส่วนนี้ต้องการประกันให้มีการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันแก่ผู้ถือหุ้นทุกคน โดยมีหลักการที่สรุปประเด็นได้ดังนี้คือ

3.5.1 การเสนอซื้อหุ้น เป็นการเปิดโอกาสให้แก่ผู้ถือหุ้นทั้งหมด ที่จะเข้ามามีส่วนเกี่ยวข้องกับการเสนอซื้อหุ้นนี้ได้

3.5.2 การจ่ายค่าตอบแทนที่จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น ตามการเสนอซื้อหุ้น เป็นค่าตอบแทนสูงสุดที่จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นคนอื่นๆ ที่ได้ขายหุ้นในช่วงเวลาของการเสนอซื้อหุ้นนี้ ด้วยหลักการดังกล่าวข้างต้นนี้ จึงทำให้เกิดความเป็นธรรมแก่ผู้ถือหุ้นทุกฝ่ายอย่างเท่าเทียมกัน

### 3.6 การเปลี่ยนแปลงในรายการการเสนอซื้อหุ้น

เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้ทราบข้อมูลถึงการเปลี่ยนแปลง และมีระยะเวลาที่เพียงพอต่อการตัดสินใจใดๆ ลงไป สหรัฐอเมริกาได้ออกกฎหมายควบคุมในส่วนนี้ตามมาตรา 14e-1(6) ซึ่งได้มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงเมื่อเดือนกรกฎาคม ค.ศ. 1986 โดยกำหนดให้การแก้ไขเปลี่ยนแปลงรายการใดๆ ในการเสนอซื้อหุ้น จะต้องแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบถึงการเปลี่ยนแปลงนี้ โดยจะต้องเปิดเวลาไว้อย่างน้อย 5 วันทำการ นับจากวันที่การเปลี่ยนแปลงแก้ไขในสาระสำคัญ ได้มีการประกาศเป็นครั้งแรกแล้วและได้ส่งหรือให้กับผู้ถือหุ้นแล้ว หากเป็นการเปลี่ยนแปลงรายการในสาระสำคัญ มีผลกระทบต่อข้อมูลในเรื่องของราคาและระดับชั้นของหุ้นในกรณีเช่นนี้จะต้องเปิดเวลาไว้อย่างน้อย 10 วันทำการ ซึ่งเป็นสิ่งจำเป็นต่อการประกันว่าได้เผยแพร่ข้อมูล ในส่วนที่แก้ไขนี้แล้ว และเพื่อให้ผู้ลงทุนมีเวลาได้ตอบอย่างเพียงพอ<sup>31</sup>

<sup>31</sup>Ralph C. Ferrara, Meredith M. Brown, and John H. Hall, Takeovers Attack and Survival, (The United States of America: Butterworth Legal Publishers, 1987), pp.85-86.

### 3.7 มาตรการในการคุ้มครองการเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้อง

นอกจากบทบัญญัติที่นำมาใช้ในเรื่องของเปิดเผยข้อมูลแล้ว ยังมีบทบัญญัติใน ส่วนของการควบคุม และตรวจสอบความถูกต้อง และป้องกันการฉ้อฉลจากการให้ข้อมูลต่างๆ ในการเปิดเผยข้อมูลอีกด้วย ดังมีรายละเอียดปรากฏตามมาตรา 14(e) และ 10(b) ห้ามกระทำการใดๆ ที่ เป็นการไม่ถูกต้องหรือมีเจตนาที่จะหลอกลวงเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้นและการค้าหลักทรัพย์ซึ่ง กฎหมายในส่วนนี้ได้นำมาใช้เพื่อการดำเนินการในทางกฎหมาย อันเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลวงใน (Insider Trading) และปัญหาของการฉ้อฉลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ซึ่งบทบัญญัติของมาตรา 14(e) เป็น การพิจารณาถึงการปฏิบัติที่เป็นการฉ้อฉล ในส่วนของการเสนอซื้อหุ้น แต่มาตรา 10(b) เป็น บทบัญญัติป้องกันการฉ้อฉลตาม SEA เป็นการทั่วไป ซึ่งการที่จะเป็นความผิดตามมาตรา 10(b) ได้ จะต้องแสดงให้เห็นถึงเจตนาที่จะฉ้อฉลโดยมาตรา 14(e) ต้องการให้แสดงถึงการละเลยเพิกเฉย เกี่ยวกับข้อกำหนดของการเสนอซื้อหุ้นเพียงเท่านั้น ดังปรากฏหลักการและเหตุผลในการออก กฎหมายควบคุม สรุปได้ดังนี้

#### 3.7.1 มาตรการในการคุ้มครองการเปิดเผยข้อมูลตาม มาตรา 14e-1

มาตรา 14e-1 ได้กำหนดหลักเกณฑ์ขึ้นมา 2 ประการคือ

(1) การเสนอซื้อหุ้น (Tender Offer) จะต้องเปิดเวลาไว้เป็นอย่างน้อย 20 วันทำการ นับจากวันที่ได้ทำการประกาศโฆษณาเป็นครั้งแรก หรือได้ส่งคำเสนอซื้อหุ้น ไปยังผู้ถือหุ้น ข้อกำหนดนี้ เป็นการสันนิษฐานได้ว่าช่วยป้องกันการฉ้อฉล หลอกลวง หรือ กระทำการที่ไม่ ถูกต้องเกิดขึ้น โดยเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายมีเวลามากขึ้นที่จะได้รับทราบข้อมูล และใช้เวลาพอสมควรในการไตร่ตรองข้อมูลทั้งปวงที่จำเป็นต่อการตัดสินใจในการลงทุน

(2) ผู้เสนอซื้อหุ้นจะต้องเปิดโอกาสเพิ่มขึ้นไว้ 10 วันทำการหลังจากที่ผู้เสนอซื้อ หุ้นได้เพิ่มข้อเสนอในการซื้อหุ้นเพิ่มขึ้นอีก ซึ่งเป็นการบัญญัติขึ้นมาเปลี่ยนแปลงช่วงเวลาความ กัดดันที่อาจเป็นเหตุให้มีการ ได้รับทราบข้อมูลที่ผิดซึ่งมีผลต่อการตัดสินใจ

#### 3.7.2 มาตรการในการคุ้มครองการเปิดเผยข้อมูลตาม มาตรา 14e-2

มาตรา 14e-2 ได้กำหนดให้บริษัทเป้าหมาย เปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้นของตน ถึง การดำเนินการอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้นของบุคคลภายนอกภายใน 10 วันทำการนับจากวันที่มี การประกาศโฆษณาหรือผู้ถือหุ้นได้รับข้อมูลจากบริษัทเป้าหมาย โดยบริษัทเป้าหมายต้องเปิดเผย ข้อมูลในการจัดการของตนพร้อมทั้งให้เหตุผลแห่งสภาพที่อาจจะเป็นไปได้ใน 3 กรณีดังนี้



- (1) การแนะนำในการยอมรับหรือปฏิเสธการเสนอซื้อหุ้น
- (2) จะต้องไม่มีการให้ความเห็นและต้องแสดงถึงความเป็นกลางอันเกี่ยวกับการเสนอซื้อหุ้นของผู้เสนอซื้อหุ้น
- (3) การจัดการที่ไม่สามารถจะหาสถานภาพใดได้ เมื่อพิจารณาถึงการเสนอซื้อหุ้นนี้แล้ว

ในกรณีที่มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงใดๆ เกิดขึ้น ข้อความในส่วนต่างๆ เหล่านี้ก็จะต้องเปลี่ยนแปลงไปด้วย ข้อสันนิษฐานของกฎหมายส่วนนี้ เพื่อให้บริษัทมีเวลามากพอที่จะประเมินถึงการเสนอซื้อหุ้นและมีระยะเวลาพอสมควรที่จะพิจารณาหาวิธีการต่อต้าน

### 3.7.3 มาตรการในการเปิดเผยข้อมูลตาม มาตรา 14e-3

เป็นการบัญญัติหลักเกณฑ์ขึ้นมา เพื่อป้องกันผู้ลงทุน อันเป็นการป้องกันบุคคลจากการให้ข้อมูลในทางการค้า ซึ่งไม่มีการเปิดเผยสาระสำคัญต่อสาธารณชน โดยมีหลักเกณฑ์ในการห้ามไว้ 2 ประการคือ

- (1) ห้ามการเปิดเผยข้อมูล หรือละเว้นจากการเปิดเผยข้อมูล ที่เกี่ยวกับหลักการซึ่งจะนำมาใช้เมื่อมีการเสนอซื้อหุ้น ซึ่งข้อมูลนี้โดยทั่วไปมิใช่ข้อมูล ซึ่งได้เปิดเผยกับสาธารณชน ในกรณีเช่นนี้จะเห็นได้ว่า เป็นการให้ข้อมูลความรู้ที่อาจจะมีการใส่ความได้ จึงสมควรที่จะต้องควบคุม
- (2) ห้ามกระตุ้นด้วยการแนะนำข้อมูลต่างๆ อันจะเป็นการละเมิดในเรื่องของการเปิดเผยข้อมูลหรือละเว้นข้อกำหนดซึ่งเป็นการได้รับทราบข้อมูลมาจากพนักงาน กรรมการ หุ้นส่วน ลูกจ้างและผู้ให้คำปรึกษาของทั้งผู้เสนอซื้อหุ้น ผู้ออกหุ้นและบุคคลอื่นใดที่รู้ หรือ ได้รู้ว่ามีข้อมูลนั้นมาไม่ว่าโดยทางตรง หรือ โดยทางอ้อมจากผู้เสนอซื้อหุ้นหรือผู้ออกหุ้น หรือผู้ร่วมทำกิจการของตน

หลักเกณฑ์นี้เป็นการคุ้มครองผู้ออกหุ้น (บริษัทเป้าหมาย) หรือผู้เสนอซื้อหุ้น (Bidder) จากการถูกกระตุ้นในเวลานั้นๆ ข้อยกเว้นตาม มาตรา 14(e)-3 จะไม่นำหลักเกณฑ์นี้มาใช้กับสถาบันการเงิน เนื่องจากเป็นการให้ข้อมูลต่อผู้ลงทุนซึ่งเป็นลูกค้า อันมีลักษณะเป็นการส่วนตัว และไม่เปิดเผยต่อสาธารณชนอยู่แล้ว ซึ่งต่างไปจากวัตถุประสงค์ของหลักการข้างบนนี้ และยังมีข้อยกเว้น ไม่นำหลักการนี้ มาใช้กับนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ (Broker) เนื่องจากบุคคลเหล่านี้ไม่ได้เป็นผู้ขายหรือซื้อหลักทรัพย์โดยตรง แต่กระทำการในฐานะเป็นตัวแทนในการซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น ดังนั้นความรับผิดชอบต่างๆ จึงตกอยู่กับตัวการคือผู้เสนอซื้อหุ้นเป็นผู้สั่งการอยู่แล้ว

## (3) การป้องกันการให้ข้อมูลที่เป็นการก่อให้เกิดการสร้างสถานการณ์ต่างๆ

ขึ้นมา

มาตรา 14(e)-3(d) กำหนดห้ามผู้ให้ข้อมูลบอกหรือแนะนำในการคาดการณ์ล่วงหน้าที่จะทำให้เกิดการใช้ข้อมูลนี้ ผ่าฝืนในหลักการของการเปิดเผยข้อมูล หรือหลักการละเว้นการให้ข้อมูล บทบัญญัตินี้นำมาใช้กับพนักงาน กรรมการ หุ่นส่วน ลูกจ้างและที่ปรึกษาของทั้งบริษัทเป้าหมายและผู้เสนอซื้อหุ้น ซึ่งนำหลักการในเรื่อง Insiders (การใช้ข้อมูลวงใน) มาใช้แก่บุคคลใดๆ ผู้ซึ่งมีข้อมูลและรู้ว่าเป็นข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญและมิได้เปิดเผยกับสาธารณชน วัตถุประสงค์ของมาตรานี้เป็นการห้ามการบอกกล่าวในลักษณะที่เป็นการสร้างสถานการณ์ต่างๆ

ขึ้นมา

นอกจากกฎหมายจะกำหนดให้ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลแล้ว ยังบัญญัติครอบคลุมไปถึงการควบคุมและตรวจสอบความถูกต้อง ตลอดจนป้องกันการฉ้อฉลจากการใช้ข้อมูลต่างๆ ในการเปิดเผยข้อมูลอีกด้วย ดังที่ปรากฏอยู่ในมาตรา 14(e) ที่กำหนดให้การแจ้งข้อความรายการที่เป็นเท็จในข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญ หรือละเลยไม่แจ้งข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญหรือกระทำการอันเป็นการหลอกลวง ฉ้อโกงเกี่ยวกับการทำคำเสนอซื้อ ไม่ว่าจะเป็นการสนับสนุนหรือคัดค้าน ถือว่าผิดกฎหมาย โดยมาตรา 14(e) นี้จะนำมาปรับใช้โดยไม่คำนึงว่าบริษัทเป้าหมายนั้นเป็นบริษัทจดทะเบียนตามมาตรา 12 ของ The Securities Exchange Act of 1934 หรือไม<sup>32</sup> ซึ่งหลักการในมาตรา 14(e) จะนำมาปรับใช้กับทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องในการทำคำเสนอซื้อ ไม่ว่าจะฝ่ายผู้เสนอซื้อหรือบริษัทเป้าหมายก็ตาม

ข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญตามมาตรา 14(e) จะพิจารณาไปในลักษณะเดียวกับหลักการเปิดเผยข้อมูลอื่นๆ ในกฎหมายหลักทรัพย์ กล่าวคือ โดยหลัก ข้อเท็จจริงหนึ่งจะถือว่าเป็นสาระสำคัญหรือไม่ ขึ้นอยู่กับการพิจารณาของนักลงทุนว่าข้อเท็จจริงนั้นมีความสำคัญต่อการตัดสินใจของคุณเพียงใด<sup>33</sup>

<sup>32</sup> Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, Third Edition (St.Paul, Minn.: West Publishing Co., 1996) p. 633, and see also Louis Loss and Joel Seligman, , Fundamentals of Securities Regulation, (The United States of America : Little, Brown And Company, 1988), p.2250.

<sup>33</sup> Ibid., p. 634.

จากบทบัญญัติของกฎหมายดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นนั้นเป็นบทบัญญัติกฎหมายที่สหรัฐอเมริกากำหนดขึ้นมาคุ้มครองให้การซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจเป็นไปอย่างมีหลักเกณฑ์ และเพื่อให้ความเป็นธรรมแก่ผู้ลงทุน ผู้ถือหุ้น ตลอดจนผู้ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจ ซึ่งหลักการข้างต้น เน้นในเรื่องของการเปิดเผยข้อมูล โดยการวางมาตรการของข้อมูลที่จะต้องเปิดเผย บุคคลที่มีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลและการตรวจสอบ การให้ข้อมูลที่จะต้องเป็นข้อมูลที่ถูกต้อง ไม่ทำให้เกิดการตัดสินใจไปในทางที่ผิดและก่อให้เกิดความเสียหาย และสร้างความไม่เป็นธรรมขึ้นมา ทั้งนี้หลักการข้างต้น เน้นมาตรการคุ้มครองในทางกฎหมาย ซึ่งบัญญัติขึ้นมาใช้ควบคุมในส่วนนี้โดยเฉพาะ

แต่ประเทศสหรัฐอเมริกาได้อนุญาตให้บริษัทเป้าหมายหามาตรการต่างๆ ขึ้นมาใช้ในการป้องกันตนเองจากการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจ (Takeover Defenses) ได้ด้วย โดยจะมีการเข้ามาควบคุมตรวจสอบเฉพาะการป้องกัน ที่มีการฝ่าฝืนกฎหมายในส่วนอื่นๆ เท่านั้น

#### 4. บทบัญญัติควบคุมการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจในสหรัฐอเมริกา

##### 4.1 บทบัญญัติควบคุมการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจในมลรัฐต่างๆ<sup>34</sup>

ในการใช้วิธีการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจในสหรัฐอเมริกา นั้น ศาลของมลรัฐได้วางหลักเกณฑ์ให้กรรมการมีอำนาจที่จะกระทำได้เป็น 2 ประการคือ

(1) หน้าที่ในการระมัดระวังในการปฏิบัติหน้าที่ (The Duty of Care) กรรมการจะต้องกระทำการไปในทางธุรกิจที่สุจริต ซึ่งเป็นการตัดสินใจกระทำการใดๆ ลงไปอันเกี่ยวข้องกับกิจการของบริษัท ซึ่งเป็นการตัดสินใจกระทำการใดๆ ลงไปอันเกี่ยวข้องกับกิจการของบริษัท ซึ่งการพิจารณาว่า การกระทำของกรรมการจะเข้าลักษณะของหน้าที่ที่กฎหมายกำหนดในส่วนนี้หรือไม่นั้น ได้อาศัยหลักการพิจารณาในทางธุรกิจ (Business Judgment Rule) ที่จะต้องใช้ในการปฏิบัติหน้าที่อย่างระมัดระวังในกิจการนั้นๆ

<sup>34</sup> 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.

(2) หน้าที่ในการให้ความซื่อสัตย์สุจริตกับบริษัท (The Duty of Loyalty) หน้าที่ในส่วนนี้กำหนดให้กรรมการต้องจัดการเพื่อประโยชน์ของบริษัท โดยพิจารณาตามประเพณีปฏิบัติในทางการค้า และเมื่อมีการขัดกันแห่งผลประโยชน์ระหว่างกรรมการและบริษัทเกิดขึ้น ศาลจะพิจารณาถึงการกระทำของกรรมการ หากพบว่ามี การกระทำที่ไม่เป็นธรรมเกิดขึ้นกับบริษัท ในกรณีเช่นนี้ศาลจะพิจารณาถึงการกระทำของกรรมการว่าเป็น โฆษะ

ศาลของมลรัฐได้นำหลักการใน 2 ประการข้างต้นนี้ มาใช้พิจารณาตัดสินว่าในกรณีที่บริษัทเผชิญปัญหาถูกเสนอซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจอย่างไม่เป็นมิตร และกรรมการได้ใช้วิธีการต่างๆ ป้องกันไปในนั้น เป็นการยุติธรรมต่อบริษัทและพิจารณาว่า กรรมการมีวัตถุประสงค์ที่จะกระทำไป เพื่อคงไว้ซึ่งอำนาจของตนเองในบริษัท หรือด้วยวัตถุประสงค์ในทางธุรกิจของบริษัท ซึ่งถ้าหากเป็นการทำเพื่อวัตถุประสงค์ทางด้านธุรกิจของบริษัทการกระทำของกรรมการนี้ก็จะสมบูรณ์ นอกจากนี้แล้วศาลส่วนใหญ่ยังได้กำหนดภาระในการพิสูจน์ของโจทก์ว่า โจทก์จะต้องพิสูจน์ให้เห็นว่าการกระทำของกรรมการ เป็นการกระทำโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อรักษาอำนาจของตนไว้กับบริษัทแต่เพียงอย่างเดียวเท่านั้น ซึ่งถ้าหากโจทก์ไม่สามารถพิสูจน์ได้ศาลก็จะนำหลักการพิจารณาในทางธุรกิจ (Business Judgment Rule) เข้ามาตัดสิน ซึ่งโดยทั่วไปกรรมการมักจะอ้างว่าเป็นการกระทำไป เพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทในการป้องกันผู้เข้ามาซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจ เข้ามาได้อำนาจควบคุมบริษัทและเข้ามาดำเนินการตามนโยบายของผู้ซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจ ซึ่งในกรณีเช่นนี้ศาลได้วางหลักเกณฑ์ไว้ว่า ศาลอนุญาตให้กรรมการของบริษัทเป้าหมาย นำวิธีการในการป้องกันการซื้อหุ้นเพื่อการเข้าครอบงำทางธุรกิจ มาใช้ได้เท่าที่เป็น การกระทำโดยมีความมุ่งหมายในทางที่สุจริตและซื่อสัตย์ (Good Faith) และเห็นว่าเหมาะสม<sup>35</sup>

---

<sup>35</sup> Arthur Fleischer, Jr., Tender offers : Defenses, Responses and planning, (The United States of America: Prentice Hall Law & Business, 1987), p.79.