

กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอยู่บนพื้นฐานของช่วงเวลาของราคาสูงสุด และต่ำสุด
ในรอบ 52 สัปดาห์ หลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2564

ลิขสิทธิของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอยู่บนพื้นฐานของช่วงเวลาของราคาสูงสุด และต่ำสุด
ในรอบ 52 สัปดาห์ หลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 16 ตุลาคม พ.ศ. 2562

.....
จรรุวรรณ ทาสิ่งห์คำ

ผู้วิจัย

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ชนินทร์ อยู่เพชร,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

.....
ศาสตราจารย์ดวงพร อภาศิริปป์,

Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....
รองศาสตราจารย์ชาติร์ จันทรโคติกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยความอนุเคราะห์ของบุคคลหลายท่าน ซึ่งไม่อาจจะนำมา กล่าวได้ทั้งหมด ซึ่งผู้มีพระคุณสองท่านแรกที่ผู้ศึกษาใคร่ขอกราบพระคุณคือ ผศ.ดร.ปิยภัทร ชาระ วานิช และรศ.ดร.ชาติร์ จันทร์ โคลิกา ที่ได้ให้เกียรติเป็นอาจารย์ที่ปรึกษา และสละเวลาอันมีค่าใน การให้คำปรึกษา เพื่อให้การทำสารนิพนธ์ฉบับนี้สมบูรณ์ที่สุด และคณะกรรมการสอบสารนิพนธ์ ทุกท่านที่ได้สละเวลาในการให้ความรู้ และคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ศึกษาเป็นอย่างสูง ผู้ศึกษา ใคร่ขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

นอกจากนี้ใคร่ขอขอบพระคุณครอบครัวที่คอยสนับสนุนเป็นกำลังใจที่ทำงานวิจัย ฉบับนี้สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี พร้อมทั้งขอขอบคุณวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลที่ เปิดโอกาสในการวิจัยในหัวข้อที่สนใจและสามารถนำความรู้ที่ได้จากการวิจัยครั้งนี้ไปประยุกต์ใช้ ต่อไป

สุดท้ายนี้ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่างานสารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจไม่ มากก็น้อย หากมีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขอรับไว้และขออภัยมา ณ โอกาสนี้ด้วย

จากรุวรรณ ทาสิ่งห์คำ

กลยุทธ์แบบตามตลาด โดยอยู่บนพื้นฐานของช่วงเวลาของราคาสูงสุด และต่ำสุด
ในรอบ 52 สัปดาห์หลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาด
หลักทรัพย์เอ็มเอ ไอ

จรรุวรรณ ทาสีห้คำ 6050402

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D.,
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ชนินทร์ อยู่เพชร, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติร์ จันทร โคลิกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษากลยุทธ์แบบตามตลาด (Momentum strategy) โดยอยู่บนพื้นฐานของราคา
สูงสุด และต่ำสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ (52-week high and low price) ที่มีผลต่อผลตอบแทนส่วนเกินแทนของ
หลักทรัพย์ โดยใช้ Recency Ratio (RR) คำนวณจำนวนวันใกล้ไกลของราคาหลักทรัพย์ เมื่อRRH มีค่ามาก
หมายถึง ราคาหลักทรัพย์เพิ่งทำ new high ทำให้ผลตอบแทนส่วนเกินมีค่าสูง, RRH ที่มีค่าน้อย หมายถึง
ราคาหลักทรัพย์ทำ new high มานานแล้ว ทำให้ผลตอบแทนส่วนเกินมีค่าต่ำ ในทางตรงข้าม เมื่อRRL มีค่า
มาก หมายถึง ราคาหลักทรัพย์เพิ่งทำ new low ทำให้ผลตอบแทนส่วนเกินมีค่าน้อย, RRL ที่มีค่าน้อย
หมายถึง ราคาหลักทรัพย์ทำ new low มานานแล้ว ทำให้ผลตอบแทนส่วนเกินมีค่าสูง

ข้อมูลที่ใช้คือราคาปิดรายวันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาด
หลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2548 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2561 รวมทั้งหมด 771
บริษัท การศึกษานี้ พบว่า กลุ่มหลักทรัพย์แบบถ่วงน้ำหนักของราคาสูงสุด พบว่า RRHL เท่ากับ -30.9% ต่อ
ปี RRHW ให้ผลตอบแทนส่วนเกินมากที่สุด เท่ากับ 16.1% ต่อปี ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับการศึกษาของ
Bhootra and Hur (2013) จากผลการทดสอบด้วยวิธีสมการถดถอยเชิงเส้นตรง พบว่า ค่าสถิติที่ได้ยอมรับ
สมมติฐานที่ว่า ค่า P-value ของแบบจำลองRR ทั้งหมดมีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงถึง ผลตอบแทนส่วนเกิน
หลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนส่วนเกินตลาด มีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

คำสำคัญ: new high / new low / ผลตอบแทนส่วนเกิน / ผลตอบแทนส่วนเกินตลาด / ผลตอบแทนที่
คาดหวัง

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ฉ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	3
2.1 ทฤษฎี และแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	3
2.1.1 กลยุทธ์ด้านโมเมนตัม	3
2.1.2 ทฤษฎีแบบจำลองกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน หรือ Capital Asset Pricing Model	3
2.1.3 Recency bias	4
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	4
2.2.1 งานวิจัยต่างประเทศ	4
2.2.2 งานวิจัยในไทย	5
บทที่ 3 ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ	6
3.1 ข้อมูล	6
3.2 ตัวแปร	7
3.2.1 ตัวแปรตาม	7
3.2.2 ตัวแปรอธิบาย	7
3.3 วิธีการ	8
3.3.1 วิธีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์	8
3.3.2 วิธีการทางสถิติ	11
บทที่ 4 ผลการศึกษา	12
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา	19
บรรณานุกรม	20
ภาคผนวก	22
ประวัติผู้วิจัย	24

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
4.1	ผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยด้วยวิธีถ่วงน้ำหนักของราคาสูงสุด	13
4.2	ผลตอบแทนส่วนเกินตลาดด้วยวิธีถ่วงน้ำหนักของราคาสูงสุด	14
4.3	ผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยด้วยวิธีถ่วงน้ำหนักของราคาต่ำสุด	15
4.4	ผลตอบแทนส่วนเกินตลาดด้วยวิธีถ่วงน้ำหนักของราคาต่ำสุด	16
4.5	ค่าสัมประสิทธิ์ α_i , β_i และ R^2	17
4.6	ค่า P-value ของปัจจัยด้านผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์	18



บทที่ 1

บทนำ (Introduction)

การศึกษาวินิจฉัยเชิงประจักษ์ของการลงทุนตามตลาด (Momentum Effect) (ผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ย) ของหลักทรัพย์ที่ระยะเวลา ใกล้ราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ (RRH) และราคาต่ำสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ (RRL) โดยใช้ Recency Ratio (RR) เพื่อตรวจสอบระยะเวลา ใกล้ ของราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ และราคาต่ำสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ โดยเรียงค่า RR จากน้อยไปมาก ซึ่งค่า RR มากคือ ระยะเวลา ใกล้ราคาสูงสุด, ต่ำสุด ถ้าค่า RR น้อยคือ ระยะเวลา ใกล้ราคาสูงสุด, ต่ำสุด และแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์เป็น 6 กลุ่ม โดย 3 กลุ่มแรกมาจากการใช้ RR ของราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ (RRH) เรียงค่าน้อยไปมาก ด้วยสัดส่วน 30:40:30 โดยกลุ่มที่ 1 คือราคาทำ new high มานานแล้ว (RRHL) กลุ่มที่ 3 คือราคาที่ทำ new high (RRHW) และอีก 3 กลุ่มมาจากการใช้ RR ของราคาต่ำสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ (RRL) เรียงค่าน้อยไปมากด้วยสัดส่วน 30:40:30 โดยกลุ่มที่ 1 คือราคาทำ new low มานานแล้ว (RRL) และกลุ่มที่ 3 คือราคาที่ทำ new low (RRLW) เพื่อหากกลุ่มหลักทรัพย์ ที่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยจากการลงทุนมากกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI)

Bhootra and Hur (2013) พบว่า หลักทรัพย์ที่ระยะเวลา ใกล้ราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ (day of 52-week high price) มีค่าน้อย สร้างผลตอบแทนได้ดีกว่าหลักทรัพย์ที่ระยะเวลา ใกล้ราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ (day of 52-week high price) ที่มีค่ามาก โดยได้ทำการเรียงค่า RR จากค่าน้อยไปมาก จัดกลุ่มหลักทรัพย์เป็น 10 กลุ่ม พบว่า กลุ่มที่มีค่า RR มาก (Winner) สร้างผลตอบแทนได้มากกว่ากลุ่มที่ค่า RR น้อย (Loser) เท่ากับ 0.70% ต่อเดือน

Thachasongtham (2015) ศึกษาการสร้างผลตอบแทนโดยใช้กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอยู่บนพื้นฐานของช่วงเวลาราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2548 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2558 พบว่า หลักทรัพย์ที่ใกล้ราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ สามารถสร้างผลตอบแทนสูงกว่าหลักทรัพย์ที่ใกล้ราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ อย่างมีนัยสำคัญ

งานวิจัยนี้ต่อยอดงานวิจัยของ Thachasongtham (2015) โดยศึกษาผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยกลุ่มหลักทรัพย์ที่ราคาที่ทำ new high (RRHW), ราคาทำ new high มานานแล้ว (RRHL) และเพิ่ม

การศึกษากลุ่มหลักทรัพย์ที่ราคาเพิ่งทำ new low (RRLW), ราคาทำ new low มานานแล้ว (RRL) ทดสอบโดย Recency Ratio (RR) อีกทั้งเพิ่มระยะเวลาการศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 ถึง 2561

ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2548 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2561

งานวิจัยนี้ พบว่า ผลการศึกษากลุ่มราคาสูงสุด เป็นไปในทิศทางเดียวกับการศึกษาของ Thachasongtham (2015) โดยผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยของกลุ่มที่ราคาเพิ่งทำ new high สร้างผลตอบแทนสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ราคาทำ new high มานานแล้ว

ผลการทดสอบทางสถิติ ด้วยการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์แบบถ่วงน้ำหนัก ให้ผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยของ RRHW เท่ากับ 16.1 % ต่อปี และผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยของ RRL เท่ากับ 14.7 % ต่อปี ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับ Bhootra and Hur (2013) และ Thachasongtham (2015) ของการศึกษาราคาสูงสุด พบว่ากลุ่มที่ราคาเพิ่งทำ new high สร้างผลตอบแทนสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ราคาทำ new high มานานแล้ว และการศึกษาราคาต่ำสุด พบว่า ราคาที่ทำ new low มานานแล้ว สร้างผลตอบแทนดีกว่าราคาที่เพิ่งทำ new low

รายงานฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็น 5 ส่วน ประกอบด้วย 1) บทนำ (Introduction) 2) ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Theories and Literature) 3) วิธีการทางสถิติ (Methodology) 4) ผลการทดสอบ (Result) และ 5) สรุปผล (Conclusion) ตามลำดับ

บทที่ 2

ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Theories and Literature)

2.1 ทฤษฎี และแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 กลยุทธ์ด้านโมเมนตัม (Momentum Strategy)

กลยุทธ์ด้านโมเมนตัม จากการศึกษาของ Jegadeesh and Titman (1993) พบว่า กลยุทธ์ที่ซื้อหลักทรัพย์ที่สร้างผลตอบแทนได้ดีในอดีต และขายหลักทรัพย์ที่ไม่สร้างผลตอบแทนในอดีต ส่งผลทำให้ได้รับผลตอบแทนที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงเวลาการถือครอง 3-12 เดือน ทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์อเมริกา การศึกษานี้นำไปสู่การสร้างกลยุทธ์แบบตามตลาด หรือ กลยุทธ์ด้านโมเมนตัม (Momentum Strategy) โดยได้เริ่มจัดเรียงหลักทรัพย์ตามอัตราผลตอบแทนในอดีต และเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด 10 %ของหลักทรัพย์ทั้งหมด (Winner) และเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนต่ำสุด 10 %ของหลักทรัพย์ทั้งหมด (Loser) โดยใช้กลยุทธ์ด้านโมเมนตัม ทำการซื้อกลุ่มหลักทรัพย์Winner และทำการขายกลุ่มหลักทรัพย์Loser พบว่าผลตอบแทนระยะสั้นในอนาคต (6 เดือน) โดยกลยุทธ์ด้านโมเมนตัมเท่ากับ 12.01 %ต่อปี (1.00 %ต่อเดือน) ซึ่งผลตอบแทนนี้ไม่ได้เกิดจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) แต่เกิดจากการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่ล่าช้าบางบริษัท

2.1.2 ทฤษฎีแบบจำลองกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน หรือ Capital Asset Pricing Model (CAPM)

ทฤษฎีแบบจำลองกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน หรือ Capital Asset Pricing Model (CAPM) เป็นทฤษฎีที่อธิบายผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุน โดยขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่เลือกลงทุน ถ้าการลงทุนมีความเสี่ยงมาก นักลงทุนจะคาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุนมาก นักลงทุนสามารถลดความเสี่ยงโดยการกระจายการลงทุนในหลากหลายกลุ่มหลักทรัพย์ โดยความเสี่ยงแบ่งออกเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ(systematic risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic risk) ซึ่งความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) นักลงทุนไม่สามารถกำจัดได้จากการกระจายการลงทุน นำเสนอโดย Sharpe (1964) ซึ่งสามารถวัดค่าได้โดยค่าสัมประสิทธิ์ของเบต้า (Beta) ตามแบบจำลอง CAPM โดยมีสมการดังนี้

$$R_{i,t} = R_{ft} + \beta_i (R_{mt} - R_{ft})$$

หมายเหตุ

- $R_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนคาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t
- R_{ft} คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง
- β_i คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ i
- $(R_{mt} - R_{ft})$ คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของตลาด ณ เวลา t

2.1.3 Recency bias

Bhootra and Hur (2013) ศึกษากลยุทธ์โมเมนตัมบนพื้นฐานช่วงเวลา 52 สัปดาห์ของหลักทรัพย์ พบว่า ราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่งทำ new high สร้างผลตอบแทนได้มากกว่าราคาหลักทรัพย์ที่ทำ new high มานานแล้ว โดยด้านบน 10 % ของราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่งทำ new high ทำผลตอบแทนมากกว่าด้านล่าง 10 % ของราคาหลักทรัพย์ที่ทำ new high มานานแล้ว เท่ากับ 0.07% ต่อเดือน นอกจากนี้การที่ราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่งทำ new high สร้างผลตอบแทนที่ดีอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะอย่างยิ่งผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนของกลยุทธ์โมเมนตัมเป็น 2 เท่าของราคาหลักทรัพย์ที่ทำ new high มานานแล้ว เนื่องจาก Recency bias กล่าวคือนักลงทุนลังเลใจไม่ยอมซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาสูงในช่วงเวลาที่ตอบสนองต่อข่าวดี โดยเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีความแข็งแกร่ง ความไม่เต็มใจของนักลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์ที่ปรับตัวสูง พฤติกรรมดังกล่าวจะสร้างความไม่พอใจต่อข่าวดี (Underreaction to good news) สำหรับหลักทรัพย์ที่เพิ่งทำ new high

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 งานวิจัยต่างประเทศ

กลยุทธ์ด้านโมเมนตัม (Momentum Strategies)

Novy-Marx (2010) ศึกษากลยุทธ์ด้านโมเมนตัม ทำการทดสอบออกเป็น 3 ช่วง ย้อนหลัง 1 ปี เพื่อหาผลตอบแทนสะสมหลักทรัพย์ย้อนหลัง 12 เดือนถึง 7 เดือน ผลตอบแทนสะสมหลักทรัพย์ย้อนหลัง 6 เดือนถึง 2 เดือน และผลตอบแทนสะสมหลักทรัพย์ย้อนหลัง 1 เดือน โดยใช้ข้อมูลรายเดือนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ตั้งแต่ปี 1926 ถึง 2010 พบว่า ผลตอบแทนสะสมหลักทรัพย์ย้อนหลัง 12 เดือนถึง 7 เดือนให้ผลตอบแทนมากที่สุด ซึ่งผลไม่ได้เกิดเพียงในตลาดสหรัฐอเมริกา แต่ยังให้ผลเหมือนกันในตลาดอื่น ๆ อย่างสินค้าโภคภัณฑ์ และอัตราแลกเปลี่ยน

Gong and Liu (2011) ศึกษากลยุทธ์ด้านโมเมนตัม พบว่า ผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ที่ทำ new high ช่วงเวลา 52 สัปดาห์มีความแข็งแกร่ง ทำการศึกษากลุ่มตัวอย่างทั้ง 3 กลุ่ม 17 18 และ 19 ตลาด พบว่าหลักทรัพย์ที่เพิ่งทำ new high ทำกำไร ได้ดีเมื่อตัดเดือนมกราคม

การศึกษาของ George and Hwang (2004) พบว่าหลักทรัพย์ที่ราคาใกล้ราคาสูงสุด ช่วงเวลา 52 สัปดาห์สร้างผลตอบแทนมากกว่าหลักทรัพย์ที่ราคาไกลราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ โดยแบ่งสัดส่วนการลงทุน 30:40:30 ซึ่ง ด้านบน 30% เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ใกล้ และด้านล่าง 30% เป็นกลุ่มไกลราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ โดยใช้ข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ 20 ประเทศหลักทั่วโลก เช่น ออสเตรเลีย เบลเยียม แคนาดา และเดนมาร์ก เป็นต้น ใช้ข้อมูลแต่ละประเทศอย่างน้อย 50 หลักทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2000 ถึง 2006 โดยประเทศอเมริกาจะใช้ข้อมูล 6,595 หลักทรัพย์ เป็นข้อมูลแบบรายเดือน ตั้งแต่ปี 1927 ถึง 2008

Bhootra and Hur (2013) ศึกษาผลตอบแทนหลักทรัพย์ช่วงเวลา 52 สัปดาห์ โดยใช้ความใกล้ไกลของระยะเวลาสูงสุด 52 สัปดาห์ในการแบ่งกลุ่มสัดส่วน 30:40:30 ซึ่งด้านบน 30% เป็นกลุ่มใกล้ และด้านล่าง 30% เป็นกลุ่มไกลราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์อเมริกา ตั้งแต่ปี 2508 ถึง 2551 พบว่า ราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่งทำ new high สร้างผลตอบแทนที่ดีอย่างมีนัยสำคัญ มากกว่าราคาหลักทรัพย์ที่ทำ new high มานานแล้ว

2.2.2 งานวิจัยในไทย

กลยุทธ์ด้านโมเมนตัม (Momentum Strategy)

Thachasongtham (2015) ศึกษากลยุทธ์โมเมนตัมผลตอบแทน โดยอยู่บนพื้นฐานระยะเวลาใกล้ไกลราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตั้งแต่ปี 2548 ถึง 2558 ทำการจัดกลุ่มหลักทรัพย์สัดส่วน 30:40:30 โดยด้านบน 30% เป็นกลุ่ม Loser และด้านล่าง 30% เป็นกลุ่ม Winner พบว่า หลักทรัพย์ที่ราคาเพิ่งทำ new high (Winner) มีผลตอบแทนที่ดีกว่าหลักทรัพย์ที่ราคาทำ new high มานานแล้ว (Loser) สร้างผลตอบแทนที่ดีอย่างมีนัยสำคัญ

บทที่ 3

ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ (Methodology)

การศึกษานี้ เป็นการศึกษาเพื่อหาผลตอบแทนส่วนเกินของกลุ่มหลักทรัพย์ (Excess return) ผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง วัดจาก ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนตัวเงินคลังที่มีระยะเวลาครบกำหนดหนึ่งเดือน โดยมีตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่งทำ new high (RRHW) ราคาที่ทำ new high นานแล้ว (RRHL), ราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่งทำ new low (RRLW) และ ราคาที่ทำ new low นานแล้ว (RRL) เพื่ออธิบายความสามารถในการสร้างผลตอบแทนส่วนเกินของกลุ่มหลักทรัพย์ เมื่อเทียบกับตลาด ทดสอบโดยสมการถดถอยเชิงเส้นตรง (Linear Regression)

สมการถดถอยเชิงเส้นตรง คือ การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ที่คาดการณ์ของตัวแปรอิสระ (Independent Variable) หากการทดสอบพบว่าค่าสถิติที่ได้ปฏิเสธสมมติฐาน (มากกว่า 0.05) แสดงว่าตัวแปรอิสระในแบบจำลองยังไม่สามารถอธิบายตัวแปรตาม (Dependent Variable) ได้อย่างครบถ้วน ทางตรงกันข้ามหากการทดสอบ พบว่า ค่าสถิติที่ได้ยอมรับสมมติฐาน (น้อยกว่า 0.05) แสดงว่าตัวแปรอิสระในแบบจำลองอธิบายตัวแปรตามได้อย่างครบถ้วนมีนัยทางสถิติ โดยตัวแปร Y คือผลตอบแทนส่วนเกินของกลุ่มหลักทรัพย์ และตัวแปร X คือผลตอบแทนส่วนเกินของตลาด

3.1 ข้อมูล (Data)

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรจากฐานข้อมูล Reuters กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) โดยคำนวณผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ที่รวมเงินปันผลแล้ว (Total Return Index) และผลตอบแทนรายเดือนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET TRI : SET Total Return Index : R_m) ซึ่งเป็นราคาปิดรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2548 ไปจนถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2561 ทั้งนี้จำนวนรวม 771 บริษัท และผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free of Return : R_f) โดยใช้ผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนตัวเงินคลังที่มีระยะเวลาครบกำหนดหนึ่งเดือน จากฐานข้อมูล THAIBMA

3.2 ตัวแปร (Variables)

3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

ผลตอบแทนส่วนเกินของกลุ่มหลักทรัพย์ (Excess return portfolio)

ผลตอบแทนส่วนเกินของกลุ่มหลักทรัพย์ (Excess return) สามารถวัดได้โดยใช้ราคาปิดปลายเดือนที่รวมเงินปันผลแล้ว $t-1$ ลบกับราคาปิดปลายเดือนที่รวมเงินปันผลแล้ว $t-2$ ทั้งหมด ส่วนด้วยราคาปิดปลายเดือนที่รวมเงินปันผลแล้ว $t-2$ ลบด้วยผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (ผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนตัวเงินคลังที่มีระยะเวลาครบกำหนดหนึ่งเดือน) จะมีสูตรคำนวณดังต่อไปนี้

$$R_{i,t-1} = \frac{(TRI_{i,t-1} - TRI_{i,t-2})}{TRI_{i,t-2}} - R_f$$

หมายเหตุ

- $R_{i,t-1}$ = ผลตอบแทนส่วนเกินหลักทรัพย์ ต่อเดือน
- $TRI_{i,t-1}$ = ผลตอบแทนที่รวมเงินปันผลแล้ว ต่อเดือน
- R_f = ผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (ผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนตัวเงินคลังที่มีระยะเวลาครบกำหนดหนึ่งเดือน) ต่อเดือน
- i = หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI)
- t = เดือน

3.2.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variable)

ผลตอบแทนส่วนเกินของตลาด ($R_m - R_f$) คือผลตอบแทนของตลาด (Market Return : R_m) ลบด้วยผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk free of return : R_f)

การศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) โดยคำนวณผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ที่รวมเงินปันผลแล้ว (Total Return Index) ผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (R_f) ใช้ผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนตัวเงินคลังที่มีระยะเวลาครบกำหนดหนึ่งเดือน จากฐานข้อมูล THAIBMA

3.3 วิธีการ (Methodology)

3.3.1 วิธีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์

1. ค่า Recency Ratio (RR)

ในช่วงเวลา 52 สัปดาห์ได้คำนวณ Recency Ratio (RR) จากราคาปิดรายวันหลักทรัพย์ โดยแบ่งเป็น RRราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ (RRH) คือ 1 ลบด้วยสัดส่วนของจำนวนวันจากราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์หาร 364 และ RRราคาต่ำสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ (RRL) คือ 1 ลบด้วยสัดส่วนของจำนวนวันจากราคาต่ำสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์หาร 364 ซึ่งค่า RR มากสุดเท่ากับ 1 และค่า RR น้อยสุดเท่ากับ 0 ยกตัวอย่างเช่น วันนี้ราคาเป็นราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ ค่าRRH ที่คำนวณได้จะเท่ากับ 1 สูตรการคำนวณดังต่อไปนี้

$$RRH = 1 - \frac{\text{number of days since 52 weeks high price}}{364} \quad (1)$$

$$RRL = 1 - \frac{\text{number of days since 52 weeks low price}}{364} \quad (2)$$

Recency Ratio (RR) เป็นสัดส่วนที่ผกผันกับจำนวนวันตั้งแต่วันที่ราคาสูงสุด(ต่ำสุด) ช่วงเวลา สัปดาห์ ซึ่งวิธีคำนวณจำนวนวันตั้งแต่วันที่ราคาสูง(ต่ำ)สุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ คำนวณได้ โดย

- ขั้นที่ 1: เริ่มคิด ณ วันทำการแรกของเดือนมกราคม ของทุก ๆ ปี
- ขั้นที่ 2: หาราคาสูงสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ และราคาต่ำสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ ในปีพ.ศ.นั้น ถ้าเกิดมีราคาสูงสุด (ต่ำสุด) ซ้ำกัน เลือกใช้วันล่าสุด เช่นวันที่ 3 มีนาคม พ.ศ. 2548 มีราคาสูงสุด (ต่ำสุด) ซ้ำกับวันที่ 5 เมษายน พ.ศ. 2548 ดังนั้นจะเลือกใช้วันที่ 5 เมษายน พ.ศ. 2548 ในการคำนวณ

- ขั้นที่ 3: คำนวณค่า Recency Ratio ตามสมการที่ (1) และ (2) เมื่อ RRH มีค่ามาก หมายความว่า ราคาหลักทรัพย์เพิ่งทำ new high ถ้ามีค่าน้อย หมายถึง ราคาหลักทรัพย์ทำ new high นานแล้ว และRRL มีค่ามาก หมายถึง ราคาหลักทรัพย์เพิ่งทำ new low ถ้ามีค่าน้อย หมายถึง ราคาหลักทรัพย์ทำ new low นานแล้ว

ทั้งนี้ RRH และRRL จะมีค่าที่สูงที่สุดเท่ากับ 1 คือวันที่ราคาสูงสุด, ต่ำสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ เท่ากับ 0 วัน และRRH และRRL มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0 เมื่อเมื่อจำนวนวันที่เข้าใกล้ราคาสูงสุด, ต่ำสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ เท่ากับ 364 วัน

2. ค่า Sharpe Ratio

มาตรวัดตามตัวแบบของ Sharpe (Reward-to-Variability Ratio) เป็นมาตรวัดที่ใช้ประเมินผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ คือ ผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ ลบด้วยผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนตัวเงินคลังที่มีระยะเวลาครบกำหนดหนึ่งเดือนทั้งหมดหารด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation : SD) สูตรการคำนวณดังต่อไปนี้

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{R_p - R_f}{SD}$$

หมายเหตุ

- R_p = ผลตอบแทนส่วนเกินหลักทรัพย์ ต่อปี
- R_f = ผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (ผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนตัวเงินคลังที่มีระยะเวลาครบกำหนดหนึ่งเดือน) ต่อปี
- SD = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทน ซึ่งวัดเป็นความเสี่ยงรวมต่อปี

3. ค่า Treynor Ratio

มาตรวัดตามตัวแบบของ Treynor Ratio เป็นมาตรวัดที่ใช้ประเมินผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ คือ ผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ ลบด้วยผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนตัวเงินคลังที่มีระยะเวลาครบกำหนดหนึ่งเดือนทั้งหมดหารด้วยค่าเบต้า สูตรการคำนวณดังต่อไปนี้

$$\text{Treynor Ratio} = \frac{R_p - R_f}{\beta}$$

หมายเหตุ

- R_p = ผลตอบแทนส่วนเกินหลักทรัพย์ ต่อปี
- R_f = ผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (ผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนตัวเงินคลังที่มีระยะเวลาครบกำหนดหนึ่งเดือน) ต่อปี
- β = ค่าเบต้า ซึ่งวัดเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ

4. ค่า Jensen's ratio

ค่า Jensen's ratio หรือ ค่าอัลฟา เป็นมาตรวัดผลตอบแทนที่ประจักษ์ในช่วงเวลาหนึ่งของกลุ่มหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับเกณฑ์ผลตอบแทนที่ควรจะเป็น คำนวณโดยใช้แบบ CAPM

คือผลตอบแทนส่วนเกินหลักทรัพย์เฉลี่ย ลบด้วยผลตอบแทนที่ควรจะเป็น สูตรการคำนวณดังต่อไปนี้

$$\text{Jensen's ratio} = (R_p - R_f) - \beta (R_m - R_f)$$

หมายเหตุ

- R_p = ผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ ต่อปี
- R_f = ผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (ผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนตัวเงินคลังที่มีระยะเวลาครบกำหนดหนึ่งเดือน) ต่อปี
- R_m = ผลตอบแทนของตลาด ต่อปี
- β = ค่าเบต้า ซึ่งวัดเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ

5. การสร้างกลุ่มหลักทรัพย์โดยค่า Recency Ratio (RR)

การจัดพอร์ตการลงทุน โดยค่า Recency Ratio (RR) การศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2548 ไปจนถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2561 เพื่อหาค่าRRH และRRL ในแต่ละปี พ.ศ.นั้น ๆ

จัดกลุ่มหลักทรัพย์จัดเรียงค่าจากน้อยไปมากของแต่ละค่าRRH กับ RRL แบ่งเป็น 3 กลุ่มของค่าRRH และอีก 3 กลุ่มของค่าRRL จากนั้นนำ ทำการแบ่งกลุ่มโดยRRH ดังนี้

1. ด้านบน 30% ของRRH เป็น Loser (RRHL) ซึ่งค่าRRH ต่ำ
2. ด้านล่าง 30% ของRRH เป็น Winner (RRHW) ซึ่งค่าRRH สูง
3. ตรงกลาง 40% ของRRH เป็น Medium (RRHM)

และแบ่งกลุ่มโดยRRL

1. ด้านบน 30% ของRRL เป็น Loser (RRL) ซึ่งค่าRRL ต่ำ
2. ด้านล่าง 30% ของRRL เป็น Winner (RRLW) ซึ่งค่าRRL สูง
3. ตรงกลาง 40% ของRRL เป็น Medium (RRLM)

	RRH	RRL
Loser (30%)	RRHL	RRL
Medium (40%)	RRHM	RRLM
Winner (30%)	RRHW	RRLW

หมายเหตุ

- กลุ่มที่หนึ่ง RRHL คือด้านบน 30% ของRRH มีค่าRRH ต่ำ
- กลุ่มที่สอง RRHM คือตรงกลาง 40% ของRRH
- กลุ่มที่สาม RRHW คือด้านล่าง 30% ของRRH มีค่าRRH สูง และ 3 กลุ่มของ RRL

โดยแบ่งข้อมูล ดังนี้

- กลุ่มที่หนึ่ง RRL คือด้านบน 30% ของRRL มีค่าRRH ต่ำ
- กลุ่มที่สอง RRLM คือตรงกลาง 40% ของRRL
- กลุ่มที่สาม RRLW คือด้านล่าง 30% ของRRL มีค่าRRH สูง

3.3.2 วิธีการทางสถิติ

การศึกษาครั้งนี้ทำการทดสอบสถิติ ด้วยวิธีสมการถดถอยเชิงเส้น ตามแบบทดสอบจำลองประเมินราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model :CAPM) เพื่อทดสอบผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ กับผลตอบแทนส่วนเกินของตลาด

$$R_{i,t} - R_{ft} = \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + \alpha_i$$

หมายเหตุ

- $R_{i,t} - R_{ft}$ คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t ,
- α_i คือ ผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ i
- β_i คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ i
- $(R_{mt} - R_{ft})$ คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของตลาด ณ เวลา t

บทที่ 4

ผลการศึกษา (Results)

จากผลการศึกษาผลตอบแทนเฉลี่ยส่วนเกินของกลุ่มหลักทรัพย์ ที่ถูกแบ่งกลุ่ม โดยค่า RRH กับค่า RRL มีผลการศึกษา ดังนี้ ตารางที่ 4.1-2 จากผลการทดสอบผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ย ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted) ของราคาสูงสุด พบว่า RRHL สร้างผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ย เท่ากับ -31.0% ต่อปี RRHM เท่ากับ -9.7% ต่อปี และ RRHW เท่ากับ 16.1% ต่อปี กลุ่มที่ให้ผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยสูงสุด คือ RRHW และกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยต่ำที่สุด คือ RRHL เมื่อเทียบผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยกับตลาด พบว่า RRHW มีผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ย มากกว่าผลตอบแทนส่วนเกินตลาดเฉลี่ย (2.0% ต่อปี) เท่ากับ 14.1% ต่อปี

ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ย ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted) ของกลุ่มราคาสูงสุด พบว่า RRHL มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทน เท่ากับ 49.5% ต่อปี RRHM เท่ากับ 45.8% ต่อปี และ RRHW เท่ากับ 51.0% ต่อปี กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน หรือ ความเสี่ยงของผลตอบแทนสูงสุด คือ RRHW และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงของผลตอบแทนต่ำสุด คือ RRHM เมื่อเทียบส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานกลุ่มหลักทรัพย์กับตลาด พบว่า RRHW มีผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยมากกว่าผลตอบแทนส่วนเกินตลาดเฉลี่ย (5.0% ต่อปี) เท่ากับ 46.0% ต่อปี

ผลตอบแทนต่อความเสี่ยง (Sharpe ratio) ของกลุ่มหลักทรัพย์ ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted) ของกลุ่มราคาสูงสุด พบว่า RRHL มีค่าผลตอบแทนต่อความเสี่ยง เท่ากับ -0.6% ต่อปี RRHM เท่ากับ -0.2% ต่อปี และ RRHW เท่ากับ 0.3% ต่อปี กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยง สูงสุด คือ RRHW และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยง ต่ำสุด คือ RRHL เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยต่อความเสี่ยงของ RRHW กับผลตอบแทนส่วนเกินตลาดต่อความเสี่ยง (0.4% ต่อปี) พบว่า มีค่าน้อยกว่าตลาด เท่ากับ 0.1 เท่า

ผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Traynor ratio) ของกลุ่มหลักทรัพย์ ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted) ของกลุ่มราคาสูงสุด พบว่า RRHL มีค่าผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ เท่ากับ 1.4% ต่อปี RRHM เท่ากับ -0.6% ต่อปี และ RRHW เท่ากับ 1.4% ต่อปี กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ สูงสุด คือ RRHW และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ ต่ำสุด คือ RRHM เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบของ

RRHW กับผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบของตลาด (0.02% ต่อปี) พบว่า มีค่ามากกว่าตลาด เท่ากับ 1.38% ต่อปี

ผลตอบแทนส่วนเกินของผลตอบแทนที่คาดหวัง (Jensen' s ratio) ของกลุ่มหลักทรัพย์ ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted) ของกลุ่มราคาสูงสุด พบว่า RRHL มีค่าผลตอบแทนส่วนเกินของผลตอบแทนที่คาดหวัง เท่ากับ -30.6% ต่อปี RRHM เท่ากับ -9.9% ต่อปี และRRHW เท่ากับ 15.9% ต่อปี กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ สูงสุด คือ RRHW และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ ต่ำสุด คือ RRHL เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนส่วนเกินของผลตอบแทนที่คาดหวังของ RRHW กับผลตอบแทนส่วนเกินของผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาด (0% ต่อปี) พบว่า มีค่ามากกว่าตลาด เท่ากับ 15.9% ต่อปี

ตารางที่ 4.1 : ผลตอบแทนรายปีเฉลี่ยของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ (RRHL, RRHM, RRHW) ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted)

(หน่วย : ต่อปี)

	Value Weighted (% ต่อปี)		
	RRHL	RRHM	RRHW
Average	-30.9	-9.7	16.1
SD	49.5	45.8	51.0
Sharpe Ratio	-0.6	-0.2	0.3
Treynor Ratio	1.4	-0.6	1.4
Jensen' s alpha	-30.6	-9.9	15.9

หมายเหตุ

- กลุ่มที่หนึ่ง RRHL คือด้านบน 30% ของRRH มีค่าRRH ต่ำ
- กลุ่มที่สอง RRHM คือตรงกลาง 40% ของRRH
- กลุ่มที่สาม RRHW คือด้านล่าง 30% ของRRH มีค่าRRH สูง

ตารางที่ 4.2 : ผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยของตลาด ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted) ของกลุ่มหลักทรัพย์ราคาสูงสุด

(หน่วย : ต่อปี)

Market	Value Weighted (% ต่อปี)		
	RRHL	RRHM	RRHW
Average	2.0	1.6	2.0
SD	5.2	5.1	5.0
Sharpe Ratio	0.4	0.3	0.4
Treynor Ratio	0.02	0.016	0.02
Jensen' s alpha	0.0	0.0	0.0

หมายเหตุ

- กลุ่มที่หนึ่ง RRHL คือด้านบน 30% ของRRH มีค่าRRH ต่ำ
- กลุ่มที่สอง RRHM คือตรงกลาง 40% ของRRH
- กลุ่มที่สาม RRHW คือด้านล่าง 30% ของRRH มีค่าRRH สูง

ตารางที่ 4.3 – 4 จากผลการทดสอบผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ย ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted) ของราคาต่ำสุด พบว่า RRLI สร้างผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยเท่ากับ 14.7% ต่อปี RRLM เท่ากับ -3.7% ต่อปี และRRHW เท่ากับ -38.0% ต่อปี กลุ่มที่ให้ผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยสูงที่สุด คือ RRLI และกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยต่ำที่สุด คือ RRLW เมื่อเทียบผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยกับตลาด พบว่า RRLI มีผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยมากกว่าผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ย (2.4% ต่อปี) เท่ากับ 12.3% ต่อปี

ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ย ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted) ของกลุ่มราคาต่ำสุด พบว่า RRLI มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทน เท่ากับ 49.3% ต่อปี RRHM เท่ากับ 47.7% ต่อปี และRRHW เท่ากับ 5.5% ต่อปี กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงสุด คือ RRLI และกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้ความเสี่ยงของผลตอบแทนต่ำสุด คือ RRLW เมื่อเทียบส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานกลุ่มหลักทรัพย์กับส่วนเบี่ยงเบนตลาด พบว่า RRLI มีส่วนเบี่ยงเบนมากกว่าส่วนเบี่ยงเบนตลาด (4.8% ต่อปี) เท่ากับ 44.5% ต่อปี

ผลตอบแทนต่อความเสี่ยง (Sharpe ratio) ของกลุ่มหลักทรัพย์ ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted) ของกลุ่มราคาต่ำสุด พบว่า RRLI มีค่าผลตอบแทนต่อความเสี่ยง เท่ากับ 0.3% ต่อปี RRHM เท่ากับ -0.1% ต่อปี และRRHW เท่ากับ -7.0% ต่อปี กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่อ

ความเสี่ยง สูงสุด คือ RRLW และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยง ต่ำสุด คือ RRLM เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของ RRLW กับผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของตลาด(0.5% ต่อปี) พบว่า มีค่าน้อยกว่าตลาด เท่ากับ 0.2 เท่า

ผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Traynor ratio) ของกลุ่มหลักทรัพย์ ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted) ของกลุ่มราคาสูงสุด พบว่า RRLW มีค่าผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ เท่ากับ 0.6% ต่อปี RRLM เท่ากับ -0.2% ต่อปี และRRLW เท่ากับ 0.8% ต่อปี กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ สูงสุด คือ RRLW และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ ต่ำสุด คือ RRLM เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบของ RRLW กับผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบของตลาด(0.02% ต่อปี) พบว่า มีค่ามากกว่าตลาด เท่ากับ 0.58% ต่อปี

ผลตอบแทนส่วนเกินของผลตอบแทนที่คาดหวัง (Jensen' s ratio) ของกลุ่มหลักทรัพย์ ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted) ของกลุ่มราคาต่ำสุด พบว่า RRLW มีค่าผลตอบแทนส่วนเกินของผลตอบแทนที่คาดหวัง เท่ากับ 14.1% ต่อปี RRLM เท่ากับ -3.9% ต่อปี และRRLW เท่ากับ -0.4% ต่อปี กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ สูงสุด คือ RRLW และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ ต่ำสุด คือ RRLM เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนส่วนเกินของผลตอบแทนที่คาดหวังของ RRLW กับผลตอบแทนส่วนเกินของผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาด(0% ต่อปี) พบว่า มีค่ามากกว่าตลาด เท่ากับ 14.1% ต่อปี

ตารางที่ 4.3 : ผลตอบแทนรายปีเฉลี่ยของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ (RRLW, RRLM, RRLW) ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted) ของราคาต่ำสุด

(หน่วย : ต่อปี)

	Value Weighted (% ต่อปี)		
	RRLW	RRLM	RRLW
Average	14.7	-3.7	-38.0
SD	49.3	47.7	5.5
Sharpe Ratio	0.3	-0.1	-7.0
Treynor Ratio	0.6	-0.2	0.8
Jensen' s alpha	14.1	-3.9	-0.4

หมายเหตุ

- กลุ่มที่หนึ่ง RRLW คือด้านบน 30% ของRRLW มีค่าRRH ต่ำ

- กลุ่มที่สอง RRLM คือตรงกลาง 40% ของRRL
- กลุ่มที่สาม RRLW คือด้านล่าง 30% ของRRL มีค่าRRH สูง

ตารางที่ 4.4 : ผลตอบแทนรายปีเฉลี่ยของแต่ละกลุ่มตลาด ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Value Weighted) ของกลุ่มหลักทรัพย์ราคาต่ำสุด

(หน่วย : ต่อปี)

Market	Value Weighted (% ต่อปี)		
	RRL	RRLM	RRLW
Average	2.4	1.7	1.6
SD	4.8	5.3	5.5
Sharpe Ratio	0.5	0.3	0.3
Treynor Ratio	0.02	0.016	0.015
Jensen' s alpha	0.0	0.0	0.0

หมายเหตุ

- กลุ่มที่หนึ่ง RRL คือด้านบน 30% ของRRL มีค่าRRH ต่ำ
- กลุ่มที่สอง RRLM คือตรงกลาง 40% ของRRL
- กลุ่มที่สาม RRLW คือด้านล่าง 30% ของRRL มีค่าRRH สูง

โดยผลการศึกษาผลตอบแทนส่วนเกินของกลุ่มหลักทรัพย์ ของราคาสูง ตรงตามที่คาดการณ์ และตรงกับการศึกษาของ Bhootra and Hur (2013) และ Thachasongtham (2015) ก่อนหน้านี้

ผลการทดสอบด้วยวิธีสมการถดถอยเชิงเส้นตรง

จากการทดสอบปัจจัยด้านผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ ด้วยสมการถดถอยเชิงเส้นตรง (OLS) ให้ผลการศึกษาตามตารางที่ 4.5 จากผลการศึกษา พบว่า ปัจจัยด้านผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนส่วนเกินตลาด ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนัก มีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

ค่าอัลฟา (α_i) มีค่าเป็นบวก ในกลุ่ม RRHW RRL และ RRLM โดยแสดงว่าผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยดีกว่าที่ควรจะเป็นตามCAPM และมีค่าเป็นลบ ในกลุ่ม RRHL RRHM

และRRLW แสดงว่าผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยต่ำกว่าที่ควรจะเป็นตามCAPM และมีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

ค่าสัมประสิทธิ์ β_i มีค่าเป็นบวก ในกลุ่มRRHM RRHW RLL RRLM โดยแสดงว่าผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนส่วนเกินของตลาด คือหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าสูงมักให้ผลตอบแทนที่คาดหวังสูงกว่า ค่าสัมประสิทธิ์ β_i มีค่าเป็นลบ ในกลุ่ม RRHL และ RRLW โดยแสดงว่าผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนส่วนเกินของตลาด คือหลักทรัพย์ที่ค่าเบต้าต่ำมักให้ผลตอบแทนที่คาดหวังน้อยกว่า และมีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

ค่า R^2 ตามวิธี Value Weighted พบว่า มีค่าต่ำกว่า 0.05 และมีนัยสำคัญที่ 5% ทุกกลุ่มหลักทรัพย์ พบว่ากลุ่มRRHL และ RRLW มีค่ามากที่สุด เฉลี่ยเท่ากับ 0.0005 และ0.002 ตามลำดับ แสดงว่า ผลตอบแทนส่วนเกินเฉลี่ยได้ที่ระดับ 0.05% และ 0.2% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.5 : แสดง ค่าสัมประสิทธิ์ α_i , β_i และ R^2

	α_i	β_i	R^2
RRHL	-30.6**	-0.02**	0.0005**
RRHM	-9.9**	0.2	0.0004**
RRHW	15.9	0.1	0.0001**
RLL	14.1	0.2	0.0005**
RRLM	3.9	0.2	0.0003**
RRLW	-0.4**	-0.5**	0.002**

หมายเหตุ * , ** , *** มีนัยสำคัญที่ระดับ 10% , 5% , และ 1% ตามลำดับ

- กลุ่มที่หนึ่ง RRHL คือด้านบน 30% ของRRH มีค่าRRH ต่ำ
- กลุ่มที่สอง RRHM คือตรงกลาง 40% ของRRH
- กลุ่มที่สาม RRHW คือด้านล่าง 30% ของRRH มีค่าRRH สูง
- กลุ่มที่สี่ RLL คือด้านบน 30% ของRRL มีค่าRRH ต่ำ
- กลุ่มที่ห้า RRLM คือตรงกลาง 40% ของRRL
- กลุ่มที่หก RRLW คือด้านล่าง 30% ของRRL มีค่าRRH สูง

ตารางที่ 4.6 แสดงค่า P-value ของปัจจัยด้านผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ ด้วยวิธี Value Weighted พบว่า มีค่าน้อยกว่า 0.05 มีนัยสำคัญที่ระดับ 5% ทุกกลุ่มหลักทรัพย์ กล่าวคือ ผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนส่วนเกินของตลาด

	P-Value
RRHL	0.000**
RRHM	0.000**
RRHW	0.041**
RRLI	0.000**
RRLM	0.001**
RRLW	0.000**

หมายเหตุ * , ** , *** มีนัยสำคัญที่ระดับ 10% , 5% , และ 1% ตามลำดับ

- กลุ่มที่หนึ่ง RRHL คือด้านบน 30% ของRRH มีค่าRRH ต่ำ
- กลุ่มที่สอง RRHM คือตรงกลาง 40% ของRRH
- กลุ่มที่สาม RRHW คือด้านล่าง 30% ของRRH มีค่าRRH สูง
- กลุ่มที่สี่ RRLI คือด้านบน 30% ของRRL มีค่าRRH ต่ำ
- กลุ่มที่ห้า RRLM คือตรงกลาง 40% ของRRL
- กลุ่มที่หก RRLW คือด้านล่าง 30% ของRRL มีค่าRRH สูง

ผลการศึกษาราคาส่งสุดสอดคล้องกับงานวิจัยของ Bhootra and Hur (2013) และ Thachasongtham (2015) พบว่าหลักทรัพย์ที่มีค่าRR สูง มีผลตอบแทนส่วนเกินที่สูงกว่าหลักทรัพย์ที่มีค่าน้อย

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา (Conclusion)

งานวิจัยนี้ศึกษากลยุทธ์แบบตามตลาด (Momentum strategy) โดยอยู่บนพื้นฐานของราคาสูงสุด และต่ำสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ (52-week high and low price) ที่มีผลต่อผลตอบแทนเกินแทนของหลักทรัพย์ โดยใช้ Recency Ratio (RR) จำนวนจำนวนวันใกล้ไกลของราคาหลักทรัพย์ เมื่อ RRH มีค่ามาก หมายถึง RRHW มีค่าสูง เท่ากับ 16.1% ต่อปี RRH ที่มีค่าน้อย หมายถึง RRHL มีค่าต่ำ เท่ากับ -30.9% ต่อปี ในทางตรงข้ามกับราคาต่ำสุดช่วงเวลา 52 สัปดาห์ (RRL) สัปดาห์ เมื่อ RRL มีค่ามาก หมายถึง RRLH เท่ากับ 14.7% ต่อปี RRL ที่มีค่าน้อย หมายถึง RRLW เท่ากับ -38.0% ต่อปี

ข้อมูลที่ใช้คือราคาปิดรายวันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2548 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2561 รวมทั้งหมด 771 บริษัท

การศึกษานี้ พบว่า กลุ่มหลักทรัพย์แบบถ่วงน้ำหนักของราคาสูงสุด พบว่า RRHL เท่ากับ -30.9% ต่อปี RRHW ให้ผลตอบแทนส่วนเกินมากที่สุด เท่ากับ 16.1% ต่อปี ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับการศึกษาของ Bhootra and Hur (2013) ส่วนของราคาต่ำสุด พบว่า RRLH เท่ากับ 14.7% ต่อปี RRLW ให้ผลตอบแทนส่วนเกินน้อยสุด เท่ากับ -38.0% ต่อปี ซึ่งการศึกษาของ RRHW ผลตอบแทนส่วนเกินมากกว่าผลตอบแทนส่วนเกินตลาด เท่ากับ 14.1% ต่อปี ส่วน RRLH ผลตอบแทนส่วนเกินมากกว่าผลตอบแทนส่วนเกินตลาด เท่ากับ 12.3% ต่อปี จากผลการทดสอบด้วยวิธีสมการถดถอยเชิงเส้นตรง พบว่า ค่าสถิติที่ได้ยอมรับสมมติฐานที่ว่า ค่า P-value ของแบบจำลองทั้งหมดมีค่าน้อยกว่า 0.05 มีนัยสำคัญที่ระดับ 5%

บรรณานุกรม

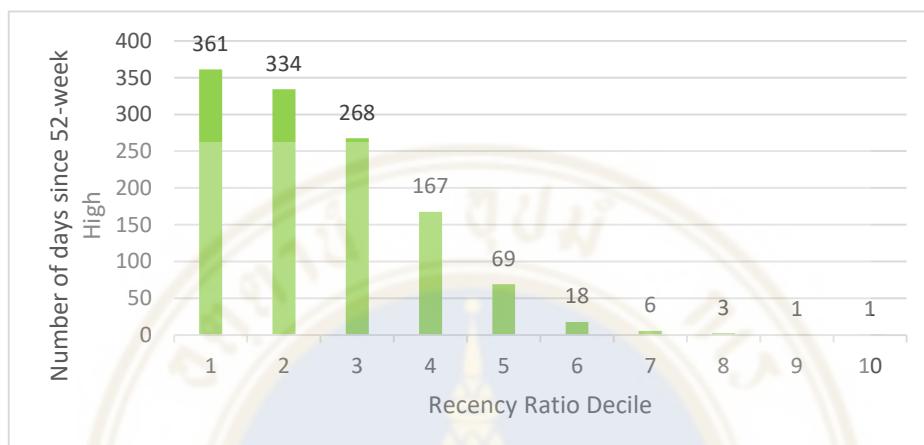
- Alonso, A. and G. Rubio (1990). "Overreaction in the Spanish equity market." Journal of Banking & Finance **14**(2-3): 469-481.
- Antoniou, A., H. Y. Lam and K. Paudyal (2007). "Profitability of momentum strategies in international markets: The role of business cycle variables and behavioural biases." Journal of Banking & Finance **31**(3): 955-972
- Balsara, N., J. Chen and L. Zheng (2009). "Profiting from a contrarian application of technical trading rules in the US stock market." Journal of Asset Management **10**(2): 97-123.
- Critcher, C. R. and T. Gilovich (2008). "Incidental environmental anchors." Journal of Behavioral Decision Making **21**(3): 241-251.
- Bhootra, A. and J. Hur (2013). "The timing of 52-week high price and momentum." Journal of Banking & Finance **37**(10): 3773-3782.
- De Bondt, W. F. and R. Thaler (1985). "Does the stock market overreact?" The Journal of finance **40**(3): 793-805.
- De Bondt, W. F. and R. H. Thaler (1987). "Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality." The Journal of finance **42**(3): 557-581.
- Elias, S. M., N. N. H. N. Azmi and K. H. Kamil (2014). "Industry momentum strategy in Malaysian stock market." International Journal of Business and Social Science **5**(11).
- Fong, W. M. and L. H. Yong (2005). "Chasing trends: recursive moving average trading rules and internet stocks." Journal of Empirical Finance **12**(1): 43-76.
- Galinsky, A. D. and T. Mussweiler (2001). "First offers as anchors: the role of perspective-taking and negotiator focus." Journal of personality and social psychology **81**(4): 657.
- George, T. J. and C. Y. Hwang (2004). "The 52-week high and momentum investing." The Journal of Finance **59**(5): 2145-2176.
- Griffin, J. M., X. Ji and J. S. Martin (2003). "Momentum investing and business cycle risk: Evidence from pole to pole." The Journal of Finance **58**(6): 2515-2547.

- Haselton, M. G., D. Nettle and D. R. Murray (2015). "The evolution of cognitive bias." The handbook of evolutionary psychology: 1-20.
- Jegadeesh, N. and S. Titman (1993). "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency." The Journal of finance **48**(1): 65-91.
- Lesmond, D. A., M. J. Schill and C. Zhou (2004). "The illusory nature of momentum profits." Journal of financial economics **71**(2): 349-380.
- Miller, E. M. (1977). "Risk, uncertainty, and divergence of opinion." The Journal of finance **32**(4): 1151-1168.
- Moskowitz, T. J. and M. Grinblatt (1999). "Do industries explain momentum?" The Journal of finance **54**(4): 1249-1290.
- Novy-Marx, R. (2010). The other side of value: Good growth and the gross profitability premium, National Bureau of Economic Research.
- Pukjaresakul, C. (2016). "The Momentum Strategy and Relative Strength Index For The Stock Exchange of Thailand." Modern Management Journal **14**(2): 25-50.
- Rouwenhorst, K. G. (1998). "International momentum strategies." The journal of finance **53**(1): 267-284.
- Sharpe, W. F. (1964). "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk." The journal of finance **19**(3): 425-442.
- Su, D. (2011). "An empirical analysis of industry momentum in Chinese stock markets." Emerging Markets Finance and Trade **47**(4): 4-27.
- Thachasongtham, P. (2015). "Momentum strategy based on the timing 52-week high price : Empirical evidence from the Stock Exchange of Thailand " Chulalongkorn University.
- Tversky, A. and D. Kahneman (1974). "Judgment under uncertainty: Heuristics and biases." science **185**(4157): 1124-1131.
- Tversky, A. and D. Kahneman (1992). "Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty." Journal of Risk and uncertainty **5**(4): 297-323.
- Van Dijk, R. and T. Keijzer (2003). "Region, sector and style selection in global equity markets." Journal of Asset Management **4**(5): 293-307.
- Vardharaj, R. and F. J. Fabozzi (2007). "Sector, style, region: Explaining stock allocation performance." Financial Analysts Journal **63**(3): 59-70.



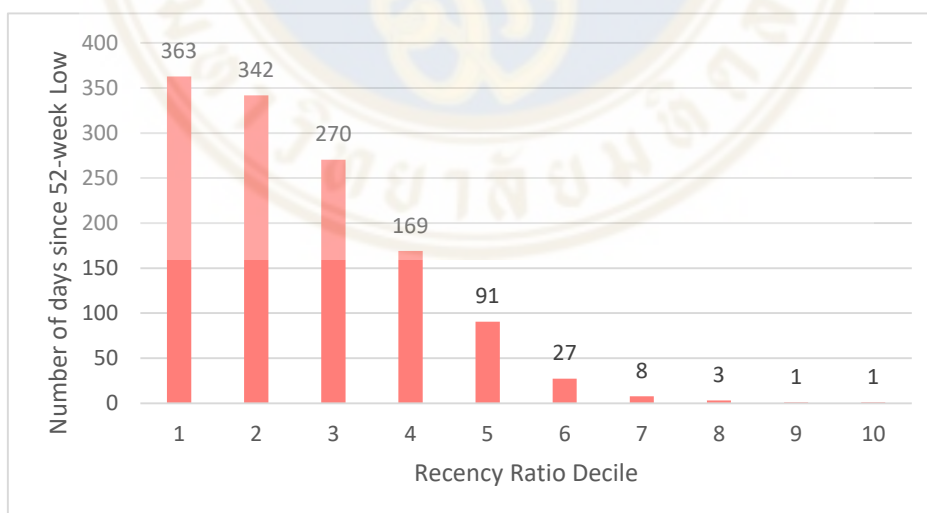
ภาคผนวก (Appendix)

รูปที่ 6.1 ค่าเฉลี่ยของจำนวนวันตั้งแต่ราคาสูงสุดในรอบ 52 สัปดาห์



หมายเหตุ: แสดงค่าเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในตลาด SET และ MAI ตั้งแต่ราคาสูงสุดในรอบ 52 สัปดาห์ ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2548 ถึงธันวาคม พ.ศ.2561

รูปที่ 6.2 ค่าเฉลี่ยของจำนวนวันตั้งแต่ราคาต่ำสุดในรอบ 52 สัปดาห์



หมายเหตุ: แสดงค่าเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในตลาด SET และ MAI ตั้งแต่ราคาต่ำสุดในรอบ 52 สัปดาห์ ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2548 ถึงธันวาคม พ.ศ.2561