

**ประสิทธิภาพการกระจายข้อมูลและความสามารถในการประมวลข้อมูลของนักลงทุน
ที่มีต่อหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชน**



นาย รวี งดงามี

**วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาดตามหลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต
สาขาวิชาการเงิน หลักสูตรโครงการร่วมผลิตบัณฑิตระดับปริญญาเอกสาขาบริหารธุรกิจ
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย**

ปีการศึกษา 2542

ISBN 974-334-823-9

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

519262377

๕ ๑ ๒๕๕. 2545

**INFORMATION ACQUISITION AND DISSEMINATION
OF THE INITIAL PUBLIC OFFERINGS
: THE CASE OF THE THAI STOCK MARKET**

Mr. Ravi Lonkani

สถาบันวิทยบริการ

**A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Doctor of Business Administration**

The Joint Doctoral Program in Business Administration

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 1999

ISBN 974-334-823-9

Thesis Title Information Acquisition and Dissemination of the Initial Public Offerings: The Case of the Thai Stock Market
By Ravi Lonkani
Department Banking and Finance
Thesis Advisor Sunti Tirapat, Ph.D.
Thesis Co-advisor Assist.Prof. Aekkachai Nittayagasetwat, Ph.D.

Accepted by the Faculty of Commerce and Accountancy, Chulalongkorn University in Partial Fulfillment of the Requirements for the Doctor's Degree

V. Aphimeteet..... Dean of Faculty of Commerce
and Accountancy
(ASSISTANT PROFESSOR VIRACH APHIMETEETAMRONG, Ph.D.)

THESIS COMMITTEE

V. Aphimeteet..... Chairman
(ASSISTANT PROFESSOR VIRACH APHIMETEETAMRONG, Ph.D.)

Sunti Tirapat..... Thesis Advisor
(SUNTI TIRAPAT, Ph.D.)

A. Nittayagasetwat..... Thesis Co-advisor
(ASSISTANT PROFESSOR AEKKACHAI NITTAYAGASETWAT, Ph.D.)

Charlie Charoenwong..... Member
(CHARLIE CHAROENWONG, Ph.D.)

Bhanupong Nidhiprabha..... Member
(ASSOCIATE PROFESSOR BHANUPONG NIDHIPRABHA, Ph.D.)

รวิ ลงกานี : ประสิทธิภาพการกระจายข้อมูลและความสามารถในการประมวลข้อมูลของ
 นักลงทุนที่มีต่อหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชน (Information Acquisition
 and Dissemination of the Initial Public Offerings: The case of the Thai Stock
 Market. อ. ที่ปรึกษา : ดร. สันติ ธิรพัฒน์, อ. ที่ปรึกษาร่วม : ผศ. ดร. เอกชัย นิตยาเกษตร
 วัฒน์, 115 หน้า. ISBN 974-334-823-9.

การศึกษาของ Merton (1987) พบว่านักลงทุนจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ตนเองมีข้อมูลข่าวสารมาก
 ดังนั้นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งของราคาหลักทรัพย์จึงขึ้นอยู่กับระดับของข้อมูลข่าวสารที่นักลงทุนมีต่อหลัก
 ทรัพย์นั้น การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสามารถของนักลงทุนประเภทต่างๆในการประมวลข้อมูลที่มี
 ต่อหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นครั้งแรกต่อประชาชน โดยศึกษาทั้งในตลาดแรกและตลาดรองของการออกหลัก
 ทรัพย์ การศึกษาในตลาดแรกได้วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการลงทุนในหุ้นของของนักลงทุนประเภท
 ต่างๆกับอัตราผลตอบแทนในวันแรกของหลักทรัพย์ซึ่งการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ในวัน
 แรกจะมีค่าสูง สมมติฐานสำหรับวัตถุประสงค์นี้คือถ้านักลงทุนที่มีข้อมูลข่าวสารมากจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่
 คาดว่าจะมีผลตอบแทนวันแรกสูงเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์อื่น จึงทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการลงทุนของ
 นักลงทุนกลุ่มนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน วัตถุประสงค์ประการที่สองของการศึกษานี้คือการศึกษา
 ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดรองกับอัตราผลตอบแทนระยะยาวภายหลังการ
 เข้าตลาดหลักทรัพย์ วัตถุประสงค์ประการสุดท้ายคือการศึกษาประสิทธิภาพการกระจายข้อมูลที่มีต่อหลัก
 ทรัพย์ใหม่ ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษานี้คือข้อมูลการพยากรณ์อัตราผลกำไรต่อหุ้น (Earning per share) ของ
 นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยข้อมูลที่ใช้มาจากหน่วยงาน I/B/E/S (Institutional Broker Estimate System)

ผลการศึกษารูปได้ดังนี้คืออัตราผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ใหม่มีค่าเฉลี่ย 46.6% ในระยะยาว
 ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่มีค่าต่ำกว่าผลตอบแทนรวมของตลาด ในตลาดแรกระดับการลงทุนของนักลงทุน
 สถาบันและนักลงทุนต่างประเทศมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ ใน
 ตลาดรองพบว่า การเปลี่ยนแปลงการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน และ นักลงทุนต่างประเทศ มีความสัมพันธ์ในทิศ
 ททางเดียวกันกับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ (Aftermarket Performance) ในด้านการกระจายข้อมูลปรา
 กฏว่าการพยากรณ์อัตรากำไรต่อหุ้นส่วนใหญ่มีความผิดพลาดอย่างเป็นระบบโดยที่ผู้วิเคราะห์มักจะพยากรณ์สูง
 เกินค่าจริง มีอิทธิพลความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลการพยากรณ์อัตรากำไรกับผลตอบแทนระยะยาวพบว่าข้อมูล
 ที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนระยะยาวของหลักทรัพย์ใหม่คือข้อมูลการเปลี่ยนแปลง (revision) การพยากรณ์
 อัตรากำไรต่อหุ้นของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหลักทรัพย์ใหม่ในช่วง 1 ปีแรก

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน
 สาขาวิชา การเงิน
 ปีการศึกษา 2542

ลายมือชื่อนิสิต Sr
 ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา สันติ ธิรพัฒน์
 ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม เอกชัย นิตยาเกษตร วัฒน์

c722519 : MAJOR Finance

KEY WORD: IPO / Initial Public Offerings / underpricing / underperformance / aftermarket performance

Ravi Lonkani : Information Acquisition and Dissemination of the Initial Public Offerings: The case of the Thai Stock Market. THESIS ADVISOR : SUNTI TIRAPAT, Ph.D., THESIS CO-ADVISOR : ASSIT. PROF. AEKKACHAI NITTAYAGASETWAT, Ph.D., 115 pp. ISBN 974-334-823-9

Merton (1987) models an economy in which each investor trades only the subset of available assets with which they are familiar. Accordingly, one determinant of the returns of securities is the information available in the market. This research has the first objective to examine the information acquisition ability among various investors by observing investment in the new issue stocks (IPOs). Investors are classified into four subgroups in the primary market and each subgroup's subscription of IPOs are examined and hypothesized to correlate with the first anomaly found in IPOs: the short-run underpricing.

The second objective is to investigate the performance of investors in their ability to invest in the secondary market of IPO stocks. The hypothesis is that if investors are informed investors, they will select the new issue stocks which its aftermarket performances do not underperform or less underperform some relevant benchmarks relative to other stocks.

Finally, the third objective is to explore forecast accuracy and predictability of information that disseminated around the issuing period. Data of EPS forecast are obtained from the I/B/E/S database.

Results from this study reveal that the initial returns of IPOs in this market are very much positive. The average initial return for 292 IPOs during 1987-1997 is 46.7%. The degree of underpricing is positively correlated with institutional investors and foreign investors but negatively correlated with individual investors. In the aftermarket, the performance of IPO stocks is worse than the market, the industry and the size-match portfolio. The 3-year cumulative adjusted average returns (CARs) IPOs during 1988-1993 are -55.30%. Institutional investors and foreign investors are traders whose changes in cumulative net investment during the first 21-day are positive correlated with the aftermarket performance while the individual customer can not changes their investment to concur with the aftermarket performance of IPOs. Finally, the results show that analysts are over estimate earning per share (EPS) forecast of IPO stocks. Data disseminated around offering period that correlate with the aftermarket performance of IPOs are the analyst forecast revisions of EPS.

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน
สาขาวิชา การเงิน
ปีการศึกษา 2542

ลายมือชื่อผู้คิด *Ravi Lonkani*
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา *Sunti Tirapat*
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม *Aekkachai Nittayagasetwat*

Acknowledgements

I would like to express my sincere gratitude to each member of the dissertation committee: Assistant Professor Dr. Virach Aphimeteetamrong (Chairman), Dr. Sunti Tirapat (Advisor), Assistant Professor Dr. Aekkachai Nittayagasetwat (Co-Advisor), Dr. Charlie Charoenwong, Associate Professor Dr. Bhanupong Nidhiprabha for their valuable comments and guidance.

I am most appreciative of Dr. Sunti Tirapat, my advisor, who gave me invaluable time and suggestion while I am doing this dissertation. I am also indebted to Dr. Aekkachai Nittayagasetwat for all kinds of assistance he provided during my study and thanks Dr. Charlie Charoenwong for the encouragement he gave.

I wish to thank all of my friends in the program, in particular, Dr. Wiyada Sombathirunvong, Dr. Pussadee Polsaram, DR. Panid Kulsiri and Dr. Supakorn Sunthornkit. They show me the real meaning of 'what friends are for'. And, also thanks DR. Santi Kiranand, DR. Surang Mienkamnerd for truly understanding and sharing the feeling of bitterness while doing this dissertation.

The sincere appreciation is also extended to the Market Surveillance Department, Security Exchange of Thailand (SET) especially Mr. Siripong Sothanayongkul and Ms. Santhika Piyasirananda for providing the important database to this dissertation. I am also indebted to Payap University, where I am currently working, for giving support the learning in JDBA program.

My deepest gratitude goes to my wife, Anchalee Lonkani, my daughters; Chalini, Marisa and my unborn child for being patient and truly understanding my situation. I apologize them here of not full-time living with them for 6 years.

Finally, the utmost gratitude goes to my mother, Vandi Lonkani and my late father, Chand Lonkani who have provided me invaluable support since I was born.

Ravi Lonkani

Contents

ABSTRACT (Thai)	iv
ABSTRACT (English)	v
ACKNOWLEDGEMENTS.....	vi
CONTENTS	vii
LIST OF TABLES.....	ix
LIST OF FIGURES	x
CHAPTER 1-INTRODUCTION	1
I. Rationale and Motivation.....	1
II. Objectives of the study.....	2
CHAPTER 2- LITERATURE REVIEW	5
I. The short-run underpricing	5
II. The long-run underperformance of initial public offerings	13
III. The study of IPOs in the Thai Stock Market.....	18
IV. Information dissemination in the offering process.....	20
CHAPTER 3 – DATA, HYPOTHESIS AND METHODOLOGY.....	23
I. data.....	23
II. Hypothesis and methodology	25
CHAPTER 4 – EMPIRICAL RESULTS	39
I. Initial returns in the Thai stock market	39
II. Intial returns and investors in the primary market	41
III. Aftermarket performance of IPOs.....	46
IV. Aftermarket performance and Investor allocation in the primary market	49

V. Aftermarket performance and investor trading in the secondary market	50
VI. Co-movement between aftermarket performance of IPOs and Cumulative net investment.....	52
VII. Forecast accuracy of EPS on IPO stocks	53
VIII. Forecast accuracy and the aftermarket performance of IPOs	55
CHAPTER 5 - CONCLUSION.....	97
REFERENCES	102
APPENDICES	108
APPENDIX A.....	109
APPENDIX B	112
APPENDIX C	113
BIOGRAPHY	115

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

List of Tables

Table 1.	The Criteria Used in Data Selection and Distribution Of IPO Samples Categorized by Year Of Offerings During 1987 to 1997	57
Table 2.	Distribution of IPOs during 1987 to 1997 Classified by Industrial Sector.....	58
Table 3.	Initial Returns of IPO Firms during 1987-1997	60
Table 4.	Initial Returns Categorized by Industry Sector	62
Table 5.	Fraction of Shares Allocated to Investor Groups in the Primary Market.....	63
Table 6.	Fraction of Shares Allocated to Each Investor Group in the Primary Market Categorized by Size and Age of Firms.....	64
Table 7.	Initial Returns and Fraction of Shares Allocated to Each Group of Investors	65
Table 8.	Correlation Coefficients between Initial Market Adjusted Returns and Investors Allocated in the Primary Market	66
Table 9.	Cross-Tabulation between Initial Returns of IPOs and Percentage of Shares Allocated to Investors	67
Table 10.	Regression Results of Initial Returns Based on Each Group of Investors	69
Table 11.	Abnormal Returns for Initial Public Offerings in 1988-1993: Matching Firms Benchmark.....	73
Table 12.	Abnormal Returns for Initial Public Offerings in 1988-1993: Set Index Benchmark	74

Table 13.	Abnormal Returns for Initial Public Offerings in 1988-1993: Industry Index Benchmark	75
Table 14.	Abnormal Returns for Initial Public Offerings in 1988-1993: Size-Match Portfolio Benchmark.....	76
Table 15.	Post-Listing Cumulative Abnormal Returns by Year of Offerings	77
Table 16.	Post-Listing Cumulative Abnormal Returns Categorized by Industry Sector.....	78
Table 17.	Post-Listing Cumulative Abnormal Returns Categorized by Issue Size and Initial Returns	80
Table 18.	Post-Initial Public Offering (IPO) Returns and Wealth Relatives.....	81
Table 19.	Correlation Coefficient between Shares Allocated to Each Investor Group in Primary Market and the Cumulative Market Adjusted Returns (CARs)	82
Table 20.	Cross-Tabulation between Level of Shares Allocated to Each Group of Investor in Primary Market and the Cumulative Market Adjusted Returns (CARs)	83
Table 21.	Aftermarket Performance of IPOs (CARs) in 1996	84
Table 22.	Investment of IPO Stocks in the Secondary Market by Various Investor Groups at the First Day and the Cumulative Net Investment at the 21-day Trading	85
Table 23.	Abnormal Returns and Changes in Cumulative Net Investment For the Broker Portfolio.....	86

Table 24.	Abnormal Returns and Changes in Cumulative Net Investment For the Customer Portfolio	87
Table 25.	Abnormal Returns and Changes in Cumulative Net Investment For the Mutual Fund Portfolio.....	88
Table 26.	Abnormal Returns and Changes in Cumulative Net Investment For the Foreign Investor Portfolio	89
Table 27.	Correlation Coefficients between Cumulative Market Adjusted Returns (CARs) and Cumulative Net Investment	90
Table 28.	Regression Results of the Monthly Cumulative Adjusted Returns And Monthly Cumulative Net Investment	91
Table 29.	Mean Forecast of EPS and Actual EPS of IPO Firms during 1988-1996	94
Table 30.	Regression Results between CARs and Forecast Error	95
Table 31.	Analyst Forecast Revision and the Aftermarket Performance Of IPOs	96

List of Figures

- Figure 1. Distribution of IPOs during 1975 to 1997..... 71
- Figure 2. Number of IPOs during 1987 to 1997:classified by sectors.... 72
- Figure 3. Cumulative average adjusted returns of IPOs..... 93



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย