

ความสัมพันธ์ระหว่างพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวมและราคาหลักทรัพย์  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

RELATIONSHIP BETWEEN TRADING BEHAVIOR OF MUTUAL FUNDS AND STOCK PRICES IN  
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

พนัชกร สมพงษ์\* และชัยวุฒิ ตั้งสมชัย\*\*

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของกองทุนรวมในประเทศไทยในช่วงเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2559 - มิถุนายน พ.ศ. 2565 ว่ามีพฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกันหรือไม่ และอยู่ในระดับที่สูงหรือต่ำมากน้อยเพียงใด ทั้งการซื้อและการขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน พบว่าการลงทุนในทิศทางเดียวกันไม่ได้เพิ่มความผันผวนให้แก่ราคาหลักทรัพย์ แม้กระทั่งเหตุการณ์วิกฤตการณ์การแพร่เชื้อไวรัสโควิด 19 ที่เกิดขึ้น การศึกษาวิจัยครั้งนี้แสดงให้เห็นว่าผู้จัดการลงทุนไม่ได้ปรับตัวตามกลยุทธ์ หรือความสามารถของผู้จัดการลงทุนเอง แต่เป็นไปตามธรรมชาติของราคาหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีความผันผวนเอง ซึ่งสะท้อนธรรมชาติของราคาขนาดเล็กหรือไม่มีภาวะตลาดอยู่ในสถานะที่ตีจริง ๆ เข้ามาเกี่ยวข้อง ผู้จัดการลงทุนตัดสินใจลงทุนในขนาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กเพื่อที่อยากจะทำกำไรมากกว่า และสร้างประสิทธิภาพการลงทุนของผู้จัดการลงทุนเองมากกว่าที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีขนาดกลางและขนาดใหญ่ และสิ่งที่สำคัญนักลงทุนประเภทกองทุนรวมมีส่วนช่วยให้ราคาหลักทรัพย์มีเสถียรภาพ จึงควรส่งเสริมสนับสนุนให้มีการขยายตัว เพื่อเพิ่มบทบาทของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เติบโตได้

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the investment behavior of mutual funds in Thailand from January 2016 to June 2022, to determine whether there is a similar investment behavior and the extent to which it exists. The study finds that herding behavior among mutual funds does not contribute to increased price volatility of securities. This holds true even during events such as the COVID-19 pandemic.

The research demonstrates that investment managers do not adjust their strategies or abilities based on herding behavior. Rather, it reflects the inherent nature of small-sized securities that have their own intrinsic volatility. This may indicate that the market is in a genuinely favorable condition. Investment managers make decisions to invest in small-sized securities in order to maximize profits and enhance their own investment performance, rather than investing in medium or large-sized securities. Additionally, it highlights the significant role that mutual fund investors play in ensuring stability in security prices. Therefore, it is important to promote and support the expansion of mutual funds to further enhance the role of investors in the Thai stock market and promote its growth.

\* นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

\*\* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

## บทนำ

ปัจจุบันมูลค่าการลงทุนในกองทุนรวมในประเทศไทยเติบโตสูงชันอย่างมาก จากข้อมูลมูลค่าทรัพย์สินภายใต้การจัดการของอุตสาหกรรมจัดการลงทุนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ปีพ.ศ. 2544-2565 ในปี พ.ศ. 2544 ที่กองทุนต่อ GDP 7.59% จนถึงปี พ.ศ. 2565 เพิ่มขึ้นเป็น 28.09% และอีกทั้งการออมและการลงทุนภาคครัวเรือนที่เติบโตของกองทุนในปี พ.ศ. 2544 ที่ 389,326 (ล้านบาท) เพิ่มขึ้น จนกระทั่งในปี พ.ศ. 2565 เป็น 4,474,592 (ล้านบาท) ที่มีการเติบโตอย่างต่อเนื่องเช่นกัน (สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, 2565) การวิเคราะห์ความสามารถของกองทุนในการสร้างผลตอบแทนและความเข้าใจถึงมิติต่าง ๆ ของการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ที่กองทุนถือจึงมีความสำคัญ การลงทุนในกองทุนรมนับเป็นสิ่งสำคัญที่ส่งเสริมการออม เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนของภาคธุรกิจ อีกทั้งกองทุนรวมยังสามารถทำหน้าที่เสริมสภาพคล่องและรักษาเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ได้ จากการศึกษาพบว่าตลาดหลักทรัพย์ได้จากการที่ตลาดไม่มีประสิทธิภาพนั้น ทำให้ข้อมูลข่าวสารที่กระจายออกจากระดับวงในนั้นทำให้นักลงทุนสถาบัน จนถึงนักลงทุนรายย่อย การเข้าถึงข้อมูลก็จะอยู่ในระดับที่แตกต่างกัน การกระจายข่าวสารไม่ทั่วถึง นำข้อมูลวงในมาใช้ก่อนเผยแพร่สู่สาธารณชนนั้น ก็จะเกิดการทำการกำไรเกินปกติของผู้ใช้ข้อมูลวงใน (ธรรมาศ พนมธรรณิจกุล, 2552) อีกทั้งผู้จัดการกองทุนหรือนักลงทุนสถาบันนั้นเองบางครั้งไม่ได้ตัดสินใจลงทุนโดยไม่ได้คำนึงถึงราคาพื้นฐานที่ควรจะเป็น และผู้จัดการกองทุนทุกคนที่ไม่มั่นใจในความสามารถของตนเอง จะเลียนแบบการตัดสินใจของผู้จัดการคนก่อนหน้า เพื่อให้ตัวเองได้รับประโยชน์มากขึ้น แสดงถึงการแห่ตามกันที่ไม่มีประสิทธิภาพในการศึกษาครั้งนี้ผู้ศึกษามุ่งเน้นสนใจ โดยศึกษาว่าความสัมพันธ์ระหว่างพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวมและราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีเหตุการณ์ที่สำคัญสถานการณ์เกี่ยวกับการแพร่เชื้อของโรคระบาด Covid -19 ซึ่งข้อมูลจะศึกษาโดยข้อมูลจะศึกษาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2559 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2565

## แนวคิดและทฤษฎี

ตลาดหุ้นจะมีประสิทธิภาพนั้น (Efficient Market) มีเงื่อนไขจำเป็นว่าในการเกิดประสิทธิภาพของตลาดคือ ข่าวสารข้อมูลที่เท่าเทียมกัน ในตลาดที่มีประสิทธิภาพราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารที่มีอยู่ทั้งหมดทันที ความเป็นจริงแล้วตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นเป็นเพียงอุดมคติ ดังจะเห็นได้จากสื่อต่าง ๆ ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่า ไม่ว่าจะเป็ตลาดหุ้นที่พัฒนาแล้วอย่างประเทศ สหรัฐอเมริกา ทางยุโรป หรือตลาดหุ้นของประเทศกำลังพัฒนาต่าง ๆ ก็ไม่มีประสิทธิภาพเต็มที่ (ธรรมาศ พนมธรรณิจกุล, 2552, น. 5) อาจรวมถึงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยนั่นเอง

จากการที่ตลาดไม่มีประสิทธิภาพนั้น ทำให้ข้อมูลข่าวสารที่กระจายออกจากระดับวงในนั้นทำให้นักลงทุนสถาบัน การเข้าถึงข้อมูลก็จะอยู่ในระดับที่แตกต่างกัน ก็จะเกิดการทำการกำไรเกินปกติ (ธรรมาศ พนมธรรณิจกุล, 2552, น. 24) และการตัดสินใจลงทุนโดยไม่ได้คำนึงถึงราคาพื้นฐานที่ควรจะเป็น ก็อาจทำให้ราคาผันผวนไม่มีเสถียรภาพ ในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้ตัดสินใจโดยใช้การวิเคราะห์และข่าวสารที่ถูกต้อง ทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์นั้นไม่ได้คำนึงถึงราคาพื้นฐานที่ควรจะเป็น ด้วยเหตุผลนี้ถ้าเกิดกรณีที่นักลงทุนสถาบันหรือผู้จัดการกองทุนวิเคราะห์ข้อมูลออกมาในทำนองเดียวกัน และไปซื้อขายหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งพร้อมๆกัน ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวนี้เรียกว่าการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ซึ่งก็คือการเลือกซื้อขายหลักทรัพย์พร้อมกัน ๆ ในทิศทางเดียวกัน ก็จะส่งผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์นั้น และอาจทำให้เกิดความเสี่ยงในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วย

พฤติกรรมการลงทุนแบบแห่ตามกัน คือ พฤติกรรมของบุคคลซึ่งอยู่ในสถานการณ์ที่ต้องทำการตัดสินใจอย่างใดอย่างหนึ่ง ได้ทำการตัดสินใจเลือกตามบุคคลอื่นที่ได้ตัดสินใจแล้วก่อนหน้านี้ โดยไม่ได้มีการนำข้อมูลที่มีอยู่มาพิจารณาในการตัดสินใจในครั้งนี้ ซึ่งการตัดสินใจนี้ให้ความสำคัญกับการตัดสินใจของผู้อื่นมากกว่าของตนเอง Behavior)

ซึ่งเป็นการศึกษาว่ากองทุนรวมในประเทศไทยมีพฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกันหรือไม่ โดยใช้วิธีการของ Lakonishok, Shleifer, and Vishny (1992) หรือ LSV Measurement

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

โดยที่

- H(i) คือ ระดับของการลงทุนในทิศทางเดียวกันในหลักทรัพย์ i ในไตรมาส t
- B(i) คือ จำนวนบริษัทจัดการกองทุนรวมที่เพิ่มการถือครองหลักทรัพย์ i ในไตรมาส t
- S(i) คือ จำนวนบริษัทจัดการกองทุนรวมที่ลดการถือครองหลักทรัพย์ i ในไตรมาส t
- p(t) คือ ค่าคาดหวัง (Expected Value) สัดส่วนของจำนวนบริษัทจัดการกองทุนรวมที่ซื้อสุทธิต่อจำนวนที่ทำการซื้อหลักทรัพย์ในไตรมาส t
- AF(i) คือ ตัวปรับค่า (Adjustment Factor)
- อัตราผลตอบแทน (Rate of Return) คือ ผลประโยชน์ที่นักลงทุนได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยผลตอบแทนจากการลงทุนประกอบไปด้วย กำไรส่วนเกินทุน (Capital gain) เงินปันผล (Dividend) และดอกเบี้ย (Interest) อัตราผลตอบแทนมักแสดงอยู่ในรูปของร้อยละ โดยเทียบกับเงินลงทุนต้น

$$Y_{bt} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \times 100$$

$Y_{bt}$  : อัตราผลตอบแทนของดัชนี ณ สิ้นเดือน t

$P_t$  : ราคาปิดของดัชนี ณ สิ้นเดือน t

$P_{t-1}$  : ราคาปิดของดัชนี ณ สิ้นเดือน t-1

## วิธีการดำเนินการวิจัย

ข้อมูลมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของแต่ละหลักทรัพย์ แต่ละกองทุนรวมของบริษัทจัดการกองทุน ที่ได้เข้าไปทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในแต่ละบริษัท ช่วงระยะเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี มกราคม 2559 – มิถุนายน 2565 ทั้งหมด 7 ปี โดยแบ่ง การวิเคราะห์ทั้งภาพรวม , ก่อนการเกิดเหตุการณ์แพร่ระบาดของโรคระบาด Covid-19 ตั้งแต่เดือนมกราคม 2559-เดือนกุมภาพันธ์ 2563 และ หลังเหตุการณ์แพร่ระบาดของโรคระบาด Covid-19 ตั้งแต่เดือนมีนาคม 2563 – เดือนมิถุนายน 2565 ข้อมูลที่รวบรวมทั้งหมดมาวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ประกอบด้วย ร้อยละ (Percentage) ค่าเฉลี่ย (Mean เพื่อทดสอบสมมติฐาน

ข้อมูลการซื้อขายของกองทุนรวม จากแบบรายงานการทำธุรกรรมระหว่างบุคคลที่เกี่ยวข้องของแต่ละบริษัทจัดการ เป็นการซื้อขายหลักทรัพย์และสินทรัพย์ต่างๆ ของกองทุนรวมแบบรายเดือน โดยเก็บรวบรวมมาจากฐานข้อมูลของแต่ละบริษัทจัดการกองทุน ประเภทหลักทรัพย์ทั้งหมด 20 บริษัท

ในส่วนข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์ของแต่ละหลักทรัพย์ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาของหลักทรัพย์ต่างๆ ที่กองทุนรวมถือครองอยู่ ใช้ข้อมูล SET Smart และ ฐานข้อมูลจาก Bloomberg การดำเนินการวิจัย และการวิเคราะห์แบ่งออกเป็น 2 ส่วนดังนี้

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์ระดับของการลงทุนในทิศทางเดียวกันของกองทุนรวม ดังนี้

### 1.1 วิเคราะห์ระดับของการลงทุนในทิศทางเดียวกันของกองทุนรวม

คำนวณค่า  $H(i)$  จากสมการของ ใช้วิธีการของ Lakonishok et al. (1992) หรือ LSV Measurement

จะได้ค่า  $H(i)$  ที่คำนวณได้เป็นการบอกว่าอัตราส่วนของจำนวนกองทุนรวมที่ซื้อหลักทรัพย์ (i) ต่อจำนวนกองทุนรวมที่ซื้อขายหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลา  $t$  หลังจากนั้นแล้วหาค่าเฉลี่ยของ  $H$  ทั้งหมด จะบ่งบอกถึงพฤติกรรมแห่ตามกันของหลักทรัพย์ทั้งหมด

การพิจารณาว่าเป็นการซื้อหรือขายในทิศทางเดียวกัน โดยกำหนด 2 เงื่อนไข ดังนี้

1.1.1 เงื่อนไขเป็นระดับการซื้อในทิศทางเดียวกัน  $BH(i)$  หมายถึง ถ้าหลักทรัพย์มีอัตราส่วนของกองทุนที่เข้ามาซื้อต่อการเข้ามาซื้อขายมากกว่าค่าคาดการณ์  $\left[ \frac{B(i)}{B(i)+S(i)} \right] > p(t)$

1.1.2 เงื่อนไขเป็นระดับการขายในทิศทางเดียวกัน  $SH(i)$  หมายถึง ถ้าหลักทรัพย์มีอัตราส่วนของกองทุนที่เข้ามาซื้อต่อการเข้ามาซื้อขายมากกว่าค่าคาดการณ์  $\left[ \frac{B(i)}{B(i)+S(i)} \right] < p(t)$

1.2 การวิเคราะห์ว่าระดับของการลงทุนในทิศทางเดียวกันของกองทุนรวมกับขนาดของหลักทรัพย์ (Market Capitalization) เพื่อวิเคราะห์ว่าระดับของการลงทุนในทิศทางเดียวกันขึ้นอยู่กับขนาดของหลักทรัพย์ (Market Capitalization) หรือไม่ โดยแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็น 3 ประเภทหลัก ได้ดังนี้

กลุ่มที่ 1 ขนาดใหญ่โดยหลักทรัพย์ขนาดใหญ่จะเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดตั้งแต่ 1 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่ารวมของตลาดหลักทรัพย์ขึ้นไป

กลุ่มที่ 2 ขนาดกลางโดยหลักทรัพย์ขนาดกลางจะเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดตั้งแต่ 0.05 เปอร์เซ็นต์ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 1 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่ารวมของตลาดหลักทรัพย์

กลุ่มที่ 3 ขนาดเล็กโดยหลักทรัพย์ขนาดเล็กจะเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดไม่ถึง 0.05 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่ารวมของตลาดหลักทรัพย์

1.3 วิเคราะห์ระดับของการลงทุนในทิศทางเดียวกันขึ้นอยู่กับผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์นั้น ๆ หรือไม่

โดยคิดจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลานั้น โดยมาทำการวิเคราะห์ซึ่งในมีการแบ่งแยกระดับตามหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตและเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ออกเป็นทั้งหมด 6 ระดับ แบ่งระดับดังนี้

ระดับที่ 1 หลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตหรือเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตเพิ่มมาก เกณฑ์ที่  $\geq 30\%$

ระดับที่ 2 หลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตหรือเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตเพิ่มปานกลาง เกณฑ์ที่  $\geq 10\%$  ถึง  $< 29\%$

ระดับที่ 3 หลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตหรือเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตเพิ่มน้อย เกณฑ์ที่  $< 10\%$

ระดับที่ 4 หลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตหรือเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตลดลงน้อย เกณฑ์ที่  $\geq (-10\%)$

ระดับที่ 5 หลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตหรือเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตลดลงปานกลาง  
เกณฑ์ที่  $>(-29\%)$  ถึง  $<(-10\%)$

ระดับที่ 6 หลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตหรือเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตลดลงมาก  
เกณฑ์ที่  $\leq(-30\%)$

1.4 การทดสอบสมมติฐาน การปรับตัวของราคามีผลต่อพฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกันหรือไม่

ส่วนที่ 2 วิเคราะห์เกี่ยวกับระดับพฤติกรรมของการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวมส่งผลอย่างไรต่อราคาของ  
หลักทรัพย์จากการลงทุนในทิศทางเดียวกัน

แบ่งหลักทรัพย์ต่างๆที่กองทุนรวมเข้าไปซื้อขายออกมาในแต่ละเดือน แบ่งเป็น 6 กลุ่ม ดังนี้  
การซื้อขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน 3 กลุ่ม

กลุ่มที่ 1 การซื้อหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันมาก	เกณฑ์ที่ $\geq 30\%$
กลุ่มที่ 2 การซื้อหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันปานกลาง	เกณฑ์ที่ $\geq 10\%$ ถึง $< 29$
กลุ่มที่ 3 การซื้อหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันน้อย	เกณฑ์ที่ 0 ถึง $< 10\%$

การขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน 3 กลุ่ม

กลุ่มที่ 4 การขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันน้อย	เกณฑ์ที่ 0 ถึง $\leq (-10\%)$
กลุ่มที่ 5 การขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันปานกลาง	เกณฑ์ที่ $>(-29\%)$ ถึง $< (-10\%)$
กลุ่มที่ 6 การขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันมาก	เกณฑ์ที่ $\leq -30\%$

การศึกษานี้ใช้เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ในแต่ละช่วงการทดสอบที่กำหนดขึ้น  
โดยคำนวณหาเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาด  
หลักทรัพย์แต่ละกลุ่ม ของแต่ละระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวมในทิศทางเดียวกัน ในการคำนวณ  
เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น  
ในช่วงเวลาเดียวกัน ทั้งนี้เพื่อจัดผลของการเปลี่ยนแปลงของราคาที่เกิดขึ้นจากแนวโน้มของตลาดหลักทรัพย์

กำหนดช่วงทดสอบ เพื่อดูการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ว่าเป็นอย่างไร แบ่งออกเป็น 3 ช่วง ดังนี้

1. ในช่วงเวลา 3 เดือน ก่อนหน้าที่กองทุนรวมจะเข้าไปซื้อหรือขายหลักทรัพย์
2. ช่วงเวลาที่มีการซื้อหรือขายหลักทรัพย์
3. ช่วงเวลา 6 เดือน หลังจากที่ได้จากการซื้อหรือขายหลักทรัพย์เหล่านั้น

## ผลการศึกษา การอภิปรายผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

### ผลการศึกษา

จากการศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนประเภทกองทุนรวมในประเทศไทย  
ในช่วงเวลาศึกษาตั้งแต่เดือนมกราคม 2559 ถึง มิถุนายน 2565 โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายของกองทุนรวม จากแบบรายงานการ  
ทำธุรกรรมระหว่างบุคคลที่เกี่ยวข้องของแต่ละบริษัทจัดการ เป็นการซื้อขายหลักทรัพย์และสินทรัพย์ต่าง ๆ ของกองทุนรวม  
แบบรายเดือน ข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์ของแต่ละหลักทรัพย์ อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาของ  
หลักทรัพย์ต่าง ๆ ที่กองทุนรวมถือครองอยู่ รวมถึงข้อมูลมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของแต่ละหลักทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2559

ถึง 2565 ซึ่งการวิเคราะห์ในภาพรวมถึงระดับของการลงทุนในทิศทางเดียวกันของกองทุนรวมในระดับของพฤติกรรมแบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) พบว่า กองทุนรวมมีพฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกันที่ระดับ 18.110% เป็นการซื้อในทิศทางเดียวกัน 18.0232% และเป็นการขายในทิศทางเดียวกัน 18.191% เพื่อเปรียบเทียบระดับการลงทุนในทิศทางเดียวกันที่เกิดขึ้นในประเทศไทย ของการศึกษาวินิจฉัยในปี 2541 มีการลงทุนกองทุนรวมมีพฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกันที่ระดับ 18.279% เป็นการซื้อในทิศทางเดียวกัน 20.413% และเป็นการขายในทิศทางเดียวกัน 16.2672% จะเห็นได้ว่าการลงทุนในทิศทางเดียวกันอยู่ในระดับที่ไม่แตกต่างกันมาก

เมื่อพิจารณาในส่วนของระดับพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding Behavior) การลงทุนในทิศทางเดียวกันลดลงเมื่อขนาดของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น โดยในทุกระดับของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์พบว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่จะมีการลงทุนในทิศทางเดียวกันที่น้อยกว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดกลางและขนาดเล็ก ตามลำดับ ด้วยเหตุนี้อาจเนื่องมาจากเป็นไปได้ว่าราคาของขนาดหลักทรัพย์ขนาดเล็กเมื่อเปรียบเทียบกับราคาของขนาดหลักทรัพย์ขนาดกลางหรือ ขนาดหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ มีราคาที่ไม่สูง ทำให้เกิดพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding Behavior) การลงทุนในทิศทางเดียวกันที่มากกว่า อีกทั้งการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ไม่ว่าตั้งแต่การปรับตัวที่เพิ่มมากขึ้น จนกระทั่งการปรับของราคาหลักทรัพย์ลดลงมาก ไม่ได้มีผลต่อการลงทุนในทิศทางเดียวกัน

การพิจารณาเมื่อเปรียบเทียบระหว่างเหตุการณ์หลังเกิดวิกฤตการณ์การของการแพร่เชื้อไวรัสโควิด 19 กองทุนรวมในประเทศไทยมีการลงทุนในทิศทางเดียวกัน มากกว่าก่อนเกิดวิกฤตการณ์การของการแพร่เชื้อไวรัสโควิด 19 แต่ไม่แตกต่างกันในระดับที่สูงมาก และลักษณะของการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์พบว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่จะมีการลงทุนในทิศทางเดียวกันที่น้อยกว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดกลางและขนาดเล็ก ตามลำดับอีกด้วย

ส่วนการทดสอบว่าการลงทุนในทิศทางเดียวกัน ขึ้นอยู่กับการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งการทดสอบว่าการปรับตัวของราคาในช่วงเวลาที่ศึกษามีผลต่อพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวมที่ไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ส่วนผลของการวิเคราะห์ผลของระดับพฤติกรรมของการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวม โดยทดสอบตามแนวทางการศึกษาเหตุการณ์กำหนดให้ ช่วงเวลาก่อนหน้าและหลังจากที่กองทุนเข้าไปทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์เหล่านั้น โดยเฉลี่ยมีการปรับตัวของราคาเมื่อเปรียบเทียบกับเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีการปรับเพิ่มขึ้นในช่วงเวลาถัดมาแต่ไม่มาก และในขณะที่เดียวกันการศึกษาก็ไม่ได้แสดงให้เห็นว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวมไปเพิ่มความผันผวนให้กับราคาหลักทรัพย์เหล่านั้นอย่างมีนัยสำคัญ เพราะหลังจากที่กองทุนรวมเข้าไปซื้อหรือขายหลักทรัพย์ก็ไม่ได้มีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับปรับตัวของดัชนีหลักทรัพย์อย่างชัดเจนและมีนัยสำคัญในช่วงเวลาถัดมา การซื้อหรือขายหรือขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันอาจจะช่วยเร่งให้ราคาของหลักทรัพย์เหล่านั้นเข้าสู่ราคาพื้นฐานที่แท้จริงที่เปลี่ยนแปลงไปรวดเร็วขึ้น และการลงทุนก็ไม่ได้สร้างความผันผวนให้เกิดขึ้นกับราคาหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมเข้าไปซื้อหรือขาย ทั้งเกิดและหลังเกิดเหตุการณ์วิกฤตการณ์การของการแพร่เชื้อไวรัสโควิด 19

### การอภิปรายผล

จากผลการศึกษามีประเด็นที่นำมาอภิปรายดังนี้

1. ผลการทดสอบระดับของการลงทุนในทิศทางเดียวกันของกองทุนรวมในระดับของพฤติกรรมแบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) จะเห็นได้ว่าการลงทุนในทิศทางเดียวกันมีระดับที่ใกล้เคียงสอดคล้องกับคำอธิบายโดย Lakonishok et al. (1992), Wermers (1999) และ นคร หลวงรวงทอง (2542) ที่อธิบายว่ากองทุนรวมมีการลงทุนในทิศทางเดียวกันในหลักทรัพย์ขนาดเล็ก อยู่ในระดับที่สูงกว่าการลงทุนในทิศทางเดียวกันในหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดใหญ่



อีกทั้งวิเคราะห์สถานการณ์ทั้งเหตุการณ์การเกิดและหลังเกิดเหตุการณ์วิกฤตการณ์การของการแพร่เชื้อไวรัสโควิด 19 ก็เป็นไปได้ในทิศทางเดียวกัน แต่ทั้งนี้เมื่อพิจารณาหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่มีราคาที่สูงกว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดกลางและขนาดเล็ก อาจเนื่องด้วยการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีน้อยกว่าขนาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดกลางและเล็กตามลำดับ ทำให้เกิดระดับของพฤติกรรมแบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ที่น้อยกว่า แสดงให้เห็นว่าผู้จัดการลงทุนไม่ได้ปรับตัวตามกลยุทธ์ หรือความสามารถของผู้จัดการลงทุนเอง แต่เป็นไปตามธรรมชาติของราคาหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีความผันผวนเอง ซึ่งสะท้อนธรรมชาติของราคาขนาดหลักทรัพย์ขนาดเล็กเอง หรือไม่กี่สถานะตลาดอยู่ในสถานะที่จริงจังๆ เข้ามาเกี่ยวข้อง ผู้จัดการลงทุนตัดสินใจลงทุนในขนาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กเพื่อที่อยากจะทำกำไรมากกว่า และสร้างประสิทธิภาพการลงทุนของผู้จัดการลงทุนเองมากกว่าที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีขนาดกลางและขนาดใหญ่

2. ผลของการลงทุนในทิศทางเดียวกันที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันของกองทุนรวมไม่ได้ทำให้เกิดความผันผวนมากขึ้น ที่สอดคล้องกับคำอธิบายโดย นคร หลวงรวงทอง (2542) แต่ในการศึกษาครั้งนี้พบว่าจะยกเว้นก่อนเกิดเหตุการณ์วิกฤตการณ์การของการแพร่เชื้อไวรัสโควิด 19 ที่การซื้อหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันทำให้เกิดความผันผวนแก่ราคาหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมเข้าไปซื้อ แต่สาเหตุอาจจะมาจากการปรับกลยุทธ์การซื้อขายของผู้จัดการกองทุนรวม และธรรมชาติของราคาหลักทรัพย์ขนาดเล็กที่มีความผันผวนเอง ซึ่งสะท้อนธรรมชาติของราคาขนาดหลักทรัพย์ขนาดเล็กเอง เพื่อให้สอดคล้องกับเหตุการณ์ ณ ปัจจุบัน ก่อนที่จะเกิดเหตุการณ์วิกฤตการณ์การของการแพร่เชื้อไวรัสโควิด 19

### ข้อเสนอแนะ

1. ผลการศึกษาทำให้ทราบว่า ถึงแม้กองทุนรวมจะมีการลงทุนในทิศทางเดียวกันที่ระดับสูง แต่ก็ไม่สามารถสร้างความผันผวนให้แก่ราคาหลักทรัพย์ และอีกทั้งเป็นตัวเร่งให้ราคาของหลักทรัพย์ปรับตัวเข้าสู่พื้นฐานที่แท้จริง ดังนั้นจึงควรมีการส่งเสริมให้มีการลงทุนผ่านกองทุนรวมมากขึ้น เพราะถ้ามีการลงทุนประเภทกองทุนรวมมากขึ้นจะช่วยส่งเสริมให้ตลาดหลักทรัพย์มีเสถียรภาพมากขึ้นด้วย แสดงให้เห็นว่าถึงแม้ตลาดหลักทรัพย์เองจะมีความผันผวน แต่ถ้าเปรียบเทียบกับการลงทุนในกองทุนรวมแล้ว ไม่ได้ส่งผลให้ความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์

ดังนั้นความเสี่ยงของการลงทุนในกองทุนรวมจะมีไม่มากถ้าเปรียบเทียบกับการลงทุนหลักทรัพย์รายตัว หรือการลงทุนด้วยตนเองที่ไม่ผ่านกองทุนรวม แม้สถานการณ์จะเกิดวิกฤตโรคระบาด การลงทุนในกองทุนรวมเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่ส่งเสริมให้เป็นการลดความเสี่ยงทางการเงินส่วนบุคคลได้ บางคนคิดว่าผลตอบแทนในกองทุนรวมน้อยกว่าการลงทุนด้วยตนเอง สามารถนำข้อได้เปรียบจุดนี้ว่า เรื่องความเสี่ยงของกองทุนน้อยกว่าการลงทุนด้วยตนเอง ถึงแม้จะเดสถานการณ์โควิด เพื่อให้ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนได้รับความเป็นธรรมและความมั่นใจ ในกรณีที่เกิดเหตุการณ์ผิดปกติ รวมถึงบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนจะได้มีกระบวนการบริหารความเสี่ยงด้านสภาพคล่องที่มีประสิทธิภาพ เป็นไปตามมาตรฐานสากล และมีเครื่องมือที่สามารถเลือกใช้ได้อย่างเหมาะสม ตลอดจนลดโอกาสเกิดความเสี่ยงเชิงระบบในอนาคต

2. สร้างดัชนีเกณฑ์ชี้วัดขั้นพื้นฐานเกี่ยวกับประสิทธิภาพกลยุทธ์ในการการบริหารจัดการของผู้จัดการกองทุนของแต่ละบริษัท ทำให้ไม่เกิดการเลียนแบบพฤติกรรมแห่ตามกันของผู้จัดการกองทุนเอง ในสถานะตลาดที่ผันผวนต้องเผชิญกับสถานการณ์ของการแพร่เชื้อโรคระบาดโควิด 19 เพื่อให้ศักยภาพผู้จัดการกองทุนเสริมประสิทธิภาพในการบริหารให้มากขึ้นกว่าเดิมจากผลงานย้อนหลัง

3. เป็นตัวกำหนดกลยุทธ์อย่างหนึ่งในการลงทุนของผู้จัดการกองทุน ที่บางกองทุนจะเน้นในส่วนของการลงทุนในหลักทรัพย์ตามมูลค่าของตลาดที่มีขนาดใหญ่เพื่อให้สร้างผลตอบแทนใกล้เคียงกับดัชนีให้มากที่สุด เท่าที่จะเป็นไปได้ อาจทำให้กลยุทธ์การบริหารของผู้จัดการลงทุนเปลี่ยนแปลงลงทุนในหลักทรัพย์ตามมูลค่าของตลาดที่มีขนาดปานกลาง

และขนาดใหญ่เล็กได้มากยิ่งขึ้น ทำให้หลักทรัพย์ตามมูลค่าของตลาดที่มีขนาดปานกลาง และขนาดใหญ่เล็ก สามารถเติบโต แข่งขันกับหลักทรัพย์ตามมูลค่าของตลาดที่มีขนาดใหญ่ได้ในอนาคต

3. นอกจากการศึกษาพฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกันของกองทุนรวมในประเทศไทยแล้ว ควรมีการศึกษา พฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกันของนักลงทุนจากต่างประเทศด้วย รวมถึงนักลงทุนรายย่อย ว่ามีระดับการลงทุนใน ทิศทางเดียวกันและผลกระทบต่อราหลักทรัพย์อย่างไร

4. การศึกษาอาจจะใช้ข้อมูลแยกประเภทและสัดส่วนของแต่ละบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เพื่อจะให้เห็นว่า บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน บริษัทใดมีการซื้อหรือขายหลักทรัพย์มากหรือน้อยเพียงใด

### บรรณานุกรม

- จัญญา กุลวานิช และธนโชติ บุญวรโชติ. (2556). พฤติกรรมแห่ตามกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, *วารสารวิทยาศาสตร์ สาขาสังคมศาสตร์*, 34(1), 43-59.
- ธรรมยศ พนมธรรณิจกุล. (2552). *การเปรียบเทียบการมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างก่อนและ หลังวิกฤติการณ์ทางการเงินปี พ.ศ. 2550* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นคร เหลืองรวงทอง. (2542). *พฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกันของกองทุนรวม* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สรสิทธิ์ วรรณประเสริฐ. (2543). *พฤติกรรมการลงทุนในหลักทรัพย์ของกองทุนปิด และผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ไวศิษฐ์ ภูริวิโรจน์กุล. (2545). *การซื้อขายปริมาณมาก พฤติกรรมแห่ตามกัน และความเร็วในการปรับตัวของราคาหลังการซื้อขาย ปริมาณมากในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์ มหาวิทยาลัย.
- Banerjee, A. V. (1992). A Simple Model of herd behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797-817.
- Habib, A., Hasanand, M. M., & Jiang, H. (2016). *Stock price crash risk: Review of the empirical literature* (Working Paper). Retrieved from <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2811256>
- Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1992). The impact of institutional trading on stock Prices. *Journal of Financial Economics*, 32(1), 23-43.
- Shiller, R. J. (1990). *Investor behavior in the October 1987 stock market crash: Survey evidence* (NBER Working Paper No. 2684). Retrieved from [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w2446/w2446.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w2446/w2446.pdf)
- Wermers, S. (1999). Mutual Fund Herding and the impact on Stock Price. *Journal of Finance*, 54(2), 581-622.
- Xin, D., Shengmin, H., and Zheng, Q. (2018). Mutual Fund Herding and Stock Price Crashes. *Journal of Banking and Finance*, 94, 166-184.