



บทที่ 4

ผลการศึกษา

ในบทนี้เป็นการนำเสนอผลการศึกษิตตามวิธีการศึกษาที่ได้อธิบายไว้ในบทที่ 3 โดยผลการศึกษาแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ในส่วนแรกเป็นผลการศึกษาบทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวแปรเสริมในตัวแบบการหาราคาของสินทรัพย์ และในส่วนที่ 2 เป็นผลการศึกษาบทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผล

4.1 บทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวแปรเสริมในตัวแบบการหาราคาของสินทรัพย์

4.1.1 ความเป็นสามัญร่วมกันของสภาพคล่อง (Commonality in liquidity)

จากผลการวิเคราะห์สมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุดในตารางที่ 4.1 พบว่าเมื่อพิจารณาตลอดช่วงปีการศึกษา (ปี 2538-2547) ค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงของสภาพคล่องโดยรวมของตลาด ซึ่งเป็นตัววัดความอ่อนไหวของสภาพคล่องของกลุ่มหลักทรัพย์ต่อการเปลี่ยนแปลงของสภาพคล่องโดยรวมของตลาดเป็นบวกในทุกกลุ่มหลักทรัพย์ ซึ่งตรงกับสมมุติฐานที่คาดไว้ว่าการเคลื่อนไหวของสภาพคล่องของหุ้นสามัญรายตัวและสภาพคล่องโดยรวมของตลาดเป็นไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือในช่วงเวลาที่ตลาดมีสภาพคล่องสูงจะส่งผลให้สภาพคล่องของหุ้นสามัญรายตัวสูงขึ้นตามไปด้วย โดยความสัมพันธ์นี้มีนัยสำคัญในทุกกลุ่มหลักทรัพย์ยกเว้นกลุ่มหลักทรัพย์ L3 เพียงกลุ่มเดียวที่ไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งจากผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าโดยรวมแล้วการเมื่อสภาพคล่องโดยรวมของตลาดมีการเปลี่ยนแปลง จะมีผลทำให้สภาพคล่องของกลุ่มหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงด้วย ดังนั้นจึงสามารถที่จะสรุปได้ว่าในตลาดของประเทศไทยมีความเป็นสามัญร่วมกันของสภาพคล่อง

เมื่อพิจารณาถึงขนาดของค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงของสภาพคล่องโดยรวมของตลาดพบว่าทิศทางที่ค่อนข้างกว้างตัว แต่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามสภาพคล่องของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลดลงสอดคล้องกับสมมุติฐานที่คาดการณ์ว่าหุ้นสามัญที่มีสภาพคล่องต่ำจะมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของสภาพคล่องในตลาดมากกว่าหุ้นสามัญที่มีสภาพคล่องสูง เนื่องจากมีความเสี่ยงด้านสภาพคล่องมากกว่า ทั้งนี้การที่ทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์มีการแกว่งตัวสาเหตุหนึ่งอาจเป็นเนื่องมาจากยังมีตัวแปรอื่นนอกจากการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องของตลาดที่สามารถช่วยอธิบายการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องของหลักทรัพย์

ตารางที่ 4.1 การวิเคราะห์ความเป็นสามัญร่วมกันของสภาพคล่อง โดยวิธีสมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด

ตารางข้างล่างแสดงถึงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องของกลุ่มหลักทรัพย์ต่อการเปลี่ยนแปลงสภาพคล่องของตลาดโดยรวม โดยที่กลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 20 ได้ถูกแบ่งตามสภาพคล่อง โดย L1 เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงที่สุดเรียงไปจนถึง L20 ซึ่งเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำที่สุด ข้อมูลในตารางแสดงถึงค่าเฉลี่ยของค่าสัมประสิทธิ์ และแสดงค่า t-statistic สำหรับสัมประสิทธิ์แต่ละตัวไว้ในวงเล็บ โดยมีช่วงเวลาศึกษาตั้งแต่ปี 2537 ถึง 2547

$$DILLIQ_{it} = \alpha_j + \beta_j DILLIQ_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

| Portfolio | DLIQmt | Portfolio | DLIQmt |
|-----------|------------------------|-----------|------------------------|
| L1 | 0.33473 (1.92636*) | L11 | 0.81351 (2.23995**) |
| L2 | 0.59228 (4.23689**) | L12 | 0.81794 (2.89242**) |
| L3 | 0.37304 (1.33413) | L13 | 1.15538 (3.80402**) |
| L4 | 0.58029 (3.35747**) | L14 | 1.32158 (4.73387**) |
| L5 | 0.97617 (2.35997**) | L15 | 1.94235 (1.75023*) |
| L6 | 0.77548 (2.56286**) | L16 | 1.59635 (1.80326*) |
| L7 | 0.66620 (2.02478*) | L17 | 0.65152 (2.76704**) |
| L8 | 0.80710 (2.78438**) | L18 | 0.59788 (3.04269**) |
| L9 | 0.87838 (4.66280**) | L19 | 1.02903 (4.11006**) |
| L10 | 0.91374 (2.49317**) | L20 | 1.33166 (5.07883**) |

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

4.1.2 การทดสอบด้วยอนุกรมเวลา (Time Series Evidence)

ตารางที่ 4.2 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา และค่าสหสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปร โดยใน Panel A พบว่าค่าอัตราผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยของตลาดมีค่าติดลบ ในขณะที่ค่าอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ของตัวแปรที่เหลือทั้ง 3 ตัวมีค่าเป็นบวกสอดคล้องกับสมมติฐานในเรื่องของ risk aversion โดยสาเหตุที่ทำให้ค่าอัตราผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยของตลาดติดลบน่าจะมาจากการที่อัตราผลตอบแทนของตลาดในช่วงที่ทำการศึกษาจากปี 2538 ที่ดัชนีอยู่ที่ประมาณ 1300 จุด แต่ในช่วงปี 2547 นั้นสิ้นปีปิดที่ประมาณ 670 จุด และในตลอดช่วงการศึกษานับจากปี 2538 เป็นต้นมา แนวโน้มของตลาดก็อยู่ในขาลงมาตลอด และเลวร้ายที่สุดในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ในปี 2540 โดยมีจุดต่ำสุดจากต้นปี 2538 ที่ 1300 จุด มาอยู่ที่ประมาณ 200 กว่าจุดในปลายปี 2541 ซึ่งในขณะนั้นนับว่าเป็นจุดที่ตกต่ำที่สุดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในรอบทศวรรษ อย่างไรก็ตามแม้ว่าจะมีบางปีในช่วงการศึกษา เช่น ปี 2546 ที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีการเพิ่มขึ้นอย่างร้อนแรงตลอดทั้งปี แต่โดยรวมแล้วเมื่อมองสภาพอัตราผลตอบแทนของตลาดแล้วก็ยังคงถือว่าติดลบ

ใน Panel B เป็นการแสดงค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในตัวแบบ พบว่านอกจาก IMV แล้วตัวแปรอื่น ๆ มีค่าสหสัมพันธ์ต่อกันค่อนข้างต่ำ โดยจุดที่น่าสนใจคือ การที่อัตราผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยของตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ IMV ค่อนข้างสูง กล่าวคือ มีค่าสหสัมพันธ์ต่อกันถึง -0.7410

ในตารางที่ 4.3 ในบรรทัดสุดท้ายของตาราง เป็นการแสดงค่าของ Wald test ซึ่งทดสอบการเป็นศูนย์ร่วมกันของค่า Alpha ซึ่งจะเป็นการทดสอบว่าตัวแบบใดที่จะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยของหุ้นสามัญได้ดีที่สุด โดยผลจากตาราง 4.3 Wald test ปฏิเสธสมมติฐานที่ว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ปรับความเสี่ยงแล้วมีค่าเป็นศูนย์ร่วมกันในทุกกลุ่มหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% สำหรับทุกตัวแบบยกเว้น CAPML ที่ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานได้ ดังนั้นจากผลการศึกษาดังกล่าวเราสามารถสรุปได้ว่าตัวแบบ CAPM ที่เพิ่มตัวแปรด้านสภาพคล่องสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด

4.1.3 การทดสอบภาคตัดขวาง (Cross-sectional Evidence)

ตารางที่ 4.4 Panel A แสดงผลการศึกษาร่วมกันของความเสี่ยงในตัวแบบที่มีการเพิ่มปัจจัยสภาพคล่องเข้ามาช่วยในการอธิบายอัตราผลตอบแทน ได้แก่ CAPML และ FFL ตลอดช่วงปีการศึกษา (ปี 2538-2547) โดยค่าของส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านปัจจัยสภาพคล่องนั้นในทั้ง 2 ตัวแบบ มีค่าเป็นบวกสอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่าส่วนชดเชยความเสี่ยงควรจะมีค่าเป็นบวก ในขณะที่

ที่ค่าของส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านปัจจัยตลาดนั้นเป็นลบในทั้ง 2 ตัวแบบ สำหรับส่วนชดเชยความเสี่ยงในด้านของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด และส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านปัจจัยขนาดในตัวแบบ FFL นั้นมีขนาดเป็นบวกสอดคล้องกับสมมุติฐานที่ว่าส่วนชดเชยความเสี่ยงควรมีค่าเป็นบวก

อย่างไรก็ตาม เพื่อเป็นการตรวจสอบความถูกต้องจึงได้ทำการทดสอบซ้ำอีกครั้งโดยเปลี่ยนจากการแบ่งหุ้นสามัญออกเป็น 10 กลุ่มหลักทรัพย์ตามสภาพคล่อง มาเป็นการแบ่งหุ้นสามัญออกเป็น 10 กลุ่มหลักทรัพย์ด้วยขนาดของหุ้นสามัญ โดยการตรวจสอบด้วยการใช้ขนาดของหุ้นสามัญมาเป็นเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์นี้เพื่อให้มั่นใจได้ว่าแม้จะมีการเปลี่ยนเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์แต่ส่วนชดเชยความเสี่ยงก็ยังคงมีค่าเป็นบวก โดยตารางที่ 4.4 Panel B แสดงผลการศึกษาที่ได้ซึ่งพบว่าส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านสภาพคล่องออกมาเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทั้งในตัวแบบ CAPML และ FFL ซึ่งเป็นการยืนยันว่าส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านสภาพคล่องมีค่าเป็นบวก

ตารางที่ 4.2 ค่าสถิติเชิงพรรณนา และค่าสหสัมพันธ์ระหว่างกันของแต่ละปัจจัยเสี่ยง

ในตารางนี้ Panel A จะแสดงค่าเฉลี่ย ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าความเบ้ และค่าความโด่ง ของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของตลาด (RM) และอัตราผลตอบแทนของ mimicking portfolio ของปัจจัยเรื่องขนาดของมูลค่าทางตลาดของบริษัท อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาด และสภาพคล่อง ส่วนใน Panel B จะแสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่างๆที่ได้กล่าวมาข้างต้น

| Panel A: Descriptive statistics | | | | |
|---------------------------------|----------|-----------|----------|----------|
| | Mean | Std. Dev. | Skewness | Kurtosis |
| RM | -0.03171 | 0.11887 | 0.92554 | 5.61271 |
| SMB | 0.01624 | 0.07679 | 2.73688 | 14.14842 |
| HML | 0.01386 | 0.05136 | 0.09865 | 3.64101 |
| IMV | 0.00082 | 0.12977 | -2.91461 | 18.93018 |

| Panel B: Correlation coefficients | | | | |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | RM | SMB | HML | IMV |
| RM | 1.00000 | 0.11751 | 0.28487 | -0.74097 |
| SMB | 0.11751 | 1.00000 | 0.29586 | -0.42759 |
| HML | 0.28487 | 0.29586 | 1.00000 | -0.40832 |
| IMV | -0.74097 | -0.42759 | -0.40832 | 1.00000 |

ตารางที่ 4.3 การวิเคราะห์หอนุกรมเวลาของตัวแบบการหาค่าสินทรัพย์โดยวิธีสมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด

ตารางด้านล่างแสดงผลการศึกษาของตัวแบบการหาค่าสินทรัพย์ทั้ง 4 ตัวแบบ โดยในตารางจะแสดงค่าของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยหลังจากปรับความเสี่ยงแล้ว ซึ่งประมาณจากค่าสัมประสิทธิ์อัลฟา และแสดงค่า t-statistic สำหรับสัมประสิทธิ์แต่ละตัวไว้ในวงเล็บ โดยมีช่วงเวลาศึกษาตั้งแต่ปี 2537 ถึง 2547 นอกจากนี้ในแถวด้านล่างสุดแสดงค่า Wald test ซึ่งทำการทดสอบว่าค่าสัมประสิทธิ์อัลฟานั้นเป็นศูนย์รวมกันหรือไม่

| Portfolio | CAPM alphas | CAPML alphas | FF alphas | FFL alphas |
|------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| L1 | 0.00459 (1.20890) | 0.00038 (0.10258) | 0.00410 (1.00195) | 0.00188 (0.50563) |
| L2 | 0.00270 (0.53429) | -0.00286 (-0.5836) | 0.00126 (0.23540) | -0.00104 (-0.2033) |
| L3 | 0.00622 (1.09159) | 0.00140 (0.24574) | -0.00050 (-0.0841) | -0.00172 (-0.2931) |
| L4 | -0.00055 (-0.0906) | -0.00228 (-0.3637) | -0.00857 (-1.3887) | -0.00805 (-1.2930) |
| L5 | -0.01095 (-1.6418) | -0.01188 (-1.7119)* | -0.01499 (-2.1291)** | -0.01433 (-2.0188)** |
| L6 | -0.01941 (-2.8749)** | -0.01748 (-2.4960)** | -0.02153 (-3.0254)** | -0.01951 (-2.7847)** |
| L7 | -0.00238 (-0.3622) | -0.00205 (-0.2996) | -0.01078 (-1.6132) | -0.00880 (-1.3409) |
| L8 | -0.00729 (-1.2192) | -0.00173 (-0.2927) | -0.00708 (-1.0990) | -0.00423 (-0.6944) |
| L9 | -0.00107 (-0.1495) | 0.00396 (0.54639) | -0.00683 (-0.9250) | -0.00896 (-1.4663) |
| L10 | -0.00717 (-0.8438) | -0.00289 (-0.3317) | -0.01602 (-1.8151)* | -0.01183 (-1.4338) |
| Chi-square | 16.26054 | 10.28875 | 24.64304 | 20.37288 |
| P-value | 0.0924 | 0.4155 | 0.0061 | 0.0259 |

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.4 การทดสอบภาคตัดขวาง

ตารางด้านล่างแสดงค่าอนุกรมเวลาเฉลี่ยรายเดือนของค่าสัมประสิทธิ์ของการทดสอบภาคตัดขวาง โดยใช้วิธี Fama-MacBeth ใน Panel A ตัวแปรตามคืออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้สภาพคล่องเป็นเกณฑ์ในการแบ่งหุ้นออกเป็น 10 กลุ่ม และใน Panel B เป็นตัวแปรตาม จะเป็นค่าอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้มูลค่าทางตลาดเป็นเกณฑ์ในการแบ่งหุ้นออกเป็น 10 กลุ่ม โดยในวงเล็บจะแสดงค่า t-statistic สำหรับสัมประสิทธิ์แต่ละตัว

| Panel A: Liquidity-based | | | | |
|--------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | Gamma 1 | Gamma 2 | Gamma 3 | Gamma 4 |
| CAPML | -0.0240148 | - | - | 0.0025489 |
| Model | (-1.32030) | | | (0.19040) |
| FFL | -0.007901 | 0.016432 | 0.019376 | 0.008175 |
| Model | (-60030) | (1.41016) | (2.17616)** | (0.54147) |
| Panel B: Size-based | | | | |
| | Gamma 1 | Gamma 2 | Gamma 3 | Gamma 4 |
| CAPML | -0.0423477 | - | - | 0.0359828 |
| Model | (-2.28084)** | | | (1.81801)* |
| FFL | 0.0030031 | 0.0173928 | 0.0047466 | 0.0245461 |
| Model | (0.84016) | (2.84160)** | (0.66676) | (2.25405)** |

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

4.2 บทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผล

ในการศึกษาบทบาทของสภาพคล่องในฐานะที่เป็นตัวชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาด จะศึกษาโดยพิจารณาจากผลกำไรจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในสถานะต่างๆของตลาด โดยที่ในการแบ่งสถานะจะใช้อัตราผลตอบแทน และสภาพคล่องย้อนหลังของตลาดเป็นเกณฑ์ในการแบ่งสถานะ โดยอัตราผลตอบแทนย้อนหลังของตลาดจะใช้เป็นเกณฑ์ในการแบ่งว่าตลาดในขณะนั้นอยู่ในช่วงขาขึ้นหรือขาลง โดยหากอัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 6 เดือนของตลาดมีค่าเป็นบวกจะจัดว่าเป็นสถานะตลาดขาขึ้น และถ้าเป็นลบจะเป็นตลาดขาลง ส่วนสภาพคล่องย้อนหลังของตลาดจะใช้เป็นเกณฑ์ในการชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผลตามตัวแบบของ Baker and Stein (2002) โดยที่การแบ่งสถานะโดยใช้สภาพคล่องของตลาดนั้น จะทำการศึกษาโดยใช้สภาพคล่องย้อนหลังใน 3 ช่วงเวลาคือ ย้อนหลังไป 1 เดือน 3 เดือน และ 5 เดือน

ตารางที่ 4.5 Panel A แสดงผลกำไรเฉลี่ยที่ได้จากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในสถานะช่วงตลาดขาขึ้นและมีสภาพคล่องสูง (UP-HIGH) ซึ่งผลที่ได้พบว่าที่ระยะเวลาถือครอง 6 เดือน ผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงของตลาดในสถานะนี้มีค่าเป็นบวกทั้งหมด และมีนัยสำคัญเฉพาะในกรณีที่ใช้เกณฑ์สภาพคล่องของตลาดย้อนหลัง 3 เดือนเท่านั้น และในส่วนของผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงที่ระยะเวลาถือครอง 12 เดือนพบว่าเป็นบวกเช่นเดียวกัน แต่ไม่มีนัยสำคัญในกรณีใดเลย ทั้งนี้การที่พบผลกำไรเป็นบวกแต่ไม่มีนัยสำคัญในกรณีอื่นๆ ส่วนหนึ่งเป็นสาเหตุมาจากการที่ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลกำไรที่ได้จากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมนั้นค่อนข้างสูง โดยผลการศึกษาที่พบในงานศึกษาชิ้นนี้สอดคล้องกับ Rouwenhorst (1999) ที่พบว่าค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) นั้นมีค่าสูงมาก โดยสาเหตุที่ทำให้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตลาดเกิดใหม่อย่างเช่นตลาดในประเทศไทยมีค่าสูงนั้น อาจเป็นเพราะตลาดในประเทศไทยเป็นตลาดที่เล็กลงการเข้าซื้อขายของนักลงทุนรายใหญ่อย่างเช่นนักลงทุนสถาบันจะมีผลกระทบต่อตลาดในภาพรวมค่อนข้างมาก โดยเฉพาะการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันต่างชาติ ซึ่งถ้าเป็นในตลาดที่พัฒนาแล้วเช่นในประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีขนาดใหญ่ การเข้าซื้อขายของนักลงทุนสถาบันจะมีผลกระทบต่อตลาดน้อยกว่า

เมื่อพิจารณาผลกำไรหลังปรับความเสี่ยง โดยตัวแบบ CAPML จากตารางที่ 4.5 Panel A จะพบว่าผลกำไรปรับความเสี่ยงที่ระยะเวลาถือครอง 6 เดือนในทุกกรณีมีค่าเป็นบวก โดยมีขนาดลดลงเข้าใกล้ศูนย์มากขึ้น นอกจากนี้ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานหลังปรับความเสี่ยงในทุกกรณียังมีค่าลดลงอีกด้วย โดยเมื่อพิจารณาในกรณีที่ใช้เกณฑ์สภาพคล่องย้อนหลังของตลาด 3 เดือน ซึ่งเป็น

กรณีเดียวที่ผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ พบว่าหลังจากปรับความเสี่ยงแล้วผลกำไรที่เกิดจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมนั้นมีขนาดลดลง และเป็นบวกอย่างไม่มีนัยสำคัญ

ใน Panel B แสดงผลกำไรที่ได้จากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในช่วงตลาดขาขึ้นแต่มีสภาพคล่องต่ำ (UP-LOW) ซึ่งผลที่ได้พบว่าผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงของตลาดในสถานะนี้ทั้งที่ระยะเวลาถือครอง 6 และ 12 เดือน มีค่าเป็นบวกเฉพาะในกรณีที่ใช้สภาพคล่องของตลาดย้อนหลัง 1 เดือนเท่านั้น และไม่พบว่าค่าผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงที่ได้มีนัยสำคัญใน UP-LOW ในกรณีใดเลย

ใน Panel C เป็นผลการทดสอบความสามารถของสภาพคล่องในการเป็นตัวชี้วัดการควบคุมตลาดของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผลนั้น จะทำโดยเปรียบเทียบผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงของกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมระหว่างสถานะ UP-HIGH และ UP-LOW โดยผลที่ได้พบว่าที่ระยะการถือครอง 6 เดือน ผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงของสถานะ UP-HIGH มากกว่า UP-LOW อย่างมีนัยสำคัญในกรณีที่ใช้เกณฑ์สภาพคล่องของตลาดย้อนหลัง 3 และ 5 เดือน เมื่อพิจารณาที่ระยะการถือครอง 12 เดือนพบว่าผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงของสถานะ UP-HIGH มากกว่า UP-LOW ในกรณีที่ใช้สภาพคล่องของตลาดย้อนหลัง 3 และ 5 เดือน แต่มีนัยสำคัญเฉพาะในกรณีที่ใช้สภาพคล่องของตลาดย้อนหลัง 3 เดือนเท่านั้น ส่วนในกรณีที่ใช้สภาพคล่องตลาดย้อนหลัง 1 เดือนในการแบ่งสถานะนั้น พบว่าผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงของสถานะ UP-LOW มากกว่า UP-HIGH แต่ไม่มีนัยสำคัญ

ตารางที่ 4.5 ผลกำไรของกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในช่วงตลาดขาขึ้น

ตารางด้านล่างแสดงค่าแสดงผลกำไรที่ได้จากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในสถานะช่วงตลาดขาขึ้นที่ระยะเวลาถือครอง 6 เดือน และ 12 เดือน โดยใน Panel A แสดงผลของสถานะช่วงตลาดขาขึ้นและมีสภาพคล่องสูง และ Panel B แสดงผลในสถานะช่วงตลาดขาขึ้นแต่มีสภาพคล่องต่ำ ใน Panel C เป็นผลการทดสอบความแตกต่างของผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงของกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมระหว่างสถานะช่วงตลาดขาขึ้นและมีสภาพคล่องสูง และช่วงตลาดขาขึ้นแต่มีสภาพคล่องต่ำ

| Panel A: HIGH Markets | | | | | | |
|-----------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| | Lag1 | | Lag3 | | Lag5 | |
| | holding 6 | holding 12 | holding 6 | holding 12 | holding 6 | holding 12 |
| Raw profit | 0.043065 | 0.008509 | 0.081559 | 0.061412 | 0.054856 | 0.007488 |
| Std | 0.223304 | 0.280525 | 0.188248 | 0.242763 | 0.213297 | 0.32004 |
| t-stat | (-0.904562) | (-0.142277) | (2.373022)** | (-1.385586) | (-1.477402) | (-0.134401) |
| CAPML alpha | 0.023915 | 0.011769 | 0.032779 | 0.031498 | 0.04359 | 0.040195 |
| Std | 0.117844 | 0.157332 | 0.110351 | 0.171166 | 0.098565 | 0.186442 |
| t-stat | (-0.951843) | (-0.35086) | (-1.627) | (-1.007919) | (2.540493)** | (-1.238467) |
| N.obs. | 22 | 22 | 30 | 30 | 33 | 33 |
| Panel B: LOW Markets | | | | | | |
| | Lag1 | | Lag3 | | Lag5 | |
| | holding 6 | holding 12 | holding 6 | holding 12 | holding 6 | holding 12 |
| Raw profit | 0.036011 | 0.022352 | -0.050507 | -0.083101 | -0.057567 | -0.055738 |
| Std | 0.155982 | 0.200463 | 0.167442 | 0.213062 | 0.162082 | 0.272541 |
| t-stat | (-1.082849) | (-0.522993) | (-1.12864) | (-1.45937) | (-1.28059) | (-0.73738) |
| CAPML alpha | 0.032063 | 0.049762 | 0.017724 | 0.029195 | -0.035037 | -0.025835 |
| Std | 0.09126 | 0.156395 | 0.092801 | 0.123928 | 0.090963 | 0.130468 |
| t-stat | (-1.647935) | (-1.492388) | (-0.71461) | (-0.881467) | (-1.38879) | (-0.71395) |
| N.obs. | 22 | 22 | 14 | 14 | 13 | 13 |

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.5 (ต่อ)

ตารางด้านล่างแสดงค่าแสดงผลกำไรที่ได้จากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในสถานะช่วงตลาดขาขึ้นที่ระยะเวลาถือครอง 6 เดือน และ 12 เดือน โดยใน Panel A แสดงผลของสถานะช่วงตลาดขาขึ้นและมีสภาพคล่องสูง และ Panel B แสดงผลในสถานะช่วงตลาดขาขึ้นแต่มีสภาพคล่องต่ำ ใน Panel C เป็นผลการทดสอบความแตกต่างของผลกำไรก่อนปรับความเสี่ยงของกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมระหว่างสถานะช่วงตลาดขาขึ้นและมีสภาพคล่องสูง และช่วงตลาดขาขึ้นแต่มีสภาพคล่องต่ำ

Panel C: Test for Equality (HIGH - LOW = 0)

| | Lag1 | | Lag3 | | Lag5 | |
|------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| | holding 6 | holding 12 | holding 6 | holding 12 | holding 6 | holding 12 |
| Raw profit | 0.00705 | -0.01384 | 0.13207 | 0.14451 | 0.11242 | 0.06323 |
| t-stat | (0.121473) | (-0.188313) | (2.340534)** | (2.002698)** | (1.928196)** | (0.673318) |

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%