



กลยุทธ์เลือกหุ้นจากการขึ้นลงของราคา และผลจากปรับระยะเวลาลงทุนในตลาดหุ้นไทย Price Trend Strategies and the Effect of Rebalancing Period: Evidence from Thailand

รศ.ดร.ไพบูลย์ เสรีวิวัฒนา*

บทคัดย่อ

งานวิจัยชิ้นนี้ทำการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนในประเทศไทย โดยอ้างอิงการเลือกหุ้นตามแนวคิดแบบ Contrarian และ Momentum ที่เคยประสบความสำเร็จในต่างประเทศ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี ค.ศ. 2002 ถึง 2014 โดยพิจารณาพร้อมกับจำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอ ระยะเวลาการลงทุน และอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น ซึ่งการศึกษาในอดีตพบว่าเป็นตัวเลขาทางการเงินพื้นฐานที่สามารถใช้เลือกหุ้นลงทุนอย่างได้ผลในประเทศไทย จากผลการศึกษาพบว่าทั้งกลยุทธ์ Contrarian และ Momentum สามารถสร้างผลตอบแทนชนะตลาด แต่ Contrarian strategy ให้ผลตอบแทนที่ปรับชดเชยความเสี่ยงสูงกว่า Momentum strategy และพบว่าเมื่อเพิ่มราคาต่อกำไรต่อหุ้นเข้าไปเป็นปัจจัยในการเลือกหุ้น ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นไม่สามารถชดเชยความเสี่ยงที่สูงขึ้นได้ นอกจากนี้ก็พบว่าระยะเวลาการลงทุนที่สั้นกว่า 12 เดือน สำหรับกลยุทธ์ทั้งคู่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนระยะยาวกว่า 1 ปี อย่างไรก็ตามงานวิจัยชิ้นนี้ ไม่สามารถให้ข้อสรุปที่ชัดเจน ถึงผลกระทบจากจำนวนหุ้น ต่อผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ

* คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
ผู้เขียนขอขอบคุณ คุณพศิน วัฒนชัยวรนนต์ ในการช่วยเหลือจัดทำรายงาน และผู้วิจารณ์ ที่ให้คำแนะนำในการปรับปรุงการศึกษานี้



Abstract

This research tests investment strategies in Thailand with reference to the contrarian method and the momentum method using monthly data from the Stock Exchange of Thailand between 2002 to 2014. The optimal number of stocks in the portfolio and duration of the investment are included in the tests. The price-earnings ratio is also factored in to see if the strategies tested can provide better results. From the research, it can be concluded that both strategies generated returns above the average market during the period tested, but the Contrarian strategy yielded a higher risk-adjusted return. At the same time, when the PE ratio was added to the selection process, the higher returns did not justify the higher risk. Furthermore, for investments shorter than 1 year, both strategies yielded higher returns than investments held longer than 1 year. However, this research does not find a conclusion on the effects from the number of stocks on the portfolio return.



1. บทนำ

Momentum strategy เป็นกลยุทธ์การลงทุนที่อ้างอิง “ตาม” แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงราคาในอดีตว่าหุ้นที่ให้ผลตอบแทนสูง ราคาจะยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่วนหุ้นที่ราคาลดลงในอดีต จะลดลงต่อไปในอนาคต จากความเข้าใจนี้ ถูกใช้สร้างเป็นกลยุทธ์การลงทุนได้หลายรูปแบบ เช่น ซื้อหุ้นที่ราคาเพิ่มขึ้น ขายชอร์ต (Short selling) หุ้นที่ราคาลดลง ซื้อหุ้นที่ผลตอบแทนสูงพร้อมๆ กับขายชอร์ตหุ้นที่ผลตอบแทนต่ำ เป็นต้น ซึ่งเหตุผลเบื้องหลังความสำเร็จของกลยุทธ์นั้น มีสมมติฐานที่หลากหลาย ไม่ว่าจะ เป็นความสามารถของผู้บริหาร (ผู้บริหารที่ประสบความสำเร็จ จะสามารถรักษาความสามารถทางการแข่งขันของกิจการไว้ได้) การตอบสนองของตลาดต่อข้อมูลอย่างไม่มีประสิทธิภาพ (ราคาจึงไม่สามารถสะท้อนมูลค่าของข้อมูลได้ในทันที) รวมทั้งคำอธิบายในเชิงพฤติกรรมศาสตร์ ซึ่งกล่าวว่า นักลงทุนมีแนวโน้มจะตัดสินใจ “ตาม” กัน (Herding behavior) ทำให้การเปลี่ยนแปลงราคาคงอยู่ ณ ช่วงเวลาหนึ่ง

Contrarian strategy ก็เป็นกลยุทธ์การลงทุนที่สร้างขึ้นตามลักษณะที่พบในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก เป็นความผิดปกติ (Anomaly) ที่ขัดแย้งกับแนวคิดเรื่องตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient market hypothesis) ซึ่งเกี่ยวข้องกับการปรับราคาตามข้อมูลอย่างถูกต้องและรวดเร็ว เช่นเดียวกับ Momentum strategy แต่ผลตอบแทนของกลยุทธ์นี้ อ้างอิง “สวนทาง” แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงราคาในอดีต โดยพิจารณาว่าหุ้นที่สร้างผลตอบแทนต่ำ จะสร้างผลตอบแทนสูงขึ้น และหุ้นที่สร้างผลตอบแทนสูง จะไม่สามารถรักษาผลตอบแทนที่สูงไว้ได้อย่างสม่ำเสมอ รวมเรียกว่า ผลจาก Reversal effect ตัวอย่างกลยุทธ์การลงทุนที่สร้างจากมุมมองดังกล่าว เช่น ขายชอร์ตหุ้นที่ให้ผลตอบแทนสูงในอดีต ซื้อหุ้นที่ผลตอบแทนต่ำในอดีต ขายชอร์ตหุ้นที่ราคาเพิ่มขึ้นมากพร้อมกับซื้อหุ้นที่ราคาลดลงมากๆ ในอดีต แนวทางที่มีการศึกษา เพื่ออธิบายปรากฏการณ์นี้ คือ การตอบสนองต่อข้อมูลที่มากเกินไปของนักลงทุน (Overreaction) ทำให้ราคาปรับตัวสวนทาง เข้าสู่มูลค่าที่เหมาะสม หรือธุรกิจที่ล้มเหลวในอดีต จะปรับปรุงเพิ่มความสามารถทางการแข่งขัน

จากคำอธิบายข้างต้น จึงอาจเรียกได้ว่า แม้จะใช้ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงราคาคลายคลึงกัน แต่ Contrarian strategy ใช้การตัดสินใจในทางตรงกันข้ามกับ Momentum strategy ซึ่งพบว่ามีการศึกษาเชิงเปรียบเทียบกลยุทธ์ทั้งคู่อย่างกว้างขวางในหลายประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ความแตกต่างในด้านระยะเวลาการลงทุน ด้วยสถานการณ์ที่หลากหลาย ซึ่งมีผลต่อความสำเร็จของกลยุทธ์ทั้งสองแบบ อย่างไรก็ตาม การศึกษาในประเทศไทยยังมีอยู่อย่างจำกัด ดังนั้น งานวิจัยชิ้นนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อลดช่องว่างทางวิชาการในการขยายความเข้าใจกลยุทธ์การลงทุน Contrarian strategy และ Momentum strategy ในตลาดเกิดใหม่ โดยให้ความสำคัญกับการเปรียบเทียบผลจากรยะเวลาการลงทุน ต่อผลตอบแทนการลงทุนของแต่ละกลยุทธ์ ด้วยข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนต่อไป จะแสดงผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องของนักวิจัยในอดีต ส่วนที่สาม เป็นรายละเอียดข้อมูล และแนวทางการตัดสินใจเพื่อสร้างกลยุทธ์ ส่วนที่สี่ จะนำเสนอผลการศึกษาจากงานวิจัยชิ้นนี้ และส่วนสุดท้าย เป็นสรุปผลการวิจัย

2. ทบทวนวรรณกรรม

กลยุทธ์การลงทุนแบบ Momentum และ Contrarian นั้น ได้รับความสนใจ และถูกศึกษาอย่างกว้างขวาง ทั้งในกลุ่มนักวิชาการ และนักลงทุน แต่หากจะกล่าวย้อนไปถึงงานวิจัยชิ้นแรก ที่นำเสนอหลักฐานทางวิชาการ ซึ่งขัดแย้งกับทฤษฎีเรื่องความมีประสิทธิภาพของตลาด ของ Fama (1970) ในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการทำกำไร จากข้อมูลราคาในอดีต (Weak-form market efficiency) ก็คงเป็น De Bondt and Thaler (1985, 1987) ที่นำเสนอว่า นักลงทุนมีพฤติกรรมการตอบสนองต่อข้อมูลมากเกินไป (Overreaction) ความไม่สมเหตุสมผล ทำให้ราคาปรับตัวขึ้นหรือลงเกินกว่ามูลค่าที่ข้อมูลส่งผลกระทบต่อมูลค่าหุ้น หรือหุ้นที่ให้ผลตอบแทนต่ำในอดีต (Loser) จะสามารถเอาชนะหุ้นที่ให้ผลตอบแทนสูงในอดีต (Winner) ได้ถึง 25% ทั้งที่กลุ่มหลังมีความเสี่ยงสูงกว่าผลตอบแทนของกลยุทธ์ สัมพันธ์กับการลงทุนในระยะยาว 3 ถึง 5 ปี ซึ่งแนวคิดนี้นำไปสู่การทำกำไรด้วย Contrarian strategy อย่างไรก็ดีตาม พวกเขาพบว่ากำไรของ Loser portfolio อาจเป็นผลจาก January effect

ภายหลัง Jegadeesh and Titman (1993) พบว่า นอกจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นจะไม่เป็นแบบสุ่ม (Random walks) ตามการค้นพบ Reversal effect จาก Negative autocorrelation ของ De Bondt and Thaler (1985, 1987) การคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นจากข้อมูลราคาในอดีตด้วยกลยุทธ์ในทางตรงกันข้าม ก็สามารถทำได้ และยังให้ผลตอบแทนที่ดีเช่นกัน ซึ่ง Momentum strategy ที่เขาศึกษาสร้างพอร์ตโฟลิโอ โดยการซื้อ Winner stock พร้อมๆ กับการขาย Loser stock ซึ่งกลยุทธ์นี้เหมาะสมกับระยะเวลาการลงทุนระหว่าง 3 ถึง 12 เดือน นอกจากนี้ เขายังยืนยันว่า Excess return กว่า 12% ที่เกิดขึ้นนั้น ไม่ได้เป็นผลจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นของพอร์ตโฟลิโอ (Systematic risk หรือ common factor) แต่เกี่ยวข้องกับ Delayed price reaction ของนักลงทุนต่อข้อมูลของกิจการ (Firm-specific information) หรือตีความได้ว่า นักลงทุนที่ไม่ถือ Well-diversified portfolio กลับได้รับผลตอบแทนส่วนเพิ่มจาก Diversifiable risk แยังกับ Modern portfolio theory (Mean-variance asset pricing model) ของ Markowitz (1952)

ถึงแม้ Overreaction และ Underreaction เป็นเหตุผลสำคัญในแง่พฤติกรรมศาสตร์ ซึ่งแสดงความ Irrational ของนักลงทุน ที่ใช้อธิบายผลตอบแทนของ Contrarian และ Momentum strategy ทั้งยังได้รับการสนับสนุนจากการศึกษาอีกหลายชิ้น เช่น Jegadeesh (1990), Chopra, Lakonishok, and Ritter (1992), Jegadeesh and Titman (1995), Barberis, Shleifer, and Vishny (1998), Daniel, Hirshleifer and Subrahmanyam (1998) แต่ก็ยังมีนักวิจัยบางส่วนที่เสนอหลักฐานเพื่อยืนยันข้อสรุปที่ต่างออกไปในเชิง Rationality สนับสนุน Efficient market hypothesis เช่น Johnson (2002) พิสูจน์ว่าการเลือกหุ้นด้วย Momentum strategy สัมพันธ์กับ Stochastic growth rate ของราคาหุ้น ซึ่ง Winner stock จึงเป็นกลุ่มที่มักจะมี Positive growth rate shock มากกว่า Loser stock จึงสมเหตุสมผลที่กลยุทธ์นี้จะสร้าง Positive expected return นอกจากนี้ Sagi and Seasholes (2007) กล่าวว่า Revenues (High), Costs (Low) และ Growth options (Valuable) ซึ่งเป็นข้อมูลจำเพาะของกิจการ สัมพันธ์กับการเลือกหุ้นด้วย Momentum strategy จึงสมเหตุสมผลที่บริษัทเหล่านี้จะให้ผลตอบแทนสูง



ด้านผลกระทบจากระยะเวลาการลงทุน ก็ได้รับความสนใจอย่างกว้างขวาง เช่น งานของ Lehmann (1990) พบว่า Contrarian strategy ที่ลงทุนด้วยข้อมูลการเปลี่ยนแปลงราคาย้อนหลัง 1 สัปดาห์ หรือ 1 เดือน ใช้ทำกำไรได้จากระยะเวลาการลงทุนช่วงเดียวกัน ขณะที่ Conrad and Kaul (1998) สรุปว่า Cross-sectional variation in mean returns ของหุ้นแต่ละตัว เป็นสาเหตุของกำไรจาก Momentum strategy แต่เขาก็สนับสนุน Jegadeesh and Titman (1993) และ De Bondt and Thaler (1985, 1987) ว่า Momentum strategy เหมาะกับการลงทุนในระยะกลาง ระหว่าง 3 ถึง 12 เดือน ในขณะที่ความสำเร็จของ Contrarian strategy นั้น อยู่ในช่วงการลงทุนระยะยาว 3 ถึง 5 ปี ซึ่ง Serial correlation ดังกล่าวพบได้เพียงบางช่วงของตลาด ข้อมูลจึงมีผลต่อกลยุทธ์ ส่วนผลการศึกษาของ Heston and Sadka (2008) แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนที่ได้เกี่ยวข้องกับ Seasonal effect และ Momentum profit คงอยู่ได้ถึงระยะเวลาการลงทุน 20 ปี Novy-Marx (2012) ศึกษาด้วยมุมมองที่แตกต่าง ซึ่งเขานำเสนอว่า Financial momentum ไม่เหมือนกับ Physical momentum เพราะราคาไม่ได้ Drift ตามการเปลี่ยนแปลงราคา “ล่าสุด” แต่ปรับตามการเปลี่ยนแปลงราคาย้อนหลัง 7 ถึง 12 เดือน

สำหรับการศึกษาด้านข้อมูลนอกสหรัฐฯ นั้น Chan, Hameed and Tong (1996) พบว่า Momentum profit สัมพันธ์กับ Trading volume ของตลาด ส่วน Rouwenhorst (1998, 1999) ยืนยันว่า Momentum strategy ประสบความสำเร็จในหลายประเทศ รวมถึงประเทศไทย แต่ Hameed and Kusnadi (2002) และ McInish et al. (2008) แสดงหลักฐานว่า Contrarian และ Momentum strategy น่าจะไม่สามารถทำกำไรได้อย่างสม่ำเสมอ โดยเฉพาะอย่างยิ่งตลาดกำลังพัฒนา เช่น ประเทศไทย ซึ่ง Chui, Titman and Wei (2010) สนับสนุนมุมมองนี้ ด้วยการวิเคราะห์เชิงพฤติกรรมศาสตร์ ในประเด็นความมั่นใจในตัวเองของนักลงทุนแต่ละประเทศ อย่างไรก็ตาม การคัดเลือกหุ้นโดยใช้ตัวเองทางบัญชี ร่วมกับการเปลี่ยนแปลงราคาในอดีต โดยใช้ข้อมูลในประเทศไทย ยังมีอยู่อย่างจำกัด ทั้งนี้ ที่การศึกษาโดย Sareewiwatthana (2011, 2012, 2013) ได้แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนทางการเงินบางประเภท เช่น ราคาต่อกำไรต่อหุ้น มีแนวโน้มที่จะสร้างผลตอบแทนชนะดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างสม่ำเสมอ ดังนั้นการใช้อัตราส่วนทางการเงินร่วมกับ Contrarian และ Momentum strategy ที่ประสบความสำเร็จในต่างประเทศ จึงควรได้รับความสนใจในเชิงวิชาการ

Sareewiwatthana (2015/2) ได้ใช้แนวคิดจากกลยุทธ์ดังกล่าว สร้างเกณฑ์การคัดเลือกหุ้นจากแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงราคาในอดีต ร่วมกับอัตราส่วนทางการเงินพื้นฐาน คือ ราคาต่อมูลค่าทางบัญชี และราคาต่อกำไรต่อหุ้น ซึ่งผลการศึกษาพบว่าพอร์ตโฟลิโอของกลุ่ม Loser stocks มักจะให้ผลตอบแทนสูงกว่า Winner stocks โดยทุกกลุ่มให้ผลตอบแทนชนะตลาด นอกจากนี้ กลุ่มที่ใช้ราคาต่อกำไรต่อหุ้นเป็นเกณฑ์ร่วมให้ผลตอบแทนสูงกว่ากลุ่มที่ใช้ราคาต่อมูลค่าทางบัญชีเป็นเกณฑ์ร่วม ส่วนการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับระยะเวลาการลงทุนนั้น Sareewiwatthana (2015/1) คัดเลือกหุ้นโดยใช้การจัดลำดับราคาต่อกำไรต่อหุ้น ร่วมกับการปรับจำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอ จากผลการศึกษาพบว่า ระยะเวลาที่ให้ผลตอบแทนสูงที่สุด อยู่ระหว่าง 1 ถึง 2 ปี และควรมีหุ้นในพอร์ตโฟลิโอประมาณ 10 ถึง 20 หุ้น งานวิจัยชิ้นนี้จึงสร้างความแตกต่างโดยศึกษาผลการลงทุนในประเทศไทย จากกลยุทธ์การลงทุนที่ใช้การเปลี่ยนแปลงราคาย้อนหลัง ราคาต่อกำไรต่อหุ้น จำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอ และระยะเวลาการลงทุนร่วมกัน

3. ข้อมูล และวิธีการวิจัย

การศึกษาชิ้นนี้ ใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย ข้อมูลรายเดือนของราคาและเงินปันผล รวมทั้งอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล จากสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ระหว่างปี ค.ศ. 2002 ถึง 2014 โดยเริ่มลงทุนสิ้นเดือนกุมภาพันธ์ ปี ค.ศ. 2002 จำนวนผลตอบแทนการลงทุน ซึ่งใช้กลยุทธ์ (การเปลี่ยนแปลงราคา และ/หรือราคาต่อกำไรต่อหุ้น) ร่วมกับการปรับจำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอเป็น 10, 20, 30, 50 ตัว พร้อมทั้งปรับช่วงการลงทุนเป็น 1, 2, 3, 6, 9, 12, 18, 24 เดือน เพื่อเปรียบเทียบกลยุทธ์กับผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเปรียบเทียบระหว่างกลยุทธ์

การใช้ช่วงเวลาเริ่มลงทุนเป็นสิ้นเดือนกุมภาพันธ์ เพราะบริษัทจดทะเบียนต้องประกาศผลการดำเนินงานปีที่ผ่านมาภายในเดือนกุมภาพันธ์ของปีถัดไป ซึ่งทำให้ตัวเลขทางการเงินที่ใช้ในการตัดสินใจสอดคล้องกับความเป็นจริง กลยุทธ์ที่ใช้ช่วงการลงทุนที่ไม่สิ้นสุด ณ สิ้นเดือนกุมภาพันธ์ (1, 2, 3, 6, 9, 18 เดือน) ระยะเวลาที่เหลือจนกว่าจะถึงเดือนกุมภาพันธ์ของปีถัดไป จะพิจารณาว่าลงทุนในดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET TRI) ทั้งนี้จะแบ่งเงินลงทุนในหุ้นแต่ละตัวเท่ากัน และไม่พิจารณาผลจากค่าธรรมเนียมการซื้อขาย

3.1 ทดสอบกลยุทธ์การลงทุนแบบ Contrarian เพื่อเปรียบเทียบกับกลยุทธ์แบบ Momentum

3.1.1 คัดเลือกหุ้นโดยพิจารณาการเปลี่ยนแปลงของราคา (Price change)

3.1.2 คัดเลือกหุ้นโดยพิจารณาการเปลี่ยนแปลงของราคา เสริมด้วยปัจจัยราคาต่อกำไรต่อหุ้นต่ำที่สุด (Price change & PE)

3.2 สร้างพอร์ตโฟลิโอของหุ้น ดังนี้

3.2.1 เรียงลำดับหุ้นตาม % Price change โดยหุ้นที่ราคาลดลงมากที่สุดในช่วง 12 เดือนล่าสุดได้อันดับ 1

3.2.2 เรียงลำดับหุ้นตาม PE ณ วันสิ้นเดือน ก.พ. โดย PE ต่ำที่สุด ได้อันดับ 1

สำหรับการทดสอบ 3.1.1 ใช้เฉพาะการเรียงลำดับด้วยราคาตาม 3.2.1 โดยจัดพอร์ตโฟลิโอของหุ้นที่มีการลดลงของราคามากที่สุด เปรียบเทียบกับพอร์ตโฟลิโอของหุ้นที่มีราคาลดลงน้อยที่สุด (หรือเพิ่มมากที่สุด) โดยจัดเป็นพอร์ตโฟลิโอของหุ้น 10, 20, 30, 50 หุ้น และช่วงเวลาลงทุน 1, 2, 3, 6, 9, 12, 18, 24 เดือน หลังจากนั้นก็นำมาคำนวณผลตอบแทนช่วงการลงทุน ผลตอบแทนเฉลี่ยรายปี และค่า Sharpe ratio ของทุกพอร์ตโฟลิโอ โดย Sharpe ratio คำนวณจากส่วนต่างของผลตอบแทนจากพอร์ตโฟลิโอกับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี หาดด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนจากพอร์ตการลงทุน

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{\text{Portfolio Return} - \text{Risk Free Rate}}{\text{Standard Deviation of Portfolio Return}}$$



การทดสอบ 3.1.2 นั้นนำอันดับจากการเรียงตาม 3.2.1 และ 3.2.2 มารวมกัน ผลรวมที่ได้ นำมาเรียงลำดับอีกครั้ง โดยผลรวมต่ำสุด คือ อันดับที่ดีที่สุดสำหรับกลยุทธ์แบบ Contrarian และผลรวมที่สูงที่สุดคือ อันดับที่ดีที่สุดสำหรับกลยุทธ์แบบ Momentum ทำการสร้างพอร์ตโฟลิโอ และคำนวณค่าต่างๆ เช่นเดียวกับ 3.1.1

4. ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอ (Geometric) จากการเลือกหุ้นด้วย Price change

Month	H50	L50	H30	L30	H20	L20	H10	L10	SET TRI
1	24.40%	24.27%	23.54%	24.94%	24.50%	24.73%	24.66%	23.50%	12.43%
2	24.31%	23.06%	23.77%	23.39%	23.73%	22.95%	25.29%	22.15%	30.79%
3	23.64%	22.60%	21.56%	23.07%	20.91%	21.72%	23.38%	20.90%	26.39%
6	26.87%	24.08%	25.05%	25.59%	23.48%	25.61%	26.70%	25.75%	21.11%
9	35.81%	28.15%	28.76%	30.26%	26.44%	29.53%	29.18%	27.80%	14.54%
12	37.60%	25.58%	34.38%	27.62%	29.54%	26.21%	24.99%	24.88%	16.36%
18	14.94%	13.01%	15.32%	14.16%	14.71%	12.98%	10.50%	8.31%	13.16%
24	15.16%	10.15%	17.33%	10.84%	15.41%	8.94%	8.17%	2.61%	15.78%

ตารางที่ 1 แสดงผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอ จากการเลือกหุ้นด้วยการเปลี่ยนแปลงราคา โดยตัวอักษร H แทน Loser Portfolio และตัวอักษร L แทน Winner Portfolio ซึ่งพบว่า 75% ของ Loser portfolio ให้ผลตอบแทนสูงกว่า Winner portfolio โดย Contrarian portfolio ที่มีหุ้น 50 ตัว และใช้ระยะเวลาการลงทุน 12 เดือน ให้ผลตอบแทนสูงที่สุด นอกจากนี้ ระยะเวลาการลงทุนระหว่าง 6 ถึง 12 เดือน มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนสูงที่สุด อย่างไรก็ตาม ข้อสรุปเกี่ยวกับจำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอยังไม่ชัดเจน



ตารางที่ 2 ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอ (Geometric) จากการเลือกหุ้นด้วย Price change และ PE

Month	H50	L50	H30	L30	H20	L20	H10	L10	SET TRI
1	25.41%	21.76%	26.47%	21.18%	27.21%	20.46%	27.93%	22.12%	12.43%
2	24.38%	20.75%	26.32%	20.80%	28.65%	19.73%	30.86%	22.22%	30.79%
3	24.37%	20.05%	26.12%	18.58%	28.43%	16.71%	29.52%	18.45%	26.39%
6	27.94%	21.84%	29.65%	20.31%	33.08%	19.50%	36.54%	25.14%	21.11%
9	34.79%	22.99%	38.20%	21.31%	43.95%	21.17%	45.71%	26.44%	14.54%
12	42.80%	21.29%	52.91%	20.54%	58.10%	20.75%	61.83%	24.64%	16.36%
18	17.16%	12.35%	16.99%	11.74%	18.15%	9.12%	20.59%	2.93%	13.16%
24	16.23%	9.87%	14.86%	9.59%	15.96%	6.28%	19.16%	-0.39%	15.78%

ตารางที่ 2 แสดงผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอ จากการเลือกหุ้นด้วยการเปลี่ยนแปลงราคา ร่วมกับราคาต่อกำไรต่อหุ้น พบว่า Loser portfolio ให้ผลตอบแทนสูงกว่า Winner portfolio อย่างมีนัยสำคัญ 99% โดย Contrarian portfolio ที่มีหุ้น 10 ตัว และใช้ระยะเวลาการลงทุน 12 เดือน ให้ผลตอบแทนสูงสุด นอกจากนี้ ระยะเวลาการลงทุนระหว่าง 9 ถึง 12 เดือน มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนสูงสุด นอกจากนี้ค่อนข้างชัดเจนว่าจำนวนหุ้นที่ลดลง เมื่อใช้กับ Contrarian strategy จะให้ผลตอบแทนสูงขึ้น ซึ่งเป็นแนวโน้มแบบเดียวกับ Sareewiwatthana (2015/2) อย่างไรก็ตาม ข้อสรุปเกี่ยวกับจำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอของ Momentum strategy นั้นไม่ชัดเจน

ตารางที่ 3 โอกาสที่ Geometric return ของพอร์ตโฟลิโอ สูงกว่า SET TRI (เลือกหุ้นด้วย Price change)

Month	H50	L50	H30	L30	H20	L20	H10	L10
1	46.15%	53.85%	46.15%	53.85%	46.15%	53.85%	46.15%	53.85%
2	30.77%	30.77%	30.77%	30.77%	30.77%	30.77%	30.77%	30.77%
3	46.15%	46.15%	53.85%	46.15%	53.85%	46.15%	53.85%	61.54%
6	53.85%	69.23%	53.85%	61.54%	53.85%	53.85%	61.54%	53.85%
9	69.23%	61.54%	69.23%	69.23%	61.54%	69.23%	53.85%	46.15%
12	76.92%	61.54%	69.23%	61.54%	46.15%	53.85%	38.46%	46.15%
18	66.67%	33.33%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	33.33%	33.33%
24	66.67%	33.33%	50.00%	33.33%	50.00%	50.00%	33.33%	33.33%



ตารางที่ 3 แสดงความสามารถของกลยุทธ์การลงทุน วัดจากโอกาสที่พอร์ตโฟลิโอสามารถสร้างผลตอบแทนเฉลี่ย (Geometric mean) ได้สูงกว่าดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET TRI) ของการคัดเลือกหุ้นด้วยการเปลี่ยนแปลงราคา จะเห็นว่า Contrarian strategy (H) มีโอกาสสร้างผลตอบแทนสูงกว่าตลาดไม่น้อยไปกว่า Momentum strategy (L) มากกว่า 68% ของกลยุทธ์ทั้งหมด ซึ่งกลยุทธ์ที่ใช้ระยะเวลาการลงทุน 6 ถึง 9 เดือน มีโอกาสที่ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดมากกว่า 50% อย่างสม่ำเสมอ อย่างไรก็ตาม ข้อสรุปถึงผลกระทบของจำนวนหุ้นต่อประสิทธิภาพของพอร์ตโฟลิโอนั้นไม่ชัดเจน

ตารางที่ 4 โอกาสที่ Geometric return ของพอร์ตโฟลิโอ สูงกว่า SET TRI (เลือกด้วย Price change และ PE)

Month	H50	L50	H30	L30	H20	L20	H10	L10
1	46.15%	38.46%	53.85%	38.46%	53.85%	38.46%	46.15%	38.46%
2	30.77%	30.77%	30.77%	30.77%	30.77%	30.77%	30.77%	30.77%
3	46.15%	46.15%	46.15%	46.15%	53.85%	46.15%	53.85%	46.15%
6	53.85%	61.54%	53.85%	61.54%	61.54%	53.85%	61.54%	61.54%
9	84.62%	61.54%	84.62%	53.85%	76.92%	61.54%	76.92%	46.15%
12	69.23%	69.23%	84.62%	46.15%	84.62%	53.85%	69.23%	46.15%
18	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	16.67%
24	50.00%	33.33%	50.00%	33.33%	33.33%	33.33%	16.67%	16.67%

ตารางที่ 4 แสดงความสามารถของกลยุทธ์การลงทุน วัดจากโอกาสที่พอร์ตโฟลิโอสามารถสร้างผลตอบแทนเฉลี่ย (Geometric mean) ได้สูงกว่าดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET TRI) ของการคัดเลือกหุ้นด้วยการเปลี่ยนแปลงราคา ร่วมกับราคาต่อกำไรต่อหุ้น พบว่า Contrarian strategy (H) มีโอกาสสร้างผลตอบแทนสูงกว่าตลาดไม่น้อยไปกว่า Momentum strategy (L) อย่างมีนัยสำคัญมากกว่า 90% ของกลยุทธ์ทั้งหมด ซึ่งกลยุทธ์ที่ใช้ระยะเวลาการลงทุน 6 เดือน มีโอกาสที่ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดมากกว่า 50% อย่างสม่ำเสมอ อย่างไรก็ตาม ข้อสรุปถึงผลกระทบของจำนวนหุ้นต่อประสิทธิภาพของพอร์ตโฟลิโอนั้นไม่ชัดเจน





ตารางที่ 5 โอกาสที่ Sharpe ratio ของพอร์ตโฟลิโอ สูงกว่า SET TRI (เลือกหุ้นด้วย Price change)

Month	H50	L50	H30	L30	H20	L20	H10	L10
1	69.23%	69.23%	76.92%	69.23%	76.92%	69.23%	76.92%	69.23%
2	61.54%	61.54%	53.85%	61.54%	53.85%	61.54%	46.15%	61.54%
3	53.85%	46.15%	53.85%	46.15%	61.54%	46.15%	53.85%	46.15%
6	61.54%	46.15%	46.15%	46.15%	53.85%	46.15%	38.46%	38.46%
9	46.15%	38.46%	46.15%	38.46%	53.85%	38.46%	46.15%	30.77%
12	30.77%	30.77%	30.77%	23.08%	38.46%	15.38%	30.77%	15.38%
18	16.67%	0.00%	16.67%	0.00%	16.67%	0.00%	16.67%	0.00%
24	16.67%	0.00%	16.67%	0.00%	16.67%	0.00%	16.67%	0.00%

ตารางที่ 5 แสดงความสามารถของกลยุทธ์การลงทุน วัดจากโอกาสที่พอร์ตโฟลิโอสามารถสร้างผลตอบแทนปรับความเสี่ยง หรือ Sharpe ratio ได้สูงกว่าดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET TRI) ของการคัดเลือกหุ้นด้วยการเปลี่ยนแปลงราคา จะเห็นว่า Contrarian strategy (H) มีโอกาสสร้างผลตอบแทนสูงกว่าตลาดไม่น้อยไปกว่า Momentum strategy (L) อย่างมีนัยสำคัญสูงกว่า 90% ซึ่งระยะเวลาการลงทุนที่นานขึ้น ทำให้โอกาสที่ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดลดลงในทุกกลยุทธ์ อย่างไรก็ตาม ข้อสรุปถึงผลกระทบของจำนวนหุ้นต่อประสิทธิภาพของพอร์ตโฟลิโอนั้นไม่ชัดเจน

ตารางที่ 6 โอกาสที่ Sharpe ratio ของพอร์ตโฟลิโอ สูงกว่า SET TRI (เลือกหุ้นด้วย Price change และ PE)

Month	H50	L50	H30	L30	H20	L20	H10	L10
1	84.62%	61.54%	76.92%	61.54%	84.62%	61.54%	76.92%	53.85%
2	61.54%	61.54%	61.54%	61.54%	61.54%	61.54%	61.54%	61.54%
3	61.54%	46.15%	61.54%	46.15%	53.85%	46.15%	53.85%	53.85%
6	53.85%	53.85%	53.85%	53.85%	53.85%	53.85%	61.54%	61.54%
9	53.85%	38.46%	46.15%	46.15%	46.15%	38.46%	46.15%	46.15%
12	23.08%	30.77%	23.08%	30.77%	23.08%	30.77%	23.08%	30.77%
18	16.67%	0.00%	16.67%	16.67%	0.00%	16.67%	0.00%	0.00%
24	16.67%	0.00%	16.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%



ตารางที่ 6 แสดงความสามารถของกลยุทธ์การลงทุน วัดจากโอกาสที่พอร์ตโฟลิโอสามารถสร้างผลตอบแทนปรับความเสี่ยง หรือ Sharpe ratio ได้สูงกว่าดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET TRI) ของการคัดเลือกหุ้นด้วยการเปลี่ยนแปลงราคา ร่วมกับราคาต่อกำไรต่อหุ้น จะเห็นว่ามี 84% ของการคัดเลือกหุ้น ซึ่งอ้างอิง Contrarian strategy (H) ที่สร้างผลตอบแทนสูงกว่าตลาดไม่น้อยไปกว่ากลยุทธ์ที่อ้างอิง Momentum strategy (L) ซึ่งระยะเวลาการลงทุนที่นานขึ้น ทำให้โอกาสที่ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดลดลงในทุกกลยุทธ์ นอกจากนี้จำนวนหุ้นที่ลดลงมีแนวโน้มทำให้ Sharpe ratio ของพอร์ตโฟลิโอเพิ่มสูงขึ้น

เมื่อพิจารณาตารางที่ 5 และ 6 ร่วมกัน จะเห็นว่าวิธีการเลือกหุ้นที่อ้างอิง Contrarian strategy (H) มี Sharpe ratio ไม่น้อยกว่าวิธีการเลือกหุ้นตาม Momentum strategy (L) โดยเฉพาะกลยุทธ์ที่ใช้การเปลี่ยนแปลงราคาเพียงอย่างเดียว ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาในตารางที่ 3 และ 4 ที่มีแนวโน้มสนับสนุนการเลือกหุ้น โดยใช้การเปลี่ยนแปลงราคา ร่วมกับราคาต่อกำไรต่อหุ้น สิ่งนี้แสดงถึงผลของความเสี่ยง ซึ่งวัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลยุทธ์ในแบบหลัง ที่มีแนวโน้มสูงกว่ากลยุทธ์ที่ใช้การเปลี่ยนแปลงราคาเพียงอย่างเดียว ผลตอบแทนที่สูงขึ้นไม่สามารถชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นได้ นอกจากนี้ ระยะเวลาการลงทุนที่นานขึ้น ทำให้โอกาสที่กลยุทธ์ต่างๆ จะสร้างผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยง หรือ Sharpe ratio สูงกว่าตลาดลดลง ซึ่งผลของการคัดเลือกหุ้นด้วยราคาต่อกำไรต่อหุ้น ทำให้แนวโน้มผลกระทบจากจำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอชัดเจนขึ้น แต่ยังคงไม่มีนัยสำคัญ

5. สรุปผลการศึกษา

จากผลการศึกษา ยืนยันว่า Contrarian และ Momentum strategy ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย และ Sharpe ratio สูงกว่าดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลตอบแทนของ Contrarian strategy มีแนวโน้มสูงกว่า Momentum strategy โดยผลการศึกษา เมื่อพิจารณาความเสี่ยง ไม่สนับสนุนการใช้ราคาต่อกำไรต่อหุ้นร่วมกับการเปลี่ยนแปลงราคาในการคัดเลือกหุ้น นอกจากนี้ จำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอ ยังส่งผลกระทบต่อการลงทุนไม่ชัดเจน ในขณะที่ระยะเวลาการลงทุนที่สั้นกว่า 1 ปี มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนระยะยาว หลักฐานนี้จึงไม่ขัดแย้งกับผลการวิจัยในอดีต ที่พบว่า Contrarian strategy ประสบความสำเร็จกับระยะเวลาการลงทุนสั้นกว่า 1 เดือน ส่วน Momentum strategy ควรใช้กับการลงทุนระหว่าง 3 ถึง 12 เดือน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยชิ้นนี้ยังมีข้อจำกัด ซึ่งผู้ที่สนใจควรระมัดระวัง รวมทั้งใช้เป็นประเด็นในการพัฒนา ได้แก่ ผลกระทบจากลักษณะเฉพาะของหุ้นและสภาพตลาด ต่อความสำเร็จของกลยุทธ์ ซึ่งได้รับการยืนยันจากงานวิจัยในอดีต, ข้อจำกัดของข้อมูล ทำให้ไม่สามารถศึกษายาวกว่า 2 ปี จึงศึกษา Contrarian strategy ด้วยระยะเวลามากกว่า 2 ปีไม่ได้, ผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโอใกล้เคียงตลาด เพราะวิธีการคำนวณผลตอบแทนที่ใช้ SET TRI เป็นส่วนประกอบในกรณีจุดสิ้นสุดการลงทุนไม่ใช่เดือนกุมภาพันธ์, รวมทั้งวิธีการคัดเลือกหุ้นที่แตกต่างจากงานวิจัยในอดีต



6. เอกสารอ้างอิง

1. Ball R. and Kothari S., 1989, 'Nonstationary Expected Returns: Implications for Tests of Market Efficiency and Serial Correlation in Returns', *Journal of Financial Economics*, 25 (1), pp. 51-74.
2. Barberis N., Shleifer A., and Vishny R., 1998, 'A Model of Investor Sentiment', *Journal of Financial Economics*, 49 (3), pp. 307-343.
3. Chan K., 1988, 'On the Contrarian Investment Strategy', *Journal of Business*, 61 (2), pp. 147-163.
4. Chan K., Hameed A., and Tong W., 2000, 'Profitability of Momentum Strategies in the International Equity Markets', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (2), pp. 153-172.
5. Chan L., Jegadeesh N., and Lakonishok J., 1996, 'Momentum Strategies', *Journal of Finance*, 51 (5), pp. 1681-1713.
6. Chopra N., Lakonishok J., and Ritter J., 1992, 'Measuring Abnormal Performance: Do Stocks Overreact?', *Journal of Financial Economics*, 31 (2), pp. 235-268.
7. Chui A., Titman S., and Wei J., 2010, 'Individualism and Momentum around the World', *Journal of Finance*, 65 (1), pp. 361-392.
8. Conrad J. and Kaul G., 1998, 'An Anatomy of Trading Strategies', *Review of Financial Studies*, 11 (3), pp. 489-519.
9. Cooper M., Gutierrez Jr. R., and Hameed A., 2004, 'Market States and Momentum', *Journal of Finance*, 59 (3), pp. 1345-1365.
10. Daniel K., Hirshleifer D., and Subrahmanyam A., 1998, 'Investor Psychology and Security Market under- and Overreactions', *Journal of Finance*, 53 (6), pp. 1839-1885.
11. De Bondt W. and Thaler R., 1985, 'Does the Stock Market Overreact?', *Journal of Finance*, 40 (3), pp. 793-805.
12. De Bondt W. and Thaler R., 1987, 'Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality', *Journal of Finance*, 42 (3), pp. 557-581.
13. Fama E., 1970, 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', *Journal of Finance*, 25 (2), pp. 383-417.
14. Fama E. and French K. R., 1986, 'Common Factors in the Serial Correlation of Stock Returns', *Working paper*, University of Chicago.



15. George T. and Hwang C., 2004, 'The 52-Week High and Momentum Investing', *Journal of Finance*, 59 (5), pp. 2145-2176.
16. Hameed A. and Kusnadi Y., 2002, 'Momentum Strategies: Evidence from the Pacific Basin Stock Markets', *Journal of Financial Research*, 25 (3), pp. 383-397.
17. Heston S. L. and Sadka R., 2008, 'Seasonality in the Cross-Section of Stock Returns', *Journal of Financial Economics*, 87 (2), pp. 418-445.
18. Hong H. and Stein J., 1999, 'A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets', *Journal of Finance*, 54 (6), pp. 2143-2184.
19. Jegadeesh N., 1990, 'Evidence of Predictable Behavior of Security Returns', *Journal of Finance*, 43 (3), pp. 881-898.
20. Jegadeesh N. and Titman S., 1993, 'Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency', *Journal of Finance*, 48 (1), pp. 65-91.
21. Jegadeesh N. and Titman S., 1995, 'Overreaction, Delayed Reaction, and Contrarian Profits', *Review of Financial Studies*, 8 (4), pp. 973-993.
22. Jegadeesh N. and Titman S., 1995, 'Short-Horizon Return Reversals and the Bid-Ask Spread', *Journal of Financial Intermediation*, 4 (2), pp. 116-132.
23. Johnson T., 2002, 'Rational Momentum Effects', *Journal of Finance*, 57 (2), pp. 585-608.
24. Lakonishok J., Shleifer A., and Vishny R., 1994, 'Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk', *Journal of Finance*, 49 (5), pp. 1541-1578.
25. Lee C. and Swaminathan B., 2000, 'Price Momentum and Trading Volume', *Journal of Finance*, 55 (5), pp. 2017-2069.
26. Lehmann B., 1990, 'Fads, Martingales and Market Efficiency', *Quarterly Journal of Economics*, 105 (1), pp. 1-28.
27. Lo A. and MacKinlay A., 1990, 'When Are Contrarian Profits due to Stock Market Overreaction?', *Review of Financial Studies*, 3 (2), pp. 175-205.
28. Markowitz H., 1952, 'Portfolio Selection', *Journal of Finance*, 7 (1), pp. 77-91.
29. McInish T., Ding D., Pyun C., and Wongchoti U., 2008, 'Short-horizon Contrarian and Momentum Strategies in Asian Markets: An Integrated Analysis', *International Review of Financial Analysis*, 17 (2), pp. 312-329.
30. Novy-Marx R., 2012, 'Is Momentum Really Momentum?', *Journal of Financial Economics*, 103 (3), pp. 429-453.
31. Rouwenhorst G., 1998, 'International Momentum Strategies', *Journal of Finance*, 53 (1), pp. 267-284.



32. Rouwenhorst G., 1999, 'Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets', *Journal of Finance*, 54 (4), pp. 1439-1464.
33. Sagi J. and Seasholes M., 2007, 'Firm-Specific Attributes and the Cross-Section of Momentum', *Journal of Financial Economics*, 84 (2), pp. 389-434.
34. Sareewiwatthana P., 2011, 'Value Investing in Thailand: The Test of Basic Screening Rules', *International Review of Business Research Papers*, 7 (4), pp. 1-13.
35. Sareewiwatthana P., 2012, 'Value Investing in Thailand: Evidence from the Use of PEG', *Technology and Investment*, 3 (2), pp. 113-120.
36. Sareewiwatthana P., 2013, 'Common Financial Ratios and Value Investing in Thailand', *Journal of Finance and Investment Analysis*, 2 (3), pp. 69-85.
37. Sareewiwatthana P., 2015/1, 'Value Investment in Thailand: Optimal Number of Stocks and Holding Period', *NIDA Business Journal* (in Thai), 16 (1), pp. 5-25.
38. Sareewiwatthana P., 2015/2, 'Contrarian VS Momentum Strategies: Evidences in the Thai Stock Market', *NIDA Business Journal* (in Thai), 16 (2), pp. 5-22.
39. Yao Y., 2012, 'Momentum, Contrarian, and the January Seasonality', *Journal of Banking & Finance*, 36 (10), pp. 2757-2769.
40. Zarowin P., 1990, 'Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (1), pp. 113-125.