

การซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับในตลาดทุนสิงคโปร์และไทย

พันทิศา กาวบุตร
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
การประชุมทางวิชาการ “ศาสตราจารย์สังเวียน อินทรวิชัยด้านตลาด
การเงินไทย” ครั้งที่25
14 พย. 2560

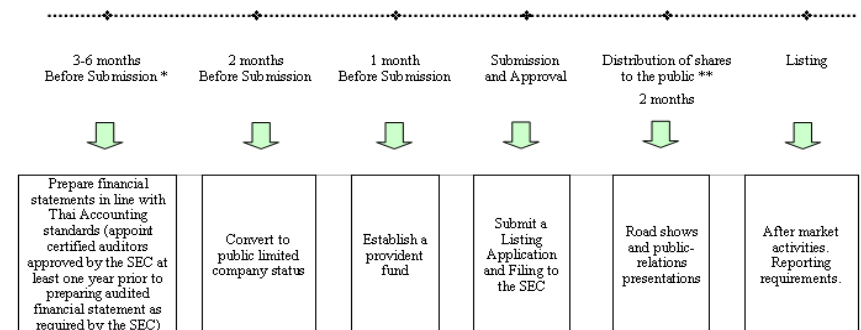
ลำดับการนำเสนอ

- ส่วนที่ 1 ความเป็นมาของปัญหา
- ส่วนที่ 2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย
- ส่วนที่ 3 สถิติเบื้องต้น
- ส่วนที่ 4 ทบทวนวรรณกรรมและเปรียบเทียบกฎหมาย/กฎระเบียบ
- ส่วนที่ 5 ผลเชิงประจักษ์
- ส่วนที่ 6 สรุปผลและข้อคิดเห็นทางนโยบาย

THE PATHS TO LISTING: IPO VS RTO

IPO Process

PRE LISTING PREPARATION TIME FRAME



Short-term steps

- Appoints advisers (financial adviser, auditor, legal and tax);
- Develop structuring plan; and
- Determine implementation plan.

Medium-term steps

- Finalize structure
- Negotiate with parties
- Complete
 - Due Diligence process
 - IPO Application, Filing and Prospectus
 - Information Memorandum

Long-term arrangements

- Conduct IPO
- List on SET or MAI
- Post market support (very important)
 - Research support
 - Marketing support

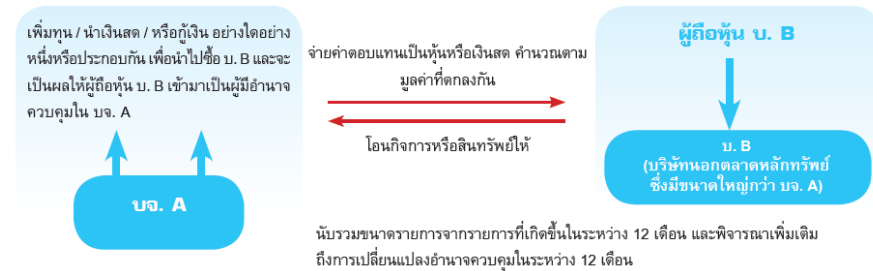
Notes: *All depends on when the Company can provide required information and the prevailing market conditions.

**Note that the IPO can be conducted when the market conditions suit. The SEC will allow delays of up to 12 months

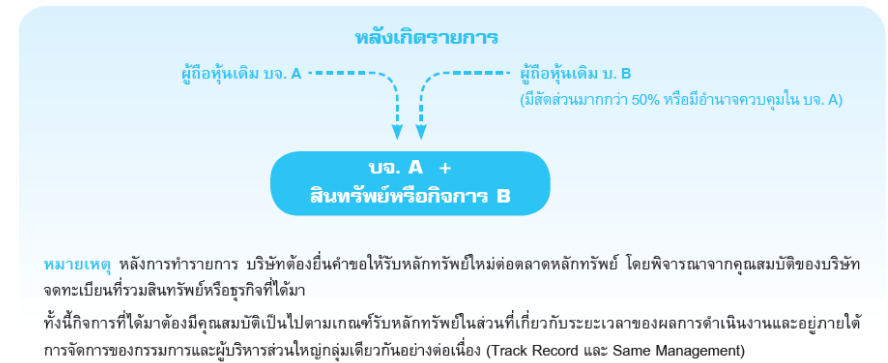
Reverse takeovers

คือ การซื้อกิจการที่มีขนาดใหญ่เมื่อเทียบกับกิจการของผู้ซื้อเองและมีผลให้เจ้าของกิจการหรือสินทรัพย์ที่ถูกซื้อนั้นเข้ามาเป็นผู้มีอำนาจควบคุมในบริษัทผู้ทำรายการ

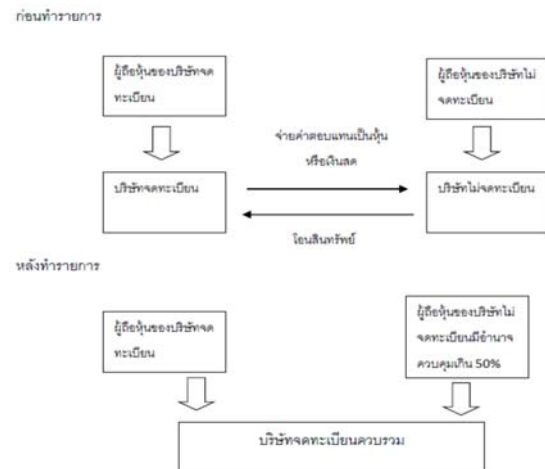
สำหรับกรณีที่ผู้ซื้อไม่สถานะเป็นบริษัทจดทะเบียน ได้มาซึ่งสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ และมีการเปลี่ยนแปลงธุรกิจหลัก หรืออำนาจควบคุม จะเป็นรายการ RTO ที่ส่งผลให้เป็นการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยทางอ้อม หรือ Backdoor Listing



Post-RTO



กระบวนการนำบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้วย RTO



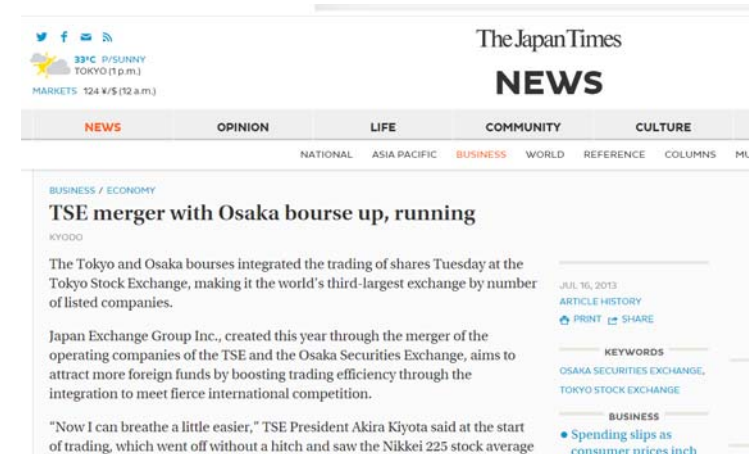
THE MANY FACETS OF REVERSED TAKEOVERS

Reverse Mergers as Cross-border regulatory arbitrage?

- The U.S. Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) reports that between 2007 and 2011 over 150 Chinese companies, worth \$12.8 billion, entered U.S. markets through RMs (compared to only 50 Chinese firms that filed for IPOs over this time period).



TSE vs OSE: Strategic consolidation



ASX and availability of shells

SHELL BE RIGHT					
Recent and proposed back-door listings					
New entity	Ticker	Activity	Proposed raising \$m	Shell	Previous activity
LionHub Group	LJHR	Chinese property	\$7-12	Arisor	Electro-optical
Digital CC	DCC	Bitcoin	\$9	Macro Energy	Oil exploration
Sandon Capital	SDO	Listed investment company	\$35	Global Mining Invests	Resources investment
Reproductive Health Sciences	AOM	IVF	\$2.4	AO Energy	Minerals exploration
Ziptel	SKL	SIM cards	\$3	Skywards	Nickel exploration
Ecopropp	CKK	Fracking proppants	\$3	Coretrack	Drilling
Roxy Casino	CAQ	Cambodian casinos	\$0	Cell aquaculture	Barramundi farming
YPB	AUV	Anti-counterfeiting	\$3-6	AUV Enterprises	Sapphire exploration
Dairy Farm Investments	APA	Dairy farming	\$6-10	APA Fin Services	Portfolio administration
Future Generation Investment Fund	AIX	Charity listed investment company	\$100-200	Aust Infra Fund	Airport ownership

Source: The Australian Business Review: July 2014

Why do a reverse takeover?

January 23, 2014
Caitlin Fitzsimmons

For technology firm Bulletproof, it made perfect sense to use a mining company's shell to list rather than do an IPO.

It is possibly the 21st century Australian equivalent of swords to ploughshares: a technology company doing a reverse takeover of a mining company.

While there has been a lot of focus on initial public offerings in the technology space lately, with high-profile floats such as Matt Barrie's Freelancer.com, the founders of Bulletproof Networks opted to list on the Australian Securities Exchange via a reverse takeover of mining company Spencer Resources instead.

The company is now on the ASX with the ticker BPF, opening on Thursday at 50c and falling to 41c by 11am.



Anthony Woodward and his co-founders will own about 73 per cent of Bulletproof Networks after a reverse takeover.

RTO in Thailand



SINGHA ซื้อ RASA ลัดเข้าตลาดหุ้น (2014)

สิงห์ เติบโตจากธุรกิจเบียร์สู่ธุรกิจหลากหลาย หลังจากทำดีลเทคโอเวอร์ "รสา" บริษัทเครื่องดื่มอัดลมที่เข้าตลาดหุ้น ดัน "สิงห์ เอสเตท" ผงาดประกาศแผนลงทุนหมื่นล้าน พัฒนาที่ดิน 3 ทำเลกลางเมือง ไล่ตั้งแต่ออฟฟิศพร้อมโรงแรม-เซอร์วิสอพาร์ทเมนต์ ย่านบ้านระดับไฮเอนด์ชุมชนดั้งเดิมคือ "นคร-คลองลม" คุมทัพฟากที่ปรึกษาการเงินซื้อหุ้นที่ประชุมผู้ถือหุ้น 9 มิ.ย.นี้ จากกรณี บมจ.รสา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ (RASA) แจ้งผลการประชุมคณะกรรมการบริษัทเมื่อ 11 เมษายน 2557 ว่าที่ประชุมมีมติเสนอให้

The cost of Thai IPO vs RTO

IPOs

- The cost of Thai IPO 4-5% of funds raised. (Source: CMRI, Stock Exchange of Thailand)
- First day price performance of IPO approx 29% ranging between 200% and -47% between 2001-2014. (Source: Chantarasiri 2015)

RTOs

- Never documented

13

Post listing performance IPOs vs RTOs on SET

IPOs

- Using IPOs between 2002-2005, 10 out of 93 firms posted NC status.
- The probability of becoming delisted increases considerably after year 6 of listing.
- Source: Saengow (2015) Survival of IPOs in Thailand

RTOs

- Undocumented

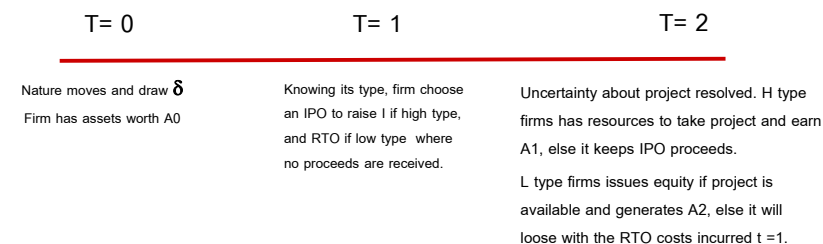
14

Why a separating equilibrium may not always explain motivation:

- Consider a Myers & Majluf (1984) type model:
- Set up
- There are 3 periods $t = 0, 1, 2$
- Agents are risk neutral
- Each firm has assets worth A_0
- There are two types of firms H, L
- Let δ = probability firm will have profitable projects at $t=2$ and $\delta H > \delta L$
- Knowing its type, if firm choose IPO at $t=1$ it can implement project immediately when p_j becomes available at $t=2$ and earn A_1 . If firm chose RTO at $t=1$, and p_j becomes available at $t=2$, it will have to complete seasoned offering at $t=2$ and earn only A_2
- $A_i - I > 0$ for $i = 1, 2$
- $C_{IPO} > C_{RTO}$: $C_{IPO} < A_1 - I$ and $C_{RTO} + C_{SEO} < A_2 - I$

15

A separating equilibrium model



16

A separating equilibrium model

- Expected value of old shareholders of high type firm;

$$V(\delta, IPO) = (1 - \alpha_{IPO})(A_0 - C_{IPO} + \delta_H A_1 + (1 - \delta_H)I)$$

- Expected value of old shareholders of low type firms;

$$V(\delta, RTO) = (1 - \delta_L)(A_0 - C_{RTO}) + \delta_L(A_0 - C_{RTO} - C_{SEO} + A_2 - I)(1 - \alpha_{SEO})$$

$$= A_0 - C_{RTO} + \delta_L(A_2 - I - C_{SEO})(1 - \alpha_{SEO})$$

- For separating eqm, it must be that: $V(\delta_H, IPO) > V(\delta_H, RTO)$
 $V(\delta_L, RTO) > V(\delta_L, IPO)$

- Can we achieve this?

$$(1 - \alpha_{IPO})(A_0 - C_{IPO} + \delta_H A_1 + (1 - \delta_H)I) > (A_0 - C_{RTO}) + \delta_H(A_2 - I - C_{SEO})(1 - \alpha_{SEO})$$

$$(1 - \alpha_{IPO})(A_0 - C_{IPO} + \delta_L A_1 + (1 - \delta_L)I) < (A_0 - C_{RTO}) + \delta_L(A_2 - I - C_{SEO})(1 - \alpha_{SEO})$$

17

ส่วนที่ 2

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

18

ความสำคัญของปัญหา

- การกำกับตลาดหลักทรัพย์ต้องสร้างดุลยภาพระหว่างกระบวนการกำกับดูแลเพื่อความโปร่งใสและนำเสนอกฎหมายที่เป็นธรรมสำหรับทั้งผู้ออมและผู้ต้องการระดมเงินทุน
- ปัจจุบันมีความเชื่อว่าบริษัทที่เลือกจดทะเบียนทางอ้อมคือบริษัทที่มีวัตถุประสงค์แอบแฝง หรือ บริษัทที่มีคุณสมบัติเป็นบริษัทจดทะเบียนไม่ครบถ้วน
- งานวิจัยที่มีเรื่อง RTO ส่วนมากเป็นงานของตลาดสหรัฐ แนวทางการประเมินข้อดี ข้อเสียของการทำ RTO ต้องพิจารณาถึงสภาพแวดล้อมทางตลาดการเงินและกฎหมายที่แตกต่างกันในแต่ละประเทศ

19

คำถามในงานวิจัย

- กฎหมาย/กฎระเบียบที่เกี่ยวข้องในการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ทางตรงและทางอ้อมในประเทศสิงคโปร์มีความยืดหยุ่นกว่าประเทศไทยหรือไม่
- บริษัทที่ทำ RTO มักเป็นบริษัทที่คุณภาพต่ำกว่า บริษัทที่ทำ IPO จริงหรือไม่
- อัตราผลตอบแทนของการลงทุนในระยะสั้นและระยะยาวของบริษัทที่ทำ RTO แตกต่างจากบริษัทที่ทำ IPO หรือไม่
- การเข้าจดทะเบียนทางอ้อมช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดหลักทรัพย์ได้จริงหรือไม่

20

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

- ❑ เปรียบเทียบกฎหมาย/กฎระเบียบที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งทางตรงและทางอ้อมในประเทศไทย ประเมินความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทยในการระดมทุนเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดทุนสิงคโปร์
- ❑ ศึกษามูลเหตุจูงใจของการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยทางตรงและทางอ้อม
- ❑ ประเมินผลกระทบของการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมต่อความมั่งคั่งของนักลงทุน โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในระยะสั้นและระยะยาวของบริษัทที่ทำ IPO กับ RTO
- ❑ ประเมินความสามารถของการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมในการฟื้นฟูหรือปรับปรุงกิจการที่ถูกซื้อ
- ❑ ประเมินความสามารถของการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมในการเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดหลักทรัพย์

21

ส่วนที่ 3 สถิติเบื้องต้น

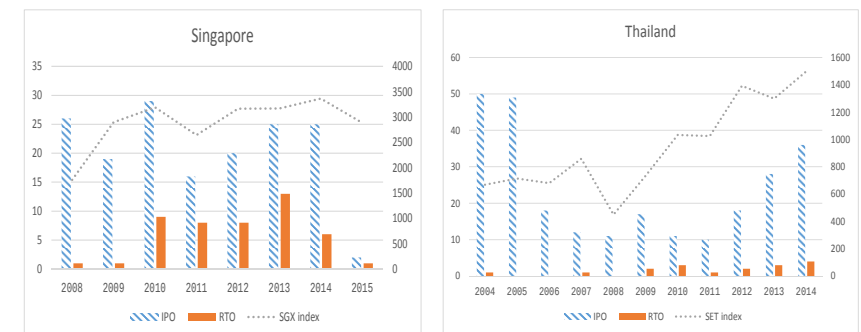
22

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

- งานวิจัยชิ้นนี้รวบรวมข้อมูล บริษัทที่ทำ IPO และ RTO ระหว่างปี ค.ศ. **2007-2015** สำหรับสิงคโปร์ และ สำหรับไทย โดยเก็บข้อมูล จากแหล่งสำคัญต่อไปนี้
- รายนามธุรกรรม RTO ปรากฏที่ website ของ SGX หน้า “catalodge” และ website ของ SEC
- ราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์และข้อมูลทางบัญชี จาก ฐานข้อมูล Datastream และ WorldScope
- ข้อมูล IPO จาก ฐานข้อมูล Bloomberg
- ข้อมูล RTO จาก Singapore Stock Exchange และ กสท. โดยมีเอกสารรายละเอียดดังนี้
- Memorandum of Understanding, Minutes of shareholder meetings, Sale purchase agreement (SPA)
- Independent financial advisor report (IFA)

23

การกระจายตัวของการประกาศรายการ IPO และ RTO ในตลาดสิงคโปร์และตลาดไทยและดัชนีหลักทรัพย์



24

เปรียบเทียบลักษณะของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทเป้าหมาย RTO

ตารางที่ 4.2 ลักษณะของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทย

	SGX	CAT	SET	MAI
จำนวนบริษัท	786	188	470	96
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น (LCY millions)				
ควอเตอร์ที่ 1 (Q1)	43	14	794	419
ค่าเฉลี่ย	1,145	54	18,255	1,778
ควอเตอร์ที่ 3 (Q3)	104	25	2,231	764
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น (USD millions)				
ควอเตอร์ที่ 1 (Q1)	31.56	10.36	22.78	12.01
ค่าเฉลี่ย	848.50	40.10	523.81	51.03
ควอเตอร์ที่ 3 (Q3)	77.07	18.50	64.02	21.92
ควอเตอร์ที่ 3 (Q3)	267.96	35.10	223.82	42.41

ตารางที่ 4.4 ลักษณะของบริษัทที่ทำรายการ RTO ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทย

	RTO		RTO	
	SGX	CAT	SET	MAI
จำนวนบริษัท	18	24	11	6
จำนวนธุรกรรมที่ไม่สำเร็จ	4	5	1	1
มูลค่าของสินทรัพย์ (LCY millions)	152.59	93.80	3,162.48	4,152.93
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น (LCY millions)	70.78	13.22	1,786.63	1,088.31
มูลค่าของสินทรัพย์ USD millions	113.04	69.48	90.75	119.17
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น USD millions	52.43	9.79	51.27	31.23

ลักษณะของบริษัทที่ทำรายการ RTO ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทย

ตารางที่ 4.4 ลักษณะของบริษัทที่ทำรายการ RTO ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทย

	RTO		RTO	
	SGX	CAT	SET	MAI
จำนวนบริษัท	18	24	11	6
จำนวนธุรกรรมที่ไม่สำเร็จ	4	5	1	1
จำนวนบริษัทจำนวนตามอุตสาหกรรม				
การเงินและอสังหาริมทรัพย์	2	5	5	0
เหมืองแร่	1	4	0	0
เทคโนโลยี	7	7	0	1
อื่นๆ	8	8	6	5
จำนวนวัน				
วันบันทึก MOU ถึงวัน เสนอชื่อ	390	311	190	274
วันประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นถึงวันเสนอชื่อ	66	101	107	195

ลักษณะของบริษัทที่ทำรายการ RTO ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทย

ตารางที่ 4.4 ลักษณะของบริษัทที่ทำรายการ RTO ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทย

	RTO		RTO	
	SGX	CAT	SET	MAI
จำนวนบริษัท	18	24	11	6
จำนวนธุรกรรมที่ไม่สำเร็จ	4	5	1	1
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
จำนวนธุรกรรมที่แจ้งแผนปรับโครงสร้าง	14	18	5	3

ส่วนที่ 4

ทบทวนวรรณกรรมและเปรียบเทียบกฎหมาย/กฎระเบียบการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

วรรณกรรม

- การส่งสัญญาณโดยการเลือกวิธีการเข้าตลาด (Signalling)
 - บริษัทที่มีคุณภาพสูงเลือกเข้าจดทะเบียนโดย IPO ในขณะที่บริษัทที่มีคุณภาพด้อยเลือกเข้าจดทะเบียนโดย RTO
 - Gleason et al. (2005) Adjei, Cyree, and Walker (2005) และ Floros and Shastri (2009) Carpentier, Cumming, and Suret (2009)
- ระเบียบและกฎเกณฑ์การทำรายการ RTO (Regulations)
 - Sjostrom, 2008; และ Winyuhuttakit (2011) ตั้งข้อสังเกตว่า การศึกษาที่มีอยู่ ประเมินต้นทุนที่แท้จริงของ RTO ต่ำเกินไปและไม่มีการประเมินต้นทุนทางอ้อม
 - Pakov (2006) เสริมว่าการศึกษาเกี่ยวกับ RTO ที่เป็นอยู่ไม่ได้มองผลกระทบครบคลุมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย (stakeholders)
 - Vermeulen , 2014 แนวทางการประเมินข้อดี ข้อเสียของการทำ RTO ต้องพิจารณาถึงสภาพแวดล้อมทางตลาดการเงินและกฎหมายที่แตกต่างกันในแต่ละประเทศ

เปรียบเทียบกฎเกณฑ์สิงคโปร์และไทย

เกณฑ์การเข้าตลาด

- ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์สร้างทางเลือกในการเข้าจดทะเบียนที่ยืดหยุ่นกว่า เปิดโอกาสให้บริษัทที่อาจมีประวัติการดำเนินงานน้อยแต่มีศักยภาพในการเติบโตสูงเข้ามาระดมทุนมากกว่า
- ตลาดหลักทรัพย์ไทยเน้นการกระจายการถือครองหุ้นให้ผู้ถือหุ้นจำนวนมากว่าตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์

แนวคิดในการพิจารณาธุรกรรม RTO

- ทั้งสองตลาดใช้แนวคิดทั้ง 1) การได้มาของสินทรัพย์โดยมีนัยสำคัญ และ 2) เกณฑ์การควบคุม
- ทั้งสองตลาดกำหนดให้มีการยื่นคำร้องขอจดทะเบียนใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์

นิยามการได้มาของสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

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. เกณฑ์มูลค่าหุ้นบริษัทจดทะเบียนออกเพื่อชำระค่าสินทรัพย์ (Equity Value)	$\frac{\text{จำนวนหุ้นที่ออกเพื่อชำระค่าสินทรัพย์} \times 100}{\text{จำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วของบริษัทจดทะเบียน}}$
5. เกณฑ์ปริมาณทรัพย์สินที่พิสูจน์ได้ (Proved and probable reserve)	$\frac{\text{ปริมาณทรัพย์สินที่พิสูจน์ได้และคาดว่าจะพบ} \times 100}{\text{ปริมาณทรัพย์สินที่พิสูจน์ได้และคาดว่าจะพบของบริษัทจดทะเบียน}}$

ที่มาและคำอธิบายเพิ่มเติม: SGX Rule book Chapter 10 section, 1006 และ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน พ.ศ. 20/2551 สำหรับ

เกณฑ์ที่ 5 นั้นระบุไว้ใน SGX rule book เท่านั้น บริษัทที่ทำรายการหมายถึงบริษัทที่มิได้จดทะเบียน

ตัวอย่าง VSA

ตามที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท รลา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") ครั้งที่ 3/2557 เมื่อวันที่ 11 เมษายน 2557 ได้มีมติอนุมัติให้เสนอที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณาอนุมัติในการทำธุรกรรมดังนี้

1. การทำธุรกรรมการรับโอนกิจการทั้งหมดและจัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุน

บริษัทจะดำเนินการอนุมัติแผนการรวมธุรกิจของบริษัทกับ บริษัท สันติบุรี จำกัด ("STB") จากคุณสันติ ภิรมย์ภักดี ("คุณสันติ") และ บริษัท เอส ไบรท์ พิวเจอร์ จำกัด ("SBF") จากบริษัท สิงห์ พร็อพเพอร์ตี้ แมเนจเม้นท์ จำกัด ("SPM") โดยการรับโอนกิจการทั้งหมด (Entire Business Transfer) และบริษัทมีมติให้จัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจำนวน 4,162,352,331 หุ้น ซึ่งมีมูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท ให้แก่ (ก) คุณสันติ จำนวน 1,229,946,524 หุ้น ในราคาหุ้นละ 1.87 บาท คิดเป็นมูลค่ารวมทั้งสิ้น 2,300,000,000 บาท และ (ข) SPM จำนวน 2,932,405,807 หุ้น ในราคาหุ้นละ 1.87 บาท คิดเป็นมูลค่ารวมทั้งสิ้น 5,483,598,859 บาท เพื่อเป็นการตอบแทนการโอนกิจการทั้งหมดของ STB และ SBF ให้แก่บริษัทแทนการชำระด้วยเงินสด

การเข้าทำธุรกรรมการรับโอนกิจการทั้งหมดดังกล่าว ถือเป็นรายการซื้อหรือรับโอนกิจการของบริษัทอื่นมาของบริษัท ตามมาตรา 107(2)(ข) แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด พ.ศ. 2535 และเป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทอ. 20/2551 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ และ ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547 ("ประกาศการได้มาหรือจำหน่ายไป") โดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 756.79 โดยคำนวณรายการตามเกณฑ์มูลค่าหุ้น จึงถือเป็นรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ประเภทที่ 4 หรือการเข้าจดทะเบียนเป็นหลักทรัพย์โดยทางอ้อม (Backdoor Listing) และภายหลังจากการดำเนินการตามแผนรวมธุรกิจดังกล่าว คุณสันติและ SPM จะเป็นผู้ที่

IPO vs RTO

ขั้นตอน IPO

- ขั้นตอนเตรียมความพร้อม (Pre-listing work and due diligence)
- ยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และยื่นคำขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
- การนำเสนอข้อมูลต่อสาธารณะและการกระจายหุ้นต่อประชาชน
- เข้าซื้อขาย/เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
- ระยะเวลา 6-12 เดือน (The Float Guide, SGX; Listing Guide: SET and MAI)

ขั้นตอน RTO

- ขั้นตอนการเจรจาและเตรียมความพร้อม (Negotiation and due diligence)
- การขออนุมัติจากกลุ่มผู้ถือหุ้น
- การเพิ่มทุนและการปรับโครงสร้างทางธุรกิจ
- การยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์
- ระยะเวลาที่ใช้เฉลี่ย SGX 390 วัน CAT 311 วัน SET 190 วัน และ MAI 274 วัน จากกลุ่มตัวอย่าง

33

ประเด็นสำคัญในการเข้าจดทะเบียน

- ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และไทยมีการกำหนดเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนแยกสำหรับบริษัทขนาดใหญ่ที่ต้องเข้าเกณฑ์ที่มีความเข้มงวดมากกว่าออกจากบริษัทขนาดกลางและเล็กเพื่อเปิดโอกาสให้บริษัทที่มีขนาดเล็กกว่าและประวัติในการดำเนินงานสั้นกว่าได้มีโอกาสระดมทุน
- เกณฑ์การเข้าจดทะเบียนของสิงคโปร์มีความยืดหยุ่นกว่าของไทยที่ มุ่งเน้นการคัดเลือกบริษัทที่มีประวัติในการดำเนินงานที่ยาวกว่าเมื่อเทียบกับตลาด SGX ที่สร้างเกณฑ์ในการเข้าจดทะเบียนบนกระดานหลักถึง 3 ทาง ทั้งเกณฑ์ขนาด เกณฑ์ประวัติกำไรสะสม และ เกณฑ์ผสม
- กลไกการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมไม่ได้เป็นการลดคุณสมบัติของบริษัทภายหลังการควบรวมที่ยังต้องเป็นไปตามเกณฑ์ของบริษัทที่จดทะเบียนที่เข้าใหม่ทั่วไปสำหรับทั้งสองตลาด

34

บทวิเคราะห์เบื้องต้น

- กระบวนการนำบริษัทจดทะเบียนด้วย RTO มีขั้นตอนใกล้เคียงกับ การทำ IPO
- ในกระบวนการ IPO นั้นบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในรับเงินทุนก้อนใหม่จากนักลงทุนกลุ่มใหม่ แต่บริษัทที่จดทะเบียนด้วย RTO ไม่ได้รับเงินก้อนใหม่ ณ เวลาเข้าตลาด
- บริษัทจดทะเบียนที่เข้าสู่การทำรายการ RTO ประมาณครึ่งหนึ่งที่เป็นบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงิน การควบรวมครั้งหนึ่งเกิดขึ้นระหว่างธุรกิจที่ไม่มีความเชื่อมโยง

35

แรงจูงใจการทำ RTO

- ลดภาระทางภาษีจากการซื้อกิจการที่มีผลขาดทุน
- ได้สินทรัพย์ที่จะสามารถใช้ในกิจการหลังการผนวกกันในราคาที่ไม่แพงในเวลานั้น
- ต้องการเข้าตลาดสิงคโปร์เพื่อขยายฐานนักลงทุนและเพิ่มความรู้จัก
- ประหยัดเวลาในการ diversify
- สร้าง positive synergy จากการควบกิจการที่เอื้อประโยชน์กัน

36

ตัวอย่างเหตุผลการทำรายการ

ที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัท ชันเทคกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ("บริษัท" หรือ "SUNTEC") ครั้งที่ 1/2550 เมื่อวันที่ 25 พฤษภาคม 2550 ได้มีมติที่ประชุมและแจ้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทราบถึงความจำเป็นและเหตุผลในการเปลี่ยนแปลงประเภทการประกอบธุรกิจของบริษัทจากเดิมที่ประกอบธุรกิจโอดตั้งและลงทุนในธุรกิจผลิตและจำหน่ายเศษเหล็กแปรรูปภาพ เป็นประกอบธุรกิจธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากธุรกิจเดิมมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี มีอนาคตที่ไม่แน่นอนและไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีต่อผู้ถือหุ้นได้ ขณะที่ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ยังมีอนาคตไปได้ไกล และให้ผลตอบแทนที่ดี และจะช่วยให้เพิ่มขีดความสามารถในการทำอะไรให้แก่บริษัท และผู้ถือหุ้นได้ในระยะยาว ดังนั้น ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทได้มีมติอนุมัติให้ทำรายการสรุปได้ดังนี้

- (1) เปลี่ยนแปลงชื่อบริษัทเพื่อให้สอดคล้องกับประเภทธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เป็น "บริษัท แกรนด์เอเชีย ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)" หรือ "Grand Asia Development Public Company Limited"

ตัวอย่างเหตุผลการทำรายการ

8 October 2014

From Perennial China Retail Trust and St. James Holdings, To Perennial Real Estate Holdings

Three is not crowd!

SINGAPORE | Real Estate | EVENT & SITE VISIT

What is the deal?

- St. James Holdings to reverse take-over (RTO) Perennial Real Estate Holdings Ltd (PREH), offering existing shareholders of St. James the chance to exit its present loss making nightlife business and instead own a burgeoning Real Estate empire in China and SG.
- Immediately post RTO (27th Oct), St. James will be renamed Perennial Real Estate Holdings Ltd, and PREH will then launch a Voluntary Offer (VO) for Perennial China Retail Trust (PCRT), to merge both entities via a share swap.

ตัวอย่างเหตุผลการทำรายการ

- a) **Meaningful synergies between the principal business activities of the Radiance Group and the GIHL Group**

The Radiance Group provides specialist electronics manufacturing services ("EMS") to customers who are original equipment manufacturers or original design manufacturers of products in the satellite communications, computer peripherals, medical and consumer electronics industries. On the other hand, the GIHL Group, through research, development and design activities, is one of the largest suppliers of satellite and television peripherals in the world. The GIHL Group has had a significant trading relationship with the Radiance Group over many years and had contracted the Radiance Group to provide services for a value of approximately S\$40 million in 2010.

ส่วนที่ 5 ผลเชิงประจักษ์

**เปรียบเทียบลักษณะของบริษัทจดทะเบียนทางอ้อม
และทางตรง**

อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทของกลุ่ม IPO ในวันเข้าตลาด และของ กลุ่ม RTO ในวันทำสัญญา MOU

สิงคโปร์	วันเข้าตลาด กลุ่ม IPO	วันที่ MOU กลุ่ม RTO	ส่วนต่าง IPO - RTO t-stat	ไทย	วันเข้าตลาด กลุ่ม IPO	วันที่ MOU กลุ่ม RTO	ส่วนต่าง IPO - RTO t-stat
อัตราส่วนทางการเงิน				อัตราส่วนทางการเงิน			
อัตราส่วนเงินสด (เงินสด/สินทรัพย์รวม)	0.255	0.294	-0.039 -0.77	อัตราส่วนเงินสด (เงินสด/สินทรัพย์รวม)	0.1671	0.1669	0.0002 0.00
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	0.185	0.204	-0.019 0.52	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	0.205	0.218	-0.013 -0.19
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.473	1.290	-0.817 -1.4	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.527	0.058	0.469 -1.02
อัตรากำไรสุทธิ (กำไรสุทธิรวม/รวม)	0.147	-0.120	0.267 5.22**	อัตรากำไรสุทธิ (กำไรสุทธิรวม/รวม)	0.112	-0.096	0.208 2.51*
อัตรากำไรต่อสินทรัพย์	0.100	-0.096	0.197 3.06**	อัตรากำไรต่อสินทรัพย์	0.086	-0.018	0.104 3.91**
อัตรากำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.188	0.001	0.187 2.92**	อัตรากำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.139	-0.036	0.175 2.56*

41

อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทของกลุ่ม IPO ภายหลังจากวันเข้าตลาด และของกลุ่ม RTO ในภายหลังจากวันทำ MOU และหลังธุรกรรม RTO เสร็จสิ้น

สิงคโปร์	1 ปีหลัง IPO กลุ่ม IPO	ส่วนต่าง IPO - RTO t-stat	2 ปีหลัง IPO กลุ่ม IPO	ส่วนต่าง IPO - RTO t-stat	ไทย	1 ปีหลัง IPO กลุ่ม IPO	ส่วนต่าง IPO - RTO t-stat	2 ปีหลัง IPO กลุ่ม IPO	ส่วนต่าง IPO - RTO t-stat
อัตราส่วนทางการเงิน					อัตราส่วนทางการเงิน				
อัตราส่วนเงินสด (เงินสด/สินทรัพย์รวม)	0.216	0.233 -0.35	0.191	0.126 2.42*	อัตราส่วนเงินสด (เงินสด/สินทรัพย์รวม)	0.132	0.071 2.97**	0.109	0.083 0.74
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	0.208	0.290 -1.14	0.262	0.268 -0.06	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	0.230	0.258 -0.42	0.258	0.272 -0.19
อัตรากำไรสุทธิ (กำไรสุทธิรวม/รวม)	0.119	0.010 1.51	-0.058	-0.0002 0.84	อัตรากำไรสุทธิ (กำไรสุทธิรวม/รวม)	0.082	-0.011 2.18**	0.035	0.035 -0.01
อัตรากำไรต่อสินทรัพย์	0.065	-0.042 4.3**	0.107	0.029 -0.42	อัตรากำไรต่อสินทรัพย์	0.068	0.016 1.92**	0.041	0.002 0.67
อัตรากำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.119	-0.025 3.08**	0.145	0.060 -0.38	อัตรากำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.129	0.057 1.45	0.086	0.070 0.44

42

ส่วนที่ 5 ผลเชิงประจักษ์

อัตราผลตอบแทนของการลงทุนในระยะสั้นและระยะยาวของ
บริษัทที่ทำ RTO เทียบกับบริษัทที่ทำ IPO

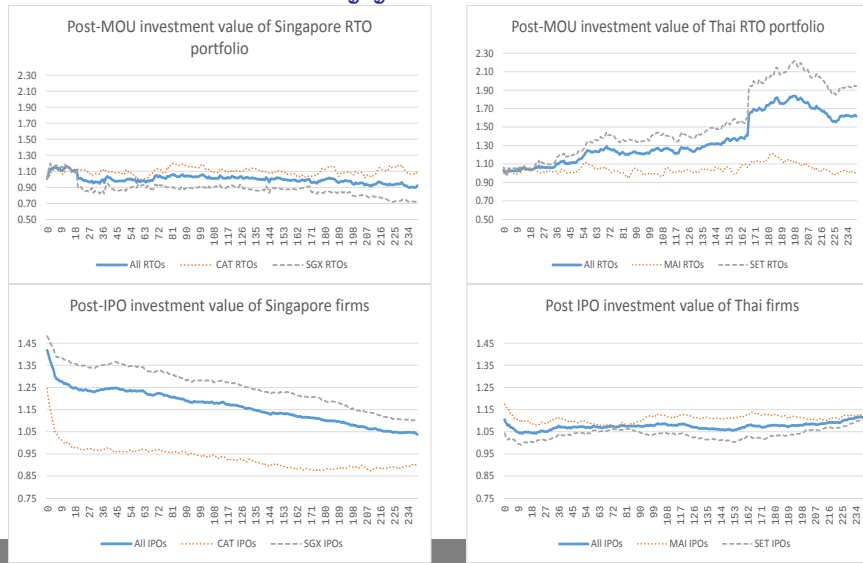
43

อัตราผลตอบแทนการลงทุนในระยะสั้นของการทำ RTO

สิงคโปร์	CAR	SCAR	tcar	tscar
MOU				
(-1,1)	0.096	2.053	2.11*	1.63
(-5,5)	0.191	1.720	2.31*	2.13*
(0,10)	0.123	1.441	1.61	1.59
(-10,0)	0.078	0.777	1.44	2.03*
ไทย				
MOU date				
(-1,1)	0.036	0.709	1.39	1.23
(-5,5)	0.058	1.138	1.17	1.96
(0,10)	0.027	0.645	0.60	1.02
(-10,0)	0.137	0.863	2.18*	1.93

44

มูลค่าของการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ (พอร์ต) หลังประกาศ การทำสัญญา MOU และหลัง IPO



45

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

สิงคโปร์	1 เดือน	3 เดือน	6 เดือน	12 เดือน
MOU				
BHAR	0.083	-0.064	-0.048	-0.140
t-stat	0.93	-0.67	-0.42	-1.06
EGM				
BHAR	-0.052	-0.156	-0.235	-0.334
t-stat	-1.11	-2.47*	-2.86**	-2.84**
Completion				
BHAR	-0.175	-0.260	-0.330	-0.417
t-stat	-3.10**	-4.15**	-4.17**	-4.02**
IPO				
BHAR	0.231	0.194	0.108	-0.019
t-stat	4.57**	3.82**	2.28*	-0.39

46

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

ไทย	1 เดือน	3 เดือน	6 เดือน	12 เดือน
MOU				
BHAR	0.013	0.189	0.126	0.366
t-stat	0.28	0.84	0.53	1.05
EGM				
BHAR	0.097	0.095	0.932	1.083
t-stat	1.02	1.39	1.88	0.77
Completion				
BHAR	0.032	-0.062	1.800	0.082
t-stat	0.74	-1.43	1.56	0.66
IPO				
BHAR	-0.012	-0.010	-0.025	-0.010
t-stat	-0.39	-0.28	-0.63	-0.16

47

ปัจจัยกำหนดระดับ BHAR

Table 6 Determinants of BHARs

This table reports the coefficients from three OLS models with white corrected t-statistics. The dependent variable is BHARs of 47 RTO sample firms from Singapore and Thai exchanges. Relative deal size is computed from deal size divided by listed firms' assets in pre-MOU year. Premium is pre-consolidation issue price relative to 3-month pre-MOU value weighted average unadjusted closing price (VWAP) of listed firm. Percentage changes in return on assets (ROA) and net profit margin (NPM) is iss change over one year from MOU. Turnover is computed from average annual turnover (number of shares traded/total number of shares outstanding).

	Model 1		Model 2		Model 3	
	Estimate	t-value	Estimate	t-value	Estimate	t-value
Relative deal size	-0.0239	-2.63**	-0.0203	-2.65***	-0.0209	-2.94***
Premium	-0.0387	-0.64	-0.0352	-0.52	0.0159	0.22
%Chg. Book Equity	-0.0049	-6.03***	-0.0048	-3.47***	-0.0037	-2.49**
%Chg. ROA			-0.0242	-0.27	-0.1001	-0.91
%Chg. NPM			-0.0326	-0.29	0.0928	0.51
InTurnover					0.1283	2.06**
Distress					0.0706	0.31
AdjRsq	0.1892		0.1429		0.2452	
Pr > F	0.0376		0.1203		0.0598	

Note: **, and *** denotes statistical significance at 5% and 1% confidence.

Source: Pavabutr, P. 2017. White Knights or Machiavellians? Understanding the

Motivation for reverse takeovers in Singapore and Thailand

48

ส่วนที่ 5 ผลเชิงประจักษ์

ผลของการทำธุรกรรม RTO ต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์

49

สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนและหลังการทำ RTO เสร็จสิ้น

สิงคโปร์	%Turnover	% BAS	% Free float	ไทย	%Turnover	% BAS	% Free float
ก่อน 1 เดือน	0.31%	15.24%	47.36%	ก่อน 1 เดือน	3.01%	0.71%	62.51%
หลัง 1 เดือน	1.01%	7.23%	45.01%	หลัง 1 เดือน	0.98%	0.80%	79.87%
t-stat หลัง-ก่อน	4.81**	-6.31**	-1.40	t-stat หลัง-ก่อน	-4.38**	1.66	6.01**
ก่อน 3 เดือน	0.32%	15.22%	48.87%	ก่อน 3 เดือน	3.66%	0.89%	62.46%
หลัง 3 เดือน	0.49%	7.10%	46.88%	หลัง 3 เดือน	0.75%	0.99%	84.04%
t-stat หลัง-ก่อน	2.70**	-11.47**	-1.86	t-stat หลัง-ก่อน	-6.34**	1.82	13.38**
ก่อน 6 เดือน	0.32%	17.16%	50.46%	ก่อน 6 เดือน	3.04%	1.01%	61.64%
หลัง 6 เดือน	0.44%	7.83%	49.19%	หลัง 6 เดือน	0.96%	1.01%	81.53%
t-stat หลัง-ก่อน	2.39*	-17.33**	-1.63	t-stat หลัง-ก่อน	-7.39**	0.05	16.88**
ก่อน 12 เดือน	0.37%	17.06%	52.60%	ก่อน 12 เดือน	2.47%	1.19%	61.52%
หลัง 12 เดือน	0.48%	8.68%	48.94%	หลัง 12 เดือน	0.91%	0.96%	77.16%
t-stat หลัง-ก่อน	2.92**	-12.47**	-6.46**	t-stat หลัง-ก่อน	-9.28**	-8.52**	18.64**

50

ส่วนที่ 6

สรุปและข้อเสนอแนะทางนโยบาย

51

ข้อจำกัดในการลงทุนในตลาดทุนไทย

- ข้อจำกัดด้านสภาพคล่องและขนาดของหลักทรัพย์ที่ทำให้ผลกระทบของราคารุนแรง
- การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มาจากการลงทุนโดยตรงของนักลงทุนไม่ได้ผ่านกองทุนหรือนักลงทุนสถาบัน

ที่มา: พันทิศา ภาวบุตร โครงการวิจัยทัศนคติและพฤติกรรมการบริหารการลงทุนของผู้จัดการกองทุน สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน 2555

Charoenruek A., and Pavabutr, P., A window into Thai mutual fund managers' perception and decision making process, Forthcoming issue September 2017, Pacific Basin Financial Markets and Policies,

52

ที่มาของปัญหา

- ขาด IPO ขนาดใหญ่
- หลักทรัพย์จดทะเบียนภายหลังเข้าตลาดไม่สามารถรักษาสภาพคล่องหรือความสามารถในการทำกำไร
- RTO เป็นทางออกหรือไม่?

53

สรุปผลการศึกษา

- กระบวนการจดทะเบียนทางอ้อมนั้นทั้งสองตลาดกำหนดว่าบริษัทจะต้องยื่นคำขอให้ตลาดรับหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนใหม่ โดยคุณสมบัติจะต้องเป็นไปตามเกณฑ์ของบริษัทที่ยื่นจดทะเบียน จึงสรุปว่ากลไกการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมไม่ได้เป็นการลดคุณสมบัติของบริษัทภายหลังการควบรวมที่ยังต้องเป็นไปตามเกณฑ์ของบริษัทที่จดทะเบียนที่เข้าใหม่ทั่วไป
- ภายหลังการทำ RTO เสร็จสิ้นสักระยะหนึ่ง ไม่พบว่าบริษัทที่ควบรวมแล้วมีผลการดำเนินงานที่ต่างไปจากบริษัทที่เข้าจดทะเบียนทางตรงอื่นๆ
- ไม่พบหลักฐานว่าบริษัทที่ประกอบธุรกรรม RTO ทำลายความมั่งคั่งสำหรับผู้ถือหุ้น
- ในแง่สภาพคล่องการลดลงของ เปอร์เซนต์ส่วนต่างราคาเสนอซื้อและขายเป็นการแสดงถึงการลดลงของข้อมูลที่ไม่สมมาตรในตลาดซึ่งนำไปสู่การอาจเป็นตัวอธิบายการเพิ่มขึ้นของ อัตราการหมุนของการซื้อขายหลักทรัพย์ในกรณีตลาดสิงคโปร์ หรือ การเพิ่มขึ้นของ เปอร์เซนต์การถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยในตลาดไทย

54

ข้อคิดเห็นทางนโยบาย

- เนื่องจากไม่ปรากฏว่าบริษัทที่เข้าทำธุรกรรม RTO ใช้การจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ทางอ้อมเครื่องมือสร้างราคาหุ้นทำกำไรให้ตนเองแต่ช่วยฟื้นฟูผลประโยชน์ประกอบการบริษัท จึงควรรักษาการจดทะเบียนทางอ้อมให้เป็นทางเลือกในการเข้าจดทะเบียนในตลาดอีกหนึ่งทางเลือก
- ปัจจุบันเกณฑ์ที่ใช้ในการอนุมัติบริษัทเข้าจดทะเบียนทางอ้อมได้คัดกลุ่มตัวอย่างที่ไม่สร้างปัญหาในการลงทุน ดังนั้นการลดหย่อนเกณฑ์การเข้าตลาดทางอ้อมอาจส่งผลเสียต่อคุณภาพของบริษัทจดทะเบียน
- การแยกกระดานกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างปรับโครงสร้างหรือบริษัทจดทะเบียนที่ต่อมาขาดคุณสมบัติโดยมีกฎเกณฑ์การกำกับที่ค่อนข้างหลวมแต่มุ่งให้อื้อการระดมทุน
- การให้ความรู้และการประชาสัมพันธ์ที่ถูกต้องเกี่ยวกับกระบวนการ RTO กับผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุน ทั้งกลุ่มบริษัทและนักลงทุนที่จะเป็นการเตรียมความพร้อมให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย สิ่งที่จะพัฒนาบริษัทไทยและนักลงทุนไทยให้มีความเข้าใจในเรื่องการลงทุนไม่ใช่เป็นการปกป้องพวกเขาจากความเสียหายแต่เป็นการให้ข้อมูลที่เปิดเผยและตรงกับความจริงเกี่ยวกับความเสี่ยงในการลงทุนแล้วให้นักลงทุนเป็นผู้ตัดสินใจเลือกเอง
- อื่นๆ การพิจารณากำหนดและการบังคับใช้ delisting rule

55

Further readings

- Pavabutr, P. 2017. *White Knights or Machiavellians? Understanding the motivation for reverse takeovers in Singapore and Thailand.*
- Available on www.arx.cfa

Abstract

We analyze the characteristics, return, and financial performance of 47 RTO sample firms in Singapore and Thailand between 2007-2015. Given the existing regulatory screens imposed by Singapore and Thai exchanges, we cannot find evidence that firms choosing to list via RTOs signals a separating equilibrium of low type firms seeking a listing short-cut. We argue that RTOs should not be evaluated as a choice of listing *per se*, but as part of the parcel of long-term corporate strategy. Analysis in this paper yields important insights on reverse takeovers from both investor and regulator perspectives.

56