

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา การอภิปรายผลและข้อเสนอแนะ

การค้นคว้าแบบอิสระนี้ศึกษากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมภายใต้เงื่อนไขการเปลี่ยนแปลงสถานะของตลาดและพฤติกรรมการลงทุนที่แตกต่างกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปและอภิปรายผลการศึกษา รวมไปถึงข้อเสนอแนะต่างๆ ได้ตามรายละเอียดดังต่อไปนี้

5.1 สรุปผลและการอภิปรายผลศึกษา

การค้นคว้าอิสระนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อต้องการศึกษาว่ากลยุทธ์การลงทุน โมเมนตัมภายใต้เงื่อนไขการเปลี่ยนแปลงสถานะตลาดและเงื่อนไขพฤติกรรมของนักลงทุนที่แตกต่างกันสามารถทำผลตอบแทนส่วนเกินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้หรือไม่ โดยการทดสอบการหาเฉลี่ยด้วยการทดสอบ t ของพอร์ตการลงทุนต่างๆ โดยจะใช้ข้อมูลรายเดือนของหุ้นสามัญจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2543 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2559 ในการคัดเลือกพอร์ตการลงทุน ต่อมาเรียงลำดับด้วยผลตอบแทนย้อนหลัง 6 เดือน จากนั้นจะแบ่งออกเป็น 5 กลุ่ม กลุ่มที่ให้ผลตอบแทนมากที่สุดจะเรียกว่ากลุ่ม Winner ส่วนกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนน้อยที่สุดคือกลุ่ม Loser จะได้ข้อมูล 5 กลุ่ม โดยทำการคัดเลือกหุ้นด้วยวิธีเดียวกันทุกเดือนจะได้ข้อมูลทั้งหมด 179 เดือน หลังจากนั้นจะทำการซื้อหุ้นแล้วถือเป็นเวลา K เดือน (K เท่ากับ 3, 6, 9 และ 12 เดือน) เมื่อได้ผลตอบแทนเฉลี่ยจากซื้อขายหุ้นแต่ละช่วงแล้ว จะทำการซื้อหุ้นกลุ่ม Winner และขายชอร์ตกลุ่ม Loser ณ เวลา t เดียวกันจะได้ผลตอบแทน โมเมนตัม โดยมีสมมติฐานดังนี้

H₁: ผลตอบแทนจากกลยุทธ์การลงทุน โมเมนตัมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเป็นบวก

จากการทดสอบกลยุทธ์การลงทุน โมเมนตัมแบบปกติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยวิธีการแบ่งช่วงถือครองหุ้นแตกต่างโดยแบ่งการถือครองหุ้นเป็น 3, 6, 9 และ 12 เดือน เมื่อแบ่งน้ำหนักในการลงทุนพอร์ตการลงทุนเท่าๆกัน หลังจากสร้างพอร์ตการลงทุนด้วยวิธีดังกล่าวพบว่าไม่สามารถกำไรด้วยกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมได้ เพราะกลุ่ม Loser ให้ผลตอบแทนบวกมากกว่ากลุ่ม Winner ในทุกช่วงเวลาการถือครอง จึงเปลี่ยนการถ่วงน้ำหนักจากการถ่วงน้ำหนักหุ้นทุกตัวเท่ากันเป็นถ่วงน้ำหนักหุ้นแต่ละตัวด้วยมูลค่าตลาด พบว่าผลตอบแทนมีแนวโน้มลดลงทั้งในกลุ่ม

Winner และกลุ่ม Loser แต่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่ม Winner ให้ผลตอบแทนที่มากกว่าและมีแนวโน้มเพิ่มสูงมากขึ้นตามระยะเวลาการถือครองที่เพิ่มขึ้นแต่สูงที่สุดที่ช่วงเวลาการถือครองที่ 12 เดือน และผลตอบแทนกลุ่ม Winner มากกว่ากลุ่ม Loser อย่างมีนัยยะสำคัญส่งผลให้กลยุทธ์แบบโมเมนตัมสามารถทำกำไรได้ หลังจากที่ทราบว่ากลยุทธ์แบบโมเมนตัมสามารถใช้ทำกำไรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นั้น จากวิจัยที่ผ่านมามีพบว่าผลตอบแทนโมเมนตัมมีแนวโน้มจะกลับตัวเพิ่มขึ้นใน 1 เดือนหลังจากช่วงที่ถือครองหุ้นเพื่อเป็นหลีกเลี่ยงราคาที่สามารถจะเพิ่มขึ้นในการศึกษากลยุทธ์การลงทุนจึงมีการเว้นช่วง 1 เดือนระหว่างระยะการคัดเลือกหุ้นและระยะการถือครองหุ้น ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่าไม่มีความแตกต่างระหว่างการเว้นช่วง 1 เดือนกับการไม่เว้นช่วง จึงสรุปสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่ากลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมที่มีการถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาดสามารถทำกำไรได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและในส่วนถัดไปจะเป็นการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมภายใต้เงื่อนไขการเปลี่ยนแปลงสถานะตลาด

จากการศึกษาก่อนหน้านี้พบว่ากลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมสามารถใช้ทำกำไรในได้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ จึงมีการศึกษาเพิ่มเติมว่ายังมีปัจจัยอื่นที่สามารถอธิบายผลตอบแทนโมเมนตัมได้ อ้างอิงจากงานวิจัยของ Lin et al. (2016) มีการศึกษาโดยใช้ปัจจัยสถานะตลาดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ทุกวันและสามารถอธิบายผลตอบแทนโมเมนตัมได้ จึงมีการศึกษาเพิ่มเติมโดยการแบ่งช่วงเวลาจากทั้งหมด 179 เดือนเป็น 2 กลุ่มโดยใช้เกณฑ์การแบ่งคือผลตอบแทนสะสมย้อนหลังของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 12i , 24 และ 36 เดือนตามลำดับ ถ้าหากผลตอบแทนสะสมมีค่าเป็นบวกคือตลาดขาขึ้นและผลตอบแทนสะสมมีค่าเป็นลบคือตลาดขาลง หลังจากแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มแล้วจึงนำทั้ง 2 กลุ่มไปทดสอบการลงทุนด้วยกลยุทธ์แบบโมเมนตัมปกติ จากการศึกษาพบว่าผลตอบแทนโมเมนตัมมีค่ามากที่สุดอย่างมีนัยยะสำคัญในกลุ่มตลาดขาลงและใช้ข้อมูลผลตอบแทนย้อนหลังของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ 12 เดือน แต่ถึงอย่างนั้นปัจจัยสถานะตลาดก็ไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนโมเมนตัมได้ดีพอจึงมีศึกษาปัจจัยการเปลี่ยนแปลงสถานะตลาดเพิ่มเติม

การลงทุนแบบโมเมนตัมภายใต้เงื่อนไขของการเปลี่ยนแปลงสถานะตลาดนั้นนอกจากการแบ่งกลุ่มโดยใช้เกณฑ์ผลตอบแทนในอดีตเพื่อแบ่งเป็นตลาดขาขึ้นและลงแล้ว จะมีการพิจารณาผลตอบแทนในปัจจุบันเพิ่มเติม ทำให้สมมติฐานแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มโดยใช้การพิจารณาผลตอบแทนสะสมในอดีตและผลตอบแทนปัจจุบันของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งเป็นกลุ่มที่สถานะตลาดคงเดิม (Continuation) ซึ่งได้แก่ตลาดขาขึ้น-ขึ้น (Up-Up) และ ลง-ลง (Down-Down) จะให้ผลตอบแทนโมเมนตัมมากกว่ากลุ่มที่มีการเปลี่ยนแปลงสถานะตลาด (Transition) ซึ่งได้แก่ตลาดขาขึ้น-ลง (Up-Down) และ ลง-ขึ้น (Down-Up) เนื่องจากกลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมคือการใช้ข้อมูลใน

อดีตเพื่อสร้างพอร์ตการลงทุน โดยเชื่อว่าราคาของหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดิม ดังนั้นถ้าหากไม่มีการเปลี่ยนแปลงของสถานะตลาด (Continuation) ถ้าหากตลาดเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดิม จะทำให้เกิดผลตอบแทนที่มากกว่า

H₂: อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนด้วยกลยุทธ์แบบโมเมนตัมในกลุ่มที่สถานะตลาดคงเดิม (Continuation) มากกว่ากลุ่มที่มีการเปลี่ยนแปลงสถานะตลาด (Transition) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากงานวิจัยของ Lin et al. (2016) จากการศึกษาพบว่าผลตอบแทนโมเมนตัมในตลาดหลักทรัพย์ได้หวั่นอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนด้วยกลยุทธ์แบบโมเมนตัมในกลุ่มที่สถานะตลาดคงเดิม (Continuation) มากกว่ากลุ่มที่มีการเปลี่ยนแปลงสถานะตลาด (Transition) แต่จากการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผลได้ที่กลับตรงกันข้ามคือได้ผลตอบแทนโมเมนตัมในกลุ่มที่มีการเปลี่ยนแปลงสถานะตลาด (Transition) มากกว่ากลุ่มที่สถานะตลาดคงเดิม (Continuation) เมื่อดูในรายละเอียดที่ลึกลงไปพบว่าในตลาดได้หวั่นกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนโมเมนตัมเป็นบวกเยอะกลุ่มตลาดขาขึ้น-ขึ้นและขาลง-ลงเป็นกลุ่มสถานะตลาดคงเดิม (Continuation) ซึ่งตรงกับแบบทดลอง DHS แต่ในประเทศไทยพบว่ากลุ่มที่ให้ผลตอบแทนสูงกลับเป็นกลุ่มตลาดขาลง-ขึ้น (Down-Up) และตลาดขาขึ้น-ขึ้น (Up-Up) ซึ่งตรงกับแบบทดลอง HS และ SS จึงสรุปผลว่าปัจจัยการเปลี่ยนแปลงสถานะตลาด (Market Dynamic) สามารถอธิบายของผลตอบแทนโมเมนตัมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แต่ไม่ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งในส่วนต่อไปจะศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมของนักลงทุนซึ่งเป็นอีกปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทนโมเมนตัม

การลงทุนแบบโมเมนตัมภายใต้เงื่อนไขของทฤษฎีพฤติกรรมทางการเงิน ทฤษฎีนักลงทุนมีความเชื่อมั่นในตัวเองสูง ตั้งสมมติฐานว่ากลุ่มของหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายสูงจะให้ผลตอบแทนโมเมนตัมสูงด้วย เนื่องจากถ้าหากนักลงทุนมีนิสัยเชื่อมั่นในตัวเองสูงจะสนใจข้อมูลข่าวสารและเลือกลงทุนในกลุ่มที่มีสนใจทำให้มีการซื้อขายมากในกลุ่มที่มีข้อมูลข่าวสารส่งผลกระทบต่อการลงทุนด้วยกลยุทธ์แบบโมเมนตัม แสดงว่ากลุ่มที่นักลงทุนสนใจ(ปริมาณการซื้อขายสูง) จะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในพอร์ตการลงทุนมากและส่งผลให้ผลตอบแทนโมเมนตัมสูงขึ้นด้วยในทางกลับกันกลุ่มที่ปริมาณการซื้อขายต่ำก็ไม่ได้ได้รับความสนใจจากนักลงทุนราคาก็ไม่เปลี่ยนแปลงทำให้ไม่สามารถใช้กลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมเพื่อทำกำไรได้

H₃: ผลตอบแทนโมเมนตัมจากการลงทุนด้วยกลยุทธ์แบบโมเมนตัมที่ถูกแบ่งกลุ่มด้วยความสนใจของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มที่ปริมาณการซื้อขายสูงมีผลตอบแทนโมเมนตัมสูงที่สุด

จากการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมภายใต้การแบ่งกลุ่มตามพฤติกรรมของนักลงทุนพบว่ากลุ่มที่ให้ผลตอบแทนโมเมนตัมสูงคือกลุ่มที่มีปริมาณการซื้อขายสูง ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และในกลุ่มที่ปริมาณซื้อขายต่ำและปานกลางพบว่าผลตอบแทนในกลุ่ม Loser และ Winner เมื่อทดสอบผลตอบแทนโมเมนตัมจึงพบว่าไม่สามารถทำกำไรได้

ผลลัพธ์ที่ได้จากการศึกษาการลงทุนแบบโมเมนตัมภายใต้เงื่อนไขการเปลี่ยนแปลงสถานะของตลาดและพฤติกรรมการลงทุนที่แตกต่าง พบว่าปัจจัยการเปลี่ยนแปลงสถานะตลาดสามารถอธิบายผลตอบแทนโมเมนตัมได้ ถ้าหากกลยุทธ์ดังกล่าวจะสามารถทำกำไรได้มากกว่าการใช้กลยุทธ์แบบโมเมนตัมแบบปกติ แต่ผลที่ได้แตกต่างจากงานวิจัยของ Asem and Tian's (2010) ซึ่งศึกษาในตลาดหลักทรัพย์อเมริกา และงานวิจัยของ Lin et al. (2016) ที่ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ไต้หวัน งานวิจัยดังกล่าวสนับสนุนแบบทดลอง DHS แต่ผลที่ได้จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสนับสนุนแบบทดลอง HS และ SS และปัจจัยทฤษฎีการเงินที่ศึกษาโดยแบ่งกลุ่มจากปริมาณการซื้อขายเพื่อเป็นตัวแทนความสนใจของนักลงทุนพบว่าผลตอบแทนโมเมนตัมเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ปริมาณการซื้อขายสูง

5.2 ข้อเสนอแนะ

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่เดือนมกราคม 2543 ถึงเดือนธันวาคม 2559 เป็นเวลาทั้งหมด 16 ปี แต่การศึกษากลุ่มตัวอย่างอาจจะไม่ได้เป็นตัวแทนที่ดีของข้อมูลทั้งหมด ดังนั้นควรขยายผลการศึกษาโดยใช้ข้อมูลย้อนหลังตั้งแต่เริ่มจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และแบ่งช่วงการศึกษากลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมโดยแบ่งเป็นช่วงเวลา 5 ปี และ 10 ปี เพื่อใช้เปรียบเทียบผลตอบแทนโมเมนตัมในช่วงเวลาต่างๆ นอกจากการเพิ่มช่วงเวลาในการศึกษาแล้วยังสามารถเพิ่มการศึกษาช่วงคัดเลือกพอร์ตการลงทุน (Formation Period) ในการศึกษานี้ได้ใช้ผลตอบแทนย้อนหลังของหุ้นเป็นระยะเวลา 6 เดือนในการคัดเลือกเข้าพอร์ตการลงทุน ดังนั้นควรเพิ่มระยะเวลาของผลตอบแทนย้อนหลังเป็น 3 , 6 , 9 และ 12 เดือน เพื่อเปรียบเทียบว่าผลตอบแทนย้อนหลังอื่นให้ผลตอบแทนโมเมนตัมเหมือนหรือแตกต่างกับการศึกษาครั้งนี้

ผลลัพธ์จากการศึกษานี้พบว่า เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนสถาบันหรือรายย่อยที่มีทรัพย์สินค่อนข้างมาก เนื่องจากต้องใช้จ่ายเงินจำนวนมากในการลงทุนตามกลยุทธ์โมเมนตัมภายใต้เงื่อนไขการเปลี่ยนแปลงสถานะตลาดและพฤติกรรมที่แตกต่างกันของนักลงทุน จากการศึกษาแนะนำให้เลือกลงทุนโดยพิจารณาจากปัจจัย 3 ข้อ ข้อแรกคือเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายสูงสุดร้อยละ 30 ข้อที่สองเลือกลงทุนเฉพาะช่วงที่ผลตอบแทนสะสมของดัชนี SET ในอดีตให้ผลตอบแทนเป็นบวกหรือลบ แต่ผลตอบแทนในปัจจุบันของดัชนี SET ต้องให้ผลตอบแทนเป็นบวกเท่านั้น และข้อสุดท้ายเลือกลงทุนด้วยการซื้อกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนในอดีตเป็นบวกและขายชอร์ตกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนในอดีตเป็นลบ (กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม)



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved