

การซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับในตลาดทุนสิงคโปร์และไทย

An analysis of reverse takeovers in Singapore and Thailand

รศ.ดร.พันทิตา ภาวบุตร *

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

pantisa@tbs.tu.ac.th

บทคัดย่อ

ปัจจุบันมีความเชื่อว่าบริษัทที่เลือกจดทะเบียนทางอ้อมคือบริษัทที่มีวัตถุประสงค์แอบแฝง หรือบริษัทที่มีคุณสมบัติเป็นบริษัทจดทะเบียนไม่ครบถ้วน จึงเข้าสวมสิทธิในการจดทะเบียนโดยการซื้อกิจการที่จดทะเบียนอยู่ แล้วจึงมีผลให้เจ้าของกิจการหรือสินทรัพย์ที่ถูกซื้อนั้นเข้ามาเป็นผู้มีอำนาจควบคุมในบริษัท ดังนั้นการเข้าจดทะเบียนด้วยการทำ RTO มักจะมีภาพลักษณ์ที่ไม่ดีในสายตานักลงทุน งานวิจัยชิ้นนี้ประเมินผลกระทบของการเข้าจดทะเบียนทางอ้อม หรือที่เรียกว่า Reverse takeover (RTO) ต่อความมั่งคั่งของนักลงทุน ความสามารถในการฟื้นฟูหรือปรับปรุงกิจการที่ถูกซื้อ และเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดหลักทรัพย์โดยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทในตลาดสิงคโปร์และตลาดไทยระหว่างปี 2008-2015 ผลการศึกษาพบว่าเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนโดยรวมของสิงคโปร์มีความยืดหยุ่นกว่าของไทย แต่เงื่อนไขการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมสำหรับทั้งสองตลาดไม่ได้ลดคุณสมบัติของบริษัท ภายหลังการควบรวมตามที่บุคคลทั่วไปอาจเข้าใจ ภายหลังการทำ RTO เสร็จสิ้น ไม่พบว่าบริษัทที่ควบรวมแล้วมีผลการดำเนินงานที่ต่างไปจากบริษัทที่เข้าจดทะเบียนทางตรง และไม่พบหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าในระยะยาวบริษัทที่เข้าจดทะเบียนทางอ้อมมีอัตราผลตอบแทนจากลงทุนต่างไปจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

1. บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่ระดมทุนและกำกับตรวจสอบเพื่อให้เงินจากผู้ออมถูกนำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพตาม วัตถุประสงค์ของการดำเนินงานของบริษัท หน้าที่ของผู้ดูแลกำกับตลาดหลักทรัพย์จึงต้องสร้างดุลยภาพระหว่างกระบวนการกำกับดูแลเพื่อความโปร่งใสและนำเสนอกฎหมายที่เป็นธรรมสำหรับทั้งผู้ออมและผู้ต้องการระดมเงินทุน หากการกำกับหย่อนไปย่อมเป็นผลเสียต่อนักลงทุนที่ไม่สามารถประเมินความเสี่ยงได้ถูกต้อง

*ผู้วิจัยขอขอบคุณสำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ (วช.) และสำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย (สกว.) สำหรับการสนับสนุนงานวิจัย งานวิจัยนี้ได้รับข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์ต่อการศึกษาคณะกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิของ สกว. ศาสตราจารย์ ดร. อิศรา ศานติศาสตร์ ขอขอบคุณ คุณณิศา เตปินวงศ์ สำหรับการสนับสนุนด้านข้อมูลธุรกรรมการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ งานวิจัยชิ้นนี้ได้รับความช่วยเหลือของผู้ช่วยวิจัย คุณณิศา เตปินวงศ์ คุณประสิทธิ์ สุทธิกมลสกุล คุณสิปปภณ อธิธิปรัชญาบุญ และคุณนริศ กาญจนาทอง

แต่ถ้าการกำกับนั้นเข้มงวดเกินไปก็ส่งผลให้บริษัทที่มีอนาคตการดำเนินการที่ดีถูกกีดกันออกจากการระดมทุนและทำให้การเติบโตพัฒนาตลาดทุนเป็นไปอย่างจำกัด

กระบวนการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนนั้นสามารถทำได้ใน 2 รูปแบบ คือ การเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (IPO: Initial public offering) ซึ่งถือเป็นการเข้าจดทะเบียนโดยตรงโดยผ่านการคัดกรองจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) และตลาดหลักทรัพย์ หรือการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ (RTO: Reverse takeover) ซึ่งเป็นการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมหรือที่เรียกว่า Back door listing ที่มักได้รับความเข้าใจว่าใช้เวลาน้อยกว่าการจดทะเบียนโดยตรง ด้วยเหตุนี้เอง ปัจจุบันจึงมีความเชื่อว่าบริษัทที่เลือกจดทะเบียนทางอ้อมคือบริษัทที่มีวัตถุประสงค์แอบแฝง หรือ บริษัทที่มีคุณสมบัติเป็นบริษัทจดทะเบียนไม่ครบถ้วน จึงเข้าสวมสิทธิในการจดทะเบียนโดยการทำธุรกรรมซื้อขายสินทรัพย์กับบริษัทที่จดทะเบียนอยู่แล้วจนมีผลให้บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนนั้นเข้ามาเป็นผู้มีอำนาจควบคุมในบริษัทที่จดทะเบียนอยู่เดิม ดังนั้น การเข้าจดทะเบียนด้วยการทำ RTO มักจะมีภาพลักษณ์ที่ไม่ดีในสายตานักลงทุน จึงอาจส่งผลให้บริษัทนอกตลาดที่มีเจตนาเข้าฟื้นฟูบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด หลีกเลี่ยงการเข้าจดทะเบียนด้วยวิธีดังกล่าวเนื่องจากหลักเกณฑ์การดำเนินการ RTO ไม่ส่งเสริมให้บริษัทเข้าจดทะเบียนทางอ้อม นับว่าเป็นค่าเสียโอกาสสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการแผนการฟื้นฟูกิจการ ผู้ถือหุ้นบริษัทจดทะเบียนที่มีปัญหาดำเนินงาน และต่อตลาดหลักทรัพย์ที่มีบริษัทจดทะเบียนจำนวนไม่น้อยที่มีผลการดำเนินงานที่ขาดทุนอย่างต่อเนื่องและไม่สามารถสร้างสภาพคล่องให้นักลงทุนในการซื้อขาย ซึ่งจะกลายเป็นอุปสรรคต่อการขยายตัวของตลาดหลักทรัพย์เอง

งานวิจัยชิ้นนี้จึงมุ่งศึกษาการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทยโดยการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับโดยรวบรวมข้อมูลการจดทะเบียนทางตรงและทางอ้อมในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 ประเทศระหว่างปี ค.ศ. 2008-2015 เพื่อประเมินผลกระทบของการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมต่อความมั่งคั่งของนักลงทุน ความสามารถในการฟื้นฟูหรือปรับปรุงกิจการที่ถูกซื้อ และ เพิ่มจำนวนหุ้นที่มีสภาพคล่องให้กับตลาดหลักทรัพย์ ผลการศึกษาดังกล่าวยังมีความสำคัญในการเปรียบเทียบกฎหมาย/กฎระเบียบที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งทางตรงและทางอ้อมในประเทศสิงคโปร์และประเทศไทย เพื่อประเมินความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทยในการระดมทุนในกลุ่มประเทศอาเซียน จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่างานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับ IPO นั้นมีอยู่มาก แต่งานที่ประเมินผลการเข้าจดทะเบียนโดย RTO มีน้อยมากเนื่องจากข้อจำกัดทางข้อมูลและการศึกษาที่มีอยู่เป็นตัวอย่างของสหรัฐอเมริกาที่มีกฎระเบียบต่างจากตลาดทุนอาเซียนจึงไม่สามารถให้ข้อสรุปที่จะเป็นประโยชน์ทางนโยบายให้กลุ่มอาเซียนได้

ผลการศึกษาสรุปได้ว่าเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนโดยรวมของสิงคโปร์มีความยืดหยุ่นกว่าของไทย แต่กลไกการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมสำหรับทั้งสองตลาดไม่ได้เป็นการลดการพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทภายหลังการรวบรวมตามที่บุคคลทั่วไปอาจเข้าใจ ในทางตรงข้ามบริษัทที่ผ่านธุรกรรม RTO และประสงค์จะคงสถานะบริษัทจดทะเบียนยังต้องมีคุณสมบัติเป็นไปตามเกณฑ์ของบริษัทที่จดทะเบียนที่เข้าใหม่ทั่วไป ภายหลังการทำ RTO เสร็จ

สิ้น ไม่พบว่าบริษัทที่ควบรวมแล้วมีผลการดำเนินงานที่ต่างไปจากบริษัทที่เข้าจดทะเบียนทางตรง และไม่พบหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าในระยะยาวบริษัทที่เข้าจดทะเบียนทางอ้อมมีอัตราผลตอบแทนจากลงทุนต่างไปจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าตัวแปรสภาพคล่องที่วัดจากเปอร์เซ็นต์ส่วนต่างราคาเสนอซื้อและขายภายหลังการทำธุรกรรม RTO ลดลงอย่างมีนัยสำคัญในสิงคโปร์และไทยเมื่อเทียบ 12 เดือนก่อนธุรกรรม กับ 12 เดือน ภายหลังธุรกรรมเสร็จสิ้น การลดลงของ เปอร์เซ็นต์ส่วนต่างราคาเสนอซื้อและขาย เป็นการแสดงถึงการลดลงของข้อมูลที่ไม่สมมาตรในตลาดซึ่งคาดว่านำไปสู่การเพิ่มขึ้นของอัตราค่าธรรมเนียมของการซื้อขายหลักทรัพย์ในกรณีตลาดสิงคโปร์ หรือ การเพิ่มขึ้นของ เปอร์เซ็นต์การถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยในตลาดไทย

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

2. หลักการ ทฤษฎี และกระบวนการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน

2.1 ทางเลือกในการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน สามารถทำได้ 2 ทาง

วิธีที่ 1 คือ การทำ Initial public offering (IPO) ถือเป็นการจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์โดยตรง เป็นการระดมทุนจากประชาชนโดยตรงไปสู่บริษัทที่มีความต้องการใช้เงินทุนโดยการออกตราสารทุนเพื่อเสนอขายต่อประชาชนที่ประสงค์จะลงทุน ภายหลังการระดมทุนแล้วหุ้นสามัญของบริษัทสามารถซื้อขายแลกเปลี่ยนมือได้บนตลาดหลักทรัพย์เพิ่มความสะดวกในแง่สภาพคล่องให้กับผู้ถือหุ้นและการทำการซื้อขายได้ในราคาตลาดและสามารถกลับมาระดมทุนเพิ่มเติมได้ในอนาคต ทั้งนี้บริษัทผู้ต้องการใช้เงินทุนดังกล่าวต้องผ่านการตรวจสอบตามหลักเกณฑ์ด้านคุณสมบัติที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด รวมถึงต้องปฏิบัติตามขั้นตอนการยื่นขอและพิจารณารับหลักทรัพย์ที่ กสท และ ตลาดหลักทรัพย์ได้ตั้งไว้ ทั้งนี้เพื่อเป็นการตอบสนองกลุ่มบริษัทที่แตกต่างกันด้วยขนาด ประสิทธิภาพ และความสามารถในการทำกำไรตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทยได้แยกเกณฑ์การจดทะเบียนบนกระดานหลัก SGX และ SET และกระดานรองที่เรียกว่า Catalist (CAT) และ Market for Alternative Investments (MAI)

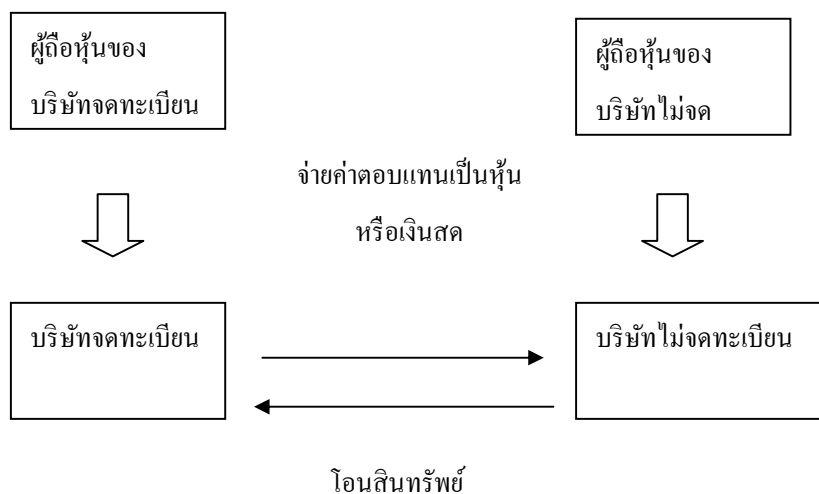
ตารางที่ A.1 ในภาคผนวกที่ 1 แสดงให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์สร้างทางเลือกในการเข้าจดทะเบียน 3 ทางเกณฑ์คือ (i) ขนาดของบริษัท สูงกว่า SGD 300 ล้าน และมีประวัติผลรวมสะสมกำไรไม่ต่ำกว่า 1 ปี หรือ (ii) ขนาดของบริษัท SGD 150 ล้าน แต่ไม่เกิน SGD 300 ล้าน ประวัติการทำกำไรขั้นต่ำอย่างน้อย 3 ปี และมีผลกำไรในรอบปีที่ผ่านมา หรือ (iii) ประวัติการทำกำไรขั้นต่ำอย่างน้อย 3 ปี ผลกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักภาษีเงินได้สูงสุดไม่ต่ำกว่า SGD 30 ล้าน ส่วนตลาดหลักทรัพย์ไทยตามตาราง A.2 ให้ความสำคัญกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่และผลกำไรที่เข้มแข็งอย่างน้อย 3 ปี จึงตั้งข้อสังเกตว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมุ่งเน้นการ

คัดเลือกบริษัทที่มีประวัติในการดำเนินงานที่ยาวนานกว่า ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีความยืดหยุ่นในการเปิดโอกาสให้บริษัทที่อาจมีประวัติการดำเนินงานน้อยแต่มีศักยภาพในการเติบโตสูงเข้ามาระดมทุนมากกว่า ทั้งนี้เห็นได้ชัดมากขึ้นหากพิจารณาเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนในตลาด Catalist (CAT) ที่ไม่มีการกำหนดเกณฑ์ขนาดหรือเกณฑ์ความสามารถในการทำกำไร แต่ให้ Sponsor เป็นผู้รับประกันสถานะการจดทะเบียน

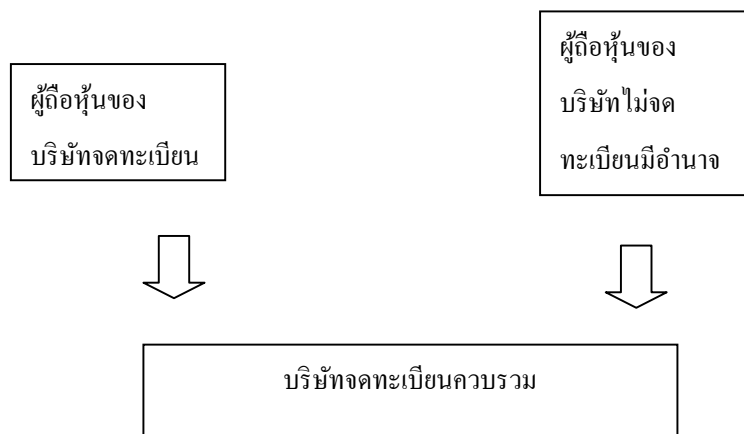
วิธีที่ 2 คือ การจดทะเบียนเข้าตลาดทางอ้อม โดยการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ Reverse takeover (RTO) เป็นการที่บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนเข้ามาทำธุรกรรมการซื้อขายสินทรัพย์กับบริษัทจดทะเบียน อันส่งผลให้บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่กว่านั้นสามารถเข้ามาสวมสิทธิความเป็นบริษัทจดทะเบียนได้ การซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับถือเป็นรูปแบบหนึ่งของการควบรวมกิจการระหว่าง 2 บริษัท ดังแสดงในแผนภาพที่ 1

แผนภาพที่ 1 กระบวนการนำบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้วย RTO

ก่อนทำรายการ



หลังทำรายการ



การควบรวมในลักษณะนี้มีการโอนสินทรัพย์จากบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนโดยที่ผู้ซื้อคือบริษัทจดทะเบียน การชำระรับโอนสินทรัพย์ด้วยการเพิ่มทุน นำเงินสด หรือกู้เงินอย่างใดอย่างหนึ่งหรือประกอบกัน การซื้อธุรกิจหรือรับโอนสินทรัพย์ดังกล่าวต้องเข้าเกณฑ์ลักษณะอย่างใดอย่างหนึ่งต่อไปนี้¹

- ขนาดของการได้มาซึ่งสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ (Very substantial acquisition; VSA) $\geq 100\%$ ตามคำอธิบายในตาราง 1
- เปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม
- ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนถือหุ้น $\leq 50\%$ ภายหลังการทำรายการ

ตารางที่ 1 นิยามของรายการที่ได้มาของสินทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทย

เกณฑ์	วิธีคำนวณ
1. เกณฑ์สินทรัพย์สุทธิ (Net tangible asset)	$\frac{\% \text{ สัดส่วนการถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น} \times \text{NTA ของบริษัทที่ทำรายการ} \times 100}{\text{NTA ของบริษัทจดทะเบียน}}$
2. เกณฑ์กำไรสุทธิ (Net profit)	$\frac{\% \text{ สัดส่วนการถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น} \times \text{กำไรสุทธิของบริษัทที่ทำรายการ} \times 100}{\text{กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียน}}$
3. เกณฑ์มูลค่ารวมของสิ่งทดแทน (Total Consideration)	$\frac{\text{จำนวนมูลค่าที่จ่ายหรือรับ} \times 100}{\text{สินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียน}}$
4. เกณฑ์มูลค่าหุ้นบริษัทจดทะเบียน ออกเพื่อชำระค่าสินทรัพย์ (Equity Value)	$\frac{\text{จำนวนหุ้นที่ออกเพื่อชำระค่าสินทรัพย์} \times 100}{\text{จำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วของบริษัทจดทะเบียน}}$
5. เกณฑ์ปริมาณทรัพยากรธรรมชาติ (Proved and probable reserve)	$\frac{\text{ปริมาณทรัพยากรสำรองที่พิสูจน์และที่คาดว่าจะพบ} \times 100}{\text{ปริมาณทรัพยากรสำรองที่พิสูจน์และที่คาดว่าจะพบของบริษัทจดทะเบียน}}$

ที่มา SGX Rule book Chapter 10 section, 1006 และประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ทจ. 20/2551 คำอธิบายเพิ่มเติม: สำหรับเกณฑ์ที่ 5 นั้นระบุไว้ใน SGX rule book เท่านั้น บริษัทที่ทำรายการหมายถึงบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียน

ในการเข้าควบรวมกิจการนั้น มีทั้งธุรกรรมที่เกิดขึ้นกับบริษัทจดทะเบียนที่ยังมีการดำเนินงานปกติและกับบริษัทจดทะเบียนที่ประสบกับปัญหาทางการเงินหรืออยู่ระหว่างการปรับโครงสร้างที่เรียกว่า Shell company อย่างไรก็ตามสำหรับคุณลักษณะของบริษัทที่ทำรายการ RTO ภายหลังการทำรายการบริษัทที่ผนวกกันนั้นต้องมีลักษณะเข้าเกณฑ์เสมือนการจดทะเบียนทางตรงตามเกณฑ์ของการเป็นเข้าจดทะเบียนโดยวิธี IPO

¹ ดูรายละเอียดจาก SGX rulebook Chapter 10, Part VIII section 1015 และ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บจ/ร 11-00

2.2 ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 งานวิจัยเกี่ยวกับ IPO (Underpricing and delisting of IPOs)

งานวิจัยเรื่อง IPO นั้นมีอยู่จำนวนมากและส่วนใหญ่จะเอนเอียงไปในเรื่องปรากฏการณ์อัตราผลตอบแทนที่สูงผิดปกติของหุ้น IPO อันเนื่องมาจากการตั้งราคาจองที่ต่ำ (IPO underpricing) Ritter (1991) ได้ศึกษาผลตอบแทนของหุ้น IPO ในสหรัฐช่วงปี 1975-1984 จากกลุ่มตัวอย่าง 1,526 บริษัทและพบว่าหุ้น IPO สร้างผลตอบแทนระยะสั้นโดยเฉลี่ย 14.32% แต่ในระยะยาวให้ผลตอบแทนตลบ 29% ในกรณีตลาดสิงคโปร์และตลาดไทยนั้น Dawson (1987) และ Wethayavivorn and Koo-Smith (1991) พบปรากฏการณ์อัตราผลตอบแทนที่สูงผิดปกติของหุ้น IPO ที่สูงถึง 39% และ 69% ตามลำดับได้แต่ไม่ได้มีการประเมินผลกระทบต่อความมั่งคั่งผู้ถือหุ้นในระยะยาว

Ljungqvist (2004) ตั้งกรอบการวิเคราะห์ IPO underpricing ไว้ 4 ประเด็นคือ (1) เรื่องของข้อมูลที่ไม่สมมาตร (Asymmetric information) (2) แรงจูงใจด้านกฎหมายและภาษี (3) ปัญหาของตัวแทนและความเป็นเจ้าของ และ (4) พฤติกรรมของนักลงทุน ในกรอบการวิเคราะห์ทั้งหมดทฤษฎีเรื่องข้อมูลที่ไม่สมมาตรเป็นที่ถูกกล่าวขานอย่างแพร่หลายที่สุด ทฤษฎีดังกล่าวเชื่อว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างนักลงทุนที่มีข้อมูลมากและนักลงทุนที่มีข้อมูลน้อยโดยมี วาณิชธนกิจเป็นตัวกลางรับประกันการออก IPO ทำให้ วาณิชธนกิจมีแรงจูงใจในการกำหนดราคา IPO ต่ำกว่าที่ควรเพื่อลดความเสี่ยงในการขายหุ้นไม่หมดและดึงดูดให้นักลงทุนกลุ่มที่มีข้อมูลน้อยเข้ามามีส่วนร่วมในการซื้อขายหุ้น IPO ดังนั้นการออก IPO ในช่วงที่ตลาดอยู่ในภาวะซบเซาจึงเป็นสิ่งที่บริษัทหลีกเลี่ยง Baker and Wurgler (2002) ตั้งข้อสังเกตว่าบริษัทในตลาดสหรัฐ พยายามจะออก IPO ช่วงตลาดขาขึ้นเพื่อให้ราคาหลักทรัพย์ของตนสูงที่สุด Derrien (2005) ใช้กรอบพฤติกรรมของนักลงทุนอธิบายอัตราผลตอบแทนที่สูงผิดปกติของหุ้น IPO ช่วงตลาดขาขึ้นในตลาดฝรั่งเศสและจากความเชื่อมั่นนักลงทุนในช่วงตลาดดังกล่าวทำให้หุ้นที่ overprice IPO ก็ยังมีผลตอบแทนที่สูงผิดปกติไปด้วยซึ่งนำไปสู่ผลตอบแทนที่ตลบในระยะยาว Derrien (2005) ยังยกตัวอย่างกรณีของตลาดสหรัฐว่าบริษัทหลายบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดย IPO ในช่วงตลาดขึ้นหลายบริษัทกลายเป็นบริษัทมีปัญหาต่อมาจนต้องออกจากตลาดหลักทรัพย์ไปเนื่องจากขาดคุณสมบัติตามเกณฑ์ Sangow (2014) ศึกษาการหุ้น IPO ที่ถูกเพิกถอนจากตลาดหลักทรัพย์ ไทยจำนวน 93 บริษัทในช่วงปี 2002-2005 และพบว่า บริษัทจำนวน 10 บริษัทนั้นได้รับการขึ้นเครื่องหมาย Non-compliance (NC) ภายในเวลา 9 ปีภายหลังการเข้าจดทะเบียน งานวิจัยที่กล่าวนี้ทำให้เห็นว่าการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยกระบวนการ IPO นั้นมีความไวต่อสภาวะตลาดและมีปัญหาเรื่องข้อมูลที่ไม่สมมาตรหรือความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทเช่นกัน

2.2.2 การส่งสัญญาณโดยการเพิ่มทุนหรือ การเลือกวิธีการเข้าตลาด (Market Signalling)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ของ Myers and Majluf (1984) ให้ข้อเสนอว่าการเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนนั้นเป็นการส่งสัญญาณที่ไม่ดี เนื่องจากทฤษฎีนี้ตั้งอยู่บน

พื้นฐานของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่ถือว่าผู้บริหารของบริษัทจะมีข้อมูลภายในบริษัทที่มากกว่านักลงทุน เพราะฉะนั้นผู้บริหารจะออกหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงเมื่อราคาของเขามีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น เช่นฉวยโอกาสออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเมื่อเห็นว่าตราสารทุนมีมูลค่าตลาดเกินมูลค่าที่แท้จริง นักลงทุนซึ่งก็รู้ถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลนี้จะลดราคาหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงทั้งที่ออกใหม่และมีอยู่เดิมเมื่อมีการประกาศเสนอ ขายหลักทรัพย์นี้ ดังนั้นผู้บริหารจึงเลือกเงินทุนจากภายในก่อนคือใช้เงินจากกำไรสะสมแล้วจึงตามด้วยแหล่งเงินทุนจากภายนอกที่มีต้นทุนในการเปิดเผยข้อมูลต่ำคือตราสารหนี้ ก่อนการออกตราสารทุน ดังนั้นในโลกของ Myers and Majluf (1984) การออกตราสารทุนเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการส่งสัญญาณว่าตลาดกำลังตีมูลค่าบริษัทเกินราคาปัจจัยพื้นฐาน

การส่งสัญญาณของบริษัทสามารถทำได้โดยการเลือกวิธีการเลือกเข้าจดทะเบียน ในกลุ่มงานวิจัยที่มีเรื่อง RTO จะเป็นการ มุ่งอธิบาย separating equilibrium ที่เกิดจากวิธีการเลือกเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทโดยที่บริษัทที่มีคุณภาพสูงเลือกเข้าจดทะเบียนโดย IPO ในขณะที่บริษัทที่มีคุณภาพด้อยเลือกเข้าจดทะเบียนโดย RTO แบบจำลองของ Arellano-Ostoa and Brusco (2002) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีคุณภาพสูงมีโอกาสในการลงทุนที่ดีกว่า จึงเลือกเข้าจดทะเบียนด้วย IPO แม้ว่าต้นทุนสูงของการจดทะเบียนสูงกว่า RTO ในขณะที่บริษัทที่มีคุณภาพต่ำมีโอกาสในการลงทุนที่ต่ำกว่าจึงเลือก RTO และจัดการเพิ่มทุนหลังจากที่โอกาสในการลงทุนมีความแน่นอนมากขึ้น หากเปรียบเทียบงานวิจัยเรื่อง IPO แล้ว งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับ RTO ปรากฏอยู่น้อยมากเนื่องจากข้อจำกัดของการได้ข้อมูล งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ใช้ข้อมูลของตลาดสหรัฐอเมริกา เช่น 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 อย่างไรก็ตามเป็นที่น่าสังเกตว่างานวิจัยเหล่านี้ใช้ตัวอย่างการทำ RTO บนตลาดรองหรือ ตลาด OTC ของสหรัฐที่ไม่ได้มีกฎเกณฑ์เข้มงวดเหมือนการดำเนินธุรกรรมบนกระดานหลัก จึงอาจกล่าวได้ว่าการเลือกตัวอย่างย่อมมีความเอนเอียงที่จะพบบริษัทที่มีปัญหา

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

2.2.3 ระเบียบและกฎเกณฑ์การทำรายการ RTO (Regulating RTOs)

Winyuhuttakit (2011) แบ่งแนวความคิดการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดทางอ้อมเป็น 2 แนวคิดใหญ่ๆ แนวคิดแรกคือการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุก (Positive listing approach) เป็นการ

พิจารณาที่เน้นการตรวจจับว่าการเข้าทำรายการประเภทใดเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ในการพิจารณาก่อนการเข้าทำรายการ หากสินทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนต้องการทำรายการนั้นมีขนาดใหญ่ เช่นตามคำนิยามในตารางที่ 1 ก็ถือว่าเป็นการแสดงเจตนาที่จะนำสินทรัพย์ดังกล่าวเข้าจดทะเบียนโดยอ้อม การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกนี้ไม่ได้พิจารณาว่าสินทรัพย์ที่ได้มาจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมหรือไม่ ดังนั้นหากบริษัทจดทะเบียนเลือกการใช้เงินสดที่กู้ยืมเพื่อซื้อสินทรัพย์บริษัทนอกตลาดก็ถือว่าเป็นการทำ RTO แม้ว่าการได้มาซึ่งสินทรัพย์นั้นไม่ได้ส่งผลการโอนอำนาจจากผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนไปยังบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียน ซึ่งต่างจากแนวคิดการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับ (Negative listing approach) ดังเช่นในตลาดสหรัฐอเมริกาและแคนาดา ที่ไม่ได้เน้นที่การตรวจจับรายการสินทรัพย์แต่ใช้เกณฑ์การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ จากการที่ตลาดสิงคโปร์และตลาดไทยใช้ทั้งเกณฑ์เชิงรุกและเชิงรับแสดงว่าทั้งสองตลาดพิจารณาธุรกรรมโดยใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ซึ่งเป็นแนวคิดที่พยายามจับธุรกรรมทั้งที่มีเจตนาและไม่มีเจตนาที่จะนำสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดเข้าจดทะเบียนจึงเป็นการเน้นบทบาทของตลาดหลักทรัพย์เพื่อทำการกำกับดูแลคุ้มครองนักลงทุนรายย่อยที่อาจเสียเปรียบจากการมีข้อมูลน้อยกว่าผู้บริหารบริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่

งานวิจัยเกี่ยวกับ RTO มักเป็นตัวอย่างการศึกษาของบริษัทในตลาดสหรัฐอเมริกา Sjostrom (2008) และ Winyuhuttakit (2011) ตั้งข้อสังเกตว่า การศึกษาที่มีอยู่ ประเมินต้นทุนที่แท้จริงของ RTO ต่ำเกินไปและไม่มีการประเมินต้นทุนทางอ้อมเช่น ต้นทุนการปรับโครงสร้างทางธุรกิจ รวมถึงค่าเสียโอกาสของการไม่ได้รับเงินจากกระบวนการเพิ่มทุนภายหลังการเข้าตลาดซึ่งแตกต่างกับการทำ IPO Pakov (2006) เสริมว่าการศึกษาเกี่ยวกับ RTO ที่เป็นอยู่ว่าไม่ได้มองผลกระทบครอบคลุมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย (stakeholders) เนื่องจากมีข้อจำกัดของการได้ข้อมูล Vermeulen (2014) กล่าวถึงประสบการณ์และกฎเกณฑ์การทำ RTO ในหลายประเทศ และสรุปว่าแนวทางการประเมินข้อดี ข้อเสียของการทำ RTO ต้องพิจารณาถึงสภาพแวดล้อมทางตลาดการเงินและกฎหมายที่แตกต่างกันในแต่ละประเทศ

เนื่องจากการกำกับควบคุมการทำ RTO ในประเทศสิงคโปร์และไทยแตกต่างจากสหรัฐอเมริกาที่มีการศึกษาอย่างกว้างขวางมากกว่า จึงไม่สามารถนำผลสรุปของสหรัฐมาใช้เป็นข้อคิดเห็นเกี่ยวกับผลกระทบของ RTO ในประเทศไทย จากการอภิปรายก่อนหน้านี้พบว่าตลาดสิงคโปร์และไทยมีการกำกับควบคุมการทำ RTO ที่เข้มงวดมากกว่าสหรัฐอเมริกา เช่น การกำหนดให้บริษัทที่ทำการควบรวมต้องมีคุณสมบัติครบถ้วนเช่นเดียวกับบริษัทที่ประสงค์จะทำ IPO อีกทั้งต้องมีการขอยื่นรับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นเป็นที่คาดว่าต้นทุนของการทำ RTO สูงกว่าความเชื่อของตลาดทั่วไป ซึ่งหากเป็นเช่นนั้นจริงจึงเป็นที่น่าสงสัยว่า บริษัทยังคงเลือกเข้าจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์โดย RTO เพราะเหตุใด ทั้งที่การเข้าจดทะเบียนโดย RTO นั้นภายใต้กรอบการ

ปฏิบัติของตลาดไทยและสิงคโปร์ไม่ได้แตกต่างจากการเข้าจดทะเบียนทางตรงโดย IPO และกระบวนการทั้งหมดอาจใช้เวลาไม่ต่างกันมาก²

อย่างไรก็ตามในทางปฏิบัติการเลือกเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนโดย RTO อาจลดเวลาการทำเรื่องขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงาน กสท.ได้บ้าง แต่ก็ยังต้องมีการยื่นคำขอจดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์ใหม่และบริษัทหลังการทำรายการก็ต้องมีคุณสมบัติเหมือนบริษัทที่เลือกการเข้าจดทะเบียนโดยวิธี IPO

3. การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

3.1 การเก็บข้อมูล

ในส่วนของข้อมูลที่จะนำมาใช้ในการวิเคราะห์เชิงเศรษฐมิติได้รวบรวมข้อมูล บริษัทที่ทำ IPO และ RTO ระหว่างปี ค.ศ. 2008-2015 สำหรับสิงคโปร์ ค.ศ. 2004-2014 สำหรับไทย โดยเก็บข้อมูล จากแหล่งสำคัญต่อไปนี้

- ราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์และข้อมูลทางบัญชี จาก ฐานข้อมูล Datastream และ WorldScope
- ข้อมูล IPO จาก ฐานข้อมูล Bloomberg
- ข้อมูล RTO จาก Singapore Stock Exchange และ กสท.โดยมีเอกสารรายละเอียดดังนี้
 - ประกาศและเอกสารเวียนถึงผู้ถือหุ้นจาก [http:// infopub.sgx.com](http://infopub.sgx.com)
 - ระเบียบการจดทะเบียน และการทำ RTO <http://rulebook.sgx.com>
- ข้อมูลจาก Investment bank ได้แก่ Memorandum of Understanding, Minutes of shareholder meetings, Sale purchase agreement (SPA), Independent financial advisor report (IFA)

3.2 ลักษณะของบริษัทที่ทำรายการ RTO ในสิงคโปร์และไทย

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

²บทสรุป 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.

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
จำนวนบริษัทจำแนกตามอุตสาหกรรม				
การเงินและอสังหาริมทรัพย์	2	5	5	0
เหมืองแร่	1	4	0	0
เทคโนโลยี	7	7	0	1
อื่นๆ	8	8	6	5
จำนวนวัน				
วันบันทึก MOU ถึงวัน เสนอซื้อ	390	311	190	274
วันประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นถึงวันเสนอซื้อ	66	101	107	195
จำนวนบริษัทที่มีปัญหาทางการเงิน	9	13	6	2
จำนวนธุรกรรมเงินสด	0	2	5	1
จำนวนธุรกรรมแลกหุ้น	12	16	3	2
จำนวนธุรกรรมเงินสดผสมแลกหุ้น	2	0	2	2
จำนวนธุรกรรมข้ามอุตสาหกรรม	13	15	8	4
จำนวนธุรกรรมที่วางแผนปรับโครงสร้าง	14	18	5	3

ที่มา : Bloomberg, Datastream, Memorandum of Understanding, Minutes of shareholder meetings, Sale purchase agreement (SPA) สถิติคำนวณโดยผู้วิจัย

เมื่อพิจารณากลุ่มตัวอย่างทั้งสองตลาดแล้ว พบว่า กลุ่มบริษัทที่ทำธุรกรรมล้วนมีขนาดมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น (Market capitalization) ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลางของตลาดอยู่มาก มูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่มที่มี

รายการ RTO บน SGX และ SET มีค่าเฉลี่ยที่ ประมาณ 51-52 ล้าน ดอลลาร์สหรัฐ ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของตลาดโดยรวมมีค่าประมาณ 848 ล้าน ดอลลาร์สหรัฐบน SGX และ 524 ล้าน ดอลลาร์สหรัฐบน SET ซึ่งถือว่ากลุ่มตัวอย่างที่ทำธุรกรรมอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นในควอเตอร์ที่ 1 ของตลาดโดยรวม พบว่า 61% ของกลุ่มตัวอย่างของสิงคโปร์นั้นเป็นบริษัทที่อยู่ในหมวด การเงินและอสังหาริมทรัพย์ เหมืองแร่ และ เทคโนโลยี สำหรับตลาดไทยนั้นมีการกระจุกตัวในหมวดอสังหาริมทรัพย์ 29% นอกจากนี้พบว่าประมาณ 51% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งสองตลาดเป็นบริษัทที่ผู้ตรวจสอบบัญชี (auditor) ลงความเห็นว่ามีปัญหาทางการเงิน สังเกตว่าธุรกรรมส่วนใหญ่เป็นการดำเนินการแลกหุ้น เป็นการรวบรวมข้ามอุตสาหกรรม และส่วนใหญ่มีการวางแผนการปรับโครงสร้างในการรวบรวม นอกจากนี้พบว่าระยะเวลาจากวันที่ทำ MOU ถึงวันที่ทำการเสนอซื้อ Tender offer ใช้เวลาเกินเฉลี่ยเกิน 300 วันในตลาดสิงคโปร์และ เกิน 200 วันในตลาดไทยแสดงว่ากระบวนการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมใช้เวลาไม่น้อย

ตารางที่ 2 นำเสนอประเด็นจุดสนใจในการทำธุรกรรม RTO ที่เสนอในรายงานที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ที่ส่วนใหญ่เป็นการมุ่งหวังเพื่อการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจและการประหยัดต้นทุน

ตารางที่ 2 เหตุผลของการทำธุรกรรม

เหตุผลของการทำธุรกรรม	สิงคโปร์	ไทย
การกระจายความเสี่ยงธุรกิจ (Diversification)	66.67%	52.94%
สร้างพลังผนึกระหว่างบริษัทที่ทำรายการโดยการประหยัด (Cost synergy)	5.26%	16.88%
สร้างพลังผนึกระหว่างบริษัทที่ทำรายการโดยการประหยัดและกระจายความเสี่ยง (Cost synergy and diversification)	21.04%	22.76%
ประหยัดต้นทุนและเวลาในการจดทะเบียน	7.03%	7.42%

ที่มา : Independent financial report (IFA), SPA agreement (only on SGX), and RTO announcement final report.

4. แบบจำลองและผลลัพธ์เชิงประจักษ์

4.1 อัตราผลตอบแทนการลงทุนในระยะสั้นและระยะยาวของบริษัทที่ทำ RTO

กระบวนการทำ RTO ประกอบด้วยเหตุการณ์ที่สำคัญด้วยการ 3 เหตุการณ์ คือ (i) วันทำสัญญาหนังสือบันทึกข้อตกลงระหว่างบริษัทคู่สัญญา (MOU date) (ii) วันประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นเพื่ออนุมัติการทำ RTO อย่างเป็นทางการ (EGM date) และ (iii) วันเริ่มดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์ภายหลังการ เสนอซื้อหลักทรัพย์เสร็จสิ้น (Tender offer completion date)

การศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทนการลงทุนในระยะสั้นของการประกาศเหตุการณ์ทั้งสามนี้เป็นการประเมินผลการตอบสนองของนักลงทุนต่อข่าวสารดังกล่าวว่ามีความคาดหวังต่อเหตุการณ์ดังกล่าวอย่างไร หากนักลงทุนเล็งเห็นว่าชวานั้นเป็นการส่งสัญญาณที่ดีเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัทก็จะนำไปสู่อัตราผลตอบแทนที่

ผิดปกติสะสม ในช่วงสั้นๆ นั้นเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หากข่าวนั้นไม่ได้ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่มีนัยสำคัญทางสถิติก็หมายความว่าเหตุการณ์นั้นไม่ได้ทำให้นักลงทุนเปลี่ยนแปลงความเห็นเกี่ยวกับมูลค่าบริษัท หรืออาจหมายความว่านักลงทุนในตลาดอาจมีความเห็นที่ไม่ตรงกันเกี่ยวกับผลกระทบของเหตุการณ์ต่อมูลค่าของบริษัท ในทางตรงข้ามหากนักลงทุนเล็งเห็นว่าข่าวนั้นเป็นการส่งสัญญาณที่ไม่ดีเกี่ยวกับการดำเนินงานก็จะนำไปสู่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงสั้นๆ นั้นเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

เนื่องจากการทำ RTO เป็นการเปลี่ยนโครงสร้างของบริษัทที่ถือได้ว่าเป็นการผนวกรวมบริษัท กระบวนการนี้ย่อมใช้เวลาานกว่าจะเห็นผลลัพธ์ ดังนั้น จึงจำเป็นที่จะต้องมีการวัดผลในระยะยาวทั้งในรูปของผลประกอบการและอัตราผลตอบแทนการลงทุนในระยะยาว เพื่อเป็นการยืนยันว่าสิ่งที่นักลงทุนคาดการณ์ในระยะสั้น เป็นสิ่งที่สอดคล้องกับความสามารถในการดำเนินเงิน การสร้างมูลค่าเพิ่ม ที่จะได้รับการตอบสนองด้วยมูลค่าของบริษัทที่สูงขึ้นและอัตราผลตอบแทนการลงทุนในระยะยาวที่เป็นบวกด้วยเช่นกัน รายละเอียดการคำนวณอัตราผลตอบแทนผิดปกติในระยะสั้นและระยะยาว รวมทั้งสถิติที่ประเมินนัยสำคัญปรากฏในภาคผนวกที่ 2

ตารางที่ 4 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) และค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมมาตรฐาน (Standard cumulative abnormal return; SCAR) ของบริษัทที่เข้าทำ 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

ตารางที่ 4 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสมการลงทุนในระยะสั้นของการทำ RTO วันที่ (-1,1), (-5,5), (0,10), (-10,0) ของตลาดทั้งนี้การวัดการสะสมของอัตราการลงทุนเริ่มนับจากวันแรกในวงเล็บจนถึงวันสุดท้ายในวงเล็บ ข้อสังเกตจากตารางที่ 4 มีดังนี้

ประเด็นที่ 1 ณ วันประกาศทำสัญญาหนังสือบันทึกข้อตกลงระหว่างบริษัทคู่สัญญา หรือ MOU date ราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมากกว่าวันประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นเพื่ออนุมัติการทำ RTO อย่างเป็นทางการ (EGM date) และมากกว่า วันเริ่มดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์ภายหลังการเสนอซื้อหลักทรัพย์เสร็จสิ้น (Tender offer completion)

ประเด็นที่ 2 ตลาดมีการตอบสนองอย่างเป็นบวกต่อการประกาศทำ MOU ก่อนวันประกาศทำสัญญา อย่างเป็นทางการ โดยจะเห็นว่าทั้งตลาดสิงคโปร์และตลาดไทยค่า CAR หรือ SCAR จะมีขนาดสูงกว่าเมื่อช่วงเวลาเหตุการณ์สะสมนับรวมวันที่มีการประกาศอย่างเป็นทางการ เช่นช่วงหน้าต่างเหตุการณ์ที่ (-5,5) และ (-10,0) มีค่า CAR หรือ SCAR ที่มีนัยสำคัญทางสถิติสูงกว่าเมื่อ เปรียบเทียบกับช่วงหน้าต่างเหตุการณ์ที่ (-1,1) และ (0,10) ทั้งนี้หมายความว่าน่าจะมีการซื้อ ขายล่วงหน้าก่อนวันประกาศข่าวที่เป็นทางการ

ประเด็นที่ 3 ภายหลังจากกระบวนการทำ RTO ได้มีการประกาศเสร็จสิ้นพบว่าการติดลบของอัตราผลตอบแทนสะสมการลงทุนอยู่บ้างแต่ระดับของการลดลงต่ำกว่าโดยรวมแล้วมีขนาดและนัยสำคัญทางสถิติที่ต่ำกว่าผลสะสมที่เป็นบวกในวันประกาศ MOU ทั้งนี้เพื่อตอบโจทยว่ากระบวนการทำ RTO เป็นการสร้างหรือทำลายมูลค่าของกิจการที่จดทะเบียน ผู้วิจัยจึงดำเนินการตรวจสอบอัตราผลตอบแทนระยะยาวของบริษัทที่ทำธุรกรรมดังกล่าว

เนื่องจากอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์โดยรวมอาจขึ้นกับอัตราผลตอบแทนของตลาด โดยรวม ตารางที่ 5 แสดงค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ส่วนเกินจากค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมของตลาด (buy and hold abnormal return, BHAR) สำหรับหลักทรัพย์ที่ประกาศธุรกรรม RTO และ IPO

ตารางที่ 5 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสม ส่วนเกินจากค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมของตลาด (buy and hold abnormal return, BHAR) ภายหลังการประกาศธุรกรรม RTO และ IPO

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
EGM								
BHAR	-0.052	-0.16	-0.235	-0.334	0.097	0.095	0.093	0.083
t-stat	-1.11	-1.47	-2.86**	-2.84	1.02	1.39	1.88	0.77
Completion								
BHAR	-0.175	-0.26	-0.230	-0.242	0.032	-0.062	0.1800	0.082
t-stat	-2.10*	-2.15*	-2.17*	-2.02*	0.74	-1.43	1.56	0.66
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) ภายหลังการประกาศธุรกรรม RTO และ IPO 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือน เครื่องหมาย * และ ** แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 5% และ 1% จาก two-tailed test

ตารางที่ 5 แสดงว่าการมูลค่าของการถือครองกลุ่มหุ้นที่ประกอบธุรกรรม RTO ในสิงคโปร์ลดแนวโน้มลดลงแต่มีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับมูลค่าการลงทุนในตลาดโดยรวม ในขณะที่มูลค่าของการถือครองกลุ่มหุ้นที่ประกอบธุรกรรม RTO ในไทยใกล้เคียงกับมูลค่าการลงทุนในตลาด สำหรับกลุ่มหลักทรัพย์ RTO ในไทย มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินตลาดอยู่ประมาณ 8.2% อย่างไรก็ตามจำนวนตัวเลขนี้ไม่มีนัยสำคัญจึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานได้ว่ากลุ่มหลักทรัพย์ RTO ในไทยมีอัตราผลตอบแทนต่างจากอัตราผลตอบแทนของตลาดในช่วง 12 เดือน ภายหลังการควบรวมเสร็จสิ้น เมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกลุ่มตัวอย่างหลักทรัพย์ IPO พบว่า ในตลาดสิงคโปร์กลุ่มตัวอย่างหลักทรัพย์ดังกล่าวมีผลตอบแทนสะสมเกินของตลาดภายในช่วง 6 เดือนแรก และ

ผลตอบแทนสะสมส่วนเกินตลาดหายไปในเวลา 12 เดือน สำหรับ ในตลาดไทยนั้น กลุ่มตัวอย่างหลักทรัพย์ IPO แสดงผลตอบแทนสะสมที่ไม่ต่างจากของตลาด

4.2 ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทหลังการทำ IPO และ RTO

ประเด็นหนึ่งที่เป็นข้อสงสัยของงานวิจัยชิ้นนี้คือคุณลักษณะของบริษัทที่เข้าทำธุรกรรม RTO ว่ามีคุณภาพในการดำเนินงานด้อยกว่าบริษัทที่เข้าจดทะเบียนทางตรงด้วย IPO หรือไม่ ผู้วิจัยจึงทำการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกลุ่ม IPO 1 ปีให้หลังจากการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เทียบกับกลุ่ม RTO 1 ปีให้หลังการทำสัญญา MOU ซึ่งจุดนี้ทำให้เห็นพัฒนาการของกลุ่ม RTO ที่เป็นบริษัทจดทะเบียนภายหลังการตอบรับแผนปรับโครงสร้างทางธุรกิจ และสุดท้ายเป็นการเปรียบเทียบ กลุ่ม IPO 3 ปีให้หลังจากการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กับบริษัทกลุ่ม RTO ภายหลังจากกระบวนการครบรอบเสร็จสิ้น 2 ปี ซึ่งน่าจะถือว่าเทียบเคียงได้กับกลุ่ม IPO 3 ปีหลังปีที่เข้าตลาดเนื่องจากบริษัทใช้เวลาประมาณ 1 ปีในการทำ RTO เสร็จสิ้นนับจากวันทำสัญญา MOU

ตารางที่ 6 อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทของกลุ่ม IPO ภายหลังจากวันเข้าตลาด และของกลุ่ม RTO ในภายหลังจากวันทำ MOU และหลังธุรกรรม RTO เสร็จสิ้น

ลิสต์โปร	1 ปีหลัง IPO กลุ่ม IPO	1 ปีหลัง MOU กลุ่ม RTO	ส่วนต่าง IPO - RTO <i>t-stat</i>	3 ปีหลัง IPO กลุ่ม IPO	2 ปีหลัง RTO เสร็จสิ้น กลุ่ม RTO	ส่วนต่าง IPO - RTO <i>t-stat</i>
อัตราส่วนทางการเงิน						
อัตราส่วนเงินสด (เงินสด/ สินทรัพย์รวม)	0.216	0.233	-0.016 -0.35	0.191	0.126	0.065 2.42*
อัตราส่วนหนี้สินต่อ สินทรัพย์	0.208	0.260	-0.052 -1.14	0.262	0.268	-0.006 -0.09
อัตรากำไรสุทธิ (กำไร สุทธิ/รายได้รวม)	0.119	0.010	0.109 1.51	0.058	-0.0002	0.058 0.84
อัตรากำไรต่อสินทรัพย์	0.065	-0.042	0.107 4.3**	0.029	0.039	-0.010 -0.42
อัตรากำไรต่อส่วนของผู้ ถือหุ้น	0.119	-0.025	0.145 3.08**	0.060	0.083	-0.023 -0.38

ตารางที่ 6 (ต่อ) อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทของกลุ่ม IPO ภายหลังจากวันเข้าตลาด และของกลุ่ม RTO ในภายหลังจากวันทำ MOU และหลังธุรกรรม RTO เสร็จสิ้น

ไทย	1 ปีหลัง IPO กลุ่ม IPO	1 ปีหลัง MOU กลุ่ม RTO	ส่วนต่าง IPO – RTO <i>t-stat</i>	3 ปีหลัง IPO กลุ่ม IPO	2 ปีหลัง RTO เสร็จสิ้น กลุ่ม RTO	ส่วนต่าง IPO – RTO <i>t-stat</i>
อัตราส่วนทางการเงิน						
อัตราส่วนเงินสด (เงินสด/ สินทรัพย์รวม)	0.132	0.071	0.061 2.97**	0.109	0.083	0.026 0.74
อัตราส่วนหนี้สินต่อ สินทรัพย์	0.230	0.258	-0.028 -0.42	0.258	0.272	-0.014 -0.19
อัตรากำไรสุทธิ (กำไร สุทธิ/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
อัตรากำไรต่อส่วนของผู้ ถือหุ้น	0.129	0.057	0.072 1.45	0.088	0.070	0.018 0.44

ที่มา Datastream Worldscope คำนวณสถิติและประมวลผลโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 6 นำเสนออัตราส่วนทางการเงินของบริษัทของกลุ่ม IPO ภายหลังจากวันเข้าตลาด และของกลุ่ม RTO ในภายหลังจากวันทำ MOU และหลังธุรกรรม RTO เสร็จสิ้นพบว่าผลการดำเนินงานของกลุ่ม RTO มีการพัฒนาที่ดีขึ้น กลุ่ม RTO ในตลาดสิงคโปร์และไทย สามารถพลิกอัตราส่วนที่แสดงความสามารถในการทำกำไรจากลบเป็นบวกได้ 1 ปีภายหลังจากการทำ MOU และเมื่อติดตามผลการดำเนินงานของกลุ่ม RTO ต่อไปอีก 2 ปีภายหลังจากทำธุรกรรม RTO พบว่าความแตกต่างของอัตราส่วนที่เกี่ยวข้องกับการทำกำไรระหว่าง กลุ่ม RTO และ กลุ่ม IPO ไม่นับสำคัญทางสถิติอีกต่อไป

4.3 ความเชื่อมโยงของการอัตราผลตอบแทนสะสมและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่เข้า

จดทะเบียนทางตรง (IPO) และทางอ้อม (RTO)

ตารางที่ 7 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามคืออัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือ (BHR) หุ้นที่ธุรกรรม RTO และทำ IPO และตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับขนาดของธุรกรรม และผลประกอบการภายหลังจากทำธุรกรรม โดยใช้ สมการพหุตัวแปร (Multiple regression) ที่ (1)

$$BHR_{it+n} = \beta_0 + \beta_1 RTO + \beta_2 S + \beta_3 (RTO \cdot S) + \beta_4 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$n \in 1, 2, 3$

ในตารางที่ 7 นั้น ตัวแปรตามคืออัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือ (BHR) หุ้นที่ธุรกรรม RTO ภายหลังจากการเสนอซื้อหลักทรัพย์เสร็จสิ้น เป็นเวลา 1 ปีและหลัง IPO 1 ปี

เพื่อเป็นการตรวจสอบว่าผลของการศึกษาไม่เปลี่ยนแปลงเมื่อมีการเปลี่ยนรายละเอียดปลีกย่อยของแบบจำลอง จึงนำเสนอผลของแบบจำลองที่ 1 และ 2 ในแบบจำลองที่ 1 ผู้วิจัยประมาณค่าพารามิเตอร์จาก Ordinary least squares (OLS) เนื่องจากอัตราผลตอบแทนสะสมเป็นค่าเฉลี่ยข้ามช่วงเวลาที่แตกต่างกันเพราะแต่ละบริษัทมีวันประกาศธุรกรรมต่างวันจึงไม่พบปัญหา autocorrelation ของค่าความคลาดเคลื่อน ε_t และเมื่อใช้ White test ก็ไม่พบปัญหาความไม่คงที่ของค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนเช่นกัน อย่างไรก็ตาม เพื่อเป็นการตรวจสอบว่าผลของการศึกษาไม่เปลี่ยนแปลงเมื่อมีการเปลี่ยนรายละเอียดปลีกย่อยของแบบจำลอง (Robustness check) จึงได้ประมาณการแบบจำลองที่ 2 โดยวิธี General method of moments (GMM)

ตัวแปรอิสระที่ใช้ในแบบจำลองทั้ง 2 ประกอบด้วย

Cdummy ตัวแปรนี้มีค่าเท่ากับ 1 สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดสิงคโปร์ และมีค่าเท่ากับ 0 สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดไทย

Deal size ratio อัตราส่วนของขนาดของธุรกรรม RTO ต่อสินทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

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

RTO ตัวแปรนี้มีค่าเท่ากับ 1 สำหรับบริษัทที่ทำธุรกรรม RTO และมีค่าเท่ากับ 0 สำหรับบริษัทที่เข้าตลาดโดย IPO

Premium*RTO ผลคูณระหว่างตัวแปรเชิงปริมาณ Premium และตัวแปรหุ่น RTO

Δ Debt to assets อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนหนี้ต่อสินทรัพย์ทั้งสิ้น

Δ EPS อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้น Earnings per share (EPS)

Δ EPS *RTO ผลคูณระหว่างตัวแปรเชิงปริมาณ Δ EPS และตัวแปรหุ่น RTO

LnAssets ลอการิทึมธรรมชาติของขนาดสินทรัพย์ของบริษัทหน่วย เป็น พันดอลลาร์สหรัฐ

จากตารางที่ 7 พบว่าปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือหุ้นที่ธุรกรรม RTO และทำ IPO ได้แก่ ขนาดของ premium แสดงว่า premium ของ ราคาเสนอแลกหุ้น RTO หรือการตั้งราคาจองหุ้น IPO เป็นการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนว่าเป็นบริษัทที่มีคุณภาพดี อย่างไรก็ตาม พบว่า การขนาดของ premium ของการทำ RTO มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทน กล่าวคือหาก premium ของการตั้งราคาแลกหุ้นนั้นสูงราคาหุ้นหลังควมรวมมักต่ำกว่าราคาแรกที่ตกลงแรก ทั้งนี้ก็เป็นต้นทุนส่วนเพิ่มของบริษัทที่

ไม่ได้จดทะเบียน จากแบบจำลองไม่พบว่าการซื้อและถือหุ้นที่ธุรกรรม RTO เป็นเวลา 1 ปี ภายหลังจากการทำ Tender offer มีอัตราผลตอบแทนที่ต่างไปจากการซื้อและถือหุ้น IPO เป็นเวลา 1 ปี ภายหลังจากเข้าตลาด แต่ไม่พบค่าสัมประสิทธิ์ของ interaction หรือผลคูณระหว่างตัวแปรเชิงปริมาณ Δ EPS และตัวแปรหุ้น RTO แสดงค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญการเสนอซื้อหลักทรัพย์เสร็จสิ้น การศึกษาไม่พบว่าอัตราส่วนทางการเงินอื่น ไม่ว่าจะเป็น อัตราส่วนหนี้ต่อสินทรัพย์ทั้งสิ้น อัตรากำไรสุทธิ หรือ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีนัยสำคัญทางสถิติในการอธิบายระดับของ อัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือหุ้นในระยะยาว

ตารางที่ 7 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือ (BHR) หุ้นที่ธุรกรรม RTO และทำ IPO เป็นเวลา 1 ปีภายหลังจากเสนอซื้อขายหลักทรัพย์เสร็จสิ้น

Variable	Model 1 (OLS)		Model 2 (GMM)	
	Parameter	t Value	Parameter	t Value
Deal size ratio	-0.0156	-1.64*	-0.0156	-2.38**
Premium	0.0080	5.14***	0.0080	3.09***
RTO	0.0151	0.09	0.0151	0.12
Premium*RTO	-0.0585	-1.63*	-0.0585	-4.42***
Δ Debt to assets	-0.00001	-0.09	-0.00001	-0.41
Δ EPS	0.0024	0.21	0.0024	0.32
Δ EPS *RTO	0.0148	0.26	0.0148	0.63
lnAssets	0.0298	1.4	0.0298	1.49
Cdummy			-0.0463	-0.8
Rsqr	0.100		0.11	
Adj Rsqr	0.0815		0.0801	
F-stat	5.42		5.68	

ที่มา Datastream Worldscope คำนวณสถิติและประมวลผลโดยผู้วิจัย

คำอธิบายเพิ่มเติม: ตารางแสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามคืออัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือ (BHR) หุ้นที่ธุรกรรม RTO และทำ IPO และตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับขนาดของธุรกรรม และผลประกอบการภายหลังจากทำธุรกรรม โดยใช้ สมการพหุตัวแปร (Multiple regression) *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5%, 1% ตามลำดับ

4.4 สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนและหลังการทำ RTO เสร็จสิ้น

เนื่องจากการทำธุรกรรม RTO เป็นการปรับเปลี่ยนโครงสร้างบริษัทหลายด้านทั้งโครงสร้างทางการเงิน กลุ่มผู้ถือหุ้น ลักษณะของธุรกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกระบวนการดังกล่าวมักทำให้บริษัทภายหลังการควบรวมเสร็จสิ้นมีขนาดใหญ่ขึ้น ดังนั้นจึงเป็นที่น่าสนใจว่าผลกระทบของธุรกรรมดังกล่าวต่อสภาพคล่องเป็นอย่างไร เนื่องจากตัววัดสภาพคล่องนั้นมีหลายมิติ ผู้วิจัยได้นำเสนอตัววัดสภาพคล่อง ด้วยกัน 3 รูปแบบ คือ อัตราการหมุนของการเปลี่ยนมือของหลักทรัพย์รายวัน (Turnover) ซึ่งคำนวณจากปริมาณหุ้นที่เปลี่ยนมือในวันนั้นหารด้วยปริมาณหุ้นที่จดทะเบียนเรียกชำระแล้ว การเพิ่มของ turnover หมายถึงการที่หุ้นมีการเปลี่ยนมือต่อวันมากขึ้นซึ่งแสดงถึงการที่นักลงทุนมีความสนใจซื้อขายในหลักทรัพย์นั้นเพิ่ม ตัววัดสภาพคล่องที่ 2 คือเปอร์เซ็นต์ส่วนต่างราคาเสนอซื้อ (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 หรืออาจมาจากความชัดเจนของการทำงานของบริษัทภายหลังการควบรวม ตัววัดสภาพคล่องที่ 3 คือ เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (% Free float) สืบเนื่องด้วยการเปลี่ยนโครงสร้างทางผู้ถือหุ้นภายหลังธุรกรรม ย่อมกระทบต่อสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย Leuz and Verrecchia, 2000 นำเสนอความคิดว่า ขนาดของ % Free float มีความสำคัญในการลดบทบาทของผู้ถือหุ้นที่คุมอำนาจ (controlling shareholder) ดังนั้นจึงทำให้ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลง

ตารางที่ 8 รายงานสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนและหลังการทำ RTO เสร็จสิ้น สำหรับตลาดสิงคโปร์พบว่า turnover เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญโดยเฉพาะในเดือนแรกภายหลังเหตุการณ์ ที่ turnover เพิ่มขึ้นจาก 0.31 % เป็น 1.01% ต่อวัน ภายหลังเหตุการณ์ 12 เดือนต่อมา turnover ของบริษัทเหล่านี้ก็ยังคงสูงกว่า turnover เฉลี่ย 12 เดือน ก่อนการเกิดเหตุการณ์ นอกจากนี้ผลการศึกษายังปรากฏว่า มีการลดลงของ percentage bid-ask spread ในทุกช่วงเวลา และการลดลงดังกล่าวมีนัยสำคัญทางสถิติมากที่สุด อย่างไรก็ตามพบว่า สภาพคล่องที่วัดจาก % Free float กลับลดลงอย่างมีนัยสำคัญภายใน 12 เดือน จาก 52.6 % เป็น 48.94% ทั้งที่ในช่วงแรกเริ่ม RTO เสร็จสิ้น ไม่พบการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญของ % Free float ทั้งนี้ก็หมายความว่าผู้ถือหุ้นที่คุมอำนาจกลับมาเพิ่มการถือครองในบริษัทเหล่านี้

สำหรับตลาดไทยนั้นพบว่า turnover มีค่าลดลงอย่างมีนัยสำคัญ จาก 2.47 % ก่อนการทำ RTO เสร็จสิ้น เหลือ 0.91% 12 เดือนต่อมา แต่ก็มี การลดลงของ percentage bid-ask spread ที่เห็นผลว่ามีนัยสำคัญมากที่สุด เมื่อพิจารณากรอบ 12 เดือนก่อนและหลัง สำหรับ % Free float นั้นมีการเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นอย่าง

ชัดเจน โดยเพิ่มจากระดับประมาณ 61-62% ในช่วงเวลา ก่อน ทำ RTO เสร็จสิ้น มาสูงที่สุดที่ 84.04 % 3 เดือน
 ภายหลังก่อนที่ค่าเฉลี่ยจะลดลงเหลือ 77.16%

ตารางที่ 8 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 3 เดือน	0.32%	15.22%	48.87%	3.66%	0.89%	62.46%
หลัง 3 เดือน	0.49%	7.10%	46.88%	0.75%	0.99%	84.04%
t-stat หลัง-ก่อน	2.70**	-11.47**	-1.86	-6.34**	1.82	13.38**
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. บทสรุปการศึกษาเชิงประจักษ์และอภิปรายมูลเหตุจูงใจสาเหตุการเลือกทำ RTO

งานวิจัยชิ้นนี้มุ่งศึกษามูลเหตุจูงใจในการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยตรงและทางอ้อมสำหรับบริษัท
 คู่ธุรกิจที่อยู่ในและนอกตลาดหลักทรัพย์ โดยการเปรียบเทียบกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องในการระดมทุนในตลาด
 หลักทรัพย์ทางตรงและทางอ้อมในประเทศสิงคโปร์และไทย รวมถึงการประเมินผลกระทบของการเข้าจดทะเบียน
 ทางตรงและทางอ้อมต่อความมั่งคั่งของนักลงทุนในระยะสั้นและระยะยาว นอกจากนี้ในมุมมองของการกำกับ
 ตลาดยังได้ประเมินความสามารถของการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมในการฟื้นฟูหรือปรับปรุงกิจการที่ถูกซื้อและ
 ความสามารถในการสร้างสภาพคล่องให้ในการซื้อขาย

การเปรียบเทียบเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทยทั้งทางตรงและทางอ้อมทำให้เห็นว่ากระบวนการจดทะเบียนเข้าตลาดทางอ้อมผ่านธุรกรรม RTO ก็มีเกณฑ์รับหลักทรัพย์ไม่ต่างไปจากการเข้าจดทะเบียนโดยตรงแบบ IPO และระยะเวลาที่ใช้ก็ไม่ได้สั้นกว่าการเข้าจดทะเบียนโดยตรง เนื่องจากต้องผ่านกระบวนการเจรจา และปรับโครงสร้างทางธุรกิจ การศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ทำธุรกรรม RTO ในตลาดสิงคโปร์และไทยระหว่างปี 2008-2015 ทำให้เห็นว่าบริษัทที่เข้าธุรกรรม 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 เพราะมุ่งหวังการตอบรับที่ดีจากตลาดในวันเริ่มนำหุ้นขึ้นขายในตลาดวันแรกๆ ตามที่ปรากฏในงานของ Baker and Wurgler (2002) ในทางตรงข้ามการเลือกเข้าตลาดด้วย RTO นั้นไม่ได้นำเสนอหุ้นขายต่อสาธารณะ ณ เวลาทำธุรกรรม แต่บริษัทอาจต้องการโอกาสในการเลือกทำรายการกับบริษัทจดทะเบียนที่มีสินทรัพย์ที่จะสามารถใช้ในการกิจการหลังการผนวกกันในราคาที่ไม่แพงในเวลานั้น และยังมีโอกาสที่จะเลือกเพิ่มทุนได้ภายหลังเมื่อต้องการ กระบวนการดังกล่าวนี้ไม่ได้ขึ้นกับสภาวะตลาดหุ้น ทั้งนี้จากการเก็บข้อมูลเบื้องต้นใน พบว่าการเกิดรายการ RTO ไม่ได้มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดหลักทรัพย์มากเท่ารายการ IPO เมื่อได้ลองคำนวณ rank correlation ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์กับ จำนวนการทำรายการ IPO พบว่าเท่ากับ 0.51 ในขณะที่อัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์กับ จำนวนการทำรายการ RTO เท่ากับ 0.35

นอกจากนี้แรงจูงใจในการเลือกทำ RTO อาจเกิดจากความต้องการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์บริษัทที่เข้าไปผนวกรวมและกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ และประการสุดท้ายคือการลดภาระทางภาษีหากเป็นการควบรวมกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดที่ประสบผลขาดทุนอยู่

การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงประจักษ์โดยอาศัยข้อมูลราคาหลักทรัพย์และข้อมูลทางบัญชีแสดงให้เห็นว่ากระบวนการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทางอ้อมนั้นไม่ได้เป็นการทำลายมูลค่าตามที่ปรากฏจากผลประกอบการที่ดีขึ้น และพบว่าสภาพคล่องดีขึ้นจากการลดลงของเปอร์เซ็นต์ส่วนต่างราคาเสนอซื้อและขายที่เป็น การแสดงถึงการลดลงของข้อมูลที่ไม่สมมาตรระหว่างนักลงทุนในตลาดที่แสดงว่ากระบวนการ ธุรกรรม RTO นำไปสู่ความชัดเจนของข้อมูลที่สูงขึ้น

ผลการศึกษาให้ข้อคิดเห็นเกี่ยวกับนโยบาย ดังนี้

- เนื่องจากกฎเกณฑ์ที่ใช้ในการคัดกรองผู้เข้าจดทะเบียนทางอ้อมได้ทำหน้าที่ได้ดีในการเลือกบริษัทที่ไม่ได้ด้อยคุณภาพ และมีคุณลักษณะเทียบเคียงกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนทางตรงจึงไม่มีความจำเป็นที่ต้องเพิ่มความเข้มข้นของกฎเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนทางอ้อม
- การให้การศึกษาต่อสื่อและบุคคลทั่วไปในเรื่องการจดทะเบียนทางอ้อมเป็นเรื่องสำคัญ เพื่อไม่ให้เกิดภาพพจน์และความเข้าใจผิดเกี่ยวกับการจดทะเบียนทางอ้อม ซึ่งอาจนำไปสู่การเก็งกำไรที่ไร้เหตุผล และเกิดความเสียหายต่อผู้ร่วมทำธุรกรรม ทำให้ผู้ประสงค์ที่จะเข้าจดทะเบียนหลักเล็งการจดทะเบียนทางอ้อม นับว่าเป็นค่าเสียโอกาสสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการแผนการฟื้นฟูกิจการ นักลงทุนบริษัทจดทะเบียนที่มีปัญหาดำเนินงาน และต่อตลาดหลักทรัพย์ที่มีบริษัทจดทะเบียนจำนวนไม่น้อยที่มีผลการดำเนินงานที่ขาดทุนอย่างต่อเนื่องและไม่สามารถสร้างสภาพคล่องให้ทุนในการซื้อขาย และเป็นอุปสรรคต่อการขยายตัวของตลาดหลักทรัพย์เอง

บรรณานุกรม

Adjei, F., K. Cyree, and M. Walker, 2008, The determinants and survival of reverse mergers vs. IPOs, *Journal of Economics and Finance* 32: 176-194.

Arellano-Ostoa, A. and Brusco, S., 2002. Understanding reverse mergers: A first approach, Working paper, Universidad Carlos III de Madrid.

Baker, M. and J. Wurgler, 2002. Market timing and capital structure, *Journal of Finance*, 27(1), 1-32.

Berger, A.; Demsetz, R.; and Strahan, P. 1999. The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future. *Journal of Banking and Finance*, 23 (February): 135-94.

Bertrand, Marianne, E. Duflo, and S. Mullainathan, 2004. How Much Should We Trust Differences-in-Differences Estimates? *Quarterly Journal of Economics*, 114, 249-275.

Boehmer, E, Poulsen A, Musumeci J, 1991, Event study under conditions of event-induced variance, *Journal of Financial Economics*, 30: 253-272

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, JM., 2009. The value of capital market regulation: IPO versus reverse mergers, Working Paper, CIRANO.

Dawson, S. 1987. Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1978-1984, *Journal of Business Finance and Accounting*, 14(1), 65-76.

Derrien, F., 2005. IPO Pricing in “Hot” Market Conditions: Who Leaves Money on the Table?, *Journal of Finance*, 60(1), 487-521.

Floros, IV., and Sapp, TRA., 2011. Shell games: On the value of shell companies, *Journal of Corporate Finance*, 17, 850-867.

Floros, IV., and Shastri, K., 2009. A comparison of penny stock initial public offerings and reverse mergers as alternative mechanisms for going public, SSRN.

Gleason, KC., Rosenthal, L., and Wiggins, RA., 2005. Backing into being public: an exploratory analysis of reverse takeovers, *Journal of Corporate Finance*, 12, 54-79.

Kumar, A., 2009. Hard-to-Value Stocks, Behavioral Biases, and Informed Trading, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 44:6, 1375-1401.

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.,

Ma S. and R. Faff 2007. Market conditions and the optimal IPO allocation mechanism in China, *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, 121-139.

Myers S., and N.S. Majluf, 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13(2) 187-221.

Maksimovic, M., and Pichler, P. 2001. Technological innovation and initial public offerings. *Review of Financial Studies* 14 (Summer): 459–94.

Miller, EM. 1977. Risk, uncertainty, and divergence of opinions , *Journal of Finance* 32(4), 1151-1168.

Pakov, AR., 2006. Ghouls and Godsend? A critique of reverse merger policy, *Berkeley Business Law Journal*, 3(2). 474-513.

Patell, J. 1976 Corporate forecasts of EPS and Stock price behavior: Empirical Tests, *Journal of Accounting Research*, 14, 36-66.

Ritter, J. 1991. The long-run performance of initial Public Offerings, *Journal of Finance*, 46(1) 3-27.

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): 635–78.

Vermeulen, EPM, 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.

Wethayavivorn, K. and Koo-smith, Y. , 1991. Initial public offerings in Thailand, 1988–1989: Price and return patterns. In: S.G. Rhee and R.P. Chang, eds., *Pacific-basin capital market research*. Amsterdam: North-Holland, 379–394.

Winyuhuttakit, P., 2011. Asset acquisition from unlisted company regarded as backdoor listing, Master of Law Thesis, Chulalongkorn University.

Yosha, O. 1995. Information disclosure costs and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation* 4 (January): 3–20.

ภาคผนวก 1

ตารางที่ A.1 คุณสมบัติของบริษัทที่เข้าเกณฑ์การจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์

เกณฑ์การจดทะเบียน	ตลาด SGX			ตลาด CAT
	เกณฑ์ที่ 1	เกณฑ์ที่ 2	เกณฑ์ที่ 3	
ทุนชำระแล้วและส่วนของผู้ถือหุ้นภายหลัง ไอพีโอ	ไม่น้อยกว่า USD 222 ล้าน หรือ SGD 300 ล้าน	ไม่น้อยกว่า USD 111 ล้าน หรือ SGD 150 ล้าน	ไม่มีข้อกำหนด	ไม่มีข้อกำหนด
การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อย ณ ไอพีโอ	การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อย 12%-25% และไม่น้อยกว่า 500 คน	การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อย 25% และไม่น้อยกว่า 500 คน	ไม่น้อยกว่า 500 คน	การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อย 15% และไม่น้อยกว่า 200 คน
ผลการดำเนินงาน	มีประวัติผลรวมสะสมกำไรไม่ต่ำกว่า 1 ปี	มีประวัติผลรวมสะสมกำไรไม่ต่ำกว่า 3 ปี	มีประวัติผลรวมสะสมกำไรไม่ต่ำกว่า 3 ปี	ไม่มีข้อกำหนด เพียงคำรับรองจากผู้บริหารและ ผู้รับประกันสถานะการจดทะเบียน (sponsor) ว่าบริษัทมีเงินทุนหมุนเวียนพอเพียงใน 12 เดือน
	ผลกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักภาษีในงบการเงินล่าสุดเป็นบวก	ผลกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักภาษีในงบการเงินล่าสุดเป็นบวก	ผลกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักภาษีในงบการเงินล่าสุดไม่ต่ำกว่า SGD 30 ล้าน หรือ USD 22 ล้าน	ไม่มีข้อกำหนด
มาตรฐานการกำกับตรวจสอบ				
การดำเนินงานภายใต้ผู้บริหารกลุ่มเดิม	ไม่ต่ำกว่า 1 ปี	ไม่ต่ำกว่า 3 ปี	ไม่ต่ำกว่า 3 ปี	ไม่มีข้อกำหนด
กรรมการตรวจสอบ	ไม่ต่ำกว่า 3 คน และส่วนใหญ่ต้องเป็นกรรมการอิสระ	ไม่ต่ำกว่า 3 คน และส่วนใหญ่ต้องเป็นกรรมการอิสระ	ไม่ต่ำกว่า 3 คน และส่วนใหญ่ต้องเป็นกรรมการอิสระ	มีผู้รับประกันสถานะการจดทะเบียน (sponsor) ภายหลังการทำ ไอพีโอ
กรรมการอิสระ	ไม่ต่ำกว่า 2 คน	ไม่ต่ำกว่า 2 คน	ไม่ต่ำกว่า 2 คน	
ระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Lock-up period)	6 เดือน แรกหลัง ไอพีโอ	6 เดือน แรกหลัง ไอพีโอ	6 เดือน แรกหลัง ไอพีโอ	6 เดือน แรกหลัง ไอพีโอ
	7-12 เดือน หลัง ไอพีโอ 50%	7-12 เดือน หลัง ไอพีโอ 50%	7-12 เดือน หลัง ไอพีโอ 50%	7-12 เดือน หลัง ไอพีโอ 50%

ที่มา <http://rulebook.sgx.com/> อัตราแลกเปลี่ยน 1.35 SGD/USD ณ วันที่ 18 กค 2016

ตารางที่ A.2 คุณสมบัติของบริษัทที่เข้าเกณฑ์การจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย

เกณฑ์การจดทะเบียน	ตลาด SET	ตลาด MAI
ทุนชำระแล้วและส่วนของผู้ถือหุ้นภายหลัง ไอ พี โอ	ไม่น้อยกว่า USD 8.53 ล้าน หรือ THB 300 ล้าน	ไม่น้อยกว่า USD 0.57 (THB 20 ล้าน) และไม่เกิน USD 8.53 ล้าน (THB 300 ล้าน)
การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อย ณ ไอพีโอ	ไม่น้อยกว่า 1,000 คน	ไม่น้อยกว่า 300 คน
การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อย หลังไอพีโอ	การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อย 25%	การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อย 15%
ทุนชำระแล้ว < THB 500 ล้าน	การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อย 15% ในมือผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น้อยกว่า 150 คน	
ทุนชำระแล้ว ≥ THB 500 ล้าน	การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อย 10% หรือ 75 ล้านบาท แล้วแต่มูลค่าใดที่มากกว่า	
ผลการดำเนินงาน	มีประวัติผลรวมสะสมกำไรไม่ต่ำกว่า 3 ปี	มีประวัติผลรวมสะสมกำไรไม่ต่ำกว่า 2 ปี
	ผลกำไรสุทธิล่าสุดไม่ต่ำกว่า USD 0.85 ล้าน และกำไรสุทธิในรอบ 2-3 ปีที่ผ่านมาไม่ต่ำกว่า USD 1.42 ล้าน ในแต่ละปี	มีผลกำไรสุทธิในรอบบัญชีล่าสุด และมีกำไรสะสมเป็นบวก
การดำเนินงานภายใต้ผู้บริหารกลุ่มเดิม	ไม่ต่ำกว่า 1 ปี	ไม่ต่ำกว่า 1 ปี
กรรมการตรวจสอบ	ไม่ต่ำกว่า 3 คน	ไม่ต่ำกว่า 3 คน
กรรมการอิสระ	ไม่ต่ำกว่า 1/3 ของคณะกรรมการฯ	
ระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Lock-up period)	12 เดือน แรกหลัง ไอ พี โอ และขายได้ไม่เกิน 25% ของหุ้นที่ถือครองทุกๆ 6 เดือน strategic shareholder ต้องถือครอง ไม่ต่ำกว่า 55%	24 เดือน แรกหลัง ไอ พี โอ และขายได้ไม่เกิน 25% ของหุ้นที่ถือครองทุกๆ 6 เดือน strategic shareholder ต้องถือครอง ไม่ต่ำกว่า 55%

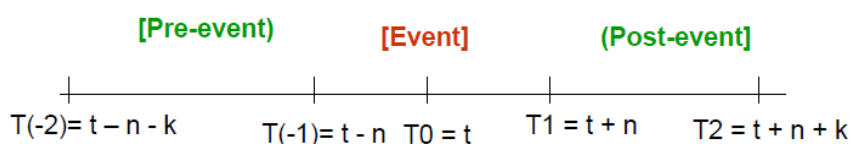
ที่มา <https://www.set.or.th> อัตราแลกเปลี่ยน 34.85 THB /USD ณ วันที่ 18 กค 2016

ภาคผนวก 2

การศึกษาเหตุการณ์ (Event study) ศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (abnormal return) หลังการประกาศ RTO ในระยะสั้น และ คำนวณอัตราผลตอบแทนของการซื้อและถือครองระยะยาว (Buy-and-hold-return) 6 เดือน ถึง 12 เดือนหลังการประกาศ RTO

ในการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) งานวิจัยนี้ได้แบ่งช่วงเวลาการศึกษาเป็น 2 ช่วง ดังนี้

- ช่วงที่ 1 ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period) ซึ่งใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของการซื้อขายหุ้นวันที่ $\pm k$ วัน ได้แก่ ± 10 วัน, ± 5 วัน, ± 3 วัน จากวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) หรือจุดที่ $T = 0$ โดยให้วันที่เกิดเหตุการณ์คือวันที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดเผยข่าวการประกาศเปิดเผยข่าวการประกาศการทำรายการ RTO
- ช่วงที่ 2 ช่วงประมาณการณ์ (Estimation Period) เป็นช่วงที่ใช้สำหรับประมาณการณ์แบบจำลองการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งใช้ข้อมูลการซื้อขายจำนวน 120 วัน โดยนับตั้งแต่วันที่ $T(-1)$ ถึงวันที่ $T1$ (วันที่ $T0$ เป็นวันที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดเผยข่าวการประกาศการทำรายการ RTO)
- ช่วงที่ 3 ช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ (Post-event Period) เป็นช่วงที่ใช้สำหรับประมาณการณ์แบบจำลองการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์แบบ Buy and hold ซึ่งใช้ข้อมูลการซื้อขายจำนวน 6, 12, 24 เดือน นับตั้งแต่วันที่ $T1$



ขั้นตอนในการหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (abnormal return) ในระยะสั้น

- งานวิจัยใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์เฉพาะจากช่วงประมาณการณ์ (Estimation Period) เพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจากการลงทุนในหุ้น i ตามสมการ market model ข้างล่างนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (A2.1)$$

$$Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_{it}^2 \quad (A2.2)$$

โดย

R_{it} คืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น i

R_{mt} คืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

β_i คือค่าเบต้าของหุ้นซึ่งแสดงถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบของหุ้น i

- นำอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังที่ได้จากการคำนวณมาหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของแต่ละครั้งที่เกิดเหตุการณ์ (AR_{it}) จากสมการ

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | \Omega_{it}) \quad (A2.3)$$

โดยที่ $E(R_{it})$ คืออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหุ้น i

- นำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมารวมกันเพื่อคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative abnormal return, CAR) ในช่วงเวลาการศึกษาเหตุการณ์

$$CAR_{it} = \sum_{t=T-k}^{T+k} AR_{it} \quad (A2.4)$$

- หาค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมของจำนวนหลักทรัพย์ N ตัว และความแปรปรวนของ ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมตามสมการ (A2.5)

$$\begin{aligned} \overline{CAR}(T(-1), T(1)) &= \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(T(-1), T(1)) \\ VAR[\overline{CAR}(T(-1), T(1))] &= \sigma^2(T(-1), T(1)) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(T(-1), T(1)) \end{aligned} \quad (A2.5)$$

- ในกรณีที่ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมมีความแปรปรวนสูงควรประเมิน ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมมาตรฐาน (standardized cumulative abnormal return, SCAR) ประกอบ

$$SCAR_i(T(-1), T(1)) = \frac{CAR_i(T(-1), T(1))}{\sigma_i(T(-1), T(1))} \quad (A2.6)$$

- ทดสอบนัยสำคัญทางสถิติของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมจาก t-statistics
 - กรณีไม่มี cross-sectional dependence ระหว่าง CAR³

$$\begin{aligned} t &= \frac{\overline{CAR}(T(-1), T(1))}{[\sigma^2(T(-1), T(1))]^{1/2}} \sim N(0,1) \\ t_{SCAR} &= \left(\frac{N(T_1 - 4)}{T_1 - 2} \right)^{1/2} \overline{SCAR}(T(-1), T(1)) \sim N(0,1) \end{aligned} \quad (A2.7)$$

ขั้นตอนในการหาผลตอบแทน Buy and hold abnormal return (BHAR) ในระยะยาว

³ อ่านรายละเอียดจาก Patell, J. 1976 Corporate forecasts of EPS and Stock price behavior: Empirical Tests, Journal of Accounting Research, 14, 36-66.

- คำนวณ BHAR จากสมการที่ (A2.8)

$$BHAR_{i(T_1, T_2)} = \prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + R_{it}) - \prod_{t=T_1}^{T_2} (1 + E[R_{it} | \Omega_{it}]) \quad (A2.8)$$

- คำนวณ ค่าเฉลี่ย BHAR ของจำนวนหลักทรัพย์ N ตัว จากสมการที่ (A2.9)

$$\overline{BHAR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N BHAR_{i(T_1, T_2)} \quad (A2.9)$$

- ประเมินนัยสำคัญทางสถิติของความแตกต่าง BHAR กลุ่ม IPO และ กลุ่ม RTO ด้วย t-statistics