บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้ จะเป็นการทบทวนถึงแนวคิด ทฤษฎี เอกสาร และผลงานวิจัยในอดีตต่างๆ ที่มีความเกี่ยวข้องเชื่อมโยงกับหัวข้องานค้นคว้าอิสระ โดยแบ่งรายละเอียดของเนื้อหาภายในบทออกเป็นหัวข้อหลัก ดังต่อไปนี้

2.1 สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis)

2.2 ทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance)

2.3 กลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัม (Momentum Strategies)

2.4 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis : EMH)

สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพเป็นทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์การเงินโดย Fama (1970) ได้เป็นผู้ศึกษา โดยมีใจความสำคัญคือสมมติฐานการตลาดที่มีประสิทธิภาพหรือ EMH เป็นทฤษฎีการลงทุนโดยที่ราคาหุ้นสะท้อนข้อมูลทั้งหมด ในทางทฤษฎีการวิเคราะห์ทางเทคนิคหรือพื้นฐานไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ถ้าหากตลาดมีประสิทธิภาพเมื่อมีข้อมูลข่าวสารใหม่เกิดขึ้น ราคาจะปรับเปลี่ยนทันทีสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้น นักลงทุนจึงไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพจะถูกแบ่งออกเป็น 3 ระดับตามระดับการสะท้อนข้อมูลของราคาหลักทรัพย์ได้แก่

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

1. ตลาดมีประสิทธิภาพแบบอ่อน (Weak form efficient market) คือตลาดที่นักลงทุนไม่สามารถใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีตเพื่อการวิเคราะห์ทางเทคนิคได้ หมายความว่าราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนข้อมูลราคาราคาหลักทรัพย์ในอดีตทำให้นักลงทุนไม่สามารถทำผลตอบแทนพิ่มากกว่าปกติได้

2. ตลาดมีประสิทธิภาพปานกลาง (Semi-strong form efficient market) คือตลาดที่นักลงทุนไม่สามารถทำกำไรเกินปกติจากการใช้ข้อมูลสาธารณะได้รวมไปถึงการวิเคราะห์

ปัจจัยพื้นฐานและการวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิค หมายความว่าราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะทั้งหมดแล้วอย่างสมบูรณ์

3. ตลาดมีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong form efficient market) ตลาดมีประสิทธิภาพระดับสูงจะไม่มีนักลงทุนคนใดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ เพราะราคาหลักทรัพย์ในตลาดนั้นจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นข้อมูลสาธารณะหรือข้อมูลส่วนบุคคลเมื่อมีการประกาศข้อมูลข่าวสารราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารทันที

อย่างไรก็ตามสมมติฐานเรื่องตลาดมีประสิทธิภาพก็มีพื้นฐานมาจากการตั้งสมมติฐานว่านักลงทุนทุกคนมีเหตุผล และการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ก็เป็นแบบสุ่มคือไม่สามารถคาดการณ์แนวโน้มของราคาได้ (Random Walk) แต่ก็มีนักวิจัยหลายคนสามารถทดสอบว่าการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน การวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิคโดยใช้ข้อมูลราคาในอดีตในการสร้างกลยุทธ์การลงทุนด้วยวิธีต่างๆ ที่สามารถทำกำไรเกินปกติได้ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ ซึ่งกลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมก็เป็นอีกวิธีที่สามารถใช้ทำกำไรในการลงทุนได้จากการวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิคและนำไปสู่การทำกำไรส่วนเกิน มีงานวิจัยจำนวนมากทดสอบและพบว่ากลยุทธ์แบบโมเมนตัมสามารถทำผลตอบแทนส่วนเกินได้ในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก จึงเป็นที่น่าสนใจว่ากลยุทธ์โมเมนตัมจะสามารถทำผลตอบแทนส่วนเกินได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้หรือไม่

2.2 ทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance)

การเกิดขึ้นมาของทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม เป็นการหักล้างสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพโดยให้เหตุผลว่าตลาดไม่มีเหตุผลเพราะว่าขับเคลื่อนโดยนักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจรวมถึงพฤติกรรมที่แตกต่างกัน งานวิจัยของ DeBondt and Thaler (1985, 1987) เป็นหลักฐานสำคัญที่แย้งสมมติฐานของทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพโดยงานวิจัยนี้กล่าวว่าราคาของหลักทรัพย์ในตลาดมีการตอบสนองที่มากเกินไปต่อทั้งข่าวดีและข่าวร้าย จากการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนต่ำในอดีตมีแนวโน้มที่จะราคาสูงขึ้นในอนาคต ในทางกลับกันบริษัทที่ให้ผลตอบแทนสูงในอดีตในเวลาต่อมาก็จะให้ผลตอบแทนต่ำเช่นกัน งานวิจัยของ Lo and Mackinlay (1988) และ Conrad and Kaul (1988) พบว่าราคาผลตอบแทนรายสัปดาห์ของพอร์ตการลงทุนเมื่อแบ่งด้วยขนาดของบริษัท พบว่ามีความสัมพันธ์กันในเชิงบวก หมายความว่ามีความเป็นไปได้ที่จะสร้างผลตอบแทนมากกว่าปกติอย่าง

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

ต่อเนื่องได้การลงทุนพอร์ตการลงทุนเหล่านี้ในช่วงระยะเวลาสั้น ผลลัพธ์ที่ได้คือพอร์ตการลงทุนที่มีหุ้นขนาดเล็กสามารถสร้างตอบแทนได้มากกว่า

สรุปได้ว่าแนวโน้มการเคลื่อนที่ของราคาสามารถอธิบายได้ดีกว่าสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ เช่นนักลงทุนรู้สึกถึงความแตกต่างระหว่างการได้ผลตอบแทนจากเงินปันผลและส่วนต่างราคา เหตุการณ์ที่ผลตอบแทนในอนาคตสามารถคาดเดาได้โดยใช้ค่าสถิติต่างๆ เช่นอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี การเพิ่มของกำไร อัตราการจ่ายเงินปันผล เป็นต้น ถึงแม้ว่าผลตอบแทนที่ดีอย่างต่อเนื่องในปีนี้ก็ไม่สามารถคาดการณ์ว่าปีหน้าผลตอบแทนจะดีต่อไปหรือไม่ De Bondt and Thaler (1985, 1987) แต่ก็นำไปสู่หลักฐานที่ว่ามีนักลงทุนที่สามารถชนะตลาดหรือสร้างผลตอบแทนมากกว่าตลาดด้วยการใช้ข้อมูลทางสถิติต่างๆ มาวิเคราะห์และสร้างแผนการลงทุน

งานวิจัย Hou et al. (2009) และ Lin et al. (2016) ได้ศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมของนักลงทุนที่แตกต่างกัน โดยใช้สมมติฐานนักลงทุนที่มีความเชื่อมั่นในตนเองสูงและใช้ปริมาณการซื้อขายเป็นตัวแทนความสนใจของนักลงทุนเป็นปัจจัยในการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ก่อนที่ซื้อขายด้วยกลยุทธ์โมเมนตัม พบว่าพฤติกรรมของนักลงทุนในที่นี้คือปริมาณการซื้อขายสามารถอธิบายการเกิดขึ้นของผลตอบแทนโมเมนตัมได้ พบว่าผลตอบแทนโมเมนตัมสูงกลุ่มที่มีปริมาณการซื้อขายสูง จึงเป็นที่มาของการศึกษากลยุทธ์โมเมนตัมภายใต้เงื่อนไขของพฤติกรรมการลงทุนที่แตกต่างกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.3 กลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัม (Momentum Strategies)

กลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมได้ถูกอธิบายโดย Jegadeesh and Titman (1993, 1999) มีการศึกษาโดยวิธีการสังเกตแนวโน้มการเคลื่อนที่ของราคาหลักทรัพย์พบว่าราคาหลักทรัพย์ที่เคลื่อนที่สูงจะมีแนวโน้มขึ้นที่สูงต่อไปในช่วง 3-12 เดือน โดยพบว่าราคาหุ้นที่มีการเคลื่อนไหวที่ดีในอดีตจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่มากกว่าหุ้นที่ประสิทธิภาพในอดีตไม่ดีประมาณร้อยละ 1 ต่อเดือน เพราะเมื่อบริษัทมีข่าวดีแล้วเช่นมีรายได้ที่ดีในเดือนนี้ จะพบว่าบริษัทนั้นมีแนวโน้มที่สามารถสร้างรายได้ที่ดีต่อไปในเดือนหน้า ซึ่งกลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมสามารถทำกำไรได้จากความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด (Market Anomalies) โดยเชื่อว่าคนที่ให้ผลตอบแทนสูงในอดีตจะมีแนวโน้มจะให้ผลตอบแทนที่สูงต่อไปในอนาคต ในทางตรงข้ามหุ้นที่ผลตอบแทนในอดีตต่ำก็จะให้ผลตอบแทนที่ต่ำต่อเนื่องในอนาคต เมื่อราคาของหลักทรัพย์เกิดเป็นแนวโน้มนักลงทุนจะสามารถวิเคราะห์ข้อมูลเหล่านั้นนำไปสู่

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

การสร้างกลยุทธ์เพื่อใช้ในการลงทุนที่สร้างผลตอบแทนมากกว่าปกติได้ งานวิจัยจำนวนมากได้พบว่ากลยุทธ์แบบโมเมนตัมสามารถทำกำไรมากเกินปกติได้ เช่น Conrad and Kaul (1998) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา Schiereck et al. (1999) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมัน Forner and Marhuenda (2003) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสเปน Kang et al. (2002) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศ จีน Rouwenhorst (1998) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในหลายประเทศ และ Griffin et al. (2003) และHart et al. (2003) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ที่กำลังเติบโต (Emerging Markets) ในหลายประเทศรวมถึงประเทศไทยด้วย เป็นต้น

ในประเทศไทยมีงานวิจัยจำนวนมากได้ทดสอบการใช้กลยุทธ์แบบโมเมนตัมด้วยวิธีที่หลากหลาย เช่น ณัฐพล ศรีสมบูรณ์สกุล (2556) ทำการศึกษาการลงทุนกลยุทธ์แบบโมเมนตัมวิธีปกติ วิธี George and Hwang ที่มีการคำนวณโดยใช้ผลตอบแทนในอดีตเป็นหลัก วิธี Sharpe และวิธี Sortino พบว่ากลยุทธ์แบบโมเมนตัมไม่สามารถทำกำไรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ งานวิจัยของ สิรณัฐ จางกิตติรัตน์ (2555) ศึกษากลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัม โดยอาศัยการตอบสนองของตลาดต่อเหตุการณ์การประกาศผลกำไรไม่ตรงตามความคาดหวัง (Earnings Surprise) และงานวิจัยของ ปวินท์ ธชทรงธรรม (2558) ศึกษากลยุทธ์แบบโมเมนตัมโดยอยู่บนพื้นฐานของช่วงเวลาของราคาสูงสุดในรอบ 52 สัปดาห์ จากการศึกษาดังกล่าวพบว่ากลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมสามารถทำกำไรได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากงานวิจัยของ Asem and Tian's (2010) ศึกษาผลตอบแทนโมเมนตัมโดยใช้แบบทดลองทางเลือก 3 แบบได้แก่ แบบทดลองแรกของ Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam (DHS , 1998) แบบทดลองที่ 2 Hong and Stein (HS, 1999) และแบบทดลองสุดท้าย Sagi and Seasholes (SS, 2007) พบว่าทั้งสามแบบทดลองให้ผลไปในทิศทางเดียวกันคือผลตอบแทนโมเมนตัมจะเป็นบวกเมื่อตลาดเป็นขาขึ้น-ขึ้น(Up-Up) มากกว่าตลาดขาขึ้น-ลง (Up-Down) ในตลาดขาลงแบบทดลอง DHS จะให้ผลตอบแทนสูงเมื่อตลาดเป็นขาลง-ลง (Down-Down) ในทางตรงกันข้ามแบบทดลอง HS และ SS จะไม่สนใจสภาวะตลาดในอดีตสนใจแค่สภาวะตลาดปัจจุบันเป็นขาขึ้น (Down-Up) ในตลาดหลักทรัพย์ไต้หวันพบว่าสามารถอธิบายได้ด้วยแบบทดลอง DHS โดยผลลัพธ์ที่ได้สนับสนุนสมมติฐานว่านักลงทุนที่เชื่อมั่นตัวเองสูง (Overconfidence) เมื่อสภาวะตลาดในอดีตเป็นขาลงในปัจจุบันก็ยังเชื่อมั่นว่าตลาดเป็นขาลงตามแนวโน้มการเคลื่อนไหวของราคาที่จะยังคงเคลื่อนที่ไปในทิศทางเดิม ส่งผลให้ผลตอบแทนโมเมนตัมในตลาดขาลง-ลง (Down-Down) สูงกว่าตลาดขาลง-ขึ้น (Down-Up)

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

งานวิจัยของ Lin et al. (2016) ได้ศึกษากลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมในตลาดหลักทรัพย์ไต้หวัน ซึ่งพบว่าไม่สามารถใช้กลยุทธ์แบบโมเมนตัมแบบปกติในการทำกำไรได้ จึงมีการศึกษาเพิ่มเติมถึงกลยุทธ์แบบโมเมนตัมภายใต้เงื่อนไขการเปลี่ยนแปลงสภาวะตลาดและภายใต้เงื่อนไขทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม พบว่าการลงทุนโดยใช้เงื่อนไขดังกล่าวสามารถทำกำไรในตลาดหลักทรัพย์ไต้หวันได้ และปัจจัยทั้ง 2 สามารถอธิบายผลตอบแทนโมเมนตัม จากการศึกษาการลงทุนด้วยกลยุทธ์แบบโมเมนตัมด้วยวิธีที่แตกต่างกันที่ผ่านมาในประเทศไทย พบว่ามีทั้งวิธีที่สามารถทำกำไรได้ และไม่สามารถทำกำไรได้ ดังจึงเป็นที่มาของงานวิจัยนี้ โดยจะศึกษาว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมภายใต้เงื่อนไขการเปลี่ยนแปลงสภาวะของตลาดและพฤติกรรมการลงทุนที่แตกต่างกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถทำกำไรส่วนเกินได้หรือไม่

2.4 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Asem and Tian (2010) ได้ศึกษาวิจัยต่างๆ ซึ่งเป็นการศึกษาเกี่ยวกับกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมได้แก่ Jegadeesh and Titman (1993) ผลตอบแทนโมเมนตัมจะเพิ่มขึ้นแค่ในชั่วระยะเวลาหนึ่งและเริ่มปรับลดลง Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam (DHS) (1998) งานวิจัยนี้กล่าวถึงนักลงทุนเป็นพวกมีความมั่นใจสูงจะซื้อตามเมื่อตลาดเป็นมีทิศทางขึ้นและขายเมื่อตลาดมีทิศทางขาลง Hong and Stein (HS) (1999) งานวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของความมั่งคั่งของนักลงทุนจะลดความกลัวความเสี่ยงได้ ซึ่งจะเพิ่มผลตอบแทนโมเมนตัมให้มากขึ้นเมื่อตลาดเป็นขาขึ้นไม่ว่าก่อนหน้าตลาดจะมีทิศทางอย่างไร Sagi and Seasholes (SS) (2007) งานวิจัยนี้แสดงเห็นว่าการเติบโตของออปชันในตลาดขาขึ้นส่งผลผลตอบแทนสูงขึ้นด้วย ซึ่งผลลัพธ์หลังจากการศึกษาตามแบบจำลองทั้ง 3 แบบพบว่าในตลาดที่มีทิศทางขึ้นนั้นให้ผลการทดสอบเหมือนกัน แต่ในที่มีตลาดทิศทางลงและยังคงสถานะเป็นทิศทางลงต่อจะให้ผลตอบแทนโมเมนตัมมากกว่าตลาดที่เป็นทิศทางลงแล้วกลับตัวมาเป็นทิศทางขึ้น ซึ่งให้ผลการทดสอบสอดคล้องกับแบบทดลอง DHS

Cooper et al. (2004) ศึกษาเกี่ยวกับทฤษฎีนักลงทุนเชื่อมั่นในตนเองสูง (Overconfidence) โดยให้เหตุผลว่าผลตอบแทนโมเมนตัมระยะสั้นและการกลับตัวระยะยาวของผลตอบแทนหุ้นในระยะเวลาเดียวกัน จากการทดสอบโดยใช้ข้อมูลจากปี 1926 ถึง 1995 ของตลาด NYSE และ AMEX โดยใช้ข้อมูลย้อนหลัง 6 เดือนเพื่อศึกษาว่าผลตอบแทนในอดีตมีผลอย่างไรกับการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในการสร้างพอร์ตการลงทุนในปัจจุบัน ผลลัพธ์พบว่าผลตอบแทนโมเมนตัมขึ้นอยู่กับทิศทางของตลาดซึ่งกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมจะสามารถทำกำไรได้ในตลาดขาขึ้นเท่านั้นและในระยะยาวตลาดขาขึ้นจะมีแนวโน้มกลับตัวเป็นตลาดขาลง

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

Da et al. (2014) จะใช้วิธี Frog-in-the-pan ในการทดสอบสมมติฐานซึ่งคาดการณ์ว่านักลงทุนว่าไม่สนใจข้อมูลที่มีความถี่ต่อเนื่องและมีความรุนแรงต่ำ โดยตั้งสมมติฐานการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลที่ถี่และความรุนแรงต่ำจะได้รับความสนใจน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงที่ไม่บ่อยและรุนแรงซึ่งสามารถศึกษาโดยการนำตัวแทนของข้อมูลที่ไม่ต่อเนื่องซึ่งก็คือผลตอบแทนแบบรายวันและข้อมูลแบบต่อเนื่องคือผลตอบแทนที่ได้จากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมมาเปรียบเทียบกันจากการศึกษาพบว่านักลงทุนจะไม่สนใจข้อมูลที่มีความถี่มากและมีผลกระทบไม่รุนแรงแม้จะมีการกระตุ้นให้เกิดผลตอบแทนในระยะสั้นที่มากขึ้นก็ตาม

Hou et al. (2009) ศึกษาเกี่ยวกับความสนใจของนักลงทุนที่สามารถอธิบายผลตอบแทนที่ได้จากลงทุนด้วยกลยุทธ์แบบโมเมนตัมได้ โดยใช้ปริมาณการซื้อขายเป็นตัวแทนความสนใจของผู้บริโภคและใช้สภาวะตลาดในการวัดความแตกต่างแบบอนุกรมเวลาหรือเวลาใดเวลาหนึ่งเท่านั้นของความสนใจของนักลงทุน จากการศึกษาพบว่าผลตอบแทนโมเมนตัมจะสูงในกลุ่มหุ้นที่มีปริมาณการซื้อขายสูงและอยู่ในตลาดขาขึ้น และพบว่าผลตอบแทนส่วนเกินทางโมเมนตัมจะสูงในกลุ่มหุ้นที่มีมีปริมาณซื้อขายต่ำและอยู่ในตลาดขาลง ในระยะยาวพบว่ากำไรทางโมเมนตัมจะมีการกลับตัวแต่ผลตอบแทนโมเมนตัมไม่เปลี่ยนแปลง

Jegedeesh and Titman (1993) ศึกษาเกี่ยวกับกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม ซึ่งกลยุทธ์การลงทุนดังกล่าวเป็นการซื้อหลักทรัพย์ที่แข็งแกร่งหรือให้ผลตอบแทนสูงในอดีต (Winner) และขายหลักทรัพย์ที่อ่อนแอหรือให้ผลตอบแทนที่ต่ำในอดีต (Loser) ตามแนวคิดที่ว่านักลงทุนในตลาดมีพฤติกรรมการตอบสนองต่อข้อมูลที่น้อยเกินไป เมื่อราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น นักลงทุนที่ตอบสนองต่อข้อมูลที่น้อยเกินไปจะทยอยซื้อหลักทรัพย์ทำให้หลักทรัพย์มีระดับราคาที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ในทางตรงกันข้ามเมื่อราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวลดลง นักลงทุนจะตอบสนองต่อข้อมูลน้อยเกินไป และทยอยขายหลักทรัพย์ทำให้หลักทรัพย์มีระดับราคาที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น โดยเมื่อทดสอบกับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาพบว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่ากลยุทธ์แบบสวนทางนั่นคือ การซื้อหลักทรัพย์ที่มีความอ่อนแอหรือให้ผลตอบแทนต่ำในอดีตและขายหลักทรัพย์ที่มีความแข็งแกร่งหรือให้ผลตอบแทนสูงในอดีต นอกจากนี้ยังพบว่าวิธีการคำนวณผลตอบแทนในอดีตย้อนหลัง 6 เดือนของกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมจะสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้มากที่สุด

Kent et al. (1998) ได้ศึกษาเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ภายใต้แนวคิดทางจิตวิทยาว่านักลงทุนเป็นคนที่ตอบสนองกับข้อมูลมากเกินไปและน้อยเกินไป โดยการตั้งสมมติฐานว่านักลงทุนจะ

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

ตอบสนองมากต่อข้อมูลส่วนตัว (Private Information) และตอบสนองน้อยต่อข้อมูลสาธารณะ (Public Information) จากการศึกษาพบว่าความมั่นใจในตนเองของนักลงทุนสร้างความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างราคาปัจจุบันกับราคาในอนาคต (ระยะสั้น) หรือเรียกว่า "โมเมนตัม" แต่สร้างความสัมพันธ์เชิงผกผันกับผลตอนแทนในระยะยาว

Hong and Stein (1999) มีงานวิจัยจำนวนมากได้ให้ผลเชิงประจักษ์ว่าผลตอบแทนของสินทรัพย์สามารถทำนายได้ด้วยข้อมูลข่าวสารสาธารณะและพบว่าราคาของสินทรัพย์จะมีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกันในระยะสั้น,กลาง แต่ราคามีแนวโน้มที่จะกลับตัวในระยะยาว งานวิจัยนี้ได้ศึกษาเพิ่มเติมโดยแบ่งกลุ่มทดลองออกเป็น 2 กลุ่มคือนักลงทุนที่ใช้ข่าวสารและนักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์แบบโมเมนตัม ในกลุ่มนักลงทุนที่ใช้ข่าวสารทดสอบโดยใช้ข้อมูลส่วนบุคคล พบว่าไม่สามารถเชื่อมโยงข้อมูลของกลุ่มที่ใช้ข่าวสารกับราคาสินทรัพย์ได้ ถ้าหากข้อมูลเผยแพร่ไปยังประชากรแต่ละกลุ่มอย่างช้าๆ ราคาก็จะตอบสนองน้อยกว่าที่ควรจะเป็นในระยะสั้น การตอบสนองน้อยของราคานี้ทำให้นักลงทุนโมเมนตัมสามารถทำกำไรด้วยการไล่ตามราคา อย่างไรก็ตามนักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์นี้ในการทำกำไรด้วยการอาร์บิทราจจะนำไปสู่การตอบสนองมากกว่าปกติในระยะยาว

Sagi and Seasholes (2007) งานวิจัยนี้ได้ศึกษาบริษัทที่มีผลตอบแทนโมเมนตัมและบริษัทที่ไม่มีผลตอบแทนโมเมนตัม โดยทดสอบสมมติฐาน 2 ข้อ ข้อแรกบริษัทที่มีคุณสมบัติเฉพาะ (รายได้, ต้นทุน และโครงการลงทุนให้สิทธิ์ในสินทรัพย์จริง) มีผลกระทบต่อราคาในอดีตในการทำนายราคาในอนาตตหรือไม่ ข้อ 2 คุณสมบัติเฉพาะของบริษัทมีส่วนช่วยในกากรเพิ่มผลตอบแทนโมเมนตัมหรือไม่ ผลการทดสอบพบว่าเมื่อรวมคุณสมบัติเฉพาะของบริษัทและสหสัมพันธ์อัตโนมัติของผลตอบแทน ซึ่งใช้ในการสร้างกลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมโดยใช้บริษัทที่มีการเติบโตของรายได้สูงต้นทุนต่ำและ มีการลงทุนในสินทรัพย์จริงที่เติบโต จากการลงทุนด้วยกลยุทธ์ดังกล่าวพบว่าสามารถสร้างผลตอบแทนโมเมนตัมได้ปีละ 5%

Lin et al. (2016) ได้ศึกษาเกี่ยวกับกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในตลาดหลักทรัพย์ไต้หวัน โดยใช้ข้อมูลผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไต้หวัน (TWSE) และราคาหุ้นรายตัวตั้งแต่ปีค.ศ. 1971 ถึง 2014 นอกจากนั้นยังทำการศึกษากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมกับภายใต้เงื่อนไขต่างๆ คือสภาวะตลาด การเปลี่ยนแปลงสภาวะตลาด การเงินเชิงพฤติกรรม วัฏจักรธุรกิจ ความผันผวนของตลาด สภาพคล่องของตลาด ความรู้สึกของนักลงทุน ผลจาการศึกษาด้วยวิธีต่างๆพบว่าตลาดหลักทรัพย์ไต้หวันไม่สามารถผลตอบแทนส่วนเกินจาการลงทุนแบบโมเมนตัมได้แต่พบว่าผลตอบแทนแบบโมเมนได้รับผลกระทบจากปัจจัยการการเปลี่ยนแปลงสภาวะตลาดซึ่งให้ผลลัพธ์

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

สอดคล้องกับแบบทดลอง DHS นอกจากนี้ยังพบว่าปัจจัยพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในไต้หวันยังมีส่วนในการเพิ่มความเชื่อมั่นเกินปกติซึ่งมีความความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงสภาวะตลาด และผลการทดสอบเกี่ยวกับทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรมยังให้ผลสอดคล้องกับแบบทดลอง DHS เช่นกัน

ณัฐพล ศรีสมบูรณ์สกุล (2556) ทำการศึกษาการลงทุนกลยุทธ์แบบโมเมนตัมวิธีปกติ วิธี George and Hwang ที่มีการคำนวณโดยใช้ผลตอบแทนในอดีตเป็นหลัก (เปรียบเทียบราคาปัจจุบันกับราคาสูงสุดในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา) วิธี Sharpe และวิธี Sortino โดยมีการคำนวณผลตอบแทนย้อนหลังเป็นเวลา J เดือน (J เท่ากับ 1,3,6,9 และ12 เดือน) หลังจากนั้นนำข้อมูลมาเรียงลำดับตามผลตอบแทนแต่ละแบบและสร้างเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ 10 กลุ่ม กลุ่มที่ให้ผลตอบแทนมากที่สุดคือกลุ่ม Winner และกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนน้อยที่สุดคือกลุ่ม Loser โดยเกณฑ์ที่ใช้ในการทดสอบคือเปรียบเทียบผลตอบแทนโมเมนตัมกับผลตอบแทนจากดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่การศึกษาครั้งนี้ไม่ได้พิจารณาถึงต้นทุนในการทำธุรกรรมในการซื้อขายสินทรัพย์ จากการศึกษาพบว่าผลตอบแทนในกลุ่ม Winner เป็นบวกจากการทดสอบทั้ง 4 วิธี แต่เมื่อนำผลตอบแทนของกลุ่ม Winner – Loser แล้วพบว่าผลตอบแทนโมเมนตัมมีค่าลดลง จึงพบว่ากลยุทธ์แบบโมเมนตัมไม่สามารถสร้างกำไรส่วนเกินได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สิรณัฐ จางกิตติรัตน์ (2555) ศึกษากลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัม โดยอาศัยการตอบสนองของตลาดต่อเหตุการณ์การประกาศผลกำไรไม่ตรงตามความคาดหวัง (Earnings Surprise) มาพิจารณาในการสร้างพอร์ตการลงทุนในกลยุทธ์แบบโมเมนตัม โดยข้อมูลที่ใช้ศึกษามาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 ถึง 2554 โดยแบ่งการประมาณค่า Earnings Surprise เป็น 3 วิธี คือ SUE,ABR และ EAR และใช้ทั้ง 3 วิธีในการคัดเลือกพอร์ตการลงทุน ซึ่งหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงสุดจากทั้ง 3 วิธีคือกลุ่ม Winner ในทางกลับกันถ้าผลตอบแทนต่ำก็จะเป็นกลุ่ม Loser จากการศึกษาพบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่ม Winner เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่ม Loser มีแนวโน้มลดลงหรือคงที่ และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยนของกลุ่ม Winner จะสูงขึ้นมากในช่วง 9-12 เดือนของการถือครองหลักทรัพย์ ส่งผลให้พบผลตอบแทนโมเมนตัมเป็นบวกจากการลงทุนด้วยกลยุทธ์ดังกล่าว

ปวินท์ ธชทรงธรรม (2558) ศึกษากลยุทธ์แบบโมเมนตัมโดยอยู่บนพื้นฐานของช่วงเวลาของราคาสูงสุดในรอบ 52 สัปดาห์ โดยใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งเดือนมกราคม 2548 ถึงเดือนธันวาคม 2558โดยการใช้การวัดผลแบบ RR เพื่อใช้คัดเลือกหุ้นที่ในพอร์ตการลงทุน

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่ค่า RR มากที่สุดร้อยละ 30 จะเป็นกลุ่ม Winner และกลุ่มหลักทรัพย์ที่ค่า RR ต่ำที่สุดร้อยละ 30 เป็นกลุ่ม Loser และใช้วิธีเดียวกันในการแบ่งกลุ่มด้วยค่า GH ซึ่งทั้ง 2 วิธีถูกใช้ในการงานวิจัยของ George and Hwang (2004) การศึกษามีการควบคุมปัจจัยของขนาดบริษัทและอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าบริษัทด้วยแบบจำลอง 3 ปัจจัย (Three-Factor Model) ผลจากการทดสอบพบว่าหุ้นที่ซื้อขายใกล้วันที่ราคาสูงสุดในรอบ 52 สัปดาห์สามารถผลตอบแทนได้มากกว่าหุ้นที่ซื้อขายไกลวันที่ราคาสูงสุดในรอบ 52 สัปดาห์ได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยสรุปว่านักลงทุนไม่สบายใจที่จะซื้อหุ้นในราคาที่สูง แต่ถ้าราคาหุ้นทะลุผ่านราคาสูงสุดในรอบ 52 สัปดาห์ จะมีโมเมนตัมให้ราคาหุ้นเคลื่อนไหวในทิศทางที่ดีต่อไป

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved