



การทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง

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

กฤตพร นันทสมบุญ^{1*}, ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย² และจอมใจ แซ่มเพชร³
^{1*,2,3} คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

Krittaporn Nuntasomboon^{1*}, Chaiwuth Tangsomchai² and Jomjai Sampet³

^{1*,2,3} Faculty of Business Administration, Chiang Mai University

(Received: June 9, 2020; Revised: October 14, 2020; Accepted: January 7, 2021)

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบปรากฏการณ์ในเดือนมกราคม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง เก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างจากข้อมูลราคาปิดของหุ้นสามัญในดัชนี SET 50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ. 2561 สถิติในการวิเคราะห์ข้อมูล ใช้สถิติพรรณนาได้แก่ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุดและสูงสุดของผลตอบแทนจากการลงทุนตามแต่ละกลยุทธ์และใช้สถิติเชิงอนุมานได้แก่ สถิติทดสอบ t ผลการศึกษาพบว่า การใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด และกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง สำหรับการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม และการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่นๆที่ไม่ใช่เดือนมกราคม ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าไม่พบปรากฏการณ์ในเดือนมกราคมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำสำคัญ: 1) ปรากฏการณ์เดือนมกราคม 2) กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด 3) กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง

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.

Keywords: 1) January effect 2) Contrarian investment strategy 3) Momentum investment strategy

^{1*} นักศึกษาปริญญาโท หลักสูตรบริหารธุรกิจบัณฑิต (Master student, Master of Business Administration Program)

E-mail: krittaporn.nunta@gmail.com

^{2,3} ผู้ช่วยศาสตราจารย์ (Assistant Professor) อาจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี



บทนำ (Introduction)

ในสภาพปัจจุบันที่เศรษฐกิจของโลกและของประเทศไทย มีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นทางเลือกหนึ่งของนักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนที่มากกว่าการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นตลาดทุนประเภทที่มีตราสารหรือหลักทรัพย์เปลี่ยนมือได้เป็นเครื่องมือในการระดมทุน โดยสามารถจำแนกตลาดทุนออกได้เป็น 2 ประเภท คือ ตลาดแรกหรือตลาดหลักทรัพย์ออกใหม่ (Primary หรือ New issued market) และตลาดรองหรือตลาดค้าหลักทรัพย์ (Secondary หรือ Trading market)

การลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดรองเป็นทางเลือกหนึ่งของการลงทุนที่อาจให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยโดยรวมสูงกว่าประเภทการฝากออมทรัพย์ และการซื้อพันธบัตรรัฐบาล การลงทุนในหลักทรัพย์นี้ให้อัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล (Dividend) และกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดจากส่วนต่างของราคา (Capital gain) หากนักลงทุนสามารถรับรู้การผันผวนของราคาล่วงหน้า จะทำให้มีโอกาสได้รับกำไรจากการลงทุนได้มากยิ่งขึ้น ซึ่งงานวิจัยของ Wachtel (1942, pp. 184-193) พบปรากฏการณ์ในเดือนมกราคม (January Effect) เป็นครั้งแรก โดยในเดือนมกราคมของทุก ๆ ปี ดัชนีราคาของตลาดหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นเป็นพิเศษอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากนักลงทุนสถาบันเข้าซื้อหลักทรัพย์ในช่วงต้นปีหลังจากที่ได้เทขายเพื่อทำกำไรในช่วงเดือนธันวาคมและรับผลประโยชน์ทางภาษี ทำให้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์นั้นปรับตัวเพิ่มขึ้น พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนบางกลุ่มเปลี่ยนไป โดยนักลงทุนบางกลุ่มจะซื้อหลักทรัพย์ในเดือนธันวาคมและขายหลักทรัพย์เพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม ปรากฏการณ์ในเดือนมกราคมยังได้รับความสนใจเป็นอย่างมากเนื่องจากเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาสั้น ๆ ซึ่งนักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูง และรวดเร็วกว่าการลงทุนในช่วงปกติ

จากการศึกษาข้อมูลที่มีผู้ศึกษา และค้นคว้าเพื่อหาเหตุผลความแน่นอนของข้อมูลของปรากฏการณ์นี้ ทำให้นักลงทุนต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนบุคคลหรือนักลงทุนสถาบันต่างใช้ความได้เปรียบของปรากฏการณ์เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจ

ในการลงทุน เพื่อสร้างผลตอบแทนทั้งในระยะสั้นและระยะยาว อย่างไรก็ตามในประเทศไทย พบว่ามีการศึกษาที่เกี่ยวข้องโดยตรงในเรื่องผลกระทบจากปรากฏการณ์ในเดือนมกราคม เช่น งานวิจัยของ Tanomchat (2008, pp. 1) ได้ศึกษาความผิดปกติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และปัจจัยเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับปรากฏการณ์ในเดือนมกราคม แต่ผลการศึกษาไม่พบปรากฏการณ์ความผิดปกติของผลตอบแทนในเดือนมกราคมในประเทศไทย ในทางกลับกัน มีการยืนยันถึงปรากฏการณ์เดือนมกราคมในต่างประเทศ ซึ่งมีหลากหลายงานวิจัยและมีวิธีการศึกษาที่แตกต่างกัน เช่น งานวิจัยของ Yao (2012, pp. 2757-2769) ได้ทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคมโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) พบว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดจะมีกำไรในช่วงเดือนมกราคม เป็นการยืนยันถึงปรากฏการณ์เดือนมกราคม งานวิจัยของ Keim (1983, pp. 13-32) ได้ศึกษาความผิดปกติของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ AMEX และ NYSE ด้วยวิธีสมการถดถอยโดยใช้วิธีกำลังสองน้อยสุด พบว่าในเดือนมกราคมของทุกปีจะมีค่าเฉลี่ยในความผิดปกติมากกว่าเดือนอื่น ๆ ซึ่งแต่ละงานวิจัยก็ยังมีบทสรุปที่แตกต่างกันแม้ว่าจะเป็นการศึกษาในเรื่องเดียวกันใช้ข้อมูลที่คล้ายกันหรือมีช่วงเวลาใกล้เคียงกันก็ตาม

การใช้กลยุทธ์การตัดสินใจลงทุนซื้อขายเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่ทำให้ได้ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นจากปกติ มีหลากหลายรูปแบบตามความต้องการของนักลงทุน ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้เลือกที่จะใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง โดยกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (De Bondt and Thaler, 1985, pp. 793-805) จะแนะนำให้นักลงทุนลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ต่ำ และขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่สูง ดังนั้นผลกำไรที่ได้มาจากกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดจะเกิดจากลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนที่ต่ำ กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Jegadeesh, N. and Titman, S., 1993, pp. 65-91) จะแนะนำให้นักลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาเพิ่มสูง และแนะนำให้ขายหลักทรัพย์ที่ราคากำลังลดลง ดังนั้นผลกำไรที่เกิด



จากกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงจะเกิดจากการซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาเพิ่มสูงขึ้น

จากการศึกษาข้อมูลไม่พบปรากฏการณ์ความผิดปกติของผลตอบแทนในเดือนมกราคมในประเทศไทย (Tanomchat, 2008, pp. 1) แต่อย่างไรก็ตามมีการศึกษาที่พบว่าการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงสามารถให้ผลตอบแทนชนะตลาด (Sareewiwatthana, 2016, pp. 5-14) การศึกษานี้จึงต้องการทดสอบปรากฏการณ์ในเดือนมกราคมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงจะสามารถให้ผลตอบแทนในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ ซึ่งแสดงว่าพบปรากฏการณ์ในเดือนมกราคม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยปรากฏการณ์เดือนมกราคมราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้น ดังนั้น ผลกำไรที่เกิดจากกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดจะเกิดจากการที่ลงทุนในผลตอบแทนในอดีตที่ต่ำ และขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่สูงทำให้มีกำไรที่มากกว่าในช่วงอื่น ๆ ของปี เช่นเดียวกับกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ผลกำไรที่เกิดขึ้นเกิดจากการที่ลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีราคาเพิ่มสูงและขายหลักทรัพย์ที่ราคากำลังลดลง ทำให้มีกำไรที่มากกว่าในช่วงอื่น ๆ ของปี เช่นเดียวกัน

การศึกษาในครั้งนี้ ผู้ศึกษาจึงเลือกใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด และกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะสามารถสร้างประโยชน์ให้แก่ผู้ลงทุนและผู้สนใจใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อเป็นแนวทางที่เหมาะสมและเป็นโอกาสสร้างผลตอบแทนที่มากขึ้นแก่ผู้ลงทุนอีกด้วย

การทบทวนวรรณกรรม (Literature Review)

แนวคิดและทฤษฎี

1. ปรากฏการณ์เดือนมกราคม (January Effect)

ปรากฏการณ์เดือนมกราคม (January Effect) ซึ่งจากงานวิจัยของ Wachtel (1942, pp. 184-193) พบว่าเดือนมกราคม ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นและให้ผลตอบแทนมากกว่าเดือนอื่น ๆ ราคาของหลักทรัพย์กลุ่มหนึ่งจะลดลงอย่างรวดเร็วในเดือนธันวาคมและ

กลับเพิ่มสูงขึ้นในเดือนมกราคมโดยเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดขนาดเล็ก เนื่องจากมีการทยอยขายหุ้นเพื่อเปลี่ยนเป็นเงินสดทั้งหมดของนักลงทุนต่างชาติเพื่อจะปิดงบการเงินสิ้นปี หรือนักลงทุนบางกลุ่มขายหุ้นที่มีผลขาดทุนเพื่อประโยชน์ทางภาษีในการนำผลขาดทุนหักผลกำไรตลอดปีที่ผ่านมาให้มีการเสียภาษีกำไรจากการลงทุนให้น้อยลง และจะกลับมาซื้อสะสมใหม่เพื่อปรับพอร์ตการลงทุนในช่วงต้นปี

โดยงานศึกษาในอดีต มีผู้ศึกษาปรากฏการณ์เดือนมกราคมในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ เช่น การศึกษาของ Rathinasamy และ Mantripragada (1996, pp. 9-14) ศึกษาปรากฏการณ์เดือนมกราคมในประเทศสหรัฐอเมริกา ศึกษาตั้งแต่ปี ค.ศ.1963-1982 วัดผลข้อมูลด้วยการปรับค่าความเสี่ยงตามรูปแบบของ Treynor และ Sharpe พบว่าเดือนมกราคมมีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนต่อความเสี่ยงสูงสุด แม้ว่าจะปรับค่าด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว Keim (1983, pp.13-32) ศึกษาปรากฏการณ์เดือนมกราคมใน New York Stock Exchange (NYSE) และ American Stock Exchange (AMEX) ศึกษาตั้งแต่ปี ค.ศ.1963-1979 โดยใช้ Tax-Loss Selling Hypothesis และ Information Hypothesis วิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยด้วยกำลังสองน้อยที่สุด พบว่าความผิดปกติของผลตอบแทนในเดือนมกราคมมีค่าเฉลี่ยมากกว่าเดือนอื่น ๆ และความผิดปกติของผลตอบแทนหลักทรัพย์กับขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กันแบบผกผัน Haugen and Jorion (1996, pp. 27-31) ศึกษาปรากฏการณ์เดือนมกราคมใน New York Stock Exchange (NYSE) ศึกษาตั้งแต่ปี ค.ศ.1926-1993 วัดผลข้อมูลด้วยวิธีสมการถดถอยพหุคูณ (Time-Series Regression) พบการเกิดความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนในเดือนมกราคม ทำให้ผลตอบแทนของเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ อย่างมีนัยสำคัญ Athanassakos (1992, pp. 67-78) ศึกษาปรากฏการณ์เดือนมกราคมของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายใน TSE300 ของประเทศแคนาดา ตั้งแต่ปี ค.ศ.1978-1989 ทำการทดสอบโดยใช้สถิติทดสอบทีและการวิเคราะห์สมการถดถอย พบว่าอัตราผลตอบแทนของบริษัทขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบจากปรากฏการณ์เดือนมกราคมมากกว่าอัตรา



ผลตอบแทนของบริษัทขนาดใหญ่ การศึกษาเหล่านี้ได้ยืนยันการเกิดขึ้นจริงของปรากฏการณ์เดือนมกราคมในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ

2. แนวคิดเรื่องกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy)

กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) (De Bondt and Thaler, 1985, pp.793-805) เป็นกลยุทธ์ที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการให้ผลตอบแทนเป็นลบมาก และแนะนำให้ขายหลักทรัพย์ที่มีการให้ผลตอบแทนเป็นบวกมาก หรือในอีกแนวทางหนึ่งคือ กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดจะแนะนำให้นักลงทุนลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ต่ำ และขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตที่สูง ซึ่งกลยุทธ์นี้มีพื้นฐานมาจากความเชื่อที่ว่าถ้าราคาหลักทรัพย์มีพฤติกรรมการตอบสนองเกินจริง (Overreaction) ต่อข่าวสารที่เข้ามากระทบ หุ่นสามัญที่ให้ผลตอบแทนสูงมักจะมีแนวโน้มที่มีราคาหลักทรัพย์เกินมูลค่าที่แท้จริง (Overvalued) และหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำมีแนวโน้มที่มีราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued) ซึ่งนักลงทุนสามารถที่จะทำกำไรได้จากการที่ราคาหลักทรัพย์กลับสู่มูลค่าที่แท้จริงได้

โดยการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนตามกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดนั้น เริ่มจากการจัดเรียงหลักทรัพย์ตามอัตราผลตอบแทนในอดีต เลือกหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงสุดจำนวนร้อยละ 10 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด เรียกว่า Winner เลือกหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำสุดจำนวนร้อยละ 10 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด เรียกว่า Loser และสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนภายใต้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด โดยการซื้อกลุ่มหลักทรัพย์ Loser และการขายกลุ่มหลักทรัพย์ Winner ซึ่งสามารถสร้างผลตอบแทนการลงทุนสูง

3. แนวคิดเรื่องกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Momentum Strategy)

กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Momentum Strategy) (Jegadeesh, N. and Titman, S., 1993, pp. 65-91) มีพื้นฐานมาจากการที่ราคาหลักทรัพย์มีการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์เชิงบวกของผลตอบแทนที่ได้รับและการเกิดแรงเหวี่ยงของราคา ทำให้เห็นว่าตลาดเกิดการตอบสนองของ

ข่าวสารต่ำกว่าความเป็นจริง ในกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงจะแนะนำให้ลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาเพิ่มสูงขึ้นเนื่องจากพิจารณาว่าหลักทรัพย์นั้นมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง และแนะนำให้ขายหลักทรัพย์ที่ราคากำลังลดลงเนื่องจากเห็นว่าหลักทรัพย์นั้นมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง

โดยการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน ตามกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงนั้น เริ่มจากการจัดเรียงหลักทรัพย์ตามอัตราผลตอบแทนในอดีต และเลือกหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงสุดจำนวนร้อยละ 10 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด เรียกว่า Winner และเลือกหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำสุดจำนวนร้อยละ 10 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด เรียกว่า Loser และสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนภายใต้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง โดยการซื้อกลุ่มหลักทรัพย์ Winner และการขายกลุ่มหลักทรัพย์ Loser โดย Jegadeesh, N. and Titman, S. (1993, pp. 65-91) พบว่า ผลตอบแทนระยะสั้นในอนาคต ของกลุ่มหลักทรัพย์ภายใต้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงเท่ากับ 12.01% ต่อปี ซึ่งผลตอบแทนจากกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงนี้ ไม่ได้เกิดจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) แต่เกิดจากการตอบสนองช้าของราคา (Delayed Price Reaction) ต่อข้อมูลเฉพาะของบริษัท (Firm-specific Information) อย่างไรก็ตาม Lesmond, Schill and Zhou (2004, pp. 349-380) พบว่าผลตอบแทนจากกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงจะหายไปเมื่อปรับด้วยต้นทุนธุรกรรม (Transaction Cost)

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Related Literature)

Tanomchat (2008, pp. 1) ได้ศึกษาเรื่อง การเกิดปรากฏการณ์เดือนมกราคม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรวมถึงผลกระทบของปรากฏการณ์เดือนมกราคมหากมีปรากฏการณ์นี้เกิดขึ้นจริงในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจะเป็นข้อมูลผลตอบแทนรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2532 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2549 ทดสอบด้วยสถิติทดสอบที่จะพบปรากฏการณ์เดือนมกราคมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่เมื่อใช้แบบจำลอง ARCH-M พบว่าไม่พบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสาเหตุที่ปรากฏการณ์เดือน



มกราคม ไม่มีผลทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง อาจเนื่องมาจากในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาในนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเกิดปรากฏการณ์เดือนมกราคมขึ้นเพียงในบางปีเท่านั้น ทำให้ผลการศึกษาไม่มีระดับนัยสำคัญที่เพียงพอที่จะอธิบายได้ว่าปรากฏการณ์เดือนมกราคม ทำให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป

Yao (2012, pp. 2757-2769) ได้ศึกษาเรื่องกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง โดย ศึกษาในช่วงมกราคม ค.ศ.1926 ถึงธันวาคม ค.ศ.2009 ใช้ราคารายวันจาก New York Stock Exchange (NYSE) และ American Stock Exchange (AMEX) ยกเว้นหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจการเงิน จัดเรียงหลักทรัพย์ตามอัตราผลตอบแทนในอดีตและเลือกหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงสุดของหลักทรัพย์ทั้งหมด โดยแบ่งจาก 10 เดไซล์ เรียกว่า Winner และเลือกหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำสุดของหลักทรัพย์ทั้งหมด เรียกว่า Loser และสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน โดยกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง จะซื้อกลุ่มหลักทรัพย์ Winner และขายกลุ่มหลักทรัพย์ Loser และกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด จะขายกลุ่มหลักทรัพย์ Winner และซื้อกลุ่มหลักทรัพย์ Loser ซึ่งกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดจะเกิดกำไรในเดือนมกราคมมากกว่าภาพรวมของทั้งตลาดและในช่วงที่ไม่ใช่เดือนมกราคม ทำให้พบว่าปรากฏการณ์เดือนมกราคมเกิดขึ้นจริง โดยระยะเวลาการลงทุนที่พบเป็นการลงทุนในกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดในระยะยาว

Sareewiwatthana (2016, pp. 5-14) ได้ศึกษาเรื่อง กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายเดือนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจากสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ระหว่างปีพ.ศ.2545-2558 โดยพิจารณาร่วมกับจำนวนหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน ระยะเวลาการลงทุน และอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น ผลการศึกษาพบว่าทั้งกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงให้ผลตอบแทนที่แตกต่างกันและสามารถสร้างผลตอบแทนชนะตลาดแต่กลยุทธ์การลงทุนแบบสวน

ตลาดให้ผลตอบแทนที่ปรับชดเชยความเสี่ยงสูงกว่ากลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง นอกจากนี้ก็พบว่าระยะเวลาการลงทุนที่สั้นกว่า 12 เดือน สำหรับกลยุทธ์ทั้งคู่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนระยะยาวกว่า 1 ปี

วิธีดำเนินการ (Methods)

การเก็บรวบรวมข้อมูล และกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

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

สมมุติฐานการวิจัย (Research Hypothesis)

1) การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง

จากแนวคิดของ Sareewiwatthana (2016, pp. 5-14) ว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ให้ผลตอบแทนที่แตกต่างกันและสามารถสร้างผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนของตลาด จึงนำมาสู่การตั้งสมมุติฐานดังนี้

สมมุติฐานที่ 1 : กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ให้ผลตอบแทนที่ไม่แตกต่างกัน

2) การทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด

จากแนวคิดของ Yao (2012, pp. 2757-2769) ปรากฏการณ์เดือนมกราคมเกิดขึ้นจริงเมื่อกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ และมากกว่าภาพรวมของตลาด จึงนำมาสู่การตั้งสมมุติฐานดังนี้

สมมุติฐานที่ 2 : การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวน



ตลาด ไม่สามารถทำกำไรได้ในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ และมากกว่าภาพรวมของตลาด

3) การทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง

จากแนวคิดของ Yao (2012, pp. 2757–2769) ปรากฏการณ์เดือนมกราคมเกิดขึ้นจริง เมื่อกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ และมากกว่าภาพรวมของตลาด จึงนำมาสู่การตั้งสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 3 : การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ไม่สามารถทำกำไรได้ในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ และมากกว่าภาพรวมของตลาด

ทั้งสองกลยุทธ์จะทดสอบภาพรวมของตลาด ทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม จะใช้ข้อมูลเดือนประเมิณผล คือ เดือนมกราคม และทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคม จะใช้ข้อมูลยกเว้นข้อมูลที่มีเดือนประเมิณผล คือ เดือนมกราคม

โดยแบ่งการศึกษาเป็น 2 ช่วง สำหรับการศึกษาในระยะเวลานั้น 5 ปี และศึกษาในระยะเวลายาว 10 ปี 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

วิธีการทดสอบ (Methodology)

จากงานวิจัยของ Conrad and Kaul (1998, pp.489-519) พบว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดเหมาะกับการลงทุนระยะยาว ดังนั้นกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด จะทดสอบในระยะยาวในช่วง lag t-60 เดือน ถึง t-13 เดือน ให้มีช่วงเวลาระหว่างการถือหลักทรัพย์และการประเมิณผลเป็นเวลา 12 เดือน และกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงเหมาะกับการลงทุนในระยะสั้น ดังนั้นกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง จะทดสอบในระยะสั้นในช่วง lag t-2 เดือน ถึง t-6 เดือน ให้มีช่วงเวลาระหว่างการถือหลักทรัพย์ และการประเมิณผลเป็นเวลา 1 เดือน

สมการผลตอบแทนของหลักทรัพย์

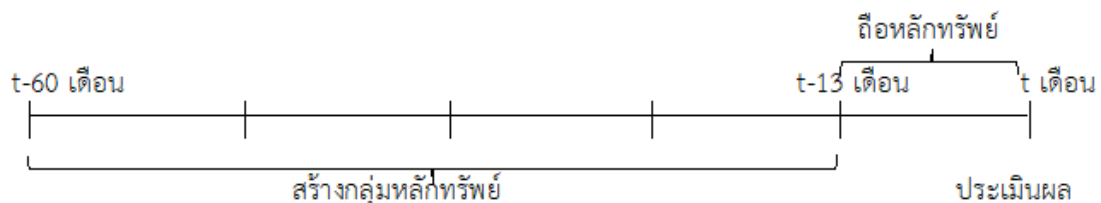
$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad \text{--- (1)}$$

โดย

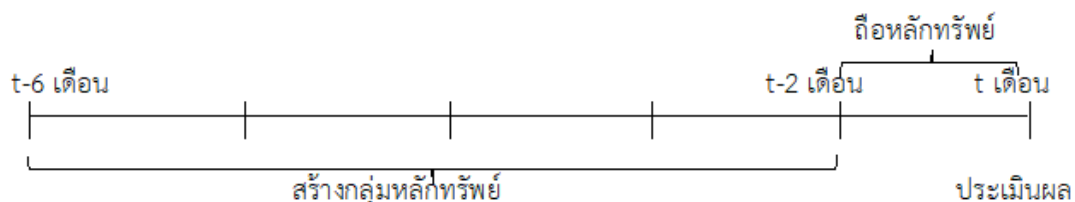
R_{it} คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

P_t คือ ราคาของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

P_{t-1} คือ ราคาของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t-1



ภาพ 1 ลักษณะการลงทุนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด



ภาพ 2 ลักษณะการลงทุนของกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง



1) การทดสอบความแตกต่างผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง

1. หาค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ตามช่วงระยะเวลาของการศึกษา

2. ทดสอบตามสมมติฐานที่ 1 ด้วยสถิติ one sample t-test

2) การทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคมโดยการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1. สร้างกลุ่มหลักทรัพย์ตามเงื่อนไขของการทดสอบ โดยกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด ช่วงเวลาสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ตั้งแต่ t-60 เดือน ถึง t-13 เดือน

2. คำนวณหาผลตอบแทนตามสมการที่ 1 ของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างไว้

3. แบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามผลตอบแทนที่ทำได้จากขั้นตอนที่แล้ว โดยแบ่งเป็น P1,P2,...,P10

P1 คือ กลุ่มหลักทรัพย์กำไร (Winner Portfolio) โดยให้ผลตอบแทนมากที่สุด

P10 คือ กลุ่มหลักทรัพย์ขาดทุน (Loser Portfolio) ที่ให้ผลตอบแทนน้อยที่สุด

4. ถือครองหลักทรัพย์ตามระยะเวลาประเมินผล สำหรับกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดระยะเวลา 12 เดือน

5. หาผลตอบแทนแต่ละกลุ่มตาม P1,P2,...,P10 จากนั้นหาผลตอบแทนของกลยุทธ์จาก P10-P1 : Loser-Winner Portfolio

6. นำผลตอบแทนของกลยุทธ์ในแต่ละการทดสอบ ทั้งการทดสอบภาพรวมของตลาด การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม และทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคม ทดสอบตามสมมติฐานที่ 2 ด้วยวิธี one-way ANOVA

3) การทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคมโดยการใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1. สร้างกลุ่มหลักทรัพย์ตามเงื่อนไขของการทดสอบ โดยกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด ช่วงเวลาสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ตั้งแต่ t-6 เดือน ถึง t-2 เดือน

2. คำนวณหาผลตอบแทนตามสมการที่ 1 ของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างไว้

3. แบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามผลตอบแทนที่ทำได้จากขั้นตอนที่แล้ว โดยแบ่งเป็น P1,P2,...,P10

P1 คือ กลุ่มหลักทรัพย์ขาดทุน (loser portfolio) ที่ให้ผลตอบแทนน้อยที่สุด

P10 คือ กลุ่มหลักทรัพย์กำไร (Winner Portfolio) โดยให้ผลตอบแทนมากที่สุด

4. ถือครองหลักทรัพย์ตามระยะเวลาประเมินผล สำหรับกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงระยะเวลา 1 เดือน

5. หาผลตอบแทนแต่ละกลุ่มตาม P1,P2,...,P10 จากนั้นหาผลตอบแทนของกลยุทธ์จาก P10-P1 : Winner-Loser Portfolio

6. นำผลตอบแทนของกลยุทธ์ในแต่ละการทดสอบ ทั้งการทดสอบภาพรวมของตลาดการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม และทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคม ทดสอบตามสมมติฐานที่ 3 ด้วยวิธี one-way ANOVA

การวิเคราะห์ข้อมูล (Data analysis)

สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

เป็นการรวบรวมข้อมูลทางสถิติที่จำเป็นในตัวแปรประเภทต่าง ๆ สำหรับนำไปใช้ทดสอบสมมติฐาน และทำการวิเคราะห์โดยอาศัยสถิติเชิงพรรณนา พร้อมทั้งแสดงข้อมูลในรูปค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) สถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics)

ในการศึกษาเลือกใช้สถิติเชิงอนุมาน สำหรับนำไปใช้ทดสอบสมมติฐาน โดยการใช้สถิติทดสอบ t จะวิเคราะห์ความมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนด้วยสถิติ one sample t-test

ผลการศึกษา (Results)

1. การทดสอบความแตกต่างผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง



ตาราง 1 ผลการทดสอบความแตกต่างผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง

ผลการทดสอบ		ค่าเฉลี่ยของ ผลตอบแทน (ร้อยละ)	P-value
การศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561	กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด	0.1618	0.00*
	กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง	0.0335	
การศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561	กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด	0.1219	0.00*
	กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง	0.0281	

*แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

จากตาราง 1 พบว่า ในการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 ผลตอบแทนของการลงทุนตามกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ให้ผลตอบแทนที่แตกต่างกัน ณ ระดับนัยสำคัญ 95% โดยกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดให้ผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.16 และกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงให้ผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.03

การศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 ผลตอบแทนของการลงทุน

ตามกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ให้ผลตอบแทนที่แตกต่างกัน ณ ระดับนัยสำคัญ 95% โดยกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดให้ผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.12 และกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงให้ผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.02

2. การศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม

ตาราง 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลตอบแทนเฉลี่ยของการลงทุน โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (หน่วย:ร้อยละ)

กลยุทธ์การลงทุนแบบ สวนตลาด	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
การทดสอบภาพรวม ของตลาด	0.1623	0.8022	11.7027	-0.9389	0.1219	0.2850	1.0556	-0.9016
การทดสอบการลงทุน เพื่อทำกำไรในเดือน มกราคม	0.2458	0.9731	10.1429	-0.9357	0.2530	0.2847	0.9577	-0.1534
การทดสอบการลงทุน เพื่อทำกำไรในเดือน อื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือน มกราคม	0.1548	0.7850	11.7027	-0.9389	0.1101	0.2825	1.0556	-0.9016

จากตาราง 2 ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 จะพบว่ากลุ่มกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดที่ลงทุนเพื่อทำกำไร

ในเดือนมกราคม จะมีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนสูงที่สุด ร้อยละ 0.25 และมีค่าสูงสุดและต่ำสุด คือร้อยละ 10.14 และร้อยละ -0.94 ตามลำดับ และการลงทุน



เพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมจะมีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนน้อยที่สุด ร้อยละ 0.15 โดยมีค่าสูงสุดและต่ำสุด คือร้อยละ 11.70 และร้อยละ -0.94 ตามลำดับ

สำหรับการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ. 2561 กลุ่มกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดที่ลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม

จะมีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนมากที่สุด ร้อยละ 0.25 และมีค่าสูงสุดและต่ำสุด คือร้อยละ 0.96 และร้อยละ -0.15 ตามลำดับ และการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมจะมีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนน้อยที่สุด ร้อยละ 0.11 โดยมีค่าสูงสุดและต่ำสุด คือร้อยละ 1.06 และร้อยละ -0.90 ตามลำดับ

ตาราง 3 ผลตอบแทนเฉลี่ยจากการถือครองกลุ่มหลักทรัพย์ตาม 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	การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคม	การทดสอบภาพรวมของตลาด	การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม	การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคม
P1	0.031	0.327	0.007	0.081	0.557	0.048
P2	-0.091	0.18	-0.117	-0.809	-0.082	-0.813
P3	-0.144	0.257	-0.166	-0.662	0.197	-0.755
P4	-0.044	0.056	-0.056	-0.074	-0.152	-0.062
P5	0.148	0.1	0.153	0.113	-0.041	0.117
P6	0.033	-0.026	0.036	0.044	-0.022	0.044
P7	0.076	0.11	0.072	0.154	0.151	0.154
P8	0.06	0.079	0.058	0.181	0.349	0.159
P9	0.039	0.084	0.036	0.218	0.463	0.209
P10	-0.183	-0.305	-0.175	0.324	0.213	0.325
P10-P1	-0.21	-0.63	-0.18	0.243	-0.345	0.277
P-value	0.824			0.811		

*แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

ผลตอบแทนเฉลี่ยของการลงทุนตาม P10-P1 (Loser-Winner Portfolio) โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 จากตาราง 3 พบว่าการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของ

ตลาดมีผลตอบแทนของการลงทุนเท่ากับร้อยละ -0.63 -0.18 และ -0.21 ตามลำดับ ซึ่งไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

ส่วนการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 จากตารางที่ 3 พบว่า การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่



เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาดให้ผลตอบแทนเป็นร้อยละ -0.34 0.28 และ 0.24 ตามลำดับ ซึ่งไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

1. การศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Momentum Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม

ตาราง 4 ค่าสถิติเชิงพรรณนาผลตอบแทนเฉลี่ยของการลงทุนโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (หน่วย:ร้อยละ)

กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง	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	0.0335	0.2192	6.1795	-0.9052	0.0281	0.2300	6.1795	-0.9052
การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม	0.0278	0.1493	1.1667	-0.7487	0.0107	0.1381	0.5136	-0.7487
การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่นๆที่ไม่ใช่เดือนมกราคม	0.0341	0.2248	6.1795	-0.9052	0.0292	0.2386	6.1795	-0.9052

จากตาราง 4 ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 จะพบว่าค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาดของกลุ่มกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง เท่ากับร้อยละ 0.03 และการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่นๆที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาดมีค่าสูงสุดและต่ำสุด คือร้อยละ 6.18 และร้อยละ -0.91 ตามลำดับและการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคมมีค่าสูงสุด และต่ำสุด คือร้อยละ 1.17 และร้อยละ -0.75 ตามลำดับ

การศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 จะพบว่าค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนของการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาดของกลุ่มกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง เท่ากับร้อยละ 0.03 และค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนของการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของ

ตลาดมีค่าสูงสุดและต่ำสุด คือร้อยละ 6.18 และร้อยละ -0.91 ตามลำดับและการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม มีค่าสูงสุด และต่ำสุด คือร้อยละ 0.51 และร้อยละ -0.75 ตามลำดับ

ผลตอบแทนเฉลี่ยของการลงทุนตาม P10-P1 (Winner-Loser Portfolio) โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 ตามตาราง 5 พบว่า การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาดให้ผลตอบแทนเป็นร้อยละ 0.022 0.023 และ 0.022 ตามลำดับ ซึ่งไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

ส่วนศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 พบว่า การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่นๆที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาด ให้ผลตอบแทนเป็นร้อยละ 0.06 0.03 และ 0.03 ตามลำดับ ซึ่งไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ



ตาราง 5 ผลตอบแทนเฉลี่ยจากการถือครองกลุ่มหลักทรัพย์ตาม P10-P1 (Winner-Loser Portfolio) โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (หน่วย:ร้อยละ)

กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง	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	การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคม	การทดสอบภาพรวมของตลาด	การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม	การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคม
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
P-value	0.858			0.832		

*แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

สรุปและอภิปรายผล (Conclusion and Discussion)

1. การทดสอบความแตกต่างผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง

จากการศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ. 2561 และตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 พบว่า ให้ผลตอบแทนที่แตกต่างกัน ณ ระดับนัยสำคัญ 95% โดยกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดให้ผลตอบแทนที่มากกว่ากลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง และการลงทุนในระยะยาวให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่มากกว่าการลงทุนในระยะสั้น

2. การศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม

จากการศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 พบว่า ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของการทดสอบสถิติเชิงพรรณนา ในการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด สำหรับการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคมมีค่าสูงสุด ร้อยละ 0.25 ทั้งนี้ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนสำหรับการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม ยังมีค่าสูงสุดเช่นเดียวกัน เมื่อเทียบกับการ



ทดสอบการลงทุนทั้งภาพรวมของตลาดและการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคม

สำหรับการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 พบว่าค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของการทดสอบสถิติเชิงพรรณนา ในการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด สำหรับการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคมจะมีค่าสูงสุด ร้อยละ 0.25 ทั้งนี้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนสำหรับการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การทดสอบการลงทุนทั้งภาพรวมของตลาด และการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคม มีค่าเท่ากับ 0.28 ทั้งสามการทดสอบ

ในการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด เพื่อทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม การศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 และการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 พบว่า ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งในการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาด จากสมมติฐานที่ 2 จึงสรุปได้ว่า การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด จะไม่สามารถทำกำไรได้ในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ

3. การศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Momentum Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม

จากการศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม การศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 พบว่า ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาดของกลุ่มกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง เท่ากับร้อยละ 0.03 อย่างไรก็ตามส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและค่าพิสัยของผลตอบแทนในการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคมมีค่าน้อยที่สุด เมื่อเทียบกับการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาด และการทดสอบ

การลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคม

สำหรับการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 พบว่า ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทน การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาดของกลุ่มกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง เท่ากับร้อยละ 0.03 มากกว่าค่าเฉลี่ยของการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม อย่างไรก็ตามส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนในการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคมมีค่าน้อยที่สุด เมื่อเทียบกับการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาด และการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคม

ในการใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง เพื่อทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม การศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 และการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 พบว่า ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งในการทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนมกราคม การทดสอบการลงทุนเพื่อทำกำไรในเดือนอื่น ๆ ที่ไม่ใช่เดือนมกราคมและการทดสอบทั้งภาพรวมของตลาด จากสมมติฐานที่ 3 จึงสรุปได้ว่า การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงจะไม่สามารถทำกำไรได้ในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ

1. การทดสอบความแตกต่างผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง

ผลการทดสอบความแตกต่างผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง การศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 และการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 พบว่าผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ให้ผลตอบแทนที่ไม่แตกต่างกัน ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้เป็นไปตามงานวิจัยของ Sareewiwatthana (2016, pp. 5-14) ว่ากลยุทธ์



การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ให้ผลตอบแทนที่แตกต่างกัน

2. การศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม

ผลการศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม การศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561และการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 พบว่าไม่เกิดปรากฏการณ์เดือนมกราคม สอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่า การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดจะไม่สามารถทำกำไรได้ในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ และทั้งนี้แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่พบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้เป็นไปตามงานวิจัยของ Tanomchat (2008, pp. 1) ที่ใช้แบบจำลอง ARCH-M ไม่พบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ทำให้การใช้กลยุทธ์ในการลงทุนเพื่อทำกำไรในมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ ไม่สามารถทำได้

อย่างไรก็ตามไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Yao (2012, pp. 2757-2769) ที่ทดสอบกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ในตลาดหลักทรัพย์ NYSE ศึกษาตั้งแต่ มกราคม ค.ศ.1926 ถึงธันวาคม ค.ศ.2009 ซึ่งพบว่าปรากฏการณ์เดือนมกราคมเกิดขึ้นจริง เนื่องจากการลงทุนตามกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดให้กำไร

ในช่วงเดือนมกราคมมากกว่าช่วงอื่น ๆ และมากกว่าภาพรวมของตลาด

3. การศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง (Momentum Strategy) ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม

ผลการศึกษาการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยงในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนมกราคม การศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2551 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561และการศึกษาตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ถึง 31 มกราคม พ.ศ.2561 พบว่าไม่เกิดปรากฏการณ์เดือนมกราคม สอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่า การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง จะไม่สามารถทำกำไรได้ในเดือนมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ และทั้งนี้แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่พบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ซึ่งผลลัพธ์ที่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tanomchat (2008, pp. 1) ที่ใช้แบบจำลอง ARCH-M ไม่พบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ทำให้การใช้กลยุทธ์ในการลงทุนเพื่อทำกำไรในมกราคมมากกว่าเดือนอื่น ๆ ไม่สามารถทำได้ และยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Yao (2012, pp. 2757-2769) ที่ทำการทดสอบกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาดและกลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ในตลาดหลักทรัพย์ NYSE ศึกษาตั้งแต่ มกราคม ค.ศ.1926 ถึงธันวาคม ค.ศ.2009 กลยุทธ์การลงทุนตามแรงเหวี่ยง ไม่พบกำไรในช่วงเดือนมกราคมมากกว่าช่วงอื่น ๆ และมากกว่าภาพรวมของตลาด

บรรณานุกรม (Bibliography)

- Athanassakos, G. (1992). **Portfolio Rebalancing and The January Effect in Canada**. Financial Analysts Journal, 48(6) ,67-78.
- Conrad J., Kaul G. (1998), '**An Anatomy of Trading Strategies**', Review of Financial Studies, 11 (3), 489-519.
- De Bondt, W. and Thaler, R., (1985). **Does the stock market overreact?**, Journal of Finance, 40(1), 793- 805.
- Jegadeesh, N. and Titman, S., (1993). **Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency**. Journal of Finance, 48(1), 65-91.
- Haugen, R. and Jorion, P.(1996). **The January Effect: Still There after All These Years**. Financial Analysts Journal, 52(1) ,27-31.



- Keim, D. B. (1983). **Size related anomalies and stock return seasonality.** Journal of Financial Economics, 12(1), 13-32.
- Lesmond, D. A., Schill, M. J. and Zhou, C. (2004). **The illusory nature of momentum profits.** Journal of Financial Economics ,71(2), 349-380.
- Rathinasamy, R. S. and Mantripragada, K. G. (1996). **The January size effect revisited: is it a case of risk mismeasurement?.** Journal of financial and strategic decisions, 9(3), 9-14.
- Sareewiwatthana, P. (2016). **Price trend strategies and the effect of rebalancing period: Evidence from Thailand.** NIDA Business Journal (in Thai), 19(1), 80-93
- Tanomchat,W. (2008). **A study of January effect in Stock Exchange of Thailand** (Master thesis, M.Econ.), Kasetsart University. Bangkok
- Wachtel, S. B. (1942). **Certain observations on seasonal movements in stock prices.** Retrieved March 11, 2020, from <http://www.jstor.org/stable/2350013>
- Yao, Y. (2012). **Momentum, contrarian, and the January seasonality.** Journal of Banking & Finance, 36 (10), 2757–2769.