



# การพิจารณา รายการเกี่ยวข้อง

ทุกยุคทุกสมัยในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก จะมีผู้บริหารหรือกรรมการหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ใช้อำนาจหน้าที่ที่ตักตวงผลประโยชน์เข้ากระเป๋าส່ส่วนตัว จากการพิจารณารายการทางธุรกิจของบริษัทอยู่เนืองๆ เกือบจะทุกรายการเหล่านี้ล้วนเป็นรายการเกี่ยวข้องที่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของบริษัท ยังมีคนจำนวนไม่น้อยไม่ทราบว่า การเบียดบังเอาผลประโยชน์ใส่ตัวจากรายการเหล่านี้ถือว่าเป็นการกระทำที่ไม่ถูกต้อง ผิดกฎหมาย เอาเปรียบผู้ถือหุ้น บางรายการถึงกับสร้างความเสียหายให้บริษัทและผู้ถือหุ้นอย่างใหญ่หลวง การจึงจำเป็นต้องออกกฎเกณฑ์ ข้อบังคับเกี่ยวกับการปฏิบัติที่ถูกต้องของรายการเหล่านี้ ยังมีคนจำนวนไม่น้อยเข้าใจว่า รายการเกี่ยวข้องทำได้ เป็นความเข้าใจที่ผิด รายการเกี่ยวข้องทำได้ทุกรายการ แต่การทำรายการต้องเป็นไปตามเงื่อนไขและวิธีปฏิบัติที่กำหนดไว้ในกฎเกณฑ์ ข้อบังคับของทางการที่กำกับดูแล

**องค์** การเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (OECD) ของธนาคารโลกได้จัดทำคำแนะนำเกี่ยวกับการต่อต้านการทำรายการเกี่ยวข้องที่ไม่ถูกต้อง ในเนื้อหาส่วนหนึ่งมีข้อเสนอแนะวิธีพิจารณารายการเกี่ยวข้องที่น่าสนใจ จึงได้เก็บความมาแนะนำเสนอเป็นตัวอย่างใช้เป็นแนวปฏิบัติกรณีที่เกิดมีรายการเกี่ยวข้องที่จำเป็นต้องดำเนินการ

เนื้อหาของกรณีตัวอย่างมีว่า บริษัท HO ต้องการซื้อทรัพย์สินจากบริษัท LI ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ HO เป็นบริษัทโฮลดิ้งถือหุ้น LI 51% มีกรรมการที่ไม่อิสระนั่งอยู่ทั้ง 2 บริษัท การทำรายการนี้มีการแต่งตั้งบริษัท FA เป็นที่ปรึกษาโดยมีหน้าที่ให้คำแนะนำแก่ผู้ถือหุ้นในประเด็นความยุติธรรมของรายการ นอกจากนี้ ยังได้ว่าจ้างบริษัท VA เป็นผู้ประเมินอิสระทำหน้าที่ประเมินราคาทรัพย์สิน แนวทางหรือกระบวนการพิจารณามีดังนี้

## 1. ใครคือผู้เกี่ยวข้องของทั้งสองฝ่ายในรายการนี้?

ในการทำรายการ บริษัท HO เติบโตเผยว่าจะเข้าซื้อทรัพย์สินจากบริษัท LI เป็นการซื้อ 100% ของทรัพย์สินดังกล่าวโดย HO ถือหุ้นอยู่ใน LI 51% เนื่องจากกรณีนี้มีความชัดเจนว่าบริษัท HO มีความเกี่ยวข้องกับบริษัท LI ในบางกรณี บริษัท HO อาจมีบริษัทในต่างประเทศถือหุ้นเพียงไม่เกิน 25% อีกหลายบริษัท หากไม่เปิดเผยให้ชัดเจน อาจดูเหมือนไม่มีความเกี่ยวข้อง ดังนั้น จึงต้องพิจารณาผู้เกี่ยวข้องทั้งสองฝ่ายให้ละเอียดชัดเจนเพื่อจะได้เปิดเผยผู้เกี่ยวข้องของรายการได้ครบถ้วนสมบูรณ์

## 2. รายละเอียดทรัพย์สินที่ต้องการซื้อ

ทรัพย์สินที่ต้องการซื้อเป็นตัวตนจับต้องได้หรือไม่ (tangible asset) ในบางกรณี

ทรัพย์สินดังกล่าวอาจเป็นทรัพย์สินที่จับต้องไม่ได้ (intangible asset) ผู้มีหน้าที่พิจารณารายการจึงต้องทราบให้ชัดเจนตั้งแต่เบื้องต้น ต้องรู้ว่าเข้าซื้อที่เปอร์เซ็นต์ของทรัพย์สินรายการนั้น บริษัท LI ซึ่งเป็นเจ้าของทรัพย์สินมีส่วนเป็นเจ้าของที่เปอร์เซ็นต์ ตำแหน่งของทรัพย์สินอยู่ที่ใด ในบางกรณีอาจเป็นการซื้อทรัพย์สินเพียงบางส่วน อาจเป็นการซื้อบริการซึ่งต้องมีเครื่องมือกำหนดค่าบริการที่ชัดเจน สมเหตุสมผล อาจเป็นรายการเกี่ยวกับการค้าประกันเงินกู้ ซึ่งต้องพิจารณาถึงเงื่อนไขต่างๆ รวมถึงความจำเป็นและผลประโยชน์ที่ได้รับจากการทำรายการ

## 3. ประเมินมูลค่าทรัพย์สินด้วยวิธีใด?

ผู้มีหน้าที่ตัดสินใจและนักวิเคราะห์ต้องเข้าใจวิธีการประเมินมูลค่าของทรัพย์สิน ผู้ประเมินต้องเปรียบเทียบมูลค่ากับทรัพย์สินที่เทียบเคียงได้ ต้องเข้าตรวจตำแหน่งทรัพย์สินที่ตั้งเพื่อเข้าใจสภาพแวดล้อมของทรัพย์สินซึ่งต้องใช้อธิบายรายละเอียดเป็นข้อมูลให้ผู้เกี่ยวข้องเห็นภาพได้ชัดเจนและเข้าใจ ถ้ามีข้อสังเกตในเชิงลบต้องระบุให้ชัดเจน ประเด็นหลักที่ต้องพิจารณาหรือบอกราคาประเมินที่สรุปเสนอ ใช้วิธีประเมินโดยดูราคาตลาด (market price) หรือวิธีต้นทุนบวกกำไร (cost-plus basis) ถ้าใช้ราคาตลาดอ้างอิง

จากอะไร ต้องระบุปัจจัยกำหนดให้ชัดเจนเพียงพอ เช่น แนวโน้มตลาด ประสิทธิภาพการผลิต แหล่งที่มาของราคาตลาดที่ใช้อ้างอิง เป็นต้น ต้องดูว่าวิธีการประเมินเหมาะสมกับทรัพย์สินที่ใช้ประเมินหรือไม่ บ่อยครั้งผู้ประเมินเอาใจบริษัทโดยใช้วิธีการประเมินที่ไม่เหมาะสม ทำให้มูลค่าประเมินสูงหรือต่ำกว่ามูลค่าที่เหมาะสมหรือควรจะเป็น จึงมีประเด็นที่สำคัญเกี่ยวกับผู้ประเมินดังนี้

1. ผู้ประเมินมีประสบการณ์และผลงานประเมินมากน้อยเพียงใด
2. ใช้ทรัพย์สินที่ไม่สอดคล้องมาเทียบเคียงหรือไม่
3. ประเมินการตัวเลขไม่สมเหตุสมผล เช่น อัตราการเติบโตของธุรกิจ
4. ไม่อธิบายสภาพทรัพย์สินให้ชัดเจน
5. ให้ข้อมูลเกี่ยวกับที่มาของการประเมินรวมถึงข้อมูลการเงินให้แก่ผู้ถือหุ้นน้อยเกินไป

#### 4. ค่าตอบแทนการซื้อทรัพย์สินคืออะไรและจ่ายด้วยวิธีใด?

วิธีการชำระค่าทรัพย์สินเป็นอีกประเด็นหนึ่งที่ต้องพิจารณาให้รอบคอบถี่ถ้วน เงื่อนไขในการชำระเป็นเงินสดหรือด้วยวิธีอื่น ระยะเวลาในการจ่าย ใช้

วิธีการแลกทรัพย์สินหรือแลกหุ้น กรณีนี้ต้องมีการประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่ต้องชำระ ถ้าชำระด้วยเงินตราต่างประเทศต้องตกลงเงื่อนไขการปิดความเสี่ยง ถ้าชำระด้วยหุ้นหรือแลกหุ้น (share-swap) มีผลต่อโครงสร้างผู้ถือหุ้นหรือไม่อย่างไร อำนาจการควบคุมกิจการตลอดจนนโยบายธุรกิจมีผลกระทบหรือไม่อย่างไร หุ้นที่ใช้ชำระติดเงื่อนไขห้ามซื้อขายระยะยาวหรือไม่ (locked-up period)

#### 5. ผู้เกี่ยวข้องใดที่บ้างจะมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์

ขั้นแรกต้องพิจารณาว่ามีใครคือผู้เกี่ยวข้องซึ่งต้องพิจารณาทั้ง 2 ฝ่าย ถ้ามีผู้เกี่ยวข้องต้องถือว่ารายการนั้นเป็นรายการเกี่ยวโยง ผู้เกี่ยวข้องอาจเป็นผู้บริหาร กรรมการ ที่ปรึกษา ผู้ประเมิน ผู้ให้การสนับสนุนทางการเงิน เป็นต้น ในทางปฏิบัติผู้เกี่ยวข้องซึ่งอาจมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ไม่ควรมีสิทธิออกเสียงเมื่อมีการลงมติให้ดำเนินรายการ ควรพิจารณาภูมิหลังของกรรมการที่ใช้อำนาจตัดสินใจด้วย ประเด็นที่ต้องให้ความสำคัญในการพิจารณาเรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้แก่

1. ขนาดของรายการ
2. ฐานะการเงินโดยรวมของกรรมการ
3. ผลประโยชน์ของกรรมการในรายการ
4. นัยสำคัญของผลประโยชน์ของทั้งบริษัทและผู้เกี่ยวข้อง

#### 6. ทำไมต้องขายทรัพย์สิน? ทำไมต้องขายเดี๋ยวนี้?

เป็นประเด็นที่คนส่วนใหญ่มองข้าม โดยเฉพาะผู้ขายทรัพย์สินในช่วงมีปัญหาหรือในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ ถ้ารายการดังกล่าวผู้อื่นได้ประโยชน์ แต่บริษัทเสียประโยชน์ ต้องมีเหตุผลชัดเจนสนับสนุน เช่น ถ้าทุกประเด็นมีเหตุผล ถูกต้อง โปร่งใส แต่บริษัทขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรงจำเป็นต้องขายทรัพย์สินเพื่อรักษาชีวิตธุรกิจ คำถามอื่นๆ ที่ไม่ควรละเลยเช่น

1. ทำไมต้องขาย
2. ทำไมต้องขายให้บริษัท HO ซึ่งมีส่วนเป็นเจ้าของบริษัท LI
3. ทำไมต้องขายในปัจจุบัน
4. รอไปข้างหน้าระยะหนึ่ง บริษัทมีโอกาสได้รับผลประโยชน์สูงขึ้นหรือไม่
5. ถ้าขายเพราะบริษัทมีปัญหา มีทางเลือกอื่นหรือไม่

ทั้งหมดข้างต้นเป็นเพียงตัวอย่างที่ใช้เป็นแนวทางประกอบในกรณีที่จะต้องพิจารณารายการเกี่ยวโยง แม้กระบวนการพิจารณาของประเภทรายการเกี่ยวโยงจะไม่แตกต่างกันมาก แต่ก็ไม่ควรยึดถือเหมือนหลักวิทยาศาสตร์ ขึ้นอยู่กับประเภท ลักษณะและความซับซ้อนของรายการ ความท้าทายของการพิจารณาส่วนใหญ่อยู่ที่การคาดคะเนราคาประเมินและเงื่อนไขที่เกี่ยวข้องกับการทำรายการ บ่อยครั้งเงื่อนไขสร้างความกดดันให้กระทำรายการไม่ถูกต้อง (abusive) เช่น การขายทรัพย์สินเพื่อรักษาเงื่อนไขการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินไม่ให้ผิดสัญญาหรือเข้าข่ายผิดนัดชำระหนี้ เป็นต้น

สุดท้ายที่ใครขอเรียนย้ำว่า รายการเกี่ยวโยงทำได้ทุกรายการ แต่การทำรายการต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่ทางการกำหนด มีกรรมการหรือผู้บริหารมักปฏิเสธที่จะทำรายการที่อาจมีพี่น้องหรือญาติสนิทเสนอขายสินค้าหรือบริการที่มีคุณภาพเดียวกันกับคู่แข่ง แต่ราคาถูกกว่า เงื่อนไขดีกว่า บริษัทได้ประโยชน์อย่างเห็นได้ชัด การปฏิเสธกลับทำให้บริษัทเสียประโยชน์ ตามความเห็นผมแล้วถือว่าผู้บริหารหรือกรรมการเหล่านั้นบกพร่องในการทำหน้าที่ มีวิธีทำให้ถูกต้องโปร่งใสโดยปฏิบัติตามกฎเกณฑ์และใช้กระบวนการพิจารณารายการเกี่ยวโยงที่รอบคอบ โปร่งใส เปิดเผยมให้ชัดเจน ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องก็จะได้รับประโยชน์ร่วมกัน M&W

