



## บทที่ 2

### คำนิยามที่เกี่ยวข้องและวรรณกรรมปริทรรศน์

#### 2.1 คำนิยามที่เกี่ยวข้อง

สภาพคล่องของหลักทรัพย์ (Liquidity) หลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องหมายถึง หลักทรัพย์ที่สามารถซื้อหรือขายเป็นปริมาณมากได้ในเวลาอันรวดเร็วและต้นทุนต่ำ โดยไม่ทำให้ราคาเปลี่ยนแปลงไปจากราคาตลาดขณะนั้นมากนัก

#### 2.2 วรรณกรรมปริทรรศน์

##### 2.2.1 งานวิจัยเกี่ยวกับตัวแบบการหาราคาสินทรัพย์

The Capital Asset Pricing Model (CAPM) ซึ่งถูกเสนอโดย Sharpe (1964), Lintner (1965) and Black (1972) ได้เสนอว่าค่าบีตาของตลาดนั้นเป็นเพียงปัจจัยเดียวที่จะสามารถอธิบายความผันแปรของอัตราผลตอบแทนภาคตัดขวางที่คาดหวังจากหุ้นสามัญ (cross-sectional variation of expected stock returns) โดยจากศึกษาพบว่าในกลยุทธ์การลงทุนซึ่งให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่สูงนั้นจะมีค่าบีตาที่สูงด้วย อย่างไรก็ตามในงานวิจัยชิ้นต่อๆมาได้มีการตั้งคำถามถึงความสามารถของ CAPM ในการอธิบายผลตอบแทนภาคตัดขวางที่คาดหวัง เนื่องจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากบางกลยุทธ์การลงทุนซึ่งใช้ลักษณะเฉพาะของบริษัทเป็นพื้นฐานในการวางกลยุทธ์นั้นไม่สามารถอธิบายได้ด้วยบีตาของ CAPM โดยที่ Fama and French (1992) อ้างว่า CAPM นั้นไม่มีความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนภาคตัดขวางที่คาดหวัง ในขณะที่ขนาดของมูลค่าทางตลาดของบริษัท และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาดนั้น กลับมีบทบาทสำคัญเป็นอย่างยิ่ง

Fama and French (1993) ได้ให้เหตุผลว่าการที่ปัจจัยเรื่องขนาดของบริษัท และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตามตลาดสามารถช่วยในการอธิบายอัตราผลตอบแทน แสดงให้เห็นว่าปัจจัยความเสี่ยงด้านตลาดไม่ใช่ปัจจัยเพียงอย่างเดียวที่จะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนได้ ดังนั้นในงานวิจัยจึงได้เสนอ three-factor model ซึ่งปัจจัยทั้ง 3 ตัวนั้นประกอบไปด้วย (i) ส่วนเกินของผลตอบแทนจาก market กลุ่มหลักทรัพย์ (ii) ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนจากกลุ่มหลักทรัพย์ของหุ้นที่มีขนาดเล็กกับกลุ่มหลักทรัพย์ของหุ้นที่มีขนาดใหญ่ (iii) ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนจากกลุ่มหลักทรัพย์ของหุ้นที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตามตลาดสูงกับกลุ่มหลักทรัพย์ของหุ้นที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตามตลาดต่ำ

## 2.2.2 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

Amihud and Mendelson (1986) ได้ทดสอบบทบาทของสภาพคล่องในการหาราคาของหลักทรัพย์ โดยใช้ช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (Bid-Ask Spread) เป็นตัวแทนของสภาพคล่อง โดยใช้ข้อมูลของหุ้นสามัญที่จดทะเบียนใน New York Exchange (NYSE) ตั้งแต่ปี 1960 – 1979 ทดสอบสมมติฐานที่ว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นฟังก์ชันเพิ่มและเว้า (Increasing and Concave Function) กับช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย เริ่มจากการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์โดยแบ่งหุ้นสามัญออกเป็นกลุ่มตามช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย และความเสี่ยงโดยเปรียบเทียบจากค่าบีตา จากนั้นจึงทดสอบสมมติฐานเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย ผลการศึกษาปรากฏว่า อัตราผลตอบแทนส่วนเกินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับทั้งช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย และบีตา นอกจากนี้ยังพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย นอกจากจะเป็นบวกแล้วยังมีค่าลดลงเรื่อยๆ เมื่อช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายของกลุ่มหลักทรัพย์กว้างขึ้น ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานที่ว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายเป็นลักษณะเว้า

Eleswarapu and Reinganum (1993) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับสภาพคล่องซึ่งวัดโดยใช้ช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายเช่นเดียวกับ Amihud and Mendelson (1986) เพื่อศึกษารูปแบบของความสัมพันธ์นี้ว่ามีผลของเดือนมกราคม (January Effect) หรือไม่ รูปแบบความสัมพันธ์นี้ในเดือนมกราคมกับเดือนอื่นที่ไม่ใช่เดือนมกราคมมีความแตกต่างกันหรือไม่ โดยในการศึกษา Eleswarapu and Reinganum ได้ขยายช่วงเวลาของตัวอย่างที่ Amihud and Mendelson (1986) ศึกษาออกไปอีก 10 ปี กล่าวคือ ใช้ข้อมูลของหุ้นสามัญที่จดทะเบียนใน New York Exchange (NYSE) ในช่วงปี 1961 – 1990 โดยในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์นั้นจะใช้วิธีเดียวกันกับ Amihud and Mendelson (1986) แต่ใช้วิธีการศึกษาที่ต่างออกไป โดย Eleswarapu and Reinganum (1993) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่องโดยใช้ Fama-MacBeth Regression ซึ่งผลการศึกษาพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายในเดือนมกราคมเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งหมายความว่ามีส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (Liquidity Premium) เป็นบวก กล่าวคือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ (มีช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายที่กว้าง) จะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงเพื่อชดเชยกับความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง อย่างไรก็ตามเมื่อทดสอบกับข้อมูลของเดือนอื่นที่ไม่ใช่เดือนมกราคมค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้กลับไม่มีนัยสำคัญ

ซึ่งหมายความว่าความสัมพันธ์ระหว่างช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นจะถูกจำกัดอยู่เฉพาะในเดือนมกราคมเท่านั้น

เนื่องจากงานวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับเรื่องนี้ยังไม่มีน้ำหนักเพียงพอ ดังนั้นจึงมีผู้ศึกษาหลายคนพยายามทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่อีกครั้ง โดยที่ใช้ตัวชี้วัดสภาพคล่องที่แตกต่างกันออกไป โดยมีงานวิจัยจำนวนมากที่ให้ความสนใจไปที่การใช้ตัววัดสภาพคล่องโดยเอากิจกรรมการซื้อขายเป็นเกณฑ์ เช่น Brennan, Chordia, and Subrahmanyam (1998) ใช้ปริมาณการซื้อขาย Datar, Naik, and Radcliffe (1998) ใช้อัตราการหมุนของหุ้น (Turnover Ratio) หรือ Amihud (2002) ใช้อัตราส่วนความไม่มีสภาพคล่อง (Illiquidity Ratio) เป็นต้น ซึ่งตัววัดที่กล่าวมาข้างต้นนั้นทำให้เราสามารถเก็บข้อมูลได้ในช่วงเวลาที่ยาวขึ้นสำหรับการศึกษาโดยใช้ข้อมูลระยะเวลาและทำให้สามารถตรวจสอบความมีน้ำหนักของผลลัพธ์ของงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ได้

Brennan, Chordia, and Subrahmanyam (1998) ศึกษาโดยใช้ปริมาณการซื้อขายเป็นตัววัดสภาพคล่อง โดยใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วงมกราคม 1966 จนถึงธันวาคม 1995 ผลการศึกษาพบว่าปริมาณการซื้อขายหุ้นสามัญนั้นมีผลกระทบในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนภาคตัดขวางของหุ้นสามัญ

Datar, Naik, and Radcliffe (1998) ศึกษาโดยใช้อัตราการหมุนของหุ้นเป็นตัววัดสภาพคล่อง โดยใช้ข้อมูลรายเดือนของบริษัทจดทะเบียนใน New York Stock Exchange (NYSE) ที่ไม่ใช่บริษัทการเงิน ตั้งแต่ช่วงวันที่ 31 กรกฎาคม 1962 ถึง 31 ธันวาคม 1991 ซึ่งผลการศึกษาพบว่าอัตราการหมุนของหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยความสัมพันธ์นี้ยังคงมีนัยสำคัญหลักจากที่ได้นำปัจจัยอื่นที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทน ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Size), อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Book-to-Market Ratio), และค่าปีตามาพิจารณาด้วย นอกจากนี้ยังพบอีกว่าผลกระทบของสภาพคล่องต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญนั้นไม่ได้มีอยู่แค่ในเดือนมกราคมอย่างที่ Eleswarapu and Reinganum (1993) ได้พบเท่านั้น แต่ทว่าผลกระทบของสภาพคล่องต่อผลตอบแทนที่คาดหวังนั้นมีตลอดทั้งปี Datar, Naik, and Radcliffe (1998) ศึกษาโดยตัดข้อมูลของเดือนมกราคมออกไป ซึ่งก็พบว่าความสัมพันธ์ของอัตราการหมุนของหุ้นยังคงเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าสภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนทั้งปี

นอกจาก Datar, Naik, and Radcliffe (1998) แล้ว ยังมี Rouwenhorst (1999), Chordia, Subrahmanyam, and Anshuman (2001) ที่ใช้อัตราการหมุนของหุ้นเป็นตัววัดสภาพคล่อง โดย Rouwenhorst (1999) ศึกษาโดยใช้ข้อมูลของตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ซึ่ง

ในการศึกษาจะแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่ม ตามอัตราส่วน 30:40:30 โดยใช้อัตราการหมุนของหุ้นเป็นเกณฑ์ โดยผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่ใช้อธิบายอัตราผลตอบแทนในตลาดที่พัฒนาแล้ว (Developed Markets) สามารถนำมาใช้อธิบายในตลาดเกิดใหม่ได้ และอัตราการหมุนของหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทน ในขณะที่ Chordia, Subrahmanyam, and Anshuman (2001) ใช้ข้อมูลรายเดือนของบริษัทจดทะเบียนใน New York Stock Exchange (NYSE) และ American Stock Exchange (AMEX) ตั้งแต่ช่วงเดือนมกราคม 1966 ถึง ธันวาคม 1995 และพบว่าผลตอบแทนภาคตัดขวางของหุ้นสามัญนั้นจะลดลงเมื่ออัตราการหมุนของหุ้นเพิ่มขึ้นซึ่งสอดคล้องกับความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสภาพคล่องกับผลตอบแทนที่คาดหวัง

Amihud (2002) ได้เสนอตัววัดตัวใหม่ที่ใช้กิจกรรมด้านการซื้อขายเป็นเกณฑ์ นั่นคืออัตราส่วนความไม่มีสภาพคล่อง ซึ่งเป็นอัตราส่วนรวมของผลตอบแทนของหุ้นสามัญต่อปริมาณการซื้อขายเป็นดอลลาร์ โดยการวัดสภาพคล่องด้วยอัตราส่วนนี้ได้รับการสนับสนุนโดยทางทฤษฎี กล่าวคือ Hasbrouck (2002) พบว่าการวัดด้วยวิธีนี้เป็นวิธีวัดสภาพคล่องที่ดีที่สุดที่สามารถสะท้อนค่าผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงราคาในการซื้อขาย (Price Impact of Trade) ของ Kyle (1985) ได้ โดยในงานศึกษาชิ้นนี้ Amihud (2002) ได้ให้ความสนใจไปที่การศึกษานุกรมเวลาของความไม่มีสภาพคล่องโดยรวมกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในตลาดอเมริกา

Chordia, Roll, and Subrahmanyam (2000), Pastor and Stambaugh (2003) พบว่าการเปลี่ยนแปลงรายวันในสภาพคล่องของแต่ละสินทรัพย์นั้นมีความเกี่ยวข้องอย่างมากกับการเปลี่ยนแปลงในตลาดและอุตสาหกรรมโดยรวม ซึ่งผลที่ได้ตรงกับงานศึกษาชิ้นก่อนๆ ที่เสนอว่าตัวแทนของสภาพคล่องที่นำมาใช้ไม่ควรใช้คุณลักษณะเฉพาะของสภาพคล่องของหุ้นสามัญรายตัว เช่น ช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อและเสนอขาย ในการหาราคาของหุ้นสามัญแต่ควรใช้ตัวแทนสภาพคล่องที่สามารถสะท้อนถึงภาพรวมของสภาพคล่อง

สำหรับการศึกษาในประเทศไทย วรพจน์ กิตติขจรอัศวโชติ (2001) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับคุณลักษณะเฉพาะของหุ้นสามัญซึ่งรวมถึงสภาพคล่องด้วย โดยใช้ข้อมูลรายเดือนของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงมกราคม 2536 ถึง ธันวาคม 2540 โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ขั้นตอน โดยในขั้นแรก วรพจน์ กิตติขจรอัศวโชติ ทดสอบเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญและปัจจัยเสี่ยงทางเศรษฐศาสตร์มหภาค และในขั้นตอนที่สอง จึงทดสอบเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ไม่สามารถอธิบายได้ซึ่งได้จากขั้นตอนที่ 1 กับคุณลักษณะเฉพาะของหุ้นสามัญซึ่งรวมถึงสภาพคล่องด้วย ผล

การศึกษาพบว่านอกจากปัจจัยเสี่ยงทางเศรษฐศาสตร์มหภาคแล้ว คุณลักษณะของหุ้นสามัญที่สามารถช่วยอธิบายอัตราผลตอบแทนส่วนเกินไม่สามารถอธิบายได้ มีเพียงอัตราการเปลี่ยนแปลงของขนาดบริษัทเท่านั้น โดยมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ไม่สามารถอธิบายได้ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่คุณลักษณะอื่นๆ ซึ่งรวมถึงมูลค่าการซื้อขายหุ้นสามัญซึ่งเป็นตัวแทนสำหรับสภาพคล่องไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ไม่สามารถอธิบายได้อย่างมีนัยสำคัญ

สมฤทัย สุเมธนิส (2002) ใช้อัตราการหมุนของหุ้นสามัญเป็นตัวแทนของสภาพคล่อง โดยใช้ข้อมูลของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงมกราคม 2537 ถึงธันวาคม 2542 เพื่อศึกษาว่าคุณภาพคล่องของหุ้นสามัญส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหรือไม่ สมฤทัย สุเมธนิสศึกษาโดยเริ่มจากการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ตามวิธีของ Amihud and Mendelson (1986) โดยแบ่งหุ้นสามัญออกเป็น 5 กลุ่มหลักทรัพย์ ตามอัตราการหมุนของหุ้นสามัญเฉลี่ยรายเดือน จากนั้นจึงแบ่งแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์เป็นกลุ่มย่อยๆ อีก 5 กลุ่ม ตามค่าบีตาของหุ้นสามัญ ซึ่งได้มาจากการประมาณค่าโดยใช้ข้อมูลรายวันย้อนหลัง 1 ปี ก่อนหน้าการทดสอบ 2 ปี เช่น ถ้าปีที่ต้องการศึกษาคือ 2539 ข้อมูลที่ใช้คำนวณค่าบีตาของหุ้นสามัญคือข้อมูลช่วงมกราคม 2537 ถึงธันวาคม 2537 จะทำให้ได้กลุ่มหลักทรัพย์ทั้งหมด 25 กลุ่มหลักทรัพย์ ต่อหนึ่งช่วงการทดสอบ จากนั้นจึงคำนวณหาอัตราผลตอบแทน อัตราการหมุนของหุ้น และค่าบีตาของกลุ่มหลักทรัพย์ ซึ่งค่าบีตาของกลุ่มหลักทรัพย์นี้ได้มาจากการประมาณค่าโดยใช้ข้อมูลรายวันก่อนหน้าช่วงเวลาทดสอบ 1 ปี เมื่อได้ข้อมูลของกลุ่มหลักทรัพย์แล้ววิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับสภาพคล่องโดยใช้ Fama-MacBeth Regression

เนื่องจากสมฤทัย สุเมธนิส แบ่งช่วงเวลาศึกษาออกเป็น 4 ช่วงเวลา คือ 2539 2540 2541 และ 2542 ดังนั้นเขาจึงเพิ่มตัวแปรหุ้นสำหรับแต่ละช่วงเวลาเพื่อควบคุมผลกระทบที่อาจเกิดจากความแตกต่างของช่วงเวลา และเพิ่มตัวแปรขนาดของบริษัทเป็นตัวแปรควบคุมอีกตัวหนึ่ง นอกจากนี้สมฤทัย สุเมธนิส ยังทดสอบโดยแบ่งข้อมูลออกเป็น 2 กลุ่ม คือ ข้อมูลเดือนมกราคม และข้อมูลของเดือนอื่นๆที่ไม่ใช่เดือนมกราคมเพื่อทดสอบผลของเดือนมกราคม (January Effect) ด้วย

ผลจากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่อง แม้ว่าได้พิจารณาถึงผลจากขนาดบริษัท (Size Effect) และผลของเดือนมกราคม (January Effect) แล้วก็ตาม ซึ่งสมฤทัยได้สรุปสาเหตุที่ไม่พบความสัมพันธ์ว่า อัตราการหมุนของหุ้นสามัญอาจเป็นตัวแปรที่ไม่เหมาะสมที่จะใช้เป็นตัวแทนของสภาพคล่อง

จิราลักษณ์ สุวรรณศิริ (2002) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่องของหุ้นสามัญซ้ำอีกครั้ง โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 2536-2544 และเพิ่มตัววัดจาก สมฤทัย อีกสองตัวคือ มูลค่าการซื้อขายหุ้น และค่าประมาณของช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายตามตัวแบบของ Roll (1984) และยังเพิ่มความถี่ของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นรายสัปดาห์แทนที่จะเป็นข้อมูลรายปีเหมือนงานศึกษาของสมฤทัย ซึ่งผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่องของหุ้นนั้นมีอยู่ แต่ทิศทางความสัมพันธ์ไม่แน่นอนขึ้นกับตัวแปรที่ใช้เป็นตัววัดสภาพคล่อง รวมทั้งช่วงเวลาที่ทำการศึกษาด้วย โดยเมื่อใช้อัตราการหมุนและมูลค่าการซื้อขายเป็นตัววัดสภาพคล่อง พบว่าอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่องมีความสัมพันธ์เชิงบวกในช่วงก่อนปี 2542 ขัดแย้งกับสมมุติฐานที่ว่าหุ้นที่สภาพคล่องต่ำควรจะให้อัตราผลตอบแทนสูงเพื่อชดเชยกับสภาพคล่องที่ต่ำ และความสัมพันธ์ก็กลับมาเป็นลบในช่วงปี 2542-2544 ส่วนในกรณีที่ใช้ช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายเป็นตัววัดสภาพคล่องพบอัตราผลตอบแทนของหุ้นมีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องน้อยมาก

### 2.2.3 งานวิจัยเกี่ยวกับการลงทุนแบบโมเมนตัม

หากราคาของหุ้นสามัญมีการตอบสนองเกินเหตุ หรือต่ำกว่าเหตุต่อข้อมูลข่าวสาร จะทำให้นักลงทุนการลงทุนซึ่งเลือกหุ้นโดยใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนในอดีตสามารถทำกำไรได้ โดย DeBondt and Thaler (1985, 1987) ได้ศึกษากลยุทธ์การลงทุนแบบย้อนตลาด (Contrarian Strategy) ซึ่งเป็นการทดสอบการตอบสนองอย่างเกินเหตุของราคาหลักทรัพย์ว่ามีจริงหรือไม่ โดยขายหลักทรัพย์ที่เคยมีราคาสูงในอดีต (past winner) และซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำในอดีต (past loser) โดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนในอดีต ช่วง 3-5 ปีที่ผ่านมา และใช้เวลาถือครอง (holding period) 3-5 ปี ซึ่งผลการศึกษาพบว่าราคาหลักทรัพย์ประเภท loser จะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่า winner และมีอัตราผลตอบแทนหลังจากปรับค่าความเสี่ยงแล้วดีกว่าการลงทุนโดยเฉลี่ยของตลาดในช่วงเวลาเดียวกัน

Jegadeesh and Titman (1993) ทำการศึกษาเรื่องกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาในช่วงระหว่างปี 1965 ถึง 1989 ซึ่งกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมนี้เป็นกลยุทธ์ที่ทำตรงกันข้ามกับกลยุทธ์การลงทุนแบบย้อนตลาด กล่าวคือ จะซื้อหลักทรัพย์ที่เคยมีราคาสูงในอดีต และขายหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำในอดีต แต่ทว่าช่วงเวลาในการพิจารณาอัตราผลตอบแทนในอดีตที่นำมาเป็นเกณฑ์วัด winner-loser จะต่างกัน โดยในงานศึกษาของ Jegadeesh and Titman (1993) จะใช้อัตราผลตอบแทนในอดีตในช่วง 3-12 เดือนมาเป็นเกณฑ์ในการแบ่งหุ้นทั้งหมดออกเป็น 10 กลุ่มหลักทรัพย์ โดยจะเรียกกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผล

ตอบแทนในอดีตสูงสุดจะเรียกว่า winner portfolio และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตต่ำที่สุดว่า loser portfolio ซึ่งผลการศึกษาค้นพบว่าเมื่อถือครองกลุ่มหลักทรัพย์การลงทุนแบบโมเมนตัม เป็นเวลา 3-12 เดือน กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมให้อัตราผลตอบแทนที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ

Baker and Stein (2002) ได้เสนอตัวแบบของนักลงทุนที่มั่นใจในตนเองเกินขนาดอย่างไม่มีเหตุผล (irrationally overconfident investor) ซึ่งจะมีปฏิกิริยาตอบสนองต่อข่าวสารที่เข้ามาในตลาดต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เพราะว่าเชื่อในข้อมูลข่าวส่วนบุคคลที่ตนเองมีมากกว่า ซึ่งจะทำให้การซื้อขายของนักลงทุนที่มีข้อมูลภายในเพิ่มสูงขึ้นเนื่องจากการซื้อขายไม่ได้มีผลกระทบต่อราคามากนัก กล่าวคือ การที่นักลงทุนที่ไม่มีเหตุผลมีปฏิกิริยาตอบสนองต่อข่าวสารที่ส่งผ่านมาในรูปการซื้อขายในตลาดต่ำกว่าที่ควรจะเป็นจะช่วยลดผลกระทบของราคาในการซื้อขาย (price impact of trade) และทำให้สภาพคล่องในตลาดเพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ตามในสภาวะที่นักลงทุนขาดความมั่นใจ หรือ ในช่วงตลาดขาลง Baker and Stein กล่าวว่านักลงทุนกลุ่มนี้จะไม่เข้ามาเคลื่อนไหวในตลาด โดยคำกล่าวนี้อ้างอิงอยู่บนสมมติฐานที่ว่าไม่อนุญาตให้มีการซื้อขายแบบ short-sales

Cooper, Gutierrez, and Hamdeed (2002) ทำการศึกษากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมกับสถานะต่างๆ ของตลาด โดยใช้อัตราผลตอบแทนของตลาดเป็นเกณฑ์ในการแบ่งสถานะ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนของบริษัทจดทะเบียนใน New York Stock Exchange (NYSE) และ American Stock Exchange (AMEX) ตั้งแต่ช่วงเดือนมกราคม 1926 ถึง ธันวาคม 1995 โดยในการแบ่งสถานะของตลาดจะใช้อัตราผลตอบแทนของตลาดในอดีตเป็นเกณฑ์ในการแบ่งสถานะ หากอัตราผลตอบแทนในอดีตของตลาดเป็นบวก สถานะของตลาดก็จะเป็นแบบขาขึ้น (UP state) แต่หากอัตราผลตอบแทนในอดีตของตลาดเป็นลบ สถานะของตลาดก็จะเป็นแบบขาลง (DOWN state) ซึ่งผลการศึกษาออกมาพบว่าผลกำไรของกลยุทธ์แบบโมเมนตัมนั้นขึ้นอยู่กับสถานะของตลาด โดยพบว่าในช่วงตลาดที่เป็นสถานะขาขึ้นอัตราผลกำไรเฉลี่ยจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมนั้นเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญเท่ากับ 0.93 % ในขณะที่ในสถานะตลาดขาลงอัตราผลกำไรเฉลี่ยจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมนั้นออกมาเท่ากับ -0.37%

นอกจาก Cooper, Gutierrez, and Hamdeed (2002) แล้ว Fujimoto (2003) เป็นอีกคนที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลกำไรของกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมกับสถานะต่างๆ ของตลาด โดยนอกจากใช้อัตราผลตอบแทนในอดีตของตลาดแล้ว Fujimoto (2003) ได้เพิ่มสภาพคล่องของตลาดเป็นเกณฑ์ในการแบ่งสถานะ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนของบริษัทจดทะเบียนใน New York Stock Exchange (NYSE) และ American Stock Exchange (AMEX) ตั้งแต่ช่วงเดือน

มกราคม 1963 ถึง ธันวาคม 1998 โดย Fujimoto พบว่าผลกำไรที่ได้จากตลาดในช่วงที่สถานะขาขึ้นและมีสภาพคล่องสูง (UP-HIGH) จะมากกว่า ในช่วงที่ตลาดอยู่ในช่วงสถานะขาขึ้นและมีสภาพคล่องต่ำ (UP-LOW) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับตัวแบบของ Baker and Stein (2002) ที่ว่านักลงทุนที่ไม่มีเหตุผลจะเข้ามาในตลาดก็ต่อเมื่อมุมมองที่มีต่อตลาดเป็นบวก และเมื่อนักลงทุนกลุ่มนี้เข้าควบคุมตลาดก็จะส่งผลให้ตลาดมีสภาพคล่องสูงขึ้น

ส่วนการศึกษาในประเทศไทย ได้แก่ งานวิจัยของ ญัฐวิรัช วิชาลธนโชติ (1999) ที่ทำการเปรียบเทียบประสิทธิภาพของอัตราผลตอบแทนจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมกับกลยุทธ์การลงทุนแบบย้อนตลาดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี 2518-2539 โดยแบ่งช่วงเวลาการศึกษาเป็น 4 ช่วงเวลาตามลักษณะของตลาด ได้แก่ ตลาดที่มีการซื้อขายเบาบาง คือช่วงเดือนพฤษภาคม 1975 ถึง ธันวาคม 1987, ตลาดที่มีการเคลื่อนไหว ได้แก่ มกราคม 2531 ถึง ธันวาคม 2539, ตลาดขาขึ้น ได้แก่ มกราคม 2531 ถึงเดือนธันวาคม 2536 และตลาดขาลง คือเดือนมกราคม 2537 ถึง ธันวาคม 2539 แล้วทำการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์การลงทุนออกเป็นออกเป็น 4 ลักษณะ คือ กลุ่มหลักทรัพย์การลงทุนแบบโมเมนตัม กลุ่มหลักทรัพย์การลงทุนแบบย้อนตลาด กลุ่มหลักทรัพย์การลงทุนแบบ Buy and Hold อีก 2 กลุ่มหลักทรัพย์ เพื่อใช้ตรวจสอบกลุ่มหลักทรัพย์การลงทุน 2 กลุ่มหลักทรัพย์แรก แล้วทำการปรับกลุ่มหลักทรัพย์ตามวิธีการซื้อขายที่กำหนด ซึ่งจากผลการทดสอบพบว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมให้ผลตอบแทนที่ดีกว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบย้อนตลาดในทุกช่วงเวลาที่ศึกษาและในทุกช่วงระยะเวลาถือครองหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตามในการศึกษานี้ยังมิได้รวมต้นทุนค่าใช้จ่ายในเรื่องค่าธรรมเนียมการซื้อขาย ผลกระทบจากส่วนต่างของราคาซื้อ-ขาย และปัญหาในเรื่องสภาพคล่องในบางหลักทรัพย์ ซึ่งปัจจัยทั้งสามจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมลดลง

จากงานวรรณกรรมปริทรรศน์ที่ได้กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่าสภาพคล่องเป็นปัจจัยหนึ่ง ที่ช่วยในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นหากนำสภาพคล่องเข้ามาเป็นตัวแปรหนึ่งในตัวแบบการหาราคาสินทรัพย์ เชื่อได้อีกว่าน่าจะทำให้ตัวแบบที่ใช้ในการหาราคาสินทรัพย์ มีความสามารถในการที่จะอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น

นอกจากบทบาทในเรื่องของการอธิบายอัตราผลตอบแทนแล้ว บทบาทของสภาพคล่องในการเป็นตัวชี้วัดอารมณ์ของตลาดยังเป็นเรื่องที่น่าสนใจเป็นอย่างยิ่งในการศึกษา เนื่องจากถ้าสภาพคล่องสามารถใช้เป็นตัวชี้วัดอารมณ์ของตลาดได้ กลยุทธ์การลงทุนที่ใช้สภาพคล่องมาเป็นเครื่องมือช่วยในการตัดสินใจลงทุนน่าจะสามารถทำให้เกิดผลกำไรได้