



สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

การศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้มุ่งความสนใจศึกษาถึงบทบาทของสภาพคล่องในสองส่วนหลักๆ โดยในส่วนแรกจะเป็นการศึกษาบทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวแปรเสริมในตัวแบบการหาราคาสินทรัพย์ และในส่วนที่สองศึกษาถึงบทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผล โดยใช้ข้อมูลของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ช่วงปี 2537 – 2547

สำหรับผลการศึกษาในส่วนแรกจะเริ่มต้นที่การศึกษาความสัมพันธ์ของสภาพคล่อง ซึ่งเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของสภาพคล่องโดยรวมของตลาดกับสภาพคล่องของหุ้นสามัญรายตัว ผลที่ได้พบว่าการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องโดยรวมของตลาดมีผลต่อการเคลื่อนไหวของสภาพคล่องของหุ้นสามัญรายตัว กล่าวคือ เมื่อสภาพคล่องโดยรวมของตลาดมีการเปลี่ยนแปลง จะมีผลทำให้สภาพคล่องของหุ้นสามัญรายตัวมีการเปลี่ยนแปลงด้วย โดยที่การเปลี่ยนแปลงนี้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ว่าสภาพคล่องของตลาด และสภาพคล่องของหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์กันในเชิงบวก ซึ่งจากผลดังกล่าวจึงสามารถสรุปได้ว่าในตลาดของประเทศไทยมีความเป็นสามัญร่วมกันของสภาพคล่อง นอกจากนี้เมื่อมองในภาพรวมพบว่าหุ้นสามัญที่มีสภาพคล่องต่ำนั้นมีแนวโน้มที่จะมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของสภาพคล่องในตลาดมากกว่าหุ้นสามัญที่มีสภาพคล่องสูง

สำหรับการศึกษารoles บทบาทของสภาพคล่องในการช่วยอธิบายอัตราผลตอบแทนในตัวแบบการหาราคาสินทรัพย์นั้น ผลที่ได้พบว่าตัวแบบ CAPM ที่เพิ่มตัวแปรด้านสภาพคล่อง (CAPML) นั้นมีความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุดในบรรดาตัวแบบทั้งหมดที่ได้ทำการศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ส่วนการศึกษาเรื่องของส่วนชดเชยความเสี่ยงนั้นผลที่ได้พบว่าค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงของปัจจัยด้านสภาพคล่องนั้นมีค่าเป็นบวกทั้งในตัวแบบ CAPML และ FFL ในขณะที่ส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านปัจจัยตลาดนั้นกลับติดลบในทั้งสองตัวแบบ ซึ่งสาเหตุอาจมาจากผลของวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ทำให้เมื่อมองโดยรวมแล้วสภาพอัตราผลตอบแทนของตลาดติดลบ อย่างไรก็ตามการดีเพื่อเป็นการตรวจสอบความถูกต้องจึงได้ทำการศึกษาใหม่อีกครั้ง โดยในการศึกษาในครั้งนี้จะใช้ขนาดของหุ้นสามัญเป็นเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 10 กลุ่ม แทนการใช้สภาพคล่องเป็นเกณฑ์ ซึ่งผลที่ได้ออกมาพบว่าส่วนชดเชยความเสี่ยงของปัจจัยด้านสภาพคล่องนั้นยังคงมีค่าเป็นบวกทั้งในตัวแบบ CAPML และ FFL

ในส่วนที่สองซึ่งเป็นการศึกษาบทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผลนั้นจะศึกษาโดยพิจารณาจากผลกำไรจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในสถานะต่างๆของตลาด ซึ่งจากตัวแบบ Baker and Stein (2002) หากสภาพคล่องสามารถใช้เป็นตัวชี้วัดอารมณ์ของตลาดได้จริง ผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงที่ได้จากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในสถานะที่ตลาดอยู่ในขาขึ้นและมีสภาพคล่องสูง (UP-HIGH) จะมากกว่าผลกำไรที่ได้จากการลงทุนในสถานะที่ตลาดอยู่ในขาขึ้นแต่มีสภาพคล่องต่ำ (UP-LOW)

จากผลการศึกษาพบว่าผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงที่ระยะเวลาถือครอง 6 เดือน ของสถานะ UP-HIGH มีค่าเป็นบวก และมีค่ามากกว่าผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงของสถานะ UP-LOW ในทุกกรณี แต่มีนัยสำคัญเฉพาะในกรณีที่ใช้สภาพคล่องของตลาดย้อนหลัง 3 เดือน และ 6 เดือนเท่านั้น และเมื่อพิจารณาเฉพาะผลกำไรในสถานะ UP-HIGH ก็พบว่ามีนัยสำคัญเฉพาะในกรณีที่ใช้สภาพคล่องของตลาดย้อนหลัง 3 เดือนเท่านั้น จากผลดังกล่าวจึงทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าสภาพคล่องของตลาดสามารถนำมาใช้เป็นตัวชี้วัดอารมณ์ของตลาดได้

เมื่อพิจารณาในกรณีของผลกำไรหลังปรับความเสี่ยงที่ระยะเวลาถือครอง 6 เดือน พบว่าหลังจากมีการปรับความเสี่ยงแล้วผลกำไรที่เกิดจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมนั้นขนาดเล็กลงเข้าไปใกล้ศูนย์มากยิ่งขึ้น และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งหมายความว่า CAPML สามารถช่วยในการอธิบายอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่เกิดจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม อย่างไรก็ตามเนื่องผลกำไรจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมไม่มีนัยสำคัญเป็นส่วนมากจึงทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่า CAPML ช่วยอธิบายผลกำไรที่เกิดจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม

5.2 ข้อเสนอแนะ

1. เนื่องจากสภาพคล่องมีความหมายกว้างและคลุมเครือ ดังนั้นการศึกษาเพื่อหาตัววัดสภาพคล่องที่จะสะท้อนสภาพคล่องของหุ้นได้ดีที่สุดสำหรับกรณีศึกษาประเทศไทยจึงน่าจะเป็นประโยชน์
2. การศึกษาในเรื่องของความเป็นสัมพัทธ์ร่วมกันของสภาพคล่องนั้น แม้จะพบว่ามียุ่จริง แต่ทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์มีการแกว่งตัวสาเหตุหนึ่งอาจเป็นเนื่องมาจากยังมีตัวแปรอื่นนอกจากการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องของตลาด ที่สามารถช่วยอธิบายการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงน่าสนใจที่จะศึกษาปัจจัยที่ช่วยในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องของหลักทรัพย์ นอกจากการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องของตลาด