

การซื้อขายปริมาณมาก พฤติกรรมแห่ตามกัน และความเร็วในการปรับตัวของราคา
หลังการซื้อขายปริมาณมากในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นาย ไวศิยฎ์ ฐิริวิโรจน์กุล

สถาบันวิทยบริการ
วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2545

ISBN 974-171-605-2

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

BLOCK TRADES, HERDING BEHAVIOR AND SPEED OF PRICE ADJUSTMENT
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND



Mr. Waisit Pureewirojkul

สถาบันวิทยบริการ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of Master of Science in Finance

Department of Banking and Finance

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2002

ISBN 974-171-605-2

หัวข้อวิทยานิพนธ์ การซื้อขายปริมาณมาก พฤติกรรมแห่ตามกัน และความเร็วในการปรับตัวของราคาหลังการซื้อขายปริมาณมากในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย นายไวยศภูมิ ฐรีวิโรจน์กุล

สาขาวิชา การเงิน

อาจารย์ที่ปรึกษา ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัย
นิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

..... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิรัช อภิเมธีธำรง)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิรัช อภิเมธีธำรง)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สันติ ธิรพัฒน์)

..... กรรมการ
(อาจารย์ ดร.ธวัชชัย จิตรภรณ์นันท์)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ไวศิษฐ์ ภูริวิโรจน์กุล : การซื้อขายปริมาณมาก พฤติกรรมเห่ตามกัน และความเร็วในการปรับตัวของราคาหลังการซื้อขายปริมาณมากในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (BLOCK TRADES, HERDING BEHAVIOR AND SPEED OF PRICE ADJUSTMENT IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อ. ที่ปรึกษา : ผศ. ดร. สันติ อธิพัฒน์, 61 หน้า. ISBN 974-171-605-2

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ใช้ข้อมูลรายการซื้อขาย (Transaction Data) บนหลักทรัพย์ 96 หลักทรัพย์ในช่วงเวลาดังแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2539 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2541 เพื่อทดสอบว่า เกิดพฤติกรรมเห่ตามกันขึ้นหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากหรือไม่ และมีปัจจัยใดที่ส่งผลต่อระดับของพฤติกรรมเห่ตามกันรวมทั้งศึกษาถึงความเร็วในการปรับตัวของราคาหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ขนาดของผลกระทบต่อราคาแบบต่าง ๆ และพยายามหาสมมติฐานที่สามารถอธิบายผลกระทบต่อราคาดังกล่าวได้ดีที่สุด โดยผลการศึกษาพบว่า ในช่วง 20 นาทีแรกหลังการซื้อขายปริมาณมากจะเกิดพฤติกรรมเห่ตามกันซึ่งมีระดับเฉลี่ยระหว่าง 9 ถึง 11 เปอร์เซ็นต์ โดยระดับพฤติกรรมเห่ตามกันมีแนวโน้มลดลงเมื่อเวลาผ่านไป และระดับพฤติกรรมเห่ตามกันในทิศทางตรงข้ามกับการซื้อขายปริมาณมากจะมีค่าสูงกว่าระดับพฤติกรรมเห่ตามกันในทิศเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก โดยระดับพฤติกรรมเห่ตามกันจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของรายการซื้อขายปริมาณมาก (บาท) แต่กลับมีความสัมพันธ์ทางลบกับราคาหลักทรัพย์ และผลตอบแทนในช่วง 5 นาทีก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก นอกจากนี้พบว่า ในตลาดหลักทรัพย์ไทย มีแนวโน้มเกิดพฤติกรรมเห่ซื้อได้มากกว่าพฤติกรรมเห่ขาย โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังการขายหลักทรัพย์ปริมาณมาก

การศึกษาเกี่ยวกับการปรับตัวของราคาแสดงให้เห็นว่า ราคาหลักทรัพย์ใช้เวลาปรับตัวประมาณ 25 และ 20 นาทีหลังเกิดการซื้อและขายปริมาณมากตามลำดับ แต่กลุ่มตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมเห่ตามกันในระดับสูงจะใช้เวลาในการปรับตัวน้อยกว่า โดยการปรับตัวในช่วง 5 นาทีแรกจะเป็นการปรับตัวในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก นอกจากนี้พบว่า เกิดผลกระทบต่อราคาแบบถาวรมีขนาดใหญ่กว่าผลกระทบแบบชั่วคราว และผลกระทบต่อราคาแบบถาวรมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับขนาดของการซื้อขายปริมาณมาก ในขณะที่ผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับขนาดของการซื้อขายปริมาณมากบนหลักทรัพย์ที่เป็นออร์เรนจ์เท่านั้น จึงสรุปได้ว่าสมมติฐานเกี่ยวกับข้อมูล (Information Hypothesis) เป็นสาเหตุให้เกิดผลกระทบต่อราคาดังกล่าว ส่วนสมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่อง (Liquidity Hypothesis) สามารถอธิบายได้เฉพาะกรณีหลักทรัพย์เป็นออร์เรนจ์เท่านั้น

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน

ลายมือชื่อนิสิต.....

สาขาวิชา การเงิน

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

ปีการศึกษา 2545

4482424426 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: BLOCK TRADE / HERDING / PRICE ADJUSTMENT / PRICE EFFECT / INTRADAY

WAISIT PUREEWIROJKUL : BLOCK TRADES, HERDING BEHAVIOR AND SPEED OF PRICE ADJUSTMENT IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND.

THESIS ADVISOR : ASST. PROF. SUNTI TIRAPAT, PH.D., 61 pp. ISBN 974-171-605-2.

This thesis examines whether a herding behavior occurs after a block trade using transaction data of 96 securities in the Stock Exchange of Thailand from January 1996 to December 1998. The study also investigates the price impact of block trade and how the security price adjusts itself to equilibrium. The result shows that in the first 20 minutes after an occurrence of block trade, there is herding behavior that has an average level approximately 9 to 11 percent and tends to decrease as the time passes. It is also documented that the level of herding in the opposite direction with the blocks is higher than that in the same direction. Moreover, buy herding following the blocks has more chance to exist than sell herding especially after the block sells. There is a statistically significant positive relationship between the level of herding and the value of blocks (in Baht). However, when the relationships with stock price and past 5-minutes return are examined, significant negative relationships occur.

After an investigation of price adjustment, the evidence shows that security price consumes 25 and 20 minutes adjusting itself to equilibrium after block buys and block sells respectively which the first 5-minutes adjustment has the same direction with the blocks. However, the samples with high level of herding usually adjust itself in less time. In addition, the permanent price effect is larger than the temporary price effect. Furthermore, there is a significant positive relationship between permanent price effect and the block size but a significant positive relationship between temporary price effect and the block size only occurs on warrants. The results overall tend to support the information hypothesis rather than the liquidity hypothesis in explaining the effect of block trade.

Department of Banking and Finance

Field of study Finance

Academic year 2002

Student's signature.....

Advisor's signature.....

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์ได้ด้วยความช่วยเหลืออย่างมากของ ผศ. ดร. สันติ ธิรพัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้สละเวลาให้คำแนะนำ จัดหาข้อมูลสำหรับการวิจัย ตลอดจนแก้ไขปรับปรุงวิทยานิพนธ์ให้ถูกต้องและสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมทั้งขอขอบพระคุณ ผศ. ดร. วิรัช อภิเมธีธำรง คณะบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี ที่ได้สละเวลามาเป็นประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และ อ. ดร. ธวัชชัย จิตรภักษ์นันท์ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ได้ให้คำแนะนำเพิ่มเติมอันเป็นประโยชน์ต่อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ผู้เขียนขอขอบคุณ คุณองอาจ สิงโตกุล คุณณัฐวุฒิ วัฒนวงศ์พิทักษ์ คุณปารณีย์ หารรรษกุล และ คุณปกิตต์ นิธิวิบูลย์ ที่ได้ช่วยแก้ปัญหาที่เกิดขึ้นระหว่างการทำโปรแกรมประมวลผลข้อมูล คุณมงคล ตันติวิภาณุวงศ์ เจ้าหน้าที่ห้องปฏิบัติการทางการเงิน ที่ช่วยจัดหาโปรแกรมในการประมวลผลข้อมูลและช่วยเหลือให้โปรแกรมทำงานได้อย่างราบรื่น รวมทั้งเพื่อน ๆ ในหลักสูตร ที่ให้กำลังใจและความช่วยเหลืออันเป็นประโยชน์ต่อการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

สุดท้ายนี้ ขอขอบพระคุณ พ่อและแม่ ที่ได้ให้การสนับสนุน ให้กำลังใจ ให้ทุน และเข้าใจในจุดมุ่งหมายของผู้เขียนเสมอมา ประโยชน์อันเกิดจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ขอมอบแต่ผู้มีพระคุณ และอาจารย์ทุกท่านที่ได้ให้ความรู้แก่ผู้เขียน ส่วนข้อผิดพลาดในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

ไวยสิษฐ์ ภูริวิโรจน์กุล

กุมภาพันธ์ 2546

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บ ท ที่	
1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
1.3 ขอบเขตการดำเนินงานวิจัย.....	3
1.4 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	3
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	3
2 คำนิยามที่เกี่ยวข้องและวรรณกรรมปริทัศน์.....	4
2.1 คำนิยามที่เกี่ยวข้อง.....	4
2.2 งานวิจัยเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกันของนักลงทุน (Herding Behavior) ในตลาดการเงิน.....	5
2.2.1 สาเหตุที่ทำให้เกิดพฤติกรรมแห่ตามกัน.....	5
2.2.2 ค่าสถิติที่ใช้ในการวัดพฤติกรรมแห่ตามกัน.....	7
2.2.3 ผลการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดการเงิน.....	8
2.3 งานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เนื่องจากการซื้อขาย ปริมาณมาก.....	10
2.3.1 สมมติฐานที่อธิบายถึงผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์หลัง เกิดการซื้อขายปริมาณมาก.....	10
2.3.2 ผลการศึกษาในอดีตเกี่ยวกับผลกระทบของการซื้อขายปริมาณมาก ต่อราคาหลักทรัพย์.....	12

สารบัญ (ต่อ)

บทที่

หน้า

3	วิธีดำเนินการวิจัย.....	14
3.1	แหล่งข้อมูล.....	14
3.2	วิธีดำเนินการวิจัย.....	14
3.2.1	เกณฑ์การเลือกตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมาก.....	14
3.2.2	การศึกษาพฤติกรรมแห่งตามกันที่เกิดขึ้นหลังจากการซื้อขาย ปริมาณมาก.....	14
3.2.3	การศึกษาการปรับตัวของราคาหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก.....	20
4	ผลการศึกษา.....	24
4.1	พฤติกรรมแห่งตามกันที่เกิดขึ้นภายหลังการซื้อขายปริมาณมาก.....	24
4.1.1	พฤติกรรมแห่งตามกันโดยรวม (ไม่พิจารณาทิศทาง).....	24
4.1.2	พฤติกรรมแห่งตามกันในแต่ละทิศทางการซื้อขาย.....	24
4.1.3	พฤติกรรมแห่งตามกันศึกษาแยกตามสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ภายหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก.....	27
4.1.4	การศึกษาเพิ่มเติมในด้านปริมาณการซื้อขายหลังเกิดการซื้อขาย ปริมาณมาก.....	29
4.1.5	การวิเคราะห์สมการถดถอยเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่งตามกัน.....	34
4.1.6	สรุปผลการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่งตามกัน.....	37
4.2	การปรับตัวและขนาดของผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นภายหลัง การซื้อขายปริมาณมาก.....	38
4.2.1	การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในระดับรายการซื้อขาย.....	38
4.2.2	การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลา 5 นาที.....	42
4.2.3	ผลกระทบต่อราคาที่เกิดขึ้นหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก.....	46
4.2.4	การวิเคราะห์สมการถดถอยของผลกระทบต่อราคาแบบต่างๆ.....	48
4.2.5	สรุปผลการศึกษาเกี่ยวกับการปรับตัวและขนาดของผลกระทบต่อ ต่อราคาหลักทรัพย์.....	52

สารบัญ (ต่อ)

บทที่		
หน้า		
5	สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ.....	54
5.1	สรุปผลการศึกษา.....	54
5.2	ข้อเสนอแนะ.....	56
	รายการอ้างอิง.....	57
	ภาคผนวก.....	58
	ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	61

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญญัตินำ

ตาราง	หน้า	
3.1	ค่าสถิติที่สำคัญของตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมาก.....	16
4.1	ระดับพฤติกรรมแห่ตามกันภายหลังจากเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แบ่งตามสภาพคล่องของการซื้อขาย.....	25
4.2	ระดับความไม่สมดุลของปริมาณการซื้อขายภายหลังจากเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แบ่งตามระดับของพฤติกรรมแห่ตามกัน.....	30
4.3	ขนาดของรายการซื้อขายภายหลังจากเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แบ่งตามระดับของพฤติกรรมแห่ตามกัน.....	32
4.4	การวิเคราะห์สัมพรรคถดถอยของระดับพฤติกรรมแห่ตามกัน.....	35
4.5	ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกินแบบรายการต่อรายการ (mean trade-to-trade excess returns) ตั้งแต่รายการที่ 5 ก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ถึงรายการที่ 5 หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แบ่งตามระดับของพฤติกรรมแห่ตามกัน.....	39
4.6	ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกินราย 5 นาที (mean 5 minute-interval excess returns) ในช่วง 25 นาทีก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ถึง 25 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แบ่งตามระดับของพฤติกรรมแห่ตามกัน.....	43
4.7	ขนาดของผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราว (temporary price effect), แบบถาวร (permanent price effect) และผลกระทบต่อราคา รวม (total price effect) เมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมาก.....	47
4.8	การวิเคราะห์สัมพรรคถดถอยของผลกระทบต่อราคาแบบต่างๆ.....	50
ผ.1	รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการวิจัย.....	59

สารบัญภาพ

ภาพประกอบ

หน้า

3.1 การวัดพฤติกรรมเห่ตามกันในช่วงเวลาต่าง ๆ.....15



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในประเทศที่ตลาดหลักทรัพย์มีการพัฒนาแล้วพอสมควร เช่น สหรัฐอเมริกา นักลงทุนในตลาดย่อมพัฒนาพฤติกรรมในการลงทุนตามไปด้วย ทั้งในการค้นหาข้อมูล การตีความและตัดสินใจซื้อขายในแนวทางที่เหมาะสมกับข้อมูลที่ได้รับ ซึ่งจะทำให้ตลาดมีเสถียรภาพ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลต่าง ๆ ของหลักทรัพย์ได้อย่างสมเหตุสมผล แต่สำหรับประเทศไทยจะพบคำถามเกี่ยวกับพฤติกรรมการลงทุนว่า นักลงทุนทั่วไปโดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยมักไม่มีความสามารถมากพอที่จะตัดสินใจในการลงทุนอย่างมีเหตุผลได้เองจากข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ได้รับมา แต่กลับมีแนวโน้มลงทุนตามผู้นำตลาด ซึ่งส่วนหนึ่งของผู้นำตลาดคือกลุ่มคนที่เรียกกันว่า นักลงทุนรายใหญ่ ซึ่งเชื่อกันว่าจะซื้อขายหลักทรัพย์แต่ละครั้งในปริมาณมาก และมักได้รับข้อมูลภายในเกี่ยวกับหลักทรัพย์ก่อนนักลงทุนกลุ่มอื่น ในบางครั้งก็ยังเชื่อกันว่านักลงทุนรายใหญ่มีความสามารถในการสร้างราคาหลักทรัพย์ (ปั่นหุ้น) ให้เป็นไปตามความต้องการได้ จากความเชื่อดังกล่าว ทำให้เรามักได้ยินคำพูดเกี่ยวกับกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนรายย่อยในตลาดที่ได้ยินกันทั่วไปข้อหนึ่งคือ ให้ซื้อขายตามนักลงทุนรายใหญ่ไว้ก่อน

นอกจากนี้ นักลงทุนหลายคนยังมีความคิดว่า ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงขึ้นลงนั้น เป็นผลมาจากการกระทำของนักลงทุนรายใหญ่ทั้งสิ้น และการวิเคราะห์หลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานหรือปัจจัยทางเทคนิคเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่จะลงทุนนั้นเป็นสิ่งที่ไม่จำเป็นแต่อย่างใดสำหรับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งสาเหตุที่สนับสนุนให้เกิดความเชื่อดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์ไทยนั้นเนื่องมาจากความไม่เท่าเทียมกันในการได้รับข้อมูลข่าวสารและความสามารถในการวิเคราะห์ของนักลงทุนในตลาด นักลงทุนรายย่อยมักเป็นฝ่ายเสียเปรียบเนื่องจากมีต้นทุนในการหาข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูลที่สูงกว่านักลงทุนรายใหญ่ ซึ่งบางทีการกำกับดูแลของภาครัฐก็อาจไม่เข้มงวดพอที่จะให้มีการกระจายข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ในตลาดได้อย่างเสมอภาค ดังนั้น การตัดสินใจเลียนแบบการลงทุนของนักลงทุนที่เชื่อกันว่ามีความสามารถเหนือกว่าย่อมเป็นทางออกที่ดีของนักลงทุนรายย่อย ซึ่งจากการศึกษาในอดีตของ นคร เหลืองรวงทอง (1999) และ สรสิทธิ์ วรรณประเสริฐ (2000) พบว่า เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันระหว่างกองทุนปิดซึ่งเชื่อกันว่าเป็นผู้เล่นในตลาดที่มีความสามารถสูงอยู่แล้ว และการซื้อขายส่วนใหญ่ของกองทุนปิดไม่ได้ช่วยให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวได้เร็วขึ้นแต่อย่างใด ซึ่งหากนำมาเปรียบเทียบกับการศึกษาในสหรัฐอเมริกาของ Lakonishok, Shleifer และ Vishny (1992) ที่พบพฤติกรรมแห่ตามกันระหว่างกองทุนปิดเพียงเล็กน้อยจนไม่สามารถทำให้ราคาหลักทรัพย์ผันผวนได้ ยังแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของตลาดที่แตกต่างกันระหว่างไทยกับสหรัฐอเมริกา ยิ่งไปกว่านั้น การศึกษาข้างต้นใช้ข้อมูลที่มีความถี่ต่ำคือข้อมูลรายเดือน หรือรายไตรมาส ซึ่งทำให้ไม่เห็นพฤติกรรมแห่ตามกันและความผันผวนของราคาในระยะสั้นที่มักจะเกิดขึ้นทันทีที่มีการซื้อขายปริมาณมาก ดังนั้นการศึกษาที่ขยายกลุ่มตัวอย่างเป็นนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดและใช้ข้อมูลความถี่สูงจะทำให้เห็นพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยได้ชัดเจนมากขึ้น

หากพบพฤติกรรมแห่ตามกันอย่างชัดเจนภายหลังการซื้อขายปริมาณมาก ก็นับว่าเป็นอันตรายต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์และเศรษฐกิจได้ เนื่องจากถ้านักลงทุนทั่วไปซึ่งมีสัดส่วนการซื้อขายโดยเฉลี่ยมากกว่า 2 ใน 3 ของทั้งตลาด ไม่สนใจที่จะวิเคราะห์การลงทุนด้วยตนเอง แต่กลับทำเพียงเฝ้าสังเกตและเข้าเก็งกำไรตามการกระทำของนักลงทุนรายใหญ่ซึ่งเชื่อกันว่ามีข้อมูลสำคัญเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ดังนั้น จะทำให้มีโอกาสสูงที่ราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวไปจากมูลค่าที่ควรจะเป็นอย่างผิดปกติ สิ่งที่เกิดตามมาย่อมเป็นการปรับตัวอย่างรุนแรงของราคา สิ่งเหล่านี้ทำให้ราคาหลักทรัพย์มีความผันผวนสูงโดยใช้เหตุ และย่อมไม่เป็นที่พึงประสงค์ของนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศที่ต้องการมาลงทุนในประเทศไทย เนื่องจากมีความเสี่ยงที่สูงเกินไป โดยนักลงทุนเหล่านี้อาจให้ความสนใจตลาดอื่น ๆ ในภูมิภาคเดียวกันที่ราคาหลักทรัพย์มีเสถียรภาพมากกว่า ซึ่งไม่เป็นผลดีกับภาวะเศรษฐกิจของประเทศที่ยังคงต้องการเงินลงทุนจากภายนอกเพื่อช่วยในการเติบโต แม้ว่าการศึกษาในสหรัฐอเมริกาของ Holthausen, Leftwich และ Mayers (1990) จะสรุปว่าการซื้อขายของนักลงทุนรายใหญ่ทำให้เกิดผลกระทบต่อราคาจริง แต่จะมีการปรับตัวอย่างรวดเร็วสู่ราคาดุลยภาพภายใน 3 รายการซื้อขายเท่านั้นโดยขนาดของการปรับตัวก็มีขนาดเล็ก แต่โครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ไทยแตกต่างจากสหรัฐอเมริกาในหลายด้าน เช่น การห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้า เป็นต้น รวมทั้งสัดส่วนของกลุ่มนักลงทุนก็มีความแตกต่างกัน กล่าวคือ ในตลาดต่างประเทศ ผู้เล่นที่สำคัญมักเป็นนักลงทุนสถาบันซึ่งมีความสามารถสูง ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยกลับเป็นกลุ่มนักลงทุนหลักที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ไทย ปัจจัยต่าง ๆ ข้างต้นอาจทำให้พฤติกรรมของนักลงทุนที่ปรากฏออกมาในตลาดแตกต่างจากต่างประเทศได้มาก นอกจากนี้ยังมีความขัดแย้งกันในการศึกษาผลกระทบต่อราคาที่เกิดขึ้นจากการซื้อขายปริมาณมากกว่าสมมติฐานที่เหมาะสมในการอธิบายควรเป็นอย่างไร โดย Holthausen et al. (1990) ให้น้ำหนักไปทางสมมติฐานเกี่ยวกับข้อมูล ในขณะที่การศึกษาของ Holthausen, Leftwich และ Mayers (1987) ให้น้ำหนักไปทางสมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่อง และยังคงมีความแตกต่างระหว่างการซื้อกับการขายปริมาณมากซึ่งในแต่ละกรณีอาจต้องใช้สมมติฐานที่ต่างกันในการอธิบายผลกระทบต่อราคา

จึงทำให้เกิดความสนใจว่าแท้จริงแล้ว พฤติกรรมแห่ตามการลงทุนของนักลงทุนรายใหญ่ปรากฏอยู่จริงหรือไม่ในตลาดหลักทรัพย์ไทย ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นอย่างไร และมีการปรับตัวของราคารวดเร็วแค่ไหน อีกทั้งการศึกษาในประเด็นนี้ยังเป็นหลักฐานที่ดีในการตอบคำถามที่ว่า ความสามารถในการเข้าถึงและวิเคราะห์ข้อมูลของนักลงทุนรายใหญ่และรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความแตกต่างกันหรือไม่ ซึ่งคำถามดังกล่าวไม่สามารถนำผลการศึกษาในต่างประเทศมาประยุกต์ใช้ได้โดยตรง ดังนั้นการศึกษานี้จะทำให้เห็นพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยได้ชัดเจนขึ้น และเป็นประโยชน์ในการวางแนวทางเพื่อทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยพัฒนาต่อไปในระยะยาว

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษว่านักลงทุนมีพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding Behavior) เกิดขึ้นหลังจากมีการซื้อขายปริมาณมาก (Block trades) หรือไม่
2. เพื่อศึกษว่ามีปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลต่อการเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันดังกล่าว
3. เพื่อศึกษาว่าการซื้อขายปริมาณมากมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างไร และราคาหลักทรัพย์มีความเร็วเท่าไรในการปรับตัวสู่สมดุลหลังจากเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

1.3 ขอบเขตการดำเนินงานวิจัย

ในการศึกษานี้จะแบ่งออกเป็นสองส่วนใหญ่ ๆ คือส่วนแรกจะศึกษาถึงพฤติกรรมแห่ตามกันและปัจจัยที่ก่อให้เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันภายหลังจากมีการซื้อขายปริมาณมาก จากนั้นในส่วนที่สองจะศึกษาถึงผลกระทบต่อราคาแบบต่าง ๆ และการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก โดยใช้ข้อมูลรายการซื้อขายระหว่างวัน (intraday transaction data) บนหลักทรัพย์ทั้งหมด 96 หลักทรัพย์ ที่เกิดขึ้นในช่วงปี พ.ศ. 2539 - 2541 (ดูรายละเอียดหลักทรัพย์ที่ใช้ในการวิจัยได้จากภาคผนวก)

1.4 ข้อยกเว้นของการวิจัย

1. ข้อมูลที่ใช้วิจัยเป็นข้อมูลรายการซื้อขายที่ถูกจับคู่ (matched transaction) โดยระบบการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่ใช่ข้อมูลคำสั่งซื้อขายทั้งหมดที่ถูกส่งเข้ามาในระบบของตลาดหลักทรัพย์ จึงทำให้ผลการวิเคราะห์พฤติกรรมแห่ตามกันของนักลงทุนอาจไม่ถูกต้องสมบูรณ์ อย่างไรก็ตามคาดว่า ผลที่ได้จากการศึกษาโดยใช้ข้อมูลรายการซื้อขายที่ถูกจับคู่ ไม่น่าจะแตกต่างจากผลที่ได้เมื่อใช้ข้อมูลคำสั่งซื้อขายทั้งหมดมากนัก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการศึกษาเกี่ยวกับการปรับตัวของราคาและผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ เพราะรายการซื้อขายที่ถูกจับคู่เท่านั้นที่เป็นตัวผลักดันราคาหลักทรัพย์ให้เปลี่ยนแปลงไป ในขณะที่คำสั่งซื้อขายบางคำสั่งที่ถูกส่งเข้ามาแต่ไม่ถูกจับคู่ย่อมไม่มีผลใด ๆ กับราคาหลักทรัพย์
2. หลักทรัพย์ที่ใช้วิจัยส่วนใหญ่เป็นหลักทรัพย์ที่ถูกจัดอยู่ในดัชนี SET50 Index และหลักทรัพย์เหล่านี้มักอยู่ในความสนใจของนักลงทุนหลายกลุ่ม รวมทั้งนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศ ซึ่งเป็นที่ยอมรับกันว่ามีความสามารถในการเข้าถึงและวิเคราะห์ข้อมูลได้ดีกว่านักลงทุนกลุ่มอื่น ๆ จึงมีแนวโน้มว่าการกระจายข้อมูลบนหลักทรัพย์เหล่านี้จะเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้น ราคาหลักทรัพย์เหล่านี้จึงมีแนวโน้มที่จะมีเสถียรภาพมากกว่าหลักทรัพย์กลุ่มอื่น ๆ ทำให้ผลการศึกษาที่ได้จากหลักทรัพย์กลุ่มนี้เพียงกลุ่มเดียวอาจไม่ครอบคลุมถึงพฤติกรรมของนักลงทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลที่ได้จากงานวิจัยนี้จะทำให้ทราบว่าการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนรายใหญ่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมในการลงทุนของนักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์ไทยหรือไม่ รวมทั้งสาเหตุที่น่าจะอยู่เบื้องหลังการซื้อขายปริมาณมาก และผลต่อราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้น ซึ่งทั้งหมดนี้จะสะท้อนให้เห็นถึงระดับความสามารถในการเข้าถึงและวิเคราะห์ข้อมูลของนักลงทุนกลุ่มต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์ไทย นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังมีระบบและกฎเกณฑ์การซื้อขายหลายอย่างที่แตกต่างจากตลาดหลักทรัพย์ของต่างประเทศ เช่น การกำหนดข้อห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้า (short sell) เป็นต้น ซึ่งอาจทำให้พฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนแตกต่างจากตลาดในต่างประเทศ และอาจทำให้เกิดความไม่สมดุลในการปรับตัวของราคาได้ ดังนั้นผลที่ได้จากการศึกษานี้จะทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องสามารถวางแผนทางในการพัฒนาตลาดของไทยได้ดีกว่าการอ้างอิงงานวิจัยจากต่างประเทศ และนักลงทุนทั่วไปก็สามารถนำไปประยุกต์ใช้เป็นกลยุทธ์การสร้างผลตอบแทนในระยะสั้นได้

คำนิยามที่เกี่ยวข้องและวรรณกรรมปริทรรศน์

2.1 คำนิยามที่เกี่ยวข้อง

1. การซื้อขายปริมาณมาก (Block Trades) คือการซื้อขายหลักทรัพย์โดยมีจำนวนหลักทรัพย์ในปริมาณมากกว่าจำนวนที่กำหนดไว้โดยตลาดหลักทรัพย์ เช่น มากกว่า 10,000 หุ้นในหนึ่งรายการ แต่สำหรับงานวิจัยที่ปรากฏอยู่ มักใช้เกณฑ์ในการเลือกรายการซื้อขายปริมาณมากแบบไม่เจาะจง เช่น วัดจากร้อยละของหุ้นที่ซื้อขายใน 1 รายการเทียบกับปริมาณหุ้นจดทะเบียนทั้งหมด, วัดจากปริมาณหุ้นที่ซื้อขายว่าเทียบกับปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยทั้งวันในช่วงเวลาที่ผ่านมา เป็นต้น

2. พฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding Behavior) คือ พฤติกรรมที่นักลงทุนคนหนึ่งตัดสินใจเลือกลงทุนโดยเลียนแบบการตัดสินใจของนักลงทุนคนอื่นก่อนหน้าตัวเอง โดยละเลยการพิจารณาข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนที่ตัวเองได้รับมา

3. การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) คือ กลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์วิธีหนึ่ง ซึ่งมาจากความเชื่อที่ว่า แนวโน้มของราคาหลักทรัพย์จะดำเนินต่อไปในทางเดิมชั่วระยะเวลาหนึ่ง กล่าวคือ หลักทรัพย์ที่ราคาเพิ่มขึ้นมาแล้วในอดีตก็มีโอกาสที่จะปรับตัวสูงขึ้นต่อ และหลักทรัพย์ที่ราคาลดลงในอดีตก็มีโอกาสที่จะปรับตัวลดลงต่อ ดังนั้นการลงทุนโดยใช้กลยุทธ์นี้จะทำโดยซื้อหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงในอดีต และขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำในอดีต ซึ่งอาจมีคำเรียกอื่น ๆ อีก เช่น Momentum Strategy หรือ Trend Chasing Strategy เป็นต้น

4. ผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess Return) คือ ความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นบนหลักทรัพย์หนึ่ง กับค่าคาดหวังของอัตราผลตอบแทนที่ควรจะได้รับ ซึ่งวิธีการหาค่าคาดหวังทำได้หลายวิธี โดยอาจใช้ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง หรือขนาดเท่า ๆ กัน หรืออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน หรือใช้ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในอดีตบนหลักทรัพย์นั้น เป็นต้น

5. รายการเคาะซื้อ (Buyer-initiated Transaction) คือ รายการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผู้ซื้อตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ทันทีที่ราคาสูงกว่าหรือเท่ากับราคาเสนอขายต่ำสุด (Best Offer) ในขณะนั้น

6. รายการเคาะขาย (Seller-initiated Transaction) คือ รายการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผู้ขายตัดสินใจขายหลักทรัพย์ทันทีที่ราคาน้อยกว่าหรือเท่ากับราคาเสนอซื้อสูงสุด (Best Bid) ในขณะนั้น

2.2 งานวิจัยเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกันของนักลงทุน (Herding behavior) ในตลาดการเงิน

2.2.1 สาเหตุที่ทำให้เกิดพฤติกรรมแห่ตามกัน

งานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา ได้พยายามอธิบายถึงสาเหตุที่ทำให้เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันว่า น่าจะเกิดมาจากสาเหตุดังต่อไปนี้

1. การแห่ตามกันที่เกิดจากข่าวสารในตลาด (Information-based herding and cascades)

Banerjee (1992) ได้สร้างแบบจำลองเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกัน โดยให้นักลงทุนแต่ละคนตัดสินใจเลือกลงทุนในสินทรัพย์ต่าง ๆ ที่มีอยู่ทีละคน ถ้าหากเลือกลงทุนถูก เขาจะได้รับผลตอบแทนมากกว่าปกติ โดยนักลงทุนบางคนอาจมีข้อมูลส่วนตัวที่ช่วยในการตัดสินใจว่าทางเลือกใดเป็นทางเลือกที่ถูกต้อง นอกจากนี้ นักลงทุนทุกคนต่างก็ไม่แน่ใจว่าข้อมูลของตัวเองมีอยู่นั้นเป็นข้อมูลที่มีคุณภาพและช่วยให้เขาตัดสินใจได้ถูกหรือไม่ แต่จะสามารถมองเห็นการตัดสินใจของนักลงทุนคนก่อนหน้าเขาได้ จากแบบจำลองดังกล่าวพบว่า แม้นักลงทุนคนหนึ่งจะมีข้อมูลส่วนตัวเกี่ยวกับทางเลือกลงทุนที่ถูกต้อง แต่หากข้อมูลดังกล่าวไม่สอดคล้องกับการตัดสินใจของนักลงทุนคนก่อน ๆ เลยแม้แต่คนเดียว เขาจะตัดสินใจเปลี่ยนไปลงทุนในทางเลือกอื่นที่ถูกเลือกโดยนักลงทุนคนก่อน ๆ มากที่สุด โดยละเลยข้อมูลที่เขาถืออยู่ไป ซึ่งแบบจำลองได้แสดงให้เห็นว่า ในมุมมองของนักลงทุนคนนี้ การตัดสินใจเลียนแบบในทางเลือกที่นักลงทุนคนก่อนหน้าเขาเลือกมากที่สุดนั้น จะทำให้ความน่าจะเป็นที่เขาจะเลือกทางได้ถูกต้องมีค่ามากกว่าความน่าจะเป็นที่ได้จากการตัดสินใจโดยอาศัยข้อมูลส่วนตัวของเขาเอง ซึ่งเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดพฤติกรรมแห่ตามกัน ดังนั้น หากการตัดสินใจของนักลงทุนคนแรกๆ เป็นไปในทางเดียวกัน จะทำให้นักลงทุนทุกคนในลำดับถัดมา ตัดสินใจเลียนแบบการกระทำของนักลงทุนคนแรก ๆ ดังนั้น ข้อมูลที่ปรากฏออกมาในตลาดจึงเป็นเพียงข้อมูลของนักลงทุนคนแรก ๆ เท่านั้น ทำให้นักลงทุนในลำดับหลังจะไม่ได้ข้อมูลที่มีประโยชน์เพิ่มขึ้น ดังนั้น พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในตลาดอาจเปลี่ยนได้ง่ายมาก หากมีข้อมูลอื่นเพิ่มเข้ามาเพียงเล็กน้อย ซึ่งหากมองในภาพรวมจะพบว่า ในกรณีที่ข้อมูลที่นักลงทุนคนแรก ๆ ได้รับเป็นข้อมูลที่ผิดเกี่ยวกับการลงทุน จะทำให้ไม่มีนักลงทุนคนใดเลยที่ตัดสินใจลงทุนได้ถูกต้อง เปรียบเทียบกับกรณีที่นักลงทุนแต่ละคนมองไม่เห็นการกระทำของคนอื่น ซึ่งพวกเขาจะต้องตัดสินใจโดยอาศัยข้อมูลของตัวเองทั้งหมด ในกรณีนี้ จะมีนักลงทุนบางคนตัดสินใจถูก เนื่องจากข้อมูลที่เขาถืออยู่เป็นข้อมูลที่ถูกต้องเกี่ยวกับการลงทุนนั้น

Lakonishok, Shleifer และ Vishny (1992) ยังได้กล่าวถึงบทบาทของข้อมูลในการศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันของกองทุนในสหรัฐอเมริกาว่า กองทุนมักจะสังเกตสัญญาณเดียวกันในตลาดเพื่อประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ เมื่อสัญญาณดังกล่าวเปลี่ยนไปจึงพบว่ากองทุนหลายกองทุนจะมีการตอบสนองที่เหมือนกัน ทำให้เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันขึ้นได้ หรือในกรณีที่ข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์บางตัวในตลาดมีน้อยมาก เช่น หลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก ซึ่งพบพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงกว่าหลักทรัพย์ทั่วไป เนื่องจากผู้จัดการกองทุนจะมีแนวโน้มเลียนแบบการตัดสินใจของกองทุนอื่นมากขึ้น เพราะรู้สึกว่าคุณเองมีข้อมูลไม่เพียงพอ

2. การแห่ตามกันที่เกิดจากการรักษาชื่อเสียงของผู้จัดการลงทุน

Scharfstein and Stein (1990) ได้ยกตัวอย่างสถานการณ์ที่ประกอบไปด้วยบุคคล 2 ฝ่าย คือ ผู้จัดการลงทุน และนายจ้าง ซึ่งนายจ้างไม่แน่ใจว่า ผู้จัดการลงทุนที่ได้จ้างไว้มีความสามารถหรือไม่ ดังนั้น ผู้จัดการลงทุนจึงพยายามพิสูจน์ตัวเองว่าเป็นผู้ที่มีความสามารถ ซึ่งจะรู้ได้โดยพิจารณาผลตอบแทนที่ได้รับหลังจากตัดสินใจลงทุน

ไปแล้ว โดยตั้งอยู่บนสมมุติฐานที่ว่า ผู้จัดการลงทุนสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ต่าง ๆ ได้ในราคาคงที่ และผู้จัดการลงทุนแต่ละคนก็สามารถเห็นการตัดสินใจของผู้จัดการคนอื่น ๆ ได้ และนำมาประกอบกับข้อมูลที่ตัวเองมีอยู่

ซึ่งในเบื้องต้นได้สมมุติให้มีผู้จัดการเพียง 2 คน โดยให้ผู้จัดการคนที่ 1 ตัดสินใจก่อน ถ้าหากผู้จัดการคนที่ 2 ไม่แน่ใจในความสามารถของตัวเองว่าสามารถเลือกลงทุนได้ถูกต้อง การตัดสินใจลงทุนโดยเลียนแบบผู้จัดการคนที่ 1 จะทำให้ผู้จัดการคนที่ 2 ได้ประโยชน์มากขึ้น เนื่องจาก ถ้าหากการลงทุนนั้นผิดพลาด ก็ยังอ้างได้ว่า การตัดสินใจลงทุนของเขาตั้งอยู่บนข้อมูลที่ถูกต้องแล้ว ผลขาดทุนที่เกิดขึ้นเนื่องจากโชคไม่ดีเท่านั้น เพราะโดยปกติแล้ว การตัดสินใจลงทุนของผู้จัดการทุกคนที่ตั้งอยู่บนข้อมูลที่ถูกต้องนั้นจะต้องออกมาในทิศทางเดียวกัน ซึ่งในกรณีนี้ผู้จัดการคนที่ 2 สามารถเอาการตัดสินใจของผู้จัดการคนที่ 1 ที่เหมือนกันกับเขามาสนับสนุนเหตุผลในการเลือกลงทุนของเขาได้ ทำให้นายจ้างของผู้จัดการคนที่ 2 ไม่สามารถปฏิเสธได้ว่า เขาไม่มีความสามารถ และเมื่อพิจารณาจากมุมมองของผู้จัดการคนที่ 1 ก็จะพบว่า ผู้จัดการคนที่ 1 ก็จะได้ประโยชน์เช่นกันหากมีผู้จัดการคนอื่น ๆ เลียนแบบการตัดสินใจของเขาซึ่งจะทำให้เขาสามารถอ้างเหตุผลสนับสนุนการตัดสินใจเลือกลงทุนในทำนองเดียวกับผู้จัดการคนที่ 2 ได้

หากขยายขอบเขตของเหตุการณ์สมมุติดังกล่าว โดยให้ผู้จัดการลงทุนในตลาดเป็นจำนวนมาก ก็จะพบว่า ผู้จัดการลงทุนทุกคนที่ไม่มั่นใจในความสามารถของตัวเอง จะเลียนแบบการตัดสินใจของผู้จัดการคนก่อนหน้า เพื่อให้ตัวเองได้รับประโยชน์มากขึ้น แสดงถึงการแห่ตามกันที่ไม่มีประสิทธิภาพ เนื่องจากผู้จัดการทุกคนที่เลียนแบบการตัดสินใจของคนอื่นจะละทิ้งข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนที่ตัวเองมีอยู่ไป พฤติกรรมที่แสดงออกมามีในตลาดจึงเป็นผลมาจากข้อมูลในปริมาณน้อยมาก ซึ่งอาจส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตเคลื่อนไหวอย่างไม่มีเสถียรภาพได้ ถ้าหากข้อมูลนั้นเป็นข้อมูลที่ไม่สะท้อนเกี่ยวกับสภาพของหลักทรัพย์นั้นอย่างถูกต้อง

3. การแห่ตามกันที่เกิดจาก โครงสร้างค่าตอบแทนที่ได้รับของผู้จัดการลงทุน

Maug และ Naik (1996) ได้ศึกษาและสร้างแบบจำลองเกี่ยวกับการตัดสินใจลงทุนของผู้จัดการลงทุน ซึ่งค่าตอบแทนที่เขาจะได้รับนั้นขึ้นอยู่กับผลตอบแทนที่เขาทำได้ เปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่ผู้จัดการคนอื่น ๆ ในตลาดทำได้ ผู้จัดการแต่ละคนสามารถมองเห็นการตัดสินใจของผู้จัดการคนอื่น ผลจากแบบจำลองที่สร้างขึ้นพบว่า ผู้จัดการลงทุนมีแรงจูงใจที่จะทำเลียนแบบการตัดสินใจของผู้จัดการคนอื่น ๆ แม้ว่าตัวเองจะมีข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนที่ดีกว่าคนอื่น ๆ ก็ตาม โดยสรุปว่าการตัดสินใจเลียนแบบกันดังกล่าวนี้ เป็นการตัดสินใจที่สมเหตุสมผลตามเงื่อนไขการคำนวณผลตอบแทนที่พวกเขาได้รับ

แบบจำลองดังกล่าวให้ผลสอดคล้องกับการศึกษาเชิงประจักษ์ของ Lakonishok et al. (1992) ที่พบว่า ผู้จัดการกองทุนในสหรัฐอเมริกา ที่ถูกประเมินความสามารถโดยเทียบกับผู้จัดการคนอื่น มีการตัดสินใจลงทุนเหมือน ๆ กัน เนื่องจากหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่จะกลายเป็นคนโง่เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มผู้จัดการทั้งหมดซึ่งจะกระทบถึงความก้าวหน้าในงานของพวกเขา และยังคงกล่าวอีกว่า พฤติกรรมแห่ตามกันของกองทุนจะเกิดได้ง่ายกว่าพฤติกรรมการแห่ตามกันของนักลงทุนทั่วไป เนื่องจากกองทุนสามารถสังเกตการกระทำของกองทุนอื่น ๆ ที่อยู่ในตลาดได้ชัดเจนกว่าการนักลงทุนทั่วไป กองทุนจึงมีแนวโน้มที่จะตรวจสอบการลงทุนของตัวเองเทียบกับพฤติกรรมของกองทุนอื่นเสมอ นอกจากนั้น ยังเกิดปัญหาระหว่างผู้จัดการกองทุนและเจ้าของเงินทุน (agency problem) เนื่องจากวิธีการประเมินผลงานและโครงสร้างผลตอบแทนของผู้จัดการที่มีมักจะเปรียบเทียบกับผลงานของกองทุนอื่นในตลาด ซึ่งทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (agency problem) ของผู้จัดการกองทุน ดังนั้นหากผู้จัดการกองทุนวิเคราะห์การลงทุนโดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งเน้นให้ซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาปรับลดลงมาและขายหลักทรัพย์ที่

ราคาปรับสูงขึ้น เพราะหลักทรัพย์ที่ราคาตกลงจะให้อัตราเงินปันผลตอบแทนที่สูงขึ้น แต่กว่าที่การลงทุนในลักษณะดังกล่าวจะให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่าต้องใช้เวลานาน และในระยะสั้น ผลตอบแทนจากการถือหลักทรัพย์เหล่านี้มักต่ำกว่าหลักทรัพย์อ้างอิง (benchmark : เช่น ดัชนี S&P 500) ที่นิยมใช้เป็นมาตรฐานในการวัดความสามารถของผู้จัดการกองทุน ดังนั้น ผู้จัดการกองทุนที่ลงทุนโดยอาศัยปัจจัยพื้นฐานจึงมีความเสี่ยงที่จะถูกไล่ออกได้ เนื่องจากผลตอบแทนในระยะสั้นไม่เป็นที่พอใจของเจ้าของเงินทุน เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงดังกล่าว ผู้จัดการกองทุนจึงนิยมใช้กลยุทธ์การลงทุนระยะสั้น เช่นการวิเคราะห์ทางเทคนิค หรือการลงทุนแบบ feedback trading ที่เชื่อว่า แนวโน้มของราคาหลักทรัพย์จะยังคงเดิมต่อไป จึงมีโอกาสทำให้กองทุนตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาสูงกว่าปัจจัยพื้นฐานเนื่องจากแนวโน้มราคาในระยะสั้นยังเป็นขาขึ้น และขายหลักทรัพย์ที่ราคาต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐานเนื่องจากแนวโน้มราคาในระยะสั้นยังเป็นขาลง ลักษณะเช่นนี้ทำให้ราคาหลักทรัพย์เบี่ยงเบนออกไปจากมูลค่าที่ควรจะเป็น ถ้าหากพิจารณาาร่วมด้วยว่า กองทุนในตลาดมักใช้สัญญาณทางเทคนิคอย่างเดียวกัน และมีเงินลงทุนที่สูงจะทำให้พฤติกรรมแห่ตามกันเนื่องจากกลยุทธ์การลงทุนระยะสั้นนี้สามารถส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เคลื่อนไหวอย่างไร้เสถียรภาพได้

2.2.2 ค่าสถิติที่ใช้ในการวัดพฤติกรรมแห่ตามกัน

Lakonishok et al. (1992) ออกแบบตัววัดทางสถิติเพื่อวัดพฤติกรรมแห่ตามกันของกองทุนรวมในสหรัฐอเมริกา โดยกำหนดตัววัดพฤติกรรมแห่ตามกัน $H(i,t)$ ตามสมการต่อไปนี้

$$H(i,t) = \left| \frac{B(i,t)}{B(i,t) + S(i,t)} - p(t) \right| - AF(i,t) \quad (1)$$

เมื่อ $B(i,t)$ คือจำนวนนักลงทุนที่เป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์ i ในช่วงเวลา t

$S(i,t)$ คือจำนวนนักลงทุนที่เป็นผู้ขายหลักทรัพย์ i ในช่วงเวลา t

$p(t)$ คือสัดส่วนนักลงทุนที่เป็นผู้ซื้อเทียบกับนักลงทุนในตลาดทั้งหมดที่ตัดสินใจซื้อขาย เฉลี่ยบนทุกหลักทรัพย์ i ที่มีการซื้อขายในช่วงเวลา t

$$AF(i,t) = E \left(\left| \frac{B(i,t)}{B(i,t) + S(i,t)} - p(t) \right| \right) \text{ ภายใต้สมมุติฐานที่ว่า ไม่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันบนหลักทรัพย์ } i \text{ ในช่วงเวลา } t$$

ดังนั้น โอกาสที่นักลงทุนคนหนึ่งจะซื้อหรือขายหลักทรัพย์จะมีการกระจายแบบทวินาม ดังนั้นความน่าจะเป็นที่นักลงทุนคนหนึ่งจะซื้อหลักทรัพย์ในช่วงเวลา t ย่อมมีค่าเท่ากับ $p(t)$ และยิ่งในช่วงเวลา t มีนักลงทุนที่ซื้อขายบนหลักทรัพย์ i มากขึ้นเท่าไร ค่าของ $AF(i,t)$ ก็ยิ่งลดลงเท่านั้น

ค่า $AF(i,t)$ ถูกใส่เข้ามาเพื่อปรับค่า $H(i,t)$ ให้มีความเหมาะสมมากขึ้น โดยคิดถึงหลักความจริงของพฤติกรรมแห่ตามกันบนสองหลักทรัพย์ ซึ่งพบว่า หลักทรัพย์ทั้งสอง มีสัดส่วนนักลงทุนที่เป็นผู้ซื้อค่อนข้างสูงทั้งหมดที่ซื้อขายเท่ากัน แต่หลักทรัพย์ตัวหนึ่งมีนักลงทุนซื้อขายมากกว่าอีกตัวหนึ่ง ดังนั้น หลักทรัพย์ที่มีนักลงทุนซื้อขายมากกว่า ควรจะมีค่า $H(i,t)$ มากกว่าหลักทรัพย์อีกตัวหนึ่ง เพราะพฤติกรรมแห่ตามกันเกิดในวงกว้างกว่า แม้ว่าสัดส่วนของนักลงทุนที่เป็นผู้ซื้อจะเท่ากันบนสองหลักทรัพย์ก็ตาม ซึ่งค่า $AF(i,t)$ สำหรับหลักทรัพย์ที่มีนักลงทุนซื้อขายมากกว่าจะมีค่าต่ำกว่า เท่ากับว่า $H(i,t)$ ถูกลบออกไปน้อยกว่าจึงส่งผลให้ $H(i,t)$ บนหลักทรัพย์นี้มีค่ามากกว่านั่นเอง¹

¹ ดูการอภิปรายเพิ่มเติมเกี่ยวกับบทบาทของค่า $AF(i,t)$ ใน สรสิทธิ์ วรรณประเสริฐ (2000)

อย่างไรก็ตาม การวัดพฤติกรรมแห่ตามกันโดยวิธีของ Lakonishok et al. (1992) นี้ ก็ยังมีจุดอ่อน ซึ่ง Bikhchandani และ Sharma (2000) ได้วิจารณ์ว่า การวัดในลักษณะนี้ใช้เพียงจำนวนของนักลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาด โดยไม่ได้คำนึงถึงปริมาณหลักทรัพย์ที่นักลงทุนแต่ละคนซื้อหรือขาย และได้ยกตัวอย่างกรณีที่นักลงทุนที่ตัดสินใจซื้อ และขายหลักทรัพย์หนึ่ง ๆ มีจำนวนเท่ากัน แต่นักลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์นั้นซื้อในจำนวนที่มากกว่า ซึ่งจะทำให้ราคาเปลี่ยนแปลงไปเสมือนกับเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันบนหลักทรัพย์นั้นแล้ว แต่ตัววัดของ Lakonishok et al. (1992) จะให้ผลว่า ไม่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันแต่อย่างใด จุดอ่อนอีกประการหนึ่งคือ การวัดวิธีนี้บอกได้เพียงว่า เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันขึ้นบนหลักทรัพย์ แต่ไม่สามารถบอกได้ว่า พฤติกรรมแห่ตามกันดังกล่าวเกิดจากนักลงทุนกลุ่มเดิมหรือไม่

นอกจากนี้ Bikhchandani และ Sharma (2000) ยังเสนอเพิ่มเติมว่า ในตลาดบางตลาด นักลงทุนอาจไม่สามารถมองเห็นการตัดสินใจของนักลงทุนอื่นในตลาดได้ในทันที หรืออาจมองเห็นเพียงการเคลื่อนไหวของสภาพตลาดโดยรวม ซึ่งในกรณีนี้ ระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันจะไม่เกิดบนหลักทรัพย์ใด ๆ เพียงตัวเดียว แต่อาจเกิดพร้อมกันทั้งกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งอาจทำให้ตรวจพบพฤติกรรมแห่ตามกันได้ชัดเจนมากขึ้น และได้ให้ข้อคิดเห็นเกี่ยวกับช่วงเวลา (t) ที่ใช้เพื่อวัดพฤติกรรมแห่ตามกันว่า ควรคำนึงถึงความสอดคล้องกับช่วงเวลาการซื้อขายของนักลงทุนด้วยว่านานเพียงใด ถ้าหากนักลงทุนมักซื้อขายหุ้นในระยะสั้น หรือหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาเป็นที่นิยมของนักลงทุนซึ่งมักจะมีสภาพคล่องสูง ก็ควรใช้ข้อมูลการซื้อขายที่มีความถี่สูงขึ้น

นอกจากวิธีของ Lakonishok et al. (1992) แล้ว Christie และ Huang (1995) ได้ออกแบบวิธีสำหรับวัดพฤติกรรมแห่ตามกันโดยใช้ความเบี่ยงเบนของผลตอบแทนจากหุ้น (S) ในช่วงที่ตลาดมีการเปลี่ยนแปลงของราคารุนแรง ซึ่งเชื่อว่าเป็นช่วงที่น่าจะเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันได้มากที่สุด วิธีการดังกล่าวตั้งอยู่บนเหตุผลที่ว่า เมื่อตลาดเกิดสภาวะแห่ตามกัน นักลงทุนในตลาดจะละทิ้งข้อมูลที่ตัวเองมีอยู่และลงทุนโดยเลียนแบบนักลงทุนคนอื่น ๆ ในตลาด ซึ่งทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละตัวจะวิ่งเข้าใกล้กับผลตอบแทนเฉลี่ยของทั้งตลาด ดังนั้นจะทำให้ค่า S ลดต่ำลงกว่าสภาวะปกติ อย่างไรก็ตาม แนวคิดนี้ขัดแย้งกับทฤษฎี rational asset pricing model ที่ว่า หลักทรัพย์แต่ละตัวจะมีค่าแตกต่างกัน ดังนั้น ยิ่งราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงรุนแรงมากเท่าไร ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ยิ่งมีค่าต่างกันมากขึ้น ส่งผลให้ค่า S เพิ่มสูงกว่าสภาวะปกติ ซึ่งผลการศึกษาเชิงประจักษ์ของเขาเองพบว่า ในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรุนแรง ค่า S ได้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญไม่ว่าในกรณีที่วัดผลตอบแทนเทียบกับผลตอบแทนทั้งตลาดหรือผลตอบแทนรายอุตสาหกรรม

2.2.3 ผลการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดการเงิน

การศึกษาที่มีในอดีตจะเน้นการศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันของนักลงทุนสถาบันเป็นส่วนใหญ่และมักโยงผลการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมการลงทุนไปถึงความมีเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ในตลาด

โดย Lakonishok et al. (1992) ได้ใช้ข้อมูลพอร์ตการลงทุนรายไตรมาสของกองทุนหุ้นในสหรัฐอเมริกา มาวัดพฤติกรรมแห่ตามกันโดยใช้ตัววัดที่สร้างขึ้น และยังทดสอบพฤติกรรมการซื้อขายตามแนวโน้มของกองทุนเหล่านั้นโดยพบว่า ในหุ้นขนาดเล็กมีหลักฐานสนับสนุนว่ามีพฤติกรรมแห่ตามกันเกิดขึ้นในการลงทุนของกองทุน และกองทุนมักใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (positive feedback trading) อย่างไรก็ตาม พฤติกรรมแห่ตามกันจะมีขนาดน้อยลงในหุ้นขนาดใหญ่ที่กองทุนเกือบทั้งหมดถืออยู่ในพอร์ต และไม่พบว่ามีหลักฐานชัดเจนเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงหลักทรัพย์ในพอร์ตการลงทุนของกองทุนกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในตลาด เว้นแต่ในหุ้นขนาดเล็กเพียงบางตัวเท่านั้นซึ่งมีความสัมพันธ์ในระยะสั้นภายในช่วงเวลา

ระหว่างไตรมาสที่เก็บข้อมูล จึงสรุปว่า เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันขึ้นเพียงเล็กน้อยในการลงทุนของกองทุน ซึ่งจะ
ไม่ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ไร้เสถียรภาพแต่อย่างใด ผลการวิจัยจึงสนับสนุนสมมติฐานที่ว่า กองทุนมีความหลากหลาย
หลายในกลยุทธ์การลงทุน ซึ่งจะหักล้างกันเองจนไม่เกิดผลกระทบต่อราคา แต่มีข้อสังเกตเพิ่มเติมว่า ข้อมูลที่ใช้
วิจัยนั้นเป็นข้อมูลรายไตรมาส ดังนั้นพฤติกรรมการลงทุนที่เกิดจากกลยุทธ์ระยะสั้น เช่นภายในระยะสัปดาห์ จะ
ไม่สามารถตรวจพบได้

อย่างไรก็ตาม เขาได้เสนอว่า พฤติกรรมแห่ตามกันไม่จำเป็นที่จะต้องทำให้ราคาหลักทรัพย์ไร้เสถียรภาพ
เสมอไป ถ้าหากกองทุนเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันขึ้น แต่การแห่ตามกันนี้ตั้งอยู่บนข้อมูลพื้นฐานของหลักทรัพย์ที่
ถูกต้อง ในกรณีนี้ การซื้อขายของกองทุนในทิศทางเดียวกันจำนวนมาก จะเป็นตัวช่วยให้ราคาหลักทรัพย์ปรับเข้า
หาระดับที่เหมาะสมได้อย่างรวดเร็ว และยังสามารถช่วยต้านทานการเปลี่ยนแปลงของราคาที่ไม่ดีเหตุผลมารอง
รับจากการซื้อขายของนักลงทุนทั่วไปด้วย ซึ่งเป็นเหตุผลสนับสนุนพฤติกรรมของกองทุนในมุมมองที่สองคือ
การลงทุนของกองทุนกลับช่วยให้ราคาหลักทรัพย์เคลื่อนไหวอย่างมีเสถียรภาพ ผู้สนับสนุนมุมมองนี้ให้เหตุผลว่า
กองทุนมีความสามารถในการรับข้อมูลที่หลากหลาย และมีความสามารถในการวิเคราะห์สูง รวมทั้งมีที่ปรึกษา
ทางการลงทุนที่ดี ดังนั้นการตัดสินใจซื้อขายของกองทุนจึงเป็นการตัดสินใจที่มีเหตุผลและตั้งอยู่บนข้อมูลจำนวน
มาก ซึ่งจะไม่ทำให้เกิดภาวะไร้เสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์แม้ว่าจะเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในหมู่กองทุนด้วย
กันเองก็ตาม

สำหรับการศึกษาในประเทศไทยนั้น ได้มีการศึกษามากพอสมควรเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกันของกอง
ทุนปิด โดย สรสิทธิ์ วรรณประเสริฐ (2000) ได้วัดระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันตามสมการที่ (1) โดยใช้ข้อมูล
การซื้อขายรายเดือนของกองทุนปิด ซึ่งผลการศึกษาที่ได้สรุปว่า เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในการซื้อขายหลัก
ทรัพย์ของกองทุนปิดอย่างชัดเจน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็ก แต่ไม่พบว่าพฤติ
กรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์ และพบว่า กองทุนปิดใช้กลยุทธ์
การลงทุนแบบตามตลาด (positive feedback trading) ในการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลักทรัพย์
ขนาดเล็ก ซึ่งเขาได้สรุปว่าสาเหตุที่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงเป็นเพราะในประเทศไทยมีบริษัทหลัก
ทรัพย์จัดการกองทุนรวมที่มีโครงการลงทุนจริงเพียง 8 บริษัท โดยแต่ละบริษัทดูแลกองทุนหลายกอง ดังนั้นข้อ
มูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์และการตัดสินใจซื้อขายก็จะมาจากฝ่ายวิเคราะห์และผู้จัดการกลุ่มเดียวกัน จึงมีแนวโน้มที่
จะเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันได้มาก ซึ่งผลการศึกษาที่ได้นั้นก็คล้ายกับผลของ นคร เหลืองรวงทอง (1999) โดย
นคร เหลืองรวงทอง ยังศึกษาในประเด็นเกี่ยวกับการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ก่อนและหลังการซื้อขายของกอง
ทุนปิด พบว่าบนหลักทรัพย์ที่กองทุนส่วนใหญ่ถืออยู่นั้นพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับ
เข้าสู่ราคาดุลยภาพได้เร็วขึ้นและไม่ทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงอย่างไร้เสถียรภาพ ยกเว้นแต่ในช่วงหลัง
เกิดวิกฤตเศรษฐกิจตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2540 ที่พฤติกรรมแห่ตามกันของกองทุนทำให้เกิดความตื่นตระหนก
ในตลาด จนราคาหลักทรัพย์ลดลงอย่างรุนแรงและทำให้เกิดการปรับตัวขึ้นอย่างชัดเจนในช่วงเวลาถัดมา

นอกจากการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกันของกองทุนปิดข้างต้นแล้ว Khamthavit (1996) ได้ศึกษา
พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนในประเทศไทยโดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 2538-2539 พบว่า นักลงทุน
ต่างประเทศจะซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้กลยุทธ์ตามตลาด ในขณะที่นักลงทุนในประเทศจะใช้กลยุทธ์สวนตลาด
และมีแนวโน้มว่านักลงทุนต่างประเทศรวมทั้งนักลงทุนสถาบันในประเทศจะทยอยซื้อขายหลักทรัพย์ที่ละส่วน ๆ
จนครบตามความต้องการเพื่อหลีกเลี่ยงไม่ให้เกิดผลกระทบต่อราคามากนัก และในประเด็นเกี่ยวกับการกระจาย
ข้อมูลพบว่า นักลงทุนต่างประเทศเป็นผู้นำข้อมูลใหม่เข้าสู่ตลาด ในขณะที่นักลงทุนในประเทศมักเป็นกลุ่มสุดท้าย

ท้ายที่ได้รับข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ โดยราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวซ้ำหลังได้รับข้อมูลใหม่มากพอที่จะทำให้ นักลงทุนสามารถคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ล่วงหน้าได้

2.3 งานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เนื่องจากการซื้อขายปริมาณมาก

2.3.1 สมมติฐานที่อธิบายถึงผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

จากงานวิจัยในอดีตพบว่า มีสมมติฐานต่าง ๆ เกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เนื่องจากรายการซื้อขายปริมาณมากดังต่อไปนี้

1. ผลกระทบต่อราคาเกิดขึ้นจากสภาพคล่องของหลักทรัพย์ (Liquidity hypothesis)

Holthausen, Leftwich และ Mayers (1990) ได้อธิบายว่า เมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมากขึ้น ปริมาณอุปสงค์ (กรณีขาย) และอุปทาน (กรณีซื้อ) ของหลักทรัพย์ในตลาดจะถูกกระทบมากกว่าปกติ ทำให้ราคาของหลักทรัพย์เกิดการเปลี่ยนแปลงไปจากดุลยภาพได้ ตัวอย่างเช่น ในการขายหลักทรัพย์คราวเดียวในปริมาณมาก ราคาจะปรับลดลงมาเพื่อดึงดูดให้ผู้ซื้ออื่นรับหลักทรัพย์ดังกล่าวไว้ ราคาที่ปรับลดลงมาดังกล่าวสะท้อนถึงต้นทุนในการหาและดึงดูดผู้ที่ต้องการรับซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งหากแนวคิดนี้เป็นจริงในตลาด ราคาหลักทรัพย์ควรจะปรับตัวเสร็จสิ้นภายในการซื้อขายรายการถัดไป เนื่องจากรายการซื้อขายปริมาณมากได้ผ่านไปแล้ว แต่ก็ยังได้เสนอว่า ในกรณีที่ผู้รับซื้อหลักทรัพย์ในรายการดังกล่าวไม่ต้องการที่จะเก็บหลักทรัพย์นั้นไว้ในพอร์ตของตัวเอง ผู้ซื้อจะทยอยขายหลักทรัพย์ออกมาในตลาด แต่จะขายออกมาในราคาที่สูงกว่าราคาที่เกิดจากรายการซื้อขายปริมาณมาก (ราคาที่เขารับซื้อไป) ดังนั้นราคาหลักทรัพย์อาจใช้เวลาปรับตัวนานขึ้นกว่าจะเข้าสู่ระดับราคาดุลยภาพ นอกจากนี้ Holthausen et al. (1990) ยังได้กล่าวว่า ผลกระทบต่อราคาจากรายการซื้อขายปริมาณมาก ควรจะมีขนาดใกล้เคียงกัน ไม่ว่าผู้ซื้อหรือผู้ขายจะเป็นฝ่ายเริ่มรายการ

จากสมมติฐานนี้จึงสามารถสรุปได้ว่าผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เนื่องจากการซื้อขายปริมาณมากจะเป็นผลกระทบแบบชั่วคราว โดยราคาจะปรับตัวกลับมาเมื่อเวลาผ่านไป ซึ่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และความเร็วในการปรับตัวจะมีความสัมพันธ์โดยตรงกับปริมาณหุ้นที่ซื้อขายในรายการซื้อขายปริมาณมากดังกล่าว

2. ผลกระทบต่อราคาเกิดขึ้นจากข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Information hypothesis)

จากทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Fama (1965) อ้างถึงใน Scholes (1972)) ซึ่งราคาหลักทรัพย์ทุกตัวในตลาดได้สะท้อนถึงข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่เกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้น ราคาหลักทรัพย์จะมีลักษณะการเคลื่อนไหวแบบสุ่ม (random walk) ถ้าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเกิดจากนักลงทุนรู้ข้อมูลใหม่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวทันทีเพื่อสะท้อนถึงมูลค่าคาดหวังของข้อมูลนั้น จากแนวคิดดังกล่าว เมื่อเกิดการขายหลักทรัพย์ในปริมาณมากขึ้น ราคาหลักทรัพย์ควรจะปรับตัวลดลง และเป็นการปรับตัวแบบถาวร ซึ่งการปรับตัวนี้ไม่ใช่การปรับตัวเพื่อดึงดูดให้เกิดผู้ซื้อหลักทรัพย์ปริมาณมากดังกล่าวเหมือนกับที่สมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่องได้กล่าวไว้ แต่การปรับตัวของราคาเกิดจากมูลค่าคาดหวังของข้อมูลได้ถูกรวมเข้ามาในราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ หากนำเอาสมมติฐานที่ว่าตลาดมีประสิทธิภาพมาร่วมพิจารณาด้วยแล้วจะพบว่า ผลกระทบต่อราคาเนื่องจากข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นควรจะมีขนาดเล็กกว่าผลกระทบเนื่องจากสภาพคล่องของหลักทรัพย์มาก เพราะในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้น นักลงทุนทุกคนในตลาดจะแข่งขันกันเพื่อหาข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ตลอดเวลา ทำให้มูลค่าคาดหวังของข้อมูลเหล่านี้จะค่อย ๆ ถูกรวมอยู่ในราคาหลักทรัพย์ผ่านทางารซื้อขายของนักลงทุนในตลาด จึง

เป็นไปได้ยากที่นักลงทุนคนใดคนหนึ่งในตลาดจะมีข้อมูลชิ้นหนึ่งที่มีมูลค่าคาดหวังสูง พอที่จะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างมากของราคาได้

นอกจากนี้ Scholes (1972) ยังได้กล่าวถึงข้อสังเกตของนักลงทุนในตลาดเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ คราวเดียวในปริมาณมากกว่ามีโอกาที่จะเป็นการซื้อขายเนื่องจากมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าของหลักทรัพย์ มากกว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในปริมาณที่น้อยกว่า โดยการซื้อขายในปริมาณน้อยมักเป็นเพียงการปรับพอร์ตการลงทุนของนักลงทุนในตลาดเท่านั้น ซึ่งไม่ได้เกิดจากข้อมูลใหม่เกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นแต่อย่างใด ดังนั้น การซื้อขายในปริมาณมากมักทำให้เกิดผลกระทบต่อราคาได้มากกว่าการซื้อขายในปริมาณที่น้อยกว่า เนื่องจากมูลค่าคาดหวังของข้อมูลที่ถูกรวมเข้าไปในราคาหลักทรัพย์สำหรับรายการซื้อขายปริมาณมากจะมีค่ามากกว่าเมื่อเทียบกับรายการซื้อขายปริมาณปกตินั่นเอง

จากแบบจำลองของ O'Hara (1987) (อ้างถึงใน Holthausen et al. (1990)) ได้บอกถึงความสัมพันธ์ของผลกระทบต่อราคาแบบถาวรกับปริมาณหลักทรัพย์ที่ซื้อขายว่า ผลกระทบต่อราคาแบบถาวรจะขึ้นอยู่กับปริมาณหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในรายการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งปริมาณหลักทรัพย์ที่ซื้อขายจะมีความสัมพันธ์กับข้อมูลที่นักลงทุนที่ตัดสินใจซื้อขายได้รับ และยิ่งขึ้นอยู่กับความน่าจะเป็นที่เหตุการณ์ตามข้อมูลที่ได้รับนั้นจะเกิดขึ้นจริงด้วย

อย่างไรก็ตาม Kyle (1985) (อ้างถึงใน Holthausen et al. (1990)) ได้สร้างแบบจำลองการตัดสินใจซื้อขายของนักลงทุนที่ได้รับข้อมูล (informed trader) และพบว่า นักลงทุนที่ได้รับข้อมูลมา จะไม่ซื้อขายหลักทรัพย์คราวเดียวในปริมาณมาก แต่จะค่อย ๆ ทำทีละน้อย เพื่อไม่ให้นักลงทุนอื่นในตลาดคิดสังเกตและรู้ว่าตัวเองมีข้อมูลพิเศษเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้น ซึ่งผลจากการกระทำเช่นนี้ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์กับปริมาณหลักทรัพย์ที่ซื้อขายแต่ละรายการนั้นไม่ปรากฏเด่นชัด

3. ผลกระทบต่อราคาเกิดขึ้นจากความสามารถในการทดแทนกันของหลักทรัพย์ในตลาด (Substitution hypothesis)

Scholes (1972) อธิบายเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงในตลาดว่า เป็นสินทรัพย์ที่จะให้ผลตอบแทนในขนาดกับผู้ลงทุน ซึ่งผู้ลงทุนสามารถเลือกซื้อสินทรัพย์หลายตัวประกอบกันเพื่อให้ได้พอร์ตการลงทุนที่ต้องการ นอกจากนี้ยังมองตลาดของสินทรัพย์และพอร์ตการลงทุนของนักลงทุนว่าประกอบไปด้วยสินทรัพย์เสี่ยงหลายตัวจากหลากหลายอุตสาหกรรม ปริมาณสินทรัพย์เสี่ยงตัวหนึ่งที่ซื้อขายกันอยู่จะมีสัดส่วนน้อยมากเมื่อเทียบกับขนาดของตลาดทั้งหมด ทำให้เส้นอุปสงค์ของสินทรัพย์เสี่ยงดังกล่าวมีลักษณะแบนราบ ตลาดจะกำหนดราคาของสินทรัพย์เหล่านี้โดยให้อัตราผลตอบแทนคาดหวังเท่ากันจากการลงทุนในทุกสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเท่ากัน สินทรัพย์ทุกตัวในตลาดจึงสามารถทดแทนกันได้ ถ้าหากราคาของสินทรัพย์ใดผิดไปจากหลักการดังกล่าว จะเกิดโอกาสในการทำกำไรมากกว่าปกติขึ้น ซึ่งจะถูกลำจัดไปอย่างรวดเร็วจากการทำ arbitrage ทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในปริมาณมากไม่มีผลกระทบใด ๆ กับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากไม่ทำให้ความเสี่ยงบนหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง แต่ยังสามารถเพิ่มเติมว่า บางครั้งที่ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปหลังจากการออกหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดทำให้ระดับอุปทานของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น นั่น เพราะว่าการออกหลักทรัพย์ใหม่ทำให้ความเสี่ยงของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์เปลี่ยนไปนั่นเอง เช่น ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทอาจลดลงเนื่องจากหลักทรัพย์ที่ออกใหม่เป็นต้น

ตามสมมุติฐานนี้ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ในตลาดจะปรับตัวเพื่อสะท้อนความเสี่ยงบนหลักทรัพย์นั้น อยู่ตลอดเวลา การปรับตัวของราคาจึงเป็นการปรับตัวแบบถาวร การวอกกลับของราคาในทิศทางตรงกันข้ามใน

เวลาต่อมาที่อาจถูกตีความเป็นการปรับตัวแบบชั่วคราวนั้น ก็เป็นเพียงการปรับตัวครั้งใหม่เพื่อสะท้อนถึงความเสถียรที่เปลี่ยนไปอีกครั้งหนึ่งของหลักทรัพย์นั่นเอง

อย่างไรก็ตาม Shleifer (1986) ได้ทดสอบลักษณะเส้นอุปสงค์ของหลักทรัพย์ โดยศึกษาจากเหตุการณ์ที่หลักทรัพย์บางตัวถูกจัดเข้าอยู่ในดัชนี S&P 500 ซึ่งคาดว่าในช่วงแรกที่ถูกจัดเข้าไป จะมีอุปสงค์เพิ่มขึ้นมากจากกองทุนที่ลงทุนตามดัชนี (Index fund) ผลการศึกษาพบว่า ในวันแรกที่หลักทรัพย์ถูกจัดเข้าในดัชนี S&P 500 ราคาหลักทรัพย์เหล่านั้นได้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นหลักฐานยืนยันถึงว่าหลักทรัพย์ในตลาดไม่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ เส้นอุปสงค์ของหลักทรัพย์แต่ละตัวจึงไม่มีลักษณะแบนราบ แต่กลับมีความชันเป็นลบ ซึ่งทำให้เกิดผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เนื่องจากอุปสงค์และอุปทานที่เปลี่ยนแปลงไป

2.3.2 ผลการศึกษาในอดีตเกี่ยวกับผลกระทบของการซื้อขายปริมาณมากต่อราคาหลักทรัพย์

Holthausen, Leftwich และ Mayers (1990) ได้ศึกษาถึงผลกระทบของการซื้อขายปริมาณมากต่อราคาหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายระหว่างวัน และศึกษาในสองประเด็นเกี่ยวกับความเร็วในการปรับตัวของราคา และขนาดของผลกระทบต่อราคา พบว่าความเร็วในการปรับตัวของราคาในกรณีรายการซื้อขายที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเสร็จสิ้นภายใน 3 รายการซื้อขาย โดยการปรับตัวเกือบทั้งหมดเกิดขึ้นในรายการซื้อขายแรกถัดจากรายการซื้อขายปริมาณมาก ในขณะที่รายการซื้อขายที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่มก่อนนั้น การปรับตัวของราคาทั้งหมดเกิดขึ้นในการซื้อขายรายการถัดมา

การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาของ Holthausen et al. (1990) จะใช้วิธีที่แตกต่างจากการศึกษาในอดีตเล็กน้อย กล่าวคือ ใช้ราคา ณ รายการที่ 3 หลังเกิดรายการซื้อขายปริมาณมากเป็นราคาเมื่อการปรับตัวเสร็จสิ้น ในขณะที่การศึกษาในอดีตนั้นจะถือว่าราคาปิดเมื่อสิ้นวันที่เกิดรายการซื้อขายปริมาณมากเป็นราคาเมื่อการปรับตัวเสร็จสิ้น ซึ่งเขาได้ให้เหตุผลว่า การใช้ราคาปิดไม่เหมาะสมต่อการวัดผลกระทบต่อราคา เนื่องจาก เกิดผลตอบแทนที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญในช่วงท้ายของการซื้อขายแต่ละวัน การใช้ราคาปิดจะทำให้การคำนวณผลกระทบต่อราคาคลาดเคลื่อนไปได้ โดยผลการวิจัยพบว่า ในกรณีของการขายปริมาณมาก จะเกิดทั้งผลกระทบต่อราคาทั้งแบบชั่วคราวและถาวร แต่ผลกระทบของราคาแบบชั่วคราวจะมีขนาดเล็กกว่ามาก และผลกระทบต่อราคาทั้งสองแบบนี้มีความสัมพันธ์โดยตรงกับปริมาณหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในรายการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งไม่เหมือนกับผลการศึกษาของ Holthausen, Leftwich และ Mayers (1987) ที่พบว่าผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวมีขนาดใหญ่กว่าผลกระทบแบบถาวร และขัดแย้งกับการศึกษาของ Ball และ Finn (1983) (อ้างอิงใน Holthausen et al. (1990)) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ใด ๆ ระหว่างปริมาณการซื้อขายกับผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราว

นอกจากนี้ สำหรับรายการซื้อขายที่มีผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่มกลับไม่พบผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราว การปรับตัวของราคาทั้งหมดเป็นผลกระทบแบบถาวรซึ่งมีความสัมพันธ์โดยตรงกับปริมาณหลักทรัพย์ในคำสั่งซื้อขายปริมาณมาก เช่นเดียวกับกรณีที่เริ่มโดยผู้ขาย ซึ่งเขาได้ให้เหตุผลว่า การซื้อหลักทรัพย์ใด ๆ เป็นจำนวนมากในคราวเดียว มักเกิดจากการได้รับข่าวสารเกี่ยวกับการรวมกิจการ (takeover) ของบริษัท ซึ่งเป็นผลให้นักลงทุนในตลาดมีแต่เสนอราคาเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ ยิ่งกว่านั้น เหตุการณ์ดังกล่าวมักเกิดกับตลาดขาขึ้นเท่านั้น ซึ่งสภาพตลาดที่ดีโดยรวมจะช่วยลดการปรับตัวของราคาได้ส่วนหนึ่ง แต่เมื่อเทียบผลกระทบต่อราคาระหว่างการซื้อขายปริมาณมาก กับรายการซื้อขายปกติ (100 หุ้น) สำหรับกรณีที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่ม กลับพบว่า ผลกระทบต่อราคาที่เกิดจากการซื้อขายปกติมีมากกว่าผลกระทบต่อราคาจากรายการซื้อขายปริมาณมาก โดยผลที่ได้ในกรณีนี้เหมือนกับการศึกษาของ Holthausen et al. (1987)

Holthausen et al. (1987) ได้ศึกษาผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมากโดยกำหนดวิธีในการเลือกตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากไว้ 3 วิธี คือ 1. รายการซื้อขายที่มีร้อยละของปริมาณหุ้นมากที่สุดเทียบกับปริมาณหุ้นทั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาด 2. รายการซื้อขายที่มีปริมาณหุ้นมากที่สุดเปรียบเทียบกับปริมาณการซื้อขายปกติ (ปริมาณการซื้อขายปกติคือค่ามัธยฐานของปริมาณหุ้นในแต่ละรายการซื้อขายในช่วงเวลา 21 วันทำการก่อนหน้า) และ 3. รายการซื้อขายที่มีมูลค่าการซื้อขาย (ดอลลาร์) มากที่สุด โดยได้เลือกตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากด้วยวิธีทั้ง 3 วิธีข้างต้นทั้งการซื้อและขายปริมาณมากที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่มและผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม จากนั้นได้วัดผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวและถาวร โดยใช้ราคาปิด ณ วันที่เกิดรายการซื้อขายปริมาณมากเป็นราคาที่ใช้ปรับแก้ และได้ทดลองหาสมการถดถอยระหว่างผลตอบแทนแบบต่าง ๆ กับปัจจัยที่คาดว่า จะมีความสัมพันธ์กัน ได้แก่ ปริมาณหุ้นในคำสั่งซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งวัดโดย 3 วิธีข้างต้น, ส่วนกลับของราคาที่เกิดรายการซื้อขายปริมาณมากซึ่งใช้เป็นตัวแทนขนาดของช่วงราคาเสนอซื้อขาย (bid-ask spread) และจำนวนชั่วโมงตั้งแต่เกิดรายการซื้อขายปริมาณมากจนถึงเวลาปิดการซื้อขาย ซึ่งเขาได้ให้เหตุผลว่า หากรายการซื้อขายเกิดในช่วงท้าย ราคาอาจปรับตัวได้ไม่เต็มที่ หรือในช่วงเวลาต่างกันของวัน จำนวนอุปสงค์อุปทานของหลักทรัพย์ในตลาดอาจแตกต่างกันได้ ซึ่งจะส่งผลให้ผลกระทบแบบชั่วคราวมีขนาดต่างกันแม้ว่าปริมาณหุ้นที่ซื้อขายจะเหมือนกัน ตามหลักของสมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่อง

ผลที่ได้พบว่า ผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวสำหรับรายการที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่มจะมีความสัมพันธ์กับปริมาณหุ้นในรายการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งวัดโดยวิธีร้อยละของปริมาณหุ้นจดทะเบียนและปริมาณหุ้นเทียบกับปริมาณซื้อขายปกติ ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสนับสนุนสมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ในขณะที่ไม่เกิดผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวในกรณีที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่ม ส่วนผลกระทบต่อราคาแบบถาวรนั้นปรากฏชัดในกรณีที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่ม และสามารถอธิบายได้ด้วยปริมาณหุ้นในคำสั่งซื้อขายปริมาณมาก และมีขนาดเล็กมากในกรณีที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม

นอกจากนี้ยังไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างช่วงเวลาที่เกิดรายการซื้อขายปริมาณมากกับผลกระทบต่อราคาทั้งสองแบบ และส่วนกลับของราคาสามารถอธิบายผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวในกรณีที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม และอธิบายผลกระทบต่อราคาแบบถาวรในกรณีที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่มได้

Dann, Mayers และ Raab (1977) ได้ทดลองสร้างกฎการซื้อขาย (Trading rule) เมื่อเกิดรายการซื้อขายปริมาณมากขึ้น โดยจะซื้อหลักทรัพย์ทันที ณ ราคาที่เกิดการขายในปริมาณมาก หากราคาคงต่ำกว่าราคาเปิดของวันอย่างน้อย 4.56% และ 5.23% จากนั้นจะถือหลักทรัพย์ไว้แล้วขายที่ราคาปิดในวันนั้น เนื่องจากเชื่อว่า ราคาหลักทรัพย์จะมีการปรับตัวขึ้นหลังจากเกิดการขายหลักทรัพย์ปริมาณมาก โดยพบว่าการซื้อขายด้วยกฎดังกล่าวสามารถสร้างผลตอบแทนมากกว่าปกติได้ แต่ผลตอบแทนดังกล่าวจะลดลงอย่างรวดเร็วหากชะลอการซื้อออกไป หลังจากเกิดการขายหลักทรัพย์ปริมาณมาก จนไม่สามารถสร้างผลตอบแทนได้หากชะลอการซื้อหลักทรัพย์ออกไปมากกว่า 5 นาที และผลตอบแทนดังกล่าวจะมีค่าใกล้เคียงกันหากชะลอการซื้อออกไปเกินกว่า 15 นาที จึงสรุปว่าราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวเสร็จสิ้นภายใน 15 นาที ซึ่งผลการทดลองดังกล่าวสนับสนุนแนวความคิดเกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาเนื่องจากสภาพคล่อง กล่าวคือ การขายหลักทรัพย์ในปริมาณมากจะต้องลดราคาขายให้ต่ำลงเพื่อดึงดูดผู้ซื้อในตลาด โดยหลังจากการขายดังกล่าวผ่านไปแล้วทำให้ปริมาณอุปทานในตลาดกลับสู่ภาวะปกติ ราคาหลักทรัพย์จึงปรับตัวตามในที่สุด ซึ่งหากผลกระทบต่อราคาดังกล่าวเป็นผลกระทบแบบถาวร กฎชุดดังกล่าวจะไม่สามารถทำได้

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 แหล่งข้อมูล

ข้อมูลรายการตกลงซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างวัน (intraday transactions) ซึ่งมีข้อมูลสำคัญ ๆ ประกอบด้วย เวลาที่ส่งคำสั่งซื้อ, เวลาที่ส่งคำสั่งขาย, เวลาที่เกิดการซื้อขาย, ชื่อหลักทรัพย์, ปริมาณการซื้อขาย และราคาที่ตกลงซื้อขาย สำหรับหลักทรัพย์จำนวน 96 หลักทรัพย์ (ดูรายละเอียดได้ในภาคผนวก) ระหว่างปี พ.ศ.2539 – 2541 จากระบบซื้อขายหลักทรัพย์อัตโนมัติ (ASSET) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.2 วิธีดำเนินการวิจัย

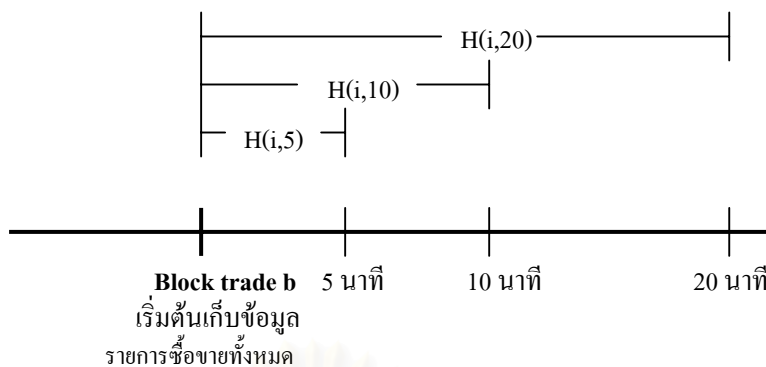
3.2.1 เกณฑ์การเลือกตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมาก

เนื่องจากในแต่ละหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายที่เรียกว่ามากนั้นสามารถแตกต่างกันได้เนื่องจากแต่ละหลักทรัพย์มีปริมาณหุ้นที่หมุนเวียน และราคาที่แตกต่างกัน จึงทำให้ไม่สามารถระบุตายตัวไปได้ว่ารายการซื้อขายที่มีจำนวนหุ้นซื้อขายตั้งแต่กี่หุ้นเป็นต้นไปจึงจะเป็นการซื้อขายปริมาณมาก ดังนั้นในงานวิจัยนี้จะใช้วิธีเลือกตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากโดยเลือกจาก 100 ลำดับรายการซื้อขายที่มีปริมาณหุ้น (volume) มากที่สุดของแต่ละหลักทรัพย์ ในแต่ละทิศทางของการซื้อขาย ได้แก่ การซื้อปริมาณมาก (buyer-initiated blocks) และการขายปริมาณมาก (seller-initiated blocks) นอกจากนี้ เพื่อให้ตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากกระจายตัวสม่ำเสมอตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา จึงกำหนดว่าจะเลือกตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากเพียง 1 ตัวอย่างต่อ 1 หลักทรัพย์ใน 1 วันทำการ แม้ว่าในวันทำการนั้นจะมีรายการซื้อขายที่จัดอยู่ในรายการซื้อขายปริมาณมากหลายรายการก็ตาม โดยจะเลือกรายการที่มีขนาดใหญ่ที่สุดของวันไว้เท่านั้น ยกเว้นแต่ในกรณีที่มีรายการขนาดใหญ่ที่สุดหลายรายการภายในวันเดียว ซึ่งในกรณีนี้จะเลือกมาเป็นตัวอย่างทั้งหมด โดยค่าสถิติที่สำคัญ (descriptive statistics) ของตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากแสดงไว้ในตารางที่ 3.1

นอกจากนั้น แม้ข้อมูลที่นำมาใช้ในการวิจัยจะไม่ได้ระบุทิศทางอย่างชัดเจนว่า รายการซื้อขายใดเป็นการเคาะซื้อหรือเคาะขาย แต่ก็สามารถหาได้โดยพิจารณาจากเวลาที่คำสั่งซื้อและขายที่ถูกจับคู่ในแต่ละรายการซื้อขาย ซึ่งถ้าหากคำสั่งซื้อส่งมาหลังคำสั่งขายแสดงว่าเป็นรายการเคาะซื้อ แต่ถ้าคำสั่งขายส่งมาหลังคำสั่งซื้อแสดงว่าเป็นรายการเคาะขาย

3.2.2 การศึกษาพฤติกรรมແຫ່ตามกันที่เกิดขึ้นหลังจกการซื้อขายปริมาณมาก

ในส่วนนี้จะกำหนดช่วงเวลาการศึกษาพฤติกรรมແຫ່ตามกันเป็น 3 ช่วง ดังรูปที่ 3.1 คือ 5, 10 และ 20 นาที หลังจกเกิดการซื้อขายปริมาณมากในแต่ละทิศทาง ซึ่งเลือกโดยวิธีที่ได้กล่าวไปแล้วในหัวข้อ 3.2.1 ซึ่งการเลือกช่วงเวลาเพื่อศึกษาพฤติกรรมແຫ່ตามกันถึง 3 ช่วง ก็เพื่อที่จะดูการปรับตัวของระดับพฤติกรรมແຫ່ตามกันในตลาดว่ามีแนวโน้มเป็นอย่างไรเมื่อเวลาผ่านไป โดยมีขั้นตอนต่อไปนี้



รูปที่ 3.1 การวัดพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงเวลาต่าง ๆ

1. เก็บข้อมูลการซื้อขายทุกรายการที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ต้องการวัดระดับพฤติกรรมแห่ตามกันบนตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากที่สุดที่เลือกไว้ จากนั้นจึงวัดระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันโดยใช้ค่าสถิติจากงานวิจัยของ Lakonishok et al. (1992) คือ³

$$H(i,t) = \left| \frac{B(i,t)}{B(i,t) + S(i,t)} - p(t) \right| - AF(i,t) \quad (1)$$

แต่มีการปรับเปลี่ยนความหมายของตัวแปรในสมการเล็กน้อย ดังต่อไปนี้

$H(i,t)$ คือ ขนาดของพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นในช่วงเวลา t บนตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากที่สุดที่ i

$B(i,t)$ คือ จำนวนรายการที่เป็นการเคาะซื้อในช่วงเวลา t บนตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากที่สุดที่ i

$S(i,t)$ คือ จำนวนรายการที่เป็นการเคาะขายในช่วงเวลา t บนตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากที่สุดที่ i

$p(t)$ คือ ค่าเฉลี่ยของ $\frac{B(i,t)}{B(i,t) + S(i,t)}$ ได้มาจากสัดส่วนของจำนวนรายการที่เป็นการเคาะซื้อบนหลักทรัพย์ทุกตัวที่มีการซื้อขายอยู่ในช่วงเวลา t

$AF(i,t)$ คือ ค่าของ $E\left(\left| \frac{B(i,t)}{B(i,t) + S(i,t)} - p(t) \right| \right)$ ภายใต้สมมติฐานว่าไม่มีพฤติกรรมแห่ตามกันเกิดขึ้น

ซึ่งจะทำให้โอกาสที่จะเกิดรายการซื้อขายที่เป็น เคาะซื้อ มีการกระจายแบบทวินามที่มีความน่าจะเป็นที่จะเคาะซื้อเท่ากับ $p(t)$

² เลือกตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากที่สุดตามวิธีในหัวข้อ 3.2.1 และตัดตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากที่สุดที่มีการซื้อขายน้อยกว่า 3 รายการซื้อขายภายในช่วงเวลาที่ต้องการวัดพฤติกรรมแห่ตามกันออก เนื่องจากการซื้อขายที่น้อยเกินไปถึงแม้ว่าจะมีค่า $H(i,t)$ ที่สูง แต่เมื่อมองเป็นจำนวนนักลงทุนแล้วก็ไม่อาจกล่าวได้ว่าเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันได้

³ ดูตัวอย่างการคำนวณค่า $H(i,t)$ อย่างละเอียดได้ใน นคร เหลืองรวงทอง (1999)

ตารางที่ 3.1
ค่าสถิติที่สำคัญของตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมาก

ตารางข้างล่างแสดงค่าสถิติที่สำคัญของตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมาก ที่เลือกตามวิธีที่กำหนดไว้ในหัวข้อ 3.2.1 แล้วตัดตัวอย่างที่มีการซื้อขายต่ำกว่า 3 รายการภายใน 20 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากออกไป ซึ่งตัวอย่างทั้งหมดที่แสดงในตารางจะใช้ในการศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงเวลา 20 นาที ตลอดจนการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในหัวข้อ 3.2.3 อย่างไรก็ตาม ในการศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงเวลา 5 และ 10 นาที กับการศึกษาการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์นั้น จะต้องตัดตัวอย่างบางส่วนออกอีก ซึ่งรายละเอียดในการคัดเลือกตัวอย่างเพิ่มเติมได้กล่าวไว้แล้วในหัวข้อ 3.2.2 และ 3.2.3

ค่าทางสถิติ	ตัวแปร										
	ราคาที่เกิด ปริมาณหุ้น (Volume)	มูลค่าการ การซื้อขาย ปริมาณมาก (บาท)	มูลค่าการ ซื้อขาย ปริมาณมาก (ล้านบาท)	ปริมาณหุ้น ต่อปริมาณ หุ้นจดทะเบียน	จำนวนรายการซื้อขายหลังเกิดการ ซื้อขายปริมาณมาก			ปริมาณหุ้นซื้อขาย (Volume) หลังเกิด การซื้อขายปริมาณมาก			
					5 นาที	10 นาที	20 นาที	5 นาที	10 นาที	20 นาที	
ก. การซื้อปริมาณมาก											
- วอร์เรน											
ค่าเฉลี่ย	160,243	10.46	1.239	0.3606	19.10	29.00	44.14	308,925	474,338	722,786	
ค่ามัธยฐาน	100,000	5.80	0.563	0.2857	12.00	19.00	28.00	98,150	157,050	243,750	
ค่าต่ำสุด	20,000	1.00	0.041	0.0667	0.00	0.00	3.00	0	0	1,500	
ค่าสูงสุด	2,000,000	120.00	24.250	5.2932	178.00	271.00	476.00	8,317,600	14,493,600	24,577,300	
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	213,564	12.46	2.096	0.3042	21.35	30.93	46.46	782,701	1,259,220	2,097,342	
จำนวนตัวอย่าง	1,194	1,194	1,194	1,194	1,194	1,194	1,194	1,194	1,194	1,194	
- หุ้นสามัญ											
ค่าเฉลี่ย	221,469	64.30	4.199	0.0588	20.44	30.58	47.26	459,836	648,014	953,303	
ค่ามัธยฐาน	100,000	18.25	2.526	0.0274	11.00	17.00	27.00	71,800	116,300	187,200	
ค่าต่ำสุด	7,000	1.00	0.038	0.0021	0.00	0.00	3.00	0	0	1,000	
ค่าสูงสุด	1,000,000	1336.00	85.600	1.5373	232.00	300.00	423.00	11,229,100	14,498,100	20,267,500	
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	284,904	115.44	5.924	0.0932	25.49	36.73	54.40	1,068,237	1,441,611	2,015,029	
จำนวนตัวอย่าง	5,007	5,007	5,007	5,007	5,007	5,007	5,007	5,007	5,007	5,007	
- ตัวอย่างรวม											
ค่าเฉลี่ย	209,680	53.93	3.629	0.1169	20.18	30.28	46.66	430,778	614,573	908,917	
ค่ามัธยฐาน	100,000	14.75	1.880	0.0385	11.00	17.00	27.00	78,000	125,000	201,000	
ค่าต่ำสุด	7,000	1.00	0.038	0.0021	0.00	0.00	3.00	0	0	1,000	
ค่าสูงสุด	2,000,000	1336.00	85.600	5.2932	232.00	300.00	476.00	11,229,100	14,498,100	24,577,300	
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	273,674	106.02	5.526	0.1974	24.75	35.69	52.98	1,021,172	1,409,897	2,032,998	
จำนวนตัวอย่าง	6,201	6,201	6,201	6,201	6,201	6,201	6,201	6,201	6,201	6,201	

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3.1 (ต่อ)
ค่าสถิติที่สำคัญของตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมาก

ค่าทางสถิติ	ตัวแปร									
	ราคาที่เกิด			ปริมาณหุ้น ต่อปริมาณ หุ้นจดทะเบียน	จำนวนรายการซื้อขายหลังเกิดการ ซื้อขายปริมาณมาก			ปริมาณหุ้นซื้อขาย (Volume) หลังเกิด การซื้อขายปริมาณมาก		
	ปริมาณหุ้น (Volume)	การซื้อขาย ปริมาณมาก (บาท)	มูลค่าการ ซื้อขาย ปริมาณมาก (ล้านบาท)		5 นาที	10 นาที	20 นาที	5 นาที	10 นาที	20 นาที
ข. การขายปริมาณมาก										
- วอร์เรนท์										
ค่าเฉลี่ย	159,831	9.84	1.135	0.3432	10.35	17.70	30.05	201,514	281,903	407,600
ค่ามัธยฐาน	100,000	5.60	0.554	0.2920	5.00	9.00	16.00	42,000	78,000	130,900
ค่าต่ำสุด	20,000	1.00	0.039	0.1111	0.00	0.00	3.00	0	0	1,000
ค่าสูงสุด	1,315,500	114.00	27.500	1.8840	163.00	285.00	410.00	10,009,500	13,284,800	13,444,000
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	201,470	11.25	1.946	0.2106	14.24	25.47	42.28	732,386	881,859	1,031,936
จำนวนตัวอย่าง	1,110	1,110	1,110	1,110	1,110	1,110	1,110	1,110	1,110	1,110
- หุ้นสามัญ										
ค่าเฉลี่ย	224,887	63.89	4.689	0.0563	13.14	21.09	34.75	291,275	442,888	662,749
ค่ามัธยฐาน	100,000	18.00	2.500	0.0286	7.00	11.00	19.00	44,350	72,800	124,350
ค่าต่ำสุด	7,500	1.00	0.036	0.0023	0.00	0.00	3.00	0	0	1,000
ค่าสูงสุด	1,000,000	1324.00	149,000	0.8656	252.00	355.00	529.00	13,022,900	25,739,900	25,789,900
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	276,062	112.59	7.121	0.0710	19.50	30.21	47.60	852,052	1,403,194	1,751,416
จำนวนตัวอย่าง	4,850	4,850	4,850	4,850	4,850	4,850	4,850	4,850	4,850	4,850
- ตัวอย่างรวม										
ค่าเฉลี่ย	212,771	53.82	4.027	0.1097	12.62	20.46	33.88	274,558	412,906	615,230
ค่ามัธยฐาน	100,000	14.50	1.892	0.0414	7.00	11.00	19.00	43,600	73,450	126,200
ค่าต่ำสุด	7,500	1.00	0.036	0.0023	0.00	0.00	3.00	0	0	1,000
ค่าสูงสุด	1,315,500	1324.00	149,000	1.8840	252.00	355.00	529.00	13,022,900	25,739,900	25,789,900
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	264,971	103.84	6.624	0.1576	18.66	29.41	46.69	831,749	1,323,196	1,644,422
จำนวนตัวอย่าง	5,960	5,960	5,960	5,960	5,960	5,960	5,960	5,960	5,960	5,960

เนื่องจากข้อมูลการซื้อขายที่มีอยู่นั้น ไม่สามารถบอกได้ว่า รายการซื้อขายที่เกิดขึ้นมาจากนักลงทุนคนใด ดังนั้น เพื่อให้สามารถใช้สมการข้างต้นวัดขนาดของพฤติกรรมแห่ตามกันได้ จึงต้องเพิ่มข้อสมมติในการวิจัยว่า รายการซื้อขายที่เกิดขึ้นหลังจากเกิดการซื้อขายปริมาณมากบนหลักทรัพย์ตัวหนึ่งนั้น ไม่มี 2 รายการใด ๆ ที่เป็นการซื้อขายจากนักลงทุนคนเดียวกัน ดังนั้นเพื่อให้ข้อสมมติดังกล่าวไม่ผิดไปจากความเป็นจริงมากนัก จึงกำหนดเวลาที่ใช้ศึกษาค่อนข้างสั้น คือไม่เกิน 20 นาที ดังที่ได้กล่าวไปแล้ว ซึ่งการวัดระดับพฤติกรรมแห่ตามกันโดยใช้สมการที่ (1) นั้น ระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันที่วัดได้จะเป็นระดับพฤติกรรมแห่ตามกันที่ไม่ได้แยกทิศทางของการแห่ตามกันว่าเป็นการแห่ซื้อ หรือการแห่ขาย ดังนั้นเพื่อให้สามารถเห็นรายละเอียดได้ชัดเจนขึ้น จึงแยกกลุ่มตัวอย่างสำหรับวัดพฤติกรรมแห่ตามกันออกเป็น 2 กลุ่มย่อยคือ กลุ่มที่เกิดพฤติกรรมแห่ซื้อ และกลุ่มที่เกิดพฤติกรรมแห่ขาย โดยมีเกณฑ์ที่ใช้แยกกลุ่มตัวอย่างคือ กลุ่มตัวอย่างที่มีค่า $\frac{B(i,t)}{B(i,t)+S(i,t)} \geq p(t)$ จะถูกจัดอยู่ในกลุ่มที่เกิดพฤติกรรมแห่ซื้อ และกลุ่มตัวอย่างที่มีค่า $\frac{B(i,t)}{B(i,t)+S(i,t)} < p(t)$ ถือว่าเป็นกลุ่มที่เกิดพฤติกรรมแห่ขาย ดังนั้น เพื่อความสะดวกในการอ้างอิง จะกำหนดตัวแปรที่แทนระดับพฤติกรรมแห่ซื้อเป็น BH แทนระดับพฤติกรรมแห่ขายเป็น SH และแทนระดับพฤติกรรมแห่ตามกันรวมเป็น AH

จากนั้นทดสอบสมมติฐาน

$$H_0 : BH(i,t), SH(i,t), AH(i,t) = 0 \quad (2)$$

เมื่อ t มีค่าเป็น 5, 10 และ 20 นาที สำหรับแต่ละทิศทางของการซื้อขายปริมาณมาก หากปฏิเสธสมมติฐานดังกล่าวแสดงว่าเกิดพฤติกรรมแห่ตามกัน

เพื่อทดสอบว่าทิศทางของพฤติกรรมแห่ตามกันจะเป็นไปในทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมากที่เกิดขึ้นก่อนหน้าหรือไม่สำหรับแต่ละช่วงเวลาในแต่ละทิศทางการซื้อขาย จะหาความน่าจะเป็นที่จะเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางเดียวกันกับการซื้อขายปริมาณมาก (q) โดยที่

$q =$ สัดส่วนระหว่างจำนวนตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมากกับจำนวนตัวอย่างทั้งหมด

โดยคาดหวังว่าค่า q จะมากกว่า 0.5 ซึ่งหมายความว่าทิศทางของการซื้อขายปริมาณมากจะส่งผลให้เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางเดียวกัน ทั้งกรณีการซื้อปริมาณมากและขายปริมาณมาก

สำหรับการศึกษาว่าสภาพคล่องมีผลต่อทิศทางและระดับพฤติกรรมแห่ตามกันหรือไม่ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ทดสอบจะถูกแบ่งออกเป็น 5 กลุ่มย่อยที่มีจำนวนตัวอย่างเท่า ๆ กันตามระดับของสภาพคล่องที่เกิดขึ้นหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งจะวัดโดยใช้จำนวนรายการซื้อขาย (transaction) เรียงจากน้อยไปหามาก โดยในแต่ละกลุ่มตัวอย่างจะวัดระดับพฤติกรรมแห่ตามกันในแต่ละทิศทางและค่า q โดยใช้วิธีการเดียวกับการทดสอบบนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

2. แม้ว่าการวัดระดับพฤติกรรมแห่ตามกันจะสะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนที่ตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ในแต่ละทิศทางมีจำนวนเท่าไร แต่การวัดข้างต้นยังคงมองข้ามปริมาณการซื้อขายของนักลงทุนแต่ละคนซึ่งเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์โดยตรง ดังนั้น เพื่อให้เห็นถึงรายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับปริมาณการซื้อขายในแต่ละทิศทางที่เกิดขึ้นหลังการซื้อขายปริมาณมาก จึงจะศึกษาเพิ่มเติมดังต่อไปนี้

2.1 หาระดับความไม่สมดุลของปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้นหลังการซื้อขายปริมาณมาก โดยยังคงใช้ช่วงเวลา 5, 10 และ 20 นาทีเหมือนกับการวัดพฤติกรรมแห่ตามกัน โดยแบ่งตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่มย่อยตามทิศทางของพฤติกรรมแห่ตามกันและในแต่ละทิศทางก็จะแบ่งตัวอย่างตามระดับพฤติกรรมแห่ตามกันอีก 4 กลุ่มย่อย⁴ ได้แก่ แห่ตามกันมากที่สุด ซึ่งมีค่าระดับพฤติกรรมแห่ตามกันมากกว่า 0.30, แห่ตามกันมาก มีระดับพฤติกรรมแห่ตามกันระหว่าง 0.15-0.30, แห่ตามกันปานกลาง มีระดับพฤติกรรมแห่ตามกันระหว่าง 0.05-0.15 และแห่ตามกันน้อยซึ่งจะมีระดับพฤติกรรมแห่ตามกันน้อยกว่า 0.05 โดยในแต่ละกลุ่มตัวอย่างจะวัดระดับความไม่สมดุลของปริมาณการซื้อขายโดยใช้สมการ

$$I(i, t) = \frac{Volbuy(i, t) - Volsell(i, t)}{Volbuy(i, t) + Volsell(i, t)} \quad (3)$$

โดย $Volbuy(i, t)$ คือปริมาณหุ้นที่ซื้อขายในทิศทางเคาะซื้อในช่วงเวลา t หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากตัวอย่างที่ i และ $Volsell(i, t)$ คือปริมาณหุ้นที่ซื้อขายในทิศทางเคาะขายในช่วงเวลา t หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากตัวอย่างที่ i

ค่าของ $I(i, t)$ จะมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 โดยในกรณีที่การซื้อขายในช่วงเวลา t หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากที่ i เกิดขึ้นในทิศทางเคาะซื้อทั้งหมด $I(i, t)$ จะมีค่าเป็น 1 ในทางตรงข้าม หากการซื้อขายในช่วงเวลา t หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากที่ i เกิดขึ้นในทิศทางเคาะขายทั้งหมด $I(i, t)$ จะมีค่าเป็น -1 และหากปริมาณการซื้อขายเกิดขึ้นเท่า ๆ กันระหว่างการเคาะซื้อและเคาะขายจะมีค่าเป็น 0

2.2 หาขนาดเฉลี่ยของการเคาะซื้อและเคาะขาย 1 รายการที่เกิดขึ้นหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากโดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างและกำหนดช่วงเวลาในลักษณะเดียวกับข้อ 2.1 เพื่อศึกษาว่าโดยเฉลี่ยแล้วนักลงทุนรายใหญ่และรายย่อยตัดสินใจลงทุนในแต่ละทิศทางพอ ๆ กันหรือไม่ อย่างไรก็ตาม การวัดขนาดการซื้อขายโดยใช้ปริมาณหุ้นอาจทำให้ผลที่ได้ผิดพลาด เนื่องจากหลักทรัพย์แต่ละตัวจะมีขนาดการซื้อขายไม่เท่ากัน ขึ้นอยู่กับปริมาณหุ้นที่จดทะเบียนและราคาหุ้นว่าสูงแค่ไหน ดังนั้นจึงวัดขนาดรายการซื้อขายเป็นร้อยละของขนาดการซื้อขายปริมาณมากเฉลี่ยบนหลักทรัพย์แต่ละตัว จากนั้นทดสอบสมมติฐาน

$$H_0 : Bsize(t) - Ssize(t) = 0 \quad (4)$$

เมื่อ $Bsize(t)$ และ $Ssize(t)$ คือขนาดเฉลี่ยของการเคาะซื้อและเคาะขายในช่วงเวลา t หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากตามลำดับ หากปฏิเสธสมมติฐานดังกล่าวแสดงให้เห็นว่านักลงทุนรายใหญ่กับนักลงทุนรายย่อยมีทิศทางการลงทุนแตกต่างกันหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

3. หาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเกิดพฤติกรรมแห่ตามกัน โดยนำค่า BH , SH และ AH ที่ได้ในทุกช่วงเวลา มาวิเคราะห์สมการถดถอย (regression) ตามสมการที่ (5) โดยแยกวิเคราะห์ระหว่างการซื้อขายปริมาณมากกับการขายปริมาณมาก เนื่องจากปัจจัยต่าง ๆ อาจส่งผลต่อระดับพฤติกรรมแห่ตามกันไม่เท่ากันในแต่ละทิศทางของการซื้อขายปริมาณมาก

$$H = \beta_0 + \beta_1 \ln(value) + \beta_2 \ln(price) + \beta_3 R_{5\min} + \varepsilon \quad (5)$$

⁴ การแบ่งกลุ่มดังกล่าวอ้างอิงจากผลการทดลองที่ได้ในช่วงแรก ซึ่งพบว่าระดับพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นมีค่าเฉลี่ยอยู่ระหว่าง 9-11% จึงกำหนดให้กลุ่มที่มีระดับพฤติกรรมแห่ตามกันระหว่าง 5-15% เป็นกลุ่มที่มีพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับปานกลาง อย่างไรก็ตาม เนื่องจากพบว่าระดับพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นมีค่าสูงสุดถึงประมาณ 70% จึงแบ่งกลุ่มที่มีพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงที่สุดเพิ่มอีกกลุ่มหนึ่งเพื่อให้เห็นรายละเอียดมากขึ้น

โดย H คือ ขนาดของพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นตามหลัง block trade

$Value$ คือ มูลค่าของการซื้อขายปริมาณมาก (บาท) เพื่อทดสอบว่า ปริมาณการซื้อขายมีความสัมพันธ์กับพฤติกรรมแห่ตามกันหรือไม่ เนื่องจากข้อสังเกตที่ว่า การซื้อขายในปริมาณมากเกิดจากผู้ทำรายการได้รับข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้น ยิ่งรายการมีขนาดใหญ่แสดงถึงมูลค่าคาดหวังของข้อมูลที่มากขึ้นด้วย ซึ่งนักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูลนี้มีแนวโน้มที่จะตัดสินใจซื้อขายเลียนแบบคำสั่งดังกล่าว จึงคาดหวังว่า สัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรนี้จะมีค่าเป็นบวก ไม่ว่าพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นจะเป็นการแห่ซื้อ แห่ขาย หรือไม่จำแนกทิศทาง

$price$ คือ ราคาหุ้นในขณะที่เกิดการซื้อขายปริมาณมาก โดยคาดว่า หุ้นที่มีราคาถูกน่าจะเป็นพฤติกรรมแห่ตามกันได้มากกว่าหุ้นที่มีราคาแพง เนื่องจากหุ้นขนาดเล็กเหล่านี้มักเป็นที่นิยมของนักเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์ไทยซึ่งมีแนวโน้มว่าจะเป็นกลุ่มนักลงทุนที่แสดงพฤติกรรมแห่ตามกัน เนื่องจากนักลงทุนจะได้ผลตอบแทนคิดเป็นเปอร์เซ็นต์สูงกว่าเมื่อราคาเปลี่ยนไป 1 ช่วงราคา จึงคาดว่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรนี้จะเป็นลบ ทั้งในกรณีที่หาความสัมพันธ์กับระดับพฤติกรรมแห่ซื้อ แห่ขาย และไม่จำแนกทิศทาง

R_{5min} คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วง 5 นาทีก่อนเกิดรายการซื้อขายปริมาณมาก เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ว่า นักลงทุนมักมีพฤติกรรมการลงทุนระยะสั้นในลักษณะตามตลาด (positive feedback trading) ดังนั้น หลักทรัพย์ที่ราคาเพิ่มขึ้น(ลดลง) น่าจะส่งเสริมให้เกิดพฤติกรรมแห่ซื้อ(แห่ขาย) เมื่อเกิดการซื้อ(ขาย) ปริมาณมาก เนื่องจากราคาที่มีความผันผวนมากขึ้นจะดึงดูดนักเก็งกำไรในตลาด จึงคาดว่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรนี้จะเป็นบวกเมื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการแห่ซื้อ (BH) ในกรณีที่เกิดการซื้อปริมาณมาก และเป็นลบเมื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการแห่ขาย (SH) ในกรณีที่เกิดการขายปริมาณมาก

3.2.3 การศึกษาการปรับตัวของราคาหลังจากเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

การศึกษาในหัวข้อ 3.2.2 จะให้ผลที่แสดงถึงพฤติกรรมโดยรวมของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แต่จะไม่ได้ศึกษาโดยตรงถึงผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น ดังนั้นการศึกษานี้จะศึกษาถึงผลสืบเนื่องที่ตามมาต่อราคาหลักทรัพย์หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก โดยมีขั้นตอนดังต่อไปนี้

1. เลือกตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากตามวิธีในหัวข้อ 3.2.1 และตัดตัวอย่างที่ราคาหลักทรัพย์ขณะเกิดการซื้อขายปริมาณมากน้อยกว่า 1 บาท⁵ หรือตัวอย่างที่มีสภาพคล่องต่ำ⁶ ออกไป

2. บนกลุ่มตัวอย่างที่เหลือ จะวัดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินตามสมการ

$$RX_{it} = \sum_{b=1}^{n_i} (R_{bit} - BEN_i) / n_i \quad (6)$$

⁵ ในช่วงเวลาที่ศึกษา ตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดช่วงราคาสำหรับหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่า 10 บาทไว้เท่ากับ 10 สตางค์ ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาเพียง 1 ช่วงบนหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่า 1 บาทมีขนาดใหญ่เมื่อคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ (10% ขึ้นไป) ซึ่งอาจทำให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยมีค่าสูงเกินจริงได้ จึงตัดตัวอย่างดังกล่าวออกไป

⁶ เกณฑ์ที่ใช้แยกตัวอย่างที่มีสภาพคล่องต่ำคือ

(1) ตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากที่มีการซื้อขายน้อยกว่า 3 รายการภายใน 5 นาทีแรกหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

(2) ตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากบนหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ กล่าวคือ หลักทรัพย์ที่มีตัวอย่างการซื้อขายหรือการขายปริมาณมากตรงกับลักษณะในข้อ (1) มากกว่า 30 ตัวอย่างจาก 100 ตัวอย่าง

โดย RX_{it} คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินสำหรับหลักทรัพย์ i ณ รายการซื้อขายที่ t ที่สัมพันธ์กับรายการซื้อขายปริมาณมาก (กำหนดให้รายการซื้อขายปริมาณมากเป็นจุดอ้างอิง $t = 0$)

R_{bit} คือ อัตราผลตอบแทนที่ได้ ณ รายการซื้อขายที่ t สำหรับ block trade b บนหลักทรัพย์ i มีค่าเท่ากับ $\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$

BEN_i คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสำหรับหลักทรัพย์ i หาได้จากสมการ

$$BEN_i = \left(\sum_{b=1}^{n_i} \sum_{t=-20}^{-11} R_{bit} \right) / 10n_i \quad (7)$$

n_i คือ จำนวนตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากทั้งหมดบนหลักทรัพย์ i

ณ รายการซื้อขายที่ t จะทดสอบสมมติฐาน

$$H_0 : RX_{it} = 0 \quad (8)$$

หากยอมรับสมมติฐานดังกล่าว แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ i ได้ปรับตัวเต็มที่แล้ว ณ รายการซื้อขายที่ t นั้น โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดออกเป็น 8 กลุ่มย่อยตามทิศทางและระดับของพฤติกรรมแห่ตามกัน โดยใช้เกณฑ์ในการแบ่งเหมือนกับวิธีการศึกษาข้อ 2.1 ในหัวข้อที่แล้ว (3.2.2) เพื่อดูว่าระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันที่ต่างกันจะทำให้ความเร็วในการปรับตัวของราคาต่างกันหรือไม่ ซึ่งการศึกษาถึงความเร็วในการปรับตัวของราคาจะแสดงถึงความสามารถของตลาดในการดูดซับอุปสงค์หรืออุปทานส่วนเกินที่เกิดขึ้น เมื่อนำไปประกอบกับการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกันจะช่วยให้รู้ถึงความสามารถของตลาดในการต้านทานพฤติกรรมการลงทุนที่ไม่มีเหตุผลของนักลงทุนว่าดีเพียงใด และยังคงตอบคำถามที่ว่าพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นจะส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์อย่างไร โดยหากพบการปรับตัวของราคาในทางตรงข้ามกับการซื้อขายปริมาณมากอย่างมีนัยสำคัญจะแสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ไม่มีเสถียรภาพเท่าที่ควร

อย่างไรก็ตาม มีความเป็นไปได้ที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทยจะปรับตัวได้ช้า ซึ่งการศึกษาในระดับรายการซื้อขายมีความละเอียดมากขึ้นไป จึงศึกษาเพิ่มเติมโดยวัดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินตามสมการที่ (6) บนผลตอบแทนราย 5 นาที แทนผลตอบแทนแบบรายการต่อรายการ โดยที่ความหมายของตัวแปรในสมการที่ (6) ยังคงเหมือนเดิม และเปลี่ยนวิธีการหาค่า BEN_i โดยจะใช้ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนราย 5 นาทีบนหลักทรัพย์ที่เกิดการซื้อขายปริมาณมาก ตลอดทั้งวันที่เกิดการซื้อขายปริมาณมากแทน⁷ แล้วทดสอบสมมติฐานตามสมการที่ (8) อีกครั้งเพื่อดูว่าราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเสร็จสิ้นในช่วงเวลาใดหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

3. ในการวัดผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวและถาวร ก็จะแบ่งช่วงเวลาในการวัดเป็นสองแบบเช่นเดียวกันกับการศึกษาการปรับตัวของราคา ได้แก่การวัดผลตอบแทนแบบรายการต่อรายแ และการวัดผลตอบแทนราย 5 นาที โดยใช้สมการดังต่อไปนี้

⁷ ใน 1 วันทำการจะแบ่งช่วงการซื้อขายราย 5 นาทีได้ทั้งหมด 54 ช่วง โดยกำหนดให้ช่วงแรกคือตั้งแต่เปิดตลาดถึง 10.05 น. ช่วงสุดท้ายของการซื้อขายภาคเช้าคือ 12.25 น. ถึง ปิดตลาดภาคเช้า ช่วงแรกของภาคบ่ายคือ ปิดตลาดภาคเช้าถึง 14.35 น. และช่วงสุดท้ายของวันนับตั้งแต่ 16.25 น. ถึงปิดตลาดภาคบ่าย

$$\text{ผลกระทบต่อราคารวม (TOTAL)} = \ln(Pb/Pp) \quad (9.1)$$

$$\text{ผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราว (TEMP)} = \ln(Pb/Pc) \quad (9.2)$$

$$\text{ผลกระทบต่อราคาแบบถาวร (PERM)} = \ln(Pc/Pp) \quad (9.3)$$

โดย Pp คือ ราคาหลักทรัพย์ที่รายการซื้อขาย 1 รายการก่อนที่จะเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ในกรณีที่เกิดผลตอบแทนแบบรายการต่อรายการ หรือ 5 นาทีก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมากในกรณีที่เกิดผลตอบแทนราย 5 นาที

Pb คือ ราคาหลักทรัพย์เมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมากในกรณีที่วัดแบบรายการต่อรายการ หรือราคาที่สูงกว่า (ต่ำกว่า) ระหว่างราคาที่เกิดการซื้อขายปริมาณมากกับราคาหลักทรัพย์ในอีก 5 นาทีถัดมาในกรณีที่เกิดการซื้อ (ขาย) ปริมาณมาก⁸

Pc คือ ราคาหลักทรัพย์หลังจากเกิดรายการซื้อขายปริมาณมากที่ได้ปรับตัวเต็มที่แล้ว⁹

โดยจะศึกษาถึงขนาดของผลตอบแทนแต่ละแบบที่เกิดขึ้นบนหลักทรัพย์หลังจากเกิดรายการซื้อขายปริมาณมากมีความแตกต่างกันหรือไม่ นอกจากนี้ จะศึกษาเกี่ยวกับขนาดของผลกระทบต่อราคาทั้งสามแบบ ซึ่งจะเป็นหลักฐานสนับสนุนสมมุติฐานเกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ได้ ถ้าพบว่า ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์แบบชั่วคราวที่เกิดขึ้นนั้นมีขนาดใหญ่มาก (ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงอย่างรุนแรงในช่วงที่เกิดรายการซื้อขายปริมาณมาก และปรับตัวกลับเกือบทั้งหมดในเวลาต่อมา) แสดงว่าผลกระทบต่อราคาที่เกิดขึ้นจากรายการซื้อขายปริมาณมาก มีสาเหตุมาจากสภาพคล่องของหลักทรัพย์ แต่ถ้าหากผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับผลกระทบต่อราคาแบบถาวร แสดงว่าราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปเมื่อมีการซื้อขายปริมาณมาก มีสาเหตุมาจากมูลค่าคาดหวังของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ถูกรวมเข้ามาในราคาหลักทรัพย์ในขณะที่เกิดการซื้อขายปริมาณมาก

จากนั้นวิเคราะห์สมการถดถอยของผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราว (TEMP) แบบถาวร (PERM) และผลกระทบต่อราคารวม (TOTAL) เมื่อวัดผลตอบแทนดังกล่าวแบบรายการต่อรายการและราย 5 นาที บนตัวอย่างทั้งหมด โดยใช้สมการคล้ายกับงานวิจัยของ Holthausen et al. (1987) ดังต่อไปนี้

$$\text{price effect} = \beta_0 + \beta_1 \text{AdjVOL} * \text{WI} + \beta_2 (1 / \text{price}) * \text{WI} + \beta_3 \text{AdjVOL} * (1 - \text{WI}) + \beta_4 (1 / \text{price}) * (1 - \text{WI}) + \varepsilon \quad (10)$$

โดย AdjVOL คือ ร้อยละของปริมาณหุ้นที่ซื้อขายในรายการซื้อขายปริมาณมาก เทียบกับปริมาณของหลักทรัพย์ของบริษัททั้งหมดที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

price คือ ราคาที่เกิดรายการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งส่วนกลับของมันใช้เป็นตัวแทนของช่วงราคาเสนอซื้อขาย ในลักษณะเดียวกับงานวิจัยของ Holthausen et al. (1987) ซึ่งคาดว่าจะพบความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างผลกระทบต่อราคาทุกแบบกับส่วนกลับของราคา เนื่องจากเมื่อเกิดการซื้อ (ขาย) ปริมาณมากจะทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนไปเป็นมีค่ามากกว่าหรือเท่ากับ (น้อยกว่าหรือเท่ากับ) ราคาเสนอขาย (เสนอซื้อ) ที่ดีที่สุด

⁸ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมากในช่วง 5 นาทีแรก แล้วค่อย ๆ ปรับตัวลง ซึ่งหากวัดผลกระทบต่อราคาโดยให้ Pb เป็นราคาที่เกิดการซื้อขายปริมาณมาก จะทำให้ขนาดของผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวและผลกระทบต่อราคารวมคิดพลาดได้ เนื่องจาก Pb ควรจะเป็นราคาที่สูงสุด (ต่ำสุด) หลังการซื้อ (ขาย) ปริมาณมาก หากเกิดการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในทางตรงข้ามกับการซื้อขายปริมาณมากอย่างมีนัยสำคัญ

⁹ เลือกรายการซื้อขายที่ได้ปรับตัวเต็มที่ โดยอ้างอิงจากผลการทดลองเกี่ยวกับความเร็วในการปรับตัวในข้อ 2 ซึ่งพบว่าราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเสร็จสิ้นใน 3 และ 5 รายการซื้อขายหลังการซื้อและขายปริมาณมากตามลำดับเมื่อวัดผลตอบแทนแบบรายการต่อรายการ ในขณะที่หากวัดผลตอบแทนราย 5 นาทีจะพบว่าราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเสร็จสิ้นใน 25 และ 20 นาทีหลังเกิดการซื้อและขายปริมาณมากตามลำดับ

ในขณะนั้น ซึ่งราคาที่เปลี่ยนไปเป็นผลให้เกิดผลตอบแทนแบบต่าง ๆ ขึ้น และตัวแปรที่กำหนดว่าราคาจะเปลี่ยนไปมากหรือน้อยก็ขึ้นอยู่กับขนาดของช่วงราคาเสนอซื้อขาย (bid-ask spread) นั่นเอง

W1 คือ dummy variable ที่ใช้แยกตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากบนวอร์เรนซ์และหุ้นสามัญออกจากกัน เนื่องจากขนาดของ *AdjVOL* มีความแตกต่างกันมากระหว่างหลักทรัพย์สองกลุ่มนี้ การแยกวิเคราะห์ความสัมพันธ์น่าจะทำได้ผลการศึกษาที่ถูกต้องมากยิ่งขึ้น

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบต่อราคากับปริมาณหุ้นในคำสั่งซื้อขายปริมาณมาก จะช่วยยืนยันสมมติฐานที่ข้อธิบายเกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาได้ กล่าวคือ หากสมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่องเป็นจริงในตลาด ขนาดของผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวจะต้องมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับขนาดของคำสั่งซื้อขายปริมาณมาก เนื่องจากผู้ส่งคำสั่งซื้อขายปริมาณมากต้องกำหนดราคาให้ดึงดูดนักลงทุนคนอื่นในการดูดซับอุปสงค์หรืออุปทานส่วนเกินที่เกิดขึ้นจากคำสั่งซื้อขายของเขา

ในขณะที่งานวิจัยในอดีตได้ตั้งข้อสังเกตเกี่ยวกับการซื้อขายปริมาณมากเนื่องจากข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ไว้ว่า รายการซื้อขายปริมาณมากมักเกิดจากผู้ส่งคำสั่งซื้อขายได้รับข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทนั้น และมูลค่าคาดหวังของข้อมูลจะถูกรวมเข้าไปในราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น ยิ่งคำสั่งซื้อขายมีปริมาณหุ้นมากเท่าไร ย่อมแสดงถึงความสำคัญของข้อมูลซึ่งจะมีมูลค่าคาดหวังมากตามไปด้วย หากข้อสังเกตดังกล่าวเป็นจริง ผลกระทบต่อราคาแบบถาวรจะต้องมีขนาดใหญ่เมื่อเทียบกับผลกระทบแบบชั่วคราว และมีความสัมพันธ์โดยตรงกับปริมาณหุ้นในคำสั่งซื้อขายปริมาณมาก

ผลการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบด้านราคาแบบชั่วคราวและถาวร ยังสามารถนำไปประกอบกับผลการศึกษาในเรื่องเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกันเนื่องจากการซื้อขายปริมาณมากได้ว่า (ในกรณีที่ตรวจพบพฤติกรรมแห่ตามกัน) พฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นนั้นเป็นพฤติกรรมที่ช่วยเสริมเสถียรภาพให้กับตลาดหรือไม่ บนหลักทรัพย์หนึ่ง ๆ หากพบว่า เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันขึ้นอย่างเห็นได้ชัดหลังจากมีรายการซื้อขายปริมาณมาก และเกิดผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวที่มีขนาดใหญ่ จะสามารถสรุปได้ว่า พฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นนั้น ทำให้ราคาหลักทรัพย์ขาดเสถียรภาพ เนื่องจากทำให้ราคาเปลี่ยนแปลงไปมากกว่าที่ควรจะเป็นทำให้ราคาปรับตัวลงมากในภายหลังค่อนข้างมาก และแสดงให้เห็นว่านักลงทุนทั่วไปในตลาดไม่ได้ซื้อขายหลักทรัพย์ตามข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ แต่จะซื้อขายตามการซื้อขายปริมาณมาก เนื่องจากมีความเชื่อว่า การซื้อขายปริมาณมากที่เกิดขึ้นนั้นมาจากนักลงทุนที่รับรู้ข้อมูลที่คิดว่าตัวเองทำให้ตัดสินใจซื้อขายเลียนแบบการซื้อขายปริมาณมากดังกล่าว หรืออาจเกิดจากกลยุทธ์ในการซื้อขายหลักทรัพย์แบบตามตลาด (positive feedback trading) ซึ่งจะต้องพิจารณาถึงสัมประสิทธิ์ของตัวแปรที่แสดงถึงผลตอบแทนบนหลักทรัพย์ในสมการที่ (5) ประกอบด้วย ในทางกลับกัน ถ้าหากผลกระทบต่อราคาที่เกิดขึ้นนั้นเป็นผลกระทบแบบถาวร จะสามารถสรุปได้ว่า พฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นนั้นเกิดจากนักลงทุนทั่วไปในตลาดได้รับข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์และมีการตีความเหมือนกัน ราคาจึงวิ่งเข้าสู่ระดับที่ควรจะเป็นและทำให้เกิดเสถียรภาพบนราคาหลักทรัพย์เพราะ ไม่เกิดการปรับตัวอย่างรุนแรงในภายหลัง

บทที่ 4

ผลการศึกษา

เนื้อหาในบทนี้จะเป็นการนำเสนอผลการศึกษาดำเนินการตามวิธีการศึกษาที่ได้อธิบายไว้ในบทที่ 3 โดยผลการศึกษานี้จะแบ่งเป็น 2 ส่วนใหญ่ ๆ คือ ส่วนแรกจะเป็นผลการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นภายหลังการซื้อขายปริมาณมาก และส่วนที่สองจะเป็นผลการศึกษาเกี่ยวกับการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ และขนาดของผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นภายหลังการซื้อขายปริมาณมาก

4.1 พฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นภายหลังการซื้อขายปริมาณมาก

จากการศึกษาโดยใช้ข้อมูลรายการซื้อขายระหว่างวัน (intraday transaction data) บนหลักทรัพย์จำนวน 96 หลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2539 ถึง พ.ศ. 2541 ตามวิธีการศึกษาที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 3.2.2 ได้ผลดังต่อไปนี้

4.1.1 พฤติกรรมแห่ตามกันโดยรวม (ไม่พิจารณาทิศทาง)

จากตารางที่ 4.1 พบว่า เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันขึ้นอย่างชัดเจนภายหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ทั้งการซื้อขายปริมาณมากที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่ม และผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม โดยมีค่าเฉลี่ยของระดับพฤติกรรมแห่ตามกันที่ไม่พิจารณาทิศทางในช่วงเวลา 5 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากบนตัวอย่างทั้งหมด อยู่ที่ระดับ 10.33% และ 11.06% สำหรับกรณีที่ผู้ซื้อและผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่มตามลำดับ โดยพบว่า ระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันมีแนวโน้มลดลงเมื่อเวลาผ่านไปมากขึ้น โดยค่าเฉลี่ยของระดับพฤติกรรมแห่ตามกันที่ไม่พิจารณาทิศทางในช่วงเวลา 10 และ 20 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากได้ลดลงจาก 10.33% เป็น 10.01% และ 9.17% ตามลำดับในกรณีที่การซื้อขายปริมาณมากมีผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่ม และลดลงจาก 11.06% เหลือ 10.71% และ 9.60% ตามลำดับในกรณีที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม

ระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นในช่วง 5 ถึง 20 นาทีแรกหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากนั้น มีค่าอยู่ระหว่าง 9 ถึง 11 เปอร์เซ็นต์ มีความหมายว่า หากตลาดโดยรวมมีสัดส่วนของนักลงทุนที่เกาะซื้อหลักทรัพย์เท่ากับ 0.5 (50%) ของนักลงทุนทั้งหมด และเกิดการซื้อขายปริมาณมากขึ้นบนหลักทรัพย์ตัวหนึ่ง โดยเฉลี่ยแล้วภายในเวลา 5 ถึง 20 นาทีหลังจากนั้น จะมีนักลงทุนที่เกาะซื้อหรือเกาะขายหลักทรัพย์นั้น ในทิศทางหนึ่งประมาณ 59 ถึง 61 เปอร์เซ็นต์ของนักลงทุนทั้งหมด และอีกประมาณ 39 ถึง 41 เปอร์เซ็นต์จะทำในทิศทางตรงกันข้าม

4.1.2 พฤติกรรมแห่ตามกันในแต่ละทิศทางการซื้อขาย

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้ในหัวข้อที่แล้วยังไม่แสดงถึงทิศทางในการแห่ตามกันว่าเป็นไปในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมากหรือไม่ จึงแยกคำนวณระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันเฉลี่ยในแต่ละทิศทางการซื้อขาย

ตารางที่ 4.1

ระดับพฤติกรรมแห่ตามกันภายหลังจากเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แบ่งตามสภาพคล่องของการซื้อขาย

ตารางนี้แสดงค่าเฉลี่ยของระดับพฤติกรรมแห่ตามกัน ภายหลังจากเกิดการซื้อขายปริมาณมากในช่วงเวลาต่าง ๆ แยกตามทิศทางของการแห่ตามกัน และแสดงสัดส่วนของรายการซื้อขายปริมาณมากที่พบว่าเกิดพฤติกรรมแห่ในทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก (q) โดยจะแบ่งตัวอย่างรายการซื้อขายปริมาณมากทั้งหมดออกเป็น 5 กลุ่ม ตามระดับของสภาพคล่องที่เกิดขึ้นภายหลังจากเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งวัดโดยใช้จำนวนรายการซื้อขาย (transaction) โดยกลุ่มที่ 1 เป็นกลุ่มที่มีสภาพคล่องน้อยที่สุด และกลุ่มที่ 5 เป็นกลุ่มที่มีสภาพคล่องมากที่สุด และแสดงจำนวนตัวอย่างทั้งหมดในแต่ละกลุ่มไว้ในวงเล็บ ซึ่งระดับ

ของพฤติกรรมแห่ตามกันวัดโดยใช้ค่าสถิติของ Lakonishok et al. (1992) ดังสมการ $H(i,t) = \left| \frac{B(i,t)}{B(i,t) + S(i,t)} - p(t) \right| - AF(i,t)$ เมื่อ $AF(i,t) = E\left(\left| \frac{B(i,t)}{B(i,t) + S(i,t)} - p(t) \right|\right)$

โดย $B(i,t)$ และ $S(i,t)$ คือจำนวนนักลงทุนที่เคาะซื้อและเคาะขายหลักทรัพย์ที่เกิดการซื้อขายปริมาณมากตัวอย่างที่ i ในช่วงเวลา t ซึ่งในที่นี้กำหนดขอบเขตการศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วง 5, 10 และ 20 นาทีภายหลังจากเกิดการซื้อขายปริมาณมากบนหลักทรัพย์หนึ่ง ๆ $p(t)$ คือ สัดส่วนของจำนวนนักลงทุนที่เคาะซื้อหลักทรัพย์ทั้งตลาดในช่วงเวลา t เทียบกับจำนวนนักลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดในช่วงเวลาเดียวกัน ส่วนค่าของ $AF(i,t)$ คำนวณโดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าไม่มีพฤติกรรมแห่ตามกัน ทำให้ความน่าจะเป็นที่นักลงทุนคนหนึ่งจะเคาะซื้อหรือเคาะขายมีการกระจายแบบทวินาม

กลุ่มที่	5 นาที				10 นาที				20 นาที			
	ซื้อ	ขาย	รวม	q	ซื้อ	ขาย	รวม	q	ซื้อ	ขาย	รวม	q
ก. การซื้อขายปริมาณมากที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่มแบ่งกลุ่ม โดยใช้จำนวนรายการซื้อขาย (transactions) เป็นตัววัดสภาพคล่อง												
1	0.0817 (756)	0.0891 (701)	0.0853 (1,457)	0.519	0.0744 (821)	0.0856 (738)	0.0797 (1,559)	0.527	0.0715 (866)	0.0757 (887)	0.0736 (1,753)	0.494
2	0.0970 (729)	0.1227 (639)	0.1090 (1,368)	0.533	0.0957 (736)	0.1079 (692)	0.1016 (1,428)	0.515	0.0877 (721)	0.0950 (746)	0.0914 (1,467)	0.491
3	0.1036 (600)	0.1193 (552)	0.1111 (1,152)	0.521	0.1028 (724)	0.1136 (738)	0.1083 (1,462)	0.495	0.0930 (781)	0.0949 (808)	0.0940 (1,589)	0.492
4	0.0992 (667)	0.1329 (639)	0.1157 (1,306)	0.511	0.0929 (725)	0.1246 (689)	0.1084 (1,414)	0.513	0.0947 (774)	0.1121 (809)	0.1036 (1,583)	0.489
5	0.0935 (753)	0.1045 (537)	0.0981 (1,290)	0.584	0.0982 (766)	0.1107 (675)	0.1041 (1,441)	0.532	0.0983 (820)	0.0974 (760)	0.0979 (1,580)	0.519
รวม	0.0945 (3,505)	0.1134 (3,068)	0.1033 (6,573)	0.533	0.0924 (3,772)	0.1082 (3,532)	0.1001 (7,304)	0.516	0.0888 (3,962)	0.0946 (4,010)	0.0917 (7,972)	0.497
ข. การซื้อขายปริมาณมากที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม แบ่งกลุ่ม โดยใช้จำนวนรายการซื้อขาย (transactions) เป็นตัววัดสภาพคล่อง												
1	0.1014 (597)	0.0869 (597)	0.0939 (1,242)	0.519	0.0906 (703)	0.0952 (836)	0.0931 (1,539)	0.543	0.0627 (688)	0.0930 (902)	0.0799 (1,590)	0.567
2	0.1284 (544)	0.0838 (574)	0.1055 (1,118)	0.513	0.1038 (642)	0.0952 (629)	0.0995 (1,271)	0.495	0.0796 (680)	0.0947 (753)	0.0875 (1,433)	0.525
3	0.1167 (575)	0.0980 (514)	0.1079 (1,089)	0.472	0.1165 (553)	0.0969 (534)	0.1069 (1,087)	0.491	0.0987 (735)	0.0924 (670)	0.0957 (1,405)	0.477
4	0.1404 (552)	0.0891 (425)	0.1181 (977)	0.435	0.1200 (740)	0.0989 (556)	0.1109 (1,296)	0.429	0.1162 (797)	0.0943 (624)	0.1066 (1,421)	0.439
5	0.1612 (624)	0.0877 (415)	0.1318 (1,039)	0.399	0.1421 (812)	0.1029 (451)	0.1281 (1,263)	0.357	0.1221 (919)	0.0950 (525)	0.1122 (1,444)	0.364
รวม	0.1299 (2,892)	0.0889 (2,573)	0.1106 (5,465)	0.471	0.1156 (3,450)	0.0973 (3,006)	0.1071 (6,456)	0.466	0.0981 (3,819)	0.0938 (3,474)	0.0960 (7,293)	0.476

ซึ่งพบว่าในช่วง 5 นาทีแรกหลังเกิดการซื้อปริมาณมาก ระดับของพฤติกรรมแห่ขายมีค่าสูงกว่าระดับของพฤติกรรมแห่ซื้อ กล่าวคือ 11.34% และ 9.45% ตามลำดับ แต่ในทางกลับกัน สำหรับการขายปริมาณมาก ระดับของพฤติกรรมแห่ซื้อจะมีค่าสูงกว่าระดับพฤติกรรมแห่ขาย กล่าวคือ 12.99% และ 8.89% ตามลำดับ โดยที่ผลต่างระหว่างระดับพฤติกรรมแห่ซื้อกับแห่ขายจะค่อย ๆ ลดลงเมื่อเวลาผ่านไปจนมีค่าแตกต่างกันเพียงเล็กน้อยในช่วง 20 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แต่พฤติกรรมแห่ซื้อก็ยังคงมีระดับสูงกว่าพฤติกรรมแห่ขายสำหรับการซื้อปริมาณมาก และพฤติกรรมแห่ขายก็ยังคงมีระดับสูงกว่าพฤติกรรมแห่ซื้อสำหรับการขายปริมาณมากเหมือนกับในช่วง 5 นาทีแรก จากผลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าพฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดมีแนวโน้มที่ดีในการช่วยรักษาเสถียรภาพของราคา เพราะพฤติกรรมแห่ตามกันในทางตรงข้ามกับการซื้อขายปริมาณมากโดยเฉลี่ยมีขนาดสูงกว่าพฤติกรรมแห่ตามกันในทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก แต่ความสามารถในการรักษาเสถียรภาพของราคาก็ยังขึ้นอยู่กับกลุ่มนักลงทุนที่ซื้อขายด้วยซึ่งจะได้ศึกษาโดยละเอียดในหัวข้อต่อไป

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาโอกาสที่จะเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันขึ้นในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมากพบว่า ในกรณีที่เกิดการซื้อในปริมาณมาก โอกาสที่จะเกิดการแห่ในทิศทางเดียวกัน (แห่ซื้อ) ขึ้นภายหลังมีสูงกว่าโอกาสที่จะเกิดพฤติกรรมแห่ในทางตรงข้าม (แห่ขาย) เล็กน้อยและลดลงเมื่อเวลาผ่านไป คือ 53.3%, 51.6% และ 49.7% (ค่า q รวมในตารางที่ 4.1 หัวข้อ ก.) ในเวลา 5, 10 และ 20 นาทีตามลำดับ แต่สำหรับการขายในปริมาณมากกลับพบว่า โอกาสที่จะเกิดการแห่ในทิศทางเดียวกัน (แห่ขาย) มีน้อยกว่าโอกาสเกิดการแห่ในทิศทางตรงข้าม (แห่ซื้อ) คือ 47.1%, 46.6% และ 47.6% (ค่า q รวมในตารางที่ 4.1 หัวข้อ ข.) ซึ่งมีค่าใกล้เคียงกันแม้ว่าเวลาจะผ่านไปก็ตาม

จึงอาจสรุปได้ว่า มีแนวโน้มที่จะเกิดพฤติกรรมแห่ซื้อมากกว่าเกิดพฤติกรรมแห่ขาย ในระยะ 5 นาทีแรก ภายหลังจากเกิดการซื้อหรือขายปริมาณมาก เพราะมีโอกาสเกิดพฤติกรรมแห่ซื้อได้มากกว่า ยิ่งไปกว่านั้นเมื่อพิจารณาถึงความแตกต่างของระดับพฤติกรรมแห่ซื้อและแห่ขายก็พบว่า ในกรณีที่เกิดการขายปริมาณมาก พฤติกรรมแห่ซื้อจะมีระดับสูงกว่าพฤติกรรมแห่ขาย (12.99% กับ 8.89%) ถึงแม้ว่า ในกรณีที่เกิดการซื้อปริมาณมาก ระดับพฤติกรรมแห่ขายจะสูงกว่าพฤติกรรมแห่ซื้อ แต่ผลต่างดังกล่าวก็มีค่าน้อยกว่า (11.34% กับ 9.45%) เมื่อเทียบกับในกรณีที่เกิดการซื้อปริมาณมาก และยังมีโอกาสเกิดพฤติกรรมแห่ซื้อมากกว่าอีกด้วย

โอกาสเกิดพฤติกรรมแห่ซื้อที่สูงกว่าแห่ขายในช่วง 5 นาทีแรกอาจมาจากนักลงทุนส่วนหนึ่ง (โดยเฉพาะรายย่อย) ที่ได้รับข้อมูลในทางบวกของหลักทรัพย์ แต่ไม่แน่ใจในความถูกต้องของข้อมูล เมื่อเกิดการซื้อปริมาณมากขึ้นอาจทำให้นักลงทุนบางส่วนเพิ่มความเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว และตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์นั้นตามหลังในเวลาอันสั้นได้ นอกจากนั้น นักลงทุนบางส่วนอาจตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ตามหลังการซื้อปริมาณมากในทันทีเนื่องจากปริมาณหลักทรัพย์ที่ต้องการขาย (offer) ณ ระดับราคาตลาดมักจะลดลงเหลือเพียงเล็กน้อยเท่านั้นหลังจากเกิดการซื้อปริมาณมาก การซื้อหลักทรัพย์ทันที ณ ราคาตลาด (เคาะซื้อ) จะหลีกเลี่ยงความเสี่ยงในการซื้อหลักทรัพย์ไม่ทันถ้าหากว่าข้อมูลเชิงบวกของหลักทรัพย์ที่ได้รับมานั้นเป็นความจริง ประกอบกับแหล่งข้อมูลในการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยมักมาจากบทวิเคราะห์ของบริษัทหลักทรัพย์ ทำให้นักลงทุนรายย่อยมักได้รับข่าวสารเหมือน ๆ กันและทำให้เกิดพฤติกรรมแห่ซื้อขึ้นได้ในที่สุด ในทางกลับกัน ข่าวในเชิงลบ และความเสี่ยงที่จะขายหลักทรัพย์ไม่ทันย่อมสนับสนุนให้เกิดพฤติกรรมแห่ขายหลักทรัพย์ได้ แต่ผลการศึกษาในที่นี้ไม่พบพฤติกรรมแห่ขายดังกล่าวเด่นชัดเท่าพฤติกรรมแห่ซื้อเนื่องจากข้อห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้าเป็นอุปสรรคสำหรับนักลงทุนที่ต้องการขายหลักทรัพย์แต่ไม่มีหลักทรัพย์ดังกล่าวอยู่ในพอร์ตการลงทุนของตัวเอง

นอกจากนั้น ข้อสรุปดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงความไม่สมดุลกันระหว่างความเร็วในการเพิ่มอุปสงค์และอุปทานในตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งอุปสงค์จะเพิ่มได้เร็วกว่า สาเหตุที่ทำให้เกิดความไม่สมดุลดังกล่าวน่าจะมาจากการมีข้อห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้า (short sell) ทำให้พฤติกรรมแห่ขาย ซึ่งช่วยให้เกิดการปรับตัวของหลักทรัพย์ (เนื่องจากอุปทานในตลาดเพิ่ม) เกิดขึ้นได้ช้ากว่า และมีระดับที่ไม่สมดุลกับทางซื้อ ดังจะเห็นได้จากผลการศึกษา กล่าวคือ เมื่อเกิดการซื้อปริมาณมาก จะมีโอกาสพบพฤติกรรมแห่ซื้อได้สูงในช่วง 5 นาทีแรก และเมื่อเวลาผ่านไปจึงจะพบพฤติกรรมแห่ขาย (ซึ่งช่วยยับยั้งไม่ให้อุปสงค์เพิ่มอย่างรุนแรงเกินไป) มากขึ้น ในขณะที่เมื่อเกิดการขายปริมาณมาก จะมีโอกาสเกิดพฤติกรรมแห่ซื้อ (ซึ่งช่วยยับยั้งไม่ให้อุปทานลดลงอย่างรุนแรงเกินไป) สูงกว่าแห่ขายตั้งแต่ใน 5 นาทีแรก และยังมีระดับที่ใหญ่กว่าด้วย จึงช่วยลดการลดลงของราคาได้อย่างรวดเร็ว ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทย จึงมีโอกาสที่จะปรับตัวขึ้นอย่างรุนแรงโดยไม่มีเหตุผลได้มาก ข้อสรุปนี้จึงสนับสนุนเหตุการณ์ ‘ปั่นหุ้น’ ที่เกิดขึ้นนับครั้งไม่ถ้วนในตลาดหลักทรัพย์ไทยได้เป็นอย่างดี

4.1.3 พฤติกรรมแห่ตามกันศึกษาแยกตามสภาพคล่องของหลักทรัพย์ภายหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

นอกจากการศึกษาในภาพรวมของตลาดในสองหัวข้อมาก่อนหน้านี้แล้ว เพื่อให้เห็นรายละเอียดเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกันมากขึ้น จึงแบ่งกลุ่มของหลักทรัพย์ตามสภาพคล่องที่เกิดภายหลังการซื้อขายปริมาณมาก และหาค่าเฉลี่ยของระดับพฤติกรรมแห่ตามกันในแต่ละทิศทางรวมทั้งโอกาสที่จะเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก (q) ได้ผลดังตารางที่ 4.1 โดยพบว่า ระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นเมื่อแบ่งกลุ่มตัวอย่างตามสภาพคล่องมีลักษณะเหมือนผลที่ได้จากการศึกษาบนตัวอย่างทั้งหมด กล่าวคือในแต่ละกลุ่มย่อย พฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อขายปริมาณมากจะมีระดับสูงกว่าพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก และผลต่างระหว่างระดับพฤติกรรมแห่ตามกันในสองทิศทางดังกล่าวจะค่อย ๆ ลดลงเมื่อเวลาผ่านไป นอกจากนี้ยังพบว่ามีโอกาสที่จะเกิดพฤติกรรมแห่ซื้อมากกว่าแห่ขายในช่วง 5 นาทีแรกหลังการซื้อปริมาณมากโดยที่โอกาสดังกล่าวจะค่อย ๆ ลดลงเมื่อเวลาผ่านไปเช่นกัน แต่ในกรณีของการขายปริมาณมาก โอกาสที่จะเกิดพฤติกรรมแห่ขายมีค่าใกล้เคียงกันตลอดในช่วง 20 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบระดับและโอกาสที่จะเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในแต่ละทิศทาง ระหว่างกลุ่มตัวอย่างที่ถูกแบ่งตามระดับของสภาพคล่องพบว่า ระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อสภาพคล่องเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่ง พฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อขายปริมาณมาก ยกเว้นแต่กลุ่มตัวอย่างที่มีสภาพคล่องสูงสุดเมื่อเกิดการซื้อปริมาณมากเท่านั้น (กลุ่มที่ 5 ในตารางที่ 4.1 หัวข้อ ก.) ที่พบว่าระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันมีค่าน้อยกว่ากลุ่มตัวอย่างที่มีสภาพคล่องน้อยกว่า คาดว่ามีสาเหตุหลายประการที่ทำให้เกิดผลดังกล่าว ได้แก่

1. การซื้อขายปริมาณมากทำให้เกิดอุปสงค์หรืออุปทานส่วนเกิน

เมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมากขึ้นบนหลักทรัพย์หนึ่ง มีความเป็นไปได้ที่คำสั่งซื้อหรือขายปริมาณมากนั้นจะไม่ถูกจับคู่ทั้งหมดในทันที ทำให้เกิดอุปสงค์หรืออุปทานตกค้างอยู่ในตลาด นักลงทุนที่ต้องการขาย(ซื้อ)หลักทรัพย์นั้นจะได้รับประโยชน์จากอุปสงค์(อุปทาน)ตกค้างเหล่านี้เพราะสามารถสั่งขาย(ซื้อ)หลักทรัพย์ได้ทันทีที่ราคาตลาด

ดังนั้นจึงมีแนวโน้มที่นักลงทุนจะเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อขายปริมาณมากได้ หากข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายปริมาณมากไม่มีความชัดเจน ยิ่งหลักทรัพย์มีสภาพคล่องมากเท่าใด นักลงทุนที่ต้องการซื้อขายในทิศทางตรงกันข้ามดังกล่าวต้องรีบตัดสินใจมากขึ้น เพราะอุปสงค์หรืออุปทานส่วนเกินดังกล่าวจะหมดไปอย่างรวดเร็ว ระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางตรงกันข้ามจึงควรจะเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนเมื่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ยิ่งไปกว่านั้น ข้อห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้าซึ่งเป็นการจำกัดระดับอุปทานในตลาดยังเป็นปัจจัยเสริมให้เกิดพฤติกรรมแห่สวนทางมากขึ้นไปอีกหลังการขายปริมาณมาก เนื่องจากนักลงทุนรู้ว่าปริมาณอุปทานในตลาดถูกจำกัดไว้ หากสาเหตุนี้เป็นจริง ค่า q ควรจะต่ำลงเมื่อสภาพคล่องเพิ่มขึ้น ในขณะที่ระดับพฤติกรรมแห่ตามกันควรจะเพิ่มขึ้นเมื่อสภาพคล่องเพิ่มขึ้น

2. สภาพคล่องสูงหลังการขายปริมาณมากส่งสัญญาณเกี่ยวกับความน่าเชื่อถือของข้อมูลหลักทรัพย์

เมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมากขึ้น นักลงทุนส่วนหนึ่งที่มีข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ดังกล่าวแต่ไม่มั่นใจในความถูกต้องและยังไม่ได้ตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์นั้น จะสังเกตว่ามีนักลงทุนรายอื่นสนใจลงทุนตามหรือไม่ การที่มีจำนวนนักลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ภายหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากบนหลักทรัพย์นั้นเป็นจำนวนมากเท่าไร ก็ยังเป็นสัญญาณยืนยันว่ามีข้อมูลสำคัญเกี่ยวกับหลักทรัพย์ถูกเปิดเผยออกมาในตลาด ดังนั้น หลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงภายหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก จะมีโอกาสสูงกว่าหลักทรัพย์สภาพคล่องต่ำที่จะโน้มน้าวให้นักลงทุนให้เพิ่มความเชื่อถือข้อมูลที่เขาได้รับมา (หากลักษณะการซื้อขายนั้นเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับข้อมูลดังกล่าว) และตัดสินใจลงทุนตามได้ง่ายขึ้นในที่สุด โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากหลักทรัพย์เหล่านั้นมีสภาพคล่องต่ำในสภาวะปกติ จึงเป็นผลให้ระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมากสูงขึ้นตามไปด้วย หากสาเหตุนี้เป็นจริง จะทำให้ค่า q เพิ่มขึ้นเมื่อสภาพคล่องเพิ่มขึ้น ในขณะที่ระดับพฤติกรรมแห่ตามกันก็ควรจะเพิ่มขึ้นเช่นกัน

3. การกระจายข้อมูลบนหลักทรัพย์สภาพคล่องสูงดีกว่าหลักทรัพย์สภาพคล่องต่ำ

หลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงแสดงว่ามีนักลงทุนสนใจติดตามข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นอยู่เป็นจำนวนมาก รวมทั้งนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศที่มีความสามารถในการค้นหาและวิเคราะห์ข้อมูลด้วย ดังนั้นจึงอาจถือได้ว่า หลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงมีการกระจายของข้อมูลดีกว่าหลักทรัพย์สภาพคล่องต่ำ ซึ่งการกระจายของข้อมูลที่ดีนี้จะช่วยลดพฤติกรรมแห่ตามกันอย่างไม่เป็นเหตุผลลงไปได้ ในขณะที่ทิศทางของพฤติกรรมแห่ตามกันควรเป็นไปในทางเดียวกันกับการซื้อขายปริมาณมากเพราะข้อมูลที่กระจายดีจะทำให้ให้นักลงทุนที่ซื้อขายผิดทิศทางมีจำนวนน้อยลง ดังนั้นหากสาเหตุนี้เป็นปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้น ค่า q ควรจะเพิ่มขึ้นเมื่อสภาพคล่องเพิ่มขึ้น ในขณะที่ระดับพฤติกรรมแห่ตามกันจะลดลง

หากพิจารณาจากตารางที่ 4.1 เมื่อแยกตามสภาพคล่องพบว่า ในกรณีของการขายปริมาณมาก พฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นสามารถอธิบายได้ด้วยสมมติฐานเกี่ยวกับอุปสงค์อุปทานส่วนเกิน เนื่องจากค่า q ลดลงอย่างชัดเจนเมื่อสภาพคล่องเพิ่มขึ้นและระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันก็เพิ่มขึ้นด้วย ส่วนกรณีของการซื้อปริมาณมากพบว่าค่า q ในกลุ่มตัวอย่างที่มีสภาพคล่องต่ำ 3 กลุ่มแรกมักมีระดับใกล้เคียงกัน แต่จะเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนในกลุ่มที่มีสภาพคล่องสูงที่สุด 2 กลุ่ม (กลุ่มที่ 4 และ 5) ในขณะที่ระดับพฤติกรรมแห่ตามกันลดลงเล็กน้อยบนกลุ่มตัวอย่างที่มีสภาพคล่องสูงสุด

(กลุ่มที่ 5) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบนหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงมีการกระจายตัวของข้อมูลดี ข้อมูลที่แฝงมากับการซื้อปริมาณมากนั้นจะถูกรับรู้โดยนักลงทุนที่อยู่ในตลาด ทำให้เกิดพฤติกรรมแห่ซื้อตามอย่างชัดเจน และระดับพฤติกรรมแห่ตามกันก็มีค่าลดลงอาจแสดงถึงการแห่ตามกันอย่างไม่มีเหตุผลได้ถูกกำจัดออกไปเนื่องจากการกระจายตัวของข้อมูลดังกล่าว

4.1.4 การศึกษาเพิ่มเติมในด้านปริมาณการซื้อขายหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

การศึกษาในสามหัวข้อก่อนหน้านี้จะมองในระดับของจำนวนนักลงทุนเท่านั้น แต่ในความเป็นจริง นักลงทุนแต่ละคนอาจมีการซื้อขายในปริมาณที่ไม่เท่ากัน และย่อมส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันด้วย การศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับปริมาณการซื้อขายในหัวข้อนี้จะให้รายละเอียดที่ชัดเจนเกี่ยวกับพฤติกรรมการซื้อขายที่เกิดขึ้นภายหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งได้ผลดังต่อไปนี้

1. การศึกษาระดับความไม่สมดุลของปริมาณการซื้อขายภายหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

สำหรับการศึกษาในส่วนนี้ ตัวอย่างข้อมูลทั้งหมดจะถูกแบ่งเป็น 2 กลุ่มใหญ่ตามทิศทางของพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นภายในช่วง 5 นาทีแรกหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก และในแต่ละกลุ่มใหญ่จะถูกแบ่งออกเป็น 4 กลุ่มย่อยตามระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นดังแสดงในตารางที่ 4.2 จากนั้นจึงวัดระดับความไม่สมดุลของปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้นในช่วงเวลา 5, 10 และ 20 นาทีโดยใช้สมการที่ (3) สำหรับการซื้อและการขายปริมาณมาก

จากตารางที่ 4.2 พบว่า ระดับความไม่สมดุลของปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้นมีความสัมพันธ์กันอย่างชัดเจนกับระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นในช่วง 5 นาทีแรก และมีแนวโน้มที่จะมีทิศทางไปในทางเดียวกันกับการซื้อขายปริมาณมาก กล่าวคือ หากพิจารณาจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้นหลังการซื้อปริมาณมากจะเกิดในทางเคาะซื้อมากกว่า และมีแนวโน้มปรับเข้าสู่สมดุลเมื่อเวลาผ่านไป (ค่า $I(i,t)$ ลดจาก 0.2804 ในช่วง 5 นาทีแรก เป็น 0.1929 และ 0.1126 เมื่อเวลาผ่านไป 10 และ 20 นาทีตามลำดับ) สำหรับกรณีที่เกิดการขายปริมาณมากก็มีลักษณะเดียวกันคือปริมาณการซื้อขายเกิดในลักษณะเคาะขายมากกว่า และค่อย ๆ ปรับสู่สมดุลในเวลาต่อมา (มีค่า $I(i,t)$ ในช่วง 5 นาทีแรกเท่ากับ -0.2297 และเพิ่มเป็น -0.1893 และ -0.1478 ในเวลา 10 และ 20 นาที)

นอกจากนี้ ยังพบความโน้มเอียงของการซื้อขายในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมากอย่างชัดเจนเมื่อพิจารณาแยกกลุ่มตามระดับพฤติกรรมแห่ตามกัน กล่าวคือ ในกรณีที่เกิดการซื้อปริมาณมาก ปริมาณการซื้อขายเกือบทั้งหมดที่เกิดขึ้นในช่วง 5 นาทีแรกสำหรับกลุ่มตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ซื้อมากที่สุด ($BH > 0.30$) จะเกิดขึ้นในทิศทางเคาะซื้อ เห็นได้จากค่า $I(i,t)$ ที่สูงถึง 0.8356 (ถ้าหากค่าเป็น 1 แสดงว่าปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้นมีทิศทางเคาะซื้อทั้งหมด) และมีค่าลดลงเพียงเล็กน้อยเมื่อเวลาผ่านไป ส่วนกรณีที่เกิดพฤติกรรมแห่ซื้อมากที่สุดการขายปริมาณมาก ก็ยังพบว่าปริมาณการซื้อขายส่วนใหญ่ก็ยังคงเกิดในทิศทางเคาะซื้อ แต่มีค่า $I(i,t)$ น้อยกว่าคือ 0.5515 ในช่วง 5 นาทีแรก เป็นที่น่าสังเกตว่าแม้จะเกิดพฤติกรรมแห่ซื้อในระดับมากที่สุดเหมือนกันแต่ปริมาณการซื้อขายจะมีแนวโน้มเกิดในทางเคาะซื้อมากกว่าในกรณีที่เกิดการซื้อปริมาณมาก นอกจากนี้ หากพิจารณาในกลุ่มตัวอย่างที่เกิดการแห่ขายในระดับน้อย ($SH < 0.05$) หลังเกิดการซื้อปริมาณมาก จะพบว่า แม้เกิดพฤติกรรมแห่ขาย แต่ปริมาณการซื้อขายก็ยังเกิดในทิศ

ตารางที่ 4.2

ระดับความไม่สมดุลของปริมาณการซื้อขายภายหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก
แบ่งตามระดับของพฤติกรรมแห่ตามกัน

ตัวเลขในตารางข้างล่างแสดงระดับความไม่สมดุลโดยเฉลี่ยของปริมาณการซื้อขายภายหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาตามระดับพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นในช่วงเวลา 5, 10 และ 20 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ตามค่าสถิติของ Lakonishok et al. (1992) และแสดงจำนวนตัวอย่างของแต่ละกลุ่มไว้ในวงเล็บ โดยจำแนกระดับพฤติกรรมแห่ตามกันออกเป็น 4 ระดับสำหรับแต่ละทิศทางการแห่ตามกัน

ระดับความไม่สมดุลของปริมาณการซื้อขายคำนวณได้จากสมการ $I(i,t) = \frac{VolBuy(i,t) - VolSell(i,t)}{VolBuy(i,t) + VolSell(i,t)}$ โดย $I(i,t)$ คือระดับ

ความไม่สมดุลของปริมาณการซื้อขายหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากตัวอย่างที่ i ในช่วงเวลา t ส่วน $VolBuy(i,t)$ และ $VolSell(i,t)$ คือปริมาณหุ้นที่เกิดการเคาะซื้อและเคาะขายหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากตัวอย่างที่ i ในช่วงเวลา t ซึ่งค่าของ $I(i,t)$ จะมีค่าระหว่าง -1 ถึง 1 โดยในกรณีที่ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ตัวหนึ่งเกิดขึ้นในลักษณะเคาะขายทั้งหมด ค่าจะเป็น -1 หากเกิดในลักษณะเคาะซื้อทั้งหมดจะมีค่าเป็น 1 และหากมีปริมาณเท่ากันทั้งสองลักษณะจะมีค่าเป็น 0

ระดับพฤติกรรม แห่ตามกัน ¹	ระดับความไม่สมดุลของปริมาณการซื้อขาย $I(t)$					
	ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่ม			ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม		
	5 นาที	10 นาที	20 นาที	5 นาที	10 นาที	20 นาที
ซื้อมากที่สุด (BH > 0.30)	0.8356 (337)	0.7754 (329)	0.7445 (326)	0.5515 (524)	0.5254 (489)	0.5383 (370)
ซื้อมาก (0.15 ≤ BH < 0.30)	0.7107 (722)	0.6646 (823)	0.5734 (806)	0.2661 (667)	0.2876 (831)	0.3173 (924)
ซื้อปานกลาง (0.05 ≤ BH < 0.15)	0.6680 (935)	0.5228 (1,016)	0.4217 (1,029)	0.0911 (660)	0.1170 (773)	0.1428 (930)
ซื้อน้อย (BH < 0.05)	0.4244 (1,511)	0.3176 (1,604)	0.2225 (1,801)	-0.1174 (1,059)	-0.0678 (1,357)	-0.0203 (1,595)
ขายน้อย (SH < 0.05)	0.1677 (1,306)	0.0683 (1,497)	0.0056 (1,772)	-0.4541 (1,131)	-0.3733 (1,278)	-0.2667 (1,534)
ขายปานกลาง (0.05 ≤ SH < 0.15)	-0.0628 (648)	-0.0708 (796)	-0.1379 (998)	-0.7181 (637)	-0.6089 (712)	-0.4939 (814)
ขายมาก (0.15 ≤ SH < 0.30)	-0.1938 (643)	-0.2710 (780)	-0.3018 (855)	-0.8027 (552)	-0.7538 (690)	-0.7077 (758)
ขายมากที่สุด (SH > 0.30)	-0.5752 (471)	-0.5848 (459)	-0.6657 (385)	-0.8995 (283)	-0.8761 (326)	-0.8776 (368)
รวม	0.2804 (6,573)	0.1929 (7,304)	0.1126 (7,972)	-0.2297 (5,513)	-0.1893 (6,456)	-0.1478 (7,293)

¹ BH คือระดับพฤติกรรมแห่ซื้อ SH คือระดับพฤติกรรมแห่ขาย

ทางเคาะซื้อมากกว่า เห็นได้จากค่า $X(i,t)$ ที่เป็นบวกคือ 0.1677 ใน 5 นาทีแรก และแม้ว่าจะลดลงในเวลาต่อมาแต่ก็ยังมีความเป็นบวกอยู่ในช่วงเวลา 20 นาที ในทางกลับกันก็เช่นกัน กลุ่มตัวอย่างที่เกิดการแห่ซื้อในระดับน้อย ($BH < 0.05$) หลังเกิดการขายปริมาณมาก ปริมาณการซื้อขายจะเกิดในทิศทางเคาะขายมากกว่า ($X(i,t) = -0.1174$ ในช่วง 5 นาทีแรก และเพิ่มขึ้นจนติดลบเพียงเล็กน้อยในเวลา 20 นาที)

ผลการศึกษาในหัวข้อนี้แสดงให้เห็นเพิ่มเติมว่า นักลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมากมีแนวโน้มจะเป็นนักลงทุนรายใหญ่กว่านักลงทุนที่ซื้อขายสวนทิศทางกับการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งจะได้ศึกษารายละเอียดในหัวข้อต่อไป

2. การศึกษาขนาดของรายการซื้อขายที่เกิดขึ้นภายหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

สำหรับการศึกษาในส่วนนี้ ตัวอย่างข้อมูลจะถูกแบ่งกลุ่มในลักษณะเดียวกันกับหัวข้อที่แล้ว แต่จะหาขนาดเฉลี่ยของคำสั่งซื้อขายแต่ละคำสั่ง ทั้งทิศทางเคาะซื้อและเคาะขาย โดยเทียบขนาดให้เป็นร้อยละของขนาดการซื้อขายปริมาณมากเฉลี่ยบนหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ เพื่อเป็นการหลีกเลี่ยงผลกระทบเนื่องจากราคาหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน ได้ผลดังตารางที่ 4.3

จากตารางที่ 4.3 พบว่า ในกรณีที่เกิดการซื้อปริมาณมาก ขนาดของการเคาะซื้อโดยเฉลี่ยบนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดในช่วง 5 นาทีแรกมีค่าเท่ากับ 10.5769% ของขนาดเฉลี่ยการซื้อปริมาณมาก ในขณะที่การเคาะขายจะมีขนาดที่เล็กกว่าคือ 8.4560% ของขนาดเฉลี่ยการซื้อปริมาณมาก แต่เมื่อเวลาผ่านไปขนาดของการเคาะขายเฉลี่ยจะเพิ่มขึ้น แต่ก็ยังคงเล็กกว่าขนาดของการเคาะซื้อเฉลี่ย นอกจากนี้ เมื่อทดสอบผลต่างระหว่างขนาดการเคาะซื้อกับขนาดการเคาะขาย ก็พบว่าขนาดเคาะซื้อใหญ่กว่าอย่างมีนัยสำคัญในทุกช่วงเวลา แต่ผลต่างดังกล่าวจะมีแนวโน้มลดลงเมื่อเวลาผ่านไป โดยลดลงจาก 2.1209% เหลือ 1.4550% และ 0.8760% ในเวลา 10 และ 20 นาที ตามลำดับ

หากพิจารณาให้ละเอียดขึ้น โดยดูแยกตามกลุ่มตัวอย่างซึ่งแบ่งตามระดับพฤติกรรมแห่ตามกันจะพบว่า ขนาดของการเคาะซื้อในช่วง 5 นาทีแรกใหญ่กว่าขนาดของการเคาะขายอย่างมีนัยสำคัญในทุกระดับพฤติกรรมแห่ตามกัน ยกเว้นเพียงในกลุ่มที่ซื้อमतากเท่านั้น แต่เมื่อเวลาผ่านไปพบว่า ขนาดของการเคาะขายบนกลุ่มตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ซื้อเริ่มมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ทำให้ผลต่างระหว่างขนาดการเคาะซื้อและเคาะขายเริ่มไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม สำหรับกลุ่มตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ขาย ขนาดการเคาะซื้อยังคงใหญ่กว่าขนาดการเคาะขายอย่างมีนัยสำคัญแม้ว่าเวลาจะผ่านไปแล้วก็ตาม ยกเว้นแต่ในกรณีที่เกิดการแห่ขายในระดับสูงที่สุดเท่านั้นที่พบว่าขนาดการเคาะขายใหญ่กว่าขนาดการเคาะซื้อ แต่ก็ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าในกรณีที่เกิดการซื้อปริมาณมาก นักลงทุนที่ตัดสินใจเคาะซื้อหลักทรัพย์มีโอกาสเป็นนักลงทุนรายใหญ่มากกว่า โดยเฉพาะในช่วง 5 นาทีแรก ซึ่งน่าจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวขึ้นได้ อย่างไรก็ตามหากเกิดพฤติกรรมแห่ขาย นักลงทุนรายใหญ่จะเป็นผู้ซื้อสวนแรงขายจากนักลงทุนรายย่อย ยกเว้นเพียงในกรณีที่เกิดพฤติกรรมแห่ขายมากที่สุด ซึ่งอาจเป็นเพราะในกรณีที่เกิดการแห่ขายในระดับสูงที่สุดนั้น การซื้อปริมาณมากที่เกิดขึ้นไม่มีเหตุผลเชิงบวกมารองรับอย่างชัดเจน นักลงทุนรายใหญ่จึงขายหลักทรัพย์ออกไปเพื่อทำกำไร โดยมีนักลงทุนรายย่อยเพียงส่วนน้อย (เนื่องจากเกิดพฤติกรรมแห่ขายสูงที่สุด) เป็นผู้รับซื้อหลักทรัพย์เหล่านั้น

ตารางที่ 4.3

ขนาดของรายการซื้อขายภายหลังจากเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แบ่งตามระดับของพฤติกรรมแห่งตามกัน

ตารางข้างล่างแสดงค่าเฉลี่ยของขนาดรายการซื้อขายแต่ละรายการ ที่เกิดขึ้นภายหลังจากเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งวัดเป็นร้อยละของขนาดการซื้อขายปริมาณมากเฉลี่ยบนหลักทรัพย์ที่พิจารณาในสองทิศทางคือ เคาးซื้อ และเคาးขาย โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างตามระดับของพฤติกรรมแห่งตามกันในช่วงเวลาต่าง ๆ ได้แก่ 5, 10 และ 20 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ตามคำสถิติของ Lakonishok et al. (1992) และแสดงจำนวนตัวอย่างของแต่ละกลุ่มไว้ในวงเล็บ โดยจำแนกระดับพฤติกรรมแห่งตามกันออกเป็น 4 ระดับสำหรับแต่ละทิศทางการแห่งตามกัน นอกจากนี้ยังแสดงค่าเฉลี่ยของผลต่างระหว่างขนาดรายการเคาะซื้อและรายการเคาะขาย พร้อมทั้งค่า t-statistic ไว้ในวงเล็บเหลี่ยม เพื่อทดสอบว่าขนาดรายการเคาะซื้อและรายการเคาะขายมีขนาดแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ในแต่ละระดับของพฤติกรรมแห่งตามกัน

ระดับพฤติกรรม แห่งตามกัน ¹	5 นาที			10 นาที			20 นาที		
	เคาะซื้อ	เคาะ ขาย	ผลต่าง	เคาะซื้อ	เคาะ ขาย	ผลต่าง	เคาะซื้อ	เคาะขาย	ผลต่าง
ก. การซื้อ ขาย ปริมาณมากที่ผู้ซื้อ เ เป็น ฝ่าย เ รีม									
ซื้อมากที่สุด (BH > 0.30)	9.9187 (337)	5.9096 (337)	4.0762* * [4.412]	10.0203 (329)	9.2368 (329)	0.7480 [0.399]	10.7972 (326)	7.8258 (326)	2.9713* *
ซื้อมาก (0.15 ≤ BH < 0.30)	9.5893 (722)	8.6261 (722)	0.9771 [1.539]	10.1683 (823)	9.0736 (823)	1.1480* *	10.3264 (806)	9.9080 (806)	0.4184 [0.843]
ซื้อปานกลาง (0.05 ≤ BH < 0.15)	8.9164 (935)	6.9935 (935)	1.9759* *	10.1102 (1,016)	8.7463 (1,016)	1.4182* *	10.3790 (1,029)	9.8026 (1,029)	0.5763 [1.143]
ซื้อน้อย (BH < 0.05)	10.7484 (1,511)	9.3679 (1,511)	1.4007* *	10.4760 (1,604)	10.1190 (1,604)	0.3248 [0.847]	11.5318 (1,801)	11.1319 (1,801)	0.3998 [1.194]
ขายน้อย (SH < 0.05)	11.8616 (1,306)	9.5430 (1,306)	2.3734* *	11.1435 (1,497)	9.6624 (1,497)	1.4859* *	11.3953 (1,772)	10.6490 (1,772)	0.7463* *
ขายปานกลาง (0.05 ≤ SH < 0.15)	10.4318 (648)	7.8232 (648)	2.6068* *	10.8813 (796)	8.1388 (796)	2.8233* *	9.9918 (998)	9.2195 (998)	0.7723 [1.276]
ขายมาก (0.15 ≤ SH < 0.30)	10.2467 (643)	6.6368 (643)	3.6520* *	10.6219 (780)	7.6727 (780)	2.9182* *	10.4928 (855)	7.5933 (855)	2.8995* *
ขายมากที่สุด (SH > 0.30)	8.4974 (471)	6.8278 (471)	1.6143* [1.929]	9.9637 (459)	7.6387 (459)	1.5836* [1.745]	8.8975 (385)	9.4370 (385)	-0.5395 [-0.434]
รวม	10.5769 (6,573)	8.4560 (6,573)	2.1209* *	10.7111 (7,304)	9.2561 (7,304)	1.4550* *	10.7693 (7,972)	9.8933 (7,972)	0.8760* *

¹ BH คือระดับพฤติกรรมแห่งซื้อ SH คือระดับพฤติกรรมแห่งขาย

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.3 (ต่อ)
ขนาดของรายการซื้อขายภายหลังจากเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แบ่งตามระดับของพฤติกรรมแห่งตามกัน

ระดับพฤติกรรม แห่งตามกัน ¹	5 นาที			10 นาที			20 นาที		
	เกาะซื้อ	เกาะขาย	ผลต่าง	เกาะซื้อ	เกาะขาย	ผลต่าง	เกาะซื้อ	เกาะขาย	ผลต่าง
ข. การซื้อ	ขายปริมาณมากที่ผู้ขาย			ขายเป็นฝ่ายเริ่ม					
ซื้อมากที่สุด (BH > 0.30)	5.6081 (524)	8.0090 (524)	- 2.4063* *	6.1423 (489)	7.2875 (489)	- 1.1254* *	7.8366 (370)	8.3490 (370)	- 0.5124* *
			[-3.110]			[-1.746]			[-0.541]
ซื้อมาก (0.15 ≤ BH < 0.30)	5.9568 (667)	8.5748 (667)	- 2.6603* *	7.4943 (831)	9.0241 (831)	- 1.4709* *	6.7754 (924)	8.9450 (924)	- 2.1696* *
			[-5.189]			[-2.329]			[-4.636]
ซื้อปานกลาง (0.05 ≤ BH < 0.15)	6.8661 (660)	9.8599 (660)	- 3.1428* *	6.6064 (773)	9.2066 (773)	- 2.5872* *	7.3378 (930)	9.6216 (930)	- 2.2838* *
			[-5.364]			[-5.096]			[-6.531]
ซื้อน้อย (BH < 0.05)	8.0580 (1,059)	11.9746 (1,059)	- 3.8894* *	8.5104 (1,357)	11.2039 (1,357)	- 2.7555* *	8.9452 (1,595)	10.7273 (1,595)	- 1.7820* *
			[-7.346]			[-6.753]			[-5.452]
ขายน้อย (SH < 0.05)	7.1621 (1,131)	11.2013 (1,131)	- 4.1571* *	8.8666 (1,278)	12.2802 (1,278)	- 3.3571* *	9.6145 (1,534)	11.6051 (1,534)	- 1.9906* *
			[-7.342]			[-6.691]			[-5.000]
ขายปานกลาง (0.05 ≤ SH < 0.15)	5.4818 (637)	9.8431 (637)	- 4.4327* *	5.9801 (712)	9.4494 (712)	- 3.4568* *	8.3490 (814)	10.1695 (814)	- 1.8205* *
			[-6.600]			[-7.006]			[-3.348]
ขายมาก (0.15 ≤ SH < 0.30)	3.9772 (552)	9.6615 (552)	- 5.7822* *	5.6181 (690)	9.9562 (690)	- 4.3616* *	6.0972 (758)	9.9367 (758)	- 3.8395* *
			[-9.717]			[-6.731]			[-7.839]
ขายมากที่สุด (SH > 0.30)	1.9925 (283)	12.0177 (283)	- 10.3215* *	3.8631 (326)	10.8449 (326)	- 6.8241* *	3.7488 (368)	11.2572 (368)	- 7.5085* *
			[-11.417]			[-5.814]			[-7.114]
รวม	6.3525 (5,513)	10.5003 (5,513)	- 4.1478* *	7.2715 (6,456)	10.2916 (6,456)	- 3.0201* *	7.9251 (7,293)	10.3068 (7,293)	- 2.3817* *
			[-18.511]			[-14.8479]			[-13.920]

¹ BH คือระดับพฤติกรรมแห่งซื้อ SH คือระดับพฤติกรรมแห่งขาย

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ในกรณีที่เกิดการขายปริมาณมากก็ได้ผลในทำนองเดียวกัน ขนาดของการเคาะขายโดยเฉลี่ยบนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดในช่วง 5 นาทีแรกมีค่า 10.5003% ของขนาดเฉลี่ยการขายปริมาณมาก ในขณะที่ขนาดเฉลี่ยของการเคาะซื้อที่มีขนาดเล็กกว่าอย่างเห็นได้ชัดคือ 6.3525% ของขนาดเฉลี่ยการขายปริมาณมาก และเมื่อเวลาผ่านไปขนาดของการเคาะซื้อจะเพิ่มขึ้น แต่ก็ยังคงเล็กกว่าขนาดการเคาะขายเฉลี่ย นอกจากนี้ เมื่อทดสอบผลต่างระหว่างขนาดของการเคาะซื้อกับขนาดของการเคาะขายก็พบว่าขนาดของการเคาะขายใหญ่กว่าอย่างมีนัยสำคัญทุกช่วงเวลา แต่ผลต่างของขนาดก็มีแนวโน้มลดลงเรื่อย ๆ เช่นกัน จาก 4.1478% เป็น 3.0201% และ 2.3817% ตามลำดับ

หากพิจารณาโดยแยกตามกลุ่มตัวอย่างซึ่งแบ่งตามระดับพฤติกรรมแห่งตามกันจะพบว่า ขนาดของการเคาะขายเฉลี่ยใหญ่กว่าขนาดของการเคาะซื้อเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญบนทุกระดับพฤติกรรมแห่งตามกันในทุกช่วงเวลา โดยผลต่างระหว่างขนาดการเคาะขายกับเคาะซื้อจะเพิ่มขึ้นเมื่อระดับการแห่ขายมากขึ้น แต่มีแนวโน้มลดลงเมื่อเวลาผ่านไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่เกิดพฤติกรรมแห่ขายมากที่สุดนั้นพบว่า คำสั่งเคาะขายมีขนาดใหญ่กว่าคำสั่งเคาะซื้อถึง 6 เท่าในช่วง 5 นาทีแรกและยังคงใหญ่กว่าประมาณ 3 เท่าในช่วง 10-20 นาทีหลังเกิดการขายปริมาณมาก ซึ่งสาเหตุที่ขนาดการเคาะขายใหญ่กว่าขนาดการเคาะซื้ออย่างมีนัยสำคัญเช่นนี้อาจเกิดจากข้อห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้า (short sell) ทำให้นักลงทุนสถาบันซึ่งมักลงทุนเป็นจำนวนมากในหลักทรัพย์หลายตัวเพื่อกระจายความเสี่ยงจึงเป็นนักลงทุนกลุ่มเดียวที่สามารถขายหลักทรัพย์ได้ทันที ทำให้ขนาดการขายโดยเฉลี่ยมีขนาดใหญ่ ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยมักเป็นผู้รับซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าว

กล่าวโดยสรุป ผลการศึกษาในส่วนนี้แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนรายใหญ่มีแนวโน้มซื้อขายในทิศทางเดียวกันกับการซื้อขายปริมาณมากที่เกิดขึ้น และนักลงทุนรายย่อยมักมีพฤติกรรมสวนตลาดในระยะสั้น นอกจากนี้ผลต่างระหว่างขนาดการซื้อขายจะค่อย ๆ ลดลงเมื่อเวลาผ่านไปแสดงให้เห็นว่านักลงทุนรายย่อยเริ่มกลับทิศทางการซื้อขายเป็นทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก ในขณะที่นักลงทุนรายใหญ่เริ่มซื้อขายสวนทาง แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วจะเกิดความไม่เท่าเทียมกันในการรับรู้ข้อมูลระหว่างนักลงทุนรายใหญ่และรายย่อย เนื่องจากการซื้อขายตรงกันข้ามตลอดเวลา ซึ่งผลที่ได้นี้สอดคล้องกับผลการศึกษาจากหัวข้อที่แล้วเป็นอย่างดี ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ในช่วง 5 นาทีแรกหลังการซื้อ(ขาย)ปริมาณมากน่าจะปรับตัวเพิ่ม(ลด)อย่างชัดเจน ซึ่งการศึกษาเกี่ยวกับการปรับตัวของราคาในหัวข้อต่อไปจะทำให้สรุปได้ว่านักลงทุนกลุ่มใดมีความสามารถมากกว่ากัน อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่เกิดพฤติกรรมแห่ขายในระดับมากที่สุด พบว่ามีแนวโน้มที่นักลงทุนรายใหญ่จะขายหลักทรัพย์ออกมา ไม่ว่าจะก่อนหน้านี้จะเกิดการซื้อหรือการขายปริมาณมากก็ตาม หากตั้งสมมุติฐานว่าระดับพฤติกรรมแห่งตามกันสะท้อนความน่าเชื่อถือของข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ นักลงทุนรายใหญ่ก็จะเป็นกลุ่มที่มีความสามารถในการเข้าถึงและวิเคราะห์ข้อมูลเชิงลบได้ดีกว่านักลงทุนรายย่อย หรืออาจมองในอีกมุมหนึ่งว่านักลงทุนรายใหญ่มีความอ่อนไหวต่อข่าวร้ายมากกว่าก็เป็นได้

4.1.5 การวิเคราะห์สมการถดถอยเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่งตามกัน

เพื่อทดสอบว่ามีปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลต่อระดับพฤติกรรมแห่งตามกัน การศึกษาในส่วนนี้จึงนำเอาตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากมาวิเคราะห์สมการถดถอยโดยใช้แบบจำลองในสมการที่ (5) และได้ผลการวิเคราะห์ดังตารางที่ 4.4

จากตารางที่ 4.4 จะเห็นว่า ระดับของพฤติกรรมแห่งตามกันในทุกช่วงเวลา ทั้งในด้านซื้อและขายมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าการซื้อขายปริมาณมากที่เกิดขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการซื้อปริมาณมาก

ตารางที่ 4.4

การวิเคราะห์สมการถดถอยของระดับพฤติกรรมแห่ตามกัน

ผลในตารางข้างล่างได้มาจากการวิเคราะห์สมการถดถอย

$$H(t) = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{Value}) + \beta_2 \ln(\text{price}) + \beta_3 R5\text{min} + \varepsilon$$

เมื่อ $H(t)$ คือระดับพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางต่าง ๆ ได้แก่ ชื้อ (BH), ขาย (SH) และไม่พิจารณาทิศทาง (AH) ในช่วงเวลา (t) เท่ากับ 5, 10 และ 20 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก, Value คือ มูลค่าของรายการซื้อขายปริมาณมาก (บาท), Price คือ ราคาของรายการซื้อขายปริมาณมาก และ $R5\text{min}$ คือผลตอบแทน (%) ที่เกิดขึ้นในช่วง 5 นาทีก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก และแสดงค่า t-statistic สำหรับสัมประสิทธิ์แต่ละตัวไว้ในวงเล็บ ตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากที่นำมาวิเคราะห์อยู่ในช่วงระหว่างเดือนมกราคม 1996 ถึงธันวาคม 1998

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ				Adj R ²	F-statistic	Sample size
	ค่าคงที่	ln(Value)	ln(price)	R5min			
<i>ก. การซื้อขายปริมาณมากที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่ม</i>							
BH(5)	-0.0156 (-0.447)	0.0087 ** (3.307)	-0.0037 (-1.604)	-0.5654 ** (-5.106)	0.014	14.551	2,856
BH(10)	-0.0484 (-1.474)	0.0123 ** (4.921)	-0.0119 ** (-5.406)	-0.4974 ** (-4.599)	0.016	16.329	2,951
BH(20)	-0.0235 (-0.781)	0.0102 ** (4.418)	-0.0103 ** (-5.065)	-0.4967 ** (-5.161)	0.016	16.343	2,968
SH(5)	-0.3543 ** (-8.180)	0.0355 ** (11.020)	-0.0180 ** (-5.871)	0.2821 ** (1.970)	0.043	40.622	2,731
SH(10)	-0.2573 ** (-6.844)	0.0283 ** (10.068)	-0.0155 ** (-5.795)	0.1661 (1.341)	0.033	33.939	2,954
SH(20)	-0.1939 ** (-6.190)	0.0221 ** (9.396)	-0.0100 ** (-4.537)	0.1735 (1.572)	0.027	29.779	3,201
AH(5)	-0.1856 ** (-6.676)	0.0222 ** (10.626)	-0.0104 ** (-5.461)	-0.1521 * (-1.693)	0.021	40.404	5,587
AH(10)	-0.1594 ** (-6.366)	0.0208 ** (11.024)	-0.0139 ** (-8.038)	-0.1375 * (-1.669)	0.021	43.031	5,905
AH(20)	-0.1110 ** (-5.089)	0.0165 ** (9.950)	-0.0106 ** (-7.003)	-0.1769 ** (-2.418)	0.017	35.850	6,169

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.4 (ต่อ)
การวิเคราะห์สมการถดถอยของระดับพฤติกรรมแห่ตามกัน

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ				Adj R ²	F-statistic	Sample size
	ค่าคงที่	ln(Value)	ln(price)	R5min			
จ. การซื้อขายปริมาณมากที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม							
BH5	-0.0153 ** (-3.226)	0.0221 ** (6.253)	-0.0165 ** (-5.309)	-0.4263 ** (-3.551)	0.022	19.659	2,682
BH10	-0.1790 ** (-4.605)	0.0228 ** (7.804)	-0.0148 ** (-5.674)	-0.1835 * (-1.697)	0.022	22.069	2,972
BH20	-0.2163 ** (-6.624)	0.0243 ** (9.837)	-0.0138 ** (-6.316)	-0.1212 (-1.203)	0.031	32.771	3,112
SH5	0.0802 ** (1.963)	0.0026 (0.830)	-0.0106 ** (-3.850)	0.4601 ** (4.041)	0.011	10.759	2,465
SH10	0.0317 (0.814)	0.071 ** (2.357)	-0.0132 ** (-5.115)	0.3299 ** (3.126)	0.013	11.532	2,625
SH20	-0.0561 (-1.601)	0.0138 ** (5.082)	-0.0160 ** (-6.753)	0.2701 ** (3.037)	0.018	17.484	2,826
AH5	-0.0596 * (-1.884)	0.0143 ** (5.975)	-0.0148 ** (-7.031)	-0.0979 (-1.169)	0.011	19.118	5,147
AH10	-0.0877 ** (-3.197)	0.0162 ** (7.754)	-0.0150 ** (-8.155)	0.0458 (0.607)	0.014	26.064	5,597
AH20	-0.1361 ** (-5.719)	0.0192 ** (10.539)	-0.01532 ** (-9.522)	0.1093 * (1.649)	0.021	42.081	5,938

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

หรือขายปริมาณมากก็ตาม แต่ความสัมพันธ์จะปรากฏชัดเจนกว่าสำหรับพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งแสดงให้เห็นว่า มีนักลงทุนบางส่วนที่เชื่อว่ายิ่งการซื้อขายปริมาณมากนั้นมีมูลค่ามากขึ้นก็ว่าจะมีข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่สำคัญมากขึ้นเกี่ยวข้องอยู่ด้วย (แต่นักลงทุนกลุ่มนั้นไม่ทราบแน่ชัดว่าข้อมูลนั้นคืออะไร) จึงตัดสินใจลงทุนตามทิศทางของการซื้อขายปริมาณมากนั้น อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์กับมูลค่าการซื้อขายปริมาณมากที่ปรากฏชัดเจนมากกว่าสำหรับพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อขายปริมาณมากก็แสดงให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์ไทยน่าจะมีความสามารถที่ดีในการยับยั้งการเปลี่ยนแปลงอย่างรุนแรงของราคาหลักทรัพย์

นอกจากนี้ ระดับพฤติกรรมแห่ตามกันทั้งด้านซื้อและด้านขายทุกช่วงเวลา ยังมีความสัมพันธ์ในทางลบอย่างมีนัยสำคัญกับราคาหลักทรัพย์ที่เกิดการซื้อขายปริมาณมาก แสดงให้เห็นว่า พฤติกรรมแห่ตามกันมีแนวโน้มเกิดขึ้นบนหลักทรัพย์ราคาถูกมากกว่าหลักทรัพย์ราคาแพง เนื่องจากหลักทรัพย์ราคาแพงมักเป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ในความสนใจของนักลงทุน จึงมีข้อมูลข่าวสารกระจายในตลาดมาก และมีนักลงทุนสถาบันหรือต่างประเทศที่เชื่อกันว่ามีความสามารถในการวิเคราะห์ข้อมูลติดตามอยู่จึงเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันได้ไม่มากนัก อีกสาเหตุหนึ่งที่เป็นไปได้คือ หลักทรัพย์ที่มีราคาถูกสามารถให้ผลตอบแทนในรูปเปอร์เซ็นต์ได้มากกว่า เพราะมีช่วงราคา (spread) ที่กว้างกว่าหลักทรัพย์ราคาสูงเมื่อคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ นักลงทุนระยะสั้นจึงนิยมเก็งกำไรบนหลักทรัพย์เหล่านี้โดยคาดหวังว่าการซื้อขายปริมาณมากจะช่วยผลักดันราคาหลักทรัพย์ให้เปลี่ยนแปลงได้มากในระยะสั้น

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยยังพบอีกว่า ระดับพฤติกรรมแห่ซื้อที่มีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนในช่วง 5 นาทีแรกก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แต่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติน้อยกว่าในกรณีเกิดการขายปริมาณมาก นอกจากนี้ ระดับพฤติกรรมแห่ขายก็มีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนในช่วง 5 นาทีแรกก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แต่จะมีระดับนัยสำคัญต่ำกว่าในกรณีที่เกิดการซื้อปริมาณมาก ซึ่งผลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า นักลงทุนได้นำเอาผลตอบแทนระยะสั้นก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมากมาพิจารณาด้วย หากราคาได้ปรับในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมากมาพอสมควรแล้ว นักลงทุนจะคาดการณ์ว่ามูลค่าคาดหวังของข้อมูลที่ทำให้เกิดการซื้อขายปริมาณมากดังกล่าวได้ถูกรวมไปในราคาเรียบร้อยแล้ว จึงทำให้พฤติกรรมแห่ตามกันในทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมากลดลงอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากข้อมูลที่น่ามาศึกษานี้เป็นข้อมูลบนหลักทรัพย์เพียงส่วนหนึ่งของตลาด ซึ่งส่วนใหญ่ถูกจัดอยู่ในดัชนี SET50 ซึ่งโดยปกติการกระจายข้อมูลของหลักทรัพย์กลุ่มนี้มักเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพอยู่แล้วเนื่องจากมีนักลงทุนหลายกลุ่มสนใจลงทุน รวมทั้งมีสภาพคล่องสูง โอกาสที่ราคาหลักทรัพย์เหล่านี้จะเปลี่ยนแปลงโดยไม่มีเหตุผลรองรับจึงเกิดขึ้นได้ยาก ประกอบกับนักลงทุนที่มีข้อซื้อขายในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมากมักเป็นนักลงทุนรายใหญ่ ความสัมพันธ์ที่พบในส่วนนี้อาจไม่สามารถยับยั้งการเปลี่ยนแปลงของราคาอย่างไร้เหตุผลได้อย่างสมบูรณ์

4.1.6 สรุปผลการศึกษเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกัน

จากผลการศึกษาทั้งหมดในประเด็นนี้ อาจกล่าวได้ว่า จะเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันอย่างชัดเจนภายในช่วงเวลา 5-20 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก อย่างไรก็ตาม พฤติกรรมแห่ตามกันดังกล่าวกลับมีแนวโน้มที่จะช่วยหาราคาหลักทรัพย์ในตลาดปรับตัวสู่สมดุลได้เร็วขึ้น ดังจะเห็นได้จาก พฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อขายปริมาณมากมักมีขนาดใหญ่กว่าพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก

โดยมีแนวโน้มลดลงเมื่อเวลาผ่านไป และยังคงมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับผลตอบแทนบนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น 5 นาทีก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แต่เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ไทยมีข้อห้ามในการขายหลักทรัพย์ล่วงหน้า (short sell) ทำให้ความสามารถในการชะลอการเพิ่มของราคาหลักทรัพย์มีต่ำกว่าความสามารถในการชะลอการลดลงของราคาหลักทรัพย์ จุดอ่อนนี้จึงเป็นปัจจัยส่งเสริมให้เกิดการปั่นหุ้นได้ง่ายขึ้น

นอกจากนี้ยังพบว่า พฤติกรรมเหล่านี้จะเพิ่มขึ้นตามสภาพคล่องภายหลังการซื้อขายปริมาณมากและเพิ่มขึ้นเมื่อมูลค่าของรายการซื้อขายปริมาณมากมีค่ามากขึ้น แสดงให้เห็นว่านักลงทุนเชื่อว่าการซื้อขายปริมาณมากที่เกิดขึ้นนั้นยังมีมูลค่ามาก หรือมีผู้อื่นตัดสินใจลงทุนตามมากก็ยิ่งน่าจะมีโอกาสสูงที่มีข้อมูลซึ่งมีมูลค่าคาดหวังสูง (แต่เขาไม่รู้) อยู่เบื้องหลัง โดยเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำ ซึ่งโดยปกติมักเป็นหลักทรัพย์ที่ไม่อยู่ในความสนใจของนักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาด ทำให้มีข้อมูลข่าวสารน้อยอยู่แล้ว จึงมีโอกาสเกิดพฤติกรรมเหล่านี้ได้มาก ซึ่งผลการวิเคราะห์สามารถลดข้อกังขานับสมมติฐานดังกล่าว

ผลการศึกษายังสามารถอธิบายถึงแนวโน้มพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยได้ว่า นักลงทุนรายใหญ่มักตัดสินใจซื้อขายในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังการขายปริมาณมาก ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยมักตัดสินใจซื้อขายในทิศทางตรงข้ามกับการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Khanthavit (1996) ยกเว้นแต่เพียงกรณีที่หลักทรัพย์นั้นเกิดพฤติกรรมแห่ขายในระดับสูงสุดซึ่งพบว่า นักลงทุนรายใหญ่ก็จะขายหลักทรัพย์เช่นกัน ไม่ว่าจะเกิดการซื้อปริมาณมากหรือขายปริมาณมาก แต่ในช่วงเวลาหลังจากการซื้อขายปริมาณมากเกิดขึ้นแล้วตั้งแต่ 5 นาทีเป็นต้นไปกลับพบว่า นักลงทุนทั้งรายใหญ่และรายย่อยเริ่มมีการซื้อขายกลับทิศทางกันกับในช่วงแรก กล่าวคือ นักลงทุนรายย่อยเริ่มหันมาซื้อขายในทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก และนักลงทุนรายใหญ่เริ่มซื้อขายในทางตรงข้าม แสดงให้เห็นถึงความไม่เท่าเทียมกันในการรับรู้ข้อมูล ซึ่งการจะตัดสินใจว่านักลงทุนกลุ่มใดเป็นฝ่ายถูกนั้นต้องพิจารณาผลการศึกษาในเรื่องการปรับตัวของราคาที่จะได้กล่าวในหัวข้อต่อไป

4.2 การปรับตัว และขนาดของผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นภายหลังการซื้อขายปริมาณมาก

การศึกษาในหัวข้อ 4.1 ทั้งหมดให้ภาพรวมเกี่ยวกับพฤติกรรมกรซื้อขายของนักลงทุน แต่ยังไม่ให้ภาพรวมเกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาซึ่งเกิดจากพฤติกรรมดังกล่าว ดังจะได้นำเสนอต่อไปในหัวข้อนี้ โดยตัวอย่างข้อมูลที่ใช้อยู่คงเหมือนกับหัวข้อ 4.1 แต่จะตัดตัวอย่างบางส่วนซึ่งไม่มีการซื้อขายเกิดขึ้นหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก และตัวอย่างบนหลักทรัพย์ที่ราคาน้อยกว่า 1 บาทออกไป ซึ่งผลการศึกษาแบ่งเป็นหัวข้อดังต่อไปนี้

4.2.1 การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในระดับรายการซื้อขาย

การศึกษาในหัวข้อนี้ จะแบ่งกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดเป็น 8 กลุ่มย่อย ตามระดับและทิศทางของพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นในช่วง 5 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก จากนั้นจึงคำนวณหาผลตอบแทนส่วนเกินแบบรายการต่อรายการของกลุ่มตัวอย่างแต่ละกลุ่ม ตั้งแต่รายการซื้อขายที่ 5 ก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ถึงรายการที่ 5 หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ได้ผลดังแสดงในตารางที่ 4.5

ในกรณีการซื้อปริมาณมากพบว่า เกิดผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ย 0.67% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ที่เกิดการซื้อปริมาณมาก (รายการซื้อขายที่ 0) และยังคงพบความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามระหว่างระดับพฤติกรรมแห่ตาม

ตารางที่ 4.5

ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกินแบบรายการต่อรายการ (mean trade-to-trade excess returns) ตั้งแต่รายการที่ 5 ก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ถึงรายการที่ 5 หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แบ่งตามระดับของพฤติกรรมแห่ตามกัน

ตารางข้างล่างแสดงค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกินแบบรายการต่อรายการ ในช่วงเวลาก่อนและหลังการเกิดการซื้อขายปริมาณมาก และแสดงค่า t-statistic ของการทดสอบว่าผลตอบแทนส่วนเกินดังกล่าว มีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ไว้ในวงเล็บ โดยผลตอบแทนส่วนเกิน (RX_{it}) หาได้จากสมการ $KX_{it} = \sum_{b=1}^b (K_{bit} - BEN_i) / n_i$ โดย R_{bit} คือผลตอบแทนที่เกิดขึ้นระหว่างรายการซื้อขายที่ i กับ $i-1$ ส่วน BEN_i คือ ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนแบบรายการต่อรายการตั้งแต่รายการซื้อขายที่ 20 ถึงรายการซื้อขายที่ 11 ก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก และ n_i คือจำนวนตัวอย่างรายการซื้อขายปริมาณมาก บนหลักทรัพย์ i โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 4 ระดับสำหรับแต่ละทิศทางของการแห่ตามกันซึ่งวัดโดยใช้สมการที่ (1) ในช่วงเวลา 5 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

ระดับพฤติกรรม แห่ตามกัน ¹	ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกินแบบรายการต่อรายการ (mean trade-to-trade excess returns) ณ รายการซื้อขายต่าง ๆ (หน่วย : เปอร์เซนต์)										
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
ก. การซื้อขายปริมาณมากที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่ม แบ่งกลุ่มตามระดับพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วงเวลา 5 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก											
ซื้อมากที่สุด (BH > 0.30)	0.082 (1.390)	-0.014 (-0.292)	0.025 (0.313)	0.013 (0.156)	0.044 (0.615)	0.609** (7.126)	0.009 (0.181)	0.034 (0.600)	0.042 (0.845)	-0.032 (-0.656)	-0.083 (-1.539)
ซื้อมาก (0.15 ≤ BH < 0.30)	0.046 (1.148)	0.062 (1.420)	0.093** (2.171)	0.015 (0.335)	0.119** (2.657)	0.542** (10.705)	0.043 (1.580)	0.007 (0.305)	-0.012 (-0.386)	-0.009 (-0.259)	0.035 (1.034)
ซื้อปานกลาง (0.05 ≤ BH < 0.15)	0.069* (1.644)	0.059 (1.274)	0.095 (1.533)	0.133** (2.707)	0.196** (5.393)	0.527** (14.329)	0.028 (1.031)	0.141** (5.017)	0.050** (2.001)	-0.024 (-0.842)	0.033 (1.152)
ซื้อน้อย (BH < 0.05)	0.012 (0.444)	0.051 (0.823)	0.261* (1.840)	0.032 (0.531)	0.324** (2.296)	0.695** (19.651)	0.038* (1.749)	0.074** (3.229)	0.049* (1.839)	0.005 (0.222)	-0.003 (-0.151)
ขายน้อย (SH < 0.05)	-0.060 (-0.998)	0.285* (1.836)	0.067** (2.022)	0.028 (0.474)	0.333** (2.509)	0.734** (19.607)	-0.039* (-1.732)	0.046* (1.671)	0.074** (2.483)	0.007 (0.267)	-0.015 (-0.558)
ขายปานกลาง (0.05 ≤ SH < 0.15)	0.082** (2.105)	-0.007 (-0.141)	0.117** (2.015)	0.209** (4.518)	0.243** (5.140)	0.735** (13.260)	-0.022 (-0.498)	0.042 (1.365)	-0.006 (-0.173)	-0.011 (-0.276)	0.055 (1.543)
ขายมาก (0.15 ≤ SH < 0.30)	0.135* (1.659)	0.192** (2.727)	0.162** (3.805)	0.024 (0.534)	0.190** (4.595)	0.732** (14.957)	-0.059* (-1.721)	0.072** (2.046)	-0.003 (-0.102)	0.008 (0.257)	-0.017 (-0.495)
ขายมากที่สุด (SH > 0.30)	0.036 (0.866)	0.102** (3.005)	0.142** (3.162)	0.119** (3.300)	0.164** (4.310)	0.721** (13.790)	-0.082** (-3.343)	0.047 (1.336)	-0.004 (-0.099)	-0.024 (-0.812)	-0.038 (-1.503)
รวม	0.034* (1.813)	0.111** (3.014)	0.136** (3.857)	0.066** (3.086)	0.240** (5.549)	0.670** (41.128)	-0.006 (-0.540)	0.063** (5.839)	0.033** (2.822)	-0.005 (-0.443)	0.001 (0.121)

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

¹ BH คือระดับพฤติกรรมแห่ซื้อ SH คือระดับพฤติกรรมแห่ขาย

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.5 (ต่อ)

ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกินแบบรายการต่อรายการ (mean trade-to-trade excess returns) ตั้งแต่รายการที่ 5 ก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ถึงรายการที่ 5 หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แบ่งตามระดับของพฤติกรรมเห่ตามกัน

ระดับพฤติกรรม เห่ตามกัน ¹	ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกิน แบบรายการต่อรายการ (mean trade-to-trade excess returns) ณ รายการซื้อขายต่าง ๆ (หน่วย : เปอร์เซ็นต์)										
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
ข. การซื้อขายปริมาณมากที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม แบ่งกลุ่มตามระดับพฤติกรรมเห่ตามกันในช่วงเวลา 5 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก											
ซื้อมากที่สุด (BH > 0.30)	-0.153** (-3.163)	-0.109** (-2.222)	-0.273** (-2.234)	0.050 (0.186)	-0.223** (-5.027)	-0.959** (-16.332)	0.041* (1.636)	-0.042* (-1.763)	-0.052 (-1.357)	0.050 (1.285)	-0.111** (-3.397)
ซื้อมาก (0.15 ≤ BH < 0.30)	0.063 (0.663)	-0.036 (-0.837)	-0.225** (-3.335)	-0.060 (-0.735)	-0.215** (-5.043)	-0.864** (-17.891)	0.090** (2.792)	-0.109** (-3.586)	-0.065* (-1.936)	0.028 (0.847)	-0.060** (-2.118)
ซื้อปานกลาง (0.05 ≤ BH < 0.15)	-0.137* (-1.827)	-0.087 (-0.644)	0.068 (0.444)	-0.062 (-1.336)	-0.225** (-4.853)	-0.875** (-15.736)	0.023 (0.685)	-0.012 (-0.375)	0.014 (0.420)	-0.021 (-0.730)	-0.040 (-1.385)
ซื้อน้อย (BH < 0.05)	-0.082** (-2.794)	-0.107** (-2.770)	-0.149** (-2.917)	-0.186** (-2.264)	-0.081 (-0.935)	-0.772** (-19.369)	0.017 (0.626)	-0.117** (-3.941)	-0.005 (-0.167)	-0.064** (-2.584)	-0.011 (-0.460)
ขายน้อย (SH < 0.05)	-0.062 (-1.594)	-0.128** (-2.003)	0.037 (0.232)	-0.147** (-2.181)	-0.095 (-1.554)	-0.736** (-20.081)	-0.084** (-3.429)	-0.076** (-2.952)	-0.107** (-3.637)	-0.038 (-1.380)	0.006 (0.220)
ขายปานกลาง (0.05 ≤ SH < 0.15)	-0.030 (-0.496)	-0.152* (-1.880)	-0.231* (-1.745)	0.020 (0.125)	-0.099 (-1.328)	-0.523** (-12.758)	-0.062** (-2.481)	-0.189** (-5.908)	-0.053** (-1.597)	-0.074** (-2.475)	-0.023 (-0.603)
ขายมาก (0.15 ≤ SH ≤ 0.30)	0.117 (0.501)	-0.057 (-0.248)	0.061 (0.232)	-0.019 (-0.077)	-0.171** (-3.381)	-0.571** (-10.619)	-0.028 (-0.994)	-0.087** (-3.173)	-0.081* (-1.929)	0.056 (1.250)	-0.082* (-1.919)
ขายมากที่สุด (SH > 0.30)	-0.038 (-0.405)	-0.147* (-1.794)	0.010 (0.204)	-0.303* (-1.922)	0.101 (0.473)	-0.680** (-7.463)	-0.030 (-0.971)	-0.063** (-1.976)	0.050 (0.882)	-0.079 (-1.327)	-0.007 (-0.179)
รวม	-0.047 (-1.563)	-0.103** (-3.078)	-0.085 (-1.626)	-0.092* (-1.951)	-0.132** (-4.851)	-0.753** (-43.424)	-0.009 (-0.907)	-0.090** (-8.240)	-0.047** (-3.768)	-0.022* (-1.870)	-0.034** (-2.922)

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

¹ BH คือระดับพฤติกรรมเห่ซื้อ SH คือระดับพฤติกรรมเห่ขาย

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

กันกับผลตอบแทนส่วนเกินสะสมในช่วงตั้งแต่ 4 รายการซื้อขายก่อนเกิดการซื้อปริมาณมากถึงขณะเกิดการซื้อปริมาณมากอย่างเห็นได้ชัด กล่าวคือ หากในช่วงดังกล่าวเกิดผลตอบแทนส่วนเกินสูง มักจะเกิดพฤติกรรมแห่ขายในระดับสูง แต่ถ้าผลตอบแทนที่เกิดขึ้นมีค่าต่ำ จะเกิดพฤติกรรมแห่ซื้อในระดับสูงเช่นกัน ในด้านการปรับตัวของราคาบนตัวอย่างทั้งหมดพบว่า หลังเกิดการซื้อปริมาณมากจะเกิดผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นบวกจนถึงรายการซื้อขายที่ 3 หลังเกิดการซื้อปริมาณมาก

สำหรับกรณีการขายปริมาณมากพบว่า เกิดผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ย -0.753% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ พื้นที่ที่เกิดการขายปริมาณมาก (รายการซื้อขายที่ 0) และพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นจะมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับผลตอบแทนส่วนเกินสะสมตั้งแต่ 4 รายการซื้อขายก่อนเกิดการขายปริมาณมาก ในด้านการปรับตัวของราคาบนตัวอย่างทั้งหมดพบว่า เกิดผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญจนถึงรายการซื้อขายที่ 5 หลังเกิดการขายปริมาณมาก อย่างไรก็ตามหากพิจารณาการปรับตัวบนหลักทรัพย์ที่ได้แบ่งกลุ่มไว้ตามระดับพฤติกรรมแห่ตามกันจะเห็นว่า ณ รายการซื้อขายที่ 4 และ 5 นั้นเกิดผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นลบบนกลุ่มตัวอย่างเพียงบางระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันเท่านั้น และยังไม่มีความต่อเนื่องกับการปรับตัวที่เกิดขึ้นในช่วงแรกอีกด้วย

นอกจากนี้ พบว่าพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นหลังเกิดการซื้อปริมาณมากมีแนวโน้มเร่งให้ราคาหลักทรัพย์ปรับเข้าสู่สมดุลได้เร็วขึ้น เมื่อพิจารณาในระดับรายการซื้อขาย ดังจะเห็นได้จากกลุ่มตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงที่สุดจะไม่เกิดผลตอบแทนส่วนเกินที่มีนัยสำคัญหลังจากรายการซื้อขายที่ 1 ในขณะที่กลุ่มตัวอย่างซึ่งเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับตั้งแต่ปานกลางลงมาจะเกิดผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นบวก และมีนัยสำคัญทางสถิติจนถึงรายการซื้อขายที่ 3 ในกรณีของการขายปริมาณมากก็เช่นเดียวกัน แต่ราคาหลักทรัพย์หลังการขายปริมาณมากมีแนวโน้มปรับตัวได้ช้ากว่าการซื้อปริมาณมาก เห็นได้จากผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญเกิดขึ้นจนถึงรายการซื้อขายที่ 2 บนกลุ่มตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงที่สุด ในขณะที่กลุ่มตัวอย่างซึ่งเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับต่ำลงมาจะเกิดผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติจนถึงรายการซื้อขายที่ 4 ซึ่งสาเหตุที่ราคาหลักทรัพย์หลังการขายปริมาณมากปรับตัวได้ช้ากว่าเล็กน้อยอาจเป็นเพราะข้อห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้า ทำให้นักลงทุนที่ได้รับข่าวเชิงลบแต่ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในมือไม่สามารถขายหลักทรัพย์ได้ ต้องรอให้นักลงทุนรายอื่นที่มีหลักทรัพย์อยู่ในมือทยอยขายออกมาเท่านั้น

ผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นบวก(ลบ) ซึ่งเกิดขึ้นหลังเกิดการซื้อ(ขาย) ปริมาณมากข้างต้นแสดงให้เห็นว่า ในระดับของการซื้อขายรายการต่อรายการ พฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นไม่ทำลายเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ เพราะไม่พบการปรับตัวอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงข้ามกับการซื้อขายปริมาณมากติดตามมา เว้นแต่กลุ่มที่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันระดับสูงที่สุดเท่านั้น ที่พบการปรับตัวในทางตรงข้ามเพียงเล็กน้อยในรายการซื้อขายถัดไป

เมื่อเปรียบเทียบผลการศึกษาในส่วนนี้กับงานวิจัยของ Holthausen et al. (1990) พบว่า การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทยเกิดขึ้นช้ากว่าในสหรัฐอเมริกา ซึ่งใช้เวลาในการปรับตัวเพียง 1 รายการซื้อขายหลังเกิดการซื้อปริมาณมาก และ 3 รายการซื้อขายหลังเกิดการขายปริมาณมาก อีกทั้งการปรับตัวก็เกิดในทิศทางที่ต่างกัน กล่าวคือ ในงานของ Holthausen et al. (1990) การปรับตัวจะเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อขายปริมาณมาก (เกิดผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นลบหลังการซื้อปริมาณมาก และจะเกิดผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นบวกหลังการขายปริมาณมาก) ในขณะที่ผลการศึกษาในที่นี้พบว่าเกิดการปรับตัวต่อเนื่องในทิศทางเดียวกันกับการซื้อขายปริมาณมากจน

ราคาหลักทรัพย์เข้าสู่สมดุล ซึ่งอาจเกิดจากพฤติกรรมการส่งคำสั่งซื้อขายและกฎในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันระหว่างไทยกับสหรัฐอเมริกาตนเอง

4.2.2 การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลา 5 นาที

ผลการศึกษาในส่วนนี้แสดงดังตารางที่ 4.6 ซึ่งมีวิธีการแบ่งกลุ่มตัวอย่างเหมือนกับตารางที่ 4.5 ทุกประการ เพียงแต่จะมองการปรับตัวของราคาในระยะเวลาสั้นขึ้นเท่านั้น

ในกรณีการซื้อปริมาณมากพบว่า ผลตอบแทนส่วนเกินตั้งแต่ 5 นาทีก่อนเกิดการซื้อจนถึงเมื่อเกิดการซื้อปริมาณมากมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.771% ซึ่งพบว่าราคาหลักทรัพย์มักปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ช่วง 20 นาทีก่อนเกิดการซื้อปริมาณมาก ในขณะที่ระดับพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากในช่วง 5 นาทีแรกจะมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับผลตอบแทนส่วนเกินตั้งแต่ช่วง 20 นาทีก่อนเกิดการซื้อปริมาณมาก ซึ่งคล้ายกับผลการศึกษาที่ได้เมื่อวัดผลตอบแทนในระดับรายการซื้อขาย นอกจากนี้ยังพบว่าราคาหลักทรัพย์ยังสามารถปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อไปได้อย่างมีนัยสำคัญในช่วง 5 นาทีถัดไปยกเว้นแต่กลุ่มตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ขายมากและขายมากที่สุด ที่ราคาปรับตัวเพิ่มอย่างไม่มีนัยสำคัญ และลดลง 0.081% ตามลำดับ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์บนกลุ่มตัวอย่างสองกลุ่มดังกล่าวได้เพิ่มขึ้นมากในช่วง 20 นาทีก่อนเกิดการซื้อปริมาณมาก ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงอิทธิพลของนักลงทุนรายใหญ่ที่มักเป็นผู้เคาะซื้อหลักทรัพย์หลังเกิดการซื้อปริมาณมาก (ดูหัวข้อ 4.1.4.2 ประกอบ) จนสามารถผลักดันราคาหลักทรัพย์ให้เพิ่มขึ้นได้แม้ว่าจะเกิดพฤติกรรมแห่ขายก็ตาม

แต่หลังช่วงเวลาดังกล่าว (ตั้งแต่ 5 นาทีหลังเกิดการซื้อปริมาณมาก) จะพบว่าราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติจนถึง 25 นาทีหลังเกิดการซื้อปริมาณมาก โดยกลุ่มตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงที่สุดจะใช้เวลาในการปรับตัวน้อยกว่า คือไม่เกิน 15 นาที ในขณะที่กลุ่มตัวอย่างที่เหลือใช้เวลาปรับตัวประมาณ 20-25 นาที ซึ่งมีความเป็นไปได้ว่าข้อมูลบนกลุ่มตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงที่สุดมีความชัดเจนมากที่สุด นักลงทุนจึงตัดสินใจลงทุนในทิศทางเดียวกันซึ่งทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเสร็จในเวลาสั้น ในขณะที่กลุ่มตัวอย่างที่เหลือนั้นนักลงทุนยังไม่ค่อยแน่ใจในความถูกต้องของข้อมูล แต่เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ปรับตัวขึ้นมามากในช่วงก่อนเกิดการซื้อปริมาณมาก ประกอบกับการซื้อของนักลงทุนรายใหญ่ภายหลังเกิดการซื้อปริมาณมาก ทำให้นักลงทุนเหล่านั้นตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ตาม ทำให้ราคาเพิ่มขึ้นมากกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าเมื่อเกิดการซื้อปริมาณมากราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะตอบสนองในทางบวกเกินจริง โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากเกิดพฤติกรรมแห่ซื้อตามกัน ในขณะที่พฤติกรรมแห่ขายที่เกิดขึ้นไม่ค่อยช่วยในการรักษาเสถียรภาพของราคา เนื่องจากนักลงทุนรายย่อยมักเป็นผู้ขาย จึงไม่ส่งผลต่อราคามากนัก

ในกรณีการขายปริมาณมากก็ได้ผลคล้ายคลึงกัน กล่าวคือ ผลตอบแทนส่วนเกินตั้งแต่ 5 นาทีก่อนเกิดการขายปริมาณมากถึงเมื่อเกิดการขายปริมาณมาก (รายการซื้อขายที่ 0) เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่าเฉลี่ย -1.149% แต่ไม่พบการปรับตัวลดลงของราคาอย่างมีนัยสำคัญในช่วงก่อนเกิดการขายปริมาณมากเหมือนกับที่พบในการซื้อปริมาณมาก ในขณะที่ระดับพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นในช่วง 5 นาทีแรกก็มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนส่วนเกินดังกล่าว

ตารางที่ 4.6

ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกินราย 5 นาที (mean 5 minute-interval excess returns) ในช่วง 25 นาทีก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก
 ถึง 25 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แบ่งตามระดับของพฤติกรรมเหล่านี้

ตารางข้างล่างแสดงค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกินราย 5 นาที ในช่วงเวลา 25 นาที ก่อนและหลังการเกิดการซื้อขายปริมาณมาก และแสดงค่า t-statistic ของการทดสอบว่าผลตอบแทนส่วนเกินดังกล่าวมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ไว้ในวงเล็บ โดยผลตอบแทนส่วนเกิน (RX_{it}) หาค่าได้จากสมการ $RX_{it} = \sum_{b=1}^5 (R_{bit} - b \cdot V_{bit}) / n_i$ โดย R_{bit} คือผลตอบแทนบนหลักทรัพย์ i ในช่วง 5 นาทีที่ t กับ $t-1$ ส่วน BEN_{it} คือ ผลตอบแทนราย 5 นาทีเฉลี่ยบนหลักทรัพย์ i ในวันที่เกิดการซื้อขายปริมาณมากตัวอย่างที่ b และ n_i คือจำนวนตัวอย่างรายการซื้อขายปริมาณมาก บนหลักทรัพย์ i โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดออกเป็น 4 ระดับสำหรับแต่ละทิศทางของการเหล่านี้ซึ่งวัดโดยใช้สมการที่ (1) ในช่วงเวลา 5 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

ระดับพฤติกรรม เหล่านี้	ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกินราย 5 นาที (mean 5 minute-interval excess returns) ณ ช่วงที่ (หน่วย : เปอร์เซนต์)												
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5		
ก. การซื้อขายปริมาณมากที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่ม แบ่งกลุ่มตามระดับพฤติกรรมเหล่านี้ในช่วงเวลา 5 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก													
ซื้อมากที่สุด (BH > 0.30)	-0.063 (-0.437)	-0.046 (-0.546)	-0.195* (-1.885)	0.103 (1.267)	0.181 (1.376)	0.752** (4.965)	0.214** (2.386)	-0.640** (-4.311)	-0.143 (-0.753)	0.187* (1.898)	-0.021 (-0.263)		
ซื้อมาก (0.15 ≤ BH < 0.30)	0.600 (1.327)	0.129* (1.900)	-0.020 (-0.266)	0.018 (0.133)	0.327 (1.238)	1.330** (12.888)	0.479** (6.573)	-0.311** (-5.444)	-0.368** (-5.292)	-0.239** (-3.566)	-0.232** (-2.929)		
ซื้อปานกลาง (0.05 ≤ BH < 0.15)	-0.009 (-0.147)	0.088 (1.367)	0.035 (0.687)	0.110** (1.995)	0.109** (1.979)	1.652** (18.338)	0.665** (7.837)	-0.297** (-3.015)	-0.218** (-2.548)	-0.228** (-2.897)	0.056 (0.574)		
ซื้อน้อย (BH < 0.05)	-0.208* (-1.685)	0.250 (1.218)	0.352* (1.693)	0.223** (3.312)	0.148** (2.508)	1.857** (25.058)	0.453** (8.941)	-0.307** (-7.861)	-0.199** (-4.893)	-0.282** (-6.379)	-0.152** (-2.990)		
ขายน้อย (SH < 0.05)	-0.065 (-0.837)	-0.027 (-0.416)	0.145 (0.897)	0.200** (1.980)	0.193** (3.856)	1.882** (25.805)	0.265** (4.649)	-0.221** (-4.208)	-0.151** (-2.331)	-0.124** (-2.433)	-0.066 (-1.497)		
ขายปานกลาง (0.05 ≤ SH < 0.15)	0.042 (0.572)	-0.144* (-1.756)	0.211** (2.283)	0.179** (2.722)	0.419** (5.049)	2.118** (17.444)	0.181** (2.146)	-0.164** (-2.413)	-0.211** (-3.567)	-0.413** (-4.256)	-0.124 (-0.855)		
ขายมาก (0.15 ≤ SH < 0.30)	0.100* (1.775)	0.034 (0.562)	0.015 (0.201)	0.108 (1.336)	0.309** (5.513)	2.017** (21.606)	0.055 (0.948)	-0.122** (-2.305)	-0.201** (-3.593)	-0.073 (-1.233)	-0.242** (-4.263)		
ขายมากที่สุด (SH > 0.30)	0.016 (0.206)	0.099* (1.697)	-0.023 (-0.335)	0.069 (1.201)	0.246** (4.166)	1.828** (17.579)	-0.081** (-2.203)	-0.048 (-0.820)	-0.208** (-2.516)	-0.004 (-0.052)	-0.181** (-2.919)		
รวม	0.014 (0.239)	0.072 (1.402)	0.124** (2.070)	0.148** (4.548)	0.224** (6.328)	1.771** (52.365)	0.325** (13.249)	-0.250** (-10.595)	-0.209** (-8.305)	-0.186** (-7.837)	-0.117** (-4.289)		

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

¹ BH คือระดับพฤติกรรมเหล่านี้ SH คือระดับพฤติกรรมเหล่านี้

ตารางที่ 4.6 (ต่อ)

ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกินราย 5 นาที (mean 5 minute-interval excess returns) ในช่วง 25 นาทีก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก
ถึง 25 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แบ่งตามระดับของพฤติกรรมแต่ละตามกัน

ระดับพฤติกรรม แต่ละตามกัน ¹	ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนส่วนเกินราย 5 นาที (mean 5 minute interval excess returns) ณ ช่วงที่ (หน่วย : เปอร์เซนต์)										
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
ข. การซื้อขายปริมาณมากที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม แบ่งกลุ่มตามระดับพฤติกรรมแต่ละตามกันในช่วงเวลา 5 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก											
ซื้อมากที่สุด (BH > 0.30)	-0.112** (-1.968)	-0.023 (-0.418)	0.075** (1.087)	0.035 (0.717)	-0.080 (-1.450)	-1.936** (-20.600)	-0.130* (-1.640)	-0.051 (-0.714)	0.079* (1.785)	0.062 (1.199)	0.236** (2.898)
ซื้อปานกลาง (0.15 ≤ BH < 0.30)	-0.083 (-1.442)	-0.004 (-0.052)	0.010 (0.173)	-0.096 (-0.563)	0.195 (0.526)	-1.257** (-6.506)	-0.037 (-0.532)	0.017 (0.326)	0.141** (2.377)	0.013 (0.194)	0.111* (1.757)
ซื้อปานกลาง (0.05 ≤ BH < 0.15)	-0.071 (-0.801)	-0.102 (-0.730)	0.107 (0.973)	-0.271 (-1.213)	0.510 (1.408)	-1.347** (-15.545)	0.016 (0.218)	0.047 (0.735)	0.089 (1.600)	-0.057 (-0.856)	0.106 (1.576)
ซื้อน้อย (BH < 0.05)	0.043 (1.053)	-0.040 (-0.625)	0.162** (2.013)	0.055 (1.228)	-0.169** (-3.329)	-1.245** (-16.966)	-0.057 (-1.120)	0.041 (0.994)	0.135** (3.304)	0.103** (2.351)	0.059 (1.338)
ขายน้อย (SH < 0.05)	0.136 (1.356)	0.019 (0.296)	0.099** (2.028)	-0.031 (-0.602)	-0.040 (-0.471)	-0.984** (-12.445)	-0.414** (-8.418)	0.019 (0.403)	0.154** (2.835)	0.156** (3.265)	0.061 (-1.220)
ขายปานกลาง (0.05 ≤ SH < 0.15)	-0.132 (-1.477)	0.011 (0.090)	0.173 (1.091)	0.013 (0.165)	-0.040 (-0.569)	-0.930** (-8.139)	-0.594** (-7.627)	0.107* (1.817)	0.127** (2.152)	-0.200** (-2.107)	-0.055 (-0.317)
ขายมาก (0.15 ≤ SH < 0.30)	0.099 (1.019)	0.035 (0.361)	-0.062 (-0.700)	0.058 (0.651)	-0.108 (-1.253)	-0.821** (-7.578)	-0.340** (-5.393)	0.083 (1.280)	-0.098 (-1.454)	0.047 (0.658)	-0.087 (-1.330)
ขายมากที่สุด (SH > 0.30)	-0.031 (-0.376)	0.053 (0.579)	-0.096 (-1.582)	0.085 (0.821)	0.052 (0.294)	-0.391 (-1.605)	-0.132** (-3.236)	0.016 (0.207)	-0.101 (-0.755)	0.159 (0.818)	0.092 (0.913)
รวม	0.003 (0.082)	-0.011 (-0.340)	0.082** (2.589)	-0.024 (-0.631)	0.020 (0.310)	-1.149** (-28.448)	-0.223 (-9.692)	0.036* (1.751)	0.094** (4.475)	0.045* (1.851)	0.036 (1.255)

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

¹ BH คือระดับพฤติกรรมแห่งซื้อ SH คือระดับพฤติกรรมแห่งขาย

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ในด้านการปรับตัวของราคาพบว่า ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลงต่ออย่างมีนัยสำคัญในช่วงเวลา 5 นาทีถัดมา (ช่วงเวลาที่ 1) ในกลุ่มที่เกิดพฤติกรรมแห่ขาย และพบการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญแต่ไม่ต่อเนื่อง ในช่วงเวลา 10-20 นาทีหลังเกิดการขายปริมาณมากบนกลุ่มตัวอย่างที่ไม่ได้เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงที่สุด ในขณะที่กลุ่มตัวอย่างซึ่งเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงที่สุดราคาจะปรับตัวเสร็จสิ้นตั้งแต่ 5 นาทีแรกหลังการขายปริมาณมาก โดยสรุปแล้วการปรับตัวของราคาในเมื่อเกิดการขายปริมาณมากจะเร็วกว่าการซื้อปริมาณมากเล็กน้อย และการตอบสนองของราคาในทางลบเกินจริงก็มีขนาดที่เล็กกว่าเมื่อเทียบกับการซื้อปริมาณมาก ซึ่งส่วนหนึ่งก็เป็นผลมาจากการห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้าเช่นเดียวกัน เพราะเป็นการจำกัดอุปทานในตลาดไว้ แต่มีข้อสังเกตประการหนึ่งคือ เมื่อเกิดการขายปริมาณมาก นักลงทุนรายใหญ่มีแนวโน้มที่จะส่งคำสั่งเคาะขายออกมาโดยตลอด แต่ราคาไม่ปรับตัวลงมากนัก ซึ่งเป็นไปได้ว่ามีการตั้งคำสั่งรับซื้อโดยนักลงทุนกลุ่มอื่นโดยไม่มีการไล่ราคาขึ้น ซึ่งไม่สามารถทดสอบในประเด็นนี้ได้เนื่องจากไม่มีข้อมูลรายการคำสั่งซื้อขายที่ส่งเข้ามาในระบบของตลาดหลักทรัพย์ ฯ

จะเห็นว่าราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองเกินจริงโดยมีการปรับตัวกลับในช่วงเวลาตั้งแต่ 5 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก เมื่อนำไปพิจารณาพร้อมกับลักษณะการซื้อขายของนักลงทุนรายใหญ่กับรายย่อยที่พบว่านักลงทุนรายใหญ่จะซื้อขายตามการซื้อขายปริมาณมากในช่วง 5 นาทีแรกและค่อย ๆ กลับทิศทางการซื้อขายหลังจากนั้น ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยซื้อขายสวนทางกับรายใหญ่ตลอดเวลา จะเห็นว่านักลงทุนรายใหญ่มีความสามารถในการค้นหาและวิเคราะห์ข้อมูลสูงกว่าอย่างชัดเจน เพราะนอกจากจะเป็นผู้เริ่มการซื้อขายปริมาณมากแล้ว นักลงทุนรายใหญ่คนอื่น ๆ ก็ซื้อขายไปในทิศทางเดียวกับการปรับตัวของราคาซึ่งทำให้ได้รับผลตอบแทนจากการซื้อขายปริมาณมากอย่างเต็มที่ ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยโดยเฉลี่ยจะซื้อขายผิดทางกับข้อมูลที่เกิดขึ้น ข้อสรุปนี้ยืนยันความไม่เท่าเทียมกันในการค้นหาและวิเคราะห์ข้อมูลระหว่างนักลงทุนรายใหญ่กับรายย่อยได้เป็นอย่างดี

อนึ่ง ผลการศึกษาในส่วนนี้มีความแตกต่างจากการวัดผลตอบแทนแบบรายการต่อรายการในหัวข้อที่แล้วในเรื่องของการตอบสนองเกินจริงของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งอาจเกิดจากการทดสอบในระดับรายการต่อรายการมองภาพรวมการซื้อขายในระยะสั้นเกินไป โดยนักลงทุนที่ส่งคำสั่งซื้อขายปริมาณมากอาจไม่ซื้อขายหลักทรัพย์เต็มจำนวนที่ต้องการในคราวเดียว เพราะช่วงราคาของตลาดหลักทรัพย์ไทยมีขนาดค่อนข้างกว้าง คือประมาณช่วงละ 0.5-1% สำหรับหลักทรัพย์ที่ราคาต่ำกว่า 10 บาท และ 1% ขึ้นไปสำหรับหลักทรัพย์ราคาต่ำกว่า 10 บาท การตั้งซื้อขายที่ราคาตลาดทันทีจะทำให้ต้นทุนเพิ่มขึ้นมาก เพื่อลดต้นทุนจึงอาจใช้วิธีทยอยเคาะซื้อ(เคาะขาย) บางส่วน และรอให้นักลงทุนรายอื่นตอบสนองโดยขาย(ซื้อ) หลักทรัพย์ส่วนที่เหลือตกค้างอยู่ จนกว่าการตอบสนองดังกล่าวหมดไปจึงค่อย ๆ ขยับราคาขึ้น(ลง) ต่อไปจนกว่าจะได้ปริมาณหลักทรัพย์ครบตามต้องการ การทดสอบโดยมองเป็นรายการซื้อขายจึงไม่เห็นการปรับตัวของราคาที่ต้องเนื่องเป็นแนวโน้ม อย่างไรก็ตาม พฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นจะมีลักษณะเหมือนกันไม่ว่าจะมองในระดับรายการซื้อขายหรือราย 5 นาที คือมีแนวโน้มตอบสนองในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนสะสมในระยะสั้นตั้งแต่ก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

4.2.3 ผลกระทบต่อราคาที่เกิดขึ้นหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

หลังจากวัดผลกระทบต่อราคาแบบต่าง ๆ ตามวิธีการในบทที่ 3 ได้ผลแสดงดังตารางที่ 4.7 ซึ่งพบว่าการวัดผลกระทบต่อราคาไม่ว่าจะเป็นแบบรายการต่อรายการหรือราย 5 นาที จะได้ค่าของผลกระทบแบบถาวรและผลกระทบรวมเป็นบวก สำหรับการซื้อปริมาณมาก และได้ค่าของผลกระทบแบบถาวรและผลกระทบรวมเป็นลบสำหรับการขายปริมาณมาก และขนาดของผลกระทบแบบชั่วคราวมีขนาดไม่มากนักเมื่อเทียบกับผลกระทบแบบถาวร ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานเกี่ยวกับข้อมูลของหลักทรัพย์ ซึ่งกล่าวว่าซื้อขายปริมาณมากมักเกิดขึ้นโดยนักลงทุนที่ได้รับข้อมูลซึ่งมีมูลค่าคาดหวังสูงเกี่ยวกับหลักทรัพย์ มูลค่าคาดหวังของข้อมูลดังกล่าวสะท้อนออกมาเป็นผลกระทบแบบถาวร ในขณะที่ผลกระทบแบบชั่วคราวที่เกิดขึ้นมีทิศทางตรงข้ามกันระหว่างการวัดแบบรายการต่อรายการกับราย 5 นาที กล่าวคือในกรณีที่เกิดการซื้อขายปริมาณมาก ผลกระทบแบบชั่วคราวเป็นลบ¹⁰ เมื่อวัดแบบรายการต่อรายการ ในขณะที่เป็นบวกเมื่อวัดราย 5 นาที แสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวขึ้นสู่สมดุลในระดับรายการซื้อขายหลังการซื้อขายปริมาณมาก สำหรับกรณีการขายปริมาณมากพบว่าผลกระทบแบบชั่วคราวมีค่าเป็นบวกเมื่อวัดแบบรายการต่อรายการแต่กลับมีค่าเป็นลบเมื่อวัดราย 5 นาที แสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวลงสู่สมดุลในระดับรายการซื้อขายหลังการขายปริมาณมาก ซึ่งผลกระทบแบบชั่วคราวที่วัดแบบรายการต่อรายการนั้น มีทิศทางตรงข้ามกับผลที่ได้จากการศึกษาของ Holthausen et al. (1990) ซึ่งความแตกต่างดังกล่าวอาจเกิดจากลักษณะการส่งคำสั่งซื้อขายปริมาณมากของนักลงทุนดังที่ได้กล่าวไว้แล้วในหัวข้อ 4.2.2 ทำให้การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในไทยเกิดขึ้นช้ากว่าในสหรัฐอเมริกา ดังนั้นในการเปรียบเทียบผลการศึกษาที่ได้กับงานวิจัยของต่างประเทศ จึงควรใช้การวัดผลกระทบราย 5 นาที ซึ่งจะมองเห็นการปรับตัวของราคาได้ชัดเจนกว่า

มีข้อสังเกตว่า ผลกระทบต่อราคารวมที่เกิดขึ้นสำหรับการซื้อปริมาณมากจะมีขนาดใหญ่กว่าผลกระทบต่อราคาจากการขายปริมาณมาก ซึ่งน่าจะมีสาเหตุจากข้อห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้า ทำให้นักลงทุนที่ต้องการซื้อหลักทรัพย์ในปริมาณมากต้องยอมจ่ายแพงขึ้นในอัตราที่มากกว่านักลงทุนที่ต้องการขายหลักทรัพย์ในปริมาณมาก เพราะว่าปริมาณอุปทานถูกจำกัดไว้โดยข้อห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้านั่นเอง

ผลการศึกษาที่ได้นั้นสอดคล้องกับงานวิจัยของ Holthausen et al. (1990) โดยพบว่าขนาดของผลกระทบต่อราคาแบบถาวรจะมีขนาดใหญ่กว่าผลกระทบแบบชั่วคราวเหมือนกัน ไม่ว่าจะในกรณีการซื้อหรือการขายปริมาณมาก (เมื่อวัดแบบราย 5 นาที) ซึ่งจะสนับสนุนสมมติฐานเกี่ยวกับข้อมูลของหลักทรัพย์ซึ่งมูลค่าคาดหวังของข้อมูลนั้นถูกรวมไปในราคาหลักทรัพย์หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ในขณะที่สมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่องนั้นน่าจะเป็นเพียงสาเหตุรองในการเปลี่ยนแปลงของราคาหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แต่ก็ไม่สามารถมองข้ามไปได้ เพราะขนาดของผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวนั้นมีขนาดใหญ่พอสมควร ซึ่งจะต้องทดสอบว่ามีความสัมพันธ์กับขนาดของการซื้อขายปริมาณมากหรือไม่ต่อไป

¹⁰ เครื่องหมายของผลกระทบแบบชั่วคราวจะตรงข้ามกับทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของราคา กล่าวคือ หากผลกระทบแบบชั่วคราวเป็นลบ แสดงว่าราคาปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่หากผลกระทบแบบชั่วคราวเป็นบวกแสดงว่าราคาปรับตัวลดลง

ตารางที่ 4.7

ขนาดของผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราว (temporary price effect), แบบถาวร (permanent price effect)

และผลกระทบต่อราคารวม (total price effect) เมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

ตารางข้างล่างแสดงค่าสถิติที่สำคัญของผลกระทบต่อราคาที่เกิดขึ้นเมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งแบ่งช่วงเวลาในการวัดผลกระทบต่อราคาออกเป็น 2 แบบ คือ วัดผลกระทบแบบรายการต่อรายการ และวัดผลกระทบแบบราย 5 นาที ซึ่งผลกระทบต่อราคาแบบต่าง ๆ จำนวนได้จากสมการต่อไปนี้ ผลกระทบแบบชั่วคราว (temporary price effect) = $\ln(Pb/Pc)$, ผลกระทบแบบถาวร (permanent price effect) = $\ln(Pc/Pp)$ และผลกระทบต่อราคารวม (total price effect) = $\ln(Pb/Pp)$ โดย Pb คือราคาที่เกิดการซื้อขายปริมาณมากในกรณีที่วัดแบบรายการต่อรายการ หรือ ราคาที่สูงกว่า (ต่ำกว่า) ระหว่างราคาที่เกิดการซื้อขายปริมาณมากกับราคาหลักทรัพย์ในอีก 5 นาทีถัดมา ในกรณีที่การซื้อขายปริมาณมากนั้น ผู้ซื้อ (ผู้ขาย) เป็นฝ่ายเริ่ม ส่วน Pc คือ ราคาหลักทรัพย์เมื่อปรับตัวเสร็จสิ้น โดยถือว่าราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเสร็จสิ้น ณ การซื้อขายที่ 3 หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ในกรณีที่วัดผลกระทบแบบรายการต่อรายการ หรือ 20 นาที หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ในกรณีที่วัดผลกระทบราย 5 นาที และ Pp คือราคาหลักทรัพย์ 1 รายการ หรือ 5 นาที ก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก สำหรับการวัดผลกระทบแบบรายการต่อรายการและผลกระทบต่อราคาราย 5 นาที ตามลำดับ

	ผลกระทบต่อราคาแบบรายการต่อรายการ (trade-by-trade price effect)			ผลกระทบต่อราคาราย 5 นาที (5 minute interval price effect)		
	ผลกระทบชั่วคราว	ผลกระทบถาวร	ผลกระทบต่อราคารวม	ผลกระทบชั่วคราว	ผลกระทบถาวร	ผลกระทบต่อราคารวม
ก. การซื้อขายปริมาณมากที่ผู้ซื้อ เป็น ฝ่าย เริ่ม						
ค่าเฉลี่ย	-0.108 %	0.842 %	0.720 %	0.664 %	1.708 %	2.376 %
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	1.100 %	1.583 %	1.222 %	2.439 %	3.276 %	2.814 %
ค่ามัธยฐาน	0.000 %	0.000 %	0.000 %	0.000 %	1.105 %	1.709 %
ค่าสูงสุด	10.536 %	15.382 %	9.237 %	50.209 %	47.692 %	29.725 %
ค่าต่ำสุด	-11.778 %	-10.000 %	-4.939 %	-18.924 %	-45.199 %	-21.772 %
จำนวนตัวอย่าง	5,611	5,611	5,611	5,611	5,582	5,582
ข. การซื้อขายปริมาณมากที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม						
ค่าเฉลี่ย	0.070 %	-0.823 %	-0.772 %	-0.426 %	-1.172 %	-1.598 %
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	1.239 %	1.600 %	1.310 %	2.156 %	3.287 %	3.074 %
ค่ามัธยฐาน	0.000 %	0.000 %	0.000 %	0.000 %	-0.803 %	-1.183 %
ค่าสูงสุด	13.353 %	15.385 %	8.004 %	37.469 %	51.826 %	49.579 %
ค่าต่ำสุด	-14.310 %	-17.645 %	-13.353 %	-20.764 %	-37.469 %	-32.542 %
จำนวนตัวอย่าง	5,156	5,156	5,156	5,156	5,135	5,135

อย่างไรก็ตาม หากเปรียบเทียบสัดส่วนระหว่างผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวและถาวรแล้วพบว่า ขนาดของผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวของไทยมีขนาดใหญ่กว่าโดยเฉพาะในกรณีการซื้อปริมาณมาก ซึ่งแสดงให้เห็นระดับความมีเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ไทยที่ต่ำกว่าสหรัฐอเมริกา (เพราะมีการปรับตัวมากกว่า) ในกรณีที่เกิดการซื้อปริมาณมาก นอกจากนี้หากนำไปเปรียบเทียบกับงานวิจัยของ Holthausen et al. (1987) จะพบว่าผลที่ได้มีความแตกต่างกันพอสมควร ในกรณีที่เกิดการขายปริมาณมาก โดยในงานของ Holthausen et al. (1987) จะพบว่าผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวเมื่อเกิดการขายปริมาณมากมีขนาดใหญ่กว่าผลกระทบต่อราคาแบบถาวร แต่คาดว่าสาเหตุที่ทำให้เกิดความแตกต่างดังกล่าวน่าจะเป็นผลมาจากการใช้ราคาปิด ณ วันที่เกิดการซื้อขายปริมาณมากมาเป็นค่า P_c ซึ่งจะมีจุดอ่อนเนื่องจากพบว่าในตลาดสหรัฐอเมริกาจะเกิดผลตอบแทนที่เป็นบวกในช่วง 5 นาทีสุดท้ายของการซื้อขาย ซึ่งการใช้ราคาปิดในการคำนวณผลกระทบต่อราคาจะทำให้มีแนวโน้มที่จะได้ผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวที่มีขนาดใหญ่เกินไป และผลกระทบต่อราคาแบบถาวรที่มีขนาดต่ำเกินไปในกรณีของการขายปริมาณมาก ดังนั้นหากกำจัดผลกระทบดังกล่าวออกไปแล้วอาจทำให้ไม่เกิดความแตกต่างกับการศึกษาในที่นี้มากนัก

4.2.4 การวิเคราะห์สมการถดถอยของผลกระทบต่อราคาแบบต่าง ๆ

เพื่อทดสอบว่ามีปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลต่อขนาดของผลกระทบต่อราคา และเพื่อเป็นการทดสอบสมมุติฐานเกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาแบบต่าง ๆ การศึกษาในส่วนนี้จึงวิเคราะห์สมการถดถอยโดยใช้แบบจำลองในสมการที่ (10) โดยแยกทดสอบหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญและวอร์เรนที่ออกจากกัน เนื่องจากขนาดของการซื้อขายปริมาณมากที่คิดเป็นร้อยละของจำนวนหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนทั้งหมดในตลาด (*AdjVOL*) ของหลักทรัพย์สองกลุ่มนี้ กระจายอยู่ในช่วงที่แตกต่างกัน โดยได้ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยดังตารางที่ 4.8

เมื่อวัดผลตอบแทนแบบรายการต่อรายการพบว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองไม่สามารถอธิบายผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวได้ ในกรณีเกิดการขายปริมาณมาก แต่กลับพบความสัมพันธ์ทางบวก¹¹ระหว่างผลกระทบต่อราคาแบบถาวรกับขนาดของการซื้อขายปริมาณมาก และส่วนกลับของราคาหลักทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแทนของช่วงการเสนอซื้อขาย (*bid-ask spread*) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ขนาดการซื้อปริมาณมากสามารถสะท้อนถึงมูลค่าของข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ได้ โดยยังมีขนาดของการซื้อขายปริมาณมากใหญ่เท่าไร ข้อมูลที่แฝงอยู่กับการซื้อขายปริมาณมากในครั้งนั้นก็จะมีมูลค่าสูงตามไปด้วย ในขณะที่ความสัมพันธ์ในทางบวกกับส่วนกลับของราคาแสดงให้เห็นว่าขนาดของผลกระทบแบบถาวรส่วนหนึ่งก็ขึ้นอยู่กับช่วงการเสนอซื้อขาย โดยหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำมีแนวโน้มที่จะเกิดผลกระทบต่อราคาแบบถาวรขนาดใหญ่กว่าเนื่องจากช่วงราคาที่กว้างกว่าเมื่อคิดเป็นเปอร์เซ็นต์เทียบกับราคาหลักทรัพย์นั่นเอง

ในกรณีของผลกระทบต่อราคารวม ก็พบความสัมพันธ์ในทางบวกกับขนาดการซื้อปริมาณมากและส่วนกลับของราคาเช่นเดียวกัน สำหรับทั้งการซื้อปริมาณมากและการขายปริมาณมาก ยกเว้นแต่ในกรณีที่หลักทรัพย์นั้นเป็นหุ้นสามัญซึ่งไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการซื้อปริมาณมาก

¹¹ ในกรณีของการขายปริมาณมากก็ถือว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกเช่นกันแม้ว่าค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยจะเป็นลบทั้งหมด เนื่องจากการขายปริมาณมากทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง ผลกระทบต่อราคาแบบถาวรจึงมีค่าเป็นลบ

เมื่อวัดผลตอบแทนราย 5 นาที จะได้ผลที่แตกต่างจากการวัดตอบแทนแบบรายการต่อรายการ โดยพบว่า ผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวมีความสัมพันธ์ในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดการซื้อขายปริมาณมากบนวอร์เรนที่ แต่ผลกระทบชั่วคราวบนหุ้นสามัญยังคงไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับขนาดของการซื้อขายปริมาณมาก นอกจากนี้ ผลกระทบต่อราคาแบบถาวรจะมีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดของการซื้อปริมาณมากเท่านั้น ในขณะที่ผลกระทบต่อราคาทั้งแบบชั่วคราวและถาวรมีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับส่วนกลับของราคา ซึ่งใช้เป็นตัวแทนของช่วงการเสนอซื้อขายทั้งในกรณีที่เกิดการซื้อขายและขายปริมาณมาก อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาผลกระทบต่อราคาโดยรวมเมื่อวัดผลตอบแทนราย 5 นาทีจะพบว่า ผลตอบแทนรวมมีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดของการซื้อขายปริมาณมาก และส่วนกลับของราคาหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเกิดการซื้อหรือขายปริมาณมาก

จึงสรุปได้ว่า ผลกระทบต่อราคาที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ไทยมักเป็นผลมาจากช่วงการเสนอซื้อขาย ซึ่งเป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นสำหรับนักลงทุนที่ต้องการซื้อขายหลักทรัพย์ในปริมาณมาก ในขณะที่ขนาดของการซื้อขายปริมาณมากเป็นปัจจัยสำคัญรองลงมา เพราะแม้ว่าจะพบความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราว แต่ก็เกิดขึ้นเฉพาะวอร์เรนเท่านั้น อย่างไรก็ตาม ขนาดของการซื้อขายกลับเป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงมูลค่าคาดหวังของข้อมูลที่แฝงมากับการซื้อขายปริมาณมากได้เป็นอย่างดี ดังจะเห็นได้จากความสัมพันธ์ในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลกระทบต่อราคาแบบถาวร (ยกเว้นในกรณีเกิดการขายปริมาณมากบนหุ้นสามัญเท่านั้น อย่างไรก็ตามคาดว่า การไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจเป็นผลมาจากการห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้าด้วย)

จากผลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า สมมติฐานที่ใช้อธิบายผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นได้ดีที่สุดคือ สมมติฐานเกี่ยวกับข้อมูลบนหลักทรัพย์ที่เกิดการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งกล่าวว่า การซื้อขายปริมาณมากมีแนวโน้มเกิดเนื่องจากผู้ที่ตัดสินใจซื้อขายปริมาณมากได้รับข้อมูลที่มีมูลค่าคาดหวังสูง (ข้อมูลที่จะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ได้มากและมีโอกาสสูงต้องสูง) เพราะเกิดผลกระทบต่อราคาแบบถาวรที่มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับขนาดของการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งผลดังกล่าวสอดคล้องกับข้อสรุปของ Khandhavit (1996) ที่กล่าวว่า นักลงทุนต่างประเทศซึ่งมีพอร์ตการลงทุนใหญ่และมักซื้อขายหลักทรัพย์ในปริมาณมาก เป็นผู้นำข้อมูลใหม่เข้าสู่ตลาด ในขณะที่สมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่องสามารถใช้อธิบายได้ดีในกรณีที่การซื้อขายปริมาณมากเกิดขึ้นบนวอร์เรนเท่านั้น ซึ่งอาจเป็นผลมาจากปริมาณอุปทานของวอร์เรนที่น้อย และความผันผวนของราคาวอร์เรนที่สูง นักลงทุนที่ต้องการซื้อขายวอร์เรนที่ในปริมาณมากจึงมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจซื้อขายในครั้งเดียว เนื่องจากมองว่าต้นทุนที่เกิดขึ้นจากช่วงเสนอซื้อขายในการซื้อขายที่เดิวนั้นยังถูกกว่าเมื่อเทียบกับความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวอร์เรนที่หากว่าต้องซื้อขายอีกในภายหลัง ทำให้ราคาเปลี่ยนแปลงอย่างชัดเจนจากปริมาณอุปสงค์และอุปทานที่เปลี่ยนไปเมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.8

การวิเคราะห์สมการถดถอยของผลกระทบต่อราคาแบบต่าง ๆ

ผลในตารางข้างล่างได้มาจากการวิเคราะห์สมการถดถอย

$$price\ effect = \beta_0 + \beta_1 AdjVOL * WI + \beta_2 1/price * WI + \beta_3 AdjVOL * (1 - WI) + \beta_4 1/price * (1 - WI) + \varepsilon$$

โดย price effect คือผลกระทบต่อราคาเมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมาก (%) ซึ่งมี 3 แบบ ได้แก่ ผลกระทบแบบชั่วคราว (TEMP), ผลกระทบแบบถาวร (PERM) และ ผลกระทบรวม (TOTAL) ซึ่งแบ่งช่วงเวลาในการวัดได้ 2 แบบคือ วัดแบบรายการต่อรายการ และ วัดแบบราย 5 นาที (ตัวแปรที่มี '5' ต่อท้ายชื่อ) ซึ่งวิธีการคำนวณผลกระทบต่อราคาแบบต่าง ๆ ทำในลักษณะเดียวกับตารางที่ 4.6 ส่วน AdjVOL คือ ร้อยละของปริมาณหุ้นในการซื้อขายปริมาณมากเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมดของหลักทรัพย์นั้นที่จดทะเบียนในตลาด, price คือราคาหลักทรัพย์เมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมาก โดยจะใช้ส่วนกลับของราคาระหว่างหลักทรัพย์เป็นตัวแทนของช่วงการเสนอซื้อขาย (bid-ask spread) และ WI เป็น dummy variable เพื่อแยกทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ที่เป็นวอร์แรนท์ (WI = 1) และหุ้นสามัญทั่วไป (WI = 0) และแสดงค่า t-statistic สำหรับสัมประสิทธิ์แต่ละตัวไว้ในวงเล็บ โดยตัวอย่างที่นำมาวิเคราะห์อยู่ในช่วงเวลาระหว่างเดือนมกราคม 1996 ถึง ธันวาคม 1998

ตัวแปรตาม (%)	ตัวแปรอิสระ					Adj R ²	F-Statistic	Sample size
	ค่าคงที่	วอร์แรนท์ (WI = 1)		หุ้นสามัญ (WI = 0)				
		AdjVOL	1/Price	AdjVOL	1/Price			
<i>ก. การซื้อขายปริมาณมากที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่ม</i>								
วัดผลตอบแทนแบบรายการต่อรายการ								
TEMP	-0.1111 ** (-5.872)	0.0014 * (1.707)	-0.3977 ** (-3.353)	-0.0078 ** (-4.329)	0.4186 ** (3.909)	0.006	8.937	6,201
PERM	0.6167 ** (22.754)	0.0042 ** (3.572)	1.7775 ** (10.458)	0.0097 ** (3.760)	0.6185 ** (4.030)	0.033	53.357	6,201
TOTAL	0.5051 ** (24.365)	0.0055 ** (6.107)	1.2720 ** (9.785)	0.0015 (0.785)	0.9737 ** (8.297)	0.043	68.984	6,201
วัดผลตอบแทนราย 5 นาที								
TEMP5	0.3542 ** (8.527)	0.0104 ** (5.696)	1.7898 ** (6.872)	-0.0009 (-0.227)	1.8183 ** (7.733)	0.028	45.360	6,201
PERM5	0.9549 ** (17.152)	0.0074 ** (3.051)	3.9955 ** (11.447)	0.0422 ** (8.016)	2.8162 ** (8.914)	0.057	92.581	6,169
TOTAL5	1.3056 ** (28.982)	0.0179 ** (9.090)	5.8222 ** (20.615)	0.0412 ** (9.665)	4.6934 ** (18.359)	0.167	309.322	6,169

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.8 (ต่อ)
การวิเคราะห์สมการถดถอยของผลกระทบต่อราคาแบบต่าง ๆ

ตัวแปรตาม (%)	ค่าคงที่	ตัวแปรต้น				Adj R ²	F-Statistic	Sample size
		วอร์เรน (WI = 1)		หุ้นสามัญ (WI = 0)				
		AdjVOL	1/Price	AdjVOL	1/Price			
ข. การซื้อขายปริมาณมากที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม								
วัดผลตอบแทนแบบรายการต่อรายการ								
TEMP	0.0556 ** (2.472)	-0.0001 (-0.117)	-0.1374 (-1.033)	0.0036 (1.324)	-0.0001 (-0.086)	0.001	1.249	5,960
PERM	-0.5871 ** (-20.215)	-0.0114 ** (-7.241)	-0.4583 ** (-2.672)	-0.0073 ** (-2.084)	-1.1772 ** (-7.853)	0.027	41.920	5,960
TOTAL	-0.5365 ** (-22.600)	-0.0118 ** (-9.166)	-0.6951 ** (-4.958)	-0.0039 (-1.352)	-1.2549 * (-10.242)	0.048	74.464	5,960
วัดผลตอบแทนแบบราย 5 นาที								
TEMP5	-0.1569 ** (-3.977)	-0.0072 ** (-3.383)	-0.6698 ** (-2.874)	-0.0082 * (-1.730)	-1.3773 ** (-6.764)	0.015	23.025	5,960
PERM5	-0.7229 ** (-12.059)	-0.0155 ** (-4.777)	-1.2725 ** (-3.590)	-0.0097 (-1.353)	-2.9966 ** (-9.673)	0.028	42.002	5,938
TOTAL5	-0.8789 ** (-16.202)	-0.0227 ** (-7.754)	-1.9387 ** (-6.044)	-0.0178 ** (-2.738)	-4.3865 ** (-15.648)	0.071	113.622	5,938

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

4.2.5 สรุปผลการศึกษาเกี่ยวกับการปรับตัวและขนาดของผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

จากการศึกษาทั้งหมดในหัวข้อ 4.2 พบว่าเมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวค่อนข้างช้า ทำให้การศึกษาในระดับรายการซื้อขายมีความละเอียดเกินไป จึงสรุปโดยใช้ผลจากการวัดผลตอบแทนราย 5 นาทีแทน ซึ่งการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากจะมี 2 ช่วงใหญ่ ๆ โดยการปรับตัวในช่วงแรกเป็นการปรับตัวในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก และการปรับตัวในช่วงหลังเป็นการปรับตัวในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งพอสรุปลักษณะได้ดังต่อไปนี้

1. การปรับตัวในช่วงแรกซึ่งมีทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก พบบนตัวอย่างในทุกระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันในช่วง 5 นาทีแรกหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ซึ่งเกิดขึ้นเนื่องจากลักษณะการส่งคำสั่งซื้อขายของนักลงทุนรายใหญ่ กล่าวคือ แทนที่จะซื้อขายหลักทรัพย์ปริมาณมากในคราวเดียว ก็จะใช้วิธีทยอยซื้อขายแทน ซึ่งน่าจะมีความเสี่ยงจากช่วงราคาของตลาดหลักทรัพย์ไทยมีขนาดค่อนข้างกว้างดังที่ได้กล่าวไปแล้ว การซื้อขายหลักทรัพย์ปริมาณมากในคราวเดียว จะทำให้มีต้นทุนเพิ่มขึ้นมาก ผลจากการส่งคำสั่งในลักษณะดังกล่าวทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวขึ้นอย่างช้า ๆ ซึ่งหากมองในระดับรายการซื้อขายจะเห็นว่าราคาหลักทรัพย์ปรับเข้าสู่สมดุลเป็นระยะ ๆ ก่อนปรับตัวต่อในทิศทางเดิม

นอกจากนี้ นักลงทุนที่ตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมากในช่วง 5 นาทีแรกจะเป็นนักลงทุนรายใหญ่ (ดูรายละเอียดในหัวข้อ 4.1.4) ซึ่งอาจได้รับข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ในเวลาใกล้เคียงกัน อย่างไรก็ตามพบว่า หากเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันขึ้นในระดับสูงสุดแล้ว การปรับตัวในช่วงแรกนี้จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสู่ดุลยภาพได้เร็วขึ้น แสดงให้เห็นว่าข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ปรากฏออกมามีความชัดเจนมาก แต่ถ้าหากเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับที่ไม่สูงที่สุดแล้ว ราคาหลักทรัพย์จะเหวี่ยงตัวเลยจุดดุลยภาพออกไป ทำให้ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการปรับตัวในช่วงแรกนี้มีค่ามากกว่าผลตอบแทนบนกลุ่มตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงสุด แต่หลังจากนั้นราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวกลับในทิศทางตรงกันข้ามรุนแรงกว่าและกินเวลานานกว่าในกลุ่มตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงสุดเพื่อเข้าสู่ดุลยภาพเช่นกัน

2. การปรับตัวในช่วงหลังซึ่งมีทิศทางตรงข้ามกับการซื้อขายปริมาณมาก มักพบบนตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับไม่สูงที่สุดซึ่งการปรับตัวดังกล่าวอาจกินเวลาถึง 25 นาทีในกรณีที่เกิดการซื้อขายปริมาณมาก และ 20 นาทีในกรณีเกิดการขายปริมาณมาก ในขณะที่กลุ่มตัวอย่างซึ่งเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงสุดใช้เวลาในการปรับตัวช่วงหลังประมาณ 5 ถึง 10 นาที เท่านั้น จึงกล่าวได้ว่าพฤติกรรมแห่ตามกันเกิดขึ้นในระดับไม่สูงที่สุดกลับทำให้ราคาหลักทรัพย์วิ่งเลยไปจากจุดดุลยภาพ (overshoot) ได้ง่าย อย่างไรก็ตาม พฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสู่ดุลยภาพได้ดีกว่าในกรณีของการขายปริมาณมากเมื่อเทียบกับกรณีการซื้อปริมาณมาก ซึ่งเป็นผลมาจากการห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้า ทำให้ปริมาณอุปทานในตลาดตอบสนองการซื้อปริมาณมากได้ช้า เท่ากับเอื้อให้เกิดการปั่นราคาหุ้นในทางขึ้นได้ง่าย

เมื่อพิจารณาการปรับตัวของราคากับการซื้อขายของกลุ่มนักลงทุนพบว่า นักลงทุนรายใหญ่มีความสามารถสูงกว่านักลงทุนรายย่อยในการค้นหาและวิเคราะห์ข้อมูล เนื่องจากทิศทางการซื้อขายของนักลงทุนรายใหญ่เป็นไปในทางเดียวกับการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถทำกำไรได้ ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยมักซื้อขายผิดทิศทาง

นอกจากนี้ หากมองในด้านของผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์พบว่า เกิดผลกระทบต่อราคาแบบถาวรที่มีขนาดใหญ่กว่าผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราว และมีความสัมพันธ์ทางบวกกับขนาดของการซื้อขายปริมาณ

มากอีกด้วย ยกเว้นเพียงการขายปริมาณมากบนหุ้นสามัญเท่านั้น ดังนั้น สมมติฐานที่ใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมากในกรณีของไทยได้ดีที่สุดจึงน่าจะเป็นสมมติฐานเกี่ยวกับข้อมูลของหลักทรัพย์

อย่างไรก็ตามสมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่องก็อาจมีบทบาทอยู่บ้างเกี่ยวกับการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ เพราะขนาดของผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวที่เกิดขึ้นก็ไม่ได้มีขนาดเล็กมากจนสามารถละเลยได้ และยังพบความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวกับขนาดของการซื้อขายปริมาณมากบนหลักทรัพย์ที่เป็นวอร์เรน แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวจะมีนัยสำคัญน้อยลงบนหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญ และเมื่อพิจารณาการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ที่กินเวลานาน (หากสมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่องเป็นจริงราคาหลักทรัพย์จะต้องปรับตัวเสร็จสิ้นภายในรายการซื้อขายถัดไปเท่านั้น) จึงอาจกล่าวได้ว่าสมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่องพอจะใช้อธิบายผลกระทบต่อราคาได้กับวอร์เรนเท่านั้น

นอกจากขนาดของการซื้อขายปริมาณมากแล้ว ขนาดของช่วงราคาเสนอซื้อขาย (bid-ask spread) ก็เป็นปัจจัยสำคัญอีกอันหนึ่งที่สามารถอธิบายผลกระทบต่อราคาได้ เนื่องจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในไทยมีช่วงราคาก่อนข้างกว้าง คือประมาณ 1% ทำให้โดยส่วนใหญ่การซื้อขายปริมาณมากเกิดขึ้นโดยราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนไปเพียง 1 ช่วงราคาเท่านั้น (ซึ่งเป็นผลมาจากพฤติกรรมกรรมการส่งคำสั่งซื้อขายดังที่ได้กล่าวไปแล้วด้วย) ทำให้ขนาดของช่วงราคาเสนอซื้อขายกลายเป็นปัจจัยสำคัญในการอธิบายผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์นั่นเอง

หากเปรียบเทียบกับผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาจะพบว่า ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความเร็วในการปรับตัวช้ากว่าสหรัฐอเมริกา และมีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ได้ในกรณีที่เกิดการซื้อขายปริมาณมาก อย่างไรก็ตาม ช่วงเวลาที่ใช้ศึกษาในที่นี้เป็นช่วงเวลาที่เราหาหุ้นโดยรวมมีแนวโน้มลดลงเนื่องจากวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ซึ่งราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวลดลงมากอยู่แล้ว ทำให้เห็นความผันผวนของราคาหลักทรัพย์มากกว่าเมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมาก

แม้ว่าผลการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกันในหัวข้อ 4.1 จะชี้ว่าพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดขึ้นหลังการซื้อขายปริมาณมาก มีแนวโน้มที่จะช่วยให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเข้าสู่สมดุลเพราะพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางตรงข้ามกับการซื้อขายปริมาณมากจะมีระดับสูงกว่าพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก แต่ผลการศึกษาจากราคาโดยตรงในหัวข้อนี้ได้แสดงให้เห็นเพิ่มเติมว่า ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าสู่สมดุลได้เร็วบนกลุ่มตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงสุดเท่านั้น แต่จะพบความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่างที่เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับต่ำลงมาโดยเฉพาะหลังการซื้อขายปริมาณมาก เนื่องจากกลุ่มนักลงทุนที่ซื้อขายในทิศทางตรงข้ามกับการซื้อขายปริมาณมากมักเป็นนักลงทุนรายย่อย จึงไม่สามารถต้านทานการเปลี่ยนแปลงของราคาที่เกิดจากการซื้อขายของนักลงทุนรายใหญ่ได้

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

ในการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมแห่ตามกันของนักลงทุน รวมทั้งผลกระทบต่อราคาและความเร็วในการปรับตัวของราคาหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายการซื้อขายระหว่างวัน (intraday transaction data) บนหลักทรัพย์จำนวน 96 หลักทรัพย์ในช่วงเวลาระหว่างปีพ.ศ. 2539 – 2541 พบว่า สมมติฐานที่ใช้อธิบายผลกระทบต่อราคาหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากในประเทศไทยได้ดีที่สุดคือสมมติฐานเกี่ยวกับข้อมูล (Information hypothesis) ซึ่งกล่าวว่า การซื้อขายปริมาณมากมีแนวโน้มเกิดขึ้นเนื่องจากมีนักลงทุนได้รับข้อมูลใหม่เกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นจึงซื้อขายหลักทรัพย์ในปริมาณมากเพื่อต้องการทำกำไรจากข้อมูลที่นักลงทุนคนอื่นยังไม่รู้ ทำให้เมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมาก มูลค่าคาดหวังของข้อมูลจะถูกรวมเข้าไปในราคาหลักทรัพย์ และส่งผลให้เกิดผลกระทบต่อราคาแบบถาวร ผลการศึกษาคงกล่าวสอดคล้องกับข้อสรุปของ Khanthavit (1996) ที่กล่าวว่า นักลงทุนต่างประเทศ (ซึ่งมีพอร์ตการลงทุนใหญ่ทำให้ซื้อขายหลักทรัพย์ในปริมาณมาก) เป็นผู้นำข้อมูลใหม่เข้าสู่ตลาด

โดยผลการศึกษาในที่นี้พบว่าขนาดของผลกระทบต่อราคาแบบถาวรมีขนาดใหญ่กว่าผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราว และมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับขนาดของการซื้อขายปริมาณมาก ยกเว้นเพียงการขายปริมาณมากบนหุ้นสามัญเท่านั้น จึงแสดงให้เห็นว่าบนตัวอย่างส่วนใหญ่ ยิงการซื้อขายปริมาณมากมีขนาดใหญ่เท่าไรก็ย่อมมีข้อมูลที่มีมูลค่าคาดหวังสูงขึ้นเท่านั้นอยู่เบื้องหลัง อย่างไรก็ตาม สมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่อง (Liquidity hypothesis) ก็ยังพอใช้อธิบายถึงการปรับตัวของราคาได้บ้าง โดยจะอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาได้ดีเฉพาะการซื้อขายปริมาณมากที่เกิดขึ้นบนวอร์เรนซ์ เพราะพบความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างขนาดการซื้อขายปริมาณมากกับผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวอย่างชัดเจน อย่างไรก็ตามการปรับตัวของราคาที่ยาวนานซึ่งจะได้กล่าวต่อไป ก็เป็นสิ่งที่ชี้ว่าสมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่องเป็นปัจจัยรองเท่านั้น ซึ่งถ้าหากสภาพคล่องของหลักทรัพย์มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาจริง ราคาควรปรับตัวเสร็จสิ้นทันทีในรายการซื้อขายถัดไป

นอกจากนี้ ผลการศึกษาที่ได้ยังชี้ว่าการซื้อขายปริมาณมากที่เกิดขึ้นมีอิทธิพลต่อพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นภายหลังอย่างชัดเจน โดยหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากพบว่า จะเกิดพฤติกรรมแห่ตามกันขึ้นอย่างชัดเจนในช่วงเวลา 5-20 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก โดยมีระดับเฉลี่ยประมาณ 9-11% จากการวัดโดยใช้ค่าสถิติของ Lakonishok et al. (1992) ดังสมการที่ (1) โดยพฤติกรรมแห่ตามกันมีแนวโน้มลดลงเมื่อเวลาผ่านไป และหากแยกพิจารณาพฤติกรรมแห่ตามกันแยกตามทิศทางการซื้อขายจะพบว่า ระดับพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อขายปริมาณมากจะสูงกว่าระดับพฤติกรรมแห่ตามกันในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก และระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามปริมาณสภาพคล่องที่เกิดขึ้นหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ยกเว้นในกลุ่มตัวอย่างที่มีสภาพคล่องสูงสุดภายหลังการซื้อปริมาณมากเท่านั้นที่พบว่าระดับพฤติกรรมแห่ตามกันมีค่าไม่สูงมากนัก เนื่องจากหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงมักอยู่ในความสนใจของนักลงทุนหลายกลุ่มซึ่งรวมทั้งนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศ จึงทำให้ข้อมูลบนหลักทรัพย์เหล่านั้นมีการกระจายอย่างมีประสิทธิภาพ จึงลดการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างไม่มีความชอบหลักทรัพย์กลุ่มดังกล่าว อย่างไรก็ตามหากพิจารณาโอกาสการเกิดพฤติกรรมแห่ซื้อและพฤติกรรมแห่ขายพบว่า ในตลาดหลักทรัพย์ไทยมี

แนวโน้มที่จะเกิดพฤติกรรมแห่ซื้อได้มากกว่าแห่ขาย โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังการขายปริมาณมาก ซึ่งมีสาเหตุมาจากข้อห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้า (short sell) ที่เป็นการจำกัดระดับอุปทานในตลาดและเอื้อให้เกิดการปั่นราคาหุ้นขึ้นได้ง่าย โดยผลการศึกษากลับมาเกี่ยวกับการปรับตัวของราคาที่น่าสนใจอย่างชัดเจนจะเห็นได้จากเกิดการปรับตัวทางบวกในช่วง 5 นาทีแรกหลังการขายปริมาณมากซึ่งทำให้ราคาหลักทรัพย์วิ่งเลยจุดดุลยภาพ (overshoot) แล้วตามด้วยการปรับตัวทางลบอย่างมีนัยสำคัญจนถึงช่วง 25 นาทีหลังเกิดการซื้อปริมาณมากบนกลุ่มตัวอย่างที่ไม่ได้เกิดพฤติกรรมแห่ตามกันในระดับสูงที่สุด (ซึ่งเป็นกลุ่มที่ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่แฝงมากับการซื้อขายปริมาณมากมีความชัดเจนมากที่สุด) ในขณะที่ราคาหลังเกิดการขายปริมาณมากมีการปรับตัวลงน้อยกว่าแต่ก็ยังลดลงจนเลยราคาดุลยภาพเล็กน้อย หลังจากนั้นจึงปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยใช้เวลาในการปรับตัวเร็วกว่าการซื้อปริมาณมากประมาณ 5 นาที

นอกจากนี้เมื่อเปรียบเทียบการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์กับผลการวิจัยของ Holthausen et al. (1990) ที่ใช้ข้อมูลของตลาดสหรัฐอเมริกาพบว่าราคาหลักทรัพย์ไทยมีการปรับตัวช้ากว่าราคาหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ซึ่งปรับตัวเสร็จสิ้นใน 1 และ 3 รายการซื้อขายหลังเกิดการซื้อและขายปริมาณมากตามลำดับ ในขณะที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดไทยใช้เวลาปรับตัวโดยเฉลี่ย 3 และ 5 รายการซื้อขายหลังเกิดการซื้อและขายปริมาณมากตามลำดับ แต่การปรับตัวในตลาดหลักทรัพย์ไทยดังกล่าวเป็นเพียงการปรับตัวในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก เพื่อเข้าสู่สมดุลในระดับรายการซื้อขาย ก่อนจะมีการปรับตัวในทิศทางตรงกันข้ามซึ่งกินเวลาจนถึงประมาณ 20-25 นาทีหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากกว่าจะเสร็จสิ้น

ซึ่งสาเหตุที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์ในไทยใช้เวลาปรับตัวนานมากอาจเกิดจากการลงทุนของนักลงทุนรายใหญ่ ซึ่งมีพฤติกรรมซื้อขายในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์ในช่วงแรกปรับตัวในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก แต่นักลงทุนรายย่อยจะซื้อขายในทิศทางตรงกันข้าม ทำให้ไม่สามารถยับยั้งการเปลี่ยนแปลงของราคาได้ ซึ่งผลดังกล่าวสอดคล้องกับทฤษฎีของ Khanthavit (1996) ซึ่งการซื้อขายในลักษณะนี้มีสาเหตุมาจากข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีการแพร่กระจายไปยังนักลงทุนรายใหญ่ก่อนที่จะถึงนักลงทุนรายย่อย ทำให้พบแนวโน้มการซื้อขายในทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมากของกลุ่มนักลงทุนรายใหญ่ ประกอบกับกฎการห้ามขายหลักทรัพย์ล่วงหน้า (short sell) ยังเป็นการจำกัดความสามารถในการเปลี่ยนแปลงระดับอุปทานในตลาด ทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวได้ช้าลงไปอีกหลังการขายปริมาณมากและยังเป็นปัจจัยสนับสนุนให้เกิดการปั่นราคาหุ้นขึ้นไปได้ง่าย

อย่างไรก็ตาม แม้ผลการศึกษาข้างต้นจะชี้ว่าสภาพแวดล้อมของตลาดหลักทรัพย์ไทยจะเอื้อให้เกิดการปั่นราคาหุ้น และราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวช้า แต่หากตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงกฎในการซื้อขายบางอย่างน่าจะช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์หลังเกิดการซื้อขายปริมาณมากได้ เนื่องจากพฤติกรรมการซื้อขายของนักลงทุนโดยรวมมีแนวโน้มที่จะยับยั้งความผันผวนของราคาหลักทรัพย์อยู่แล้ว ดังจะเห็นได้จากพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดในทางตรงกันข้ามกับการซื้อขายปริมาณมากจะมีระดับสูงกว่าพฤติกรรมแห่ตามกันที่เกิดในทิศทางเดียวกับการซื้อขายปริมาณมาก และยังมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับผลตอบแทนบนหลักทรัพย์ในช่วง 5 นาทีก่อนเกิดการซื้อขายปริมาณมาก แสดงว่านักลงทุนก็มีการตั้งคำถามว่าราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลที่มาจากการซื้อขายปริมาณมากไปก่อนหน้าแล้วหรือยัง ถ้าหากสะท้อนไปแล้วก็จะไม่ตัดสินใจลงทุนตามการซื้อขายของนักลงทุนรายใหญ่ นอกจากนี้พฤติกรรมแห่ตามกันรวมทั้งความไม่สมดุลของปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้นอย่างชัดเจนเมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมาก ก็มีแนวโน้มลดลงเมื่อเวลาผ่านไป ซึ่งคาดว่าหากตลาดหลักทรัพย์

อนุญาตให้มีการขายหลักทรัพย์ล่วงหน้าได้จะทำให้การเปลี่ยนแปลงอุปสงค์และอุปทานในตลาดมีความสมดุลกันมากขึ้น และลดความผันผวนของราคาได้

นอกจากการปรับกฎเกณฑ์การขายหลักทรัพย์แล้ว การลดความแตกต่างของความสามารถในการเข้าถึงและวิเคราะห์ข้อมูลก็เป็นวิธีหนึ่งที่จะช่วยลดความผันผวนของราคาได้ โดยจะต้องมีระบบศูนย์กลางข้อมูลซึ่งนักลงทุนทั่วไปสามารถเข้าไปตรวจสอบข้อมูลได้ทันที ซึ่งในปัจจุบันก็ได้มีการพัฒนาไปพอสมควรแล้ว และยังเป็นความคิดที่จะสร้างกลุ่มนักลงทุนขึ้นมาใหม่ โดยนักลงทุนกลุ่มนี้จะต้องมีเงินลงทุนที่มากพอ ๆ กับนักลงทุนต่างประเทศหรือกองทุนในประเทศ เพื่อให้มีความสามารถยับยั้งความผันผวนของราคาที่เกิดจากการซื้อขายของนักลงทุนรายใหญ่ได้ แต่นักลงทุนกลุ่มนี้จะต้องสนใจผลตอบแทนในระยะยาวของหลักทรัพย์มากกว่าการทำกำไรจากความผันผวนของราคาในระยะสั้น ซึ่งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพน่าจะทำหน้าที่เป็นนักลงทุนกลุ่มใหม่นี้ได้ดี เนื่องจากมีการกำหนดเป้าหมายการลงทุนในระยะยาวที่ค่อนข้างมั่นคง และสามารถหลีกเลี่ยงการแข่งขันโดยตรงในด้านผลตอบแทนระยะสั้นกับกองทุนอื่น ๆ ซึ่งต่างกับกองทุนรวมของเอกชนที่ต้องแข่งขันกันตลอดเวลา

อนึ่ง เนื่องจากช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษาอยู่ระหว่างปี พ.ศ. 2539-2541 ซึ่งราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากอยู่ในช่วงเริ่มต้นของวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 ทำให้ผลการศึกษาข้างต้นมีแนวโน้มที่จะพบการปรับตัวลดลงของราคามากกว่าในสภาวะปกติได้ นอกจากนี้การศึกษานับหลักทรัพย์เพียง 98 หลักทรัพย์ซึ่งส่วนใหญ่จัดอยู่ในดัชนี SET50 อาจทำให้พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยมีเสถียรภาพดีเกินจริง เนื่องจากข้อมูลบนหลักทรัพย์ดังกล่าวมักมีการกระจายอย่างมีประสิทธิภาพอยู่แล้ว หากศึกษาโดยใช้ข้อมูลบนหลักทรัพย์ทั้งหมดอาจให้ผลแตกต่างกันได้

5.2 ข้อเสนอแนะ

สำหรับผู้สนใจศึกษาเรื่องนี้ต่อไปในอนาคต ยังคงมีประเด็นที่น่าศึกษาเพิ่มเติมดังนี้

1. เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ยังไม่สมบูรณ์ ทั้งในด้านปริมาณหลักทรัพย์และระยะเวลา จึงอาจศึกษาโดยใช้วิธีเดียวกันนี้กับข้อมูลของหลักทรัพย์ทั้งตลาด ในช่วงเวลาที่นานขึ้น ยิ่งไปกว่านั้นหากได้ข้อมูลคำสั่งซื้อขายที่ส่งเข้ามาในระบบ ก็จะสามารถศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนทั้งหมดที่ส่งคำสั่งซื้อขายเข้ามาในระบบได้ ซึ่งจะช่วยให้ได้ผลที่ครอบคลุมมากกว่าการศึกษานับข้อมูลรายการซื้อขายเพียงอย่างเดียว
2. อาจศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนรายกลุ่ม ได้แก่ นักลงทุนสถาบัน นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนทั่วไป ว่ามีพฤติกรรมการซื้อขายอย่างไรหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก
3. อาจมีการศึกษาเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างรายการซื้อขายปริมาณมาก กับรายการซื้อขายทั่วไป (เช่นการซื้อขนาด 100 หุ้น) เพื่อหาความแตกต่างระหว่างการปรับตัวของราคา และผลกระทบต่อราคาที่เกิดขึ้น รวมทั้งพฤติกรรมແຫ່ตามกันที่เกิดขึ้นด้วย
4. อาจศึกษาเปรียบเทียบความแตกต่างในประเด็นต่าง ๆ ข้างต้นระหว่างหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญทั่วไปกับวอร์เรนท์ ว่าวอร์เรนท์มีความผันผวนของราคามากกว่าเมื่อเกิดการซื้อขายปริมาณมากหรือไม่
5. อาจนำเอาข้อมูลข่าวเกี่ยวกับการลงทุน เช่นการประกาศผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน หรือการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์มาพิจารณาเพื่อหาอิทธิพลของข้อมูลดังกล่าวต่อผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และดูว่าพฤติกรรมແຫ່ตามกันที่เกิดขึ้นนั้นมีผลมาจากข่าวดังกล่าวหรือไม่

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

- นคร เหลืองรวงทอง. 2542. พฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกันของกองทุนรวม. วิทยานิพนธ์ปริญญา
มหาบัณฑิต คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สรสิทธิ์ วรรณประเสริฐ. 2543. พฤติกรรมการลงทุนในหลักทรัพย์ของกองทุนปิด และผลกระทบต่อราคาหลัก
ทรัพย์. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ภาษาอังกฤษ

- Banerjee, A. August 1992. A Simple Model of herd behavior. Quarterly Journal of Economics 107: 797-817.
- Bikhchandani S. and Sharma S. 2000. Herd Behavior in Financial Markets: A Review. IMF Working paper.
- Christie, William G. and Roger, D. Huang. 1995. Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd Around
the Market? Financial Analysts Journal (July-August 1995) : 31-37.
- Dann, L. Y.; Mayers D. and Raab R. J. 1977. Trading rules, large blocks and the speed of price adjustment.
Journal of Financial Economics 4: 3-22.
- Holthausen, R. W.; Leftwich, R. W. and Mayers D. 1987. The effect of large block transactions on security
prices, A Cross-Sectional Analysis. Journal of Financial Economics 19: 237-267.
- Holthausen, R. W.; Leftwich, R. W. and Mayers D. 1990. Large-block transactions, the speed of response, and
temporary and permanent stock-price effects. Journal of Financial Economics 26: 71-95.
- Khanthavit, A. 1996. Information Structure, Trading Behavior and Stock Price in The Thai Market. Research
Report Series. (n.p.).
- Lakonishok, J.; Shleifer, A. and Vishny, R. W. 1992. The impact of institutional trading on stock prices. Journal
of Financial Economics 32: 23-43.
- Maug Ernst and Narayan Naik. 1996. Herding and Delegated Portfolio Management. Mimeo, London Business
School.
- Scharfstein, D. S. and Stein, J. C. 1990. Herd Behavior and Investment. The American Economic Review
Papers and Proceedings 80: 465-479.
- Scholes, Myron S. 1972. The market for securities: Substitution versus price pressure and the effects of
information on share price. Journal of Business 45: 179-211.
- Shleifer Andrei. 1986. Do demand curves for stocks slope down? Journal of Finance 41: 579-590.



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ ผ.1
รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการวิจัย

ตารางข้างล่างแสดงรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการวิจัยทั้งหมด และแสดงจำนวนตัวอย่างการซื้อขายปริมาณมากที่ถูกคัดออกเนื่องจากมีสภาพคล่องไม่เพียงพอกล่าวคือมีการซื้อขายน้อยกว่า 3 รายการภายใน 5 นาทีแรกหลังเกิดการซื้อขายปริมาณมาก (ตามข้อ 1.1 ในหัวข้อ 3.2.3) โดยหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกในการศึกษาเกี่ยวกับการปรับตัวและผลกระทบต่อราคา (ตามข้อ 1.2 ในหัวข้อ 3.2.3) จะมีเครื่องหมาย * ต่อท้ายชื่อหลักทรัพย์

ชื่อหลักทรัพย์	การซื้อขาย ปริมาณมาก	การซื้อขาย ปริมาณมาก	ชื่อหลักทรัพย์	การซื้อขาย ปริมาณมาก	การซื้อขาย ปริมาณมาก
ก. หุ้นสามัญ					
ADVANC	8	4	NFS	0	0
AFC*	65	70	NPC	4	4
ASL	12	18	ONE	11	9
AST	20	15	PERFEC	4	12
BANPU	15	18	PIZZA*	51	59
BAY	0	1	PTTEP	12	11
BBL	0	1	QH	5	9
BEC	6	12	SATTEL	6	6
BECL	2	2	SCB	0	2
BIGC	15	18	SCC	7	9
B-LAND	3	18	SCCC	16	17
BOA	1	3	SCIB	3	1
CAPE	3	2	SGF	6	23
CNS	4	5	SHIN	6	11
CNT*	30	33	SMC*	17	31
COCO	2	2	S-ONE	0	0
CPF*	36	38	SPL	0	1
DELTA	19	19	SSI	4	1
DS	0	0	SUC	13	18
EFS	17	25	SUPALI	24	29
EGCOMP	2	1	TA	1	1
GRAMMY*	32	39	TASCO	6	9
HANA	23	22	TFB	0	1
IFCT	0	0	TGCI*	33	51
ITD	10	21	TGP*	51	47
JASMIN	12	3	THAI	6	10
KK	1	1	TM*	50	47
KTB	0	0	TMB	1	0
LH	4	6	TPI	2	5
MAKRO	14	14	TT&T	1	0
MBK-PD*	22	30	UCOM	5	9
MK*	42	60	UNIVES	15	28
NATION*	17	30	VNT	2	10
NFC	6	8			

ตารางที่ ผ.1 (ต่อ)
รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้ในการวิจัย

ชื่อหลักทรัพย์	การซื้อ ปริมาณมาก	การขาย ปริมาณมาก	ชื่อหลักทรัพย์	การซื้อ ปริมาณมาก	การขาย ปริมาณมาก
ข. วอร์เรนที่					
BANPU-W*	38	37	SCIB-W	3	3
CNT-W*	33	49	SGF-W*	23	39
DS-W	7	12	SMC-W*	53	67
EFS-W	13	27	S-ONE-W*	14	34
ITD-W	9	23	S-ONE-W3	1	2
KK-W*	26	48	SPL-W	10	23
LH-W	6	7	SUPALI-W*	29	50
MK-W*	53	55	TASCO-W*	49	48
NATION-W	11	28	TFB-W	9	9
NFS-W	8	15	TFB-W2	5	4
NFS-W3	12	27	TGCI-W*	50	57
ONE-W	8	17	TGP-W*	52	64
PERFEC-W*	43	65	UCOM-W	15	18
PIZZA-W*	42	54	UNIVES-W	9	16
QH-W*	21	35			

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายไวยศย์ ภูรีวิโรจน์กุล เกิดวันที่ 11 ตุลาคม พ.ศ. 2523 จังหวัดกรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาระดับมัธยมศึกษาจากโรงเรียนสวนกุหลาบวิทยาลัย ในปี พ.ศ. 2539 สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีวิศวกรรมศาสตรบัณฑิต สาขาวิศวกรรมคอมพิวเตอร์ (เกียรตินิยมอันดับ 2) จากคณะวิศวกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปี พ.ศ. 2543 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยใน พ.ศ. 2544



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย