

การครอบงำกิจการกับยุทธวิธีโต้กลับของธุรกิจ

สุพริศร์ สุวรรณิก

สถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์

หลายท่านคงทราบแล้วว่า ในที่สุด “ทวิตเตอร์” แพลตฟอร์มโซเชียลมีเดียยักษ์ใหญ่ก็ถูกครอบงำกิจการได้สำเร็จ โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด คือ นายอีลอน มัสก์ มหาเศรษฐีชาวอเมริกันแห่งบริษัทเทสลาและสเปซเอ็กซ์ ผู้มีอิทธิพลในหลายวงการ ภายใต้ข้อตกลงที่เหล่าผู้ถือหุ้นของทวิตเตอร์จะได้รับข้อเสนอซื้อหุ้นเป็นเงิน 54.20 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อหุ้นที่ถืออยู่ ซึ่งคิดเป็นมูลค่ามากกว่า 38% จากวันก่อนหน้าที่มีมัสก์จะประกาศซื้อหุ้น! **อย่างไรก็ตาม ก่อนหน้านี้ คณะกรรมการบริหารของทวิตเตอร์ไม่ได้ให้ความยินยอมและพยายามดิ้นรนตอบโต้การครอบงำกิจการของมัสก์** โดยเราได้เห็นกลยุทธ์ที่คณะกรรมการฯ ใช้ในการโต้กลับความพยายามครอบงำกิจการที่เรียกกันว่า “การวางยาพิษ” หรือ “poison pills” ทั้งนี้ แม้สุดท้ายจะไม่สำเร็จ แต่กลยุทธ์ดังกล่าวเป็นหนึ่งในยุทธวิธีโต้กลับที่น่าสนใจของธุรกิจ ในฐานะที่ผู้เขียนเองได้เคยศึกษากลยุทธ์เหล่านี้เชิงลึกในหัวข้อ “การควบรวมและการซื้อกิจการ (mergers and acquisitions หรือ M&A)” ของวิชาการเงินธุรกิจขั้นสูง (Advanced Corporate Finance) ตั้งแต่สมัยเป็นนิสิตในระดับปริญญาตรี จึงขออนุญาตปิดฝุ่นหรือฟื้นความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการครอบงำกิจการและกลยุทธ์ที่น่าสนใจเหล่านี้ พร้อมนำมาถ่ายทอดให้ท่านผู้อ่านได้ติดตามกันแบบง่าย ๆ ในวันนี้ครับ

อันที่จริง การครอบงำกิจการ (takeover) เป็นเรื่องธรรมดาในวงการธุรกิจ เมื่อนักลงทุนรายใดหรือบริษัทใดที่มีทุนทรัพย์มากต้องการเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนที่มีอำนาจมากพอในการบริหารกิจการของบริษัทหนึ่ง ๆ (บริษัทเป้าหมายหรือ target firm) ก็สามารถเสนอซื้อหุ้นจากนักลงทุนรายย่อย หรือขอซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือทั้งหมดได้ ไม่ว่าจะเป็บริษัทที่จัดหรือไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก็ตาม ซึ่งเหตุผลหลักของความต้องการ takeover มักเกิดจากมุมมองต่อบริษัทนั้น ๆ ว่าเป็นกิจการที่มีรายได้และกำไรดี อยู่ในธุรกิจที่มีแนวโน้มการเติบโตสูง หรืออาจเป็นคู่แข่งขนทางธุรกิจ หรือมีเป้าประสงค์เฉพาะอื่น ๆ ในการเข้าครอบงำ ขณะที่หากลงทุนตั้งบริษัทใหม่เพื่อทำธุรกิจแบบเดียวกัน อาจต้องใช้ทรัพยากร เวลา และบุคลากรจำนวนมาก จึงพยายามเข้าซื้อบริษัทที่ทำธุรกิจนั้นอยู่แล้ว ซึ่งจะเป็นผลให้ผู้ถือหุ้นเดิมสูญเสียอำนาจในการออกเสียงและควบคุมกิจการ

การ takeover แบ่งออกเป็น 2 ประเภทได้แก่ **แบบเป็นมิตร (friendly takeover)** คือ การขอซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่รายเดิมหรือรายย่อยหลายรายที่ยินยอมพร้อมใจขายให้หุ้นให้บางส่วนหรือทั้งหมด กับ **แบบไม่เป็นมิตรหรือปรปักษ์ (hostile takeover)** คือ กรณีที่ผู้ถือหุ้นรายเดิมไม่เต็มใจขายหุ้น (ดังกรณีทวิตเตอร์) หรือการทยอยเข้าซื้อหุ้นเพื่อให้ได้หุ้นจำนวนหนึ่ง โดยไม่ให้เป็นที่สังเกตเห็นได้ เช่น อาจซื้อหรือถือหุ้นในลักษณะนอมินีหรือไม่เปิดเผยชื่อโดยการถือหุ้นผ่านกองทุน แล้วต่อมาจึงเสนอซื้อแก่ผู้ถือหุ้นที่เหลืออยู่ ทั้งนี้ hostile takeover เป็นปรากฏการณ์ที่พบเห็นอยู่

เสมอ โดยเฉพาะในประเทศพัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐฯ ญี่ปุ่น ขณะที่ในประเทศไทย แม้จะมีความพยายามเกิดขึ้นหลายครั้ง แต่ก็ไม่มากเท่าต่างประเทศและมีน้อยรายจะประสบความสำเร็จ

เมื่อไม่ต้องการและไม่เต็มใจขายหุ้น บริษัทเป้าหมายสามารถปกป้องตัวเองหรือมีกลยุทธ์ตอบโต้เพื่อลดแรงจูงใจไม่ให้ผู้จะครอบงำกิจการเข้ามาครอบงำแบบไม่เป็นมิตรได้สำเร็จ เรียกเป็นภาษาทางธุรกิจว่า “anti-takeover defense” ตัวอย่างกลยุทธ์สำคัญ ซึ่งโดยส่วนตัวผู้เขียนคิดว่าชื่อเรียกของแต่ละกลยุทธ์มีความสร้างสรรค์และทำให้เห็นภาพได้ดีมาก อาทิ

- **การวางยาพิษ (Poison Pill)** คือ การลดความน่าสนใจของกิจการที่สะท้อนจากราคาหุ้น (dilution effect) หรือทำให้การครอบงำบริษัทมีต้นทุนที่สูงขึ้น ด้วยวิธีการต่าง ๆ เช่น การออกหุ้นเพิ่มเติมด้วยราคาที่ถูกลงและขายให้กับนักลงทุนรายอื่น ๆ ของกิจการที่ไม่ใช่ผู้ที่หวังจะครอบงำกิจการ (ดังกรณีของทวิตเตอร์) การออกตราสารหนี้หรือหุ้นกู้พร้อมกับมอบสัญญาสิทธิในการขาย (put options) ให้กับนักลงทุนที่ไว้วางใจหรือผู้บริหารชุดปัจจุบัน โดยกำหนดราคาขายและระยะเวลาครบกำหนดสัญญา เพื่อเพิ่มต้นทุนให้กับผู้จะครอบงำกิจการ เพราะการทำสัญญาดังกล่าวได้สร้างภาระผูกพันและค่าใช้จ่ายในอนาคต เป็นต้น
- **อัศวินขี่ม้าขาว (White Knight)** คือ การหากกลุ่มพันธมิตรที่มีความประสงค์จะมาร่วมลงทุนในบริษัทเป้าหมาย หรือความพยายามในการหาบริษัทพันธมิตรที่จะเข้ามาแทนผู้ครอบงำกิจการ ดังนั้น บริษัทหรือบุคคลที่สามนี้จึงเปรียบเสมือนอัศวินขี่ม้าขาวเข้ามาช่วยป้องกันการครอบงำบริษัทของผู้เสนอซื้อหุ้นที่ไม่พึงประสงค์นั่นเอง
- **กล่อตวงใจ หรือ มงกุฎเพชร (Crown Jewel)** เป็นกลยุทธ์การขายสินทรัพย์หรือกิจการสำคัญของบริษัทเป้าหมาย เมื่อรู้ว่ากิจการกำลังจะถูกครอบงำแล้ว เช่น ในกรณีที่บริษัทเป้าหมายประกอบกิจการหลายอย่าง และทราบว่าผู้จะเข้าครอบงำกิจการมีความประสงค์จะครอบงำเพื่อกิจการอันใดอันหนึ่ง บริษัทเป้าหมายอาจขายกิจการนั้นๆ ออกไปเพื่อลดความน่าสนใจของบริษัทเป้าหมายลง
- **การทำข้อตกลงสัญญากับเจ้าหนี้ (Negative Covenant)** คือ การกำหนดในสัญญาที่ทำไว้กับเจ้าหนี้ โดยหากมีการเปลี่ยนแปลงผู้ถือหุ้นใหญ่หรือคณะกรรมการบริหารของบริษัทแล้ว จะถือว่ามีการผิดสัญญาและให้สิทธิเจ้าหนี้เรียกร้องการชำระหนี้คืนได้
- **การป้องกันแบบมกกะโรนี (Macaroni Defense)** คือ การออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้จำนวนมากของบริษัทเป้าหมายให้กับนักลงทุนทั่วไป โดยกำหนดเงื่อนไขว่าบริษัทเป้าหมายจะต้องซื้อคืนพันธบัตรหรือหุ้นกุดังกล่าวจากนักลงทุนในราคาที่สูงขึ้นมากทันที หากเกิดการครอบงำบริษัท เหตุที่เรียกว่าการป้องกันแบบมกกะโรนี เพราะพันธบัตรหรือหุ้นกุกี่มีราคาที่ยขายตัวออกไปเหมือนกับเส้นมกกะโรนีที่กำลังอยู่ในน้ำเดือด และสร้างภาระให้กับผู้ต้องการเข้าครอบงำบริษัทมาก

- **การป้องกันแบบแพ็กแมน (Pac-Man Defense)** คือ ความพยายามในการครอบงำบริษัทที่ตั้งใจจะมาครอบงำบริษัทเป้าหมายนั้นอีกที หรือความพยายามซื้อหุ้นของบริษัทตนเองกลับ ท่านผู้อ่านอาจเคยเล่นเกมแพ็กแมนอันโด่งดัง ซึ่งตามปกติ ตัวละครแพ็กแมนที่เราสวมบทบาทจะเป็นผู้ถูกล่าจากศัตรู แต่เมื่อได้ทานผลไม้เข้าไปแล้ว กลับกลายเป็นผู้ล่ากลับศัตรูเหล่านั้นเอง กลยุทธ์นี้ก็ไม่ต่างจากเกม คือ การเปลี่ยนสถานะจากผู้ถูกล่ามาเป็นผู้ล่า เพื่อให้ผู้ล่าเดิมนั้นเลิกล้มความตั้งใจ ด้วยวิธีการใด ๆ ก็ได้ ซึ่งมักจะเกิดต้นทุนสูงสำหรับบริษัทเป้าหมายเสมอ
- **ร่มชูชีพทองคำ (Golden Parachute)** คือ การออกแบบสัญญาว่าจ้างผู้บริหารระดับสูงโดยกำหนดค่าชดเชยให้กับคณะผู้บริหารทันทีหากมีการครอบงำกิจการ ดังเป็นร่มชูชีพเวลาเกิดเครื่องบินตก เช่น สิทธิเลือกซื้อขายหุ้น (stock options) โบนัส เงินค่าทำขวัญ ซึ่งอาจคิดเป็นมูลค่ามหาศาล ดังนั้น ร่มชูชีพนี้จึงลดความน่าดึงดูดใจในการครอบงำกิจการ
- **การวางยาด้วยบุคคลากร (People Pill)** คือ การข่มขู่ว่าคณะผู้บริหารบริษัทเป้าหมายจะลาออกด้วยกันทั้งหมดในเวลาเดียวกันในกรณีมีการครอบงำกิจการ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ หากเป็นคณะผู้บริหารที่ดี และเมื่อสูญเสียพวกเขาไปก็อาจเป็นอันตรายต่อบริษัทเป้าหมายได้ ทำให้ผู้จะเข้าครอบงำกิจการต้องคิดใหม่ให้รอบคอบอีกครั้งหนึ่ง อย่างไรก็ตาม เป็นกลยุทธ์ที่อาจไม่สำเร็จหากผู้ครอบงำกิจการหวังที่จะปลดคณะผู้บริหารเดิมอยู่แล้ว

กลยุทธ์ข้างต้นเป็นเพียงตัวอย่างเท่านั้น ยังมีกลยุทธ์อื่น ๆ อีกมากมาย และแน่นอนว่า การใช้กลยุทธ์เหล่านี้เป็นสิ่งที่คณะกรรมการผู้ถือหุ้นและผู้บริหารสามารถทำได้ อย่างไรก็ตาม จำเป็นต้องดำเนินการด้วยความระมัดระวังอย่างยิ่ง เพราะอย่าลืมว่าความรับผิดชอบสำคัญที่สุดของคณะกรรมการฯ คือ การดูแลมูลค่าและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท (shareholder's value) ให้เกิดประโยชน์สูงสุด การใช้กลยุทธ์ป้องกันและตอบโต้มักมีต้นทุนสูงและส่งผลกระทบต่อมูลค่าและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยการใช้กลยุทธ์เหล่านี้มักถูกมองว่าเป็นสัญญาณร้ายในการดำเนินงานของบริษัทนั้น ๆ (bad governance signal)

ดังนั้น การจะเลือกใช้กลยุทธ์ใด จำเป็นต้องพิจารณาข้อกฎหมาย ชั่งน้ำหนักระหว่างผลดีและผลเสียในการดำเนินการนั้นด้วย เพราะสุดท้ายแล้วผู้ที่ได้รับผลกระทบคือผู้ถือหุ้นของบริษัทนั้น ๆ เองครับ!

บทความนี้เป็นข้อคิดเห็นส่วนบุคคล ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับข้อคิดเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย