

## การลงทุนแบบสไตล์โดยใช้การเติบโตของสินทรัพย์

## Style Investing Using Asset Growth

ศรานนท์ อำชำฤทธิ์\* และโรจนา ธรรมจินดา\*\*

## บทคัดย่อ

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงการลงทุนแบบสไตล์ที่ใช้การเติบโตของสินทรัพย์ (AG) กับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Size) นำมาสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ขนาด 5x5 และใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์นี้ทดสอบว่าสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มหลักทรัพย์นั้นได้หรือไม่แล้วใช้ความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้น มาประยุกต์ใช้กับกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมเพื่อวัดผลประโยชน์ที่นักลงทุนจะได้รับ

ผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 6 และ 12 เดือนถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มหลักทรัพย์นั้น และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ และเหนือกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ Size-BM นอกจากนั้นเมื่อปราศจากตัวแปรอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของหุ้นสามัญรายตัว อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 ยังคงสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 6 และ 12 เดือนถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวได้อย่างมีนัยสำคัญ

เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size กับอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มหลักทรัพย์นั้นมีความสัมพันธ์กันข้ามและไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัมได้ตามสมมติฐาน ดังนั้นผู้ศึกษาจึงปรับกลยุทธ์เป็นการลงทุนแบบ Contrarian (ซื้อ Loser ขาย Winner) และสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงสุดถึง 31% ที่ช่วงระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน

## Abstract

Objective of this study is to study Style Investing that used asset growth (AG) and market value of common stocks (Size) created a 5x5 AG-Size style portfolios and used the past 6- and 12-month average return of 5x5 AG-Size style portfolios to predict the future cumulative return of individual stocks inside that portfolios. Then, use this relationship applied to the momentum strategy to measure how much the benefits that investors can earn.

The result shows that the past 6- and 12-month average return of 5x5 AG-Size style portfolios are jointly predict future 6- and 12-month cumulative individual stock returns significantly and have a negative relation. While the explanatory power of the past average return of Size-BM style portfolios totally disappear. Moreover, if there are not past individual stock return variable in the models, the past average return of AG-Size style portfolios remains predictability power in 6- and 12-month future cumulative return of individual stocks.

\* นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

\*\*ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

Since the relationship between the past average return of AG-Size style portfolios and future return of individual stocks are opposite direction and momentum profit cannot be generated based on these assumptions. However, investors can use the contrarian strategy (buy loser and sell winner portfolio) to generate significantly raw returns up to 31% in 12-month holding periods.

## บทนำ

การลงทุนแบบสไตล์ (Style Investing) เป็นการจัดกลุ่มสินทรัพย์เสี่ยงที่มีลักษณะคล้ายกันให้อยู่ในกลุ่มเดียวกัน แล้วนักลงทุนจึงเลือกจัดสรรเงินลงทุนเข้าไปยังกลุ่มเหล่านั้นโดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนในอดีตของสินทรัพย์เสี่ยง ซึ่งข้อดีของการลงทุนแบบสไตล์คือทำให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจ หรือเลือกลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ต่าง ๆ ได้ง่ายขึ้น (Barberis & Shleifer, 2003) โดยการแบ่งประเภทของการลงทุนแบบสไตล์นั้นมีขอบเขตที่กว้าง ขึ้นอยู่กับตัวนักลงทุนว่าจะยึดถือปัจจัยใดมาใช้แบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ แท้จริงแล้วในอดีตการลงทุนแบบสไตล์ได้เคยเกิดขึ้นมาแล้วเช่น งานศึกษาของ Fama and French (1993) ได้สร้างต้นแบบของกลุ่มหลักทรัพย์จากปัจจัยเสี่ยงได้แก่ ความเสี่ยงจากขนาดของบริษัท (Size) และ ความเสี่ยงจากมูลค่าการเติบโต (Value) ทำให้ได้กลุ่มหลักทรัพย์ขนาด 2x3 ที่จะนำไปคำนวณผลตอบแทนพรีเมียม ซึ่งกลุ่มหลักทรัพย์นี้ถือได้ว่าเป็นต้นแบบของการลงทุนแบบสไตล์รูปแบบหนึ่ง และถูกใช้อย่างแพร่หลายในงานศึกษาต่าง ๆ มากมาย

ต่อมางานศึกษาของ Cooper et al. (2008) ได้ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการเติบโตของสินทรัพย์ (Asset Growth) ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ผลที่ได้พบว่าการเติบโตของสินทรัพย์เป็นตัวแปรหนึ่งที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งการที่สินทรัพย์รวมของบริษัทเพิ่มขึ้นหรือลดลงแสดงให้เห็นว่าบริษัทใช้เงินทุนจากกิจกรรมการจัดหาเงินลงทุนในสินทรัพย์มากน้อยเพียงใด ดังนั้นงานศึกษานี้ได้จุดประกายแนวคิดของผู้ศึกษาให้นำเอาการเติบโตของสินทรัพย์เข้ามาใช้เป็นปัจจัยหนึ่งในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์จากแนวคิดการลงทุนแบบสไตล์ เพราะการเติบโตของสินทรัพย์มีความเกี่ยวเนื่องกับอัตราผลตอบแทนและสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้เหนือกว่าตัวแปรอื่น ๆ นอกจากนั้นงานศึกษาของ Chou et al. (2019) ได้มีการศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนแบบสไตล์ที่ใช้การเติบโตของสินทรัพย์ (Asset Growth) กับ มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Size) มาสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 และพิสูจน์ว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 6 และ 12 เดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนแบบสะสมของหุ้นสามัญในช่วงระยะเวลาถัดไปได้อย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งเมื่อใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size นี้คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุนตามแนวคิดกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม พบว่าสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัมได้อย่างมีนัยสำคัญตลอดช่วงระยะเวลาการถือครอง 1 3 6 และ 12 เดือน ซึ่งงานศึกษานี้เป็นต้นแบบหลักในการศึกษาครั้งนี้ นอกจากนั้น Wahal and Yavuz (2013) ได้มีการศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนแบบสไตล์เช่นกัน แต่เป็นการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Size) กับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Book to Market Ratio) หรือกลุ่มหลักทรัพย์ Size-BM เพื่อทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ Size-BM สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอนาคตได้หรือไม่ ซึ่งงานศึกษาที่ผ่านมาทำให้เห็นว่ามีการใช้การลงทุนแบบสไตล์ หรือการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ในรูปแบบต่างๆ แพร่หลายในเชิงวิชาการเพิ่มมากขึ้น มากไปกว่านั้นงานศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนแบบสไตล์ในประเทศไทยยังพบได้น้อย มีเพียงงานศึกษาของ กิตติธัช โลหิตานนท์ (2558) ที่เน้นศึกษาที่พฤติกรรมการลงทุนแบบสไตล์ของนักลงทุน 4 ประเภทได้แก่ นักลงทุนชาวต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน เทรดเดอร์ของสถาบัน และนักลงทุนส่วนบุคคล โดยต้องการศึกษาว่านักลงทุนแต่ละประเภทได้นำเอากลยุทธ์การลงทุนแบบสไตล์ไปใช้หรือไม่ ผลการศึกษาพบว่านักลงทุนทุกประเภทใช้การลงทุนแบบสไตล์เป็นกลยุทธ์หนึ่งในการลงทุน โดยนักลงทุนชาวต่างชาติชอบลงทุนในหุ้นสามัญขนาดกลาง นักลงทุนสถาบันชอบลงทุนในหุ้นสามัญขนาดใหญ่ ส่วนเทรดเดอร์ของสถาบันและนักลงทุน

ส่วนบุคคลพบว่าต้องการลงทุนในหุ้นเติบโต และหุ้นที่มีผลตอบแทนต่ำที่สุดในอดีต ซึ่งงานศึกษานี้ช่วยยืนยันได้ว่าการลงทุนแบบสไตล์เป็นกระบวนการที่สำคัญต่อการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ และการจัดสรรเงินทุนของนักลงทุน

ดังนั้นจากงานศึกษาที่ผ่านมา ผู้ศึกษาจึงต้องการทราบว่า การสร้างกลุ่มหลักทรัพย์การเติบโตของสินทรัพย์ (Asset Growth) กับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Size) มีความเหมาะสมที่จะถูกนำมาใช้เป็นสไตล์ (Style) หนึ่งในการลงทุนหรือไม่ ด้วยการทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มหลักทรัพย์นั้นได้หรือไม่ รวมถึงทดสอบว่าถ้าใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size นี้คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุนด้วยกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม จะสามารถสร้างผลประโยชน์ให้กับนักลงทุนได้มากน้อยเพียงใด

## แนวคิดและทฤษฎี

### แนวคิดการลงทุนแบบสไตล์ (Style Investing)

Barberis and Shleifer (2003) ได้สร้างแนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนแบบสไตล์ หมายถึงการจัดกลุ่มสินทรัพย์ที่มีลักษณะคล้ายกันให้อยู่ในกลุ่มเดียวกัน โดยเรียกกลุ่มนั้นว่าสไตล์ หรือกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน แล้วนักลงทุนจะจัดสรรเงินทุนระหว่างสไตล์ โดยแนวคิดนี้ได้แบ่งประเภทของนักลงทุนออกเป็น 2 ประเภทได้แก่ 1.) Switchers คือนักลงทุนกลุ่มที่เน้นลงทุนโดยพิจารณาอัตราผลตอบแทนย้อนหลัง (Past Performance) เป็นหลักเช่น ถอนเงินลงทุนจากสไตล์ที่มีอัตราผลตอบแทนย้อนหลังที่แย่ แล้วย้ายไปลงทุนในสไตล์ที่มีอัตราผลตอบแทนย้อนหลังดี เป็นต้น 2.) Fundamental Traders คือนักลงทุนที่ป้องกันราคาของหลักทรัพย์ ไม่ให้เบี่ยงเบนออกจากมูลค่าที่คาดหวัง นอกจากนั้น Barberis and Shleifer (2003) ยังแสดงให้เห็นว่าถ้าสินทรัพย์ในตลาดถูกแบ่งกลุ่มให้อยู่ในสไตล์เดียวกันกับสินทรัพย์อื่น ผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มเดียวกันจะมีความสัมพันธ์ในด้านพฤติกรรมของอัตราผลตอบแทนมากขึ้น นอกจากนั้นการที่มีนักลงทุนประเภท Switchers จะทำให้อัตราผลตอบแทนของสไตล์มีความผันผวนขึ้นลงตามข้อมูลข่าวสารในระยะสั้น และจะกลับตัวเข้าสู่มูลค่าพื้นฐานในระยะยาว อีกทั้งยังพบว่าการลงทุนแบบสไตล์และกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมเป็นสิ่งที่ได้ผลประโยชน์และเติมเต็มซึ่งกันและกัน

### แนวคิดการลงทุนแบบโมเมนตัม (Momentum Strategy) และการลงทุนแบบสวนกระแส (Contrarian Strategy)

แนวคิดกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมเป็นแนวคิดที่มาจากงานศึกษาของ Jegadeesh and Titman (1993) โดยมีสมมติฐานว่านักลงทุนมักจะตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป และมีแนวคิดที่เชื่อว่าถ้าหุ้นสามัญใดมีอัตราผลตอบแทนดีในอดีต ในช่วงระยะเวลาถัดไปอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญนั้นจะต้องมีแนวโน้มที่ดีตามกันไป ในทางตรงกันข้ามถ้าหุ้นสามัญใดมีอัตราผลตอบแทนแย่ในอดีต ในช่วงระยะเวลาถัดไปอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญนั้นจะต้องมีแนวโน้มที่แย่ตามมาเช่นกัน ดังนั้นกลยุทธ์แบบโมเมนตัมจึงเข้าซื้อหุ้นสามัญกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนดี (Long Winner) แล้วขายหุ้นสามัญกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนแย่ (Short Loser) แล้วถือครองเป็นระยะเวลา K เดือน (K = 1, 3, 6 และ 12 เดือน) ซึ่งผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่ม Winner กับ Loser จะถูกเรียกว่าเป็นอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัม และถ้าหากผลต่างที่ได้มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ จะสามารถแปลผลได้ว่าแนวคิดนี้สามารถทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้ และทำให้นักลงทุนได้รับผลประโยชน์จากการลงทุน

งานศึกษาของ De Bondt and Thaler (1985) พบความผิดปกติที่เกิดขึ้นในตลาดได้แก่ เหตุการณ์ที่กลุ่มหุ้นสามัญที่มีผลตอบแทนต่ำในอดีตหรือกลุ่ม Loser กลับมามีผลตอบแทนสูงช่วงระยะเวลาถัดมา ในขณะที่กลุ่มหุ้นสามัญที่มีผลตอบแทนสูงในอดีตหรือกลุ่ม Winner กลับมามีผลตอบแทนต่ำช่วงระยะเวลาถัดมา ผลการศึกษาพบว่าราคาของหุ้นสามัญมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม โดยหุ้นสามัญกลุ่ม Loser มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าตลาด 19.6% ในขณะที่หุ้นสามัญกลุ่ม Winner มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเพียง 5% ในช่วงระยะเวลา 36 เดือนหลังจากทำการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์นี้

ตามลำดับ นอกจากนี้เหตุการณ์นี้ทำให้เกิดกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่เสนอให้นักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำ ในขณะที่เดียวกันก็ขายชอร์ตหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูง เนื่องจากเชื่อว่าราคาของหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามในช่วงเวลาต่อมา โดยมีงานศึกษาต่างประเทศจำนวนมากที่พบว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ (Richards (1997), Balvers and Wu (2006)) นอกจากนี้ De Bondt and Thaler (1985) ให้เหตุผลว่าการที่ความผิดปกติที่เกิดขึ้นในตลาด เป็นเพราะนักลงทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารเกินจริง (Overreaction) ยกตัวอย่างเช่นเมื่อหุ้นสามัญใดมีข่าวดีเกิดขึ้น นักลงทุนจะเข้าซื้อหุ้นสามัญนั้นจำนวนมากจนทำให้มีมูลค่าสูงกว่าที่ควร และเมื่อหุ้นสามัญใดมีข่าวร้ายเกิดขึ้น นักลงทุนจะเข้าขายหุ้นสามัญนั้นจำนวนมากจนทำให้มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควร เป็นต้น

### วิธีการดำเนินการวิจัย

1) การศึกษาว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวในช่วงระยะเวลาถัดไปได้หรือไม่

เพื่อทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size จะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 1, 3, 6 และ 12 เดือนถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวได้หรือไม่ ผู้ศึกษาเลือกใช้วิธีการสร้างสมการถดถอยและได้คาดการณ์ว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ที่ถูกสร้างขึ้นจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 และ 12 เดือนย้อนหลังถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ เดือนก่อนหน้าของหุ้นสามัญที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์นั้น จะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวในช่วงระยะเวลาถัดไปได้

2) การศึกษาผลประโยชน์จากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม โดยการใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุนตามความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้น

ผู้ศึกษาทำการใช้ความสัมพันธ์ที่พบจากขั้นตอนที่หนึ่งคาดการณ์ว่าอัตราผลตอบแทนในอนาคตของหุ้นสามัญรายตัวจะเพิ่มขึ้นหรือลดลงจากการสังเกตอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ที่สร้างขึ้น แล้วใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size นี้คัดเลือกกลุ่มหุ้นสามัญตามวิธีการของ Jegadeesh and Titman (1993) ได้แก่หุ้นสามัญกลุ่ม Winners และกลุ่ม Losers ซึ่งกลุ่ม Winners คือกลุ่มหุ้นสามัญที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สูงที่สุดในเดือนนั้น (มากกว่าหรือเท่ากับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 90) ส่วนกลุ่ม Losers คือกลุ่มหุ้นสามัญที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ต่ำที่สุดในเดือนนั้น (น้อยกว่าหรือเท่ากับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 10) ซึ่งผู้ศึกษาเชื่อตามสมมติฐานของ Jegadeesh and Titman (1993) ว่าหุ้นสามัญกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สูงที่สุดหรือกลุ่ม Winner จะมีแนวโน้มที่ให้ผลตอบแทนดีต่อไปในอนาคต ส่วนหุ้นสามัญกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ต่ำที่สุดหรือกลุ่ม Loser จะมีแนวโน้มที่ให้ผลตอบแทนที่ต่ำต่อไปในอนาคต ดังนั้นผู้ศึกษาจึงเข้าซื้อ (Long) หุ้นสามัญทุกตัวที่อยู่ในกลุ่ม Winners และถือครองเป็นระยะเวลา 1, 3, 6 และ 12 เดือน ในขณะเดียวกันก็ขาย (Short Sell) หุ้นสามัญทุกตัวที่อยู่ในกลุ่ม Losers เป็นระยะเวลา 1, 3, 6 และ 12 เดือนแล้วจึงปิดสถานะการถือครอง ซึ่งอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัมสามารถคำนวณได้จากผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่ม Winners หักลบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่ม Losers ตามกรอบช่วงเวลาทั้งหมดที่เกิดขึ้น

## ผลการศึกษา

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size กับอัตราผลตอบแทนในอนาคตของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่ม

จากตารางที่ 1 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 หรือตัวแปร  $Sret(A,S)6$  ที่ถูกสร้างจากเมทริกซ์ขนาด 5 แถว 5 คอลัมน์ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่ออัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 12 เดือนถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สูงสุดเท่ากับ  $-0.727$  ในแบบจำลองที่สอง ดังนั้นจึงหมายความว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวในอนาคตอีก 12 เดือนข้างหน้าได้ดีที่สุด

จากตารางที่ 2 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 หรือตัวแปร  $Sret(A,S)12$  ที่ถูกสร้างจากเมทริกซ์ขนาด 5 แถว 5 คอลัมน์ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่ออัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 6 และ 12 เดือนถัดไปของหุ้นสามัญรายตัว โดยเฉพาะในแบบจำลองที่สองในช่วงระยะเวลา 12 เดือนถัดไปที่มีค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปร  $Sret(A,S)12$  สูงที่สุดถึง  $-1.755$  ดังนั้นจึงหมายความว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 อธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวในอนาคตอีก 12 เดือนข้างหน้าได้ดีที่สุด นอกจากนี้เพื่อยืนยันความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 กับอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัว ผู้ศึกษาจึงทดลองแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 เพื่อทดสอบว่าความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นยังคงเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามเหมือนเดิมหรือไม่ โดยผลลัพธ์ความสัมพันธ์ของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 ที่ได้ยังคงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามเช่นเดียวกัน

### การวิเคราะห์ผลตอบแทนโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม

ในส่วนนี้เป็นการศึกษาว่านักลงทุนจะได้รับผลประโยชน์อย่างน้อยเพียงใดถ้าใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุน ดังนั้นผู้ศึกษาจึงใช้วิธีการดูถึงความสามารถในการสร้างอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัมจากการลงทุนนี้ ถึงแม้ภายหลังจะต้องปรับกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม (Momentum Strategy) ให้เป็นกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนกระแส (Contrarian Strategy) แทนตามความสัมพันธ์ที่พบในขั้นตอนแรก

ตารางที่ 1 แสดงผลลัพธ์จากการวิเคราะห์การถดถอยของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาด 5x5 ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในช่วงระยะเวลา 6 และ 12 เดือนถัดไป

Variable	6-Month Future Return				12-Month Future Return			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
Pret6	-0.166 (-1.07)	-0.09 (-0.60)			0.301 (1.63)	0.413** (2.06)		
Sret(S,B)6	0.17 (0.86)	0.044 (0.21)	0.005 (0.02)	-0.055 (-0.30)	-0.312 (-1.04)	-0.537* (-1.81)	-0.113 (-0.48)	-0.249 (-1.01)
Sret(A,S)6	-0.123 (-0.79)	-0.322* (-1.91)	-0.16 (-1.09)	-0.342** (-2.15)	-0.512 (-2.15)	-0.727*** (-3.00)	-0.373 (-1.61)	-0.532** (-2.30)
ln(Size)		-0.005 (-1.46)		-0.006 (-1.63)		-0.019*** (-3.15)		-0.019*** (-3.25)
ln(BM)		-0.012**		-0.012**		-0.032***		-0.033***

	(-2.25)	(-2.24)	(-4.24)	(-4.66)
AG	-0.039	-0.05	-0.083	-0.094
	(-0.71)	(-0.90)	(-1.21)	(-1.42)

ตารางที่ 2 แสดงผลลัพธ์จากการวิเคราะห์การถดถอยของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาด 5x5 ที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในช่วงระยะเวลา 6 และ 12 เดือนถัดไป

Variable	6-Month Future Return				12-Month Future Return			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
Pret12	0.392*	0.513**			1.17***	1.423***		
	(1.74)	(2.36)			(3.86)	(4.80)		
Sret(S,B)12	-0.325	-0.453	-0.093	-0.144	-0.534	-0.963***	0.143	-0.127
	(-1.17)	(-1.56)	(-0.40)	(-0.59)	(-1.52)	(-2.63)	(0.54)	(-0.41)
Sret(A,S)12	-0.703**	-0.869***	-0.490*	-0.571**	-1.469***	-1.755***	-0.714**	-0.827***
	(-2.35)	(-2.91)	(-1.87)	(-2.17)	(-4.00)	(-5.25)	(-2.11)	(-2.71)
ln(Size)		-0.01**		-0.009**		-0.023***		-0.022***
		(-2.55)		(-2.50)		(-3.98)		(-3.88)
ln(BM)		-0.01**		-0.013***		-0.034***		-0.037***
		(-2.36)		(-2.58)		(-4.56)		(-5.13)
AG		-0.039		-0.05		-0.141**		-0.145**
		(-0.73)		(-0.97)		(-2.09)		(-2.30)

หมายเหตุ ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่า t-stat ของตัวแปรอิสระ และ \*, \*\*, \*\*\* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.1, 0.05, 0.01 ตามลำดับ จากตารางที่ 3 ใน Panel A พบว่าถ้าใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุนแล้วถือครองเป็นระยะเวลา 12 เดือน จะทำให้สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติสูงสุด 31% ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

จากตารางที่ 3 ใน Panel B พบว่าถ้าใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุนแล้วถือครองเป็นระยะเวลา 12 เดือน จะทำให้สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติสูงสุด 22.9% ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตารางที่ 3 แสดงอัตราผลตอบแทนแบบ Contrarian จากการใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 และ 12 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 คัดเลือกหุ้นสามัญเพื่อลงทุน

	Raw Returns			
	K=1	K=3	K=6	K=12
Panel A: 3x3 Style Returns measured over the prior 6 months				
Winner	-0.020	-0.007	-0.015	-0.057
Loser	0.003	0.015	0.110	0.253
Loser-Winner	0.023	0.021	0.125**	0.310***
	(-1.11)	(-0.53)	(-1.94)	(-4.70)
Panel B: 3x3 Style Returns measured over the prior 12 months				
Winner	-0.009	-0.018	0.016	-0.058
Loser	0.005	0.012	0.086	0.171
Loser-Winner	0.014	0.030	0.070	0.229**
	(-0.73)	(-1.00)	(-1.01)	(-2.48)

หมายเหตุ ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่า t-stat ของผลต่างอัตราผลตอบแทนแบบ Contrarian และ \*, \*\*, \*\*\* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.1, 0.05, 0.01 ตามลำดับ

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

โดยสรุปผลการทดสอบพบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ โดยถ้าสมมติว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ณ เดือนนี้มีค่าน้อย ในช่วงระยะเวลา 6 เดือนขึ้นไปในอนาคตหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มหลักทรัพย์นี้จะมีอัตราผลตอบแทนที่สูงตามมา ในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ณ เดือนนี้มีค่ามาก ในช่วงระยะเวลา 6 เดือนขึ้นไปในอนาคตหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มหลักทรัพย์นี้จะมีอัตราผลตอบแทนที่น้อยตามมา อีกทั้งเมื่อใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุน พบว่านักลงทุนสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่มีค่าสูงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงระยะเวลาการถือครอง 6 และ 12 เดือน ซึ่งช่วยยืนยันได้ว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สามารถนำไปสู่การลงทุนที่สร้างประโยชน์ให้กับนักลงทุนได้

### บรรณานุกรม

- กิตติธัช โลหิตานนท์. (2558). *สไตล์อินเวสต์มิ่งของนักลงทุนแต่ละประเภทในประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย).
- Barberis, N., & Shleifer, A. (2003). Style investing. *Journal of Financial Economics*, 68, 161–199.
- Balvers, R., Wu Y., & Gilliland E. (2000). Mean reversion across national stock markets and parametric contrarian investment strategies. *Journal of Finance*, 55(2), 745-771.

- Cooper, M. J., Gulen, H., & Schill, M. J. (2008). Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns. *Journal of Finance*, 63, 1609–1651.
- De Bondt, Werner F. M., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact?. *Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- Fama, E.F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47, 427–466.
- Huang Chou, P., Cheng Ko, K., and Tzu Yang, N. (2019). Asset growth, style investing, and momentum. *Journal of Banking & Finance*, 98, 108-124.
- Jegadeesh, N., and Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, 48, 65–91.
- Richards, A. (1997). Winner-Loser Reversals in National Stock Market Indices: Can They Be Explained?. *Journal of Finance*. 52. 2129-44.
- Wahal, S., and Yavuz, M.D. (2013). Style investing, comovement and return predictability. *Journal of Financial Economics*, 107, 136–154.