



# The Study of the Profitability of Practical “Sell in May and Go Away” Trading Strategies in the Stock Exchange of Thailand

Asst. Prof. Nattawut Jenwittayaroje, Ph.D., CFA\*

Submitted: February 27, 2019 / Accepted: May 7, 2019

## Abstract

This study examines the profitability of various practical “Sell in May and Go Away” strategies in SET50 index of the Stock Exchange of Thailand (SET) from 1995-2018. Firstly, the study found empirical evidence that supports “Sell in May” effect, consistent with the evidence by Bouman and Jacobsen (2002) and Jenwittayaroje (2017). This study shows that the average of SET50 index total return is -1.36% in May-October period, but as high as 9.74% in November-April period. In addition, this study investigates the profitability of a number of practical Sell-in-May trading strategies, using TDEX (from 2007-2018) and SET50 Index Futures (from 2006-2018) as a proxy for SET50 index investment, and for leverage purposes. The empirical results of this study show that these practical Sell-in-May trading strategies have higher returns but with much lower risk (as measured by Standard Deviation of returns and CAPM beta) than the TDEX investing strategy. Therefore, such practical Sell-in-May trading strategies can provide a positive and statistically significant Jensen’s Alpha from 0.2% to 5.7% per half year, or about 0.4% to 11.4% per year.

**Keywords:** Sell in May Strategy, SET50 Index, Index Buy-and-Hold Strategy, TDEX Fund, SET50 Index Futures

\* NIDA Business School, National Institute of Development Administration



## การศึกษาความสามารถในการทำกำไรในทางปฏิบัติของกลยุทธ์ “การขายหุ้นในเดือนพฤษภาคม” ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผศ.ดร.ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ CFA\*

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ได้ทดสอบความสามารถในการทำกำไรในทางปฏิบัติของกลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” (หรือกลยุทธ์ Sell in May) ของดัชนี SET50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี ค.ศ. 1995-ค.ศ. 2018 โดยพบหลักฐานเชิงประจักษ์ของปรากฏการณ์ Sell in May ในช่วงเวลาดังกล่าวที่สอดคล้องกับ Bouman and Jacobsen (2002) และ Jenwittayaroje, N. (2017) โดยพบว่าผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของดัชนี SET50 ในช่วงเดือน พ.ค.-ต.ค. นั้นมีค่า -1.36% แต่ในช่วงเดือน พ.ย.-เม.ย. นั้นสูงถึง 9.74% ต่อ 6 เดือน นอกจากนี้ การศึกษานี้ได้ทำการทดสอบความสามารถในการทำกำไรในทางปฏิบัติของกลยุทธ์ Sell in May โดยใช้กองทุน TDEX ในช่วงปี ค.ศ. 2007-ค.ศ. 2018 และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าบนดัชนี SET50 (SET50 Index Futures) ในช่วงปี ค.ศ. 2006-ค.ศ. 2018 เป็นตัวแทนของการลงทุนในดัชนี SET50 และเพื่อใช้อัตราทด (Leverage) ของตราสาร SET50 Index Futures ประกอบการลงทุน และพบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่แสดงให้เห็นว่ากลยุทธ์ Sell in May ในทางปฏิบัติเหล่านี้สามารถทำผลตอบแทนเฉลี่ยที่เหนือกว่าผลตอบแทนของการซื้อแล้วถือ (Buy and Hold) กองทุน TDEX ทั้งปี และมีค่าความเสี่ยงที่วัดด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) และค่าเบต้าที่ต่ำกว่าการลงทุนแบบซื้อแล้วถือกองทุน TDEX อย่างมาก จึงทำให้กลยุทธ์ Sell in May โดยใช้กองทุน TDEX และ SET50 Index Futures สามารถทำค่าแอลฟา (Jensen’s Alpha) ได้สูงถึง 0.2% ถึง 5.7% ต่อ 6 เดือนหรือประมาณ 0.4% ถึง 11.4% ต่อปีทีเดียว

**คำสำคัญ:** กลยุทธ์ Sell in May, ดัชนี SET50, กลยุทธ์ซื้อแล้วถือดัชนี, กองทุน TDEX, สัญญาซื้อขายล่วงหน้าบนดัชนี SET50

\* คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์



## ความสำคัญและที่มาของหัวข้อการวิจัย (Significance of the Research)

เมื่อถึงช่วงเดือนพฤษภาคมมักจะมีคำกล่าวในตลาดหุ้นจากความเชื่อที่มีมานานว่า “Sell in May and Go Away” หรือที่เรียกว่า “Halloween Effect” (Bouman & Jacobsen, 2002) โดยเป็นการแนะนำให้ขายหุ้นออกตั้งแต่ต้นเดือนพฤษภาคมของทุกปีเพื่อถือเป็นเงินสดหรือลงทุนในตราสารหนี้ที่ไร้ความเสี่ยง และกลับมาซื้อหุ้นใหม่อีกครั้งในต้นเดือนพฤศจิกายน (หรือหลัง Halloween) เพราะความเชื่อที่ว่าช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคมจะเป็นช่วงตลาดหมี (Bear Market) ส่วนช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายนจะเป็นช่วงของตลาดหุ้นกระทิง (Bull Market) การศึกษาที่สำคัญเริ่มแรกเรื่องปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” หรือ “Halloween Effect” คืองานของ Bouman and Jacobsen (2002) ทำการศึกษาดัชนีหุ้น MSCI รายเดือนของแต่ละตลาดเป็นจำนวนทั้งสิ้น 37 ประเทศในช่วงปี ค.ศ. 1970-ค.ศ. 1998 และพบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” อย่างมีนัยสำคัญ Bouman and Jacobsen (2002) พบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนี MSCI ในช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายนนั้นสูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนี MSCI ในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคมในเกือบทุกประเทศที่ศึกษา เช่น ในกลุ่มประเทศยุโรป ผลตอบแทนในช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายนนั้นสูงกว่าในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคมโดยเฉลี่ยที่ประมาณ 6% ส่วนในประเทศสหรัฐอเมริกาส่วนต่างผลตอบแทนก็อยู่สูงถึงประมาณ 5% เป็นต้น

Jenwittayaroje, N. (2017) พบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ในดัชนีหลักทรัพย์ที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น ดัชนี SET ดัชนี SET50 และดัชนี SET100 ในช่วงปี ค.ศ. 1975-ค.ศ. 2016<sup>1</sup> โดยพบว่าผลตอบแทนรวมโดยเฉลี่ยของดัชนี SET50 ในช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายนนั้นอยู่ที่ประมาณ 27.3% ต่อกับด้วยค่าความเสี่ยงที่วัดด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนรวมที่ 30.8% ต่อกับ ในขณะที่ผลตอบแทนรวมโดยเฉลี่ยของดัชนี SET50 ในช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคมนั้นอยู่ที่เพียง 1.1% ต่อกับด้วยค่าความเสี่ยงที่วัดด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนรวมที่ 31.5% ต่อกับ

หลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” (การที่ผลตอบแทนในช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายนนั้นสูงกว่าในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคม) ในประเทศต่างๆ ข้างต้นถือเป็นอโนมาลี (Anomalies) ประเภทหนึ่งเพราะเป็นหลักฐานที่ขัดกับสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ในระดับอ่อน (Weak Form) ซึ่งมีนัยว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดๆ ต้องไม่ขึ้นอยู่กับช่วงเวลาของการลงทุน ดังนั้น อโนมาลี “Sell in May and Go Away” จึงควรก่อให้เกิดกลยุทธ์การลงทุนที่สามารถทำกำไรจากตัวอโนมาลีได้ Jones and Lundstrum (2009) ได้ทำการทดสอบความสามารถในการทำกำไรในทางปฏิบัติของกลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยทำการทดสอบว่ากลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” เป็นกลยุทธ์การจัดสรรสินทรัพย์การลงทุน (Asset Allocation Strategy) หรือกลยุทธ์การจับจังหวะตลาด (Market Timing Strategy) ที่สามารถทำกำไรได้จริงในทางปฏิบัติหรือไม่ โดยกลยุทธ์นี้จะเริ่มจากการขายหุ้นทั้งหมดตอนต้นเดือนพฤษภาคมและนำเงินไปลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นจนถึงปลายเดือนตุลาคม จากนั้นต้นเดือนพฤศจิกายนขายพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นทั้งหมดและนำเงินไปลงทุนในตลาดหุ้นจนถึงปลายเดือนเมษายน และเริ่มต้นใหม่อีกครั้งต่อไปเรื่อยๆ โดยตัวแทนของตลาดหุ้นของประเทศสหรัฐอเมริกาในงานของ Jones and Lundstrum (2009) คือดัชนี S&P500 และการลงทุนในดัชนี S&P500 สามารถทำได้ในทางปฏิบัติโดยการลงทุนใน Exchange Traded Fund (ETF) ที่มีนโยบายลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนเลียนแบบ

<sup>1</sup> ส่วนดัชนี SET50 เริ่มศึกษาในปี 1997 และดัชนี SET100 เริ่มในปี 2005

ดัชนี S&P500 ซึ่งได้แก่กองทุนดัชนี S&P500 ของ Vanguard (Vanguard S&P500 Index Fund)

Jones and Lundstrum (2009) ทำการเปรียบเทียบกลยุทธ์การลงทุน 2 กลยุทธ์ กลยุทธ์แรกคือกลยุทธ์ซื้อแล้วถือ (Buy and Hold) กองทุนดัชนี S&P500 ของ Vanguard กลยุทธ์ที่สองคือกลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” ดังกล่าวข้างต้น โดยเปรียบเทียบการลงทุน 1 เทรียสหรัฐฯในแต่ละกลยุทธ์ตั้งแต่ปี 1976 จนถึงปี 1998 ผลการศึกษาที่ได้คือ กลยุทธ์ซื้อแล้วถือกองทุนดัชนี S&P500 ให้ผลตอบแทนรวมเป็น 17.32 เทรียสหรัฐฯ ณ สิ้นปี 1998 ในขณะที่กลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” ให้ผลตอบแทนรวมที่ 15.02 เทรียสหรัฐฯ ณ สิ้นปี 1998 ดังนั้นผลการศึกษาของ Jones and Lundstrum (2009) จึงแสดงให้เห็นว่า แม้การศึกษาก่อนหน้านี้ (Bouman & Jacobsen, 2002) จะพบหลักฐานที่สนับสนุนปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” แต่ในทางปฏิบัติแล้วนักลงทุนกลับไม่สามารถใช้กลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” เพื่อทำกำไรที่เหนือกว่ากลยุทธ์ซื้อแล้วถือกองทุนดัชนีได้

ดังนั้น จากการศึกษาของ Jenwittayaroje, N. (2017) ที่พบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ในดัชนีหลักๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี ค.ศ. 1975-ค.ศ. 2016 นั้น การศึกษานี้จึงมุ่งหวังไปที่การทดสอบความสามารถในการทำกำไรที่เหนือตลาดในทางปฏิบัติของกลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” ในดัชนีหลักๆ โดยเฉพาะดัชนี SET50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## วัตถุประสงค์ของการวิจัย (โจทย์การวิจัย) (Research Objectives)

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสามารถในการทำกำไรที่เหนือตลาดในทางปฏิบัติของกลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” หลายๆ รูปแบบในดัชนี SET50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณาเฉพาะช่วงเวลาที่มีการลงทุนในดัชนี SET50 นั้นเป็นไปได้ในทางปฏิบัติสำหรับนักลงทุนทั่วไปโดยผ่านการลงทุนในกองทุนรวมดัชนี SET50 เช่น กองทุนเปิดไทยเด็กซ์เซ็ท 50 อีทีเอฟ (TDEX) และการลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าบนดัชนี SET50 (SET50 Index Futures) ทั้งแบบปกติและแบบเพิ่มกำลังทด (Leverage) นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังเป็นการทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับอ่อนของดัชนี SET50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยอีกทางหนึ่ง

## ขอบเขตของการวิจัย (Scope of the Study)

งานวิจัยนี้ต้องการศึกษาความสามารถในการทำกำไรในทางปฏิบัติของกลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” เมื่อเทียบกับกลยุทธ์ซื้อแล้วถือของดัชนี SET50 ของตลาดหุ้นไทย ในช่วงเวลาดังตั้งแต่ปี 2006 จนถึง 2018

## วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง (Literature Reviews)

การศึกษาที่สำคัญเกี่ยวกับปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” หรือ Halloween Effect ได้แก่งานของ Bouman and Jacobsen (2002) ที่ทำการศึกษาดัชนีหุ้น MSCI รายเดือนของแต่ละตลาดเป็นจำนวนทั้งสิ้น 37 ประเทศ ในช่วงปี ค.ศ. 1970-ค.ศ. 1998 และพบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” โดยพบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนี MSCI ในช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายนนั้นสูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนี MSCI ในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคมในเกือบทุกประเทศที่ศึกษา เช่น ในกลุ่มประเทศยุโรป ผลตอบแทนในช่วงเดือน



พฤศจิกายนถึงเมษายนนั้นสูงกว่าในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคมที่ประมาณ 6% โดย Bouman and Jacobsen (2002) ได้ศึกษาหาสาเหตุที่เป็นไปได้ของปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ดังกล่าว และพบว่าขนาดของปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ในแต่ละประเทศมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระยะเวลาและจังหวะเวลาของการหยุดพักร้อน (Summer Vacations) ในประเทศนั้น โดย Bouman and Jacobsen (2002) ให้คำอธิบายว่า การที่มีช่วงระยะเวลาพักร้อนที่ยาวขึ้น ย่อมหมายถึงจำนวนนักลงทุนที่น้อยลงในตลาดหุ้นประเทศนั้น ทำให้นักลงทุนที่เหลืออยู่จึงต้องแบกรับความเสี่ยงทางการเงินในระบบเศรษฐกิจที่มากขึ้น จึงเรียกร้องส่วนชดเชยความเสี่ยงที่สูงขึ้น และทำให้ราคาหุ้นลดลง ดังนั้นในช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคมหรือฤดูร้อนของประเทศที่มีวันหยุดพักร้อนที่ยาว ย่อมทำให้ราคาของหุ้นลดลงได้มาก

นอกจากนี้ ปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ยังสามารถเกิดขึ้นในระดับรายอุตสาหกรรม การศึกษาโดย Jacobsen and Visaltanachoti (2009) ใน 49 อุตสาหกรรมของตลาดหุ้นประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1926-ค.ศ. 2006 และพบว่ามากถึง 48 อุตสาหกรรมที่พบปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” หรือ “Halloween Effect” ที่ว่าผลตอบแทนของหุ้นในช่วงฤดูร้อนนั้นต่ำกว่าผลตอบแทนในช่วงฤดูหนาว

อย่างไรก็ตาม Maberly and Pierce (2004) ทำการทดสอบปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1970-ค.ศ. 1988 ซึ่งเป็นช่วงเวลาเดียวกันกับงานของ Bouman and Jacobsen (2002) และพบเพิ่มเติมว่าปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาในช่วงเวลาดังกล่าวขึ้นอยู่กับข้อมูลผลตอบแทนแบบ “สุดขั้ว” (Outliers) ใน 2 เดือนต่อไปนี้ คือเดือนตุลาคม 1987<sup>2</sup> (ซึ่งหุ้นสหรัฐฯ โดยรวมตกลงกว่า 20% ในเดือนนั้น) และสิงหาคม 1998<sup>3</sup> (ซึ่งหุ้นสหรัฐฯ โดยรวมตกลงกว่า 15% ในเดือนนั้น) ซึ่งทั้ง 2 เดือนนี้อยู่ในช่วงฤดูร้อน และเมื่อนำ 2 เดือนนี้ออกจากการวิเคราะห์ ทำให้ปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ อ่อนลงจนไม่มีความสำคัญ แต่การศึกษาของ Witte (2010) ที่ศึกษาปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1970-ค.ศ. 1998 ซึ่งเป็นช่วงเวลาเดียวกันกับของ Maberly and Pierce (2004) และงานของ Haggard and Witte (2010) ที่ศึกษาปรากฏการณ์นี้ในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1926-ค.ศ. 2008 กลับชี้ให้เห็นว่าปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ยังคงมีนัยสำคัญอยู่แม้จะคำนึงถึง Outliers ต่างๆ ที่มีอยู่ในข้อมูลที่ศึกษา

งานวิจัยล่าสุดที่สนับสนุนปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” คืองานของ Andrade, Chhaochharia, and Fuerst (2013) Haggard, Jones, and Witte (2015) Haggard and Witte (2010) และ Jacobsen and Zhang (2018) โดย Andrade et al. (2013) และ Haggard et al. (2015) ได้ทำการศึกษาปรากฏการณ์นี้ครอบคลุมตลาดหุ้นถึง 37 ประเทศเช่นเดียวกับการศึกษาของ Bouman and Jacobsen (2002) โดยมีจุดมุ่งหมายที่จะเป็นการทดสอบนอกกลุ่มตัวอย่าง (Out-of-Sample Test) ของปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” เพื่อให้แน่ใจว่าผลการศึกษาของ Bouman and Jacobsen (2002) ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” นั้นไม่ได้เกิดจากความบังเอิญหรือ “Data Mining” โดยใช้ข้อมูลที่ขยายช่วงเวลาออกไปจากงานของ Bouman and Jacobsen (2002) เดิมโดยเพิ่มช่วงเวลาจากปี 1998 ถึงปี 2012 เข้าไปในการศึกษา และพบว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยจากการลงทุนในหุ้นในช่วงครึ่งปีจากพฤศจิกายนถึงเมษายนนั้นสูงกว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยจากการลงทุนในหุ้นในช่วงครึ่งปีจากพฤษภาคมถึงตุลาคมถึง 10% ส่วน Haggard and Witte (2010) ศึกษาปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ

<sup>2</sup> ที่เรียกกันว่า Black Monday

<sup>3</sup> ผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางการเงินของประเทศรัสเซีย

ช่วงปี ค.ศ. 1926-ค.ศ. 2008 และพบผลการศึกษาที่สนับสนุนปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ในช่วงปี ค.ศ. 1954-ค.ศ. 2008 แต่ไม่พบในช่วงที่เก่ากว่านั้นหรือช่วงปี ค.ศ. 1926-ค.ศ. 1953 และงานล่าสุดโดย Jacobsen and Zhang (2018) ที่ทำการศึกษาปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ในตลาดหุ้นต่างๆ จำนวน 114 ประเทศ ในช่วงเวลาตั้งแต่จัดตั้งดัชนีในประเทศนั้นๆ ขึ้นมาจนถึงเดือนเมษายนปี 2017 และพบว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายนนั้นมีค่าสูงกว่าในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคมใน 87 ประเทศจาก 114 ประเทศที่ศึกษา และโดยรวมแล้วผลตอบแทนที่สูงกว่านั้นมีค่าเฉลี่ยที่สูงถึง 4% ที่เดียว

Jenwittayaroje, N. (2017) พบหลักฐานที่สนับสนุนปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ในดัชนีหลักทรัพย์ที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น ดัชนี SET ดัชนี SET50 และดัชนี SET100 ในช่วงเวลาตั้งแต่จุดเริ่มต้นของดัชนีต่างๆ จนถึงเดือนธันวาคมปี 2016 โดยผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าการลงทุนในดัชนี SET50 ในช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายนให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่าในช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคมถึง 2.18% ต่อเดือนหรือประมาณ 26.1% ต่อปี

หลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” (การที่ผลตอบแทนในช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายนนั้นสูงกว่าในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคม) ดังกล่าวข้างต้นถือเป็นอโนมาลีประเภทหนึ่ง เพราะเป็นหลักฐานที่ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ในระดับอ่อน (Weak Form) ที่มีนัยว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดๆ ต้องไม่ขึ้นอยู่กับช่วงเวลาของการลงทุน ดังนั้น จึงควรจะทำให้เกิดกลยุทธ์การลงทุนที่สามารถทำกำไรผิดปกติ (Abnormal Return) จากตัวอโนมาลี “Sell in May and Go Away” ได้ Jones and Lundstrum (2009) จึงได้ทำการทดสอบความสามารถในการทำกำไรในทางปฏิบัติของกลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” ในตลาดหุ้นประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้กลยุทธ์ดังนี้ เริ่มจากการขายกองทุนดัชนี S&P500 ของ Vanguard ทั้งหมดตอนต้นเดือนพฤษภาคมและนำเงินไปลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นจนถึงปลายเดือนตุลาคม จากนั้นต้นเดือนพฤศจิกายนขายพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นทั้งหมดและนำเงินไปลงทุนในกองทุนดัชนี S&P500 ของ Vanguard จนถึงปลายเดือนเมษายน และเริ่มต้นใหม่อีกครั้งไปเรื่อยๆ อย่างไรก็ตาม Jones and Lundstrum (2009) กลับพบว่าในทางปฏิบัติแล้ว นักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” กลับไม่สามารถทำกำไรที่ผิดปกติหรือทำผลตอบแทนที่เหนือกว่ากลยุทธ์ซื้อแล้วถือกองทุนดัชนี S&P500 ของ Vanguard ได้ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Dichtl and Drobetz (2015) ที่พบว่าการทำกำไรจากอโนมาลี “Sell in May and Go Away” โดยใช้กองทุนดัชนี (Index Funds) ในประเทศสหรัฐฯ ยุโรป เยอรมนี ฝรั่งเศส อังกฤษ และตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) นั้นมีอยู่อย่างจำกัดและเริ่มหายไปตามเวลา

## ระเบียบวิธีวิจัย (Research Methodologies)

### กรอบความคิดในการวิจัย (Conceptual Framework)

หลักฐานเชิงประจักษ์ (Bouman & Jacobsen, 2002 และ Andrade et al., 2013 และ Jenwittayaroje, N. (2017) ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ “Sell in May and Go Away” ในตลาดหุ้นของประเทศต่างๆ ทั่วโลกนั้น ในทางวิชาการปรากฏการณ์นี้ถือเป็นอโนมาลีประเภทหนึ่ง ดังนั้นนักลงทุนจึงควรสามารถทำกำไรแบบผิดปกติ (Abnormal Returns) ในทางปฏิบัติจากตัวอโนมาลีนี้ได้





### แหล่งข้อมูลและวิธีการจัดเก็บ (Data Collection)

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล DataStream ในการจัดเก็บข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมรายเดือน (Monthly Total Return Index), ดัชนีราคารายเดือน (Monthly Price Index) และอัตราเงินปันผลตอบแทนรายเดือน (Monthly Dividend Yield) ของดัชนี SET SET50 และ SET100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมรายเดือนของกองทุนเปิดไทยเด็กซ์เซ็ท 50 อีทีเอฟ (TDEX) และข้อมูลราคาที่ใช้ชำระราคา (Settlement Price) ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าบนดัชนี SET50 (SET50 Index Futures) และข้อมูลอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี เพื่อใช้เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-Free Rate)

### การประมวลผลข้อมูลและการวิเคราะห์ (Data Analysis)

การศึกษานี้จะใช้ผลตอบแทนรวมรายเดือนของดัชนี SET50 เป็นหลัก โดยคำนวณจากร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลตอบแทนรวมต่อเดือน อย่างไรก็ตาม ในช่วงก่อนปี 2002 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ยังไม่มีข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวม การศึกษานี้จะคำนวณผลตอบแทนรวมรายเดือนจากผลตอบแทนของการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคา SET50 รายเดือน แล้วบวกด้วยอัตราเงินปันผลของดัชนี SET50 รายเดือน

งานวิจัยนี้จะทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนของกลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” ในหลายๆ รูปแบบและเทียบกับผลตอบแทนของกลยุทธ์ซื้อแล้วถือดัชนี SET50 โดยเป็นการเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงที่ทำได้ในแต่ละกลยุทธ์ โดยวัดผลตอบแทนทั้งในรูปผลตอบแทนรวมที่ทำได้และผลตอบแทนที่ปรับค่าความเสี่ยงแล้ว เช่น ค่าอัตราส่วน Sharpe (Sharpe’s Ratio) และค่าแอลฟา (Jensen’s Alpha) ส่วนค่าความเสี่ยงนั้นวัดด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนรวมที่ได้ (Standard Deviation of Returns/SD) และค่าเบต้าจากแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM)

นอกจากนี้ งานวิจัยนี้จะทำการเปรียบเทียบการลงทุนของกลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” ในหลายๆ รูปแบบกับการลงทุนของกลยุทธ์ซื้อแล้วถือดัชนี SET50 โดยเริ่มการลงทุนด้วยเงินลงทุน 1 บาทในแต่ละกลยุทธ์ตั้งแต่ต้นปีของช่วงเวลาที่ศึกษาจนถึงปลายปีของช่วงเวลาที่ศึกษา และเปรียบเทียบเงินลงทุนจำนวนสุดท้ายของแต่ละกลยุทธ์

### ผลการศึกษา (Results)

ในส่วนแรกเราทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนรวมปีผลตั้งแต่ปี ค.ศ. 1975-ค.ศ. 2018 ของดัชนี SET SET50 และ SET100 ในช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคม (ฤดูร้อน) กับช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายน (ฤดูหนาว) เพื่อเป็นการยืนยันปรากฏการณ์ Sell in May ของ Jenwittayaroje, N. (2017) ที่วิเคราะห์ข้อมูลในช่วงปี ค.ศ. 1975-ค.ศ. 2016 จากตารางที่ 1 แสดงการเปรียบเทียบของผลตอบแทนในช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคม กับช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายนของทั้ง 3 ดัชนี และพบว่าผลตอบแทนในช่วงฤดูร้อนนั้นต่ำกว่าผลตอบแทนในช่วงฤดูหนาวอย่างมาก โดยเฉพาะหุ้นขนาดใหญ่ในดัชนี SET50 อีกทั้งผลตอบแทนของดัชนีทั้ง 3 ยังมีความผันผวนที่ต่ำในช่วงฤดูหนาวแต่ผันผวนสูงในช่วงฤดูร้อน ดังนั้นข้อมูลช่วงปี ค.ศ. 1975-ค.ศ. 2018 ของการศึกษานี้ยังคงสอดคล้องกับปรากฏการณ์ Sell in May ในตลาดหุ้นไทยของ Jenwittayaroje, N. (2017) ที่ใช้ข้อมูลในช่วงปี ค.ศ. 1975-ค.ศ. 2016 โดยเฉพาะในหุ้นขนาดใหญ่ในดัชนี SET50

**ตารางที่ 1** แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยแบบ Arithmetic และ Geometric และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ของผลตอบแทนต่อ 6 เดือนในช่วงฤดูหนาว (พฤศจิกายนถึงเมษายน) และฤดูร้อน (พฤษภาคมถึงตุลาคม) ของดัชนี SET ในช่วงปี ค.ศ. 1975-ค.ศ. 2018, ดัชนี SET50 ในช่วงปี ค.ศ. 1995-ค.ศ. 2018 และดัชนี SET100 ในช่วงปี ค.ศ. 2005-ค.ศ. 2018

A: ผลตอบแทนเฉลี่ยแบบ Arithmetic (ต่อ 6 เดือน)	ช่วงฤดูหนาว (พฤศจิกายน-เมษายน)	ช่วงฤดูร้อน (พฤษภาคม-ตุลาคม)
SET	8.69%	7.29%
SET50	9.74%	-1.36%
SET100	9.71%	4.75%
B: ผลตอบแทนเฉลี่ยแบบ Geometric (ต่อ 6 เดือน)		
SET	7.34%	4.14%
SET50	8.57%	-4.62%
SET100	9.15%	2.39%
C: ค่า SD ของผลตอบแทน (ต่อ 6 เดือน)		
SET	16.99%	27.57%
SET50	15.89%	25.37%
SET100	11.19%	22.74%

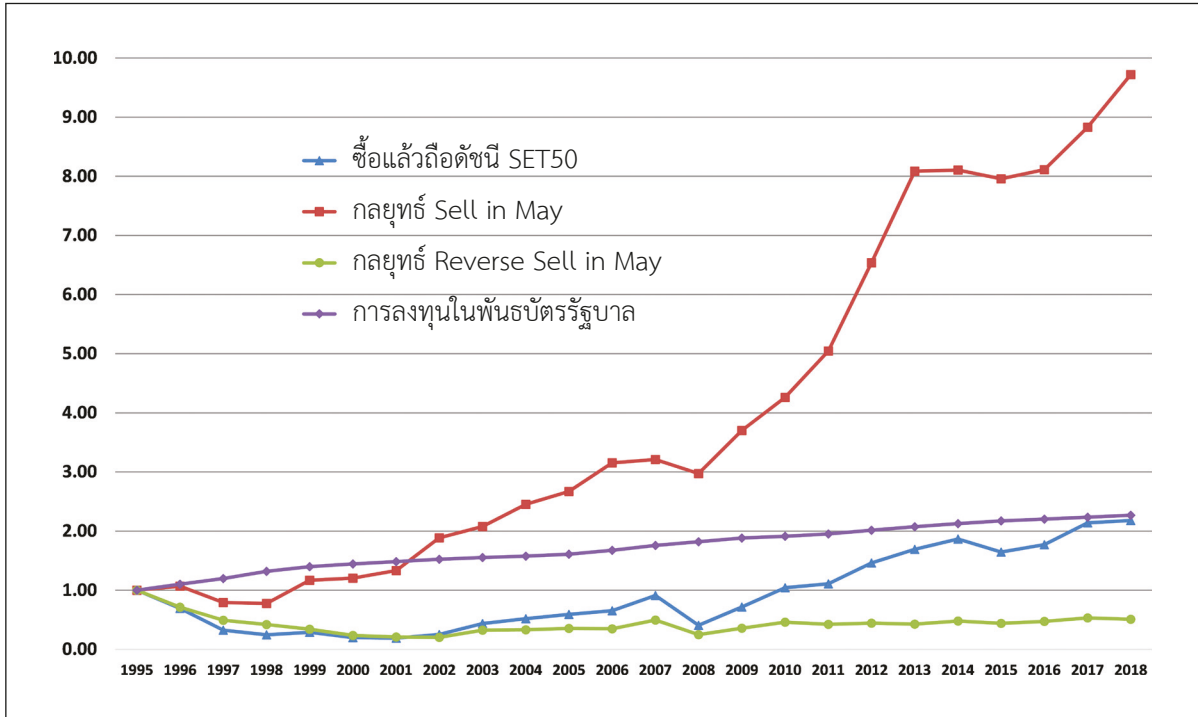
ดังนั้น ในส่วนต่อไป เราจะทำการทดสอบความสามารถในการทำกำไรของกลยุทธ์ Sell in May ในดัชนี SET50 โดยทำการเปรียบเทียบเส้นทางการเพิ่มขึ้นของเงินลงทุน 1 บาทที่ลงทุนใน 4 กลยุทธ์ต่อไปนี้ กลยุทธ์แรก คือการซื้อและถือ (Buy and Hold) ดัชนี กลยุทธ์ที่สอง คือการลงทุนในดัชนีเฉพาะช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายน (ฤดูหนาว) และลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคม (ฤดูร้อน) กลยุทธ์ที่สาม คือการลงทุนในดัชนี Sell in May ที่เราต้องการทดสอบ ส่วนกลยุทธ์ที่สี่ คือการลงทุนในดัชนี “Reverse Sell in May” ที่ลงทุนในดัชนีช่วงพฤษภาคม-ตุลาคม (ฤดูร้อน) และลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายน (ฤดูหนาว) ซึ่งคาดว่าจะเป็นการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนต่ำกว่ากลยุทธ์ Sell in May และกลยุทธ์ซื้อแล้วถือดัชนี และกลยุทธ์ที่สี่ คือ การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลตลอดทั้งปี ซึ่งคาดว่าจะเป็นการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนต่ำสุด

รูปที่ 1 แสดงให้เห็นถึงการเติบโตของเงินลงทุน 1 บาทตั้งแต่เดือนธันวาคม 1997 ของทั้งสี่กลยุทธ์ในดัชนี SET50 จะเห็นได้ว่ากลยุทธ์ “Sell in May” ให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุด ตามมาด้วยการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล และการซื้อแล้วถือดัชนี และท้ายที่สุดคือกลยุทธ์ “Reverse Sell in May” โดยเงิน 1 บาทที่ลงทุนในกลยุทธ์ “Sell in May” ตั้งแต่เดือนพฤศจิกายนปี 1995 จะเติบโตเป็นเงิน 9.72 บาทในสิ้นเดือนตุลาคมปี 2018 ซึ่งมากกว่า 2.27 บาทของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล 2.18 บาทของกลยุทธ์ซื้อแล้วถือดัชนี SET50 และ 0.51 บาทของกลยุทธ์ “Reverse Sell in May” ตลอดช่วง 20 ปี ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่านักลงทุนสามารถใช้ปรากฏการณ์ Sell in May ในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุนที่เน้นการจับจังหวะตลาดในดัชนี SET50 (Timing the Market) ได้ และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Bouman and Jacobsen (2000)





**รูปที่ 1** แสดงการเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุน 1 บาทใน 4 กลยุทธ์ในดัชนี SET50 และพันธบัตรรัฐบาลตั้งแต่ปี ค.ศ. 1995-ค.ศ. 2018 โดยกลยุทธ์แรก คือการซื้อและถือ (Buy and Hold) ดัชนี SET50 กลยุทธ์ที่สอง คือกลยุทธ์ “Sell in May” ที่ลงทุนในดัชนี SET50 เฉพาะช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายน (ฤดูหนาว) และลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคม (ฤดูร้อน) ส่วนกลยุทธ์ที่สาม คือกลยุทธ์ “Reverse Sell in May” ที่ลงทุนในดัชนี SET50 ช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคม (ฤดูร้อน) และลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายน (ฤดูหนาว) และกลยุทธ์ที่สี่ คือการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลตลอดทั้งปี



ในส่วนถัดไป งานวิจัยนี้ได้ทำการทดสอบความสามารถในการทำกำไรของกลยุทธ์ Sell in May โดยคำนึงถึงความเป็นไปได้ในทางปฏิบัติของการนำกลยุทธ์ Sell in May ไปใช้ ดังนั้นเราจึงใช้กองทุนเปิดไทยเด็กซ์เซ็ท 50 อีทีเอฟ (TDEX) และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนี SET50 (SET50 Index Futures) เป็นตัวแทนของการลงทุนในดัชนี SET50 ในตารางที่ 2 เป็นการแสดงผลตอบแทนของการลงทุนใน TDEX และ SET50 Index Futures ในช่วงฤดูร้อนเปรียบเทียบกับช่วงฤดูหนาวตั้งแต่ปี 2006 ถึงปี 2018 จะเห็นได้ว่าทั้งการลงทุนใน TDEX และ SET50 Index Futures ต่างก็ให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในช่วงฤดูหนาวที่สูงกว่าในช่วงฤดูร้อน และมีค่าความเสี่ยงที่วัดด้วยค่า SD ที่ต่ำในช่วงฤดูหนาวเมื่อเทียบกับช่วงฤดูร้อน ผลการศึกษาในตารางที่ 2 นี้จึงสอดคล้องกับผลการศึกษาในตารางที่ 1 และแสดงให้เห็นว่าในทางปฏิบัติแล้ว นักลงทุนสามารถใช้ตราสารทางการเงินที่มีอยู่ เช่น TDEX และ SET50 Index Futures ในการทำกำไรที่ผิดปกติจากปรากฏการณ์ Sell in May หรือ Halloween Effect ได้

**ตารางที่ 2** แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยแบบ Arithmetic และ Geometric และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ของผลตอบแทนต่อ 6 เดือนในช่วงฤดูหนาว (พฤศจิกายนถึงเมษายน) และฤดูร้อน (พฤษภาคมถึงตุลาคม) ของ TDEX ในช่วงปี ค.ศ. 2007-ค.ศ. 2018 และของ SET50 Index Futures ในช่วงปี ค.ศ. 2006-ค.ศ. 2018

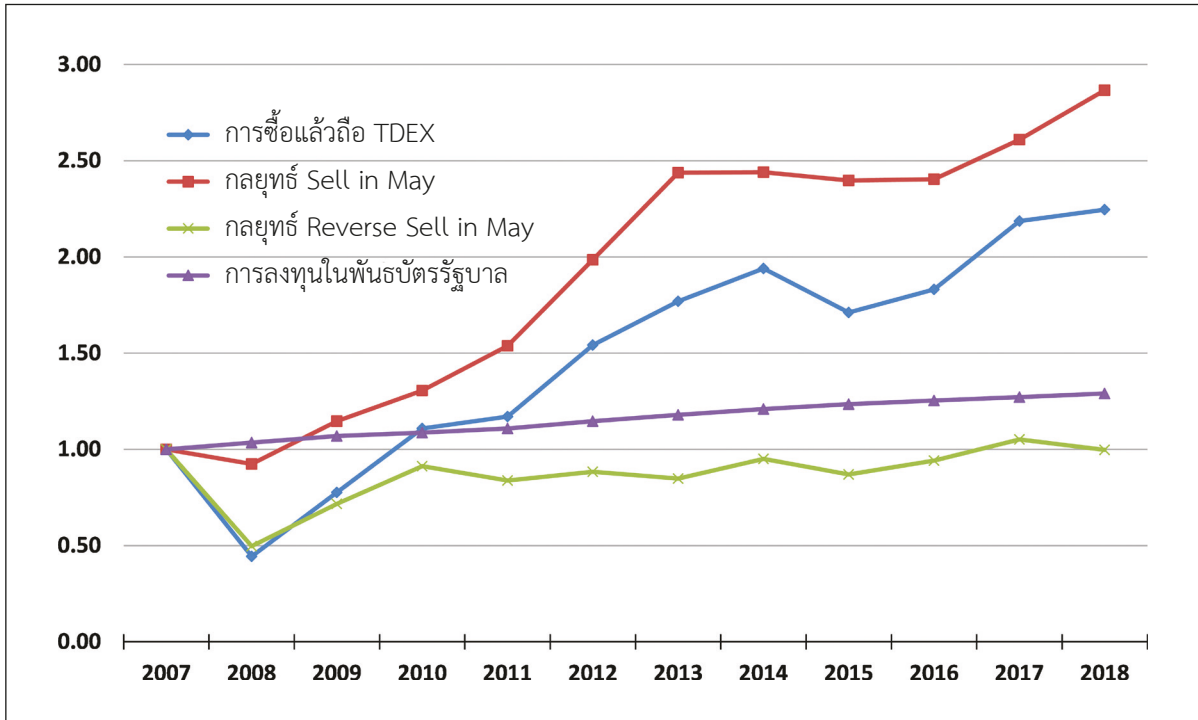
A: ผลตอบแทนเฉลี่ยแบบ Arithmetic (ต่อ 6 เดือน)	ช่วงฤดูหนาว (พฤศจิกายน-เมษายน)	ช่วงฤดูร้อน (พฤษภาคม-ตุลาคม)
TDEX	9.51%	1.81%
SET50 Index Futures	7.27%	3.37%
B: ผลตอบแทนเฉลี่ยแบบ Geometric (ต่อ 6 เดือน)		
TDEX	8.15%	-1.08%
SET50 Index Futures	6.63%	-0.06%
C: ค่า SD ของผลตอบแทน (ต่อ 6 เดือน)		
TDEX	11.27%	22.47%
SET50 Index Futures	11.75%	24.16%

รูปที่ 2 และรูปที่ 3 เป็นการทดสอบความสามารถในการทำกำไรของกลยุทธ์ Sell in May โดยใช้ตราสารทางการเงินที่มีอยู่คือ TDEX และ SET50 Index Futures ตามลำดับ โดยแสดงให้เห็นถึงการเพิ่มขึ้นจากการลงทุน 1 บาทตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2007 ในกองทุน TDEX และตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2006 ใน SET50 Index Futures ของทั้งสองกลยุทธ์ในกองทุน TDEX และ SET50 Index Futures ตามลำดับ จากรูปที่ 2 จะเห็นได้ว่ากลยุทธ์ Sell in May ให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุด ตามมาด้วยกลยุทธ์ซื้อแล้วถือกองทุน TDEX การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล และกลยุทธ์ “Reverse Sell in May” โดยเงินลงทุน 1 บาทในกลยุทธ์ Sell in May ที่ใช้กองทุน TDEX ตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2007 จะเติบโตเป็นเงิน 2.87 บาทในสิ้นเดือนตุลาคมปี 2018 ซึ่งมากกว่า 2.25 บาทของกลยุทธ์ซื้อแล้วถือกองทุน TDEX และ 1.29 บาทของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล และ 1.00 บาทของกลยุทธ์ “Reverse Sell in May”

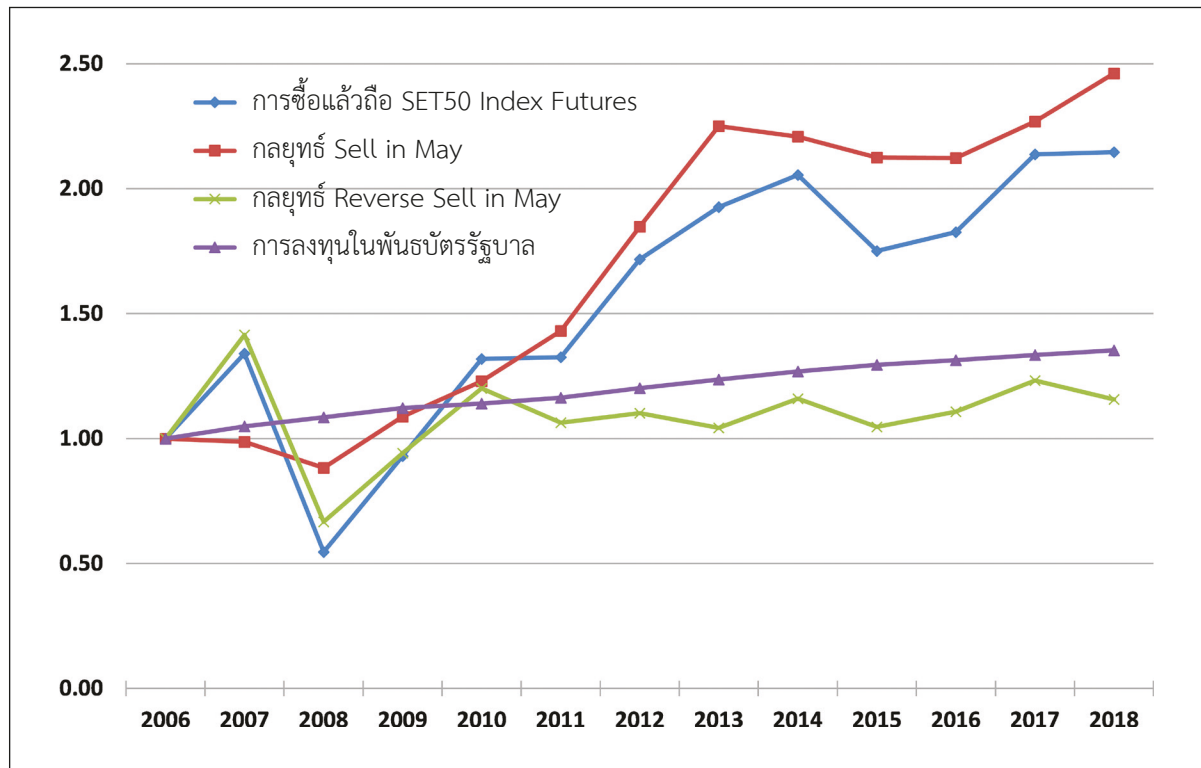
จากรูปที่ 3 โดยใช้ SET50 Index Futures ก็จะได้เห็นได้ว่ากลยุทธ์ Sell in May ยังคงให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุด ตามมาด้วยกลยุทธ์ซื้อแล้วถือ SET50 Index Futures การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล และกลยุทธ์ “Reverse Sell in May” กล่าวคือ เงินลงทุน 1 บาทในกลยุทธ์ Sell in May โดยใช้ SET50 Index Futures ตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2006 จะเติบโตเป็นเงิน 2.46 บาทในสิ้นเดือนตุลาคมปี 2018 เมื่อเทียบกับเงินสุดท้ายที่ 2.15 บาทของกลยุทธ์ซื้อแล้วถือ SET50 Index Futures และ 1.35 บาทของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล และ 1.16 บาทของกลยุทธ์ “Reverse Sell in May” ดังนั้นจากรูปที่ 2 และรูปที่ 3 จึงเป็นการยืนยันความสามารถในการทำกำไรในเชิงปฏิบัติของกลยุทธ์ Sell in May



**รูปที่ 2** แสดงการเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุน 1 บาทใน 4 กลยุทธ์ในกองทุน TDEX และพันธบัตรรัฐบาลตั้งแต่ปี ค.ศ. 2007 -ค.ศ. 2018 โดยกลยุทธ์แรก คือการซื้อและถือ (Buy and Hold) TDEX กลยุทธ์ที่สอง คือกลยุทธ์ “Sell in May” ที่ลงทุนใน TDEX เฉพาะช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายน (ฤดูหนาว) และลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคม (ฤดูร้อน) ส่วนกลยุทธ์ที่สาม คือกลยุทธ์ “Reverse Sell in May” ที่ลงทุนใน TDEX ช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคม (ฤดูร้อน) และลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายน (ฤดูหนาว) และกลยุทธ์ที่สี่ คือการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลตลอดทั้งปี



**รูปที่ 3** แสดงการเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุน 1 บาทใน 4 กลยุทธ์ใน SET50 Index Futures และพันธบัตรรัฐบาลตั้งแต่ปี ค.ศ. 2006-ค.ศ. 2018 โดยกลยุทธ์แรก คือการซื้อและถือ (Buy and Hold) SET50 Index Futures กลยุทธ์ที่สองคือกลยุทธ์ “Sell in May” ที่ลงทุน SET50 Index Futures เฉพาะช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายน (ฤดูหนาว) และลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคม (ฤดูร้อน) ส่วนกลยุทธ์ที่สาม คือกลยุทธ์ “Reverse Sell in May” ที่ลงทุนใน SET50 Index Futures ช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคม (ฤดูร้อน) และลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายน (ฤดูหนาว) และกลยุทธ์ที่สี่ คือการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลตลอดทั้งปี



ในตารางที่ 3 เป็นการทดสอบความสามารถในการทำกำไรจากปรากฏการณ์ Sell in May โดยจับจังหวะการลงทุน (Market Timing) ในช่วงฤดูร้อนและฤดูหนาวสลับไปมา และใช้อัตราทด (Leverage) จาก SET50 Index Futures ในหลายๆ รูปแบบในการจับจังหวะตลาดเพิ่มเข้าไป โดยแบ่งออกเป็น 5 กลยุทธ์ดังนี้ กลยุทธ์แรกคือ การลงทุนในกองทุน TDEX แบบซื้อแล้วถือ (Buy and Hold) ตลอดทั้งปี ส่วนกลยุทธ์ที่สอง เป็นการจับจังหวะตลาดด้วยการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล (หรือไม่ลงทุนใน SET50 เลย) ในช่วงฤดูร้อน และลงทุนใน TDEX เท่ากับ 100% ของเงินลงทุนที่มีในช่วงฤดูหนาว ส่วนกลยุทธ์ที่ 3 ถึง 5 เป็นการจับจังหวะตลาดโดยใช้อัตราทด (Leverage) ที่ 2 เท่า แต่เน้นลงในช่วงฤดูหนาวมากขึ้นตามลำดับ โดยกลยุทธ์ที่สาม คือ ในช่วงฤดูร้อนลงทุน 75% ของเงินลงทุนที่มีไปกองทุน TDEX และ 25% ที่เหลือไปลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล แต่ในช่วงฤดูหนาว ลงทุน 125% ของเงินลงทุนที่มีไป SET50 Index Futures โดยวางเงินประกัน (Margin) 100 บาท เพื่อเปิดสถานะ Long ใน SET50 Index Futures ที่มีมูลค่า (Value/Exposure) เท่ากับ 125 บาท<sup>4</sup>

<sup>4</sup> ซึ่งถือว่าเป็นการคิดแบบขั้นต่ำ เพราะ SET50 Index Futures สามารถให้กำลังทด (Leverage) ที่สูงถึงเกือบ 20 เท่า



ส่วนกลยุทธ์ที่สี่ คือ ในช่วงฤดูร้อนลงทุน 50% ของเงินทุนที่มีไปในกองทุน TDEX และ 50% ที่เหลือไปในพันธบัตรรัฐบาล แต่ในช่วงฤดูหนาว ลงทุน 150% ของทุนที่มีไปใน SET50 Index Futures โดยวางเงินประกัน 100 บาท เพื่อเปิดสถานะ Long ใน SET50 Index Futures ที่มีมูลค่าเท่ากับ 150 บาท และกลยุทธ์สุดท้าย คือ ในช่วงฤดูร้อน ไม่ลงทุนในกองทุน TDEX เลย และใช้เงินทุน 100% ที่มีอยู่ลงทุนไปในพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมด แต่ในช่วงฤดูหนาว ก็ลงทุน 200% ของทุนที่มีไปใน SET50 Index Futures โดยการวางเงินประกัน 100 บาท เพื่อเปิดสถานะ Long ใน SET50 Index Futures ที่มีมูลค่าเท่ากับ 200 บาท

**ตารางที่ 3** แสดงผลตอบแทนและความเสี่ยงในรูปแบบต่างๆ ของกลยุทธ์ Sell in May กับกลยุทธ์การซื้อแล้วถือดัชนี SET50 รวมเป็น 5 กลยุทธ์ดังนี้ กลยุทธ์ที่ (1) คือการซื้อแล้วถือ TDEX ตลอดทั้งปี กลยุทธ์ที่ (2) คือลงทุนในพันธบัตร 100% ในช่วง พ.ค.-ต.ค. และใน TDEX 100% ช่วง พ.ย.-เม.ย. โดยเรียกว่ากลยุทธ์ (0, 1) กลยุทธ์ที่ (3) คือลงทุนในพันธบัตร 25% และใน TDEX 75% ในช่วง พ.ค.-ต.ค. และใน SET50 Index Futures 125% ช่วง พ.ย.-เม.ย. โดยเรียกว่ากลยุทธ์ (0.75, 1.25) กลยุทธ์ที่ (4) คือการลงทุนในพันธบัตร 50% และใน TDEX 50% ในช่วง พ.ค.-ต.ค. และใน SET50 Index Futures 150% ช่วง พ.ย.-เม.ย. โดยเรียกว่ากลยุทธ์ (0.5, 1.5) และกลยุทธ์ที่ (5) คือการลงทุนในพันธบัตร 100% และใน TDEX 0% ในช่วง พ.ค.-ต.ค. และใน SET50 Index Futures 200% ช่วง พ.ย.-เม.ย. โดยเรียกว่ากลยุทธ์ (0, 2)

โดยช่วง พ.ค.-ต.ค. เป็นช่วงฤดูร้อน และช่วง พ.ย.-เม.ย. เป็นช่วงฤดูหนาว

ค่าแอลฟาคำนวณจาก Capital Asset Pricing Model (CAPM) โดยใช้ผลตอบแทนรวมของดัชนี SET เป็นตัวแทนของตลาด (Market Portfolio)

กลยุทธ์ต่างๆ	ผลตอบแทนเฉลี่ย (ต่อ 6 เดือน)	ค่า SD ของผลตอบแทน (ต่อ 6 เดือน)	อัตราส่วน Sharpe (ต่อ 6 เดือน)	เบต้า	แอลฟา (ต่อ 6 เดือน)
กลยุทธ์ที่ (1) ซื้อแล้วถือ TDEX	5.7%	18.2%	0.31	0.99	-0.9%
กลยุทธ์ที่ (2) หรือ (0, 1)	5.3%	9.0%	0.58	0.22	3.8%**
กลยุทธ์ที่ (3) หรือ (0.75, 1.25)	5.9%	16.4%	0.36	0.86	0.2%
กลยุทธ์ที่ (4) หรือ (0.5, 1.5)	6.9%	15.8%	0.44	0.73	2.1%
กลยุทธ์ที่ (5) หรือ (0, 2)	8.7%	18.4%	0.47	0.46	5.7%*

\*\* นัยสำคัญที่ 5% \* นัยสำคัญที่ 10%

ตารางที่ 3 แสดงให้เห็นว่าการลงทุนแบบจับจังหวะตลาดทั้ง 4 กลยุทธ์ (กลยุทธ์ที่ 2, 3, 4, และ 5) ทำผลตอบแทนต่อความเสี่ยงหรืออัตราส่วน Sharpe ที่ดีกว่ากลยุทธ์แบบที่ 1 หรือการลงทุนตามดัชนี (Passive) ได้ทั้งหมด กล่าวคือ กลยุทธ์ที่ 2 ทำผลตอบแทนได้ต่ำกว่ากลยุทธ์ที่ 1 เพียง 0.4% ต่อ 6 เดือน แต่มีความเสี่ยงที่วัดด้วยค่า SD ที่ต่ำกว่าอย่างมาก ส่วนกลยุทธ์ที่ 3, 4, และ 5 ทำผลตอบแทนที่ดีกว่ากลยุทธ์ที่ 1 ตั้งแต่ 0.2% ถึง 3.0% ต่อ 6 เดือนทีเดียว และมีความเสี่ยงที่วัดด้วยค่า SD ที่ใกล้เคียงหรือน้อยกว่ากลยุทธ์ที่ 1 จึงเป็นที่มาของค่าอัตราส่วน Sharpe หรือผลตอบแทนต่อความเสี่ยงรวมที่สูงของกลยุทธ์การจับจังหวะตลาดทั้ง 3 กลยุทธ์

นอกจากนี้ ตารางที่ 3 ยังแสดงให้เห็นว่า กลยุทธ์การจับจังหวะตลาดทั้งสี่กลยุทธ์มีความเสี่ยงเชิงระบบ<sup>5</sup> ที่วัดด้วยเบต้าที่ต่ำกว่า 1 อย่างมากด้วย และเมื่อคำนวณเป็นค่าแอลฟา (Jensen Alpha) ออกมา จะเห็นได้ว่าทั้ง 4 กลยุทธ์ให้ค่าแอลฟาที่เป็นบวกทั้งหมดและมีนัยสำคัญในทางปฏิบัติ (Economically Significant) ตั้งแต่ 0.2% ถึง 5.7% ต่อ 6 เดือน หรือประมาณ 0.4% ถึง 11.4% ต่อปีทีเดียว แม้ว่าชุดตัวอย่างข้อมูลที่น่ามาศึกษานั้นมีขนาดเล็ก (ประมาณ 22 ตัวอย่าง) ค่าแอลฟาของกลยุทธ์ที่ 2 และ 5 ยังคงมีนัยสำคัญในทางสถิติ

## ข้อจำกัดของผลการศึกษา (Limitations of the Study)

ผลการศึกษาโดยรวมชี้ให้เห็นว่ามีความเป็นไปได้ในทางปฏิบัติสำหรับนักลงทุนโดยทั่วไปที่สามารถใช้กองทุน TDEX และ SET50 Index Future ในการทำกลยุทธ์ Sell in May เพื่อทำกำไรแบบผิดปกติหรือทำกำไรเหนือผลตอบแทนเหนือตลาดได้ อย่างไรก็ตาม ข้อควรระวังในการนำกลยุทธ์ Sell in May ไปใช้มีดังนี้ ประเด็นแรกคือ ผลการศึกษาที่ได้เป็นการศึกษาจากข้อมูลในอดีต ย่อมไม่สามารถชี้วัดได้ถึงผลตอบแทนของกลยุทธ์ Sell in May ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตจากการนำไปใช้ ประการที่สองคือ ผลการศึกษาที่แสดงให้เห็นว่ากลยุทธ์ Sell in May สามารถทำผลตอบแทนเหนือตลาดได้นั้นอ้างอิงมาจากผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงระยะเวลาหนึ่ง นั้นหมายความว่ากลยุทธ์ Sell in May ย่อมไม่สามารถทำผลตอบแทนเหนือตลาดได้ทุกๆ ปีหรือไม่สามารถทำผลตอบแทนเป็นบวกได้ทุกๆ ปีเช่นกัน และย่อมเป็นไปได้ที่กลยุทธ์ Sell in May จะประสบผลขาดทุนได้ในบางปี ประการที่สาม ผลการศึกษาที่ได้นี้ยังไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนอื่นๆ (Market Frictions) ในทางปฏิบัติ เช่น ส่วนต่างของราคาซื้อและราคาขาย (Bid-Ask Spread) และผลกระทบต่อราคาจากการซื้อขายปริมาณมาก (Market Impact) ของการลงทุนใน TDEX พันธบัตรรัฐบาล และ SET50 Index Futures เป็นต้น โดยต้นทุนดังกล่าวย่อมส่งผลกระทบต่อกำไรที่ลดลงของกลยุทธ์การลงทุนแบบ Sell in May ได้

## บทสรุป (Conclusion)

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาความสามารถในการทำกำไรในทางปฏิบัติของกลยุทธ์ “Sell in May and Go Away” โดยเริ่มทำการทดสอบการมีอยู่ของปรากฏการณ์ Sell in May หรือ Halloween Effect ของดัชนี SET SET50 และ SET100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงตั้งแต่ที่ดัชนีต่างๆ ถูกสร้างขึ้นจนถึงเดือนตุลาคมปี 2018 และพบปรากฏการณ์ Sell in May ในทั้งสามดัชนีดังกล่าว โดยเฉพาะอย่างยิ่งในหุ้นขนาดใหญ่ในดัชนี SET50 และทำการทดสอบความสามารถในการทำกำไรจากปรากฏการณ์ Sell in May ด้วยการติดตามเงินลงทุน 1 บาทในกลยุทธ์ Sell in May (ถือดัชนี SET50 เฉพาะช่วง พ.ย.-เม.ย. เท่านั้น ส่วนช่วง พ.ค.-ต.ค. ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอย่างเดียว) และพบว่าในช่วงปี ค.ศ. 1995-ค.ศ. 2018 กลยุทธ์ Sell in May ดังกล่าวทำให้เงินลงทุน 1 บาทเติบโตไปได้มากกว่ากลยุทธ์อื่นๆ ทั้งหมด ได้แก่ กลยุทธ์ซื้อแล้วถือดัชนี SET50 กลยุทธ์ Reverse Sell in May และกลยุทธ์การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ท้ายที่สุด การศึกษาชี้ได้ทำการทดสอบความสามารถในการทำกำไรในทางปฏิบัติของกลยุทธ์ Sell in May โดยใช้กองทุน TDEX และ SET50 Index Futures เป็นตัวแทนของการลงทุนในดัชนี SET50 และเพื่อใช้อัตราทด (Leverage) ของตราสาร SET50 Index Futures ประกอบ และพบว่ากลยุทธ์ Sell in May ในทางปฏิบัติในหลายรูปแบบสามารถทำผลตอบแทนเฉลี่ยที่เหนือกว่า

<sup>5</sup> โดยการใช้ SET Index Total Return เป็นตัวแทนผลตอบแทนรวมของตลาด





ผลตอบแทนของการซื้อแล้วถือกองทุน TDEX ทั้งปี และมีค่าความเสี่ยงที่วัดด้วยค่า SD และค่าเบต้าที่ต่ำกว่าอย่างมากด้วย ทำให้กลยุทธ์ Sell in May โดยใช้ TDEX หรือ SET50 Index Futures สามารถทำค่าแอลฟา (Jensen's Alpha) ที่เป็นบวก และมีนัยสำคัญทั้งในเชิงปฏิบัติ (Economically Significant) และในเชิงสถิติ (Statistically Significant)



## References

- Andrade, S.C., Chhaochharia, V., & Fuerst, M. E. (2013). "Sell in May and Go Away" Just won't Go Away. *Financial Analysts Journal* 69(4), 94-105.
- Bouman, S., & Jacobsen, B. (2002). The Halloween Indicator, "Sell in May and Go Away": Another Puzzle. *American Economic Review* 92(5), 1618-1635.
- Dichtl, H., & Drobetz, W. (2015). Sell in May and Go Away: Still Good Advice for Investors? *International Review of Financial Analysis* 38, 29-43.
- Haggard, K.S., & Witte, H.D. (2010). The Halloween Effect: Trick or Treat? *International Review of Financial Analysis* 19, 379-387.
- Haggard, K.S., Jones, J.S., & Witte, H.D. (2015). Black cats or black swans? Outliers, seasonality in return distribution properties, and the Halloween effect. *Managerial Finance* 41(7), 642-657.
- Jacobsen, B., & Visaltanachoti, N. (2009). The Halloween Effect in U.S. Sectors. *The Financial Review* 44(3), 437-459.
- Jacobsen, B., & Zhang, C.Y. (2018). The Halloween Indicator, "Sell in May and Go Away": Everywhere and all the Time. Working paper, Massey University.
- Jenwittayaroje, N. (2017). "The Study of "Sell in May" in the Stock Exchange of Thailand". *NIDA Business Journal*, Vol. 20(May), pp 117-132.
- Jones, C.P., & Lundstrum, L.L. (2009). Is "Sell in May and Go Away" A Valid Strategy for U.S. Equity Allocation? *Journal of Wealth Management* 12(3), 104-112.
- Maberly, E.D., & Pierce, R.M. (2004). Stock Market Efficiency Withstands Another Challenge: Solving the "Sell in May/Buy After Halloween" Puzzle. *Econ Journal Watch* 1(1), 29-46.
- Witte, H.D. (2010). Outliers and the Halloween Effect: Comment on Maberly and Pierce. *Econ Journal Watch* 7(1), 91-98.