

พฤติกรรมแห่งตามกันในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด 19



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2566

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

พฤติกรรมแห่งตามกันในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด 19

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

1 มีนาคม พ.ศ. 2566

ภัทราพร

นางสาวภัทราพร ชื่นบุญ

ผู้วิจัย

ปิยภัทร ชาระวานิช

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

TC K. K. K. K.

ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

Viviani. Rasmamy.

รองศาสตราจารย์วิจิตา รักธรรม,

Ph.D.

คณบดีวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคติกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องพฤติกรรมแห่งตามกันในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในช่วงการแพร่ระบาดของ โควิด19 ประสบผลสำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ธาระวานิช, รองศาสตราจารย์ ดร.ชาติรี จันทรโคติกา และ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.กิตติชัย ราชมหา ซึ่งได้สละเวลาให้คำปรึกษาและคำแนะนำ ตลอดจนข้อคิดเห็นต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการทำสารนิพนธ์ในครั้งนี้

สุดท้ายทางผู้วิจัยขอขอบคุณผู้มีพระคุณ ทั้งคุณพ่อ คุณแม่ และครอบครัวที่ให้อำนาจใจ และให้การสนับสนุนมาโดยตลอด รวมทั้งเพื่อนทุกท่านที่ได้ร่วมแรงร่วมใจช่วยเหลืองานวิจัยครั้งนี้ สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี หากงานวิจัยฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใดต้องขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

ภัทรพร ชื่นบุญ

พฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในช่วงการแพร่ระบาดของ โควิด19

HERDING BEHAVIOR IN THE MARKET OF ALTERNATIVE INVESTMENT (MAI) MARKET DURING COVID-19

ภัทรพร ชื่นบุญ 6450055

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา, Ph.D., รองศาสตราจารย์ธาดิ์ จันทร โคลิกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด19 ข้อมูลจากผลตอบแทนรวมรายวันของบริษัทและผลตอบแทนรวมรายวันของตลาดตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2555 ถึง 31 สิงหาคม 2565 งานวิจัยใช้สมการ Cross-sectional Standard Deviation (CSSD) ของ Christie and Huang (1995)

การศึกษาถึงพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (ปีพ.ศ. 2555 – 2565) ในตลาด mai มีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) น้อยลงทั้งในช่วงที่ตลาดมีผลตอบแทนเป็นบวกและเป็นลบ เนื่องจากในตลาด mai มีค่า CSSD มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นในช่วงผลตอบแทนเป็นบวกมากกว่าช่วงผลตอบแทนเป็นลบ ทำให้ในช่วงตลาดขาขึ้นมีพฤติกรรมแห่ตามกันน้อยลงกว่าตลาดขาลง ดังนั้นตลาด mai จึงมีพฤติกรรมแห่ตามกันมากในช่วงตลาดขาลงมากกว่าขาขึ้น จึงสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนของหุ้นเพียงบางตัวเท่านั้นที่อยู่ใน mai ที่ปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงตามดัชนีราคาตลาดในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ต่อมาได้ทดสอบพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติโควิด-19 ในระลอก 1-5 และพบว่า มีพฤติกรรมแห่ตามกันมากในตลาด mai โดยเฉพาะช่วงที่ตลาดขาลง

คำสำคัญ : พฤติกรรมแห่ตามกัน/ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ/ สภาวะวิกฤติ โควิด-19

สารบัญ

		หน้า
	กิตติกรรมประกาศ	ข
	บทคัดย่อ	ค
	สารบัญตาราง	ง
	สารบัญรูปภาพ	ช
บทที่ 1	บทนำ	1
บทที่ 2	ทฤษฎีแนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
	2.1 ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
	2.1.1 ทฤษฎีพฤติกรรมของนักลงทุน (Investor Behavior Theory)	5
	2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)	5
	2.1.3 ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric information)	6
	2.1.4 พฤติกรรมแห่ตามกันแบบมีเหตุผลและไม่มีเหตุผล (Rational and Irrational Herding Behavior)	6
	2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	7
	2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องตามทฤษฎีพฤติกรรมของนักลงทุน (Investor Behavior Theory)	7
	2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)	8
	2.2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องตามทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric information)	9
	2.2.4 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องตามพฤติกรรมแห่ตามกันแบบมีเหตุผลและไม่มีเหตุผล (Rational and Irrational Herding Behavior)	9
บทที่ 3	ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	11
	3.1 ข้อมูลและขอบเขตการศึกษา	11
	3.1.1 ขั้นตอนการศึกษาและวิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	11
	3.2 ตัวแปร	12

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
3.2.1 ตัวแปรตาม	12
3.2.2 ตัวแปรอิสระ	12
3.3 แบบจำลองและความสัมพันธ์ของตัวแปร	12
3.4 กรอบแนวคิดในการวิจัย	17
บทที่ 4 ผลการทดสอบ	18
4.1 สถิติเชิงพรรณนา	18
4.2 การวิเคราะห์การมีพฤติกรรมที่เหมือนกันของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai ในช่วงเวลา 10 ปีที่ผ่านมา	18
4.3 การวิเคราะห์ถึงการมีพฤติกรรมที่เหมือนกันเกิดขึ้นในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติโควิด-19 ในระลอกที่ 1-5	20
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา	23
บรรณานุกรม	26
ประวัติผู้วิจัย	29

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
1	Descriptive statistics : mai	18
2	การมีพฤติกรรมการแห่ตามกันของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai ในช่วงเวลา 10 ปีที่ผ่านมา	19
3	การมีพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติ Covid-19 ในระลอก 1-5 (25 มีนาคม 2563 - 31 สิงหาคม 2565)	21



สารบัญรูปภาพ

รูปภาพ	หน้า
1 แสดงมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 ระลอกที่ 1-5 (ที่มา : www.set.co.th)	3
2 ตัวอย่างความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด (Rm) กับอัตราการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) กรณีที่ค่าคาดหวัง γ_1 เป็นค่าบวก	14
3 ตัวอย่างความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด (Rm) กับอัตราการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) กรณีที่ค่าคาดหวัง γ_2 เป็นค่าบวก	15
4 ตัวอย่างความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด (Rm) กับอัตราการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) กรณีที่ค่าคาดหวัง γ_3 เป็นค่าลบ	15
5 ตัวอย่างความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด (Rm) กับอัตราการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) กรณีที่ค่าคาดหวัง γ_4 เป็นค่าลบ	16
6 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด (Rm) กับอัตราการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) ของตลาด mai ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (พ.ศ.2555-2565)	19
7 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด (Rm) กับอัตราการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) ของตลาด mai ในช่วง Covid-19 ในระลอก 1-5 (25 มีนาคม 2563 - 31 สิงหาคม 2565)	21

บทที่ 1

บทนำ (Introduction)

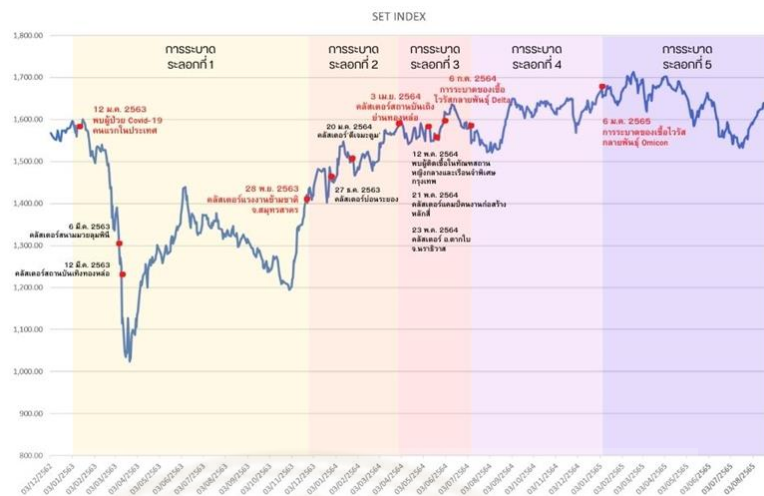
พฤติกรรมทางการเงินเป็นเหตุการณ์ที่พบมากในกลุ่มของนักลงทุน ไม่ว่าจะเป็นนัก ลงทุนสถาบัน หรือนักลงทุนรายบุคคล และเป็นสาเหตุทำให้ตลาดไม่มีประสิทธิภาพ ซึ่งประยุกต์ มากจากการลงทุนในยุคแรกๆ ที่เป็นรูปแบบ Traditional Finance คือ การลงทุนตามแบบทฤษฎี เพื่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด (Utility Maximization) โดยมีความเชื่อว่าตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) เป็นการตัดสินใจโดยใช้เหตุผล (Rational) เป็นหลัก โดยมีพื้นฐานการลงทุนมา จากทฤษฎี Modern Portfolio Theory ของ Harry Markowitz (1952) โดยการ จัด Portfolio แบบ กระจายความเสี่ยงโดยการเลือกลงทุนในสินทรัพย์หลาย เพื่อลดความผันผวนของ Portfolio โดย พิจารณาจากความสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างผลตอบแทนกับความเสี่ยง แต่เมื่อเวลาผ่านไป ได้ พบจุดอ่อนที่สำคัญของการนำทฤษฎีไปใช้ในทางปฏิบัติ คือ อคติของนักลงทุน (Bias) ซึ่งเป็นปัจจัย ที่ทำให้นักลงทุนเลือกที่จะลงทุนแบบไม่มีเหตุผล (Irrational) ไม่เป็นไปตามทฤษฎี อาศัยเพียง อารมณ์ ความรู้สึก หรือประสบการณ์ที่ได้จากในอดีต ในการตัดสินใจลงทุน ในหลักทรัพย์จาก การศึกษาอคติของนักลงทุนทำให้เกิดทฤษฎีใหม่ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเงินแบบดั้งเดิม และปัจจัยด้านจิตวิทยา (Psychology)

พฤติกรรมทางการเงินมีหลายรูปแบบ ตัวอย่างเช่น Overconfidence พฤติกรรมที่นัก ลงทุนประเมินความสามารถในวิเคราะห์ของตนเองสูงเกินไป ส่วน Regret aversion เป็นพฤติกรรม ที่นักลงทุนไม่กล้าที่จะตัดสินใจลงทุน เพราะกังวลว่าการตัดสินใจไม่ได้ให้ผลตอบแทนสูงสุด ยกตัวอย่างเช่น เมื่อสนใจหุ้นตัวหนึ่ง แล้วตัดสินใจซื้อหุ้นแล้วหุ้นตก ทำให้นักลงทุนรู้สึกแย่ที่ ตัดสินใจผิด และ พฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding behavior) เป็นพฤติกรรมที่สามารถพบเห็นได้ บ่อยครั้งในชีวิตประจำวัน เช่น การเลือกเข้าร้านอาหารที่มีปริมาณคนมาก การซื้อสินค้าจากการที่ สินค้ากำลังได้รับความนิยมจากคนส่วนใหญ่ พฤติกรรมแห่ตามกันในทางการเงิน หมายถึง พฤติกรรมที่นักลงทุนตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ต่างๆตามนักลงทุนอื่น ซึ่งพฤติกรรมนี้มีอยู่สอง ประเภท ได้แก่ พฤติกรรมแห่ตามกันแบบมีเหตุผล (Rational herding behavior) คือ การที่คนหนึ่งลอก เลียนแบบการกระทำของผู้อื่น โดยเชื่อว่าผู้อื่นมีข้อมูลหรือมีความเชี่ยวชาญมากกว่าตน แต่ในทาง กลับกันแบบไม่มีเหตุผล (Irrational herding behavior) คือ การที่คนหนึ่งลอกเลียนแบบพฤติกรรมของ

ผู้อื่น โดยไม่คำนึงถึงข้อมูลหรือเหตุผล ซึ่งสาเหตุของพฤติกรรมเหล่านี้แบบไม่มีเหตุผลมาจากด้านจิตวิทยาหรือความเป็นที่ต้องการทางสังคม (Banerjee, 1992)

Lin, Tsai, & Lung (2013) ได้ศึกษาถึงพฤติกรรมเหล่านี้ของนักลงทุนในตลาดหุ้นของไต้หวัน โดยได้จำแนกพฤติกรรมแบบมีเหตุผลและไม่มีเหตุผล โดยวัดผลจากความถี่ที่เกิดพฤติกรรมเหล่านี้ การลงทุนแบบตามกระแส (Trading noise) ในตลาดการจับคู่ซื้อขายในคราวเดียวกัน (Call Auction Market) ผลการศึกษาพบว่า พฤติกรรมเหล่านี้ไม่ส่งผลกระทบต่อนักลงทุนสถาบันมากนักเนื่องจากนักลงทุนสถาบันเลือกที่จะใช้ข้อมูลปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ในการประเมินราคาที่เป็นที่แท้จริง (Intrinsic Value) และซื้อขายตามกลยุทธ์และนโยบายที่ได้วางไว้ในทางตรงกันข้าม พฤติกรรมเหล่านี้พบมากในนักลงทุนทั่วไป เพราะนักลงทุนกลุ่มนี้ไม่ค่อยเชื่อในข้อมูลที่ตัวเองได้รับหรือวิเคราะห์มาและเลือกที่จะลอกเลียนแบบการลงทุนของผู้อื่น โดยไม่คำนึงถึงเหตุและผล จะใช้อารมณ์และความรู้สึกเป็นที่ตั้งซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวคือพฤติกรรมเหล่านี้แบบไม่มีเหตุผลและเป็นสาเหตุให้เกิดตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพได้ แต่ในทางตรงข้ามพฤติกรรมเหล่านี้แบบมีเหตุผลจะพบได้ในนักลงทุนที่พิจารณาการกระทำของผู้อื่น จะเกิดพฤติกรรมนี้ได้เมื่อนักลงทุนนั้นเชื่อว่าบุคคลอื่นมีข้อมูลและความเชี่ยวชาญมากกว่าตน

งานวิจัยนี้ศึกษาถึงสาเหตุที่ทำให้ตลาดหุ้นไม่มีประสิทธิภาพว่า มีสาเหตุมาจากพฤติกรรมเหล่านี้หรือไม่ และพฤติกรรมเหล่านี้จะเกิดขึ้นในช่วงที่ตลาดผันผวนมากกว่าปกติหรือไม่ จากงานวิจัยที่ศึกษาของ Jianga, Wen, Zhang, & Cui. (2022) พบว่าส่วนมากจะพบพฤติกรรมเหล่านี้ในช่วงที่ตลาดเกิดความผันผวนจากผลกระทบทางเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบมาจากเหตุการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัส Covid-19 ซึ่งกระทบต่อตลาดการเงินของไทยอย่างมากทั้งด้านราคาและความผันผวนของหลักทรัพย์ (Panyagometh, 2020) โดยในช่วงก่อนการระบาดของ Covid-19 SET Index อยู่ในช่วง 1,600-1,700 จุด และในช่วงแรกของการระบาดของเชื้อไวรัส SET Index ปรับตัวลงอย่างต่อเนื่องจนกระทั่งลงไปต่ำสุดอยู่ที่ ประมาณ 1,000 จุด จากสถานการณ์ที่กล่าวมาข้างต้นทำให้เห็นถึงพฤติกรรมที่ผิดปกติบางอย่างของนักลงทุน



รูปภาพที่ 1 แสดงมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 ระลอกที่ 1-5 (ที่มา : www.set.co.th)

จากรูปภาพที่ 1 การระบาดของ Covid-19 ประเทศไทยพบผู้ติดเชื้อรายแรก ณ วันที่ 12 มกราคม 2562 หลังจากนั้นยังพบกลุ่มคลัสเตอร์จากหลายๆพื้นที่ ไม่ว่าจะเป็น คลัสเตอร์สนามมวย ลุมพินี, คลัสเตอร์สถานบันเทิงทองหล่อ ทำให้รัฐบาลต้องประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินขึ้น ณ วันที่ 25 มีนาคม 2563 โดยอาศัยอำนาจตามความในมาตรา 5 แห่งพระราชกำหนดการบริหารราชการในสถานการณ์ฉุกเฉิน พ.ศ. 2548 อีกทั้งข้อมูลจากกราฟสังเกตได้ว่าตลาดตราสารทุนของไทย อย่าง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ SET ก็ได้รับผลกระทบเนื่องจากสถานการณ์โควิด-19 เช่นกัน

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาพฤติกรรมการแห่ตามกันในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai ตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2555 ถึง 31 สิงหาคม 2565 และในช่วงการแพร่กระจายของเชื้อ Covid-2019 ในระลอกที่ 1-5 อีกทั้งยังศึกษาถึงปัจจัยที่มีความเกี่ยวข้องกับการมีพฤติกรรมแห่ตามกัน สมมติฐานที่ 1 คาดว่าจะมีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) ในตลาด mai มากในช่วงตลาดขาลงมากกว่าตลาดขาขึ้น ในช่วงระยะเวลา 10 ปีย้อนหลัง เนื่องจากเป็นตลาดที่มีบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก จึงมีความผันผวนของอัตราผลตอบแทนค่อนข้างสูง ส่งผลให้การกระจายของข้อมูลไม่ทั่วถึงกันและในช่วงตลาดขาลงนักลงทุนจะเกิดความกังวล ยิ่งส่งผลให้เกิดการลอกเลียนแบบพฤติกรรมของนักลงทุนคนอื่นได้ง่ายและเกิดการลอกเลียนแบบโดยไม่คำนึงถึงเหตุและผลเพราะข้อมูลไม่เพียงพอในการตัดสินใจ จึงเป็นเหตุทำให้มีพฤติกรรมแห่ตามกันมากขึ้นและส่งผลให้ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนค่อนข้างสูง สมมติฐานที่ 2 คาดว่าจะมีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) ในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติโควิด-19 ในระลอก 1-5 มากและมี Herding ในช่วงตลาดขาลงมากกว่า

ตลาดขาขึ้น เนื่องจากรัฐบาลควบคุมสถานการณ์ได้ไม่ดีพอ ส่งผลให้ข้อมูลไม่เพียงพอสำหรับนักลงทุนทำให้นักลงทุนเกิดความกังวล

งานวิจัยนี้ใช้วิธี OLS (Ordinary Least Squares) ในการศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาด mai

ผลการศึกษาพบว่า ในตลาด mai มีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) น้อยลงทั้งในช่วงที่ตลาดมีผลตอบแทนเป็นบวกและเป็นลบ ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (ปีพ.ศ. 2555 – 2565) เนื่องจากตลาด mai ค่า CSSD มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นในช่วงผลตอบแทนเป็นบวกมากกว่าช่วงผลตอบแทนเป็นลบ ทำให้ในช่วงตลาดขาขึ้นมี Herding น้อยลงกว่าตลาดขาลง ดังนั้นตลาด mai จึงมีพฤติกรรมแห่ตามกันมากในช่วงตลาดขาลงมากกว่าขาขึ้น จึงยอมรับ สมมติฐานที่ 1 คาดว่าจะมีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) ในตลาด mai มากในช่วงตลาดขาลงมากกว่าตลาดขาขึ้น ในช่วงระยะเวลา 10 ปีย้อนหลัง จึงสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนของหุ้นเพียงบางตัวเท่านั้นที่อยู่ใน mai ที่ปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงตามดัชนีราคาตลาดในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ต่อมาได้ทดสอบพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติโควิด-19 ในระลอก 1-5 และพบพฤติกรรมแห่ตามกันมากในตลาด mai โดยเฉพาะช่วงที่ตลาดขาลง จึงยอมรับ สมมติฐานที่ 2 คาดว่าจะมีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) ในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติโควิด-19 ในระลอก 1-5 มากและมี Herding ในช่วงตลาดขาลงมากกว่าตลาดขาขึ้น

บทที่ 2

ทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature review)

2.1 ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Theories)

2.1.1 ทฤษฎีพฤติกรรมของนักลงทุน (Investor Behavior Theory)

ทฤษฎีพฤติกรรมของนักลงทุน หรือ เรียกว่าการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance) โดย Shiller (2000) กล่าวว่า พฤติกรรมในการลงทุนไม่ได้ขึ้นอยู่กับปัจจัยด้านราคาของสินทรัพย์ต่างๆที่มีอยู่ในตลาดเพียงเท่านั้น แต่ขึ้นอยู่กับปัจจัยด้านจิตวิทยา เช่น การใช้อารมณ์ ความรู้สึก อคติ และความคุ้นเคยในการลงทุน ซึ่งทฤษฎีนี้ศึกษาพฤติกรรมที่หลากหลายของนักลงทุนที่เกี่ยวข้องกับจิตใจ อย่าง ความมั่นใจที่มากเกินไป การกลัวการสูญเสีย และพฤติกรรมการแห่ตามกันในการตัดสินใจลงทุน อีกทั้งอธิบายว่าพฤติกรรมเหล่านี้เป็นเหตุทำให้ตลาดไม่มีประสิทธิภาพ ทำให้เกิดความผันผวนของราคาในตลาดและนำไปสู่การตัดสินใจในการลงทุนที่ไม่มีเหตุและผล ดังนั้นปัญหาที่สำคัญของพฤติกรรมของนักลงทุนคือผลกระทบจากพฤติกรรมแห่ตามกันส่งผลให้นักลงทุนเชื่อข้อมูลของคนส่วนใหญ่มากกว่าข้อมูลของตนเอง ทำให้กลายเป็นตัวควบคุมพฤติกรรมในการลงทุนและนำไปสู่การตัดสินใจลงทุนที่ไม่เป็นไปตามความต้องการของตนเอง

ดังนั้นทฤษฎีพฤติกรรมของนักลงทุนจึงถูกนำมาใช้ในงานวิจัยนี้ เพื่อเป็นการอธิบายความคิดเห็นของคนส่วนใหญ่ในตลาดกลายเป็นสิ่งควบคุมพฤติกรรมในการลงทุนจึงเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาด และสามารถกล่าวได้ว่าการเงินเชิงพฤติกรรมมีผลกระทบต่อการตัดสินใจลงทุน (Sattar, Toseef, & Sattar, 2020)

2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ โดย Spence (1973) กล่าวว่า บุคคลหรือองค์กรสามารถส่งสัญญาณหรือการกระทำเพื่อทำให้เกิดการสื่อสารและส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของคนอื่น เพื่อให้เกิดผลประโยชน์ ลดความผิดพลาดและเพิ่มความน่าเชื่อถือของผู้ส่งสัญญาณ ซึ่งทฤษฎีนี้เป็นทฤษฎีที่เกี่ยวข้องเนื่องมาจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล เป็นการอธิบายถึงพฤติกรรมของผู้ส่งข้อมูลและผู้รับข้อมูล โดยทั้งสองฝ่ายมีข้อมูลไม่เท่ากัน เพื่อให้ได้รับข้อมูลเช่นเดียวกันผู้ที่มีข้อมูลมากกว่า

จึงต้องส่งสัญญาณเพื่อให้ผู้รับสัญญาณ ได้รับรู้ข้อมูลชุดเดียวกัน เช่น นโยบายของภาครัฐและผู้ออกหลักทรัพย์ในตลาด รายงานทางการเงิน ผลการดำเนินงาน เป็นต้น

ดังนั้นทฤษฎีการส่งสัญญาณจึงถูกนำมาใช้ในงานวิจัยนี้ เนื่องจากในช่วงที่เกิดวิกฤตไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลให้นักลงทุนเกิดความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบที่จะเกิดขึ้นต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหุ้น ยิ่งไปกว่านั้นในช่วงที่เกิดวิกฤตไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมมีการเคลื่อนไหวที่ไม่เป็นไปตามกันซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากความกังวลของนักลงทุนทำให้จำกัดการลงทุนอย่างมากในช่วงเวลาดังกล่าวและนักลงทุนไม่กล้าที่จะเคลื่อนย้ายเงินลงทุนเพื่อเก็งกำไรในระยะยาว (จิณณา อินชูปงษ์, 2565)

2.1.3 ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric information)

ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล โดย Akerlof (1970) กล่าวว่า เมื่อคนที่มีข้อมูลมากกว่าหรือดีกว่าอีกคนที่มีข้อมูลน้อยกว่า จะทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของการกระทำของทั้งสองฝ่ายขึ้น คนที่มีข้อมูลมากกว่าจะใช้ข้อมูลที่มีเพื่อผลประโยชน์ของตนเองต่างจากอีกคนที่มีข้อมูลน้อยกว่าก็จะเสียผลประโยชน์ไป ทฤษฎีนี้ได้ถูกนำมาใช้อธิบายเกี่ยวกับข้อมูลที่นักลงทุนในตลาดหุ้นแต่ละคนมีไม่เท่ากัน ซึ่งจะมีนักลงทุนที่ได้รับข้อมูล (Informed Investors) และนักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูล (Uninformed Investors) โดยนักลงทุนที่ได้รับข้อมูลจะรู้ถึงข่าวสารและมูลค่าที่แท้จริงของผู้ออกหลักทรัพย์ในตลาด พวกเขาจึงเลือกลงทุนในหุ้นที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงและไม่เลือกลงทุนในหุ้นที่มีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ส่งผลให้นักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูลต้องลงทุนในหุ้นที่มีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง

ดังนั้นทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลจึงถูกนำมาใช้ในงานวิจัยนี้ เพื่อเป็นการอธิบายว่านักลงทุนแต่ละคนได้รับข้อมูลและข่าวสารไม่เท่ากันส่งผลให้นักลงทุนไม่ทราบถึงคุณภาพของบริษัท ซึ่งจะเกิดได้ในตลาดไม่มีประสิทธิภาพ (Inefficient Market) จึงทำให้นักลงทุนรายย่อยตัดสินใจลงทุนตามนักลงทุนรายใหญ่ เพราะเชื่อว่านักลงทุนเหล่านั้นมีข้อมูลบางอย่างที่ตนเองไม่ทราบ และจะส่งผลให้เกิดพฤติกรรมที่ลอกเลียนต่อกันไปของนักลงทุน (Invest cascade) ด้วยเหตุผลนี้เป็นผลทำให้เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดขึ้น

2.1.4 พฤติกรรมแห่ตามกันแบบมีเหตุผลและไม่มีเหตุผล (Rational and Irrational Herding Behavior)

Herding Behavior

พฤติกรรมแห่ตามกัน โดย Banerjee (1992) กล่าวว่า พฤติกรรมแห่ตามกันมีสองแบบคือ แบบมีเหตุผลและแบบไม่มีเหตุผล โดยพฤติกรรมทั้งสองแบบเป็นการกล่าวถึงแรงจูงใจและ

กระบวนการตัดสินใจที่แตกต่างกัน ซึ่งส่งผลให้แต่ละบุคคลเลียนแบบการกระทำของผู้อื่นที่อยู่ในสังคม นอกจากนี้พฤติกรรมทั้งสองแบบยังมีความแตกต่างกันดังนี้ พฤติกรรมแห่ตามกันแบบมีเหตุผล (Rational herding behavior) หมายถึง บุคคลที่เลียนแบบการกระทำของผู้อื่น โดยจะคำนึงถึงเหตุและผลในการประเมินข้อมูล มักจะเกิดขึ้นเมื่อบุคคลนั้นเชื่อว่าผู้อื่นมีข้อมูลและความเชี่ยวชาญมากกว่าตนและจะใช้การกระทำของผู้อื่นเป็นพื้นฐานในการตัดสินใจของตนเอง แต่ในทางกลับกัน พฤติกรรมแห่ตามกันแบบไม่มีเหตุผล (Irrational herding behavior) หมายถึง บุคคลที่เลียนแบบการกระทำของผู้อื่นโดยไม่พิจารณาข้อมูลพื้นฐานหรือเหตุผล มักจะเกิดขึ้นจากด้านจิตวิทยา ความอคติ และอิทธิพลทางสังคม ซึ่งมันอาจส่งผลให้ตลาดเกิดความผันผวนและตลาดไม่มีประสิทธิภาพได้

ดังนั้นพฤติกรรมแห่ตามกันแบบมีเหตุผลและไม่มีเหตุผล จึงถูกนำมาใช้ในงานวิจัยนี้ เพื่อเป็นการอธิบายว่าพฤติกรรมแห่ตามกันมีสองรูปแบบ คือ แบบมีเหตุผลและแบบไม่มีเหตุผล โดยทั้งสองรูปแบบมีความแตกต่างกัน จะขึ้นอยู่กับบุคคลนั้นๆลอกเลียนแบบการกระทำของผู้อื่น โดยอาศัยปัจจัยได้ หากบุคคลนั้นลอกเลียนแบบการกระทำของผู้อื่นจากการเชื่อว่าผู้อื่นมีข้อมูลและมีความเชี่ยวชาญมากกว่าตนเองจะเป็นพฤติกรรมแห่ตามกันแบบมีเหตุผล แต่หากบุคคลนั้นลอกเลียนแบบการกระทำของผู้อื่นจากอารมณ์ ความรู้สึก โดยไม่คำนึงถึงเหตุผลจะเป็นพฤติกรรมแห่ตามกันแบบไม่มีเหตุผล ซึ่งมันอาจทำให้เกิดความผันผวนของตลาด และทำให้ตลาดไม่มีประสิทธิภาพ (Inefficient Market)

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องตามทฤษฎีพฤติกรรมของนักลงทุน (Investor Behavior Theory)

งานศึกษาในต่างประเทศ งานวิจัยของ Putra, Rizkianto, & Chalid. (2017) ได้ศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้นของอินโดนีเซียและสิงคโปร์ วิเคราะห์โดยใช้วิธี Cross-sectional Standard Deviation (CSSD) และ Cross-sectional Absolute Deviation (CSAD) ด้วยข้อมูลจากผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัวของทั้งสองประเทศ ตั้งแต่ปี 1996-2015 จากงานวิจัยพบว่า เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้นอินโดนีเซียมากกว่าสิงคโปร์ แสดงว่าเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในประเทศที่กำลังพัฒนามากกว่าประเทศที่พัฒนาแล้ว

นอกจากนี้งานศึกษาในประเทศไทย งานวิจัยของ จัญจนา กุลวานิชและธนโชติ บุญวรโชติ. (2556) ได้ศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้นไทย โดยใช้วิธีการศึกษาวิเคราะห์ด้วยวิธี

Cross-sectional Standard Deviation (CSSD) และ Cross-sectional Absolute Deviation (CSAD) เช่นเดียวกันกับงานวิจัยในต่างประเทศ ด้วยข้อมูลจากราคาหุ้นรายวัน (Daily stock price) ของบริษัทจดทะเบียน 206 บริษัท และ 22 ธุรกิจที่มีอยู่ในตลาดหุ้น SET ตั้งแต่ปี พ.ศ.2533-2553 จากการวิเคราะห์ พบว่า เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันใน SET และพบในหมวดธุรกิจการเงิน และต่อมา วันเพ็ญรัตน์ศรีและปรีชา วิจิตรธรรมรส. (2561) ได้ศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้นไทย วิเคราะห์ด้วยข้อมูลราคาหุ้นรายวัน (Daily stock price) ของหลักทรัพย์ 427 บริษัทที่อยู่ในตลาด SET ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2558 จากงานวิจัยพบว่า เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาด SET ทุกปี

2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

Wu, Yang, & Zhao. (2020) ได้ศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้นจีนในช่วงการแพร่ระบาดของเชื้อโควิด-19 โดยใช้ข้อมูลจากราคาหุ้นรายวัน (Daily stock price) ของ Shanghai A-share market และ Shenzhen A-share market ตั้งแต่ปี 2019-2020 จากงานวิจัยพบว่า เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงการแพร่ระบาดของเชื้อโควิด-19 ต่ำกว่าช่วงสภาวะปกติ

นอกจากนี้งานวิจัยของ Jianga, Wen, Zhang, & Cui. (2022) ได้ศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันภายใต้การแพร่ระบาดของเชื้อโควิด-19 ในตลาดหุ้นเอเชีย ได้แก่ ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ จีน ฮองกง สิงคโปร์ และไต้หวัน ด้วยข้อมูลราคาหุ้นรายวันของแต่ละประเทศตั้งแต่ปี 2019-2020 พบว่า การแห่ตามกันมีสูงขึ้นในหุ้นที่มีความผันผวนสูงผิดปกติ และพบพฤติกรรมนี้ในตลาดหุ้นจีน ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ และยิ่งไปกว่านั้นพบในอุตสาหกรรมการดูแลสุขภาพในเกาหลีใต้และอุตสาหกรรมการดูแลสุขภาพและการท่องเที่ยวและการบริการในจีน และจะเกิดขึ้นในประเทศที่กำลังพัฒนา

และนอกจากนี้ม้งงานวิจัยที่ได้ศึกษาผลกระทบของโควิด-19 ต่อระบบการเงิน Ali, Alam, & Rizvi. (2020) ได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบของการระบาดของโคโรนาไวรัส (โควิด-19) ต่อระบบการเงิน วิธีการศึกษาโดยใช้ข้อมูลของราคารายวันและผลตอบแทน บนหลักทรัพย์ทางการเงินที่แตกต่างกัน เปรียบเทียบทั้งในช่วงเริ่มระบาดจนถึงช่วงระบอดหนัก จากผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนในจีนมีการลดลงเพียงเล็กน้อยทั้งในช่วงเริ่มระบาดไปจนถึงช่วงระบอดหนัก ในขณะที่ในกลุ่มประเทศ สหรัฐ, อังกฤษ, เยอรมันนี และเกาหลีใต้ มีการผันผวนของผลตอบแทนเป็นอย่างมาก พบมากสุดในกลุ่มประเทศยุโรป สาเหตุที่จีนมีความผันผวนค่อนข้างคงที่ อันเนื่องมาจากจีนสามารถควบคุมเศรษฐกิจได้ค่อนข้างดี รวมถึงมีการผ่อนปรนนโยบายการคลัง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Wu et al., (2020) ที่ได้ศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้นจีนในช่วงโควิด-19 พบว่าเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงการแพร่ระบาดของเชื้อโควิด-19 น้อยกว่าในช่วงปกติ

2.2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องตามทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล

(Asymmetric information)

งานศึกษาในต่างประเทศ ได้แก่ งานวิจัยของ Cajueiro & Tabak. (2009) ได้ศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้น โตเกียวของภาคอุตสาหกรรมวิเคราะห์โดยใช้วิธี Cross-sectional Absolute Deviation (CSAD) ด้วยข้อมูลราคาหุ้นรายวันของตลาด Nikkei Index พบว่าพฤติกรรมแห่ตามกันเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ตลาดเคลื่อนไหวอย่างรุนแรงและพบในตลาดช่วงขาลง

และงานวิจัยของ Poshakwale & Mandal. (2014) ได้ศึกษาการเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้นอินเดีย วิเคราะห์โดยใช้วิธี Cross-sectional Standard Deviation (CSSD) ด้วยข้อมูลราคาหุ้นรายวันของตลาด Nifty ในช่วงปี 1997–2012 จากการวิจัยพบว่าเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้นอินเดีย และเกิดพฤติกรรมนี้ในช่วงตลาดขาลง อีกทั้งมีมากขึ้นในช่วงวิกฤตทางการเงิน

นอกจากนี้งานศึกษาในประเทศไทย งานวิจัยของ จัญจนา กุลวานิชและคณะ. (2556) ได้ศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้นไทย โดยใช้วิธีการศึกษาวิเคราะห์ด้วยวิธี Cross-sectional Standard Deviation (CSSD) และ Cross-sectional Absolute Deviation (CSAD) ด้วยข้อมูลจากราคาหุ้นรายวัน (Daily stock price) ในตลาดหุ้น SET ตั้งแต่ปี พ.ศ.2533-2553 จากการวิเคราะห์ พบว่าเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดขาขึ้นมากกว่าขาลง และเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจของประเทศไทย (ปีพ.ศ. 2540-2541) แต่ไม่พบพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา (ปีพ.ศ. 2551-2552)

และต่อมา วันเพ็ญ รัตนศรีและคณะ. (2561) ได้ศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้นไทย วิเคราะห์โดยใช้วิธีเช่นเดียวกัน ด้วยข้อมูลราคาหุ้นรายวัน (Daily stock price) ของหลักทรัพย์ 427 บริษัทที่อยู่ในตลาด SET ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2558 จากงานวิจัยพบว่า เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดขาลงมากกว่าขาขึ้นซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของกับงานวิจัยของจัญจนา กุลวานิชและคณะ. (2556) ที่พบพฤติกรรมนี้ในช่วงขาขึ้นเป็นส่วนใหญ่

2.2.4 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องตามพฤติกรรมแห่ตามกันแบบมีเหตุผลและไม่ มีเหตุผล (Rational and Irrational Herding Behavior)

Zhang & Liu. (2012) ได้ศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดการกู้เงินแบบ Peer-to-Peer (P2P) ออนไลน์ของตลาดกู้เงินรายย่อยที่ใหญ่ที่สุดในสหรัฐอเมริกา พบว่า มีพฤติกรรมแห่ตามกันแบบมีเหตุผลในผู้ให้กู้ (นักลงทุน) เนื่องจากได้รับข้อมูลที่เพียงพอ เช่น ระดับเครดิต ลักษณะของผู้กู้ และสามารถนำไปใช้วิเคราะห์ความน่าเชื่อถือของผู้กู้เพื่อการตัดสินใจลงทุน และพบว่า

พฤติกรรมแห่ตามกันแบบมีเหตุผลดีกว่าพฤติกรรมแห่ตามกันแบบไม่มีเหตุผลเพราะมันทำให้การคาดการณ์ด้านสินเชื่อนี้มีประสิทธิภาพขึ้น

และต่อมา Chen & Lin. (2014) ได้สำรวจพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดการให้กู้เงินแบบ P2P ออนไลน์ในประเทศจีน พบว่า พฤติกรรมแห่ตามกันแบบไม่มีเหตุผลพบในตลาดการให้กู้เงินแบบ P2P ออนไลน์ในประเทศจีน ซึ่งผลการวิจัยนี้แตกต่างกับผลวิจัยของ Zhang et al., (2012) ที่ได้ศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดการกู้เงินแบบ P2P ออนไลน์ในสหรัฐอเมริกาที่พบพฤติกรรมแห่ตามกันแบบมีเหตุผลในผู้ให้กู้ เนื่องจากตลาดการให้กู้เงินแบบ P2P ออนไลน์ในประเทศจีน เป็นตลาดที่ยังไม่พัฒนาเมื่อเทียบกับตลาดในสหรัฐอเมริกา และผู้ให้กู้เงิน (นักลงทุน) ในประเทศจีนได้รับข้อมูลน้อยกว่ามาก ทำให้การตัดสินใจของนักลงทุนไม่ดีเท่ากับนักลงทุนในตลาดสหรัฐอเมริกา อีกทั้งอาจเกิดจากประสบการณ์การลงทุนของนักลงทุน เนื่องจากนักลงทุนในประเทศจีนไม่มีประสบการณ์ในการระบุคุณภาพของผู้กู้ เพราะพวกเขาเหล่านั้นไม่มีข้อมูลที่เพียงพอทำให้ไม่สามารถทำการวิเคราะห์ได้อย่างครอบคลุมและมีเหตุผล ดังนั้นพวกเขาเหล่านั้นจึงมีโอกาสที่จะมีพฤติกรรมแห่ตามกันแบบไม่มีเหตุผล ต่างจากตลาดการกู้เงินแบบ P2P ออนไลน์ในสหรัฐอเมริกาที่ได้รับข้อมูลอย่างครอบคลุมทำให้นักลงทุนสามารถวิเคราะห์ความเสี่ยงเครดิตของผู้กู้ในตลาดได้

บทที่ 3

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

3.1 ข้อมูลและขอบเขตการศึกษา

การศึกษาใช้ข้อมูลทุติภูมิผลตอบแทนรายวันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) โดยศึกษาจากกลุ่มหลักทรัพย์ mai จาก SETSMART การกำหนดช่วงเวลาของข้อมูล ผู้วิจัยได้กำหนดในช่วงระยะเวลา 10 ปีย้อนหลัง เนื่องจากพบว่ามีหลายเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อระบบการเงิน ตัวอย่างเช่น ในปี 2010-2012 เกิด European crisis รวมไปถึงในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 ในปี 2563 ดังนั้นทางผู้วิจัยจึงเลือกศึกษาข้อมูลในระยะเวลาตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2555 – 31 สิงหาคม 2565 ซึ่งเป็นช่วงที่ครอบคลุมระยะเวลาก่อนเกิดการแพร่ระบาดของโควิด-19 ไปจนถึงช่วงที่เกิดเหตุการณ์การแพร่ระบาดหนักในประเทศไทย ทางผู้วิจัยใช้ข้อมูลของผลตอบแทนรวมรายวัน (Daily total return) ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากดัชนี mai โดยนำข้อมูลตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2555 ถึง 31 สิงหาคม 2565 รวมทั้งสิ้นเป็นเวลา 2,598 และเพื่อการวิเคราะห์ถึงการมีพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติโควิด-19 ในระลอก 1-5 ผู้วิจัยจึงเลือกใช้ข้อมูลตัวอย่างตั้งแต่วันที่ 25 มีนาคม 2563 ถึง 31 สิงหาคม 2565 ซึ่งเป็นระยะเวลาที่รัฐบาลเริ่มประกาศใช้ พ.ร.ก.การบริหารราชการในสถานการณ์ฉุกเฉินในประเทศไทยเป็นครั้งแรก ถึงระยะเวลาดำสุดที่เก็บข้อมูลซึ่งครอบคลุมช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติโควิด-19 ระลอกที่ 5

3.1.1 ขั้นตอนการศึกษาและวิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

ขั้นตอนของการศึกษาด้วยการเก็บข้อมูลทุติภูมิผลตอบแทนรวมรายวัน (Daily total return) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) จาก www.setsmart.com ตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2555 – 31 สิงหาคม 2565 เป็นเวลา 2,598 วัน จำนวนข้อมูล mai 182 บริษัท โดยเลือกเฉพาะบริษัทที่มีข้อมูลย้อนหลังครบ 10 ปี

3.2 ตัวแปร (Variables)

3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent variable)

การกระจายตัวของผลตอบแทนหุ้นรายตัว (CSSD: Cross-sectional Standard Deviation)

ตัวแปรที่ใช้คือ การกระจายตัวของผลตอบแทนหุ้นรายตัวโดยคำนวณจาก การหาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของหุ้นทุกตัวที่อยู่ในดัชนี เช่น CSSD ของ mai Index คือ การคำนวณส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของหุ้นทุกตัวที่มีรายชื่ออยู่ใน mai Index ซึ่งค่า CSSD มีความสัมพันธ์เป็นลบกับพฤติกรรมแห่ตามกัน อธิบายได้ว่าเมื่อค่า CSSD มีค่าลดลง แสดงว่า พฤติกรรมแห่ตามกันมากขึ้น เนื่องจากค่า CSSD ที่มีค่าลดลง เกิดจากการที่หุ้นทั้งหมดหรือส่วนใหญ่ในดัชนีมีการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนไปในทิศทางและเวลาเดียวกัน

3.2.2 ตัวแปรอิสระ (Independent variable)

ผลตอบแทนเฉลี่ยรวมรายวันของตลาด (Rm)

ตัวแปรที่ใช้คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของตลาดโดยรวมผลตอบแทนจากเงินปันผลแล้ว เช่น ผลตอบแทนรายวันของ mai Index เป็นต้น โดยที่ดัชนีดังกล่าวจะใช้วิธีการ Market cap weighted index ซึ่งค่า Rm มีความสัมพันธ์เป็นลบกับค่า CSSD เมื่อค่า Rm มีค่าเพิ่มขึ้น จะมีค่า CSSD น้อยลง แสดงว่า พฤติกรรมแห่ตามกันมากขึ้น เนื่องจาก พฤติกรรมแห่ตามกันเป็นตัวสะท้อนถึงความผันผวนของผลตอบแทนตลาด มันส่งผลให้ราคาหุ้นในตลาดเกิดความผันผวนสูง (Chang, & Dong, 2006) เมื่อราคาหุ้นในตลาดมีความผันผวนสูงแสดงว่ามีพฤติกรรมแห่ตามกันมาก

3.3 แบบจำลองและความสัมพันธ์ของตัวแปร

งานวิจัยครั้งนี้ได้อ้างอิงถึงวิธีการคำนวณหาการกระจายตัวของผลตอบแทนหุ้นรายตัว โดยใช้วิธีของ Christe and Huang (1995) ด้วยวิธี Cross-sectional Standard Deviation (CSSD) เพื่อวัดการกระจายตัวของผลตอบแทนหุ้นรายตัวจากสมการ ดังต่อไปนี้

$$CSSD_{j,t} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_{i,t} - r_{m,t})^2}{n-1}}$$

$CSSD_{j,t}$ การกระจายตัวของผลตอบแทนหุ้นรายตัว

n จำนวนหลักทรัพย์ในตลาด เวลา t (: รายวัน)

$r_{i,t}$ ผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัว ณ เวลา t (: รายวัน)

$r_{m,t}$	ผลตอบแทนเฉลี่ยเลขคณิตของหุ้นแต่ละตัว (Aritmetic mean)
i	หุ้นแต่ละตัวที่อยู่ในตลาด ณ เวลา t (t : รายวัน)
j	กลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai
t	วันที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดทำการ (รายวัน)

ค่า $CSSD_{j,t}$ เป็นการวัดการกระจายของผลตอบแทนของหุ้นรายตัวที่อยู่ในตลาด โดยที่ j เป็นกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai ดังนั้นเมื่อค่าของ $CSSD_{j,t}$ ลดลง เนื่องจากผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัว $r_{i,t}$ มีค่า เพิ่มขึ้น-ลดลง ไปในทิศทางเดียวกันกับ ผลตอบแทนเฉลี่ยเลขคณิตของหุ้นแต่ละตัว $r_{m,t}$ ทำให้ผลต่างระหว่าง $(r_{i,t} - r_{m,t})$ มีค่าน้อย และด้วยจำนวนของหุ้น n ที่มีค่าคงที่ ทำให้ $CSSD_{j,t}$ มีค่าลดลง จึงทำให้พบ Herding มากขึ้น เพราะเกิดการกระจายตัวของผลตอบแทนหุ้นรายตัวออกจากค่าเฉลี่ยที่น้อย ในทางกลับกัน เมื่อ ผลต่างระหว่าง ผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัว กับ ผลตอบแทนเฉลี่ยเลขคณิตของหุ้นแต่ละตัว $(r_{i,t} - r_{m,t})$ มีค่ามาก ก็จะทำให้ $CSSD_{j,t}$ มีค่าเพิ่มขึ้น จึงพบ Herding น้อยลง เพราะเกิดการกระจายตัวของผลตอบแทนหุ้นรายตัวออกจากค่าเฉลี่ยที่มาก

ในขั้นตอนดังต่อไปนี้เป็นการตรวจสอบพฤติกรรมแห่ตามกันของตลาด mai ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (ปีพ.ศ.2555–2565) ซึ่งใช้ข้อมูลผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของตลาดมาวิเคราะห์การถดถอย (Regression analysis) ตามสมการ (1)

$$CSSD_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1 R_{m,t} + \gamma_2 |R_{m,t}| + \gamma_3 R_{m,t}^2 + \varepsilon_t \dots \dots \dots \text{สมการ 1}$$

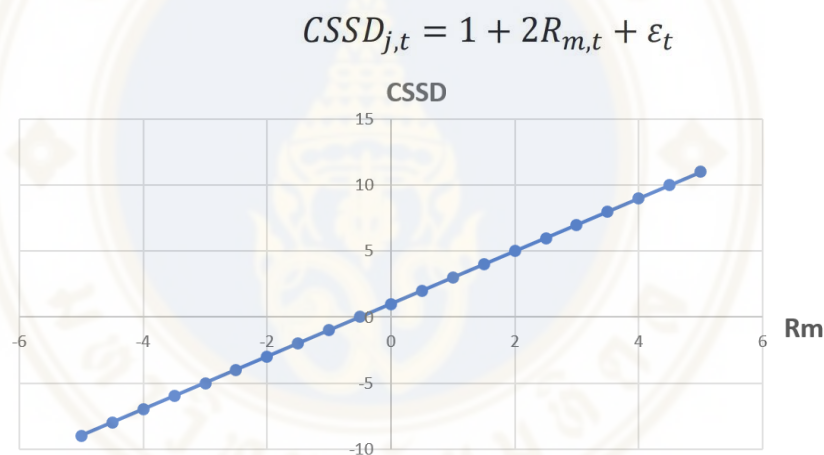
$R_{m,t}$	ผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของตลาด ณ เวลา t (t : รายวัน)
$ R_{m,t} $	ค่าสัมบูรณ์ผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของตลาด ณ เวลา t (t : รายวัน)
$R_{m,t}^2$	ผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของตลาดกำลังสอง ณ เวลา t (t : รายวัน)
j	กลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai
t	วันที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดทำการ (รายวัน)

จากทฤษฎีและงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีพฤติกรรมของนักลงทุนและทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล จึงสามารถสนับสนุนวัตถุประสงค์ที่ 1 เพื่อศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันที่กลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (ปีพ.ศ. 2555 – 2565) คาดว่า จะมีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) ในตลาด mai มากในช่วงตลาดขาลงมากกว่าตลาดขาขึ้น เนื่องจาก

mai เป็นตลาดที่มีบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก ทำให้การกระจายข่าวสารในตลาดไม่ทั่วถึงและในช่วงตลาดขาลงนักลงทุนจะเกิดความกังวล ยิ่งส่งผลให้เกิดการลอกเลียนแบบพฤติกรรมของนักลงทุนคนอื่นได้ง่ายและเกิดการลอกเลียนแบบโดยไม่คำนึงถึงเหตุและผลเพราะข้อมูลไม่เพียงพอในการตัดสินใจ จึงเป็นเหตุทำให้มีพฤติกรรมแห่ตามกันมากขึ้นและส่งผลให้ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนค่อนข้างสูง

เพื่อให้เป็นไปตามสมมติฐาน ดังนั้นค่าคาดหวังที่ควรจะเป็นดังนี้

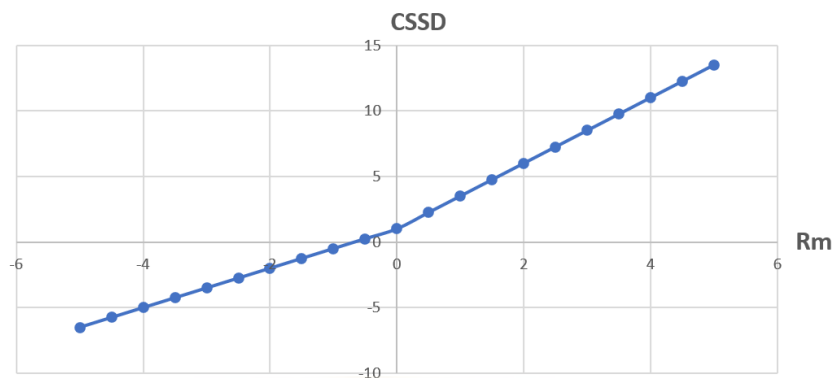
γ_1 ควรเป็นบวก จะทำให้พบ Herding เมื่อตลาดมีภาวะขาลง ยกตัวอย่างเช่น เมื่อตลาดมี R_m เป็นลบ จะทำให้ CSSD มีแนวโน้มลดลง ดังนั้นจึงพบ Herding ได้มาก ดังรูปภาพที่ 2 ในทางกลับกัน เมื่อ R_m มีค่าเป็นบวก จะทำให้ CSSD มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทน เมื่อ R_m เพิ่มขึ้น CSSD ก็จะสูงขึ้นด้วย เป็นผลทำให้พบ Herding ได้น้อย ดังนั้นค่าคาดหวังของ γ_1 ควรจะเป็นค่าบวก



รูปภาพที่ 2 ตัวอย่างความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด (R_m) กับ อัตราการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) กรณีที่ค่าคาดหวัง γ_1 เป็นค่าบวก

γ_2 ควรเป็นบวก และควรมีค่าต่ำกว่า γ_1 จะพบ Herding ได้มาก เมื่อตลาดมีภาวะขาลง ทำให้ R_m มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับ CSSD กล่าวคือ เมื่อ R_m เป็นลบมากขึ้น CSSD จะมีแนวโน้มลดลง จึงพบ Herding ได้มาก ในทางกลับกัน เมื่อตลาดขาขึ้น R_m เป็นบวกเพิ่มขึ้น CSSD ก็จะสูงขึ้นด้วย ทำให้พบ Herding ได้น้อย ดังนั้นค่าคาดหวังของ γ_2 ควรจะเป็นบวก ดังรูปภาพที่ 3

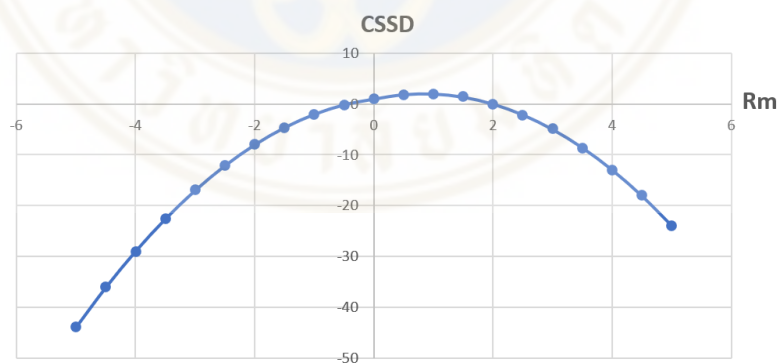
$$CSSD_{j,t} = 1 + 2R_{m,t} + 0.5|R_{m,t}| + \varepsilon_t$$



รูปภาพที่ 3 ตัวอย่างความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด (Rm) กับ อัตราการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) กรณีที่ค่าคาดหวัง γ_2 เป็นค่าบวก

γ_3 ควรมีค่าเป็นลบ เนื่องจากไม่ว่าตลาดจะมีภาวะขาขึ้น/ขาลง แนวโน้มของ CSSD จะลดลง ทำให้ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทน Rm กับ ค่าการกระจายตัวของหุ้นรายตัว CSSD มีทิศทางตรงกันข้ามกัน ดังนั้นเมื่อตลาดมีภาวะขาลง Rm เป็นลบ ทำให้ CSSD มีค่าลดลง และเมื่อตลาดขาขึ้น Rm เป็นบวก ค่า CSSD ก็จะมีแนวโน้มลดลงเช่นกัน ทำให้พบ Herding ได้มาก ดังรูปภาพที่ 4

$$CSSD_{j,t} = 1 + 2R_{m,t} + 0.5|R_{m,t}| - 1.5R_{m,t}^2 + \varepsilon_t$$



รูปภาพที่ 4 ตัวอย่างความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด (Rm) กับ อัตราการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) กรณีที่ค่าคาดหวัง γ_3 เป็นค่าลบ

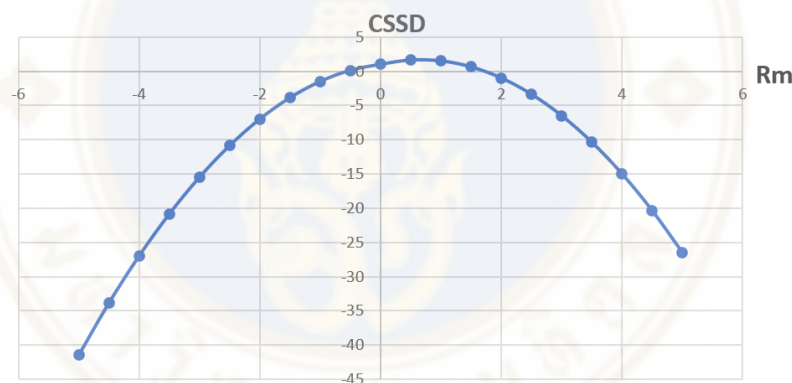
เพื่อทดสอบในขั้นตอนดังต่อไปนี้เป็นการตรวจสอบพฤติกรรมแห่ตามกันของตลาด mai ในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติโควิด-19 ในระลอก 1-5 (25 มีนาคม 2563 - 31 สิงหาคม 2565) ซึ่งใช้

ข้อมูลผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของตลาดมาวิเคราะห์การถดถอย (Regression analysis) ตามสมการ (2)

$$CSSD_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1 R_{m,t} + \gamma_2 |R_{m,t}| + \gamma_3 R_{m,t}^2 + \gamma_4 R_{m,t}^2 * COVID_t + \varepsilon_t \dots \text{สมการที่ 2}$$

γ_4 เป็นการตรวจสอบการเกิด Herding ในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติ Covid-19 ซึ่ง γ_4 เป็นสัมประสิทธิ์ที่อยู่กับตัวแปร (dummy) $R_{m,t}^2 * COVID_t$ ดังนั้นค่าคาดหวังควรจะเป็นค่าลบเช่นกัน เนื่องจาก ในกรณีที่เกิดภาวะวิกฤติ แนวโน้มของ Rm ไม่ว่าจะในช่วงที่ตลาดมีภาวะขาขึ้นหรือลง Rm ควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ CSSD แต่จะมีผลกระทบมากกว่าในช่วงที่ตลาดขาลง ทำให้ CSSD ในช่วงที่ Rm เป็นลบ มีแนวโน้มที่ลดลงมากกว่าในช่วงที่ Rm เป็นบวก ดังนั้น γ_4 ควรจะมีค่าเป็นลบ ดังรูปภาพที่ 5

$$CSSD_{j,t} = 1 + 2R_{m,t} + 0.5|R_{m,t}| - 1.5R_{m,t}^2 - 0.5R_{m,t}^2 * COVID_t + \varepsilon_t$$



รูปภาพที่ 5 ตัวอย่างความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด (Rm) กับ อัตราการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) กรณีที่ค่าคาดหวัง γ_4 เป็นค่าลบ

จากทฤษฎีและงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีพฤติกรรมของนักลงทุน ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลและทฤษฎีสัญญาณ จึงสามารถสนับสนุนวัตถุประสงค์ที่ 2 เพื่อศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติโควิด-19 ในระลอก 1-5 (25 มีนาคม 2563 - 31 สิงหาคม 2565) คาดว่า จะมีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) ในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติโควิด-19 ในระลอก 1-5 มากและมี Herding ในช่วงตลาดขาลงมากกว่าตลาดขาขึ้น เนื่องจากรัฐบาลควบคุมสถานการณ์ได้ไม่ดีพอ ส่งผลให้ข้อมูลไม่เพียงพอสำหรับนักลงทุนทำให้นักลงทุนเกิดความกังวล และในช่วงตลาดขาลงนักลงทุนต้องการหลีกเลี่ยงการสูญเสียทำให้เกิดการลอกเลียนแบบพฤติกรรม

ของนักลงทุนคนอื่นได้ง่ายโดยไม่คำนึงถึงเหตุผลเพราะได้รับข้อมูลไม่เพียงพอสำหรับการตัดสินใจลงทุน

3.4 กรอบแนวคิดในการวิจัย (Conceptual Framework)

$$CSSD_{j,t} = f(R_{m,t}, |R_{m,t}|, R_{m,t}^2)$$

ความหมายของตัวแปร

$CSSD_{j,t}$	การกระจายตัวของหุ้นรายตัว
เมื่อ $CSSD_{j,t}$	มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จะพบ Herding ได้น้อย
เมื่อ $CSSD_{j,t}$	มีแนวโน้มลดลง จะพบ Herding ได้มาก
$R_{m,t}$	ผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของตลาด ณ เวลา t (t : รายวัน)
$ R_{m,t} $	ค่าสัมบูรณ์ผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของตลาด ณ เวลา t (t : รายวัน)
$R_{m,t}^2$	ผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของตลาดกำลังสอง ณ เวลา t (t : รายวัน)
j	กลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai
t	วันที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดทำการ (รายวัน)

บทที่ 4

ผลการทดสอบ (Results)

4.1 สถิติเชิงพรรณนา

จากตารางที่ 1 แสดงการอธิบายค่าทางสถิติของตลาด mai ในช่วงระยะเวลา 10 ปี ย้อนหลัง (พ.ศ.2555 - 2565) และช่วง Covid-19 ในระลอก 1-5 (25 มีนาคม 2563 – 31 สิงหาคม 2565) อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของ mai index อยู่ที่ 0.0557 % มีอัตราผลตอบแทนสูงสุดอยู่ที่ 4.105 % และมีอัตราผลตอบแทนต่ำสุดอยู่ที่ -3.376 % และการกระจายตัวของผลตอบแทนอยู่ที่ 1.7624 % โดยการกระจายตัวของหุ้นรายตัว (CSSD) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.9371%

ตารางที่ 1 Descriptive statistics : mai

mai	Obs (Days)	Mean (%)	P50 (%)	Sd (%)	Min (%)	Max (%)
CSSD (% per day)	2,598	3.9371	3.57	1.7624	1.25	30.76
R _m (% per day)	2,598	0.0557	0.058	0.5913	-3.376	4.105
R _m ² (% per day)	2,598	0.3526	0.084	0.9742	0	16.853
R _m (% per day)	2,598	0.4103	0.289	0.4293	0	4.105
R _m ² *COVID (% per day)	2,598	0.1654	0	0.8507	0	16.853

4.2 การวิเคราะห์การมีพฤติกรรมที่สัมพันธ์กันของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai ในช่วงเวลา 10 ปีที่ผ่านมา

การวิเคราะห์การมีพฤติกรรมที่สัมพันธ์กันของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ใช้ข้อมูลมาจากผลตอบแทนรายวันของตลาดตั้งแต่ปี พ.ศ 2555 - 2565 และนำข้อมูลไปวิเคราะห์ด้วยสมการที่ 1

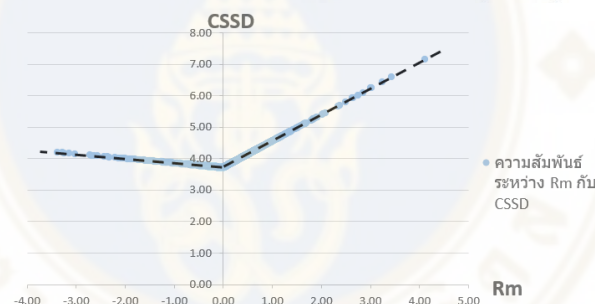
$$CSSD_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1 R_{m,t} + \gamma_2 |R_{m,t}| + \gamma_3 R_{m,t}^2 + \varepsilon_t$$

ตารางที่ 2 การมีพฤติกรรมการแห่ตามกันของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai ในช่วงเวลา 10 ปีที่ผ่านมา

		mai	
ตัวแปร	เครื่องหมายที่คาดหวัง	Coef.	S.E.
Constant		3.7132***	0.0586
R _m	+	0.3469***	0.0578
R _m	+	0.4923***	0.4923
R _m ²	-	0.0074	0.0743
<i>Statistics</i>			
Obs		2,598	
Adjusted R Square		0.0293	

หมายเหตุ: นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับคือ 10% (*), 5% (**) และ 1% (***)

$$CSSD_{j,t} = 3.7132 + 0.3469R_{m,t} + 0.4923|R_{m,t}| + \varepsilon_t$$



รูปภาพที่ 6 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด (R_m) กับ อัตราการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) ของตลาด mai ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (พ.ศ.2555-2565)

จากรูปภาพที่ 6 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาด (R_m) กับ อัตราการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) ของตลาด mai ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (พ.ศ.2555-2565) และจากตารางที่ 2 การมีพฤติกรรมการแห่ตามกันของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai ในช่วงเวลา 10 ปีที่ผ่านมา พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของ R_m มีนัยสำคัญและมีความสัมพันธ์เป็นบวกต่อ CSSD ในตลาด mai แสดงว่า พฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) น้อยลงในตลาด เนื่องจาก R_m เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ CSSD เพิ่มขึ้นด้วย ในทางกลับกัน เมื่อตลาดขาลง R_m เป็นลบ ก็จะทำให้ CSSD มีแนวโน้มลดลง จึงพบ Herding ได้มาก ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ของ $|R_m|$ มีนัยสำคัญและมีความสัมพันธ์เป็นบวกต่อ CSSD ในตลาด mai ทำให้ Herding ที่มีในผลตอบแทนตลาดด้านบวกและ

ด้านลบมีอัตราไม่เท่ากัน ซึ่งใน mai ผลตอบแทนด้านลบมี Herding ที่มากกว่าด้านบวก ดังนั้นอัตราผลตอบแทนของหุ้นเพียงบางตัวเท่านั้นที่อยู่ใน mai ที่ปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงตามดัชนีราคาตลาด ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา

ตลาด mai พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของ R_m มีนัยสำคัญและมีความสัมพันธ์เป็นบวกต่อ CSSD แสดงว่า Herding น้อยลง ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ของ $|R_m|$ มีนัยสำคัญและมีความสัมพันธ์เป็นบวกต่อ CSSD แสดงว่า Herding ที่มีในผลตอบแทนตลาดด้านบวกและด้านลบของทั้งสองตลาดจะมีอัตราไม่เท่ากัน ซึ่ง Herding ที่มีในผลตอบแทนด้านลบมีมากกว่าด้านบวก ซึ่งสอดคล้องกับสมมุติฐานที่คาดว่าจะมีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) ในตลาด mai มากในช่วงตลาดขาลงมากกว่าตลาดขาขึ้น เนื่องจากช่วงที่ตลาดขาลงจะทำให้นักลงทุนเกิดความกังวลและต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจึงเป็นเหตุทำให้ลอกเลียนแบบการกระทำของผู้อื่นได้ง่าย โดยนักลงทุนเหล่านั้นไม่ได้คำนึงถึงเหตุผลในการลงทุนเพราะข้อมูลไม่เพียงพอในการตัดสินใจ

4.3 การวิเคราะห์ถึงการมีพฤติกรรมแห่ตามกันเกิดขึ้นในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติโควิด-19 ในระลอกที่ 1-5

การวิเคราะห์การเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงภาวะวิกฤต Covid-19 ในระลอก 1-5 ใช้ข้อมูลมาจากผลตอบแทนรวมรายวันของตลาดตั้งแต่วันที่ 25 มีนาคม 2563 - 31 สิงหาคม 2565 ซึ่งเป็นระยะเวลาที่รัฐบาลเริ่มประกาศใช้ พ.ร.ก. ฉุกเฉินในประเทศไทยเป็นครั้งแรก ถึงระยะเวลาล่าสุดที่เก็บข้อมูลซึ่งครอบคลุมช่วงที่เกิดภาวะวิกฤต Covid-19 ระลอกที่ 5 ซึ่งนำไปวิเคราะห์ด้วยสมการที่ 2

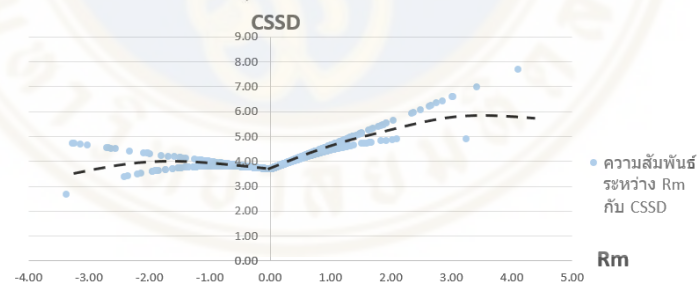
$$CSSD_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1 R_{m,t} + \gamma_2 |R_{m,t}| + \gamma_3 R_{m,t}^2 + \gamma_4 R_{m,t}^2 * COVID_t + \varepsilon_t$$

ตารางที่ 3 การมีพฤติกรรมแตกต่างกันในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติ Covid-19 ในระลอก 1-5 (25 มีนาคม 2563 - 31 สิงหาคม 2565)

Covid-19		mai	
ตัวแปร	เครื่องหมายที่คาดหวัง	Coef.	S.E.
Constant		3.6953***	0.0590
R _m	+	0.3232***	0.0586
R _m	+	0.6240***	0.1774
R _m ²	-	-0.1779*	0.1076
R _m ² *COVID	-	0.1845**	0.0775
<i>Statistics</i>			
Obs		2,598	
Adjusted R Square		0.031	

หมายเหตุ: นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับคือ 10% (*), 5% (**) และ 1% (***)

$$CSSD_{j,t} = 3.6953 + 0.3232R_{m,t} + 0.6240|R_{m,t}| + (-0.1779)R_{m,t}^2 + 0.1845R_{m,t}^2 * COVID_t + \varepsilon_t$$



รูปภาพที่ 7 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด (Rm) กับ อัตราการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) ของตลาด mai ในช่วง Covid-19 ในระลอก 1-5 (25 มีนาคม 2563 - 31 สิงหาคม 2565)

จากรูปภาพที่ 7 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด (Rm) กับการกระจายตัวของหุ้นรายตัวที่มีอยู่ในตลาด (CSSD) ของตลาด mai ช่วง Covid-19 ในระลอก 1-5 (25 มีนาคม 2563 - 31 สิงหาคม 2565) ตามลำดับ

พบว่าในตลาด mai ค่าค่าสัมประสิทธิ์ของ R_m^2 มีนัยสำคัญและเป็นค่าลบ ส่งผลให้ค่า CSSD มีแนวโน้มในอัตราที่ลดลง (Decelerate) ทำให้พบ Herding ได้มากขึ้น โดยจะพบ Herding ได้มากในผลตอบแทนตลาดด้านลบมากกว่าด้านบวก สอดคล้องกับสมมติฐานที่จะพบ Herding ในภาวะที่ตลาดขาลงและเกิดเหตุการณ์วิกฤติและในช่วงที่ตลาดมีภาวะขาลงต่ำค่อนข้างมาก R_m ติดลบมาก ก็จะมีโอกาสพบ Herding ได้มากขึ้นเช่นกัน ในส่วนของค่าสัมประสิทธิ์ของ R_m , $|R_m|$ มีค่าเป็นบวก จะพบ Herding ได้มาก โดยเฉพาะในตลาดขาลง เมื่อ R_m ติดลบ จะส่งผลให้ CSSD มีแนวโน้มลดลง จึงทำให้พบ Herding ได้มาก ในทางกลับกันเมื่อตลาดขาขึ้น R_m มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับ CSSD เมื่อ R_m เป็นบวกมากขึ้น CSSD ก็จะมีค่าเพิ่มขึ้น ทำให้พบ Herding ได้น้อยลง ในค่าสัมประสิทธิ์ของ $R_m^2 * COVID$ ที่เป็นบวก ทำให้มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับ CSSD จึงพบ Herding ได้น้อย

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา (Conclusion)

วิจัยฉบับนี้ได้ศึกษาการมีพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ในช่วงการแพร่ระบาดของ Covid-19 ผู้วิจัยได้นำข้อมูลจากผลตอบแทนรวมรายวัน (Daily total return) ที่ได้จาก SETSMART ของตลาดดังกล่าว โดยระยะเวลาของข้อมูลตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2555 ถึง 31 สิงหาคม 2565 และงานวิจัยใช้สมการ Cross-sectional Standard Deviation (CSSD) ของ Christie and Huang (1995) เพื่อนำไปวิเคราะห์ในกรณีศึกษาทั้ง 2 วัตถุประสงค์ ดังนี้

วัตถุประสงค์ที่ 1 เพื่อศึกษาพฤติกรรมการแห่ตามกันในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (ปีพ.ศ.2555–2565) พบว่า ในตลาด mai มีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) น้อยลงทั้งในช่วงที่ตลาดมีผลตอบแทนเป็นบวกและเป็นลบ เนื่องจากตลาด mai ค่า CSSD มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นในช่วงผลตอบแทนเป็นบวกมากกว่าช่วงผลตอบแทนเป็นลบ ทำให้ในช่วงตลาดขาขึ้นมี Herding น้อยลงกว่าตลาดขาลง ดังนั้นตลาด mai มีพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงตลาดขาลงมากกว่าขาขึ้น จึงสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนของหุ้นเพียงบางตัวเท่านั้นที่อยู่ใน mai ที่ปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงตามดัชนีราคาตลาดในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา โดยผลลัพธ์ที่ได้สอดคล้องกับทฤษฎีพฤติกรรมของนักลงทุนและทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล เนื่องจากในตลาดที่สามารถเผยแพร่ข่าวสารและข้อมูลได้ทั่วถึงทั้งตลาด จะส่งผลให้นักลงทุนรับรู้ข่าวสารเท่าเทียมกัน ทำให้มีพฤติกรรมแห่ตามกันน้อยลง อย่างงานวิจัยของ Jessada Sukpitak & Varagorn Hengpunya. (2016) ได้สำรวจการเปลี่ยนแปลงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตั้งแต่ปีพ.ศ.2518-2558 ในการวัดประสิทธิภาพของตลาด พบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กำลังก้าวหน้าซึ่งแสดงว่าจะกลายเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นหรือกล่าวได้ว่าเป็นตลาดที่จะมีพฤติกรรมแห่ตามกันน้อยลง และสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 1 คาดว่าจะมีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) ในตลาด mai มากในช่วงตลาดขาลงมากกว่าตลาดขาขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของวันเพ็ญ รัตนศรีและปรีชา วิจิตรธรรมรส. (2561) ที่ได้ศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้นไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2558 พบว่า มีพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดช่วงขาลงมากกว่าขาขึ้น เนื่องจากช่วงตลาดขาลงนักลงทุนจะเกิดความกังวลและต้องการหลีกเลี่ยงความสูญเสีย ยิ่งส่งผลให้เกิดการลอกเลียนแบบพฤติกรรมของนักลงทุนคนอื่นได้ง่าย หากตลาดใดมีข้อมูลที่เพียงพอในการตัดสินใจจะเป็นพฤติกรรมแห่ตามกัน

แบบมีเหตุผล ส่วนตลาดที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการตัดสินใจจะเป็นพฤติกรรมแห่ตามกันแบบไม่มีเหตุผลเพราะข้อมูลหรือข่าวสารไม่เพียงพอในการวิเคราะห์การลงทุน

วัตถุประสงค์ที่ 2 เพื่อศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติโควิด-19 ในระลอก 1-5 (25 มีนาคม 2563 - 31 สิงหาคม 2565) พบว่า ตลาด mai มีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) มากขึ้น และมีพฤติกรรมในช่วงตลาดขาลงมากกว่าขาขึ้น เนื่องจากค่า CSSD มีแนวโน้มในอัตราที่ลดลง (Decelerate) และ CSSD ช่วงตลาดขาลงมีน้อยกว่าตลาดขาขึ้น ทำให้มี Herding ได้มากขึ้นและมีมากในช่วงตลาดขาลง จึงสรุปได้ว่าในตลาด mai มีพฤติกรรมแห่ตามกันมากขึ้นช่วง Covid-19 ในระลอก 1-5 แสดงว่า อัตราผลตอบแทนของหุ้นทุกตัวที่อยู่ใน mai ที่ปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงตามดัชนีราคาตลาดในช่วง Covid-19 ระลอก 1-5 และมีพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงตลาดขาลงมากกว่าขาขึ้น จากผลการศึกษานี้ มีความสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 2 คาดว่าจะมีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding) ในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติโควิด-19 ในระลอก 1-5 มากและมี Herding ในช่วงตลาดขาลงมากกว่าตลาดขาขึ้น และสอดคล้องกับทฤษฎีพฤติกรรมของนักลงทุน ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และทฤษฎีการส่งสัญญาณ เนื่องจากผู้ส่งสัญญาณจำเป็นต้องส่งข้อมูลข่าวสารให้แก่ นักลงทุนเพื่อการตัดสินใจซื้อขายในตลาด เมื่อช่วงที่เกิดวิกฤตส่งผลให้นักลงทุนเกิดความกังวล หากผู้ส่งสัญญาณสามารถเผยแพร่ข่าวสารให้แก่ นักลงทุนได้เร็วและมีการกระจายข้อมูลได้ทั่วถึงจะมีพฤติกรรมแห่ตามกันน้อยและเป็นพฤติกรรมแห่ตามกันแบบมีเหตุผล แต่ในทางตรงกันข้ามหากตลาดที่ผู้ส่งสัญญาณให้ข้อมูลข่าวสารต่อนักลงทุนไม่รวดเร็ว รวมไปถึงตลาดมีการกระจายของข้อมูลข่าวสารไม่ทั่วถึงจะส่งผลให้มีพฤติกรรมแห่ตามกันมากและเป็นพฤติกรรมแห่ตามกันแบบไม่มีเหตุผล อีกทั้ง mai เป็นแหล่งระดมทุนของธุรกิจที่มีขนาดกลางและเล็กทำให้การเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารกระจายไม่ทั่วถึง โดยมีงานวิจัยที่สนับสนุนของนิตติกร สุวรรณศิลป์, ธนัชพร แก้วทอง, นวลอนงค์ แก้วสายทอง, นันทวี ลดาพรหมทอง, สุภาพร เกาะเต็น, และ มัทนชัย สุทธิพันธุ์. (2561) ได้ศึกษาขอบเขตและระดับการเปิดเผยข้อมูลความเสี่ยงของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ mai พบว่าบริษัทใน mai มีการเปิดเผยความเสี่ยงในด้านการดำเนินการ ด้านเทคโนโลยี และด้านกลยุทธ์ต่ำกว่าบริษัทใน SET และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Resindra & Lubis. (2022) ได้ศึกษาผลกระทบของโควิด-19 ต่อพฤติกรรมแห่ตามกันของนักลงทุนในตลาดหุ้น ASEAN-5 ได้แก่ ฟิlippินส์, สิงคโปร์, อินโดนีเซีย, มาเลเซีย และไทย ตั้งแต่ปี 2020-2021 ผลการวิจัยพบว่า เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้นของประเทศไทยเท่านั้น ไม่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหุ้นของฟิลิปปินส์, สิงคโปร์, อินโดนีเซีย และมาเลเซีย ในช่วงการระบาดของโควิด-19 และ Jianga, Wen, Zhang, & Cui. (2022) ได้ศึกษา

พฤติกรรมแห่ตามกันภายใต้การแพร่ระบาดของเชื้อ โควิด-19 ในตลาดหุ้นเอเชีย ตั้งแต่ปี 2019-2020 พบว่า พฤติกรรมแห่ตามกันมีสูงขึ้นในหุ้นที่มีความผันผวนสูงผิดปกติ

สำหรับข้อเสนอแนะงานวิจัยนี้จะช่วยให้บุคคลทั่วไปเข้าใจเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกันอันมีสาเหตุมาจากข้อมูลข่าวสารกระจายไม่ทั่วถึง (ตลาดไม่มีประสิทธิภาพ) ส่งผลให้เกิดการลอกเลียนแบบพฤติกรรมการลงทุนหรือเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันจึงเป็นเหตุทำให้ราคามีความผันผวนอย่างรุนแรง ในด้านนักลงทุน งานวิจัยนี้สามารถช่วยให้นักลงทุนเกิดความระมัดระวังในการซื้อขายในช่วงผลตอบแทนผันผวนผิดปกติ งานวิจัยนี้จึงเป็นประโยชน์ให้กับผู้จัดการกองทุนสามารถบริหารพอร์ตการลงทุนเพื่อให้ผลตอบแทนที่เหมาะสม ทำให้กระจายการลงทุนในสินทรัพย์ที่เหมาะสม และช่วยในการตัดสินใจเลือกกลยุทธ์เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในสถานการณ์วิกฤต เนื่องจากผลวิจัยพบว่ามีพฤติกรรมแห่ตามกันมากในช่วง Covid-19 นอกจากนี้ยังเป็นประโยชน์ต่อผู้กำหนดนโยบายการลงทุน ในการกำหนดกฎ ข้อบังคับการลงทุน ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป งานวิจัยฉบับนี้มีข้อจำกัดที่สำคัญ 2 ประเด็น ดังต่อไปนี้ ประเด็นที่ 1 เกี่ยวกับระยะเวลาในการเก็บข้อมูล เนื่องจากรายชื่อหุ้นของตลาด จะมีประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อหุ้นในทุก 6 เดือน โดยในการวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้เก็บข้อมูลของรายชื่อหุ้นที่มีอยู่ ณ วันที่ 1 กรกฎาคม 2565 ถึง 31 ธันวาคม 2565 ซึ่งเป็นวันที่ล่าสุดที่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการประกาศ ดังนั้นเพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่แม่นยำควรเก็บข้อมูลของรายชื่อหุ้นในตลาดที่ปรากฏตามปีที่ศึกษา และประเด็นที่ 2 จำนวนหุ้นที่นำมาวิเคราะห์ เนื่องจากบางบริษัทมีข้อมูลของอัตราผลตอบแทนไม่ถึง 10 ปี ทำให้ไม่สามารถวิเคราะห์และนำมาศึกษาถึงพฤติกรรมแห่ตามกันได้ ดังนั้นผู้วิจัยจึงเลือกใช้ข้อมูลจากบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนที่ถึง 10 ปีเท่านั้น

บรรณานุกรม

- ัจฉญา กุลวานิช, ธนโชติ บุญวรโชติ (2556). "พฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย." ว. เกษตรศาสตร์ (สังคม) 34(1): 43-59.
- ฉินฉนา อินชูปงษ์. (2565). "ผลกระทบของการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (โควิด-19) ต่อตลาดทุนไทย." วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย 17(1): 67-96.
- นิตติกร สุวรรณศิลป์, ช. แ., นวลอนงค์ แก้วสายทอง, นันทวี ลดาพรหมทอง, สุภาพร เกาะเต็น, และ มัทนชัย สุทธิพันธุ์ (2561). "Risk Disclosure: A Comparative Study of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (mai) and its Relationship with Cost of Debt." Hatyai Academic Journal 16(2): 153-170.
- วันเพ็ญ รัตนศรี, ปรีชา วิจิตรธรรมรส. (2561). "การศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหลักทรัพย์ไทย ปี พ.ศ. 2553-2558 " วารสารการจัดการ มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์ 7(1): 9-20.
- Aditya Andika Putra, E. R., Dony Abdul Chalid (2017). "The Analysis of Herding Behavior in Indonesia and Singapore Stock Market." Advances in Economics, Business and Management Research 36: 197-206.
- Akerlof, G. A. (1970). "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism." The Quarterly Journal of Economics 84(3): 488-500.
- Banerjee, A. V. (1992). "A Simple Model of Herd Behavior." The Quarterly Journal of Economics 107(3): 797-817.
- Christie, W. G., R. D. Huang (1995). "Following the pied piper: Do individual returns herd around the market?" Financial Analysts Journal 51(4): 31-37.
- Daniel O. Cajueiro, B. M. T. (2009). "Multifractality and herding behavior in the Japanese stock market." Chaos, Solitons and Fractals 40(1): 497-504.
- Dongyu Chen, Z. L. (2014). Rational or Irrational Herding in Online Microloan Markets: Evidence from China. 2171 Monroe Avenue, Suite 3, Rochester, New York 14618, Social Science Electronic Publishing, Inc.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Eric C. Chang, S. D. (2006). "Idiosyncratic volatility, fundamentals, and institutional herding: Evidence from the Japanese stock market." *Pacific-Basin Finance Journal* 14(2): 135-154.
- Guosong Wu, B. Y., Ningru Zhao (2020). "Herding Behavior in Chinese Stock Markets during COVID-19." *Emerging Markets Finance and Trade* 56(15): 3578-3587.
- Jessada Sukpitak, V. H. (2016). "Efficiency of Thai stock markets: Detrended fluctuation analysis." *Physica A* 458: 204-209.
- Juanjuan Zhang, P. L. (2012). "Rational Herding in Microloan Markets." *Management Science* 58(5): 892-912.
- Liau, Y.-W. L. a. Y.-S. (2013). "Herding Behavior during the Subprime Mortgage Crisis: Evidence from Six Asia-Pacific Stock Markets " *International Journal of Economics and Finance* 5(7): 71-84.
- Lubis, M. R. D. R. A. W. (2022). *The impact of COVID-19 on investors' herding behavior in the ASEAN-5 stock market*. 4 Park Square, Milton Park, Abingdon, Oxon OX14 4RN, UK, CRC Press, Taylor & Francis Group.
- Mohsin Ali, N. A., Syed Aun R. Rizvi (2020). "Coronavirus (COVID-19) — An epidemic or pandemic for financial markets." *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 27: 1-6.
- Muhammad Atif Sattar, M. T., Muhammad Fahad Sattar (2020). "Behavioral Finance Biases in Investment Decision Making." *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management* 5(2): 69-75.
- Panyagometh, K. (2020). "The Effects of Pandemic Event on the Stock Exchange of Thailand." *Economies* 2020 8(4): 1-21.
- Rui Jianga, C. W., Ruonan Zhang, Yu Cui. (2022). "Investor's herding behavior in Asian equity markets during COVID-19 period." *Pacific-Basin Finance Journal* 73: 1-16.
- Thomas C. Chiang, D. Z. (2010). "An empirical analysis of herd behavior in global stock markets." *Journal of Banking & Finance* 34(8): 1911-1921.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- William T. Lin, S.-C. T., Pei-Yau Lung (2013). "Investors' Herd Behavior: Rational or Irrational?*" *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 42(5): 755-776.
- Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press, 41 William Street, Princeton New Jersey 08540, Princeton University Press, Chichester, West Sussex.
- Spence, M. (1973). "Job Market Signaling." *The Quarterly Journal of Economics* 87(3): 355-374.
- Sunil Poshakwale, A. M. (2014). "Investor Behaviour and Herding: Evidence from the National Stock Exchange in India." *Journal of Emerging Market Finance* 13(2): 197-216.

