

การทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคมโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด  
และกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

A Test of January Effect by Using Contrarian and  
Momentum Investment Strategies in the Stock Exchange of Thailand

กฤตพร นันทสมบูรณ์\* จอมใจ แซมเพชร\*\* และชัยวุฒิ ตั้งสมชัย\*\*\*

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบปรากฏการณ์ในเดือนมกราคม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง เก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างจากข้อมูลราคาปิดของหุ้นสามัญในดัชนี SET 50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 สถิติในการวิเคราะห์ข้อมูล ใช้สถิติพรรณนาได้แก่ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุดและสูงสุดของผลตอบแทนจากการลงทุนในแต่ละกลยุทธ์ และใช้สถิติเชิงอนุมานได้แก่ สถิติทดสอบ t (One sample t test)

ผลการศึกษาพบว่า การใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด และกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง สำหรับการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม และการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่นๆที่ไม่ใช่เดือนมกราคม ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าในช่วงเวลาที่ศึกษาไม่พบปรากฏการณ์ในเดือนมกราคมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### Abstract

This study aims to reexamine the January effect by using the contrarian investment strategy, the momentum investment strategy in the Stock Exchange of Thailand. For the contrarian investment strategy and the momentum investment strategy, data sample was gathered from all of the stocks listed on the SET50 Index in the Stock Exchange of Thailand and the financial stock industries are excluded. The sample period is range from January 2008 to January 2018. The data sample was analyzed by descriptive statistics such as average return, standard deviation, minimize return and maximize return from each strategy to examine the January effect. Moreover, inference statistics such as t-test was also used to analyze the data of this study.

To summarize the finding, using contrarian and momentum investment strategies for profitable investment in January are not significantly different from non-January month. Therefore, the January Effect was not found in the Stock Exchange of Thailand.

\* นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

\*\* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

\*\*\* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

## บทนำ

ปรากฏการณ์ในเดือนมกราคม (January Effect) เป็นหนึ่งในปรากฏการณ์ที่ได้รับความสนใจเป็นอย่างมาก งานวิจัยของ Wachtel (1942) พบปรากฏการณ์ในเดือนมกราคมเป็นครั้งแรก ในเดือนมกราคมของทุกๆ ปีที่ดัชนีราคาของตลาดหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นเป็นพิเศษอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากนักลงทุนสถาบันเข้าซื้อหลักทรัพย์ในช่วงต้นปีหลังจากที่ได้เทขายเพื่อทำกำไรในช่วงเดือนธันวาคมและรับผลประโยชน์ทางภาษี ทำให้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์นั้นปรับตัวเพิ่มขึ้น พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนบางกลุ่มเปลี่ยนไป โดยนักลงทุนบางกลุ่มจะซื้อหลักทรัพย์ในเดือนธันวาคมและขายหลักทรัพย์เพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม

ในประเทศไทย พบว่ามีการศึกษาที่เกี่ยวข้องโดยตรงในเรื่องผลกระทบจากปรากฏการณ์ในเดือนมกราคม เช่น งานวิจัยของวิษณุชาติ ถนอมชาติ (2551) ได้ศึกษาความผิดปกติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และปัจจัยเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับปรากฏการณ์ในเดือนมกราคม แต่ผลการศึกษาไม่พบปรากฏการณ์ความผิดปกติของผลตอบแทนในเดือนมกราคมในประเทศไทย ในทางกลับกัน มีการยืนยันถึงปรากฏการณ์เดือนมกราคมในต่างประเทศ เช่น งานวิจัยของ Yao (2012) ได้ทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคมโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) พบว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดจะมีกำไรในช่วงเดือนมกราคม เป็นการยืนยันถึงปรากฏการณ์เดือนมกราคม

การใช้กลยุทธ์การตัดสินใจลงทุนซื้อขายเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่ทำให้ได้ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นจากปกติ ซึ่งการศึกษานี้เลือกที่จะใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง โดยกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (De Bondt & Thaler, 1985) จะแนะนำให้นักลงทุนลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ต่ำ และขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่สูง ดังนั้นผลกำไรที่ได้มาจากกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด จะเกิดจากลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนที่ต่ำ และกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Jegadeesh, N. & Titman, S., 1993) จะแนะนำให้นักลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาเพิ่มสูง และแนะนำให้ขายหลักทรัพย์ที่ราคากำลังลดลง ดังนั้นผลกำไรที่เกิดจากกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงจะเกิดจากการซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาเพิ่มสูงขึ้น

อย่างไรก็ตามมีการศึกษาที่พบว่าการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงสามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนของตลาด (ไพบุลย์ เสรีวิวัฒนา, 2559) การศึกษานี้จึงต้องการทดสอบปรากฏการณ์ในเดือนมกราคม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงจะสามารถให้ผลตอบแทนในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ ซึ่งแสดงว่าพบปรากฏการณ์ในเดือนมกราคมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยปรากฏการณ์เดือนมกราคม ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้น ดังนั้นผลกำไรที่เกิดจากกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดจะเกิดจากการที่ลงทุนในผลตอบแทนในอดีตที่ต่ำ และขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่สูงทำให้มีกำไรที่มากกว่าในช่วงอื่น ๆ ของปี เช่นเดียวกับกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ผลกำไรที่เกิดขึ้นเกิดจากการที่ลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีราคาเพิ่มสูงและขายหลักทรัพย์ที่ราคากำลังลดลง ทำให้มีกำไรที่มากกว่าในช่วงอื่น ๆ ของปีเช่นเดียวกัน

การศึกษานี้ ผู้ศึกษาจึงเลือกใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด และกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลวิจัยจะสามารถสร้างประโยชน์ให้แก่ผู้ลงทุนและผู้สนใจใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อเป็นแนวทางที่เหมาะสมและเป็นโอกาสสร้างผลตอบแทนที่มากขึ้นแก่ผู้ลงทุนอีกด้วย

## แนวคิดและทฤษฎี

### 1. ปรากฏการณ์เดือนมกราคม (January Effect)

ปรากฏการณ์เดือนมกราคม (January Effect) ซึ่งจากงานวิจัยของ Wachtel (1942) พบว่าเดือนมกราคม ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นและให้ผลตอบแทนมากกว่าเดือนอื่นๆ ราคาของหลักทรัพย์กลุ่มหนึ่งจะลดลงอย่างรวดเร็วในเดือนธันวาคมและกลับเพิ่มสูงขึ้นในเดือนมกราคมโดยเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดขนาดเล็ก มีการยืนยันถึงปรากฏการณ์เดือนมกราคมในต่างประเทศ ซึ่งมีหลากหลายงานวิจัยและมีวิธีการศึกษาที่แตกต่างกัน เช่น งานวิจัยของ Yao (2012, pp. 2757–2769) ได้ทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคมโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) พบว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดจะมีกำไรในช่วงเดือนมกราคมเป็นการยืนยันถึงปรากฏการณ์เดือนมกราคม งานวิจัยของ Keim (1983, pp.13-32) ได้ศึกษาความผิดปกติของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ AMEX และ NYSE ด้วยวิธีสมการถดถอยโดยใช้วิธีกำลังสองน้อยสุด พบว่า ในเดือนมกราคมของทุกปีจะมีค่าเฉลี่ยในความผิดปกติมากกว่าเดือนอื่น ๆ

### 2. แนวคิดเรื่องกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy)

กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (De Bondt & Thaler, 1985) เป็นกลยุทธ์ที่แนะนำให้ลงทุนลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ต่ำ และขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่สูง ซึ่งกลยุทธ์นี้มีพื้นฐานมาจากถ้าราคาหลักทรัพย์มีพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริงต่อข่าวสารที่เข้ามากระทบหุ้นสามัญที่ให้ผลตอบแทนสูงมักจะมีแนวโน้มที่มีราคาหลักทรัพย์เกินมูลค่าที่แท้จริงและหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำมีแนวโน้มที่มีราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งนักลงทุนสามารถที่จะทำกำไรได้จากการที่ราคาหลักทรัพย์กลับสู่มูลค่าที่แท้จริงได้

### 3. แนวคิดเรื่องกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Momentum Strategy)

กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Jegadeesh, N. & Titman, S., 1993) มีพื้นฐานมาจากการที่ราคาหลักทรัพย์มีการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์เชิงบวกของผลตอบแทนที่ได้รับและการเกิดแรงเหวี่ยงของราคา ทำให้เห็นว่าตลาดเกิดการตอบสนองของข่าวสารต่ำกว่าความเป็นจริง ในกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงจะแนะนำให้ลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาเพิ่มสูงขึ้นเนื่องจากพิจารณาว่าหลักทรัพย์นั้นมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง และแนะนำให้ขายหลักทรัพย์ที่ราคากำลังลดลงเนื่องจากเห็นว่าหลักทรัพย์นั้นมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง

## วิธีการดำเนินการวิจัย

### การเก็บรวบรวมข้อมูล และกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้ข้อมูลราคาปิดทุกวันทำการของบริษัทที่จดทะเบียนในดัชนี SET 50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 และไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน โดยข้อมูลที่จะใช้ศึกษาจากฐานข้อมูล SETSMART

### สมมติฐานของการศึกษา

1) การทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด

จากแนวคิดของ Yao (2011) ว่าปรากฏการณ์เดือนมกราคมเกิดขึ้นจริง เมื่อกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ จึงนำมาสู่การตั้งสมมติฐานดังนี้

$H_{01}$ : การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดไม่สามารถทำกำไรได้ในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ

$H_{a1}$ : การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด สามารถทำกำไรได้ในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ

2) การทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง

จากแนวคิดของ Yao (2011) ว่าปรากฏการณ์เดือนมกราคมเกิดขึ้นจริง เมื่อกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ จึงนำมาสู่การตั้งสมมติฐานดังนี้

$H_{02}$ : การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ไม่สามารถทำกำไรได้ในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ

$H_{a2}$ : การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง จะสามารถทำกำไรได้ในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ

### วิธีการทดสอบ

การทดสอบจะแบ่งการศึกษาเป็น 2 ช่วง ได้แก่ การศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 และการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 โดยจัดเรียงหลักทรัพย์ตามอัตราผลตอบแทนในอดีต แบ่งเป็น 10 เดซิส์และเลือกหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงสุดของหลักทรัพย์ทั้งหมดเรียกว่า Winner และเลือกหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำสุดของหลักทรัพย์ทั้งหมด เรียกว่า Loser และสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน โดยกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง จะซื้อกลุ่มหลักทรัพย์ Winner และขายกลุ่มหลักทรัพย์ Loser วัดผลตอบแทนโดยวิธี Loser-Winner Portfolio และกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด จะขายกลุ่มหลักทรัพย์ Winner และซื้อกลุ่มหลักทรัพย์ Loser โดยวัดผลตอบแทนโดยวิธี Winner-Loser Portfolio ทั้งสองกลยุทธ์ทำการทดสอบการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาด

### การวิเคราะห์ข้อมูล

#### สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

เป็นการรวบรวมข้อมูลทางสถิติที่จำเป็นในตัวแปรประเภทต่าง ๆ สำหรับนำไปใช้ทดสอบสมมติฐาน และทำการวิเคราะห์โดยอาศัยสถิติเชิงพรรณนา พร้อมทั้งแสดงข้อมูลในรูปค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

#### สถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics)

ในการศึกษาเลือกใช้สถิติเชิงอนุมาน สำหรับนำไปใช้ทดสอบสมมติฐาน โดยการใช้สถิติทดสอบ t จะวิเคราะห์ความมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนด้วยสถิติ one sample t-test เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยดังนี้

• การศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม

$H_0$  : อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดไม่แตกต่างกัน

$H_a$  : อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดแตกต่างกัน

• การศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Momentum Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม

$H_0$  : อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดไม่แตกต่างกัน

$H_a$  : อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดแตกต่างกัน

## ผลการศึกษา การอภิปรายผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

### ผลการศึกษา

1. การศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม

ตารางที่ 1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของการลงทุน โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (หน่วย:ร้อยละ)

| กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด                                   | ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 |        |         |         | ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 |        |        |         |
|---|--|--------|---------|---------|--|--------|--------|---------|
|   | Mean   | S.D.   | Max     | Min     | Mean   | S.D.   | Max    | Min     |
| การทดสอบภาพรวมของตลาด                                       | 0.1623   | 0.8022 | 11.7027 | -0.9389 | 0.0335   | 0.2192 | 6.1795 | -0.9052 |
| การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม                    | 0.2458   | 0.9731 | 10.1429 | -0.9357 | 0.0278   | 0.1493 | 1.1667 | -0.7487 |
| การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่นๆที่ไม่ใช่เดือนมกราคม | 0.1548   | 0.7850 | 11.7027 | -0.9389 | 0.0341   | 0.2248 | 6.1795 | -0.9052 |

ตารางที่ 2 ผลตอบแทนจากการถือครองกลุ่มหลักทรัพย์ตาม P10-P1 (Loser-Winner Portfolio) โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (หน่วย:ร้อยละ)

| กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด | ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 |  |   | ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 |  |   |
|---------------------------|--|--|---|--|--|---|
|                           | การทดสอบภาพรวมของตลาด                                  | การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม | การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่นๆที่ไม่ใช่เดือนมกราคม | การทดสอบภาพรวมของตลาด                                  | การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม | การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่นๆที่ไม่ใช่เดือนมกราคม |
| P1                        | 0.031  | 0.327                                    | 0.007   | -0.037   | 0.005                                    | -0.043  |
| P2                        | -0.091   | 0.18                                     | -0.117  | 0.004  | 0.017                                    | 0.002   |
| P3                        | -0.144   | 0.257                                    | -0.166  | 0.019  | 0.014                                    | 0.02  |

|        |        |        |        |        |       |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| P4     | -0.044 | 0.056  | -0.056 | 0.005  | 0.042 | 0.001  |
| P5     | 0.148  | 0.1    | 0.153  | 0.007  | 0.043 | 0.005  |
| P6     | 0.033  | -0.026 | 0.036  | 0.004  | 0.004 | 0.004  |
| P7     | 0.076  | 0.11   | 0.072  | 0.022  | 0.036 | 0.022  |
| P8     | 0.06   | 0.079  | 0.058  | 0      | 0.021 | -0.003 |
| P9     | 0.039  | 0.084  | 0.036  | 0.012  | -0.03 | 0.015  |
| P10    | -0.183 | -0.305 | -0.175 | -0.015 | 0.027 | -0.02  |
| P10-P1 | -0.21  | -0.63  | -0.18  | 0.022  | 0.022 | 0.023  |

จากตารางที่ 1 ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 จะพบว่ากลุ่มกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดที่ลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม จะมีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนมากที่สุด ร้อยละ 0.25 และมีค่าสูงสุดและต่ำสุดคือร้อยละ 10.14 และร้อยละ -0.94 ตามลำดับและการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่นๆที่ไม่ใช่เดือนมกราคมจะมีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนน้อยที่สุด ร้อยละ 0.15 โดยมีค่าสูงสุดและต่ำสุดคือร้อยละ 11.70 และร้อยละ -0.94 ตามลำดับ จะพบว่าการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม จะมีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนมากที่สุด ร้อยละ 0.25 และมีค่าสูงสุดและต่ำสุดคือร้อยละ 0.96 และร้อยละ -0.15 ตามลำดับและการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมจะมีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนน้อยที่สุด ร้อยละ 0.11 โดยมีค่าสูงสุดและต่ำสุดคือร้อยละ 1.06 และร้อยละ -0.90ตามลำดับ

ผลตอบแทนของการลงทุนตาม P10-P1 (Loser-Winner Portfolio) โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 จากตารางที่ 2 พบว่า การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาดมีผลตอบแทนของการลงทุนเท่ากับร้อยละ -0.63 -0.18 และ -0.21 ตามลำดับ ซึ่งไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

ส่วนการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 จากตารางที่ 2 พบว่า การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาดให้ผลตอบแทนเป็นร้อยละ -0.34 0.28 และ 0.24 ตามลำดับ ซึ่งไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

- การศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Momentum Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม

ตารางที่ 3 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของการลงทุนโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (หน่วย:ร้อยละ)

| กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง             | ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551<br>ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 |        |        |         | ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2555<br>ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 |        |        |         |
|--|---|--------|--------|---------|---|--------|--------|---------|
|  | Mean  | S.D.   | Max    | Min     | Mean  | S.D.   | Max    | Min     |
| การทดสอบภาพรวมของตลาด                    | 0.1219  | 0.2850 | 1.0556 | -0.9016 | 0.0281  | 0.2300 | 6.1795 | -0.9052 |
| การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม | 0.2530  | 0.2847 | 0.9577 | -0.1534 | 0.0107  | 0.1381 | 0.5136 | -0.7487 |

|   |        |        |        |         |        |        |        |         |
|---|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|
| การทดสอบการลงทุนเพื่อทำ<br>กำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือน<br>มกราคม | 0.1101 | 0.2825 | 1.0556 | -0.9016 | 0.0292 | 0.2386 | 6.1795 | -0.9052 |
|---|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|

จากตารางที่ 3 ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 จะพบว่าค่าเฉลี่ยของผลตอบแทน การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและ การทดสอบทั้งภาพรวมของตลาดของกลุ่มกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง เท่ากับร้อยละ 0.03 และการทดสอบการลงทุนเพื่อ ทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาดมีค่าสูงสุดและต่ำสุด คือร้อยละ 6.18 และร้อยละ -0.91 ตามลำดับและการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม มีค่าสูงสุด และต่ำสุด คือร้อยละ 1.17 และร้อยละ -0.75 ตามลำดับ ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนของการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือน มกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาดของกลุ่มกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง เท่ากับร้อยละ 0.03 และค่าเฉลี่ยของ ผลตอบแทนของการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาด มีค่าสูงสุดและต่ำสุด คือร้อยละ 6.18 และร้อยละ -0.91 ตามลำดับและการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม มีค่าสูงสุด และต่ำสุด คือร้อยละ 0.51 และร้อยละ -0.75 ตามลำดับ

ผลตอบแทนของการลงทุนตาม P10-P1 (Winner-Loser Portfolio) โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ศึกษา ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 ตามตารางที่ 4 พบว่า การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือน มกราคม การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวม ของตลาดให้ ผลตอบแทนเป็นร้อยละ 0.022 0.023 และ 0.022 ตามลำดับ ซึ่งไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

**ตารางที่ 4** ผลตอบแทนจากการถือครองกลุ่มหลักทรัพย์ตาม P10-P1 (Winner-Loser Portfolio) โดยใช้กลยุทธ์การลงทุน ตามแรงเหวี่ยง (หน่วย:ร้อยละ)

| กลยุทธ์<br>การ<br>ลงทุน<br>ตามแรง<br>เหวี่ยง | ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551<br>ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 |  |   | ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2555<br>ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 |  |   |
|--|---|--|---|---|--|---|
|  | การทดสอบ<br>ภาพรวมของ<br>ตลาด                             | การทดสอบการ<br>ลงทุนเพื่อทำ<br>กำไรในเดือน<br>มกราคม | การทดสอบการ<br>ลงทุนเพื่อทำ<br>กำไรในเดือน<br>อื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือน<br>มกราคม | การทดสอบ<br>ภาพรวมของ<br>ตลาด                             | การทดสอบการ<br>ลงทุนเพื่อทำ<br>กำไรในเดือน<br>มกราคม | การทดสอบการ<br>ลงทุนเพื่อทำ<br>กำไรในเดือน<br>อื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือน<br>มกราคม |
| P1   | -0.037  | 0.005  | -0.043  | -0.019  | 0.003  | -0.024  |
| P2   | 0.004   | 0.017  | 0.002   | -0.02   | 0.003  | -0.02   |
| P3   | 0.019   | 0.014  | 0.02  | 0.012   | 0.002  | 0.014   |
| P4   | 0.005   | 0.042  | 0.001   | 0.013   | 0.054  | 0.009   |
| P5   | 0.007   | 0.043  | 0.005   | 0.004   | 0.041  | 0   |
| P6   | 0.004   | 0.004  | 0.004   | 0   | -0.009   | 0   |
| P7   | 0.022   | 0.036  | 0.022   | 0.011   | 0.049  | 0.009   |

|        |        |       |        |       |       |       |
|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| P8     | 0      | 0.021 | -0.003 | 0.005 | 0.02  | 0     |
| P9     | 0.012  | -0.03 | 0.015  | 0.006 | 0.285 | 0.011 |
| P10    | -0.015 | 0.027 | -0.02  | 0.014 | 0.062 | 0.007 |
| P10-P1 | 0.022  | 0.022 | 0.023  | 0.033 | 0.06  | 0.031 |

ส่วนการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 จากตารางที่ 4 พบว่า การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาดให้ผลตอบแทนเป็นร้อยละ -0.34 0.28 และ 0.24 ตามลำดับ ซึ่งไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

## อภิปรายผลการศึกษา

1. การศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม

ผลการศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม พบว่าไม่เกิดปรากฏการณ์เดือนมกราคม ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่า การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดจะสามารถทำกำไรได้ในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ และทั้งนี้แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่พบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้เป็นไปตามงานวิจัยของวิชญาดา ถนอมชาติ (2551) ที่ไม่พบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ทำให้การใช้กลยุทธ์ในการลงทุนเพื่อทำกำไรในมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ ไม่สามารถทำได้

อย่างไรก็ตามไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Yao (2012) ที่ทำการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ในตลาดหลักทรัพย์ NYSE ศึกษาตั้งแต่มกราคม ค.ศ.1926 ถึงธันวาคม ค.ศ.2009 ซึ่งพบว่าปรากฏการณ์เดือนมกราคมเกิดขึ้นจริง เนื่องจากการลงทุนตามกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดให้กำไรในช่วงเดือนมกราคมมากกว่าช่วงอื่น ๆ และงานวิจัยของ ไพบูลย์ เสรีวิวัฒนา (2559) ทดสอบการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด จะสร้างผลตอบแทนที่มากกว่าผลตอบแทนของตลาดได้

2. การศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Momentum Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม

ผลการศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Momentum Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม พบว่าไม่เกิดปรากฏการณ์เดือนมกราคม ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่า การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง จะสามารถทำกำไรได้ในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ และทั้งนี้แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่พบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ซึ่งผลลัพธ์ที่สอดคล้องกับงานวิจัยของวิชญาดา ถนอมชาติ (2551) ที่ไม่พบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ทำให้การใช้กลยุทธ์ในการลงทุนเพื่อทำกำไรในมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ ไม่สามารถทำได้ และยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Yao (2012) ที่ทำการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ในตลาดหลักทรัพย์ NYSE ศึกษาตั้งแต่มกราคม ค.ศ.1926 ถึงธันวาคม ค.ศ.2009 กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงไม่พบกำไรในช่วงเดือนมกราคมมากกว่าช่วงอื่น ๆ



อย่างไรก็ตามไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของไพบูลย์ เสรีวิวัฒนา (2559) ทดสอบการใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ากลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง จะสร้างผลตอบแทนชนะตลาดได้ **ข้อเสนอแนะ**

จากการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงไม่พบกำไรในช่วงเดือนมกราคม สำหรับนักลงทุนทำให้สามารถออกแบบพอร์ตการลงทุนของนักลงทุนได้ โดยแนะนำให้ไม่ใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดหรือกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ไม่เน้นการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนเฉพาะเดือนมกราคม ถ้าหากลงทุนควรลงทุนตามดัชนี SET50 และหากใช้กลยุทธ์ให้ใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง

### บรรณานุกรม

- ไพบูลย์ เสรีวิวัฒนา. (2559). กลยุทธ์เลือกหุ้นจากการขึ้นลงของราคา และผลจากปรับระยะเวลาลงทุนในตลาดหุ้นไทย. *NIDA Business Journal (in Thai)*, 19(1), 80-93.
- วิชญาดา ถนอมชาติ. (2551). *การศึกษาความผิดปกติของผลตอบแทนในเดือนมกราคมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์).
- De Bondt, W., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40(3), 793–805.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. *Journal of Finance*, 48(1), 65–91.
- Keim, D. B. (1983). Size related anomalies and stock return seasonality. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 13-32.
- Wachtel, S. B. (1942). Certain observations on seasonal movements in stock prices. *The journal of business of the University of Chicago*, 15(2), 184-193. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2350013>
- Yao, Y. (2012). Momentum, contrarian, and the January seasonality. *Journal of Banking & Finance*, 36(10), 2757–2769.