

新冠肺炎是否強化股市從眾效應？

■ 吳明澤／中華經濟研究院第一研究所副研究員

■ 許至廷／中央大學財務金融系博士生

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 139 期(2023 年 9 月出版)

從眾效應(herding effect)是著名的非理性行為原因之一，當股票市場動盪時可能使投資人失去理性判斷的能力，從而強化其從眾效應，除了造成投資人遭受損失外，亦可能使市場波動更為劇烈，而加深資本市場的風險。

2020 年發生的新冠肺炎疫情來勢洶洶，在短期之間造成全球大量人口死亡，各國封城亦造成重大的經濟損失，使投資人出現嚴重的恐慌情緒。此恐慌情緒衝擊資本市場，使得投資人在不安的情緒下，可能失去理性思考的能力，模仿他人的投資行為，強化了資本市場的從眾效應。因此，如新冠肺炎這樣破壞性的全球公共危機時投資人會更容易出現從眾行為(Jiang, Wen, Zhang and Cui, 2022)。

本研究利用 Chang, Cheng and Khorana (2000)所提出之橫斷面報酬絕對離差模型(CSAD)對台灣上市與上櫃市場股票交易投資人之從眾效應進行檢驗，與其他研究大多利用迴歸係數高低判斷從眾效應是否被強化之做法不同，本研究以新冠肺炎對從眾效應所造成之邊際效果(marginal effect)進行分析並驗證其是否顯著。

另外，目前對新冠肺炎是否強化股市從眾效應之研究多以歐洲、澳洲、美國或中國大陸等市場進行分析，對我國之研究相對較少。對各國之研究結論亦相當分歧，部分國家發現新冠肺炎確實強化了股市的從眾效應，如澳洲 (Espinosa- Méndez and Arias, 2020)、法國、德國、義大利、英國與西班牙 (Espinosa-Méndez and Arias,

2021)、金磚國家 (Bouri, Demirer, Gupta and Nel, 2021)、葡萄牙 (Ferreruela and Mallor, 2021)、中國大陸、日本、韓國與新加坡(Jiang, Wen, Zhang and Cui, 2022)等。但亦有部分研究發現在新冠肺炎期間從眾效應反而不顯著，如中國大陸(Chang、McAleer and Wang, 2020)、西班牙(Ferreruela and Mallor, 2021)等。由上述之結果亦可發現，即使相同國家股市在不同的研究中亦可能出現不同的結果，如中國大陸與西班牙，文獻的分析結果並不一致。

事實上，我國股市在新冠肺炎期間亦出現了大幅的震盪，加權股價指數由疫情前的 12,118.71 點下挫到 2020 年 3 月 19 日的 8,681.34 點，下跌 28.4%，櫃買指數更是由 149.87 點下跌至 103.25 點，幅度達 31.3%。因此討論新冠肺炎是否強化我國投資人從眾之效應，以對台灣市場的實證研究有其重要性。

其次，由於上市與上櫃股票市場在公司規模、成立時間與投資人屬性，均有相當大的差異，若將兩市場合併討論，可能會將從眾效應融合稀釋，而難以有效評估。故本研究亦將上市與上櫃市場分開驗證，以檢視從眾效應是否因市場環境不同而有差別。最後，新冠肺炎對於各個產業之衝擊亦不盡相同，如在疫情期間生技產業即受到前所未有的重視，而我國籌組口罩國家隊亦使電機與機械業討論度大增，可能亦會強化該些產業之從眾傾向。故本研究亦驗證不同產業別之從眾效應被強化的結果是否不同。

本研究之目的主要包括：第一，驗證新冠肺炎期間對我國股票市場從眾效應的邊際效果，驗證新冠肺炎此危機事件是否強化了我國資本市場的從眾效應；第二，將我國資本市場區分為上市市場與上櫃市場，以討論新冠肺炎的強化效果是否會因為市場不同而產生差異；第三，分析不同產業之從眾效應的差異，以討論那些產業會

因為新冠肺炎而使得投資人對其股票造成從眾效應的強化；最後，針對降低市場不確定性而可能引發的從眾效應之強化提出相關建議。

為了研究上述主題，本研究提出三個假說進行驗證，分別為：

1. 新冠肺炎強化了我國資本市場的從眾效應；
2. 新冠疫情對資本市場從眾效應的強化效果，上櫃股票市場較上市股票市場為顯著；
3. 新冠疫情對各產業從眾效應之強化影響不同，與疫情相關或因疫情造成討論與曝光度提升的產業其從眾效應之強化更為明顯。

本研究利用 2015/1/1 至 2021/08/31 之台灣證券交易所上市與中華民國櫃檯買賣中心上櫃交易的股票為研究樣本，以 2020 年 2 月 1 日作為分界，將研究期間分割為新冠肺炎前後，並剔除 TDR 股、F 股與特別股，做為本研究之樣本進行分析。

實證結果如下：

1. 台灣整體股票市場在整體研究期間存在從眾效應，若區分新冠肺炎前後，則新冠肺炎前台股並未有顯著的從眾效應，但新冠肺炎期間則有顯著的從眾效應。但若考量其邊際效果，新冠肺炎對整體股票市場之從眾效應並無顯著的強化效果，因此本研究的第一個假說沒有足夠證據證明其成立。
2. 若以上市與上櫃兩個不同市場的樣本分別進行分析，在上市股票市場中雖然整體期間與新冠肺炎期間均有從眾效應的存在，但邊際效果不顯著，故沒有證據可以證明新冠肺炎強化了上市股票交易者的從眾效應。但在上櫃股市場部分，整體期間與新冠肺炎期

間均存在從眾效應，且新冠肺炎明顯造成該市場從眾效應的強化，故本研究的第二個假說成立。

3. 以上市和上櫃的各個產業分別討論，上市的產業中僅有生技醫療產業從眾效應的邊際效果顯著，上櫃的產業中則包括生技醫療、半導體業、電機機械等七個產業之邊際效果均顯著，可見各產業從眾效應的強化效果不同，與疫情相關、優勢產業和口罩國家隊相關的產業之從眾效應均有明顯的強化，即本研究的第三個假說亦是成立的。

在政策意涵部分，本研究認為當出現重大危機事件時，不實的市場消息常常會是造成投資人強化從眾效應的主因，因此政府應強化對虛假訊息之打擊，可以利用如人工智慧與大數據之數位科技，即時針對網路等媒體之假訊息做出澄清，避免投資人誤信而造成損失。其次，為了避免人們非理性投資而造成損失，近年來金融界出現機器人理財(robo-advisor, RA)等有紀律的投資方式，政府與金融業者可以對投資人加強教育與推廣機器人理財之應用，以避免因為市場恐慌而進行非理性投資，反而造成投資人的損失。

綜合以上之內容，謹將本研究主要的貢獻羅列如下：

1. 本研究證明了不同特性的資本市場，新冠肺炎對其從眾效應的強化效果不同：因為上櫃市場的股票在股本、成立年限與獲利能力之要求相對較上市市場為低，上櫃主要以新興產業、中小型企業為主，風險相對較高，且上櫃市場的投資人中散戶比重相對較高，易受到市場上消息面的影響，容易強化其從眾效應(徐中琦、林皇瑞, 2008)。

2. 特定事件的發生對各產業造成的從眾效應強化程度亦不同：新冠肺炎是重大的公衛事件，對於疫苗等生技醫療產品影響較大，故該產業之從眾效應亦較容易被強化。政府的特定政策對從眾效應亦可能有推波助瀾的效果，如各種國家隊的籌組，亦可能強化相關產業的從眾效應。
3. 最後，本研究與其他相關研究利用迴歸係數之大小討論強化效果之做法不同，而是利用檢驗邊際效果的顯著性來判斷從眾效應是否顯著被強化，在方法論上提供另一個較嚴謹的做法。

參考文獻

- 徐中琦、林皇瑞(2008)，「法人機構從眾行為之研究－台灣股市外資與自營商之比較」。《商管科技季刊》，第9卷第2期，251-276。
- Bouri, E., R. Demirer, R. Gupta, and J. Nel (2021), “COVID-19 Pandemic and Investor Herding in International Stock Markets,” *Risk*, Vol. 9, No. 168, 1-11.
- Chang, C.-L., M. McAleer, and Y. A. Wang (2020). “Herding behaviour in energy stock markets during the Global Financial Crisis, SARS, and ongoing COVID-19.” *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, Vol. 134, 110349.
- Chang, E. C., J.W. Cheng, and A. Khorana (2000), “An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective,” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 24, No. 10, 1651-1679.
- Espinosa-Méndez, C. and J. Arias (2020), “Herding Behaviour in Australian stock market: Evidence on COVID-19 effect,” *Applied Economics Letters*, Vol. 28, issue 21, 1898-1901.
- Espinosa-Méndez, C. and J. Arias (2021), “COVID-19 effect on herding behaviour in European capital markets,” *Finance Research Letters*, Vol.38, 101787-101787.
- Ferreruela, S. and T. Mallor (2021), “Herding in the bad times: The 2008 and COVID-19 crises,” *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 58, 101531.
- Jiang, R., C. Wen, R. Zhang, and Y. Cui (2022). Investor's herding behavior in Asian equity markets during COVID-19 period. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 73, 101771.