

บทบาทของสภาพคล่องในการหาราคาสินทรัพย์ และการเป็นตัวชี้วัดอารมณ์ตลาด  
ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นายสุรวัฒน์ สุวรรณยังยืน

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2548

ISBN 974-53-2032-3

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE ROLE OF LIQUIDITY IN ASSET PRICING AND AS AN INDICATOR OF MARKET  
SENTIMENT OF THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Mr.Surawat Suwanyangyuan

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Science Program in Finance  
Department of Banking and Finance  
Faculty of Commerce and Accountancy  
Chulalongkorn University  
Academic Year 2005  
ISBN 974-53-2032-3



สุรวัดน์ สุวรรณยั่งยืน : บทบาทของสภาพคล่องในการหาราคาของสินทรัพย์ และการเป็นตัวชี้วัดอารมณ์ตลาดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (THE ROLE OF LIQUIDITY IN ASSET PRICING AND AS AN INDICATOR OF MARKET SENTIMENT OF THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อ. ที่ปรึกษา: อ. ดร.อนันต์ เจียรวงศ์, 41 หน้า. ISBN 974-53-2032-3.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ศึกษาบทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวแปรเสริมในตัวแบบราคาของสินทรัพย์ ตลอดจนบทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผล โดยใช้ข้อมูลรายเดือนของหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี 2537 – 2547 และใช้อัตราส่วนความไม่มีสภาพคล่องเป็นตัววัดสภาพคล่อง โดยในการศึกษาจะเริ่มจากการศึกษาบทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวแปรเสริมในตัวแบบราคาของสินทรัพย์ ซึ่งพบว่าสภาพคล่องมีบทบาทสำคัญในการช่วยอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยตัวแบบ CAPM ที่เพิ่มตัวแปรด้านสภาพคล่อง (CAPML) นั้นมีความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด นอกจากนี้เมื่อศึกษาเรื่องของส่วนขาดเซยความเสี่ยงในตัวแบบที่มีการเพิ่มตัวแปรสภาพคล่อง ผลที่ได้พบว่าค่าส่วนขาดเซยความเสี่ยงของปัจจัยด้านสภาพคล่องมีค่าเป็นบวกสอดคล้องกับที่ได้ตั้งสมมุติฐานเอาไว้

สำหรับผลการศึกษาในเรื่องของบทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผลนั้น จะศึกษาโดยพิจารณาจากผลกำไรจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในสถานะต่างๆของตลาด โดยใช้อัตราผลตอบแทนของตลาด และสภาพคล่องของตลาดเป็นเกณฑ์ในการแบ่งสถานะ ซึ่งผลการศึกษาพบว่าในช่วงตลาดขาขึ้นผลกำไรที่ได้จากการลงทุนในช่วงที่ตลาดมีสภาพคล่องสูงจะให้ผลกำไรมากกว่าการลงทุนในช่วงที่ตลาดมีสภาพต่ำ ซึ่งผลการศึกษาที่ได้พบว่าสอดคล้องกับตัวแบบของ Baker and Stein (2002) ที่ว่านักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผลจะเข้ามาในตลาดก็ต่อเมื่อมุมมองที่มีต่อตลาดเป็นบวกเท่านั้น อย่างไรก็ตามผลการศึกษาที่ได้มีนัยสำคัญเฉพาะในกรณีที่ใช้สภาพคล่องย้อนหลัง 3 เดือนเท่านั้น และเมื่อพิจารณาในกรณีของผลกำไรหลังปรับความเสี่ยงพบว่าผลกำไรที่เกิดจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมนั้นลดลงเข้าใกล้ศูนย์มากยิ่งขึ้น

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน  
สาขาวิชา การเงิน  
ปีการศึกษา 2548

ลายมือชื่อนิสิต..... สุรวัดน์ สุวรรณยั่งยืน  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา..... อนันต์ เจียรวงศ์

## 4682479126 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: ASSET PRICING, LIQUIDITY, SENTIMENT

SURAWAT SUWANYANGYUAN : THE ROLE OF LIQUIDITY IN ASSET PRICING AND AS AN INDICATOR OF MARKET SENTIMENT OF THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR : ANANT CHIARAWONGSE, Ph.D., 41 pp. ISBN 974-53-2032-3.

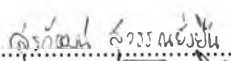
This study investigates the role of liquidity as an additional factor in asset pricing and as an indicator of the relative dominance of the irrationally overconfident investors in the market. Data used are based mainly on monthly data of common stocks registered with Stock Exchange of Thailand, from 1994 to 2004. I use illiquidity ratio as a proxy of liquidity. I firstly investigate the role of liquidity in asset pricing and find that the liquidity augmented CAPM model is the best model for explaining abnormal return. Moreover, I find that liquidity premium has positive sign as expected.

For the study of the role of liquidity as an indicator of the relative dominance of the irrationally overconfident investors in the market, I investigate the dependence of momentum profitability on the state of the market. The market state is defined on the basis of market return and market liquidity. I find that high-liquidity states are associated with higher momentum profits than low-liquidity states when the market experiences recent gains. These findings are consistent with the model of Baker and Stein (2002), in which irrational investors become active only when their sentiment is positive and their dominance in the market results in higher market liquidity. However, these results are significant only in case of lagged market liquidity 3 months. In addition, I find that momentum profits after adjusted momentum profit by risk factors are closer to zero.

Department of Banking and Finance

Field of study Finance

Academic year 2005

Student's signature.....

Advisor's signature.....

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดีด้วยความช่วยเหลืออย่างมากของ อ. ดร. อนันต์ เจียรวงศ์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้สละเวลาในการให้คำปรึกษาแนะนำต่างๆ ช่วยให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความถูกต้องสมบูรณ์ยิ่งขึ้น ขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร. สันติ ภิรพัฒน์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และอ. ดร. มนพล เอกโยคยะ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ได้ให้ข้อคิดเห็นและคำแนะนำอันเป็นประโยชน์ต่อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ขอขอบคุณ เจ้าหน้าที่ห้องปฏิบัติการทางการเงินและเจ้าหน้าที่หลักสูตรวิทยาศาสตร์ มหาวิทยาลัย สาขาวิชาการเงินทุกท่านที่ช่วยอำนวยความสะดวกในการทำวิทยานิพนธ์ และขอขอบคุณเพื่อนๆ MSF#7 สำหรับความช่วยเหลือ คำปรึกษาแนะนำ ความสนุกสนานที่มีให้กันตลอดมา รวมทั้งกระตุ้นให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จออกมาได้ และขอขอบพระคุณ ดร. ปรีชา เศรษฐภูมิภักดี ตลอดจนเพื่อนๆ พี่ๆ ที่ธนาคารกรุงเทพสำหรับความช่วยเหลือ และคำปรึกษาดีๆ ซึ่งเป็นอีกหนึ่งแรงผลักดันให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดี

สุดท้ายนี้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ น้องสาว และน้องชาย ที่คอยเป็นกำลังใจ ให้ความรักความห่วงใยและสนับสนุนตลอดมา คุณประโยชน์ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอมอบแต่ คุณพ่อ คุณแม่ ผู้มีพระคุณและอาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้แก่ผู้เขียน หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฌ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1    ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2    วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.3    ขอบเขตของการวิจัย.....	3
1.4    ข้อจำกัดของการวิจัย.....	3
1.5    ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
บทที่ 2 คำนิยามที่เกี่ยวข้องและวรรณกรรมปริทรรศน์.....	5
2.1    คำนิยามที่เกี่ยวข้อง.....	5
2.2    วรรณกรรมปริทรรศน์.....	5
2.2.1 งานวิจัยเกี่ยวกับตัวแบบการหาราคาสินทรัพย์.....	5
2.2.2 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่อง ของหลักทรัพย์.....	6
2.2.3 งานวิจัยเกี่ยวกับการลงทุนแบบโมเมนตัม.....	10
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	13
3.1    ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย.....	13
3.2    วิธีดำเนินการวิจัย.....	13
3.2.1 บทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวแปรเสริมในตัวแบบการหาราคา ของหลักทรัพย์.....	14
3.2.1.1 ความเป็นสามัญร่วมกันของสภาพคล่อง (Commonality in liquidity).....	14
3.2.1.2 การสร้าง Mimicking Portfolio.....	16
3.2.1.3 การทดสอบด้วยอนุกรมเวลา (Time Series Evidence).....	17

3.2.1.4 การทดสอบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Evidence).....	18
3.2.2 บทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผล.....	19
3.2.2.1 การสร้างกลุ่มหลักทรัพย์การลงทุนแบบโมเมนตัม.....	19
3.2.2.2 การคำนวณผลกำไรจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม.....	20
3.2.2.3 บทบาทของสภาพคล่องในการเป็นตัวชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผล.....	21
บทที่ 4 ผลการศึกษา.....	23
4.1 บทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวแปรเสริมในตัวแบบการหาค่าของสินทรัพย์.....	23
4.1.1 ความเป็นสามัญร่วมกันของสภาพคล่อง (Commonality in liquidity).....	23
4.1.2 การทดสอบด้วยอนุกรมเวลา (Time Series Evidence).....	25
4.1.3 การทดสอบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Evidence).....	25
4.2 บทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผล.....	30
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ.....	34
สรุปผลการวิจัย.....	34
ข้อเสนอแนะ.....	35
รายการอ้างอิง.....	36
ภาคผนวก.....	39
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	41



## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
4.1 การวิเคราะห์ความเป็นสามัญร่วมกันของสภาพคล่อง โดยวิธีสมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด.....	25
4.2 ค่าสถิติเชิงพรรณนา และค่าสหสัมพันธ์ระหว่างกันของแต่ละปัจจัยเสี่ยง.....	28
4.3 การวิเคราะห์อนุกรมเวลาของตัวแบบการหาราคาสินทรัพย์ โดยวิธีสมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด.....	29
4.4 การทดสอบภาคตัดขวาง.....	30
4.5 ผลกำไรของกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในช่วงตลาดขาขึ้น.....	33