

นักลงทุนรายย่อย จะฟังฟ้าใครได้ เมื่อ กรรมการอิสระ เอาหูไปนา เอาตาไปไร่

ธีระ ภูธรกฤษ | นายก | สมาคมนักวางแผนการเงินไทย และสมาชิกผู้ทรงคุณวุฒิอาวุโสของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
Teera Phutrakul | Chairman | Thai Financial Planners Association and IOD's fellow member

ในฐานะที่เป็นสมาชิกผู้ทรงคุณวุฒิอาวุโส (Fellow Member) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย เมื่อไม่นานมานี้ ผมได้รับการติดต่อจากกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทประกันชีวิตแห่งหนึ่ง ซึ่งมีข้อขัดแย้งด้านกฎหมายกับผู้ถือหุ้นใหญ่ เนื่องจากผู้ถือหุ้นใหญ่มีความพยายามที่จะเพิกถอนหลักทรัพย์ออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปกติผมจะไม่เข้าไปยุ่งเกี่ยวกับการบริการแก่สังคม และ/หรือเกี่ยวกับเรื่องกฎหมายใดๆ แต่สำหรับกรณีนี้ ผมยอมรับที่จะทำเพราะมีคำถามหลายประเด็นที่จะต้องหาคำตอบ

ในเรื่องของขั้นตอนการปฏิบัติตามมาตรฐานเมื่อบริษัทประสงค์ที่จะแปลงสภาพกลับเป็นบริษัทเอกชนและเพิกถอนหลักทรัพย์ออกจากตลาดหลักทรัพย์ ผู้ถือหุ้นใหญ่จะต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender offer) ทั้งหมดของบริษัทจากผู้ถือหุ้นรายย่อย และเพื่อให้เกิดความเป็นธรรม ผู้ซื้อและผู้ขายจะต้องขอคำปรึกษาจากที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ (Independent Financial Advisor — IFA) เพื่อประเมินมูลค่ายุติธรรมในการเพิกถอนหลักทรัพย์ดังกล่าว ในกรณีนี้ ผู้ขายได้แต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจากบริษัทบัญชีชั้นนำ ในเวลาเดียวกัน ผู้ซื้อซึ่งเป็นธนาคารใหญ่แห่งหนึ่งของประเทศไทย ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินด้วยตัวเอง

ในการกำหนดราคาที่ยุติธรรม ผู้ซื้อได้มีการประกาศความประสงค์ที่จะเพิกถอนหลักทรัพย์จากตลาดหลักทรัพย์เพียงหนึ่งวันก่อนที่จะมีการประกาศงบการเงินของ ไตรมาสที่ 1/2557 ต่อสาธารณชน ซึ่งงบดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าผลกำไรปีต่อไป เพิ่มขึ้นถึงร้อยละ 22 อย่างไรก็ตาม การยื่นคำ

เสนอซื้อหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการไม่ได้เกิดขึ้นจนสิ้นปี 2557 ซึ่งหมายความว่า ราคาที่เสนอซื้อจะต่ำกว่าความเป็นจริง เนื่องจากตลาดได้คาดหมายการเพิกถอนหลักทรัพย์ดังกล่าว โดยไม่มีสภาพคล่อง

ผมมองว่าเมื่อคำนึงถึงการแต่งตั้ง (ตนเอง) ที่ปรึกษาทางการเงินที่ไม่อิสระและช่วงเวลาการประกาศความประสงค์ที่จะเพิกถอนหลักทรัพย์และการยื่นคำเสนอซื้อหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการ จึงทำให้มีคำถามหลายข้อ โดยเฉพาะเกี่ยวกับความไม่เป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย

ตามที่พวกเราผู้รู้ถึงการประเมินค่าทางคณิตศาสตร์ประกันภัย เป็นเรื่องที่ซับซ้อนและมักจะต้องมีความเข้าใจอย่างลึกซึ้งเกี่ยวกับคณิตศาสตร์ประกันภัยและสูตรที่ใช้คำนวณ ผู้ถือหุ้น ทั่วไปคงไม่มีความเข้าใจข้อมูลทุกอย่าง และมูลค่า ทุกตัว ของธุรกิจประกันชีวิต กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย เหล่านี้ จึงมีความจำเป็นที่ต้องพึ่งคำเสนอแนะของผู้เชี่ยวชาญ โดยเฉพาะของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระที่มีความน่าเชื่อถือ

การที่ผู้ซื้อไม่ได้แต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ผู้ซื้อที่มีความจำเป็นต้องสร้างความมั่นใจว่า ทุกขั้นตอนซึ่งรวมถึง ช่วงเวลา ราคา การวิเคราะห์ฯ ได้กระทำภายใต้ความโปร่งใสและความยุติธรรมสำหรับผู้ถือหุ้นทุกราย และเป็นการปฏิบัติตามระเบียบข้อบังคับเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจหลักทรัพย์และหลักธรรมาภิบาลของบริษัท

ในการคำนวณราคาเสนอซื้อ ได้มีการระบุในเอกสารคำเสนอซื้อไว้ว่า ผู้ซื้อไม่ได้คำนวณสูตรของตัวเองแต่ ลอกเลียนแบบราคาประเมินของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระของผู้ขาย นอกจากนี้ผู้ซื้อได้เปลี่ยนแปลงสมมติฐานหลายอย่าง อาทิ การใช้

ตัวเลขจากงบการเงินที่ไม่ปัจจุบัน การเปลี่ยนแปลงระยะเวลาประเมินมูลค่ากิจการที่สั้นลง ทำให้ราคาประเมินออกมาน้อยลงถึงร้อยละ 21 และไม่เป็นที่น่าแปลกใจที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระของผู้ขายมีความเห็นว่า ราคาเสนอซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นราคาที่ “ไม่เหมาะสม” แต่ได้เสนอเพิ่มเติมว่า กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยควรจะจ่ายอมรับซื้อเสนอดังกล่าวเนื่องจากเมื่อบริษัทได้รับการเพิกถอนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้วจะไม่มีสภาพคล่องและไม่มี ความจำเป็นที่ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับเกี่ยวกับการรายงานอย่างบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ต้องปฏิบัติ และจะทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ในสถานะที่แย่งลง

หากกรณีนี้เกิดขึ้นเมื่อ 10 ปีก่อน กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยคงจะต้องยอมรับทุกอย่าง ซึ่งรวมถึงยอมรับราคาที่ไม่เป็นธรรมของผู้ซื้อเสนอ แต่เวลาได้เปลี่ยนไป และกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยเริ่มที่จะสู้กลับเพื่อสิทธิของพวกเขา

มีหลายครั้งที่คณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนถูกกล่าวหาว่า ไม่ได้ปฏิบัติหน้าที่อย่างเต็มความสามารถ แต่กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยในประเทศไทยส่วนมากมักจะพึ่งกรรมการอิสระในการดูแลผลประโยชน์ให้พวกตน ความเชื่อทั่วไปคือ กรรมการอิสระมักจะมีประสิทธิภาพมากกว่ากรรมการภายในของบริษัท ในการตรวจตราการกระทำที่ไม่ถูกต้องของฝ่ายบริหาร ซึ่งจะทำได้คณะกรรมการต้องจับตามองฝ่ายบริหารอย่างใกล้ชิดขึ้น และยืนยันว่ากลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยจะได้รับปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกัน

ถึงแม้ว่าการรวมตัวกันฟ้องคดี (class action) ยังไม่มีผลบังคับใช้ในระบอบยุติธรรมของไทย แต่ผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทประกันชีวิตดังกล่าว

หลายรายได้ฟ้องผู้ซื้อในศาลแล้ว นอกจากนี้ กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวได้ทำคำร้องต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คณะกรรมการของฝ่ายผู้ซื้อและผู้ขาย เป็นที่น่าผิดหวังที่กลุ่มบุคคลดังกล่าวยังไม่ได้ตอบคำร้องเรียนของกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยเลย

เพื่อให้มีความเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นรายใหญ่และรายย่อย ผู้ซื้อและผู้ขายทั้งบริษัทใหญ่และเล็กฯ กรรมการอิสระจะต้องปฏิบัติหน้าที่ภายใต้ความเท่าเทียมกัน ปัจจุบัน ดูเหมือนจะมีการเอนเอียงไปข้างใดข้างหนึ่ง แต่ไม่ใช่ข้างของกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย

ผมเพียงแต่หวังว่า คำถามเหล่านี้จะไม่ถูกยกขึ้นถามอีกในบริษัทอื่นๆ มิฉะนั้นจะมีการตั้งคำถามว่า ควรจะมีการทบทวนโครงสร้างของกรรมการอิสระหรือไม่

**สำหรับในกรณีนี้ ผมเพียงแต่ขอให้
กรรมการอิสระ และ
หน่วยงานกำกับดูแล
หลักทรัพย์และธรรมาภิบาล
ควรจะมาตรวจสอบความเป็น
ธรรมและความเท่าเทียม
สำหรับผู้ถือหุ้นทุกรายอีกครั้ง**



case, the seller has appointed a well-known accounting firm as its IFA, while the buyer, a big local bank, appointed itself as the financial advisor.

On the locking down of the share price of the company, the announcement to delist the stock was made one day before the 1st quarter earning results, a 22% increase in net profit year-on-year, was made public. That said, the actual tender offer was not made until the end of the year, which effectively held down the share price because the market had factored in the fact that it would soon be delisted with no liquidity.

I find the appointment of a non-independent IFA as well as the timing of both the announcement to delist as well as the tender offer to be quite questionable especially for the fairness for the minority shareholders.

As we all know, actuary analysis of life insurance companies is very complicated and generally requires a thorough understanding of complex mathematical modeling. Ordinary shareholders cannot be expected to understand the nuts and bolts of the embedded and intrinsic value of new businesses of a life insurance company. They have to rely on the expert's opinions of a reputable IFA.

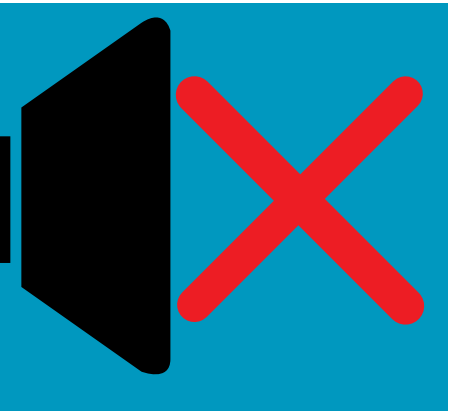
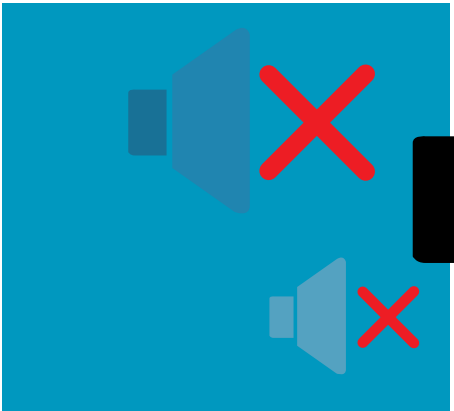
By not using an independent IFA, the buyer has to ensure all actions with regards to the timing,

making minority shareholders much worse off.

If this event occurred 10 years ago, the minority shareholders will just have to take it as is, and accept whatever tender price was offered to them. But time has changed, and the minority shareholders are beginning to fight back for their rights. While there have long been complaints that board of directors often fall short of their duties, minority shareholders in most Thai companies have traditionally relied on independent directors to look after their interests. The conventional wisdom is that independent directors are more effective than inside directors in monitoring management conduct, which would lead the board to keep a closer eye on the management and ensure equitable treatment of minority shareholders.

Although class action is not yet in effect in the Thai legal system, several of the minority shareholders in the life insurance company have already filed a lawsuit against the buyer. In addition, they have filed several complaints with the regulators such as the Securities and Exchange Commission (SEC), the SET, the board of directors of both the buyer and the seller. Unfortunately, these individuals have yet to reply to the minority shareholders.

To ensure fairness to all shareholders both major and minor, buyers and sellers both big and small companies, etc, the independent directors



As a fellow member of the Thai Institute of Directors (IOD), I was recently contacted by a group of minority shareholders of a listed life insurance company that became embroiled in a legal tussle when the major shareholder tried to delist the company from the Stock Exchange of Thailand (SET). Normally, I do not engage in *pro bono* and/or legal matters. However, this case intrigues me immensely as there are many questions that need to be addressed.

As a matter of standard practice, when companies go private and delist from the stock exchange, the majority owner has to make a tender offer to buy the remaining shares that it does not already own from the minority shareholders. In order to ensure fair play, both the buyer and seller have to seek professional opinions from independent financial advisors (IFA) in order to derive a fair price for the purpose of delisting. In this particular

pricing, analysis, etc be completely transparent and fair to all shareholders to comply fully to both securities law and required corporate governance.

In the buyer's pricing calculation of the tender offer, it was stated in the tender offer document that the pricing was actually based off the seller's IFA versus own calculation and analysis. Furthermore, the buyer has changed several data points such as outdated financial statements and shorter time period, which resulted in a lower appraised value by 21%.

Not surprisingly, the seller's IFA commented that the tender offer price by the buyer was "inappropriate", but recommended that the minority shareholders should accept the offer anyway because once the company is delisted from the SET, there will be no liquidity and the company will no longer have to comply with the reporting requirements of listed companies,

have to act as the equilibrium. At the moment, the pendulum is swung to one side, and one side only, and it is not for the minority shareholders.

I can only hope that the questions for this case do not apply to the other listed companies, otherwise, it would raise the question of whether the independent director model needs re-examination. As for this case, I would only appeal to the independent directors as well as the regulatory and corporate governance bodies to have a fresh look for fair and equitable treatment to all shareholders.

