



Considerations for Listing Choice: IPO or RTO?

Assoc. Prof. Pantisa Pavabutr*

Received: May 25, 2018 / Accepted: January 9, 2019

Abstract

The dual paths to stock exchange listing can be direct through an initial public offering (IPO) or indirect through a reversed takeover (RTO). This paper questions the value of existing regulations in imparting the quality of firms in IPOs and RTOs by comparing listing rules in Singapore and Thailand and then using sample firm accounting and market data between 2008-2015. The paper examines the short and long-term return and liquidity responses to RTO firms. All in all, Singapore direct listing rules offer more flexibility in listing than Thai listing rules. However, both markets require RTOs firms to reapply for re-listing and must meet the same listing requirement as IPO firms. The empirical result suggests RTO firms do not perform differently compared to IPO firms in terms of key financial ratio performance. There is no evidence that RTO firms produce substantially different buy-and-hold return compared to the market. In terms of liquidity, the paper finds that percentage bid-ask spreads post-RTO transactions are significantly below pre-RTO levels suggesting reduction in asymmetric information and likely leading to increased turnover in Singapore RTO firms and increased free-float in Thai RTO firms.

Keywords: Initial public offering, Reverse takeovers, Backdoor listing, Listing regulations

* Associate Professor of Finance, Thammasat Business School, pantisa@tbs.tu.ac.th. The author wishes to thank the National Research Council and Thailand Research Fund (TRF) for grant support. The author appreciates helpful comments from Professor Isra Santisart, participants of the TRF research workshop, and anonymous referees of the NIDA Business Journal. This paper has received wonderful research assistance from Sippapon Ithiprachayaboon, Prasit Suthhikamolsakul, Narisa Klieothong, and Nina Taphunwong.



แนวทางการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน IPO หรือ RTO?

รศ.ดร.พันทิตา ภาวบุตร*

บทคัดย่อ

ปัจจุบันมีความเชื่อว่าบริษัทที่เลือกจดทะเบียนทางอ้อมโดยวิธีการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับที่เรียกว่า Reverse Takeover (RTO) คือบริษัทที่มีวัตถุประสงค์แอบแฝง หรือบริษัทที่มีคุณสมบัติเป็นบริษัทจดทะเบียนไม่ครบถ้วน จึงเข้าสวมสิทธิ์ในการจดทะเบียนโดยการซื้อกิจการที่จดทะเบียนอยู่แล้วจนมีผลให้เจ้าของกิจการหรือสินทรัพย์ที่ถูกซื้อนั้นเข้ามาเป็นผู้มีอำนาจควบคุมในบริษัท ดังนั้นการเข้าจดทะเบียนด้วยการทำ RTO มักจะมีภาพลักษณ์ที่ไม่ดีในสายตานักลงทุน งานวิจัยชิ้นนี้ประเมินผลกระทบของการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมต่อความมั่งคั่งของนักลงทุน ความสามารถในการฟื้นฟูหรือปรับปรุงกิจการที่ถูกซื้อ และเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดหลักทรัพย์โดยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทในตลาดสิงคโปร์และตลาดไทยระหว่างปี ค.ศ. 2008-2015 ผลการศึกษาพบว่าเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนโดยรวมของสิงคโปร์มีความยืดหยุ่นกว่าของไทย แต่เงื่อนไขการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมสำหรับทั้ง 2 ตลาดไม่ได้ลดคุณสมบัติของบริษัทภายหลังการควบรวมตามที่บุคคลทั่วไปอาจเข้าใจ ภายหลังจากการทำ RTO เสร็จสิ้น ไม่พบว่าบริษัทที่ดำเนินธุรกรรมดังกล่าวมีผลการดำเนินงานที่ต่างไปจากบริษัทที่เข้าจดทะเบียนทางตรงโดยกระบวนการ Initial Public Offering (IPO) และไม่พบหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าในระยะยาวบริษัทที่เข้าจดทะเบียนทางอ้อมมีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนต่างไปจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

คำสำคัญ: การจดทะเบียนทางตรง การจดทะเบียนทางอ้อม การซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ เกณฑ์การเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน

* อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ E-mail: pantisa@tbs.tu.ac.th ผู้วิจัยขอขอบคุณสำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ (วช.) และสำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย (สกว.) สำหรับการสนับสนุนงานวิจัย งานวิจัยนี้ได้รับข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์ต่อการศึกษาจากคณะกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิของ สกว. ศาสตราจารย์ ดร.อิสรา ศานติศาสน์ และกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิของวารสารบริหารธุรกิจ NIDA ขอขอบคุณ คุณณิศา เตปินวงศ์ สำหรับการสนับสนุนด้านข้อมูลธุรกรรมการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ งานวิจัยชิ้นนี้ได้รับความช่วยเหลือจากผู้ช่วยวิจัย คุณณิศา เตปินวงศ์ คุณประสิทธิ์ สุทธิกรมสกุล คุณสิปปภณ อิทธิปรัชญาบุญ และคุณนริศา เกลียวทอง



1. บทนำ (Introduction)

ตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่ระดมทุนและกำกับตรวจสอบเพื่อให้เงินจากผู้ออมถูกนำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพตามวัตถุประสงค์ของการดำเนินงานของบริษัท หน้าที่ของผู้ดูแลกำกับตลาดหลักทรัพย์จึงต้องสร้างดุลระหว่างกระบวนการกำกับดูแลเพื่อความโปร่งใสและนำเสนอกฎหมายที่เป็นธรรมสำหรับทั้งผู้ออมและผู้ต้องการระดมเงินทุน หากการกำกับหย่อนไปย่อมเป็นผลเสียต่อนักลงทุนที่ไม่สามารถประเมินความเสี่ยงได้ถูกต้อง แต่ถ้าการกำกับนั้นเข้มงวดไปก็จะเป็นผลให้บริษัทที่มีขนาดการดำเนินการที่ดีถูกกีดกันออกจากการระดมทุนและทำให้การเติบโตพัฒนาตลาดทุนเป็นไปอย่างจำกัด

กระบวนการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนนั้นสามารถทำได้ใน 2 รูปแบบคือ การเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (IPO: Initial Public Offering) ซึ่งถือเป็นการเข้าจดทะเบียนโดยตรงโดยผ่านการคัดกรองจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และตลาดหลักทรัพย์ หรือการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ (RTO: Reverse Takeover) ซึ่งเป็นการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมหรือที่เรียกว่า Back Door Listing ที่มักได้รับความเข้าใจว่าใช้เวลาน้อยกว่าการจดทะเบียนโดยตรง ด้วยเหตุนี้เอง ปัจจุบันจึงมีความเชื่อว่าบริษัทที่เลือกจดทะเบียนทางอ้อมคือบริษัทที่มีวัตถุประสงค์แอบแฝง หรือบริษัทที่มีคุณสมบัติเป็นบริษัทจดทะเบียนไม่ครบถ้วน จึงเข้าสวมสิทธิในการจดทะเบียนโดยการทำธุรกรรมซื้อขายสินทรัพย์กับบริษัทที่จดทะเบียนอยู่แล้วจนมีผลให้บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนนั้นเข้ามาเป็นผู้มีอำนาจควบคุมในบริษัทที่จดทะเบียนอยู่เดิม ดังนั้นการเข้าจดทะเบียนด้วยการทำ RTO มักจะมีภาพลักษณ์ที่ไม่ดีในสายตานักลงทุน จึงอาจส่งผลให้บริษัทนอกตลาดที่เฝ้าติดตามเข้าพื้นที่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักเลี่ยงการเข้าจดทะเบียนด้วยวิธีดังกล่าว เนื่องจากหลักเกณฑ์การดำเนินการ RTO ไม่ส่งเสริมให้บริษัทเข้าจดทะเบียนทางอ้อม นับว่าเป็นการเสียโอกาสสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการแผนฟื้นฟูกิจการ ผู้ถือหุ้นบริษัทจดทะเบียนที่มีปัญหาดำเนินงาน และต่อตลาดหลักทรัพย์ที่มีบริษัทจดทะเบียนจำนวนไม่น้อยที่มีผลการดำเนินงานที่ขาดทุนอย่างต่อเนื่องและไม่สามารถสร้างสภาพคล่องให้นักลงทุนในการซื้อขาย ซึ่งจะกลายเป็นอุปสรรคต่อการขยายตัวของตลาดหลักทรัพย์เอง

งานวิจัยชิ้นนี้มุ่งศึกษาการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทยโดยการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ โดยรวบรวมข้อมูลการจดทะเบียนทางตรงและทางอ้อมในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 ประเทศระหว่างปี ค.ศ. 2008-2015 เพื่อประเมินผลกระทบของการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมต่อความมั่งคั่งของนักลงทุน ความสามารถในการฟื้นฟูหรือปรับปรุงกิจการที่ถูกซื้อ และเพิ่มจำนวนหุ้นที่มีสภาพคล่องให้กับตลาดหลักทรัพย์ ผลการศึกษาดังกล่าวยังมีความสำคัญในการเปรียบเทียบกฎหมาย/กฎระเบียบที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งทางตรงและทางอ้อมในประเทศสิงคโปร์และประเทศไทย เพื่อประเมินความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทยในการระดมทุนในกลุ่มประเทศอาเซียน จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่างานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับ IPO นั้นมีอยู่มาก แต่งานที่ประเมินผลการเข้าจดทะเบียนโดย RTO มีน้อยมากเนื่องจากข้อจำกัดทางข้อมูลและการศึกษาที่มีอยู่เป็นตัวอย่างของสหรัฐอเมริกาที่มีกฎระเบียบต่างจากตลาดทุนอาเซียนจึงไม่สามารถให้ข้อสรุปที่จะเป็นประโยชน์ทางนโยบายให้กับกลุ่มอาเซียนได้

งานวิจัยนี้ประกอบไปด้วย 5 ส่วน ส่วนที่ 2 อภิปรายหลักการ ทฤษฎี และกระบวนการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน ส่วนที่ 3 อธิบายการเก็บข้อมูลและวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น ส่วนที่ 4 อธิบายแบบจำลองและผลลัพธ์เชิงประจักษ์ ส่วนที่ 5 นำเสนอบทสรุปและข้อคิดเห็นเกี่ยวกับแรงจูงใจการทำ RTO ของบริษัทจดทะเบียน

2. หลักการ ทฤษฎี และกระบวนการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน (Theoretical Background and Listing Process)

2.1 ทางเลือกในการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน (Listing Process)

วิธีที่ 1 คือ การทำ Initial Public Offering (IPO) ถือเป็นการจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์โดยการระดมทุนจากประชาชนโดยตรงไปสู่บริษัทที่มีความต้องการใช้เงินทุนโดยการออกตราสารทุนเพื่อเสนอขายต่อประชาชนที่ประสงค์จะลงทุน ภายหลังจากการระดมทุนแล้ว หุ้นสามัญของบริษัทสามารถซื้อขายเปลี่ยนมือได้บนตลาดหลักทรัพย์ เป็นการเพิ่มความสะดวกในแง่สภาพคล่องให้กับผู้ถือหุ้น และอำนวยความสะดวกให้บริษัทสามารถกลับมาระดมทุนเพิ่มเติมได้ในอนาคต โดยที่บริษัทผู้ต้องการใช้เงินทุนดังกล่าวต้องผ่านการตรวจสอบตามหลักเกณฑ์ด้านคุณสมบัติที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด รวมถึงต้องปฏิบัติตามขั้นตอนการยื่นขอและพิจารณารับหลักทรัพย์ที่ กสท. และตลาดหลักทรัพย์ได้ตั้งไว้ เพื่อเป็นการตอบสนองกลุ่มบริษัทที่แตกต่างกันด้วยขนาด ประสบการณ์ และความสามารถในการทำกำไร ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทยได้แยกเกณฑ์การจดทะเบียนบนกระดานหลักของ Singapore Stock Exchange (SGX) และ Stock Exchange of Thailand (SET) และกระดานรองที่เรียกว่า Catalist (CAT) และ Market for Alternative Investments (MAI)

จากการทบทวนเกณฑ์การเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทย¹ แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์สร้างทางเลือกในการเข้าจดทะเบียน 3 ทางคือ (i) ขนาดของบริษัทสูงกว่า SGD 300 ล้าน และมีประวัติผลรวมสะสมกำไรไม่ต่ำกว่า 1 ปี หรือ (ii) ขนาดของบริษัท SGD 150 ล้าน แต่ไม่เกิน SGD 300 ล้าน ประวัติการทำกำไรขั้นต่ำอย่างน้อย 3 ปี และมีผลกำไรในรอบปีที่ผ่านมา หรือ (iii) ประวัติการทำกำไรขั้นต่ำอย่างน้อย 3 ปี ผลกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักภาษีในงบการเงินล่าสุดไม่ต่ำกว่า SGD 30 ล้าน ส่วนตลาดหลักทรัพย์ไทยตั้งเป้าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่มีทุนจดทะเบียนไม่ต่ำกว่า 300 ล้านบาท และบริษัทที่มีผลกำไรที่สะสมอย่างน้อย 3 ปีอย่างต่อเนื่อง จึงตั้งข้อสังเกตว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมุ่งเน้นการคัดเลือกบริษัทที่มีประวัติในการดำเนินงานที่ยาวนานกว่า ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีความยืดหยุ่นในการเปิดโอกาสให้บริษัทที่มีประวัติการดำเนินงานน้อยแต่มีศักยภาพในการเติบโตสูงเข้ามาระดมทุนมากกว่า เมื่อพิจารณาเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนในตลาด CAT พบว่าไม่มีการกำหนดเกณฑ์ขนาดของทุนจดทะเบียนหรือเกณฑ์ความสามารถในการทำกำไร แต่ให้ Sponsor เป็นผู้รับประกันสถานะการจดทะเบียน ในขณะที่ตลาด MAI กำหนดขนาดทุนจดทะเบียนขั้นต่ำไม่น้อยกว่า 20 ล้านบาทและผลกำไรสะสมไม่ต่ำกว่า 2 ปี

วิธีที่ 2 คือการจดทะเบียนเข้าตลาดทางอ้อม โดยการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ ที่เรียกว่า Reverse Takeover (RTO) เป็นการที่บริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์เข้ามาทำธุรกรรมการซื้อขายสินทรัพย์กับบริษัทจดทะเบียนในตลาด อันส่งผลให้บริษัทที่อยู่นอกตลาดที่มักมีขนาดใหญ่กว่านั้นสามารถเข้ามาสวมสิทธิความเป็นบริษัทจดทะเบียนได้ การซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับถือเป็นรูปแบบหนึ่งของการควบรวมกิจการระหว่าง 2 บริษัทในลักษณะที่มีการโอนสินทรัพย์จากบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียน โดยที่ผู้ซื้อคือบริษัทจดทะเบียนชำระการรับโอนสินทรัพย์ด้วยการเพิ่มทุน หรืออาจชำระสินทรัพย์ด้วยเงินสด หรือกู้เงิน อย่างไรก็ตามหนึ่งหรือหลายอย่างประกอบกัน การซื้อธุรกิจหรือรับโอนสินทรัพย์ดังกล่าวต้องเข้าเกณฑ์ลักษณะอย่างใดอย่างหนึ่งต่อไปนี้

¹ สามารถอ่านรายละเอียดได้จาก <http://rulebook.sgx.com/> และ <https://www.set.or.th>



- ขนาดของการได้มาซึ่งสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ² (Very Substantial Acquisition: VSA) $\geq 100\%$ เช่น สัดส่วนสินทรัพย์สุทธิของบริษัทที่ทำรายการต่อสินทรัพย์สุทธิของบริษัทจดทะเบียนเกิน 100%
- เปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม
- ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนถือหุ้น $\geq 50\%$ ภายหลังจากทำรายการ

ในการดำเนินธุรกรรม RTO นั้น มีทั้งธุรกรรมที่เกิดขึ้นกับบริษัทจดทะเบียนที่ยังมีการดำเนินงานปกติและกับบริษัทจดทะเบียนที่ประสบกับปัญหาทางการเงินหรืออยู่ระหว่างการปรับโครงสร้างที่เรียกว่า Shell Company อย่างไรก็ตาม สำหรับคุณลักษณะของบริษัทที่ทำรายการ RTO หลังการทำรายการบริษัทที่ผนวกกันนั้นต้องมีลักษณะเข้าเกณฑ์เสมือนการจดทะเบียนทางตรงตามเกณฑ์ของการเป็นเข้าจดทะเบียนโดยวิธี IPO

2.2. ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)

2.2.1 งานวิจัยเกี่ยวกับ IPO (Underpricing and Delisting of IPOs)

งานวิจัยเรื่อง IPO นั้นมีอยู่จำนวนมากและส่วนใหญ่จะเอนเอียงไปในเรื่องปรากฏการณ์อัตราผลตอบแทนที่สูงผิดปกติของหุ้น IPO จึงขอกกล่าวเพียงสังเขป Ljungqvist (2004) ตั้งกรอบการวิเคราะห์ IPO Underpricing ไว้ 4 ประเด็น คือ (1) เรื่องของข้อมูลที่ไม่สมมาตร (Asymmetric Information) (2) แรงจูงใจด้านกฎหมายและภาษี (3) ปัญหาของตัวแทนและความเป็นเจ้าของ และ (4) พฤติกรรมของนักลงทุน ในกรอบการวิเคราะห์ทั้งหมดทฤษฎีเรื่องของข้อมูลที่ไม่สมมาตรเป็นที่ถูกกล่าวขานอย่างแพร่หลายที่สุด ทฤษฎีดังกล่าวเชื่อว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างนักลงทุนที่มีข้อมูลมากและนักลงทุนที่มีข้อมูลน้อย โดยมีวณิชธนกิจเป็นตัวกลางรับประกันการออก IPO ทำให้วณิชธนกิจมีแรงจูงใจในการกำหนดราคา IPO ต่ำกว่าที่ควรเพื่อลดความเสี่ยงในการขายหุ้นไม่หมดและดึงดูดให้นักลงทุนกลุ่มที่มีข้อมูลน้อยเข้ามามีส่วนร่วมในการซื้อขายหุ้น IPO ดังนั้นการออก IPO ในช่วงที่ตลาดอยู่ในภาวะซบเซาจึงเป็นสิ่งที่บริษัทหลีกเลี่ยง Baker and Wurgler (2002) ตั้งข้อสังเกตว่าบริษัทในตลาดสหรัฐฯ พยายามจะออก IPO ช่วงตลาดขาขึ้นเพื่อให้ราคาหลักทรัพย์ของตนสูงที่สุด Derrien (2005) ใช้กรอบพฤติกรรมของนักลงทุนอธิบายอัตราผลตอบแทนที่สูงผิดปกติของหุ้น IPO ช่วงตลาดขาขึ้นในตลาดฝรั่งเศสและจากความเชื่อมั่นนักลงทุนในช่วงตลาดดังกล่าวทำให้หุ้นที่ Overprice IPO ก็ยังมีผลตอบแทนที่สูงผิดปกติไปด้วยซึ่งนำไปสู่ผลตอบแทนที่ติดลบในระยะยาว Derrien (2005) ยกตัวอย่างกรณีของตลาดสหรัฐฯ ว่าบริษัทหลายบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดย IPO ในช่วงตลาดขึ้นหลายบริษัทกลายเป็นบริษัทที่มีปัญหาต่อมาจนต้องออกจากตลาดหลักทรัพย์ไปเนื่องจากขาดคุณสมบัติตามเกณฑ์ Sangow (2014) ศึกษาการหุ้น IPO ที่ถูกเพิกถอนจากตลาดหลักทรัพย์ไทยจำนวน 93 บริษัทในช่วงปี ค.ศ. 2002-2005 และพบว่า บริษัทจำนวน 10 บริษัทนั้นได้รับการขึ้นเครื่องหมาย Non-Compliance (NC) ภายในเวลา 9 ปีภายหลังจากเข้าจดทะเบียน งานวิจัยที่กล่าวนี้ทำให้เห็นว่าการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยกระบวนการ IPO นั้นมีความไหวต่อสภาวะตลาดและมีปัญหาเรื่องข้อมูลที่ไม่สมมาตรหรือความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทเช่นกัน

² ดูรายละเอียดจาก SGX Rulebook Chapter 10, Part VIII Section 1015 และข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บจ/ร 11-00 SGX Rule Book Chapter 10 Section, 1006 และประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ทจ. 20/2551 นิยามของรายการที่ได้มาของสินทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทย มีด้วยกันทั้งหมด 5 เกณฑ์ คือ เกณฑ์สินทรัพย์สุทธิ เกณฑ์กำไรสุทธิ เกณฑ์มูลค่ารวมของสิ่งทดแทน เกณฑ์มูลค่าหุ้นบริษัทจดทะเบียนออกเพื่อชำระค่าสินทรัพย์ และเกณฑ์ปริมาณทรัพยากรธรรมชาติ

2.2.2 การส่งสัญญาณโดยการเพิ่มทุนหรือการเลือกวิธีการเข้าตลาด (Market Signalling)

ในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้เกณฑ์ใช้แนวทางการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมแบบผ่อนปรน การส่งสัญญาณของบริษัทสามารถทำได้โดยการเลือกวิธีการเลือกเข้าจดทะเบียน ในกลุ่มงานวิจัยที่มีเรื่อง RTO จะเป็นการมุ่งอธิบาย Separating Equilibrium ที่เกิดจากวิธีการเลือกเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทโดยที่บริษัทที่มีคุณภาพสูงเลือกเข้าจดทะเบียนโดย IPO ในขณะที่บริษัทที่มีคุณภาพด้อยเลือกเข้าจดทะเบียนโดย RTO แบบจำลองของ Arellano-Ostoa and Brusco (2002) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีคุณภาพสูงมีโอกาสในการลงทุนที่ดีกว่าจึงเลือกเข้าจดทะเบียนด้วย IPO แม้ว่าต้นทุนสูงของการจดทะเบียนสูงกว่า RTO ในขณะที่บริษัทที่มีคุณภาพต่ำมีโอกาสในการลงทุนที่ดีกว่าจึงเลือก RTO และจัดการเพิ่มทุนภายหลังจากที่โอกาสในการลงทุนมีความแน่นอนมากขึ้น งานของ Gleason et al. (2005) Adjei, Cyree, and Walker (2005) และ Floros and Shastri (2009) แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่เลือกเข้าจดทะเบียนโดย RTO มักเป็นบริษัทขนาดเล็กที่มีความไม่สมมาตรของข้อมูลสูง และมีจำนวนเกิน 40% ที่ต้องถูกเพิกถอนจากการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ภายใน 2-3 ปีแรกของการเข้าจดทะเบียน อย่างไรก็ตาม เป็นที่น่าสังเกตว่างานวิจัยเหล่านี้ใช้ตัวอย่างการทำ RTO บนตลาดรอง หรือตลาด OTC ของสหรัฐฯ ที่ไม่ได้มีกฎเกณฑ์เข้มงวดเหมือนการดำเนินธุรกรรมบนกระดานหลัก จึงอาจกล่าวได้ว่าการเลือกตัวอย่างย่อมมีความเอนเอียงที่จะพบบริษัทที่มีปัญหา

Carpentier, Cumming, and Suret (2009) ศึกษา RTO ในตลาดแคนาดาและพบว่า บริษัทที่มีคุณภาพด้อยมักเลือกเข้าจดทะเบียนโดย RTO Wan-Hussin (2002) วิเคราะห์กรณีศึกษาการทำ RTO ในมาเลเซียระหว่างบริษัท Jaya Tiasa Plywood ที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์ เข้าไปเป็นบริษัทจดทะเบียนผ่าน Berjaya Textiles และพบว่ากระบวนการดังกล่าวสร้างความมั่งคั่งให้กับทั้งผู้ถือหุ้นรายย่อยและกลุ่มผู้ถือหุ้นที่ถือครองอำนาจ (Controlling Shareholders)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณโดยเลือกกระบวนการเข้าตลาดไม่สามารถอธิบายแรงจูงใจในการเลือกวิธีการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนได้ในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทย เนื่องจากทั้ง 2 ตลาดกำหนดให้บริษัทที่ทำการเข้าโดย RTO ต้องมีคุณสมบัติครบถ้วนเช่นเดียวกับบริษัทที่ประสงค์จะทำ IPO อีกทั้งต้องมีการขอยื่นรับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นเป็นที่คาดว่าต้นทุนของการทำ RTO สูงกว่าความเชื่อของตลาดทั่วไป ซึ่งหากเป็นเช่นนั้นจริงจึงเป็นที่น่าสงสัยว่าบริษัทยังคงเลือกเข้าจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์โดย RTO เพราะเหตุใด ทั้งที่การเข้าจดทะเบียนโดย RTO นั้น ภายใต้กรอบการปฏิบัติของตลาดไทยและสิงคโปร์ไม่ได้แตกต่างจากการเข้าจดทะเบียนทางตรงโดย IPO และกระบวนการทั้งหมดอาจใช้เวลาไม่ต่างกันมาก³ แม้ว่าในทางปฏิบัติการเลือกเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนโดย RTO อาจลดเวลาการทำเรื่องขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงาน กสท. ได้บ้าง

2.2.3 ระเบียบและกฎเกณฑ์การทำรายการ RTO (Regulating RTOs)

Winyuhuttakit (2011) แบ่งแนวความคิดการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดทางอ้อมเป็น 2 แนวคิดใหญ่ๆ แนวคิดแรกคือการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุก (Positive Listing Approach) เป็นการพิจารณาที่เน้นการตรวจจับว่าการเข้าทำรายการประเภทใดเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ในการพิจารณาก่อนการทำรายการ หากสินทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนต้องการทำรายการนั้นมีขนาดใหญ่ ก็ถือว่าการแสดงเจตนาที่จะนำสินทรัพย์ดังกล่าวเข้าจดทะเบียนโดยอ้อม การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกนี้ไม่ได้พิจารณาว่า

³ บทสรุป Vermeulen, EPM, 2014. Rules on Backdoor listings: A Global Survey, Indonesia-OECD Corporate Governance Policy Dialogue; Hong and Low 2013, IPO offerings vs Reverse takeovers: A Singapore Perspective, Rodyk & Davidson LLP.



สินทรัพย์ที่ได้มาจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมหรือไม่ ดังนั้นหากบริษัทจดทะเบียนเลือกการใช้เงินสดที่กู้ยืมเพื่อซื้อสินทรัพย์บริษัทนอกตลาดก็ถือเป็นการทำ RTO แม้ว่า การได้มาซึ่งสินทรัพย์นั้นไม่ได้ส่งผลการโอนอำนาจจากผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนไปยังบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียน ซึ่งต่างจากแนวคิดการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับ (Negative Listing Approach) ดังเช่นในตลาดสหรัฐอเมริกาและแคนาดา ที่ไม่ได้เน้นที่การตรวจจบบริษัทสินทรัพย์แต่ใช้เกณฑ์การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ จากการที่ตลาดสิงคโปร์และตลาดไทยใช้ทั้งเกณฑ์เชิงรุกและเชิงรับแสดงว่าทั้ง 2 ตลาดพิจารณาธุรกรรมโดยใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ ซึ่งเป็นแนวคิดที่พยายามจับธุรกรรมทั้งที่มีเจตนาและไม่มีเจตนาที่จะนำสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดเข้าจดทะเบียน จึงเป็นการเน้นบทบาทของตลาดหลักทรัพย์เพื่อทำการกำกับดูแลคุ้มครองนักลงทุนรายย่อยที่อาจเสียเปรียบจากการมีข้อมูลน้อยกว่าผู้บริหารบริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่งานวิจัยที่เกี่ยวกับ RTO มักเป็นตัวอย่างการศึกษาของบริษัทในตลาดสหรัฐอเมริกา Sjostrom (2008) และ Winyuhuttakit (2011) ตั้งข้อสังเกตว่า การศึกษาที่มีอยู่ประเมินต้นทุนที่แท้จริงของ RTO ต่ำเกินไปและไม่มีการประเมินต้นทุนทางอ้อม เช่น ต้นทุนการปรับโครงสร้างทางธุรกิจ รวมถึงค่าเสียโอกาสของการไม่ได้รับเงินจากกระบวนการเพิ่มทุนภายหลังการเข้าตลาดซึ่งแตกต่างกับการทำ IPO Pakov (2006) เสริมว่าการศึกษาเกี่ยวกับ RTO ที่เป็นอยู่ไม่ได้มองผลกระทบครอบคลุมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกๆ ฝ่าย (Stakeholders) เนื่องจากมีข้อจำกัดของการได้ข้อมูล Vermeulen (2014) กล่าวถึงประสบการณ์และกฎเกณฑ์การทำ RTO ในหลายประเทศ และสรุปว่าแนวทางการประเมินข้อดี ข้อเสียของการทำ RTO ต้องพิจารณาถึงสภาพแวดล้อมทางตลาดการเงินและกฎหมายที่แตกต่างในแต่ละประเทศ เนื่องจากการกำกับควบคุมการทำ RTO ในประเทศสิงคโปร์และไทยแตกต่างจากสหรัฐอเมริกาที่มีการศึกษาอย่างกว้างขวางมากกว่า จึงไม่สามารถนำผลสรุปของสหรัฐฯ มาใช้เป็นข้อคิดเห็นเกี่ยวกับผลกระทบของ RTO ในประเทศไทย

3. การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น (Data Summary)

3.1 การเก็บข้อมูล (Data Source)

ในส่วนของข้อมูลที่จะนำมาใช้ในการวิเคราะห์เชิงเศรษฐมิติได้รวบรวมข้อมูลบริษัทที่ทำ IPO และ RTO ระหว่างปี ค.ศ. 2008-2015 สำหรับสิงคโปร์ ค.ศ. 2004-2014 สำหรับไทย โดยเก็บข้อมูลจากแหล่งสำคัญต่อไปนี้ ราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์และข้อมูลทางบัญชีจากฐานข้อมูล Datastream และ WorldScope ข้อมูล IPO จากฐานข้อมูล Bloomberg ข้อมูล RTO จาก Singapore Stock Exchange และ กสท. โดยมีเอกสารรายละเอียดดังนี้ ประกาศและเอกสารเวียนถึงผู้ถือหุ้นจาก <http://infopub.sgx.com> ระเบียบการจดทะเบียน และการทำ RTO จาก <http://rulebook.sgx.com> ข้อมูลจาก Investment Bank ผู้เป็นตัวแทนจัดการธุรกรรม ได้แก่ Memorandum of Understanding, Minutes of Shareholder Meetings, Sale Purchase Agreement (SPA), Independent Financial Advisor Report (IFA).

3.2 ลักษณะของบริษัทที่ทำรายการ RTO ในสิงคโปร์และไทย (Characteristics of Sample Firms)

กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จะใช้ศึกษาประกอบไปด้วยรายการ IPO 162 บริษัทในตลาดสิงคโปร์และ 260 บริษัทในตลาดไทย ส่วนรายการ RTO มีทั้งหมด 42 บริษัทในตลาดสิงคโปร์และ 17 บริษัทในตลาดไทย ตารางที่ 1 สรุปข้อมูลของบริษัทที่มีรายการ RTO ของกลุ่มตัวอย่าง จากกลุ่มตัวอย่างของสิงคโปร์พบว่า 9 บริษัทจากจำนวน 42 บริษัท หรือคิดเป็น 17% เป็นธุรกรรมที่ไม่ประสบความสำเร็จและบริษัทคู่ธุรกรรมได้ประกาศถอนตัวก่อนกระบวนการเสนอซื้อหลักทรัพย์จะเสร็จสิ้น สำหรับกลุ่มตัวอย่างของไทยนั้นพบ 2 รายการจาก 17 หรือคิดเป็น 12% เป็นธุรกรรมที่ไม่ประสบความสำเร็จ

ตารางที่ 1 ลักษณะของบริษัทที่ทำรายการ RTO ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทย

	RTO		RTO	
	SGX	CAT	SET	MAI
จำนวนบริษัท	18	24	11	6
จำนวนธุรกรรมที่ไม่สำเร็จ	4	5	1	1
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น (LCY Millions)	70.78	13.22	1,786.63	1,088.31
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น (USD Millions)	52.43	9.79	51.27	31.23
จำนวนวัน				
วันบันทึก MOU ถึงวันเสนอซื้อ	390	311	190	274
จำนวนบริษัทที่มีปัญหาทางการเงิน	9	13	6	2
จำนวนธุรกรรมข้ามอุตสาหกรรม	13	15	8	4
จำนวนธุรกรรมที่แจ้งแผนปรับโครงสร้าง	14	18	5	3

ที่มา: Bloomberg, Datastream, Memorandum of Understanding, Minutes of Shareholder Meetings, Sale Purchase Agreement (SPA) สถิติคำนวณโดยผู้วิจัย

เมื่อพิจารณาจากกลุ่มตัวอย่างทั้ง 2 ตลาดแล้วพบว่า กลุ่มบริษัทที่ทำธุรกรรมล้วนมีขนาดมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น (Market Capitalization) ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลางของตลาดอยู่มาก มูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่มที่มีรายการ RTO บน SGX และ SET มีค่าเฉลี่ยที่ประมาณ 51-52 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของตลาดโดยรวมมีค่าประมาณ 848 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ บน SGX และ 524 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ บน SET ซึ่งถือว่ากลุ่มตัวอย่างที่ทำธุรกรรมอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นในควอไทล์ที่ 1 ของตลาดโดยรวม พบว่า 61% ของกลุ่มตัวอย่างของสิงคโปร์นั้นเป็นบริษัทที่อยู่ในหมวด การเงินและอสังหาริมทรัพย์ เหมืองแร่ และเทคโนโลยี สำหรับตลาดไทยนั้นมีการกระจุกตัวในหมวด อสังหาริมทรัพย์ 29% นอกจากนี้พบว่าประมาณ 51% ของกลุ่มตัวอย่างทั้ง 2 ตลาดเป็นบริษัทที่ผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor) ลงความเห็นว่ามีปัญหาทางการเงิน สังเกตว่าธุรกรรมส่วนใหญ่เป็นการดำเนินการแลกหุ้น การควบรวมข้ามอุตสาหกรรม และส่วนใหญ่มีการแจ้งแผนการปรับโครงสร้าง นอกจากนี้พบว่าระยะเวลาจากวันที่ทำ MOU ถึงวันที่ทำการเสนอซื้อ Tender Offer ใช้เวลาเฉลี่ยเกิน 300 วันในตลาดสิงคโปร์ และเกิน 200 วันในตลาดไทย แสดงว่ากระบวนการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมใช้เวลาไม่น้อย



4. แบบจำลองและผลลัพธ์เชิงประจักษ์ (Empirical Models and Results)

4.1 อัตราผลตอบแทนการลงทุนในระยะสั้นและระยะยาวของบริษัทที่ทำ RTO (Post RTO Short-Term and Long-Term Return)

กระบวนการ RTO ประกอบด้วยเหตุการณ์ที่สำคัญด้วยกัน 3 เหตุการณ์คือ (i) วันทำสัญญาหนังสือบันทึกข้อตกลงระหว่างบริษัทคู่สัญญา (MOU Date) (ii) วันประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นเพื่ออนุมัติการทำ RTO อย่างเป็นทางการ (EGM Date) และ (iii) วันเริ่มดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์ภายหลังการเสนอซื้อหลักทรัพย์เสร็จสิ้น (Tender Offer Completion Date)

การศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทนการลงทุนในระยะสั้นของการประกาศเหตุการณ์ทั้ง 3 นี้ เป็นการประเมินผลการตอบสนองของนักลงทุนต่อข่าวสารดังกล่าวว่ามีความคาดหวังต่อเหตุการณ์ดังกล่าวอย่างไร หากนักลงทุนเล็งเห็นว่าข่าวนั้นเป็นการส่งสัญญาณที่ดีเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท ก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสั้นๆ นั้นเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หากข่าวนั้นไม่ได้ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่มีนัยสำคัญทางสถิติก็หมายความว่าเหตุการณ์นั้นไม่ได้ทำให้นักลงทุนเปลี่ยนแปลงความเห็นเกี่ยวกับมูลค่าบริษัท หรืออาจหมายความว่านักลงทุนในตลาดอาจมีความเห็นที่ไม่ตรงกันเกี่ยวกับผลกระทบของเหตุการณ์ต่อมูลค่าของบริษัท ในทางตรงข้ามหากนักลงทุนเล็งเห็นว่าข่าวนั้นเป็นการส่งสัญญาณที่ไม่ดีเกี่ยวกับการดำเนินงานก็จะนำไปสู่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสั้นๆ นั้นเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

เนื่องจากการทำ RTO เป็นการเปลี่ยนโครงสร้างของบริษัท ดังนั้นจึงเป็นกระบวนการที่ใช้เวลานานกว่าจะเห็นผลลัพธ์ ดังนั้นจึงจำเป็นที่จะต้องมีการวัดผลในระยะยาว ทั้งในรูปของผลประกอบการและอัตราผลตอบแทนการลงทุนในระยะยาว เพื่อเป็นการยืนยันว่าสิ่งที่นักลงทุนคาดการณ์ในระยะสั้น เป็นสิ่งที่สอดคล้องกับความสามารถในการดำเนินงานการสร้างมูลค่าเพิ่มที่จะได้รับการตอบสนองด้วยมูลค่าของบริษัทที่สูงขึ้น และอัตราผลตอบแทนการลงทุนในระยะยาวที่เป็นบวกด้วยเช่นกัน รายละเอียดการคำนวณอัตราผลตอบแทนผิดปกติในระยะสั้นและระยะยาว รวมทั้งสถิติที่ประเมินนัยสำคัญปรากฏที่ท้ายตารางที่ 2

ตารางที่ 2 อัตราผลตอบแทนการลงทุนในระยะสั้นของการทำ RTO ในระยะสั้น

	สิงคโปร์				ไทย			
	CAR	SCAR	tcar	tscar	CAR	SCAR	tcar	tscar
MOU								
(-1,1)	0.096	2.053	2.11*	1.63	0.036	0.709	1.39	1.23
(-5,5)	0.191	1.720	2.31*	2.13*	0.058	1.138	1.17	1.96
(0,10)	0.123	1.441	1.61	1.59	0.027	0.645	0.60	1.02
(-10,0)	0.078	0.777	1.44	2.03*	0.137	0.863	2.18*	1.93
EGM								
(-1,1)	0.005	0.182	0.19	0.76	0.033	0.198	0.66	0.40
(-5,5)	0.002	0.034	0.06	0.17	0.092	0.553	1.71	1.81
(0,10)	-0.007	-0.146	-0.17	-0.58	0.032	0.181	1.14	0.95
(-10,0)	0.012	0.096	0.32	0.55	0.072	0.459	1.53	1.44
Completion								
(-1,1)	0.028	-0.195	-0.84	-1.03	0.020	0.130	1.40	0.75
(-5,5)	-0.133	-0.443	-2.62*	-1.99	-0.036	-0.152	-0.93	-0.59
(0,10)	-0.178	-0.477	-2.21*	-1.88	-0.031	-0.204	-2.23*	-2.18*
(-10,0)	-0.024	-0.275	-0.51	-1.30	-0.026	-0.119	-0.94	-0.56

ที่มา: Datastream คำนวณสถิติและประมวลผลโดยผู้วิจัย

คำอธิบายเพิ่มเติม: ตารางนี้แสดงค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ที่คำนวณจาก $CAR_{it} = \sum_{t=T-k}^{T+k} AR_{it}$ และค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมมาตรฐาน (Standard Cumulative Abnormal Return: SCAR) ที่คำนวณจากการนำ CAR หารด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนสะสมของบริษัทที่เข้าทำ RTO รอบวันเกิดเหตุการณ์ คือ MOU Date, EGM Date, Tender Offer Completion Date ในตลาดสิงคโปร์และตลาดไทย วันที่ (-1,1), (-5,5), (0,10), (-10,0) แสดงวันก่อนวันเหตุการณ์ถ้าเป็นเครื่องหมายลบ วันเหตุการณ์มีค่าเท่ากับ 0 และวันหลังเหตุการณ์เครื่องหมายบวก tcar และ tscar คือค่า t-statistics เครื่องหมาย * และ ** แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 5% และ 1% จาก two-tailed test รายละเอียดการคำนวณและสถิติที่ใช้ทดสอบมาจาก Mackinlay (1997)

ตารางที่ 2 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสมการลงทุนในระยะสั้นของการทำ RTO วันที่ (-1,1), (-5,5), (0,10), (-10,0) ของตลาด ทั้งนี้การวัดการสะสมของอัตราการลงทุนเริ่มนับจากวันแรกในวงเล็บจนถึงวันสุดท้ายในวงเล็บ ข้อสังเกตจากตารางที่ 2 มีดังนี้



ประเด็นที่ 1 ณ วันประกาศทำสัญญาหนังสือบันทึกข้อตกลงระหว่างบริษัทคู่สัญญา หรือ MOU Date ราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมากกว่าวันประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นเพื่ออนุมัติการทำ RTO อย่างเป็นทางการ (EGM Date) และมากกว่า วันเริ่มดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์ภายหลังการเสนอซื้อหลักทรัพย์เสร็จสิ้น (Tender Offer Completion)

ประเด็นที่ 2 ตลาดมีการตอบสนองอย่างเป็นบวกต่อการประกาศทำ MOU ก่อนวันประกาศทำสัญญาอย่างเป็นทางการ โดยจะเห็นว่าทั้งตลาดสิงคโปร์และตลาดไทยค่า CAR หรือ SCAR จะมีขนาดสูงกว่าเมื่อช่วงเวลาเหตุการณ์สะสมนับรวมวันที่มีการประกาศอย่างเป็นทางการ เช่นช่วงหน้าต่างเหตุการณ์ที่ (-5,5) และ (-10,0) มีค่า CAR หรือ SCAR ที่มีนัยสำคัญทางสถิติสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงหน้าต่างเหตุการณ์ที่ (-1,1) และ (0,10) ทั้งนี้หมายความว่าน่าจะมีการซื้อ-ขายล่วงหน้าก่อนวันประกาศข่าวที่เป็นทางการ

ประเด็นที่ 3 ภายหลังกระบวนการทำ RTO ได้มีการประกาศเสร็จสิ้นพบว่า มีการติดลบของอัตราผลตอบแทนสะสมการลงทุนอยู่บ้างแต่ระดับของการลดดังกล่าวโดยรวมแล้วมีขนาดและนัยสำคัญทางสถิติที่ต่ำกว่าผลสะสมที่เป็นบวกในวันประกาศ MOU ทั้งนี้เพื่อตอบโจทยที่ว่ากระบวนการทำ RTO เป็นการสร้างหรือทำลายมูลค่าของกิจการที่จดทะเบียน ผู้วิจัยจึงดำเนินการตรวจสอบอัตราผลตอบแทนระยะยาวของบริษัทที่ทำธุรกรรมดังกล่าว

เนื่องจากอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์โดยรวมอาจขึ้นกับอัตราผลตอบแทนของตลาดโดยรวม ตารางที่ 3 แสดงค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ส่วนเกินจากค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมของตลาด (Buy and Hold Abnormal Return: BHAR) สำหรับหลักทรัพย์ที่ประกาศธุรกรรม RTO และ IPO

ตารางที่ 3 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสม ส่วนเกินจากค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมของตลาด (Buy and Hold Abnormal Return: BHAR) ของกลุ่ม RTO ในภายหลังวันทำ MOU และของกลุ่ม IPO ภายหลังวันเข้าตลาด

	สิงคโปร์				ไทย			
	1 เดือน	3 เดือน	6 เดือน	12 เดือน	1 เดือน	3 เดือน	6 เดือน	12 เดือน
MOU								
BHAR	0.083	-0.064	-0.048	-0.140	0.013	0.189	0.126	0.366
t-stat	0.93	-0.67	-0.42	-1.06	0.28	0.84	0.53	1.05
IPO								
BHAR	0.231	0.194	0.108	-0.019	-0.012	-0.010	-0.025	-0.010
t-stat	4.57**	3.82**	2.28*	-0.39	-0.39	-0.28	-0.63	-0.16

ที่มา: Datastream คำนวณสถิติและประมวลผลโดยผู้วิจัย

คำอธิบายเพิ่มเติม: ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสม ส่วนเกินจากค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมของตลาด (Buy and Hold Abnormal Return: BHAR) ที่คำนวณจาก $BHAR_{(T_1, T_2)} = \prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{it}) - \prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + E[R_{it} | \Omega_{it}])$ ภายหลังการประกาศธุรกรรม RTO และ IPO 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือน เครื่องหมาย * และ ** แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 5% และ 1% จาก two-tailed test รายละเอียดการคำนวณและสถิติที่ใช้ทดสอบมาจาก Mackinlay (1997)

ตารางที่ 3 แสดงผลว่ามูลค่าของการถือครองกลุ่มหุ้นที่ประกอบธุรกรรม RTO ในสิงคโปร์และไทย โดยเปรียบเทียบ กับตลาดโดยรวมแล้วพบว่าไม่มีความแตกต่างที่มีนัยสำคัญภายหลังการควบรวมเสร็จสิ้น เมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน ของกลุ่มตัวอย่างหลักทรัพย์ IPO พบว่า ในตลาดสิงคโปร์กลุ่มตัวอย่างหลักทรัพย์ดังกล่าวมีผลตอบแทนสะสมเกินของตลาด ภายในช่วง 6 เดือนแรก และผลตอบแทนสะสมส่วนเกินตลาดหายไปในเวลา 12 เดือน สำหรับในตลาดไทยนั้น กลุ่มตัวอย่าง หลักทรัพย์ IPO แสดงผลตอบแทนสะสมที่ไม่ต่างจากของตลาดเช่นกันภายใน 12 เดือน

4.2 ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทหลังการทำ IPO และ RTO (Post IPO and RTO Financial Performance)

ประเด็นหนึ่งที่เป็นข้อสงสัยคือคุณลักษณะของบริษัทที่เข้าทำธุรกรรม RTO ว่ามีคุณภาพในการดำเนินงานดีกว่า บริษัทที่เข้าจดทะเบียนทางตรงด้วย IPO หรือไม่ ผู้วิจัยจึงทำการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกลุ่ม IPO 1 ปีให้หลัง จากการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เทียบกับกลุ่ม RTO 1 ปีให้หลังการควบรวม ซึ่งจุดนี้ทำให้เห็นพัฒนาการของกลุ่ม RTO ที่เป็นบริษัทจดทะเบียนภายหลังการตอบรับแผนปรับโครงสร้างทางธุรกิจ และสุดท้ายเป็นการเปรียบเทียบกลุ่ม IPO 2 ปีให้หลังจากการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กับบริษัทกลุ่ม RTO ภายหลังจากกระบวนการควบรวมเสร็จสิ้น 2 ปี

ตารางที่ 4 อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทของกลุ่ม IPO ภายหลังจากวันเข้าตลาด และของกลุ่ม RTO ในภายหลังจากวันทำ MOU และหลังธุรกรรม RTO เสร็จสิ้น

ไทย	1 ปีหลัง IPO	1 ปีหลัง MOU	ส่วนต่าง IPO-RTO <i>t-stat</i>	2 ปีหลัง IPO	2 ปีหลัง RTO	ส่วนต่าง IPO-RTO <i>t-stat</i>
อัตราส่วนเงินสด (เงินสด/สินทรัพย์รวม)	0.132	0.071	0.061 2.97**	0.109	0.083	0.026 0.74
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	0.230	0.258	-0.028 -0.42	0.258	0.272	-0.014 -0.19
อัตรากำไรสุทธิ (กำไรสุทธิ/รายได้รวม)	0.082	-0.011	0.093 2.18**	0.035	0.035	-0.001 -0.01
อัตรากำไรต่อสินทรัพย์	0.068	0.016	0.053 1.92**	0.041	0.002	0.040 0.87
อัตรากำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.129	0.057	0.072 1.45	0.088	0.070	0.018 0.44

ที่มา: Datastream Worldscope คำนวณสถิติและประมวลผลโดยผู้วิจัย



ตารางที่ 4 นำเสนออัตราส่วนทางการเงินของบริษัทของกลุ่ม IPO ภายหลังจากวันเข้าตลาด และของกลุ่ม RTO ในภายหลังจากการควบรวมพบว่า แรกเริ่มกลุ่ม IPO มีสภาพคล่องที่วัดด้วยอัตราส่วนเงินสด และความสามารถในการทำกำไรที่วัดด้วยอัตรากำไรสุทธิและอัตรากำไรต่อสินทรัพย์ที่โดดเด่นกว่ากลุ่ม RTO อย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานของกลุ่ม RTO มีการพัฒนาที่ดีขึ้น ทั้งกลุ่ม RTO ในตลาดสิงคโปร์และไทย สามารถพลิกอัตราส่วนที่แสดงความสามารถในการทำกำไรจากลบเป็นบวกได้ 2 ปีภายหลังจากการควบรวม และเมื่อติดตามผลการดำเนินงานของกลุ่ม RTO ต่อไปอีก 2 ปีภายหลังจากทำธุรกรรม RTO พบว่าความแตกต่างของอัตราส่วนที่เกี่ยวข้องกับการทำกำไรระหว่างกลุ่ม RTO และกลุ่ม IPO ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติอีกต่อไป

4.3 ความเชื่อมโยงของอัตราผลตอบแทนสะสมและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนทางตรง (IPO) และทางอ้อม (RTO) (Determinants of Buy-and-Hold Return of IPOs and RTOs)

ผู้วิจัยใช้สมการพหุตัวแปร (Multiple Regression) ที่ปรากฏในสมการที่ (1) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามคืออัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือ (BHR) หน้าที่ธุรกรรม RTO ภายหลังจากเสนอซื้อหลักทรัพย์เสร็จสิ้นเป็นเวลา 1 ปีและหลัง IPO 1 ปี ส่วนตัวแปรอิสระประกอบด้วยตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับขนาดของธุรกรรม พรีเมียมของราคาเพื่อประเมินความเกี่ยวข้องระหว่างข้อมูลที่นักลงทุนได้รับในวันที่บริษัทเข้าตลาดไม่ว่าทางตรงหรืออ้อมและอัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือในระยะยาว ดังนั้นในส่วนตัวแปรอิสระที่เป็นผลประกอบการ และขนาดของบริษัทภายหลังจากเข้าตลาดเป็นตัวแปรคุม (Control Variable) เพื่อประเมินความเกี่ยวข้องระหว่างผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นภายหลัง

$$BHR_i = \beta_0 + \beta_1 DealSize_i + \beta_2 Prem_i + \beta_3 RTO + \beta_4 Prem_i \cdot RTO + \beta_5 \Delta D/A_i + \beta_6 \Delta EPS + \beta_7 \Delta EPS \cdot RTO_i + \beta_8 \ln Assets + \varepsilon_i \quad (1)$$

ตัวแปรอิสระที่ใช้ในแบบจำลอง ประกอบด้วย

Dealsize อัตราส่วนของขนาดของธุรกรรม RTO ต่อสินทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรืออัตราส่วนของราคาจอง (IPO Subscription Price) คูณจำนวนหุ้นที่จำหน่ายต่อสินทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

Prem ส่วนพรีเมียมของราคา ในกรณี RTO คำนวณจาก (ราคาหุ้นที่นำเสนอเพื่อการแลกเปลี่ยน-ราคาปิดหุ้นวันประกาศ)/ราคาปิดหุ้นวันประกาศ ในกรณี IPO คำนวณจาก (ราคาปิดวันแรกที่หุ้นเข้าตลาด-ราคาจอง IPO)/ราคาจอง IPO

RTO ตัวแปรนี้มีค่าเท่ากับ 1 สำหรับบริษัทที่ทำธุรกรรม RTO และมีค่าเท่ากับ 0 สำหรับบริษัทที่เข้าตลาดโดย IPO

Prem*RTO ผลคูณระหว่างตัวแปรเชิงปริมาณ Premium และตัวแปรหุ่น RTO

$\Delta D/A$ อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนหนี้ต่อสินทรัพย์ทั้งสิ้น

ΔEPS อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้น Earnings Per Share (EPS)

$\Delta EPS \cdot RTO$ ผลคูณระหว่างตัวแปรเชิงปริมาณ ΔEPS และตัวแปรหุ่น RTO

$\ln Assets$ ลอการิทึมธรรมชาติของขนาดสินทรัพย์ของบริษัท หน่วยเป็นพันดอลลาร์สหรัฐฯ

ในแบบจำลองที่ 1 ผู้วิจัยประมาณค่าพารามิเตอร์จาก Ordinary Least Squares (OLS) ตามรูปแบบสมการที่ (1) เนื่องจากอัตราผลตอบแทนสะสมเป็นค่าเฉลี่ยข้ามช่วงเวลาที่แตกต่างกันเพราะแต่ละบริษัทมีวันประกาศธุรกรรมต่างกัน จึงไม่พบว่าปัญหาอัตสหสัมพันธ์ (Autocorrelation) ของค่าความคลาดเคลื่อน ε_t และเมื่อใช้ White test ก็ไม่พบปัญหาความไม่คงที่ของค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนเช่นกัน อย่างไรก็ตาม เพื่อเป็นการตรวจสอบว่าผลของการศึกษาไม่เปลี่ยนแปลงเมื่อมีการเปลี่ยนรายละเอียดปลีกย่อยของแบบจำลอง (Robustness Check) จึงได้ประมาณการแบบจำลองที่ 2 โดยวิธีการโมเมนต์ในรูปทั่วไป General Method of Moments (GMM) ซึ่งวิธีดังกล่าวนี้จะช่วยยืนยันว่าข้อมูลที่มีค่าผิดปกติระดับไม่รุนแรง (Influential Data) ที่ปะปนในข้อมูลตัวแปรอิสระและตัวแปรตามไม่ได้ทำให้ผลของการประมาณค่าพารามิเตอร์ต่างไปจากผลของ OLS นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปร Cdummy 1 ตัวแปร ซึ่งตัวแปรนี้มีค่าเท่ากับ 1 สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดสิงคโปร์ และมีค่าเท่ากับ 0 สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดไทยเพื่อเป็นการคุมความแตกต่างในตลาด 2 ประเทศ อีกทาง การศึกษาของ Hayakawa (2007) และ Soto (2009) ใช้เทคนิคมอนติคาร์โลและพบว่า วิธีการโมเมนต์ในรูปทั่วไปให้ประสิทธิภาพในการประเมินค่าสัมประสิทธิ์เพราะเพิ่มอำนาจการทดสอบ (Power of test) แม้ว่าขนาดของตัวอย่างจะไม่ใหญ่มาก

จากตารางที่ 5 พบว่าปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือหุ้นที่ธุรกรรม RTO และทำ IPO ได้แก่ ขนาดของ Premium แสดงว่า Premium ของราคาเสนอแลกหุ้น RTO หรือการตั้งราคาจองหุ้น IPO เป็นการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนว่าเป็นบริษัทที่มีคุณภาพดี อย่างไรก็ตาม พบว่าขนาดของ Premium ของการทำ RTO มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทน กล่าวคือหาก Premium ของการตั้งราคาแลกหุ้นนั้นสูงกว่าหุ้นหลังควรวรวม มักต่ำกว่าราคาที่ตกลงแรก ซึ่งหมายถึงต้นทุนส่วนเพิ่มของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียน จากแบบจำลองไม่พบว่าการซื้อและถือหุ้นที่ธุรกรรม RTO เป็นเวลา 1 ปี ภายหลังจากการทำ Tender Offer มีอัตราผลตอบแทนที่ต่างไปจากการซื้อและถือหุ้น IPO เป็นเวลา 1 ปี ภายหลังจากเข้าตลาด แต่ไม่พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของ Interaction หรือผลคูณระหว่างตัวแปรเชิงปริมาณ Δ EPS และตัวแปรหุ้น RTO แสดงค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญการเสนอซื้อหลักทรัพย์เสรีจลิน การศึกษาไม่พบว่าอัตราส่วนทางการเงินอื่น ไม่ว่าจะเป็นอัตราส่วนหนี้ต่อสินทรัพย์ทั้งสิ้น อัตรากำไรสุทธิ หรืออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น มีนัยสำคัญทางสถิติในการอธิบายระดับของอัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือหุ้นในระยะยาว



ตารางที่ 5 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือ (BHR) หุ้นที่ธุรกรรม RTO และทำ IPO เป็นเวลา 1 ปีภายหลังการเสนอซื้อขายหลักทรัพย์เสร็จสิ้น

Variable	Model 1 (OLS)		Model 2 (GMM)	
	Parameter	t Value	Parameter	t Value
Deal Size Ratio	-0.0057	-1.64*	-0.0156	-2.38**
Premium	0.0096	5.14***	0.0080	3.09***
RTO	0.0179	0.09	0.0151	0.12
Premium*RTO	-0.1035	-1.63*	-0.0585	-4.42***
Δ Debt to Assets	-0.00002	-0.09	-0.00001	-0.41
Δ EPS	0.0139	0.21	0.0024	0.32
Δ EPS *RTO	0.0106	0.26	0.0148	0.63
lnAssets	0.0279	1.4	0.0298	1.49
Cdummy			-0.0463	-0.8
Adj Rsq	0.0815		0.0801	
F-stat	5.42		5.68	

ที่มา: Datastream Worldscope คำนวณสถิติและประมวลผลโดยผู้วิจัย

คำอธิบายเพิ่มเติม: ตารางแสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามคืออัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือ (BHR) หุ้นที่ธุรกรรม RTO และทำ IPO และตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับขนาดของธุรกรรม และผลประกอบการภายหลังการทำธุรกรรม โดยใช้สมการพหุคูณ (Multiple Regression) *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5%, 1% ตามลำดับ

4.4 สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนและหลังการทำ RTO เสร็จสิ้น (Post RTO Liquidity)

เนื่องจากการทำธุรกรรม RTO เป็นการปรับเปลี่ยนโครงสร้างบริษัทหลายด้านทั้งโครงสร้างทางการเงิน กลุ่มผู้ถือหุ้น ลักษณะของธุรกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกระบวนการดังกล่าวมักทำให้บริษัทภายหลังการควบรวมเสร็จสิ้นมีขนาดใหญ่ขึ้น ดังนั้นจึงเป็นที่น่าสนใจว่าผลกระทบของธุรกรรมดังกล่าวต่อสภาพคล่องเป็นอย่างไร จากงานวิจัยของ Amihud (2002) ตัววัดสภาพคล่องนั้นกระทบต่อค่าของหุ้นของบริษัท และจากข้อข้อสังเกตของ Kyle (1985) สภาพคล่องมีหลายมิติ ดังนั้นการวัดโดยปริมาณการซื้อขายอย่างเดียวไม่พอ ยังต้องคำนึงถึงความสามารถในการซื้อขายได้คล่องโดยที่ผลกระทบต่อราคาต่ำ (Low Price Impact) นอกจากนี้ งานเชิงทฤษฎีของ Foucault (1999), Hollifield, Miller, Sandas, and Slive (2006) Kyle and Obizhaeva (2018) ได้กล่าวถึงปัจจัยที่กำหนดสภาพคล่องที่วัดโดยส่วนต่างราคาเสนอซื้อและขาย (Bid-Ask Spread) ที่ถูกกำหนดโดยข้อมูลที่ไม่ว่าสมมาตรระหว่างผู้ซื้อ-ขายในตลาด Limit Order ความเสี่ยงในการที่คำสั่ง

ซื้อ-ขายจะไม่ได้รับการจับคู่ และความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลที่ทำให้ราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงระหว่างที่คำสั่งซื้อ-ขายรอเวลาการจับคู่ จากความซับซ้อนของการวัดและตีความตัวแปรสภาพคล่องผู้วิจัยได้นำเสนอตัววัดสภาพคล่องด้วยกัน 3 รูปแบบ คือ อัตราการหมุนของการเปลี่ยนมือของหลักทรัพย์รายวัน (Turnover) ซึ่งคำนวณจากปริมาณหุ้นที่เปลี่ยนมือในวันนั้นหารด้วยปริมาณหุ้นที่จดทะเบียนเรียกชำระแล้ว การเพิ่มของ Turnover หมายถึงการที่หุ้นมีการเปลี่ยนมือต่อวันมากขึ้นซึ่งแสดงถึงการที่นักลงทุนมีความสนใจซื้อขายในหลักทรัพย์นั้นเพิ่ม ตัววัดสภาพคล่องที่ 2 คือ เปอร์เซ็นต์ส่วนต่างราคาเสนอซื้อ (Bid Price) และขาย (Ask Price) หรือที่เรียกว่า Percentage Bid-Ask Spread ซึ่งคำนวณจาก (ราคาเสนอขาย-ราคาเสนอซื้อ)/ราคาปิดของหุ้น การลดลงของ Percentage Bid-Ask Spread เป็นไปได้จากการที่ความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างกลุ่มที่ใกล้ชิดข้อมูลบริษัท (Informed Trader) และผู้ที่เสียเปรียบเชิงข้อมูล (Uninformed Trader) ลดลง หรือเป็นเพราะความสนใจของนักลงทุนในการซื้อ ขาย หุ้นดังกล่าวมีมากขึ้น หากการทำธุรกรรม RTO นำไปสู่ความชัดเจนของข้อมูลมากขึ้นเนื่องจากคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลที่สูงขึ้น หรืออาจมาจากความชัดเจนของการทำงานของบริษัทภายหลัง RTO ตัววัดสภาพคล่องที่ 3 คือ เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (% Free Float) สืบเนื่องด้วยการเปลี่ยนโครงสร้างทางผู้ถือหุ้นภายหลังธุรกรรม ย่อมกระทบต่อสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย Leuz and Verrecchia (2000) นำเสนอความคิดว่า ขนาดของ % Free Float มีความสำคัญในการลดบทบาทของผู้ถือหุ้นที่คุมอำนาจ (Controlling Shareholder) ดังนั้นจึงทำให้ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลง

ตารางที่ 6 รายงานสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนและหลังการทำ RTO เสร็จสิ้น สำหรับตลาดสิงคโปร์พบว่า Turnover เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญโดยเฉพาะในเดือนแรกภายหลังธุรกรรม ที่ Turnover เพิ่มจาก 0.31% เป็น 1.01% ต่อวัน ภายหลังเหตุการณ์ 12 เดือนต่อมา Turnover ของบริษัทเหล่านี้ก็ยังคงสูงกว่า Turnover เฉลี่ย 12 เดือนก่อนธุรกรรม ซึ่งน่าจะเป็นตัวส่งผลให้ Percentage Bid-Ask Spread ลดลงในทุกช่วงเวลา และการลดลงดังกล่าวมีนัยสำคัญทางสถิติมากที่สุด อย่างไรก็ตาม พบว่าสภาพคล่องที่วัดจาก % Free Float ลดลงเล็กน้อยประมาณ 3% ภายใน 12 เดือนจาก 52.6 % เป็น 48.94%

สำหรับตลาดไทยนั้นพบว่า Turnover มีค่าลดลงอย่างมีนัยสำคัญ จาก 2.47% ก่อนการทำ RTO เสร็จสิ้นเหลือ 0.91% 12 เดือนต่อมา อย่างไรก็ตาม ระดับของ Turnover ดังกล่าวยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ย Turnover ของตลาดที่มีค่าประมาณ 0.23-0.4% ต่อวันจากการรายงานของ World Federation of Stock Exchanges และภายหลัง MOU 1 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือน อยู่ Turnover ในระดับประมาณ 0.9% ทั้งหมด ผู้วิจัยตั้งข้อสังเกตว่าบริษัทที่มีข่าว RTO ในตลาดไทยมีการปรับตัวทางราคาและปริมาณการซื้อขายอย่างผิดปกติก่อนการประกาศ RTO อย่างมีนัยสำคัญ จึงน่าจะเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้การวัดอัตราการเปลี่ยนแปลงดูเหมือนมีการลดลงของ Turnover อย่างไรก็ตาม % Free Float นั้นมีการเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน โดยเพิ่มจากระดับประมาณ 61-62% ในช่วงเวลาก่อนทำ RTO เสร็จสิ้น มาสูงที่สุดที่ 84.04% 3 เดือนภายหลัง ก่อนที่ค่าเฉลี่ยจะลดลงเหลือ 77.16% ซึ่งน่าจะช่วยส่งผลให้ Percentage Bid-Ask Spread ลดลงอย่างมีนัยสำคัญในกรอบ 12 เดือนก่อนและหลัง การที่ % Free Float ในกลุ่ม RTO ไทยเพิ่มขึ้นโดยเปรียบเทียบกับสิงคโปร์ ส่วนหนึ่งน่าจะมาจากการที่เกณฑ์จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยขั้นต่ำของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ต่างจากของไทย ตลาดหลักทรัพย์ไทยกำหนดจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยขั้นต่ำที่ 1,000 คนสำหรับบริษัทจดทะเบียนบนกระดานหลัก และ 300 คนสำหรับตลาด MAI ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์กำหนดจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยขั้นต่ำที่ 500 คนบนกระดานหลัก และ 200 คนสำหรับตลาด CAT



ตารางที่ 6 สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนและหลังการทำ RTO เสร็จสิ้น

	สิงคโปร์			ไทย		
	%Turnover	% BAS	% Free Float	%Turnover	% BAS	% Free Float
ก่อน 1 เดือน	0.31%	15.24%	47.36%	3.01%	0.71%	62.51%
หลัง 1 เดือน	1.01%	7.23%	45.01%	0.98%	0.80%	79.87%
t-stat หลัง-ก่อน	4.81**	-6.31**	-1.40	-4.38**	1.66	6.01**
ก่อน 6 เดือน	0.32%	17.16%	50.46%	3.04%	1.01%	61.64%
หลัง 6 เดือน	0.44%	7.83%	49.19%	0.96%	1.01%	81.53%
t-stat หลัง-ก่อน	2.39*	-17.33**	-1.63	-7.39**	0.05	16.88**
ก่อน 12 เดือน	0.37%	17.06%	52.60%	2.47%	1.19%	61.52%
หลัง 12 เดือน	0.48%	8.68%	48.94%	0.91%	0.96%	77.16%
t-stat หลัง-ก่อน	2.92**	-12.47**	-6.46**	-9.28**	-8.52**	18.64**

ที่มา: Datastream Worldscope คำนวณสถิติและประมวลผลโดยผู้วิจัย

คำอธิบายเพิ่มเติม: *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5%, 1% ตามลำดับ

5. บทสรุปการศึกษาเชิงประจักษ์และข้อคิดเห็นเชิงนโยบาย (Conclusion and Policy Implications)

การเปรียบเทียบเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทยทั้งทางตรงและทางอ้อมทำให้เห็นว่า กระบวนการจดทะเบียนเข้าตลาดทางอ้อมผ่านธุรกรรม RTO ก็มีเกณฑ์รับหลักทรัพย์ไม่ต่างไปจากการเข้าจดทะเบียนโดยตรงแบบ IPO และระยะเวลาที่ใช้ก็ไม่ได้สั้นกว่าการเข้าจดทะเบียนโดยตรง เนื่องจากต้องผ่านกระบวนการเจรจาและปรับโครงสร้างทางธุรกิจ การศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ทำธุรกรรม RTO ในตลาดสิงคโปร์และไทยระหว่างปี ค.ศ. 2008-2015 พบว่าบริษัทที่เข้าธุรกรรม RTO ไม่ได้ใช้การจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ทางอ้อมเครื่องมือสร้างราคาหุ้นทำกำไรให้ตนเองหรือหวังผลให้เข้าจดทะเบียนได้เร็วขึ้นกว่าการทำ IPO ดังนั้นบริษัทเลือกทำ RTO ด้วยน่าจะเป็นไปด้วยความต้องการเลี่ยง Dilution ของกำไร หรือ Return on Equity ของผู้ถือหุ้นกลุ่มเดิม เนื่องจากบริษัทที่จดทะเบียนด้วย RTO ไม่ได้รับเงินก้อนใหม่ ณ เวลาเข้าตลาดซึ่งต่างจากกระบวนการ IPO ที่บริษัทที่เข้าจดทะเบียนได้รับเงินทุนก้อนใหม่จากนักลงทุนกลุ่มใหม่

อีกประการหนึ่งคือการลดความไหวของราคาหุ้นต่อสภาพตลาดเนื่องจากการทำ RTO ไม่ไหวต่อสภาพตลาด เหมือนกับ IPO ที่ผู้ออกมักจะผลักดันการทำ IPO ช่วงที่ตลาดมีอัตราผลตอบแทนที่ดี เพราะมุ่งหวังการตอบรับที่ดีจากตลาด ในวันเริ่มนำหุ้นซื้อขายในตลาดวันแรกๆ ตามที่งานวิจัยของ Baker and Wurgler (2002) ตั้งข้อสังเกต สำหรับการเลือกเข้าตลาดด้วย RTO นั้น ไม่ได้มีการนำเสนอหุ้นขายต่อสาธารณะ ณ เวลาทำธุรกรรม แต่บริษัทที่อยู่นอกตลาดเลือกเข้าทำธุรกรรมเพราะอาจต้องการโอกาสในการเลือกทำรายการกับบริษัทจดทะเบียนที่มีสินทรัพย์ที่เอื้อประโยชน์ในกิจการ หลังการผนวกกันในราคาที่ไม่แพงในเวลานั้น และยังมีโอกาสที่จะเลือกเพิ่มทุนได้ภายหลังเมื่อต้องการ กระบวนการ RTO นี้ ไม่ได้พึ่งพิงกับสภาวะตลาดหุ้น จากการเก็บข้อมูลเบื้องต้นพบว่า การเกิดรายการ RTO ไม่ได้มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดหลักทรัพย์มากเท่ารายการ IPO เมื่อได้ลองคำนวณ Rank Correlation ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์กับจำนวนการทำรายการ IPO พบว่าเท่ากับ 0.51 ในขณะที่อัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์กับจำนวนการทำรายการ RTO เท่ากับ 0.35 นอกจากนี้เป็นไปได้ว่า แรงจูงใจในการเลือกทำ RTO คือการลดภาระทางภาษีหากเป็นการควบรวมกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดที่ประสบผลขาดทุนอยู่ และกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ⁴

การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงประจักษ์โดยอาศัยข้อมูลราคาหลักทรัพย์และข้อมูลทางบัญชีแสดงให้เห็นว่า กระบวนการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทางอ้อมนั้นไม่ได้เป็นการทำลายมูลค่า งานวิจัยนี้พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีผลประกอบการ และพบว่าสภาพคล่องดีขึ้นภายหลังธุรกรรม โดยพิจารณาจากการลดลงของเปอร์เซ็นต์ส่วนต่างราคาเสนอซื้อและขาย ที่เป็นการแสดงถึงการลดลงของข้อมูลที่ไม่สมมาตรระหว่างนักลงทุนในตลาด

ผลการศึกษาให้ข้อคิดเห็นเกี่ยวกับนโยบาย ดังนี้

- เนื่องจากกฎเกณฑ์ที่ใช้ในการคัดกรองผู้เข้าจดทะเบียนทางอ้อมได้ทำหน้าที่ได้ดีในการเลือกบริษัทที่ไม่ได้ด้อยคุณภาพ และมีคุณลักษณะเทียบเคียงกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนทางตรงจึงไม่มีความจำเป็นต้องเพิ่มความเข้มข้นของกฎเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนทางอ้อม
- การให้การศึกษาคู่ต่อสื่อและบุคคลทั่วไปในเรื่องการจดทะเบียนทางอ้อมเป็นเรื่องสำคัญ เพื่อไม่ให้เกิดภาพพจน์และความเข้าใจผิดเกี่ยวกับการจดทะเบียนทางอ้อม ซึ่งอาจนำไปสู่การเก็งกำไรที่ไร้เหตุผล และเกิดความเสียหายต่อผู้ร่วมทำธุรกรรม ทำให้ผู้ประสงค์ที่จะเข้าจดทะเบียนหลีกเลี่ยงการจดทะเบียนทางอ้อม นับว่าเป็นการเสียโอกาสสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการแผนการฟื้นฟูกิจการ นักลงทุนบริษัทจดทะเบียนที่มีปัญหาดำเนินงาน และต่อตลาดหลักทรัพย์ที่มีบริษัทจดทะเบียนจำนวนไม่น้อยที่มีผลการดำเนินงานที่ขาดทุนอย่างต่อเนื่องและไม่สามารถสร้างสภาพคล่องให้นักลงทุนในการซื้อขาย ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการขยายตัวของตลาดหลักทรัพย์เอง

⁴ จากการศึกษาเอกสารเวียนถึงผู้ถือหุ้น 90% ของตัวอย่างในสิงคโปร์และไทยให้เหตุผลการธุรกรรมเป็นไปเพื่อการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจหรือสร้างพลังผนึกในการประหยัด (Cost Synergy)



References

- Adjei, F., Cyree, K., and Walker, M. (2008). The determinants and survival of reverse mergers vs. IPOs, *Journal of Economics and Finance* 32: 176-194.
- Amihud, Y., (2002) Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects, *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
- Arellano-Ostoa, A. and Brusco, S. (2002). Understanding reverse mergers: A first approach, Working paper, Universidad Carlos III de Madrid.
- Baker, M. and Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure, *Journal of Finance*, 27(1), 1-32.
- Brau, J., Francis, B., Kohers, N. (2003). The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence, *Journal of Business* 76(4), 582-612.
- Brown, PR., Ferguson, A., and Lam P. (2010). Choice between alternative routes to go public, Working paper, SSRN.
- Carpentier, C., Cumming, D ., and Suret, J.M. (2009). The value of capital market regulation: IPO versus reverse mergers, Working Paper, CIRANO.
- Derrien, F. (2005). IPO Pricing in “Hot” Market Conditions: Who Leaves Money on the Table?, *Journal of Finance*, 60(1), 487-521.
- Floros, I.V., and Shastri, K. (2009). A comparison of penny stock initial public offerings and reverse mergers as alternative mechanisms for going public, SSRN.
- Foucault, T. (1999). Order flow composition and trading costs in a dynamic limit order market, *Journal of Financial Markets*, 2(2), 99-134.
- Gleason, K.C., Rosenthal, L., and Wiggins, R.A. (2005). Backing into being public: an exploratory analysis of reverse takeovers, *Journal of Corporate Finance*, 12, 54-79.
- Hayakawa, K., (2007). Small sample bias properties of the system GMM estimator, *Economic Letters*, 95(1), 32-38.
- Hollifield, B., Miller, R.A., Sandas, P., and Slive J. (2006). Estimating the gains from trade in limit-order markets, *Journal of Finance*, 61(6), 2753-2804.
- Kyle, A., (1985). Continuous auctions and insider trading, *Econometrica*, 53(6), 1315-1335.
- Kyle, A., and Obizhaeva, A., (2018). Adverse selection and liquidity: From theory to practice, SSRN Working paper.
- Leuz, C. and Verrecchia, R. (2000). The economic consequences of increased disclosure, *Journal of Accounting Research*, Vol.38, Supplement, 91-124.
- Ljungqvist, A. (2004). IPO Underpricing; A survey. Forthcoming, *Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, B. Espen Eckbo, ed.
- Mackinlay, A.C. (1997). Event studies in economics and finance, *Journal of Economic Literature*, 34, 13-39.



- Pakov, A.R. (2006). Ghouls and Godsenders? A critique of reverse merger policy, *Berkeley Business Law Journal*, 3(2). 474-513.
- Sangow, C. (2014). Survival of IPOs in Thailand, Masters Thesis, Thammasat University.
- Sharma, A., and Kesner, I. F. (1996). Diversifying entry: Some ex ante explanations for post entry survival and growth. *Academy of Management Journal* 39 (June): 63-78.
- Soto, M., (2009). System GMM estimation with a small sample, *Barcelona Economics Working Paper Series*, No.395.
- Vermeulen, E.P.M. (2014). Rules on backdoor listings: A global survey, *Indonesia-OECD Corporate Governance Policy Dialogue*.
- Wan-Hussin, W.N. (2002). The Reverse Take-over of Berjaya Textiles and Back-door Listing of Jaya Tiasa: A Malaysian Case, *SSRN Working Paper*.
- Winyuhuttakit, P. (2011). Asset acquisition from unlisted company regarded as backdoor listing, *Master of Law Thesis*, Chulalongkorn University.