

บทที่ 7

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

1. บทสรุป

จากการศึกษาพบว่า หลักกฎหมายว่าด้วยกฎหมายหลักทรัพย์ไม่ว่าจะเป็นของประเทศสหรัฐอเมริกาหรือของประเทศไทย ได้มีการกำหนดวิธีการในการเข้ามาควบคุมในเรื่องของการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำทางธุรกิจ โดยกำหนดแนวทางการปฏิบัติที่เป็นมาตรฐาน เพื่อให้ผู้ที่เกี่ยวข้องต้องปฏิบัติ ทั้งนี้โดยมุ่งคุ้มครองผู้ถือหุ้น มาตรการต่างๆ ตามกฎหมายหลักทรัพย์จะมุ่งเน้นการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญและเพียงพอต่อผู้ถือหุ้น เพื่อเป็น “สัญญาณเตือน” แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งรวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องด้วย และการปฏิบัติดังกล่าวต่อผู้ถือหุ้นจะต้องเป็นไปอย่างเป็นธรรม และมีความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมาย เพื่อให้ทราบถึงความเคลื่อนไหวที่จะมีผลกระทบต่อการบริหารจัดการในบริษัทเป้าหมาย ไม่ว่าจะเป็นในเรื่องของราคา รวมถึงปริมาณตลอดจนโอกาสในการเสนอขายหุ้น ซึ่งกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศไทยต่างก็มีหลักการดังกล่าวเช่นเดียวกัน แต่จะแตกต่างกันในรายละเอียดเพียงว่ากฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาได้มีบทบัญญัติกฎหมายเข้ามาควบคุมโดยเฉพาะ ซึ่งได้แก่กฎหมายของสหรัฐอเมริกาคือ The Securities Exchange Act of 1984 และ The Williams Act นอกจากนี้ในส่วนของมลรัฐนั้น บางรัฐก็มีการบัญญัติกฎหมายของตนเองขึ้นมาควบคุมในส่วนนี้อีกเช่นกัน โดยจะบังคับใช้กับการเสนอขายหุ้นของบริษัทที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติ หรือบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการพาณิชย์ระหว่างรัฐ โดยมีสินทรัพย์สูงกว่า 5 ล้านดอลลาร์ และมีผู้ถือหุ้นเกินกว่า 500 คน แต่ของประเทศไทยจะใช้กฎหมายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เนื่องจากหุ้นของบริษัทเหล่านี้ได้มีการกระจายไปยังสาธารณชน กฎหมายหลักทรัพย์จึงต้องเข้ามาควบคุมวิธีการทางปฏิบัติให้เป็นมาตรฐาน เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทุกคนอย่างเท่าเทียมกัน เพื่อเป็นการสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุนต่างๆ ในการเข้ามาซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนี้ เมื่อมีการทำคำเสนอซื้อ กฎหมายได้กำหนดให้ผู้ซื้อหุ้นมีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลในการทำคำเสนอซื้อแก่ผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายนั้น โดยกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ดังกล่าวมีวัตถุประสงค์ให้บริษัทเป้าหมาย The Securities and Exchange Commission และตลาดหลักทรัพย์ได้รับทราบข้อมูลรายละเอียดที่เป็นและเพียงพอต่อการตัดสินใจว่าควรจะรับคำเสนอซื้อหรือไม่ นอกจากนี้กฎหมายยังกำหนดให้เป็นหน้าที่ของฝ่ายบริหารของบริษัทเป้าหมาย กล่าวคือ

ฝ่ายจัดการและคณะกรรมการบริษัทต้องจัดทำความเห็นคำแนะนำเกี่ยวกับคำเสนอซื้อของบริษัท เป้าหมายให้ผู้ถือหุ้นทุกคนทราบ โดยเท่าเทียมกัน และมีข้อมูลที่มาอย่างเพียงพอ เพื่อประกอบการตัดสินใจ

สำหรับในสหรัฐอเมริกาไม่ได้มีการกำหนดความหมายของ “คำเสนอซื้อ” (Tender offer) ไว้ ทั้งนี้เพื่อเป็นการเปิดกฎหมายให้มีขอบเขตที่กว้างสามารถปรับใช้กับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป โดยกฎหมายกำหนดว่าหากมีการทำคำเสนอซื้อโดยวิธีการใดๆ ในทางการพาณิชย์ ระหว่างรัฐ เมื่อการทำคำเสนอซื้อสิ้นสุดลง ผู้เสนอซื้อหุ้นได้หุ้นจำนวนเกินกว่าร้อยละ 5 โดยไม่ได้ปฏิบัติตามเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนด การเสนอซื้อหุ้นนั้นถือว่าผิดกฎหมาย สำหรับการทำคำเสนอซื้อตามมาตรา 14(d) บางกรณีผู้เข้าซื้อพยายามเข้าซื้อหุ้นในพฤติการณ์ที่ไม่เข้าลักษณะเป็นคำเสนอซื้อ เพื่อหลีกเลี่ยงหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลตามกฎหมาย

แต่สำหรับกฎหมายไทยเกี่ยวกับหลักทรัพย์กำหนดว่าการเข้าซื้อหุ้นจนเป็นผลให้ได้มาซึ่งหุ้นเป็นจำนวนถึงร้อยละ 25 กรณีดังกล่าวถือเป็นการเข้าครอบงำทางธุรกิจต้องทำคำเสนอซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมายนั้นเป็นการทั่วไป เพื่อให้ผู้ถือหุ้นทุกรายมีโอกาสพิจารณาว่าการจะขายหุ้นของตนหรือไม่ เพราะการได้มาซึ่งหุ้นถึงร้อยละ 25 ถือได้ว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงอำนาจบริหารกิจการเกิดขึ้น

ยิ่งไปกว่านั้นตามกฎหมายหลักทรัพย์ของไทยยังแบ่งการทำคำเสนอออกเป็น 2 กรณีคือ การทำคำเสนอซื้อโดยกฎหมายบังคับ (Mandatory Offer) เป็นกรณีบุคคลที่ได้มาซึ่งหุ้นถึงจำนวนที่กฎหมายกำหนดให้ต้องทำคำเสนอซื้อหุ้นทั้งหมดของกิจการ โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะให้ผู้ถือหุ้นทุกคนของบริษัทเป้าหมายมีโอกาสในการเสนอขายหุ้นได้อย่างเท่าเทียมกัน และเพื่อเป็นหลักประกันแก่ผู้เข้าซื้อหุ้นว่าตนสามารถเข้าซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมายได้แน่นอน และการทำคำเสนอซื้อหุ้นโดยสมัครใจ (Voluntary Offer) ที่กฎหมายกำหนดให้ต้องเสนอซื้อหุ้นไม่ต่ำกว่าร้อยละ 10 เพื่อเป็นการคุ้มครองประโยชน์ของผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายที่อาจไม่พอใจในการเข้าครอบงำทางธุรกิจของผู้เสนอซื้อ ให้สามารถพิจารณาการขายหุ้นของตนในบริษัทเป้าหมายได้

เนื่องจากผลกระทบของการครอบงำทางธุรกิจในมลรัฐต่างๆ ในสหรัฐอเมริกาได้ออกกฎหมายป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ(State Anti-Takeover Laws) เพื่อคุ้มครองบริษัทต่างๆ ในรัฐจากการถูกครอบงำทางธุรกิจ กฎหมายนี้มีรูปแบบและวิธีการที่แตกต่างกันออกไป เช่น กฎหมายควบคุมการได้มาซึ่งหุ้น (Control Share Acquisition Laws) กฎหมายว่าด้วยการรวมตัวทาง

ธุรกิจ (Business Combination Laws) และ พ.ร.บ. สภาสูงของมลรัฐเพนซิลวาเนีย 1310 (the Pennsylvania Senate Bill 1310)

1. กฎหมายควบคุมการได้มาซึ่งหุ้น (Control Share Acquisition Laws)

กฎหมายควบคุมการได้มาซึ่งหุ้น (Control Share Acquisition Laws) บังคับใช้ในมลรัฐโอไฮโอ เมื่อปี ค.ศ. 1982 และได้รับการปรับปรุงและบังคับใช้ในมลรัฐอินเดียนา ปี ค.ศ. 1986 หลังจากนั้นมลรัฐต่างๆ ได้นำรูปแบบเดียวกันนี้มาบังคับใช้อย่างแพร่หลาย หลักการของกฎหมายควบคุมการได้มาซึ่งหุ้นในมลรัฐอินเดียนากำหนดไว้ว่า ถ้าหากผู้ซื้อหุ้นได้เป็นเจ้าของหุ้นเกินกว่าจำนวนที่กำหนดไว้ เช่น 20%, 33.33%, หรือ 50% ผู้ซื้อหุ้นจะไม่สามารถอนุญาตให้ลงคะแนนเสียงในหุ้นใหม่ที่ได้รับ นอกจากผู้ถือหุ้นอื่น (ยกเว้นผู้ถือหุ้นที่มีประโยชน์ร่วมและกรรมการบริษัท) จะลงคะแนนเสียงในที่ประชุมพิเศษ ผู้ถือหุ้นให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นจำนวนดังกล่าวในการออกเสียงลงคะแนน

2. กฎหมายว่าด้วยการรวมตัวทางธุรกิจ (Business Combination Laws)

ในรูปแบบที่ต่างกัน กฎหมายว่าด้วยการรวมตัวทางธุรกิจ (Business Combination Laws) ห้ามผู้ซื้อหุ้นเข้าเกี่ยวพันในการดำเนินกิจการในการรวมตัวทางธุรกิจไม่ว่าในรูปแบบใด ในช่วงระยะเวลาที่กำหนดไว้ (มลรัฐ New York กำหนดห้าม 5 ปี และมลรัฐเดลาแวร์ 3 ปี) นอกจากได้รับความเห็นชอบจากกรรมการของบริษัทเป้าหมายก่อนที่ผู้ซื้อหุ้นเป็นเจ้าของหุ้นในจำนวนที่เกินกว่าที่บริษัทได้กำหนดไว้

ความหมายของคำว่า “การรวมตัวทางธุรกิจ” ที่ใช้ในมลรัฐต่างๆ นี้มีความหมายครอบคลุมไปถึงการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของบริษัทในทุกรูปแบบ และ/หรือการจัดการทางด้านทรัพย์สิน ดังนั้น กฎหมายว่าด้วยการรวมตัวทางธุรกิจจึงมีผลต่อการควบคุม ซึ่งอาจมีแผนการที่จะนำทรัพย์สินของบริษัทเป้าหมายออกจำหน่ายเมื่อสามารถเข้าไปควบคุมการจัดการในบริษัทนั้นได้

ความแตกต่างในข้อสำคัญของกฎหมายว่าด้วยการรวมตัวทางธุรกิจและกฎหมายควบคุมการได้มาซึ่งหุ้นอยู่ที่กฎหมายว่าด้วยการรวมตัวทางธุรกิจไม่ได้กำหนดเงื่อนไข อัตราส่วนในการได้มาซึ่งหุ้นหรือสิทธิในการลงคะแนนเสียงโดยได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น อย่างเช่น กฎหมายควบคุมการได้มาซึ่งหุ้น แต่กฎหมายว่าด้วยการรวมตัวทางธุรกิจได้จำกัดการเข้าควบคุม

กิจการบริหารงานของบริษัทของผู้ถือหุ้นในบริษัทเป้าหมาย ซึ่งจะเห็นได้ว่าข้อห้ามของกฎหมายฉบับนี้ไม่มีผลโดยตรงในการแทรกแซงเข้าไปถึงการเคลื่อนไหวของตลาดทุนแต่อย่างใด

3. พระราชบัญญัติรัฐสภาสูงสุด เพนซิลวาเนีย 1310 (Pennsylvania Senate Bill 1310)

นอกจากกฎหมายควบคุมการได้มาซึ่งหุ้น พระราชบัญญัติว่าด้วยการรวมตัวกันทางธุรกิจดังที่ได้กล่าวมาแล้วกฎหมายป้องกันการครอบงำทางธุรกิจฉบับล่าสุดที่มีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 27 เมษายน ค.ศ. 1990 คือ พระราชบัญญัติรัฐสภาสูงสุด เพนซิลวาเนีย 1310 (Pennsylvania Senate Bill 1310) พระราชบัญญัติฉบับนี้ได้รับการวิจารณ์ว่าเป็นกฎหมายป้องกันการครอบงำทางธุรกิจที่รุนแรงที่สุดของสหรัฐอเมริกา

Pennsylvania Senate Bill 1310 หรือ PA SB 1310 ประกอบด้วยสาระสำคัญ 3 ประการที่ทำให้ความพยายามทำการครอบงำทางธุรกิจอย่างไม่เป็นมิตรเป็นไปได้ด้วยความยากลำบากมากยิ่งขึ้น กล่าวคือ

ประการแรก PA SB 1310 ได้กำหนดการเข้าควบคุมการได้มาซึ่งหุ้นโดยระบุให้ผู้ที่ได้มาซึ่งหุ้นหรือได้รับมอบฉันทะให้ลงคะแนนเสียงในหุ้นได้อย่างน้อยที่สุดไม่ต่ำกว่า 20% ของหุ้นทั้งหมดของบริษัทต้องขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ที่ไม่มีผลประโยชน์ร่วมเพื่อให้ได้รับสิทธิในการออกเสียงลงคะแนน อนึ่ง ภายใต้กฎหมายฉบับนี้ ผู้ถือหุ้นซึ่งถือหุ้นมาได้เพียงไม่เกิน 12 เดือนก่อนการประชุมขอความเห็นชอบ จะไม่มีสิทธิลงคะแนนเสียงเพื่อรับรองสิทธิในการลงคะแนนเสียงแก่ผู้เข้าซื้อหุ้นดังกล่าว

สาระสำคัญประการต่อมาของ PA SB 1310 คือการให้อำนาจอย่างกว้างขวางแก่กรรมการของบริษัทในการพิจารณาต่อรองกับผู้ทำการเข้าครอบงำทางธุรกิจ โดยให้กรรมการบริษัทเป็นผู้มีอำนาจพิจารณาซึ่งนำหนักถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นของบริษัท รวมทั้งลูกจ้าง ลูกค้า และผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัทและให้ทำหน้าที่ตัดสินใจใช้มาตรการต่อต้านอย่างใดอย่างหนึ่งเพื่อทำให้การเสนอเข้าครอบงำทางธุรกิจตกไป

ข้อสำคัญประการสุดท้ายของ PA SB 1310 ได้แก่ บทบัญญัติที่กำหนดผู้ถือหุ้นที่ขายหุ้นของบริษัทภายในระยะเวลา 18 เดือนของการมีการพยายามเข้าครอบงำทางธุรกิจของบริษัทเป้าหมาย คินผลกำไรทั้งหมดที่ได้รับจากการขายหุ้นให้แก่บริษัท จึงเรียกกันทั่วไปว่า “บทบังคับคืน

กำไร” (“disgorgement” provision) บทบัญญัตินี้ใช้บังคับแก่ผู้ถือหุ้นภายนอกทุกรายที่แสวงเข้าควบคุมหุ้นของบริษัทอย่างต่ำตั้งแต่ 20% ขึ้นไป หรือผู้ได้รับมอบฉันทะให้ลงคะแนนเสียงได้อย่างน้อยตั้งแต่ 20% ขึ้นไปโดยไม่คำนึงถึงว่าการพยายามเข้าครอบงำทางธุรกิจนั้นจะสำเร็จหรือไม่

3. มาตรการป้องกันการเข้าครอบงำทางธุรกิจ

กฎหมายป้องกันการครอบงำทางธุรกิจตามที่กล่าวมาแล้ว ทำหน้าที่เป็นเครื่องกีดขวางความพยายามในการเข้าทำการครอบงำทางธุรกิจได้เป็นอย่างดี นอกจากนี้มลรัฐต่างๆ ได้ผลักดันกฎหมายป้องกันการครอบงำทางธุรกิจออกมาแล้ว ผู้บริหารของบริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายของการเข้าครอบงำทางธุรกิจก็ได้แสวงหามาตรการต่างๆ มาต่อต้านการถูกเข้าครอบงำทางธุรกิจ (Takeover Defense) มาตรการเหล่านี้เป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อความสำเร็จหรือความล้มเหลวของการครอบงำทางธุรกิจ มาตรการต่อต้านเหล่านี้อาจมีผลทำให้ผู้พยายามทำการครอบงำทางธุรกิจต้องทำการปรับปรุงโครงสร้างการเสนอซื้อ หรืออาจถึงกับขัดขวางการเข้าครอบงำทางธุรกิจ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับระดับความรุนแรงของมาตรการที่กลุ่มผู้บริหารของบริษัทเป้าหมายจะนำมาใช้ว่ามากน้อยเพียงใด อย่างเช่น มาตรการป้องกันที่เรียกว่า “Staggered Board Elections” และ “Super-majority Provisions” เช่นนี้ถือว่ามี ความรุนแรงแบบปานกลาง ซึ่งต่างกับมาตรการที่เรียกว่า “Poison Pills” ซึ่งจัดว่ามีความรุนแรงมาก แต่ก็มีคำพิพากษาให้ถือได้ว่าไม่ฝ่าฝืนกฎหมาย

3.1 การผลัดเปลี่ยนเข้ารับการคัดเลือกเป็นคณะกรรมการบริษัท (Staggered Board Elections)

มาตรการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจแบบที่เรียกว่า “Staggered Board Elections” นั้น หมายความว่า การตั้งข้อกำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัทว่า กรรมการบริษัทถูกแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม โดยมีเพียงกลุ่มเดียวเท่านั้นที่จะผลัดเปลี่ยนกันเข้ารับการคัดเลือกมาดำรงตำแหน่งในแต่ละปี เช่นนี้ทำให้ผู้เข้าครอบงำทางธุรกิจของบริษัทเป้าหมายต้องประสบกับความยากลำบากมากขึ้นในการที่จะเข้าควบคุมอำนาจบริหารของบริษัทได้ทันที

3.2 การกำหนดอัตราส่วนผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนสูงเพื่อให้ความเห็นชอบ (Super-majority Provisions)

ส่วนมาตรการที่เรียกว่า “Super-majority Provisions” นั่นก็คือ การกำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัท บังคับว่าอัตราส่วนของหุ้นในการให้ต้องกว้านซื้อหุ้นในอัตราที่สูงมากจึงจะมีโอกาสที่จะเข้าไปมีอำนาจควบคุมการบริหารงานของบริษัทเป้าหมายที่มีมาตรการป้องกันดังกล่าว

3.3 การวางยา (Poison Pills)

มาตรการตามที่กล่าวมาแล้วถือได้ว่ายู่ในระดับความรุนแรงขนาดปานกลาง แต่มาตรการที่ถือว่ามีรุนแรงมากกว่านี้ชื่อว่า “Poison Pills” ซึ่งมีการนำมาใช้และปรับปรุงกันมาตั้งแต่ในตอนต้นของปี ค.ศ. 1980 และถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายในการป้องกันการเข้าครอบงำทางธุรกิจของบริษัทเป้าหมายซึ่งเป็นบริษัทมหาชนขนาดใหญ่

“การวางยา” (Poison Pills) เป็นยุทธวิธีที่ค่อนข้างสลับซับซ้อน ซึ่งมีความมุ่งหมายที่จะทำให้การได้มาซึ่งกิจการของบริษัทเป้าหมายมีค่าใช้จ่ายสูง กล่าวคือ เมื่อมีความจำเป็น บริษัทจะให้สิทธิพิเศษแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทซื้อหุ้นของบริษัทในราคาซึ่งกรรมการเห็นว่าเพื่อผลประโยชน์ในระยะยาวของบริษัท โดยจะออกใบสำคัญแสดงสิทธิซึ่งอยู่ในลักษณะเป็นการปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท สิทธิพิเศษของผู้ถือหุ้นในการซื้อหุ้นในราคาพิเศษดังกล่าวจะเกิดขึ้นเมื่อมีผู้พยายามเข้าครอบงำทางธุรกิจของบริษัทเป้าหมาย ซึ่งโดยทั่วไปมักจะกำหนดไว้ว่าสิทธิพิเศษนี้จะมีผลเมื่อมีผู้ซื้อหุ้นของบริษัทในจำนวนหนึ่ง เช่น ตั้งแต่ 10% หรือ 20% ขึ้นไป หรือเมื่อมีผู้ประกาศการเสนอซื้อหุ้นของบริษัทในจำนวนหนึ่ง เช่น 20% หรือ 30% ของหุ้นของบริษัทเมื่อดำเนินการควบบริษัทเข้าบริษัทอื่น ยุทธวิธี Poison Pills นี้ทำให้สิทธิผู้ถือหุ้นในราคาพิเศษและมีผลทำให้ราคาหุ้นของผู้เข้าครอบงำทางธุรกิจของบริษัทเป้าหมายมีราคาถูกลงเป็น 2 เท่า ของราคาหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเดิมสามารถจะซื้อได้ในราคาที่กรรมการบริษัทกำหนดไว้ ยุทธวิธีนี้ทำให้ผู้ที่พยายามทำการครอบงำทางธุรกิจหรือควบบริษัทอื่นเข้ากับบริษัทเป้าหมายมีความหวาดกลัวต่อการสูญเสียค่าใช้จ่ายเป็นจำนวนมากและแน่นอนจึงเป็นวิธีที่ได้ผลต่อการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ

มาตรการป้องกันการเข้าครอบงำทางธุรกิจบริษัทในประเทศไทย

ตามที่กล่าวมาแล้วข้างต้น จะเห็นได้ว่า ประเทศไทยยังไม่มีกฎหมายป้องกันการเข้าครอบงำทางธุรกิจโดยตรง กฎหมายส่วนอื่นที่บัญญัติไว้ไม่มีผลและประสิทธิภาพพอที่จะบังคับใช้ในการป้องกันการเข้าครอบงำทางธุรกิจได้ ส่วนมาตรการต่างๆ ที่บริษัทเป้าหมายสามารถนำมาใช้เพื่อปกป้องและโต้ตอบการเข้าซื้อหุ้นเพื่อครอบงำทางธุรกิจของบริษัทเป้าหมายก็ยังไม่มีการใช้อย่างแพร่หลาย ทั้งนี้เนื่องเป็นเพราะการเคลื่อนไหวทางด้าน การเข้าครอบงำทางธุรกิจในประเทศไทยยังเกิดขึ้นไม่มากอย่างไรก็ตามเมื่อถึงคราวจำเป็นในขณะที่ประเทศไทยยังไม่มีกฎหมายฉบับใดให้ความคุ้มครองบริษัทเป้าหมายในการถูกเข้าครอบงำทางธุรกิจโดยตรง เมื่อพิจารณาตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยกฎหมายหุ้นส่วนบริษัท และพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 บริษัทเป้าหมายอาจวางมาตรการในการป้องกันการเข้าครอบงำทางธุรกิจโดยกำหนดวิธีการต่างๆ ไว้ในข้อบังคับของบริษัทดังต่อไปนี้คือ

1. ระบุในเรื่องการห้ามโอน

ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1129 วรรคแรก บัญญัติว่า “อันว่า หุ้มนั้นยอมโอนกันได้ โดยมีต้องได้รับความยินยอมของบริษัท เว้นแต่เมื่อเป็นหุ้นชนิดระบุชื่อลงใน ใบหุ้น ซึ่งมีข้อบังคับของบริษัทกำหนดไว้เป็นอย่างอื่น”

ดังนั้นจะเห็นได้ว่ากฎหมายมิได้มีข้อกำหนดจำกัดการโอนหุ้นไว้ ดังนั้น บริษัท เป้าหมายเพื่อป้องกันการเข้าครอบงำทางธุรกิจ อาจกำหนดในข้อบังคับว่าผู้ถือหุ้นจะโอนหุ้นให้กับ บุคคลภายนอกไม่ได้ จนกว่าจะได้เสนอขายหุ้นนั้นให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมกันก่อน หรือเมื่อได้รับอนุมัติ จากที่ประชุมใหญ่ก่อน อย่างไรก็ตาม ข้อบังคับของบริษัทจะห้ามโอนหุ้นโดยเด็ดขาดอาจจะใช้ บังคับไม่ได้ เพราะเป็นการขัดต่อนโยบายส่งเสริมทางด้านเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในบริษัทมหาชนจำกัดนั้น ตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 57 บริษัทจะ กำหนดข้อจำกัดใดๆ ในการโอนหุ้นมิได้ เว้นแต่ข้อจำกัดนั้นๆ จะเข้าไปเพื่อรักษาสิทธิและ ผลประโยชน์ที่บริษัทจะพึงได้รับตามกฎหมาย หรือเพื่อเป็นการรักษาอัตราส่วนการถือหุ้นของคน ไทยกับคนต่างด้าว ทั้งนี้เพื่อความคล่องตัวในการซื้อขายแลกเปลี่ยนหุ้นซึ่งเป็นนโยบายสำคัญ

2. ระบุต้องให้ได้คะแนนเสียงสูงมากเพื่อให้มีอำนาจบริหารงานบริษัท

ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัทหรือพระราชบัญญัติ บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 จะเห็นได้ว่า ไม่มีบทบัญญัติใดจำกัดการที่จะกำหนดในข้อบังคับ ของบริษัทว่าผู้ถือหุ้นใหม่ของบริษัทในจำนวน 20% หรือ 30% ขึ้นไปที่มีอำนาจในการเข้า บริหารงานของบริษัทต้องผ่านความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนสูงถึง 80% ขึ้นไป การกำหนดมาตรการเช่นนี้ว่าเป็นอุปสรรคต่อการซื้อหุ้นเพื่อครอบงำทางธุรกิจ เนื่องจากผู้เข้าซื้อหุ้น เพื่อครอบงำทางธุรกิจจะต้องได้มาซึ่งการควบคุมอำนาจในการออกเสียงลงคะแนนเกินกว่า 80% จึง จะสามารถเข้าไปจัดการในบริษัทเป้าหมายได้

อย่างไรก็ตาม ถึงแม้การกำหนดในข้อบังคับในลักษณะนี้มีผลช่วยในการป้องกันการ ถูกเข้าครอบงำทางธุรกิจ เพราะเป็นอุปสรรคในการเข้าไปจัดการต่างๆ ในบริษัทเป้าหมาย แต่ ผลเสียก็อาจเกิดขึ้นได้ เช่น อาจทำให้การบริหารของบริษัทในส่วนอื่นล่าช้าลงเนื่องจากต้องได้รับ คะแนนเสียงเป็นจำนวนมาก

3. การผลักดันเปลี่ยนเข้ารับการคัดเลือกเป็นคณะกรรมการบริษัทมาดำรงตำแหน่งในแต่ละปี

แนวความคิดในการตั้งข้อกำหนดในข้อบังคับของบริษัทให้แบ่งกรรมการของบริษัทออกเป็น 3 กลุ่ม โดยมีเพียงกลุ่มเดียวเท่านั้นที่จะผลักดันกันเข้ารับการคัดเลือกมาดำรงตำแหน่งในแต่ละปี หรือมีอำนาจในการบริหารงานของบริษัทเพื่อชะลอการเข้าไปควบคุมอำนาจการบริหารของบริษัทเป้าหมายโดยทันที แนวคิดนี้ น่าจะสามารถนำมาปรับใช้ได้โดยไม่ขัดต่อบทบัญญัติใดในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหุ้นส่วนบริษัท หรือพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัดเช่นเดียวกัน

4. การลดคะแนนเสียงหุ้นบุริมสิทธิ

การลดคะแนนเสียงหุ้นบุริมสิทธิอาจทำได้โดยกำหนดในข้อบังคับของบริษัทแบ่งหุ้นบริษัทออกเป็น 2 กลุ่ม คือ หุ้นกลุ่ม ก. เป็นหุ้นสามัญจำนวนเท่ากับร้อยละ 49 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ออกโดยบริษัท และหุ้นกลุ่ม ข. เป็นหุ้นบุริมสิทธิจำนวนเท่ากับร้อยละ 51 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ออกโดยบริษัท ในการออกเสียงลงคะแนนในที่ประชุมใหญ่นั้น สิทธิในการออกเสียงในหุ้นกลุ่ม ก. คือหุ้นสามัญ 1 หุ้น ต่อ 1 เสียง และหุ้นกลุ่ม ข. คือหุ้นบุริมสิทธิ (อาจเป็น) 20 หุ้น หรือ 50 หุ้น ต่อ 1 เสียง เช่นนี้มีผลในการป้องกันการเข้าควบคุมอำนาจการบริหารงานของบริษัทเป็นอย่างดี

บริษัทสมัยใหม่ในสหรัฐอเมริกามีลักษณะประการหนึ่งคือ ผู้ถือหุ้นและกรรมการบริษัทไม่จำเป็นต้องเป็นบุคคลกลุ่มเดียวกัน (จึงต่างกับโครงสร้างของบริษัทในประเทศไทย ซึ่งปรากฏว่าผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของบริษัทก็คือเจ้าของบริษัท และโดยทั่วไปจะเป็นผู้คุมอำนาจบริหารบริษัทด้วย) ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของบริษัทในบุคใหม่ของสหรัฐอเมริกาจึงไม่ได้เข้ามาเป็นส่วนเป็นกรรมการบริษัท หรือบริหารงานของบริษัท จากจุดนี้การขัดแย้งเกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นกับกรรมการของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งกรณีที่เกิดการถูกเข้าครอบงำทางธุรกิจ หุ้นจะมีราคาสูงและหุ้นที่เหลือในบริษัทจะถูกเสนอซื้อในราคาที่สูงกว่าปกติ ผู้ได้รับประโยชน์จากราคาหุ้นคือผู้ถือหุ้น แต่กรรมการของบริษัทมักจะไม่ได้รับประโยชน์อะไรถ้าหากมิได้ถือหุ้นจำนวนมากอยู่ในบริษัทนั้นด้วย หรือถึงมืออยู่บ้างแต่จำนวนน้อย จึงไม่มีส่วนได้เสียเป็นมูลค่ามากมายเพียงใด นอกจากนั้น เมื่อเกิดการเข้าครอบงำทางธุรกิจ ผู้บริหารหรือกรรมการบริษัทซึ่งมีอาชีพรับจ้างบริหารงานมักจะมีส่วนเสียประโยชน์มากกว่าผู้ถือหุ้น เพราะในขณะที่ผู้ถือหุ้นสามารถถือหุ้นได้หลากหลายในบริษัทต่างๆ แต่ผู้บริหารมีเพียงอาชีพเดียวคือรับจ้างบริหารงานให้กับบริษัทนั้น ความมั่นคงและฐานะใน

สังคมขึ้นอยู่กับ การเติบโตของบริษัท แต่ว่าการเข้าครอบงำทางธุรกิจมักจะเป็นลางบอกเหตุว่า อาจจะมีการนำเอาบุคคลอีกกลุ่มหนึ่งเข้ามาแทนที่ในการบริหารงาน นั่นย่อมหมายถึงการสูญเสียหน้าที่การงานของผู้บริหารมืออาชีพเหล่านี้ ดังนั้น การที่กฎหมายให้อำนาจอย่างมากแก่กรรมการผู้บริหารบริษัท (โดยไม่จำเป็นต้องใช้มติของผู้ถือหุ้น) ในการพิจารณาต่อรองการเข้าครอบงำทางธุรกิจจึงตกเป็นข้อวิพากษ์วิจารณ์ในแวดวงผู้เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะเกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้นและหน้าที่ของกรรมการบริษัทในอันที่จะต้องรักษาผลประโยชน์ (Fiduciary Duties) ของบริษัทที่เข้าบริหารอยู่นั้น

การรายงานการได้มาซึ่งหุ้นตามมาตรา 13d นั้น จะนำมาปรับใช้กับการเข้าซื้อหุ้นในทุกกรณี หากการเข้าซื้อหุ้นนั้นเป็นผลให้ได้มาซึ่งหุ้นเกินกว่าร้อยละ 5 ทั้งนี้เพื่อเป็นสัญญาณเตือนนักลงทุนและผู้บริหารของบริษัทเป้าหมายถึงความเป็นไปได้ที่จะมีการเข้าครอบงำทางธุรกิจ แต่อย่างไรก็ตาม ระยะเวลา 10 วันนับแต่วันที่ได้มาซึ่งหุ้นนั้นจนถึงวันที่ต้องเปิดเผยรายการได้มาซึ่งหุ้นของตน ยังคงเป็นจุดอ่อนที่ทำให้มีการเข้าซื้อหุ้นสะสมเป็นจำนวนมาก โดยไม่ต้องแจ้งถึงการได้มาซึ่งหุ้นเช่นนั้นได้ ซึ่งต่างจากกฎหมายไทยที่กำหนดให้แจ้งเมื่อผ่านจุดตก 5% ภายในวันทำการถัดจากวันที่เกิดรายการ

สำหรับการเปิดเผยข้อมูลในการทำคำแนะนำ ชักชวนต่อผู้ถือหุ้นให้ทำการขายหุ้นนั้น หลักการตามกฎหมายในส่วนนี้ได้กำหนดรายละเอียดตามมาตรา 14(d)9 ของ SEA ว่าเมื่อผู้ทำการเสนอซื้อหรือกรรมการของบริษัทเป้าหมายได้ทำจดหมายในลักษณะที่เป็นการแนะนำ หรือชักชวนให้ผู้ถือหุ้นยอมขายหุ้น หรือปฏิเสธการขายหุ้นตามการเสนอซื้อหุ้นที่เกิดขึ้น ซึ่งถ้าบริษัทเป้าหมายได้ขึ้นอยู่กับ NASD ในการยื่นรายการตาม มาตรา 14(d)9 ให้กับหน่วยงานนี้ด้วย ทั้งนี้หากผู้ทำคำแนะนำเป็นกรรมการของบริษัทเป้าหมายกับผู้เสนอซื้อด้วย แต่หากผู้ทำคำแนะนำเป็นผู้ทำคำแนะนำเสนอซื้อ ผู้ทำคำแนะนำต้องทำการเปิดเผยข้อมูลต่อบริษัทเป้าหมายด้วย โดยกรรมการบริษัทของบริษัทเป้าหมายจะต้องจัดทำด้วยความถูกต้องและครบถ้วน เพื่อให้มีข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้คณะกรรมการของบริษัทที่ทำคำแนะนำเสนอซื้อและกรรมการบริษัทเป้าหมายจะต้องดำเนินการเปิดเผยข้อมูลให้มีความโปร่งใส ชัดเจน เพื่อให้เป็นไปตามหลักธรรมาภิบาล (Good Corporate Governance) อีกด้วย

สำหรับการต่อต้านการเข้าครอบงำทางธุรกิจ ผู้บริหารหรือกรรมการบริษัทจะต้องดำเนินการ โดยให้ผู้ถือหุ้นทุกคนที่ถือหุ้นประเภทเดียวกันได้รับการเข้าตามคำแนะนำเหมือนกัน ดังจะเห็นได้จากกรณีของคดีระหว่าง Unocal Corporation V. Mesa Petroleum Co. ซึ่งมีข้อเท็จจริงว่า Mesa Petroleum ซึ่งถือหุ้นของ Unocal Corporation อยู่แล้วจำนวนหนึ่ง ทำคำแนะนำซื้อหุ้นของ

Unocal Corporation ด้วยวิธี Two-Tier ในราคาที่ Unocal Corporation มีความเห็นว่าเป็นราคาที่ไม่เพียงพอย่างสิ้นเชิงและทำการตอบโต้ แต่ Unocal Corporation จึงใช้วิธีทำข้อเสนอซื้อหุ้นของตนเองกลับในราคาที่สูงกว่าข้อเสนอซื้อของ Mesa Petroleum โดยข้อเสนอซื้อดังกล่าวยกเว้นการรับซื้อหุ้นของ Mesa Petroleum ด้วยเหตุนี้ Mesa Petroleum จึงฟ้อง Unocal Corporation เพราะหาก Mesa Petroleum สามารถใช้สิทธิขายหุ้นของ Unocal Corporation คืนได้ ตนจะได้รับค่าตอบแทนหรือกำไรที่สูงมากเช่นกัน ซึ่งโดยผลของคดีดังกล่าว SEC ซึ่งอาศัยอำนาจที่ให้อำนาจตาม The Williams Act ในการออกกฎหมายเพื่อห้ามการทำข้อเสนอซื้อแบบเลือกปฏิบัติ ซึ่งตามหลักพื้นฐานของ The Williams Act ได้มีกำหนดว่าผู้ถือหุ้นสาธารณะซึ่งเผชิญหน้ากับข้อเสนอซื้อหุ้นเพื่อการครอบงำทางธุรกิจ ไม่ควรต้องตอบรับหรือปฏิเสธของข้อเสนอซื้อที่ปราศจากข้อมูลที่เพียงพอ ซึ่งเป็นเหตุที่ทำให้ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลมากพอสมควรที่ผู้ถือหุ้นจะใช้ในการตัดสินใจได้ และถือได้ว่าเป็นการที่คณะกรรมการบริษัทได้ดำเนินกิจการโดยโปร่งใสเป็นไปตามหลักธรรมาภิบาล ที่กำหนดให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิและความเท่าเทียมกัน นอกจากนี้ในคดีดังกล่าว ศาลยังมีข้อสังเกตเกี่ยวกับหน้าที่ของกรรมการบริษัท โดยใช้การพิจารณาเรื่องการตัดสินใจทางธุรกิจ (Business Judgment Rule Test) ว่าพฤติกรรมของกรรมการบริษัทแสดงให้เห็นว่าเป็นการทำไปโดยมีวัตถุประสงค์เบื้องต้น เพื่อผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าผลประโยชน์ของบริษัทและของผู้ถือหุ้น ซึ่งวิธีการที่ทำเพียงเพื่อให้ตนอยู่ในตำแหน่งได้นานที่สุด และศาลได้พิจารณาว่า การกระทำการต่อต้านการครอบงำทางธุรกิจเป็นหน้าที่ไม่ใช่เป็นเพียงสิทธิ นอกจากนี้ การดำเนินการเสนอซื้อหุ้นคืนโดยไม่เท่าเทียมกันย่อมเป็นการขัดต่อหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพราะผู้ถือหุ้นทุกคนควรได้รับสิทธิอย่างเท่าเทียมกัน

ส่วนคดีระหว่าง Revlon Inc. V. MacAndrews & Forbes Holding Inc. ซึ่ง Revlon Inc. ถูกข้อเสนอซื้อแบบปฏิปักษ์ จาก Pantry Pride Inc. โดย Revlon Inc. ได้วางมาตรการในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ 2 ประการมาใช้ คือ

1. Revlon ใช้การออก Poison Pills ในรูปของแผนการใช้สิทธิการซื้อตัวสัญญาใช้เงิน โดยผู้ถือหุ้นสามัญทุกหุ้นจะได้รับสิทธิดังกล่าว 1 หน่วย
2. Revlon ออกแผนการแลกหุ้น โดยการขอซื้อหุ้นสามัญด้วยการแลกด้วยตัวสัญญาใช้เงินประเภท Senior Subordinated Notes ซึ่งตัวเงินดังกล่าวเป็นการจำกัด Revlon ในการสร้างหนี้ รวมทั้งขายทรัพย์สินและจ่ายเงินปันผล

แต่ปรากฏว่ามาตรการทั้งสองไม่อาจยับยั้ง Pantry Pride ได้ เนื่องจาก Pantry Pride ยังคงแสดงเจตนาเสนอซื้อ และเพิ่มราคาเสนอซื้อขึ้นเรื่อยๆ ดังนั้น คณะกรรมการบริษัทของ Revlon จึงไปทำการต่อรองกับ Forstmann Little & Co. ให้เข้ามาทำข้อเสนอซื้อสู้กับ Pantry Pride

โดยการใช้อำนาจ Leveraged buyout และ Revlon จะตอบแทนการเข้าทำข้อเสนอซื้อแข่งขันนี้ ด้วยการให้สิทธิ Forstmann ในการได้รับอำนาจควบคุมกิจการในบริษัทใหม่ ซึ่งจะเกิดจากการควบบริษัทกับบริษัทของ Forstmann ในทางกลับกัน Forstmann ก็ตกลงที่จะรับภาระในการใช้หนี้ตามแผนแห่งสิทธิต่างๆ ซึ่ง Revlon ออกให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยสิทธิต่างๆ ที่ให้ Forstmann นั้นจะมีผลเมื่อ Forstmann ทำข้อเสนอซื้อหุ้นของ Revlon ในราคาใดๆ ที่สูงกว่า 56 เหรียญ แล้ว Revlon จะได้ข้อจำกัดต่างๆ ที่กำหนดในตัวสัญญาใช้เงินออกไป (ยกเว้นหนี้ตามตัวสัญญาใช้เงิน)

การกระทำดังกล่าว ทำให้ราคาหุ้นที่ได้รับสิทธิตามแผนการแลกหุ้นนั้นต่ำลงสร้างความไม่พอใจให้กับผู้ถือหุ้นของ Revlon และมีแนวโน้มที่กรรมการบริษัทจะถูกผู้ถือหุ้นของบริษัทฟ้องร้อง

ในตอนต้นของการทำสัญญากับ Forstmann นั้น ราคาเสนอซื้อของ Pantry Pride อยู่ที่ 56 เหรียญแล้ว ต่อมา Pantry Pride เพิ่มราคาเสนอซื้อขึ้นไปเป็น 56.25 เหรียญ และ Forstmann ก็มีสัญญากับ Revlon ว่าตนจะขึ้นราคาเสนอซื้อของตนเป็น 57.25 เหรียญ โดยจะมีข้อเสนอซื้อทรัพย์สิน Lockup ในแผนกที่มีมูลค่าสูงของ Revlon ให้ Forstmann เป็นการตอบแทนข้อเสนอซื้อจะมีผลเมื่อมีผู้ถือหุ้นของ Revlon ได้ถึงร้อยละ 40 และ Forstmann ตกลงจะออกตัวสัญญาใช้เงินด้วยสิทธิขั้นต้น ให้เป็นการแลกเปลี่ยนของเดิมซึ่ง Revlon ออกไปแล้ว

คำฟ้องในเรื่องนี้เสนอโดย Pantry Pride โดยกล่าวหาเรื่องการทำสัญญา Lockup ของ Revlon ว่าไม่ชอบธรรม

ในคดีนี้ศาลตัดสินว่า เมื่อบริษัทอยู่ในสถานการณ์ที่จะถูกขาย หน้าทีของกรรมการบริษัทเปลี่ยนจากการป้องกันบริษัทให้เป็นอิสระ ไปเป็นหน้าที่เยี่ยงผู้ประมุข โดยทำหน้าที่ให้ผู้ถือหุ้นได้ราคาที่สูงที่สุดในการเสนอขายบริษัทของตน โดยจะต้องปฏิบัติอยู่บนความระมัดระวังและความซื่อสัตย์สุจริตต่อบริษัท

ศาลเห็นว่า การมีสัญญา Lockup นั้น เกิดจากการที่คณะกรรมการบริษัทของ Revlon มีเหตุจูงใจในการหาทางลดความน่าจะเป็นในการถูกผู้ถือตัวสัญญาใช้เงินฟ้องร้องมากกว่าเพื่อการได้ราคาสูงขึ้นให้แก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นศาลจึงตัดสินว่า การใช้ Lockup Agreement ของ Revlon โดยกรรมการบริษัท จึงเป็นการกระทำที่ไม่ชอบ และเป็นการขัดต่อหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทในการดูแลกิจการให้มีการบริหารอย่างโปร่งใสและถูกต้องตามจริยธรรมการดำเนินธุรกิจ

ประเด็นสำคัญในการให้เกิดหน้าที่เยี่ยงผู้กระทำการประมุข คือการที่บริษัทนั้น แสดงเจตนาเพื่อขาย หรืออยู่ในสถานการณ์เพื่อขาย

แต่ในคดีนี้ศาลได้ให้ความเห็นว่าไม่ได้มีการแสดงเจตนาไปในการให้ คณะกรรมการบริษัทต้องนิ่งเฉยไม่ตอบโต้ (Passive) ในช่วงการประมูลราคา โดยศาลบอกว่าการใช้ Poison Pill นั้นสามารถทำได้หากเป็นการทำเพื่อต้องการให้มีการเพิ่มราคาค่าเสนอซื้อ

คดีนี้ก่อให้เกิดหน้าที่กรรมการบริษัทในกรณีต่อไปนี้ คือ หน้าที่ในการเจรจา ต่อรองราคา (Duty to Negotiate) หรือหน้าที่เยี่ยงผู้ขายทอดตลาด (Auctioneer Charge) เมื่อบริษัท อยู่ในสภาพการขายทรัพย์สินทิ้ง เนื่องจากเจ้าของเดิมไม่ประสงค์จะทำกิจการอีกต่อไป

หน้าที่นี้ ถือว่ามีความเกี่ยวข้อง และมีบทบาทมากกับการป้องกันการครอบงำทาง ธุรกิจในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยศาลเห็นว่า กรรมการบริษัทมีหน้าที่เช่นนี้ โดยเป็นส่วนหนึ่งของหน้าที่การระมัดระวัง

โดยในคดีนี้มีการพิจารณาประเด็นที่น่าสนใจอันเกี่ยวกับหน้าที่ของกรรมการ บริษัท คือ

1) เมื่อบริษัทอยู่ในสภาพ “เพื่อขาย” (for sale) หรือถูกยื่นคำเสนอซื้อหุ้นแล้ว หน้าที่ของกรรมการบริษัทต้องเปลี่ยนจากการต่อสู้เพื่อป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ มาเป็นการ พยายาม ทำให้ราคาหุ้นของผู้ถือหุ้นของบริษัทตนได้ราคาสูงสุดอันเป็นหน้าที่เช่นเดียวกับ หน้าที่ ของผู้ประมูลขายของ

2) การกระทำเพื่อให้ราคาหุ้นได้ราคาสูงสุด คือ การหาผู้ประมูลหรือทำคำเสนอซื้อ มาเสนอราคาแข่งกัน

3) กรรมการบริษัทสามารถใช้วิธีการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจได้หากการ กระทำเช่นนั้น เป็นการจูงใจ สนับสนุน หรือเป็นที่มาให้ผู้ทำคำเสนอซื้อเพิ่มราคา แต่จะถือเป็นการ กระทำที่ไม่ชอบของคณะกรรมการบริษัท หากการใช้วิธีการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจนั้น ทำ ให้การแข่งขันราคาของผู้ทำคำเสนอซื้อต้องสิ้นสุดลง¹

¹ ภัชญา รุจิเรช, “บทบาทของผู้ถือหุ้นและกรรมการบริษัทจำกัดในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ,” (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ภาควิชานิติศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2538), หน้า 38-46.

จากการที่สหรัฐอเมริกาได้เกิดการครอบงำทางธุรกิจแบบปฏิปักษ์ (Anti-Takeover) มานานแล้ว จะมีวิธีการป้องกันในรูปแบบ เช่น Poison Pills, Golden Parachute เป็นต้น และเมื่อมีการกำหนด Corporate Governance ขึ้นมา การครอบงำทางธุรกิจแบบปฏิปักษ์ (Anti-Takeover) ดังกล่าวย่อมมีผลกระทบต่อ Corporate Governance อย่างแน่นอน ยกตัวอย่างเช่น การยกเลิก Poison Pills ทำให้ผู้บริหารที่ต้องการอยู่ในตำแหน่งจะต้องสูญเสียผลประโยชน์ เพราะผู้บริหารจะใช้ Poison Pills เป็นเครื่องมือต่อรองเพื่อต้องการอยู่ในตำแหน่งต่อไป ซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นผู้มีสิทธิไม่มีสิทธิซื้อหุ้นที่ควรจะได้ อันเป็นกระบวนการที่เกิดขึ้นจากการใช้ Poison Pills และทำให้มีผลกระทบต่อสิทธิของผู้ถือหุ้นเพราะจะต้องถือเอาผู้ถือหุ้นเป็นหลัก ทำให้เกิด Conflict of Interest และส่งผลถึงผู้บริหารรายใหม่ เป็นต้น ดังนั้นการครอบงำทางธุรกิจแบบปฏิปักษ์ (Anti-Takeover) ดังกล่าวย่อมกระทบต่อ Corporate Governance ที่ดี

นอกจากนี้ เป็นที่เชื่อว่าการกลไกต่าง ๆ ของการครอบงำทางธุรกิจแบบปฏิปักษ์ (Anti-Takeover) มิได้เป็นที่น่าสนใจของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยที่การควบคุมใดๆ ก็ตามควรจะได้รับการบังคับใช้ ไม่เพียงแต่โดยคณะกรรมการบริษัทเท่านั้น แต่ค่อนข้างจะเป็นโดยตลาดในรูปแบบของกฎระเบียบที่เห็นได้ชัดเจน²

ส่วนของประเทศไทย ยังไม่มีการใช้ Poison Pill เนื่องจากกฎหมายยังมีข้อจำกัดเกินในการกำหนดมาตรการในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ

บทเรียนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะต้องคอยตรวจสอบสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทตลอดเวลา หากไม่ต้องการให้ใครเข้ามาสู่กิจการ ไม่เช่นนั้นอาจมีผู้ถือหุ้นใหญ่รายใหม่โดยไม่รู้ตัว

ในสหรัฐอเมริกา ในการเข้าครอบงำทางธุรกิจนั้นมีวัตถุประสงค์หลักที่ต้องมีมาตรการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ มักจะเป็นกรณีที่ฝ่ายจัดการหรือผู้ถือหุ้นเดิม ประสงค์จะสร้างมาตรการทางกฎหมาย เพื่อป้องกันมิให้อีกฝ่ายหนึ่งเข้ามาซื้อหุ้น หรือเข้ามาซื้อหุ้นได้ยากขึ้น ทั้งนี้โดยมีมาตรการหลักๆ ที่ใช้ในการครอบงำทางธุรกิจเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งมี 3 หลัก คือ การวางยาพิษ (Poison Pills) การแก้ไขข้อบังคับบริษัท (Corporate Charter Amendments) และการกระโดดร่มทองคำ (Golden Parachute) โดยมีแนวทางในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ ดังนี้

² Neville B. and David B., Winning Ways Through Corporate Governance (London: Macmillan, 1996), p.106.

1. จัดให้มีมาตรการในการเฝ้าดูว่าหุ้นของบริษัทมีการซื้อขายหุ้นผิดปกติหรือไม่
2. ควรจ้างบริษัทที่ปรึกษาการเงินมาประเมินและตรวจสอบว่าหุ้นและสถานะของบริษัทเข้าข่ายดังกล่าวหรือไม่ เช่น หุ้นมีสภาพคล่องน้อย ราคาหุ้นต่ำเกินไป หรือต่ำกว่าความเป็นจริง ไม่มีผู้ถือหุ้นใหญ่ที่ถือหุ้นเกิน 50%
3. การจัดเตรียมโครงสร้างทางกฎหมายของบริษัทและการบริหารงานให้ถูกต้องและเหมาะสม กล่าวคือ การแยกบริษัทเป็นหลากหลายธุรกิจโดยจดทะเบียนบริษัทแม่เป็น โฮลดิ้งและถือหุ้นในบริษัทลูกหรือบริษัทในเครือ ซึ่งจะเป็นการสร้างมูลค่าในการเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนสามารถเลือกลงทุนในธุรกิจของบริษัทลูกได้ ซึ่งการแยกเป็นหน่วยธุรกิจนั้นจะทำให้การเข้าครอบงำทางธุรกิจทำได้ยากขึ้น

นอกจากนี้ การแยกเป็นหน่วยธุรกิจโดยเฉพาะธุรกิจที่มีมูลค่า (Spin off) จะเพิ่มโอกาสและมูลค่าเพิ่มในการเข้าตลาดหลักทรัพย์ ในอนาคตได้อีก ตัวอย่างเช่น กลุ่มธุรกิจในเครือเนชั่นได้จัดรูปแบบธุรกิจใหม่โดยแบ่งเป็น 6 บริษัทย่อย เป็นต้น

นอกจากนี้ การมี Holding Company ก็ยังจะช่วยให้มีการรวบรวมผู้ถือหุ้นรายย่อยที่อยู่กระจัดกระจาย โดยเฉพาะอย่างยิ่งหุ้นในบริษัทครอบครัวให้เข้าอยู่ในบริษัทเดียวกันเพื่อความสะดวก สิทธิในการควบคุมและการดำเนินการบริษัทก็ยังสามารถดำเนินการได้ แต่การจัดตั้ง Holding Company ที่มีผู้ถือหุ้นหลายกลุ่ม ก็ต้องจัดสรรและกำหนดข้อบังคับให้ดี ไม่เช่นนั้นอาจเกิดปัญหาได้

4. การกำหนดในข้อบังคับของบริษัท โดยกำหนดหรือแก้ไขในเรื่องการจัดโครงสร้างบริษัทในลักษณะที่มีการกำหนดเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการลงมติและองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทเป็นการเพิ่มเติมจากที่กฎหมายกำหนด³

4.1 การกำหนดในเรื่องที่จะให้มติในเรื่องที่สำคัญๆ นั้นจะต้องได้รับคะแนนเสียงมากเกินกว่าขั้นตอนที่กฎหมายกำหนด (เรียกว่า Super Majority) กรณีนี้บางครั้งเรียกว่า “Shark Repellant Amendment” เช่น เรื่องการลงทุน การเพิ่มทุน หรือการเรียกประชุมผู้ถือหุ้น จ่ายเงินปันผล ซื้องิจการ โอนกิจการแทนที่จะใช้มติ 3 ใน 4 ของเสียงผู้ถือหุ้นหรือคณะกรรมการก็อาจจะกำหนดเพิ่มขึ้นเป็นอัตราร้อยละ 90 ก็จะทำให้ผู้เข้ามาซื้อกิจการไม่สามารถเรียกประชุมผู้ถือ

³ กิตติพงษ์ อรุณีพัฒน์พงศ์, “บทเรียนการป้องกัน Hostile Takeover: ศึกษากรณีต่างประเทศกับกฎหมายไทย,” *การเงินการธนาคาร*, 282 (ตุลาคม 2548): 242-245.

หุ้นหรือมีอำนาจครอบงำทางธุรกิจในการจัดการแบบเบ็ดเสร็จได้ แต่การกำหนดเงื่อนไขดังกล่าวไม่ควรกำหนดให้สูงเกินไปจนกระทบกับการดำเนินงานโดยปกติของบริษัท

4.2 การเลือกตั้งกรรมการบริษัทโดยลักษณะเป็น Cumulative Voting Right โดยมีการแบ่งคะแนนเสียงของผู้ถือหุ้นเพื่อเลือกกรรมการบริษัทเป็นรายบุคคลได้ ซึ่งการกำหนดการเลือกตั้งกรรมการดังกล่าวจะให้สิทธิผู้ถือหุ้นรายย่อยเข้ามามีส่วนร่วมในการเลือกตั้งกรรมการบริษัทขึ้น การลงคะแนนเสียงดังกล่าวนี้อาจทำให้ผู้ถือหุ้นที่เข้าไปครอบงำทางธุรกิจจะต้องมีบุคคลอื่นมาเป็นกรรมการบริษัทได้ แทนที่จะใช้เสียงข้างมากก็เป็นวิธีการหนึ่งที่สกดให้ผู้ถือหุ้นที่เข้าครอบงำทางธุรกิจบริหารบริษัทได้อย่างง่าย

หรือโดยการเพิ่มจำนวนกรรมการบริษัท เพื่อที่จะให้กรรมการบริษัทของกลุ่มผู้ถือหุ้นนั้น มีจำนวนที่สามารถเรียกประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อดำเนินการใดๆ ตามกฎหมายก็ได้ หรือการกำหนดเงื่อนไขการถอดถอนกรรมการบริษัทเดิมให้ยากขึ้น เรื่องโครงสร้างกรรมการบริษัทที่มีความสำคัญเพราะเป็นผู้ให้ความเห็นเกี่ยวกับราคายุติธรรมที่ผู้ซื้อต้องทำข้อเสนอซื้อ รวมทั้งเป็นผู้แต่งตั้งฝ่ายบริหารเพราะการเรียกประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อดำเนินการตามกฎหมาย

ในต่างประเทศกระบวนการทำในลักษณะของการแก้ไขข้อบังคับนี้ ก็มีรูปลักษณะที่คล้ายๆ กัน แต่ที่นอกเหนือจากการแต่งตั้งกรรมการบริษัท การมีบทบัญญัติเกี่ยวกับการลงคะแนนเสียง ก็จะพบว่าวิธีการที่มีบทบัญญัติที่จะต้องมีการจ่ายค่าตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ถ้าหากมีการเข้าครอบงำทางธุรกิจโดยจะต้องมีการจ่ายเงินให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อยตามราคาตลาด (Far Price Provision) ซึ่งประเทศไทยก็คงทำไม่ได้ หรือ

การให้มีหุ้นอยู่ 2 กลุ่ม (Dual Capital Gain) คือ หุ้นที่มีสิทธิลงคะแนนไม่เท่าเทียมกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งให้มีหุ้นมากกว่า 1 กลุ่มที่จะป้องกันการครอบงำทางธุรกิจได้ ยกตัวอย่างเช่น บริษัท General Motors ก็ได้ใช้หุ้นกลุ่ม E เพื่อที่จะแบ่งการจ่ายค่าตอบแทน หรือผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานที่เป็นธุรกิจ EDS Division การที่มีหุ้น 2 ประเภท หรือหลายประเภท ทั้งนี้กฎหมายไทยในเรื่องการลงคะแนนเสียงของผู้ถือหุ้นในบริษัทมหาชนไม่สามารถตกลงให้แตกต่างกันได้เพราะตามกฎหมายต้องนับ 1 หุ้นต่อ 1 เสียง

มีข้อสังเกตว่า ปัจจุบันนี้การกำหนดสิทธิในการห้ามโอนหุ้นก็ดีหรือการกำหนดสิทธิในการเลือกกรรมการหรือแบ่งเป็นกลุ่มก็ดี อาจไม่สามารถจะกระทำได้สำหรับบริษัทมหาชนจำกัด เพราะนายทะเบียน (กระทรวงพาณิชย์) ไม่ยอมรับให้มีการจัดทำข้อบังคับที่ผิดไปจาก

กฎหมาย โดยเห็นว่าควรคุ้มครองมหาชนที่เป็ผู้ถือหุ้นข้างน้อยและขัดต่อพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน

5. การเตรียมการ โดยเป็นการวางยาพิษหรือ Poison Pill เป็นการดำเนินการที่จะทำ ให้มูลค่าของบริษัทเป้าหมายลดลง ซึ่งหมายถึงการที่บริษัทเดิมได้มีการออกหุ้นเตรียมพร้อมไว้ เพื่อ จะเกิดผลตอบแทนในการลงทุนของผู้ถือหุ้นลดน้อยลง เช่น อาจออกหุ้นบุริมสิทธิแปลงสภาพ เป็น การออกหุ้น โดยให้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท ซื้อหุ้นของบริษัทได้ในราคาถูก (Flip in) เมื่อมีการ จะเข้าครอบงำทางธุรกิจ หรือให้สิทธิผู้ถือหุ้นบริษัทซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมายที่จะมีการครอบงำ ทางธุรกิจในราคาที่มีส่วนลด (Flip Over) และใช้สิทธิเมื่อมีการควบหรือโอนกิจการ

การวางยาพิษดังกล่าวจะก่อให้เกิดการลดลงของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้น (Dilution Effect) และทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมมีต้นทุนในการซื้อหุ้นต่ำกว่าผู้ที่เข้าครอบงำทางธุรกิจ ในกรณี Flip Over อาจจะใช้ไม่ได้กับประเทศไทย เพราะการควบบริษัทในประเทศไทยนั้น จะมีบริษัทใหม่ เกิดขึ้น แต่จะไม่มีบริษัทเดิมเหลืออยู่

ในส่วนกรณี Flip in นั้น ตามกฎหมายไทยมีข้อพิจารณาว่า หากผู้ถือหุ้นได้มีมติ เพิ่มทุนและยังไม่ได้ออกหุ้น และให้อำนาจกรรมการบริษัทเป็นคณนำหุ้นดังกล่าวไปเสนอขาย ซึ่ง ถ้าหากเป็นการขายหุ้นโดยเฉพาะเจาะจงก็ทำได้แต่ต้องไม่เกิน 35 ราย หรืออาจจะทำได้โดยการ เสนอขายหุ้นกับประชาชน ซึ่งหากกระทำการดังกล่าว เมื่อมีใครเข้ามาซื้อกิจการ กรรมการบริษัทก็ สามารถนำหุ้นดังกล่าวไปเพิ่มทุนขายได้และก่อให้เกิดการลดลงของจำนวนหุ้นของผู้ซื้อ (Dilution Effect) ซึ่งกรณีนี้ก็มีกฎหมายของ ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่จะต้องนำมาพิจารณา

กรณีนี้รวมถึงการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ หุ้นบุริมสิทธิแปลงสภาพ เป็นต้น ข้อสังเกตการดำเนินการดังกล่าวต้องไม่ทำให้ผู้ถือหุ้นทั้งหมดเสียหายและเป็นประโยชน์กับบริษัท ตามมาตรา 85 ของพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535

6. การทำ Golden Parachute หรือการกระโดดร่มทองคำ เป็นการกำหนดค่าชดเชย ให้กับฝ่ายจัดการ ถ้าหากมีการครอบงำทางธุรกิจขึ้น โดยอาจเกิดในขั้นเตรียมการหรือเมื่อมีการ ปฏิบัติการครอบงำทางธุรกิจได้เกิดขึ้นแล้ว ซึ่งในต่างประเทศก็มีการกำหนดว่าในการทำหน้าที่ ดังกล่าวกรรมการบริษัทหรือผู้ถือหุ้นได้กระทำการดังกล่าว เพื่อการรักษาผลประโยชน์ของบริษัท หรือไม่ (Fiduciary Duty) ซึ่งในกฎหมายไทยถ้าหากจะมีการกระทำดังกล่าว โดยกำหนดให้จ่ายเงิน ค่าชดเชยถ้ามีการเลิกจ้างผู้บริหาร (ที่ไม่ใช่เป็นกรรมการบริษัท) ถ้าหากมีการครอบงำทางธุรกิจหรือ

มีการจ่ายเงินเมื่อมีการครอบงำทางธุรกิจนั้น น่าจะถือว่าเป็นการรักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้น

ทั้งนี้ หากเป็นการเลิกจ้างกรรมการบริษัทก็อาจจะมีประเด็นในเรื่องของประโยชน์ต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น แต่เนื่องจากกฎหมายไทย การจ่ายเงินให้กรรมการบริษัทนั้น เป็นกรณีที่จะต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น เพราะฉะนั้น ถ้าเรื่องดังกล่าวอนุมัติโดยผู้ถือหุ้น ไปก็สามารถดำเนินการได้

แต่อย่างไรก็ตาม ถ้าหากมีการชดเชยให้กับฝ่ายจัดการ (ซึ่งไม่ใช่จ่ายให้ในฐานะกรรมการบริษัท) กรณีเช่นนี้ก็ไม่ว่าเป็นจะต้องขอความยินยอมจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพราะถือว่าการประกอบธุรกิจ (Business Judgment Rule) เพื่อรักษาพนักงานไว้ให้กับบริษัท การกระทำดังกล่าวจึงถือว่า ไม่ขัดกับบทบาทหน้าที่กรรมการบริษัทแต่อย่างใด และถือว่ากรรมการบริษัทได้กระทำการเพื่อการรักษาผลประโยชน์ของบริษัทแล้วตามหน้าที่ที่มี (Fiduciary Duty)

เรื่องนี้ในประเทศไทยก็ยังไม่เคยมีตัวอย่างเกิดขึ้นเช่นกัน แต่การขออนุมัติผู้ถือหุ้นเพื่อให้สิทธิกรรมการบริษัทจะเป็นเรื่องที่น่าจะทำได้ยากเพราะผู้ถือหุ้นอื่นอาจไม่เห็นด้วย และเป็นการขัดกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้วย

7. การหากกลุ่มพันธมิตร (White Knight) โดยหากกลุ่มพันธมิตรที่มีความประสงค์จะมาร่วมลงทุนในบริษัทเดิม โดยอาจจะเป็นการเพิ่มทุนไว้ให้กับพันธมิตร กองทุนลูกจ้าง (และอาจออกหุ้นเพิ่มทุนเมื่อมีการถูกครอบงำทางธุรกิจ) การขายหุ้นให้กับกลุ่มพันธมิตรดังกล่าวเป็นสิ่งที่ผู้ถือหุ้นเดิมเห็นว่าดีหรือเหมาะสมกว่าถูกครอบงำทางธุรกิจโดยผู้เสนอซื้อหุ้นอย่างไม่เป็นมิตร ซึ่งอาจมีวัตถุประสงค์หรือเป้าหมายในการดำเนินธุรกิจที่แตกต่าง กรณีนี้ก็เช่นเดียวกับการปรับโครงสร้างบริษัท ซึ่งก็จะต้องมีกฎเกณฑ์กำหนดไว้กันว่า หากพันธมิตรที่จะเข้ามาซื้อหุ้นนั้นผ่านจุดที่ต้องทำข้อเสนอซื้อหรือจะเป็นบุคคลเกี่ยวข้องกันแล้ว ก็จะต้องเป็นสิ่งที่ต้องดำเนินการตามกฎหมาย เช่น การขออนุมัติผู้ถือหุ้นซึ่งอาจขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นไว้ก่อน หรือหากเป็นการขายหุ้นให้กับพนักงานจะต้องปฏิบัติตามกฎ ก.ล.ด. ที่เกี่ยวข้องด้วย

8. การทำข้อตกลงสัญญากับเจ้าหนี้ (Negative Covenant) เป็นการกำหนดในสัญญาที่ทำกับเจ้าหนี้ว่าหากมีการเปลี่ยนแปลงผู้ถือหุ้นใหญ่หรือคณะกรรมการของบริษัทแล้ว จะถือว่ามีผลผิดสัญญา และให้สิทธิเจ้าหนี้มีสิทธิเรียกคืนหนี้ได้ การตกลงเช่นนี้ต้องระวังไม่ให้บริษัทเสียประโยชน์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่บริษัทมีการทำสัญญากู้ยืม สัญญาทางการเงินหรือสัญญา

ทางการค้าที่สำคัญ ซึ่งการผัดผ่อนอาจทำให้บริษัทดำเนินธุรกิจได้อย่างมีข้อจำกัดภายใต้ข้อตกลงที่ได้ทำได้

แต่อย่างไรก็ตามหากบริษัทนั้นจะถูกครอบงำทางธุรกิจ หรือถูกประกาศทำการครอบงำทางธุรกิจแบบปฏิบัติแล้ว บริษัทผู้ถูกซื้อหุ้นควรจะทำอย่างไร โดยแบ่งได้ดังนี้

1. การทำ Green Mail หรือการซื้อหุ้นคืนจากผู้เข้าครอบงำทางธุรกิจ โดยการที่กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่อีกกลุ่มอาจจะไปซื้อหุ้นคืนจากผู้ที่ต้องการมาครอบงำทางธุรกิจ แต่ส่วนใหญ่ราคาหุ้นมักจะถูกบังคับซื้อในราคาแพง (กรณีที่เกิดขึ้นในประเทศไทย คือ กรณีของธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การ) ซึ่งการดำเนินการดังกล่าวจะต้องดำเนินการให้ถูกต้องตามกฎหมายและระเบียบที่เกี่ยวข้อง ในต่างประเทศมีกรณีที่ผู้ถือหุ้นเดิมจะดำเนินการซื้อหุ้นคืน แต่มีการห้ามทำ Green Mail ไว้ แต่ของประเทศไทยจะใช้ไม่ได้เพราะคนที่จะต้องซื้อคืนผู้ถือหุ้นรายใหญ่อื่นๆ ไม่ใช่บริษัท

มีข้อสังเกตว่า ในกรณี ผู้ถือหุ้นที่เป็นบริษัทเป้าหมายอาจจะเสนอขายหุ้นให้แก่บริษัทที่จะพยายามครอบงำทางธุรกิจไปหากได้ราคาดีแล้วไปตั้งธุรกิจใหม่ได้

2. การทำข้อตกลงระหว่างบริษัทเป้าหมายกับผู้เข้าซื้อกิจการหรือที่เรียกว่า “Standstill Agreement” โดยตกลงว่าผู้เข้าซื้อกิจการจะไม่ซื้อหุ้นเพิ่มหรือไม่แต่งตั้งกรรมการบริษัทเพิ่มหรือจะหยุดการเข้าซื้อหุ้นเมื่อถึงจุดใดจุดหนึ่งและอาจมีการให้ผลประโยชน์ตอบแทนกับผู้เข้าซื้อกิจการเพื่อเป็นแรงจูงใจในการทำข้อตกลงดังกล่าว

3. การหาผู้ร่วมลงทุนมาลงทุนแทนกลุ่มที่จะเป็น Hostile Bidder โดยการขายหุ้นเพิ่มทุนให้กับบุคคลนั้นก่อนซึ่งกระบวนการทางผู้ถือหุ้นก็จะต้องมีการเตรียมการไว้ก่อนเช่นกัน หรือเป็นกรณีที่เรียกว่า White Knight กรณีการเตรียมการป้องกันข้างต้น โดยที่กรณีที่บริษัทเป้าหมายสามารถโอนขายหุ้นหรือทรัพย์สินให้กับผู้ร่วมพันธมิตรได้เช่นกัน ทั้งนี้ ในกรณีที่มีการขายทรัพย์สินหรือกิจการที่สำคัญ (Crown Jewel) ให้แก่พันธมิตรจะเป็นการลดแรงจูงใจของผู้เข้าครอบงำทางธุรกิจ

หากบริษัทไม่มีทรัพย์สินหรือกิจการที่สำคัญจะทำให้ทรัพย์สินของบริษัทลดลง นอกจากนี้ การโอนกิจการหรือทรัพย์สินที่สำคัญจะมีประเด็นทางด้านภาษี การได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในจำนวน 75% และอาจมีประเด็นเรื่องการจำหน่ายทรัพย์สินหรือรายการที่เกี่ยวข้องกันภายใต้ประกาศตลาดหลักทรัพย์

4. ในกรณีที่บริษัทไม่มีทางเลือกบริษัทอาจดำเนินการลดมูลค่าในกิจการ (Scorched Earth) ซึ่งอาจก่อให้เกิดผลกระทบต่ออย่างมากแก่ผู้เข้าครอบงำทางธุรกิจ เช่นการเลิกสัญญาที่สำคัญ การไม่ต่อใบอนุญาต ทั้งนี้ การใช้วิธีนี้ต้องใช้อย่างระมัดระวังเพราะเป็นการทำลายบริษัทและมีต้องเป็นกรณีที่ไม่สามารถป้องกันการถูกรอบงำทางธุรกิจได้แล้ว และบริษัทยังมีธุรกิจอื่นเหลืออยู่และการถูกรอบงำทางธุรกิจจะทำให้เกิดความสูญเสียทางธุรกิจ เช่น เสียฐานลูกค้า นอกจากนี้ การดำเนินการดังกล่าวอาจถูกพิจารณาว่าเป็นการดำเนินการที่ไม่รักษาผลประโยชน์บริษัทและอาจถูกต่อต้านโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย

5. การดำเนินคดีและฟ้องร้องต่อหน่วยงาน (Litigation and Non-Compliance Claim) เป็นการดำเนินการเพื่อชะลอการครอบงำทางธุรกิจ เช่น การฟ้องคดี การร้องเรียนหน่วยงานที่เกี่ยวข้องว่า ผู้ซื้อไม่ปฏิบัติตามกฎหมาย เช่น ไม่รายงานตามกฎหมาย ก.ล.ต. ไม่ขอใบอนุญาตตามพระราชบัญญัติการแข่งขันทางการค้า อย่างนี้เป็นต้น หรือเอกสารที่นำมาใช้ในการประชุมผู้ถือหุ้นไม่ถูกต้องครบถ้วน ซึ่งก็จะต้องเป็นคดีที่จะต้องใช้คนจำนวนมากและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องมาก เช่น ฟ้องเบิกความขอคุ้มครองชั่วคราว ถือได้ว่าในต่างประเทศจะใช้วิธีนี้มากที่สุดและใช้ระยะเวลาในการดำเนินการตรวจสอบของหน่วยงานรัฐบาลที่เกี่ยวข้องซึ่งส่งผลให้มีการชะลอผู้เข้าครอบงำทางธุรกิจในการครอบงำทางธุรกิจโดยการซื้อหุ้น

6. การซื้อหุ้นคืน หรือ Share Repurchase การดำเนินการดังกล่าวทำให้เกิด Dilute หุ้นของผู้เข้าครอบงำทางธุรกิจ และของผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท ทั้งนี้ การใช้วิธีนี้ควรระมัดระวังว่าจำนวนหุ้นที่เข้าครอบงำทางธุรกิจมีอยู่ควรมีจำนวนไม่มากกว่าผู้ถือหุ้นเดิม มิฉะนั้นการซื้อหุ้นคืนจะทำให้จำนวนหุ้นของผู้เข้าครอบงำทางธุรกิจเพิ่มมากขึ้นอีก ในประเทศไทยบริษัทมหาชนจำกัดสามารถซื้อหุ้นคืนได้แต่ต้องเป็นกรณีที่กฎหมายกำหนดเท่านั้น เช่น การแก้ไขข้อบังคับอันกระทบสิทธิของผู้ถือหุ้น หรือกรณีที่บริษัทมีสภาพคล่อง อย่างไรก็ตาม กฎหมายของประเทศไทยมิได้กำหนดถึงกรณีที่ให้ซื้อหุ้นคืนเมื่อมีการครอบงำทางธุรกิจ

7. การโต้กลับโดยการเข้าครอบงำทางธุรกิจ หรือ Packman Defense เป็นวิธีการที่ได้ชื่อมาจากเกมคอมพิวเตอร์ ซึ่งเป็นกรณีที่บริษัทที่เป็นเป้าหมายที่จะถูกรอบงำทางธุรกิจเข้าซื้อกิจการของผู้ครอบงำทางธุรกิจ อย่างไรก็ตาม มีข้อพิจารณาสำหรับกรณีที่ผู้ครอบงำทางธุรกิจมิได้เป็นนิติบุคคล เช่นบุคคลธรรมดา อาจใช้วิธีนี้ได้ยาก ในต่างประเทศวิธีการนี้เหมาะกับบริษัทที่มีขนาดและฐานะทางการเงินใกล้เคียงกัน และในประเทศไทยก็ยังไม่มีการพัฒนาด้านนี้เท่าใด

8. การตั้งโต๊ะซื้อแข่ง (Competitive Bid) เมื่อมีการครอบงำทางธุรกิจ กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมอาจเสนอซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายอื่นแข่งกับผู้ครอบงำทางธุรกิจ โดยปัจจัยที่สำคัญคือ ราคาที่มีการเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นรายอื่น ซึ่งอาจมีการเสนอราคาเพิ่มขึ้นในลักษณะคล้ายการประมูล (Bidding) การเสนอซื้อหุ้นแข่งกันนี้จะต้องปฏิบัติตามกฎ ก.ล.ต. ในเรื่องของราคา เป็นต้นว่า จะต้องซื้อได้ในราคาไม่ต่ำกว่าราคาก่อนหน้านี้ 90 วัน ในกรณีของโรงแรมราชดำริที่มีการตั้งโต๊ะแข่งกันซื้อกับผู้ถือหุ้นรายย่อย หากเกิดกรณีเช่นนี้ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะได้ประโยชน์เพราะอาจมีการเสนอเพิ่มราคาหุ้นแข่งกันเพื่อให้ได้จำนวนหุ้นมากที่สุด

2. ข้อเสนอแนะ

1. จากการศึกษาพบว่าหลักกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศไทย ได้มีการกำหนดวิธีการรายงานในการควบคุมการได้มาและจำหน่ายไปซึ่งหลักทรัพย์หรือหุ้นหรือการเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอต่อผู้ถือหุ้น เพื่อเป็น “สัญญาณเตือน” แก่ผู้ถือหุ้นและผู้ที่เกี่ยวข้อง ในการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์หรือหุ้นเพื่อให้ได้ข้อมูลอย่างเพียงพอต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน ทั้งนี้โดยเน้นการเปิดเผยข้อมูลให้แก่ผู้ถือหุ้น ผู้ที่เกี่ยวข้อง และนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ทราบ ซึ่งรวมถึงบริษัทที่เป็นเป้าหมายในการถูกครอบงำทางธุรกิจ เพื่อให้ทราบถึงความเคลื่อนไหวที่จะมีผลกระทบต่อการบริหารจัดการ ในบริษัทเป้าหมาย และจัดเตรียมหาวิธีการในการป้องกัน

2. สำหรับในส่วนของบริษัทเป้าหมายของกรรมการบริษัทมหาชนจำกัดนั้น กฎหมายไทยมีการรับแนวความคิดตามหลักกฎหมายของคอมมอนลอว์ ในเรื่องของหน้าที่ความระมัดระวัง และหลักการตัดสินใจทางธุรกิจ หน้าที่แห่งความจงรักภักดีและหน้าที่แห่งความซื่อสัตย์สุจริตมาใช้ เพื่อประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นด้วย แต่จะเห็นได้ว่าตามหลักกฎหมายไทยไม่ได้กำหนดให้กรรมการบริษัทมีหน้าที่ครอบคลุมถึงการดูแลรับผิดชอบต่อผู้ที่มีใช้ผู้ถือหุ้นโดยตรง ดังเช่น หลักกฎหมายคอมมอนลอว์ แต่อย่างไรก็ตาม ได้มีการนำเรื่องการดูแลผู้ที่ไม่ใช่ผู้ถือหุ้นไปกำหนดไว้ในหลักของการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance)

3. แต่อย่างไรก็ตามหากพิจารณาหลักกฎหมายไทยจะเห็นได้ว่ายังไม่มีบทบัญญัติของกฎหมายใดที่กำหนดบทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของกรรมการบริษัทมหาชนจำกัด ในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจของบริษัทไว้โดยตรง ทั้งนี้เนื่องจากที่มาของหลักกฎหมายไทยเป็นลักษณะของกฎหมายซิวิลลอว์ ซึ่งจะแตกต่างจากหลักกฎหมายคอมมอนลอว์ ดังนั้นจึงเห็นได้ว่าตามหลักกฎหมายคอมมอนลอว์ ได้มีการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบของ

กรรมการบริษัทที่มีต่อผู้ถือหุ้นไว้ชัดเจน รวมถึงการดูแลรักษาผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นและบุคคลที่เกี่ยวข้องด้วย

4. หลักกฎหมายคอมมอนลอว์นั้น แม้จะมีการกำหนดเรื่องหน้าที่แห่งความระมัดระวังเพื่อเน้นความรับผิดชอบของกรรมการบริษัทที่ต้องมีต่อผู้ถือหุ้นในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจจากแนวคำพิพากษา แต่ยังไม่มียุทธศาสตร์ที่ชัดเจนแน่นอน จนกระทั่งได้มีการรวบรวมเป็นกฎหมายลายลักษณ์อักษร คือ Model Business Corporation Act ที่มีการกำหนดมาตรฐานโดยทั่วไปสำหรับกรรมการบริษัท ซึ่งจะบังคับทั้งบริษัทมหาชนและบริษัทเอกชน โดยมีการนำมาจากแนวทางคำพิพากษาที่มีมานานแต่ดั้งเดิม ซึ่งมลรัฐต่างๆ หลายมลรัฐได้มีการยอมรับหลักการตามกฎหมายข้างต้นเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งกำหนดให้กรรมการบริษัทต้องปฏิบัติหน้าที่ในฐานะกรรมการบริษัทด้วยความระมัดระวัง ซึ่งผู้มีความฉลาดรอบคอบตามปกติธรรมดาที่อยู่ในตำแหน่ง เช่นนั้นพึงกระทำภายใต้สถานการณ์ทั้งหลายที่เหมือนกัน ซึ่งมีการนำมาใช้ในการที่กรรมการมีหน้าที่แห่งความระมัดระวังในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจที่ต้องมีต่อผู้ถือหุ้น

5. จากการศึกษายังพบอีกว่าประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศไทยได้มีการนำหลักธรรมาภิบาลหรือหลักกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance) มาใช้โดยเฉพาะกับบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้ด้วยการจัดระบบโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทให้มีกลไกควบคุมและตรวจสอบ รวมถึงการถ่วงดุลอำนาจ (Check and Balance) กับคณะกรรมการบริหาร โดยการมีการแบ่งกรรมการบริษัทเพิ่มเติมเป็นอนุกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) คณะอนุกรรมการสรรหา (Nominate Committee) และคณะอนุกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (Remuneration Committee) เพื่อให้กรรมการบริษัทมีหน้าที่ในการกำกับดูแลกิจการได้อย่างละเอียดรอบคอบมากขึ้น แต่อย่างไรก็ตามจะเห็นได้ว่าหลักการของการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นมีหลักการสำคัญคือ การกำกับดูแลกิจการที่ดีในด้านของหน้าที่และความรับผิดชอบของกรรมการบริษัท รวมถึงการวางระบบงานอย่างเพียงพอและมีความโปร่งใสในการบริหารงานเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่มิได้มีการกำหนดหน้าที่ความรับผิดชอบให้กรรมการบริษัทมีหน้าที่และความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นในการครอบงำทางธุรกิจเช่นกัน

6. ควรมีการกำหนดบทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของกรรมการบริษัทให้มีหน้าที่ระมัดระวังดูแลและรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทเป้าหมาย เพื่อให้บุคคลที่เป็นผู้ถือหุ้นและผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องได้รับผลประโยชน์สูงสุดจากการถูกครอบงำทางธุรกิจ ตลอดจนการนำวิธีการต่างๆ มาใช้ในการป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ แต่ทั้งนี้จะต้องเป็นการกระทำเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเป้าหมายอย่างดีที่สุด

เท่านั้น โดยอาจจะมี การนำแนวความคิดและหลักการตามหลักกฎหมายคอมมอนลอว์มาปรับใช้เท่าที่จะเป็นไปได้กับวัฒนธรรมการบริหารกิจการและการกำกับดูแลกิจการที่ดีของประเทศไทยด้วย

นอกจากนี้ ควรมีการบัญญัติเพิ่มเติมกฎหมายมหาชนจำกัด ในมาตรา 85 โดยกำหนดให้กรรมการบริษัทมีหน้าที่ระมัดระวังดูแล และรักษาผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นบริษัทเป้าหมาย รวมถึง ผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเป้าหมายในกรณีที่มีความจำเป็นที่จะต้องป้องกันการครอบงำทางธุรกิจ ทั้งนี้โดยมีการกำหนดให้ชัดเจนถึงระดับของความระมัดระวังและรักษาผลประโยชน์ด้วย ซึ่งจำเป็นต้องมีความรับผิดชอบอย่างมากสำหรับกรรมการของบริษัทมหาชน ทั้งนี้เนื่องจาก บริษัทมหาชนมีผู้ถือหุ้นจำนวนมาก ดังนั้นจึงควรมีการกำหนดถึงความชัดเจนในการที่จะให้สิทธิหรือหน้าที่แก่กรรมการบริษัทเป้าหมายเพื่อให้มีการดูแลและมีความระมัดระวังมากกว่ากรรมการบริษัทปกติ

7. จากการศึกษาทำให้ได้ทราบแนวคิดว่าการครอบงำทางธุรกิจแบบไม่เป็นมิตรจะมีน้อยในประเทศไทยและโดยสถิติก็มักจะเป็นเรื่องที่ยากที่จะประสบความสำเร็จในระยะยาว เพราะผู้ซื้อและผู้ขายต่างก็หาวิธีป้องกันหรือดำเนินการเพื่อให้ได้ในสิ่งที่ตนเองปรารถนาโดยไม่มีเวลาในการพัฒนาปรับปรุงธุรกิจ บริษัทส่วนใหญ่มักจะต้องเอาเวลาไปฟ้องร้องหรือต่อสู้คดีกันเป็นเวลานาน โดยผู้ที่ได้รับผลกระทบคือผู้ถือหุ้นของบริษัท

อย่างไรก็ตาม ในประเทศไทยจะมีเหตุการณ์ทำนองนี้เกิดขึ้น เพราะฉะนั้น หากท่านเป็นเจ้าของกิจการ โดยไม่ได้ถือหุ้นข้างมากในบริษัทหรือกรณีเข้าเงื่อนไขของบริษัทเป้าหมาย ท่านไม่ควรวางใจในเรื่องนี้และต้องเตรียมพร้อมที่จะแข่งขัน โดยท่านต้องเตรียมการในเรื่องการเลือกที่ปรึกษาการเงิน การประชาสัมพันธ์ ที่ปรึกษากฎหมาย ระบบตรวจสอบแล้วเตือนภัยที่ไม่ยุ่งยากและเสียค่าใช้จ่ายไม่มากนัก

สำหรับผู้ถือหุ้นรายย่อยก็ไม่ควรเข้าไปเป็นแมลงเม่าบินเข้ากองไฟ เพราะคิดว่าการเข้าครอบงำทางธุรกิจแบบปฏิปักษ์ (Hostile Takeover) ตนเองก็จะได้ประโยชน์ และให้มีการตั้งโต๊ะซื้อหุ้น แต่ทุกอย่างอาจผิดพลาดก็ได้ จึงควรตระหนักไว้ว่า “เมื่อมีผลตอบแทนสูง ก็ย่อมมีความเสี่ยงสูงในเวลาเดียวกัน”

บทเรียนต่างๆ ที่ผ่านมาแล้ว สำหรับประเทศไทยก็สอนให้รู้ว่า การทำการเข้าครอบงำทางธุรกิจแบบปฏิปักษ์ (Hostile Takeover) นอกจากประเด็นทางกฎหมายอยู่แล้ว ยังมี

ประเด็นทางสังคมและการเมืองที่ไม่อาจละเลยได้ โดยเฉพาะหากเป็นสื่อมวลชนและมีบุคคล
เกี่ยวข้องที่อาจโดนผลกระทบได้ เช่น ธนาคารผู้ให้ความสนับสนุนการเข้าครอบงำทางธุรกิจแบบ
ปฏิบัติ (Acquisition Financing) ทั่วๆ ไปในทางธุรกิจอาจดูดีก็ตาม

ขณะที่ในประเทศสหรัฐอเมริกา การที่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีสื่อครบวงจรก็
เป็นเรื่องปกติธรรมดาไม่ว่าจะเป็น TIME and Warners หรือ New York Times บางทีบทเรียนใน
ประเทศไทยอาจเป็นบทเรียนที่ตลาดทุนในต่างประเทศอาจจะต้องนำมาเป็นกรณีศึกษาด้วย