



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

หุ้นสามัญที่มีสภาพคล่องสูงย่อมเป็นที่ปรารถนาของนักลงทุน เนื่องจากสามารถซื้อขายได้ง่ายและมีความเสี่ยงต่ำกว่าหุ้นที่ไม่มีสภาพคล่อง ดังนั้นราคาของหุ้นสามัญที่มีสภาพคล่องสูงจึงมักจะมีราคาที่สูง และทำให้อัตราผลตอบแทนที่ได้รับค่อนข้างต่ำ หรือกล่าวในอีกนัยหนึ่งก็คือหุ้นที่มีสภาพคล่องน้อยจะให้ผลตอบแทนมากกว่าหุ้นที่มีสภาพคล่องมากเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เกิดจากการขาดสภาพคล่อง

จากความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่องนี้ ในงานศึกษาในต่างประเทศได้มีการทำการศึกษาศามารถของสภาพคล่องในการคาดคะเนอัตราผลตอบแทน โดยเฉพาะในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมาบทบาทของสภาพคล่องในแบบจำลองการหาราคาสินทรัพย์ (Asset Pricing Model) ได้มีการศึกษาในหลายประเทศ และพบว่าแบบจำลองการหาราคาสินทรัพย์ที่ใช้สภาพคล่องเป็นตัวแปรในการอธิบายอัตราผลตอบแทนสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนได้ดีกว่า CAPM และ Fama-French 3-factor model ดังนั้นจึงเป็นที่น่าสนใจว่าผลในประเทศไทยจะเป็นเช่นไร

อย่างไรก็ตามการศึกษาเกี่ยวกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์โดยมากจะมุ่งไปยังความสามารถของสภาพคล่องในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น แต่อีกแง่มุมที่น่าสนใจคือ บทบาทของสภาพคล่องในการเป็นตัวชี้วัดอารมณ์ของตลาด (Market Sentiment Indicator) โดยจากตัวของ Baker and Stein (2002) สภาพคล่องสามารถใช้เป็นตัวชี้วัดการมีอิทธิพลเหนือตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผล (Irrationally overconfident Investor) ภายใต้สมมติฐาน 2 ข้อ เกี่ยวกับความไม่สมบูรณ์ของตลาด (Market Friction) และพฤติกรรมของนักลงทุน (Investor Behavior) โดยสมมติฐานที่เกี่ยวกับความไม่สมบูรณ์ของตลาดจะกำหนดไว้ว่านักลงทุนจะไม่สามารถทำ Short-sales และในส่วนของพฤติกรรมของนักลงทุนจะเป็นการตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับการมีอยู่ของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผล ซึ่งความมั่นใจในตนเองเกินขนาดในที่นี้จะหมายถึงแนวโน้มที่จะประเมินค่าความถูกต้องของข้อมูลข่าวสารที่ตนเองได้รับเกินกว่าความเป็นจริง โดยในแบบได้กำหนดลักษณะของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผลไว้ว่ามีลักษณะหลักๆ 2 ประการคือ 1. นักลงทุนที่ไม่มีเหตุผลจะมีความมั่นใจอย่างเกินขนาดกับข้อมูลข่าวสารส่วนบุคคล (Private Information) ที่ตนเองมีอยู่ 2. เมื่อนักลงทุนกลุ่มนี้สังเกตการณ์ซื้อขายของนักลงทุนรายอื่นๆ นักลงทุนที่มั่นใจในตนเอง

เองเกินขนาดเหล่านี้จะมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่ส่งมาในการซื้อขายเหล่านี้น้อยกว่าที่ควรจะเป็น

จากลักษณะความมั่นใจเกินเหตุทั้งสองประการและสมมุติฐานที่กล่าวมาข้างต้น จะสามารถอธิบายถึงการที่สภาพคล่องสามารถใช้เป็นตัวชี้วัดอารมณ์ของตลาดโดยไล่เป็นลำดับดังนี้ ในวันแรกเมื่อนักลงทุนที่ไม่มีเหตุผลได้รับสัญญาณเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานในอนาคตของหุ้นสามัญ นักลงทุนกลุ่มนี้จะทำการประเมินมูลค่า (Valuation) ของหุ้นสามัญนั้นๆ ซึ่งนักลงทุนจะมีปฏิกิริยาตอบสนองอย่างเกินเหตุ (Overreact) ต่อมูลค่าของหุ้นสามัญที่ตนเองประเมินได้ และการตอบสนองอย่างเกินเหตุจะทำให้เกิดส่วนต่างระหว่างมูลค่าของหุ้นสามัญที่นักลงทุนที่ไม่มีเหตุผลและนักลงทุนที่มีเหตุผลประเมินได้ (Misvaluation) อย่างไรก็ตามด้วยข้อจำกัดเรื่องการทำ Short-sales ทำให้นักลงทุนเหล่านี้จะเข้ามาในตลาดก็ต่อเมื่อการประเมินมูลค่า (Valuation) ของนักลงทุนที่ไม่มีเหตุผลกลุ่มนี้สูงกว่านักลงทุนที่มีเหตุผล (Rational Investor) เช่น ในเวลาที่มุมมองที่มีต่อตลาดเป็นบวกเท่านั้น (ในสภาวะที่มุมมองต่อตลาดเป็นลบ ข้อจำกัดเรื่อง Short-sales จะทำให้นักลงทุนกลุ่มนี้ไม่เข้ามาในตลาด) และในวันถัดมาจะเป็นรอบการเข้าซื้อขายของนักลงทุนที่มีข้อมูลภายใน (Informed Insider) โดยการเข้าซื้อขายกลุ่มนี้จะซื้อขายโดยใช้ข้อมูลที่เป็นข้อมูลภายในของบริษัทที่ยังไม่ได้เปิดเผยสู่สาธารณชน ซึ่งข้อมูลภายในที่ใช้นี้ถือเป็นข้อมูลข่าวสารเพียงอย่างเดียวที่เข้ามาในตลาดในช่วงเวลาที่สองนี้ และข้อมูลนี้จะถูกส่งผ่านออกไปสู่ นักลงทุนภายนอก (ทั้งนักลงทุนที่มีเหตุผลและไม่มีเหตุผล) โดยการซื้อขายของนักลงทุนที่มีข้อมูลภายใน ดังนั้นหากตลาดถูกควบคุมโดยนักลงทุนที่ไม่มีเหตุผลจะทำให้การซื้อขายของนักลงทุนภายในเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากการซื้อขายไม่ได้มีผลกระทบต่อราคามากนัก กล่าวคือ การที่นักลงทุนที่ไม่มีเหตุผลมีปฏิกิริยาตอบสนองต่อข่าวสารที่ส่งผ่านมาในรูปการซื้อขายในตลาดต่ำกว่าที่ควรจะเป็นจะช่วยลดผลกระทบของราคาในการซื้อขาย (price impact of trade) และทำให้สภาพคล่องในตลาดเพิ่มสูงขึ้น

จึงเป็นที่น่าสนใจว่าการที่นักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผลควบคุมตลาดจะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในตลาดอย่างไร และตัวแบบการหาราคาที่ตั้งสมมุติฐานว่านักลงทุนทุกคนเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผล จะยังคงสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในกรณีนี้ได้หรือไม่ ซึ่งในที่นี้จะศึกษาโดยพิจารณาจากผลกำไรที่เกิดจากการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในสถานะต่างๆ ของตลาด (State of market)

ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน ในส่วนแรกศึกษาบทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวแปรเสริมในตัวแบบราคาของสินทรัพย์ว่าตัวแบบที่เพิ่มตัวแปรสภาพคล่องเข้ามาช่วยในการพิจารณาราคาของสินทรัพย์จะอธิบายอัตราผลตอบแทนได้ดีกว่าตัวแบบ

ดั้งเดิมที่ไม่ได้พิจารณาปัจจัยเรื่องของสภาพคล่องได้หรือไม่ และในส่วนของศึกษาถึงบทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผลว่าสามารถใช้เป็นตัวชี้วัดได้จริงตามตัวแบบของ Baker and Stein (2002) หรือไม่

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาถึงบทบาทของสภาพคล่องในตัวแบบการหาค่าของสินทรัพย์ในการช่วยอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ
2. เพื่อหาส่วนชดเชยความเสี่ยงในตัวแบบ
3. เพื่อศึกษาความสามารถของสภาพคล่องในการเป็นตัวชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผล
4. เพื่อศึกษาความสามารถของตัวแบบในการอธิบายอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่เกิดจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม

1.3 ขอบเขตของงานวิจัย

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยใช้ข้อมูลรายวันและรายเดือนในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2537 ถึง 2547 ซึ่งสาเหตุที่เลือกศึกษาในประเทศไทยก็เนื่องมาจากในช่วงเวลาที่ทำการศึกษานั้นครอบคลุมสองเหตุการณ์สำคัญ คือ วิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 และเหตุการณ์ที่ตลาดในประเทศไทยให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุดในโลกในปี 2546 จึงเป็นที่น่าสนใจว่าตัวแบบที่นำมาศึกษายังจะสามารถนำมาใช้อธิบายผลในประเทศไทยในช่วงเวลาในการศึกษาครอบคลุมเหตุการณ์ทั้งสองที่กล่าวมาได้หรือไม่ ซึ่งหุ้นสามัญที่นำมาศึกษาต้องมีอัตราผลตอบแทนรายสัปดาห์ย้อนหลังไม่น้อยกว่า 52 สัปดาห์ และมีข้อมูลเพียงพอในการคำนวณหาขนาดของบริษัท อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Equity) มูลค่าการซื้อขาย และราคาปิดของหุ้นในแต่ละวัน โดยไม่รวมบริษัทที่มีมูลค่าทางบัญชีติดลบ และหุ้นสามัญที่ไม่มีการซื้อขายติดต่อกันมากกว่า หรือเท่ากับสามเดือน

1.4 ข้อจำกัดของการวิจัย

ตัววัดสภาพคล่องอย่างเช่นช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายนั้นไม่มีข้อมูลราคาเสนอซื้อเสนอขายในประเทศไทยเป็นระยะเวลายาวนานเพียงพอ ดังนั้นในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงเลือกอัตราส่วนความไม่มีสภาพคล่อง (Illiquidity Ratio) เป็นตัววัดสภาพคล่อง ซึ่งคำนวณจากอัตราผลตอบแทน

แทน และมูลค่าการซือขาย โดยข้อมูลทั้งสองตัวนี้สามารถเก็บได้โดยตรง และมีข้อมูลย้อนหลังในระยะเวลาที่ยาวนานเพียงพอ

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การประยุกต์โดยนำสภาพคล่องเข้ามาช่วยในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของตัวหุ้นสามัญในอดีต น่าจะช่วยให้สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนได้ดีขึ้นกว่าตัวแบบแบบดั้งเดิม (traditional model) และสามารถนำมาช่วยในการหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังว่าจะได้รับในอนาคตได้ดีขึ้นอีกด้วย