

ความสัมพันธ์ระหว่างการทำกำไรโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม
โดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ กับทัศนคติของนักลงทุน

Relationship Between Profitability of the 52-week-High Price Momentum
Strategy and Investor Sentiment

ชวีศา สนวนนิภา* และอนิรุฎ รุฬ**

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการทำกำไรโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ กับ ทัศนคติของนักลงทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า การลงทุนด้วยกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ มากกว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมแบบดั้งเดิม และโมเมนตัมของหุ้นและกลุ่มอุตสาหกรรม และ พบว่าการทำกำไรด้วยโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์มีความสัมพันธ์ กับ ทัศนคติของนักลงทุน ภายใต แนวคิดที่ว่านักลงทุนในตลาดมีพฤติกรรมตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่น้อยเกินไป (Underreact) และแนวคิดพฤติกรรมการยึดติด (Anchoring Biases)

ABSTRACT

The purpose of the study is to examine the relationship between profitability of the 52-week high price momentum strategy and investor sentiment of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. The results show that the 52-week high price explains a large portion of the profits from momentum investing than Jegadeesh and Titman's Individual Stock Momentum and Moskowitz and Grinblatt's Industrial Momentum and also found that the significant profitability using the 52-week high price momentum strategy was correlated with sentiment periods under the concept that market participants behave in response to information that is too underreact (Underreact) and the concept of Anchoring Biases.

บทนำ

การศึกษาที่ผ่านมาพบว่าผลกำไรของกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมนั้นเกิดจากพฤติกรรมของนักลงทุน โดยมีแนวคิดที่ว่านักลงทุนในตลาดมีพฤติกรรมตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่น้อยเกินไป (Underreact) (Barberis, Shleifer, & Vishny, 1998) คือ มีข่าวสารเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นออกมาไม่ว่าจะเป็นทางบวกหรือลบต่อหลักทรัพย์นั้น เมื่อข่าวที่มีทิศทางบวกต่อหลักทรัพย์นั้นนักลงทุนจะไม่ทำการซื้อโดยทันทีแต่จะทยอยซื้อหลักทรัพย์เป็นผลให้ราคาหลักทรัพย์นั้นต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เช่นเดียวกันกับเมื่อมีข่าวในทิศทางลบต่อหลักทรัพย์นั้นนักลงทุนจะทยอยขายหลักทรัพย์ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์สูงกว่าที่ควรจะเป็น กล่าวว่าการทำกำไรของกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมเกิดจากการที่นักลงทุนตัดสินใจอยู่บนอารมณ์ และเหตุผลที่แตกต่างกัน โดยผลกำไรจะเกิดขึ้นเมื่อนักลงทุนมีทัศนคติที่ดี (High Sentiment) และผลกำไรที่เกิดจากกลยุทธ์

* นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

การลงทุนแบบโมเมนตัมแบบใช้ราคาสูงสุดในรอบ 52 สัปดาห์นั้นเกิดจาก นักลงทุนใช้ราคา 52 สัปดาห์ เป็นจุดอ้างอิงในการตัดสินใจซื้อขาย และจากแนวคิดที่ว่านักลงทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่น้อยเกินไป คือเมื่อมีประกาศผลประกอบการที่เป็นข่าวดีจะส่งผลให้ราคาถูกผลักให้เข้าใกล้หรือมากกว่าราคา 52 สัปดาห์ แต่ถ้าเป็นข่าวร้ายราคาจะถูกผลักออกจากราคา 52 สัปดาห์ ดังนั้นเมื่อมีการประกาศข่าวดีนักลงทุนมักจะจะไม่สบายใจที่จะซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาสูงขึ้น (George & Hwang, 2004) เนื่องจาก นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะยึดติดกับราคา 52 สัปดาห์ที่เป็นจุดอ้างอิงในการซื้อขาย (Anchoring Biases) แม้ว่าข่าวสารนั้นจะเป็นจริงต่อหลักทรัพย์ทำให้นักลงทุนเกิดความผิดพลาดทางการตัดสินใจ (George, Hwang, & Li, 2011) ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Hong and Stein (1999) ที่กล่าวว่าการที่นักลงทุนมีการตอบสนองช้ากับข้อมูลข่าวสารเป็นผลให้เกิดผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบโมเมนตัม (Momentum Return)

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการทำกำไรโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ กับทัศนคติของนักลงทุนว่าทัศนคติของนักลงทุนที่แตกต่างกันส่งผลอย่างไรต่อผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม ภายใต้แนวคิด Anchoring Biases โดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทบทวนวรรณกรรม และสมมติฐานการวิจัย

ความสัมพันธ์ของการทำกำไรโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ กับทัศนคติของนักลงทุน มีการพัฒนามาจากแนวคิดที่สำคัญ ดังต่อไปนี้

George and Hwang (2004) ได้ศึกษาเรื่องกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ ได้สร้างกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 2 กลุ่ม คือกลุ่ม Winner คือกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงในอดีต และกลุ่ม Loser คือกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนต่ำในอดีต โดยใช้ราคา 52 สัปดาห์เป็นจุดอ้างอิงในการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ และได้ทำการเปรียบเทียบกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ กับการลงทุนกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมวิธีอื่น พบว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าทั้ง 2 กลยุทธ์

George, Hwang, & Li (2017) ได้ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ของพฤติกรรมที่ยึดติดกับราคา 52 สัปดาห์กับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศผลประกอบการ พบว่าการที่นักลงทุนมีพฤติกรรมที่ยึดติดกับราคา 52 สัปดาห์ ส่งผลให้นักลงทุนมีการตอบสนองต่อการประกาศผลประกอบการของบริษัทที่น้อยเกินไป จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดยังไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท ทำให้นักลงทุนเกิดการตัดสินใจที่ผิดพลาดได้ ดังนั้นถ้านักลงทุนมีการยึดติดกับราคา เมื่อมีการประกาศผลการประกอบการที่นักลงทุนมักจะไม่น่าจะสบายใจที่จะเสนอซื้อหลักทรัพย์ที่สูงขึ้น ทำให้ราคาในตลาดยังไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงในทันที ทำให้หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงในอดีตจะมีแนวโน้มสูงต่อไปในอนาคต และหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำในอดีตจะมีแนวโน้มต่ำต่อไปในอนาคต

สมมติฐาน จากการศึกษาที่ผ่านมาพบว่าการทำกำไรโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมนั้นเกิดจากการที่นักลงทุนตัดสินใจลงทุนอยู่บนอารมณ์และเหตุผลที่ต่างกัน (Antoniou, Doukas, & Subrahmanyam, 2012) รวมถึง Barberis et al. (1998) ได้กล่าวว่ นักลงทุนมีพฤติกรรมตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่น้อยเกินไป และจากการศึกษาของ George and Hwang (2004) พบว่าการการลงทุนด้วยกลยุทธ์แบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์นั้นสามารถให้ผลตอบแทนส่วนเกินที่มากกว่าการลงทุนแบบโมเมนตัมตามวิธีของ Jegadeesh and Titman (1993) และวิธีของ Moskowitz and Grinblatt (1999)

ดังนั้นศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการทำกำไรโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ กับทัศนคติของนักลงทุนจึงกำหนดสมมติฐานได้ดังนี้

H₁: กำไรของการลงทุนด้วยกลยุทธ์แบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ มีความสัมพันธ์กับทัศนคติของนักลงทุน

1. กลุ่มตัวอย่าง

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการทำกำไรโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ กับ ทัศนคติของนักลงทุน โดยได้ใช้กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET : The Stock Exchange of Thailand) และสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ร่วมกับคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2548 ถึง เดือน ธันวาคม พ.ศ. 2563 เป็นระยะเวลา 16 ปี โดยคัดเลือกเฉพาะบริษัทที่มีอัตราการหมุนเวียนการซื้อขาย (Turnover ratio) มากกว่า 0.01

2. การวัดค่าและตัวแปร

2.1. ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

1. กำไรจากการลงทุนโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมแบบใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ (MOM) มีหน่วยเป็นร้อยละ คำนวณได้จาก $MOM_t = (R_{winner} - R_{loser}) \times 100$
2. กำไรจากการลงทุนตามการคำนวณตามแบบจำลอง Fama-French โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนโมเมนตัมแบบใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ (MOM^{ADJ}) มีหน่วยเป็นร้อยละ คำนวณได้จาก

$$MOM_t^{ADJ} = (R_{winner}^{ADJ} - R_{loser}^{ADJ}) \times 100$$

3. $r_{i,t} = b_{0jt} + b_{1jt}r_{i,t-1} + b_{2jt}SIZE_{i,t-1} + b_{3jt}JTH_{i,t-j} + b_{4jt}JTL_{i,t-j} + b_{5jt}MGH_{i,t-j} + b_{6jt}MGL_{i,t-j} + b_{7jt}WHH_{i,t-j} + b_{8jt}WHL_{i,t-j}$ - (1)

$$r_{i,t}^{ADJ} = b_{0jt}^{ADJ} + b_{1jt}^{ADJ}r_{i,t-1}^{ADJ} + b_{2jt}^{ADJ}SIZE_{i,t-1} + b_{3jt}^{ADJ}JTH_{i,t-j} + b_{4jt}^{ADJ}JTL_{i,t-j} + b_{5jt}^{ADJ}MGH_{i,t-j} + b_{6jt}^{ADJ}MGL_{i,t-j} + b_{7jt}^{ADJ}WHH_{i,t-j} + b_{8jt}^{ADJ}WHL_{i,t-j}$$
 - (2)

โดยที่	$r_{i,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในเดือนที่ t
	$r_{i,t}^{ADJ}$	คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ตามแบบจำลอง Fama-French ในเดือนที่ t
	$r_{i,t-1}$	คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในเดือนที่ $t-1$
	$r_{i,t-1}^{ADJ}$	คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ตามแบบจำลอง Fama-French ในเดือนที่ $t-1$
	$SIZE_{i,t-1}$	คือ ลอการิทึมธรรมชาติของขนาดของกิจการในเดือนที่ $t-1$
	$JTH_{i,t-j}$	คือ ตัวแปรควบคุม ตัวแปรหุ่น จะเท่ากับ 1 เมื่อหลักทรัพย์ i อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ Winner ด้วยวิธีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์แบบ JT ในเดือนที่ $t-j$
	$JTL_{i,t-j}$	คือ ตัวแปรควบคุม ตัวแปรหุ่น จะเท่ากับ 1 เมื่อหลักทรัพย์ i อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ Loser ด้วยวิธีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์แบบ JT ในเดือนที่ $t-j$

$MGH_{i,t-j}$	คือ ตัวแปรควบคุม ตัวแปรหุ่น จะเท่ากับ 1 เมื่อหลักทรัพย์ i อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ Winner ด้วยวิธีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์แบบ MG ในเดือนที่ $t-j$
$MHL_{i,t-j}$	คือ ตัวแปรควบคุม ตัวแปรหุ่น จะเท่ากับ 1 เมื่อหลักทรัพย์ i อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ Loser ด้วยวิธีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์แบบ MG ในเดือนที่ $t-j$
$WHH_{i,t-j}$	คือ ตัวแปรควบคุมตัวแปรหุ่น จะเท่ากับ 1 เมื่อหลักทรัพย์ i อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ Winner ด้วยวิธีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์แบบ 52 week high ในเดือนที่ $t-j$
$WHL_{i,t-j}$	คือ ตัวแปรควบคุม ตัวแปรหุ่น จะเท่ากับ 1 เมื่อหลักทรัพย์ i อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ Loser ด้วยวิธีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์แบบ 52 week high ในเดือนที่ $t-j$

นำ b_{7jt} , b_{8jt} , b_{7jt}^{ADJ} และ b_{8jt}^{ADJ} ที่ได้จากการ Cross-section regression ในสมการที่ (1) และ (2) เมื่อ $j = 2$ ถึง $j = 4$, $j = 2$ ถึง $j = 7$ และ $j = 2$ ถึง $j = 10$ มาหาผลตอบแทนสุทธิ ดังนี้

$$\overline{b_{7jt}} = \frac{1}{k} \sum_{j=2}^i b_{7jt} \quad \overline{b_{8jt}} = \frac{1}{k} \sum_{j=2}^i b_{8jt} \quad \overline{b_{7jt}^{ADJ}} = \frac{1}{k} \sum_{j=2}^i b_{7jt}^{ADJ}$$

$$\overline{b_{8jt}^{ADJ}} = \frac{1}{k} \sum_{j=2}^i b_{8jt}^{ADJ}$$

โดยที่ k คือ 3,6 และ 9 และ i คือ 4,7 และ 10

2.2. ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

- ดัชนีชี้วัดทัศนคติของนักลงทุน (Investment Sentiment Index: ISI) ซึ่งจัดทำโดยสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ร่วมกับคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

$$\text{Sentiment}_t = \frac{3}{6} \text{ISI}_t + \frac{2}{6} \text{ISI}_{t-1} + \frac{1}{6} \text{ISI}_{t-2}$$

ISI_t คือ ดัชนีวัดทัศนคติของนักลงทุนในเดือนที่ t

ISI_{t-1} คือ ดัชนีวัดทัศนคติของนักลงทุนในเดือนที่ $t-1$

ISI_{t-2} คือ ดัชนีวัดทัศนคติของนักลงทุนในเดือนที่ $t-2$

2.3. ตัวแปรควบคุม

- ลอการิทึมธรรมชาติของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายตัวในเดือนที่ผ่านมา ($R_{i,t-1}$) คำนวณได้จาก

$$R_{i,t-1} = \ln \left(\frac{\text{Close Price}_{i,t-1} - \text{Close Price}_{i,t-2}}{\text{Close Price}_{i,t-2}} \right)$$

- อัตราส่วนระหว่างราคาปัจจุบันกับราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ของแต่ละหลักทรัพย์ คำนวณได้จาก

$$\frac{\text{Close Price}_{i,t-1}}{\text{high}_{i,t-1}}$$

ผลการศึกษา

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการทำกำไรโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์กับ ทัศนคติของนักลงทุน ทดสอบสมมติฐานโดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยดังนี้

$$\text{แบบจำลองที่ 1 } \text{MOM}_t = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$$

ตารางที่ 1 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของแบบจำลองที่ 1 $\text{MOM}_t = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$

Profit of Portfolio (MOM_t)			
Sentiment	Coefficient	Std.Error	Pr(> t)
HIGH	-0.0685	0.0630	0.2825
MID	0.0577	0.0322	0.0804*
LOW	-0.0225	0.0203	0.2740
Adjusted R-square			0.0703
P-value			0.0786

หมายเหตุ : *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, **ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, * ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

จากตารางที่ 1 พบว่ากลุ่ม sentiment ของผู้ลงทุนในระดับปกติมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรจากการลงทุนแบบโมเมนตัมแบบใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.1

$$\text{แบบจำลองที่ 2 } \text{MOM}_t^{\text{ADJ}} = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$$

ตารางที่ 2 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของแบบจำลองที่ 2 $\text{MOM}_t^{\text{ADJ}} = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$

Profit of Portfolio ($\text{MOM}_t^{\text{ADJ}}$)			
Sentiment	Coefficient	Std.Error	Pr(> t)
HIGH	-0.0826	0.04571	0.0777*
MID	0.0033	0.0234	0.8875
LOW	0.0002	0.0147	0.9883
Adjusted R-square			0.0330
P-value			0.1829

หมายเหตุ : *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, **ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, * ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

จากตารางที่ 2 พบว่ากลุ่ม sentiment ของผู้ลงทุนเชิงบวกมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับกำไรจากการลงทุนแบบโมเมนตัมแบบใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ ตามแบบจำลอง Fama-French อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.1

แบบจำลองที่ 3 $b_3 = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$

ตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของแบบจำลองที่ 3 $b_3 = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$

Profit of Portfolio (b_3)			
Sentiment	Coefficient	Std.Error	Pr(> t)
HIGH	0.0002	0.0374	0.9953
MID	0.0407	0.0191	0.0392*
LOW	-0.0176	0.0120	0.1500
Adjusted R-square			0.0569
P-value			0.1069

หมายเหตุ : *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, **ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05,

* ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

จากตารางที่ 3 พบว่ากลุ่ม sentiment ของผู้ลงทุนในระดับปกติมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรจากการลงทุนแบบโมเมนตัมแบบใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ เมื่อกลยุทธ์อื่นจัดกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 3 เดือน อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.1

แบบจำลองที่ 4 $b_6 = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$

ตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของแบบจำลองที่ 4

Profit of Portfolio (b_6)			
Sentiment	Coefficient	Std.Error	Pr(> t)
HIGH	0.0098	0.0281	0.7280
MID	0.0182	0.0143	0.2100
LOW	0.0012	0.0090	0.8890
Adjusted R-square			0.0002
P-value			0.3749

หมายเหตุ : *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, **ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05,

* ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

$$\text{แบบจำลองที่ 5 } b_9 = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$$

ตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของ แบบจำลองที่ 5

$$b_9 = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$$

Profit of Portfolio (b_9)			
Sentiment	Coefficient	Std.Error	Pr(> t)
HIGH	-0.0060	0.0356	0.8670
MID	0.0398	0.0182	0.0341*
LOW	-0.0170	0.0114	0.1463
Adjusted R-square			0.0660
P-value			0.0868

หมายเหตุ : *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, **ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05,

* ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

จากตารางที่ 5 พบว่ากลุ่ม sentiment ของผู้ลงทุนในระดับปกติมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรจากการลงทุนแบบโมเมนตัมแบบใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ เมื่อกลยุทธ์อื่นจัดกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 9 เดือน อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.1

$$\text{แบบจำลองที่ 6 } b_3^{\text{ADJ}} = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$$

ตารางที่ 6 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของ แบบจำลองที่ 7

$$b_3^{\text{ADJ}} = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$$

Profit of Portfolio (b_3^{ADJ})			
Sentiment	Coefficient	Std.Error	Pr(> t)
HIGH	0.0301	0.0450	0.5073
MID	0.0563	0.0230	0.0186**
LOW	-0.0259	0.0145	0.0814*
Adjusted R-square			0.0820
P-value			0.0599

หมายเหตุ : *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, **ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05,

* ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

จากตารางที่ 6 พบว่ากลุ่ม sentiment ของผู้ลงทุนในระดับปกติมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรจากการลงทุนแบบโมเมนตัมแบบใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ เมื่อกลยุทธ์อื่นจัดกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 3 เดือนตามแบบจำลอง Fama-French อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 และกลุ่ม sentiment ของผู้ลงทุนเชิงลบมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับกำไรจากการลงทุนแบบโมเมนตัมแบบใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ เมื่อกลยุทธ์อื่นจัดกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 3 เดือน ตามแบบจำลอง Fama-French อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.1

$$\text{แบบจำลองที่ 7} \quad b_6^{\text{ADJ}} = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$$

ตารางที่ 7 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของ แบบจำลองที่ 8

$$b_6^{\text{ADJ}} = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$$

Profit of Portfolio (b_6^{ADJ})			
Sentiment	Coefficient	Std.Error	Pr(> t)
HIGH	0.0299	0.0435	0.4965
MID	0.0637	0.0223	0.0065***
LOW	-0.0283	0.0140	0.0493**
Adjusted R-square			0.1209
P-value			0.0236

หมายเหตุ : *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, **ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05,

* ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

จากตารางที่ 7 พบว่ากลุ่ม sentiment ของผู้ลงทุนในระดับปกติมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรจากการลงทุนแบบโมเมนตัมแบบใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ เมื่อกลยุทธ์อื่นจัดกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 6 เดือนตามแบบจำลอง Fama-French อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 และกลุ่ม sentiment ของผู้ลงทุนเชิงลบมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับกำไรจากการลงทุนแบบโมเมนตัมแบบใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ เมื่อกลยุทธ์อื่นจัดกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 6 เดือนตามแบบจำลอง Fama-French อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.5

$$\text{แบบจำลองที่ 8} \quad b_9^{\text{ADJ}} = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$$

ตารางที่ 8 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของ แบบจำลองที่ 9

$$b_9^{\text{ADJ}} = \alpha_1 \text{HIGH}_t + \alpha_2 \text{MID}_t + \alpha_3 \text{LOW}_t$$

Profit of Portfolio (b_9^{ADJ})			
Sentiment	Coefficient	Std.Error	Pr(> t)
HIGH	0.0126	0.0469	0.7894
MID	0.0554	0.0240	0.0259*
LOW	-0.0240	0.0151	0.1196
Adjusted R-square			0.0696
P-value			0.0800

หมายเหตุ : *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, **ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05,

* ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

จากตารางที่ 8 พบว่ากลุ่ม sentiment ของผู้ลงทุนในระดับปกติมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรจากการลงทุนแบบโมเมนตัมแบบใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ เมื่อกลยุทธ์อื่นจัดกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 9 เดือนตามแบบจำลอง Fama-French อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.1

สรุปผลการศึกษา

ผลการศึกษาพบว่ากำไรโดยกลยุทธ์ที่ใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์มีความสัมพันธ์กับช่วงระดับ sentiment ของนักลงทุน กล่าวคือ กำไรจากการลงทุนโดยใช้กลยุทธ์แบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์จะเกิดขึ้นในช่วงที่ระดับ sentiment ของนักลงทุนอยู่ในระดับปกติ ซึ่งเป็นผลจากพฤติกรรมตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่น้อยเกินไป (Underreact) และแนวคิด Anchoring Biases ที่กล่าวว่านักลงทุนมีพฤติกรรมการยึดติดกับราคาสูงสุด 52 สัปดาห์ ส่งผลให้ราคาที่สูงออกมาไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริง ทำให้นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้ราคาสูงสุด 52 สัปดาห์

บรรณานุกรม

- ปวิรินทร์ ธขทรงธรรม. (2558). กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอยู่บนพื้นฐานของช่วงเวลาของราคาสูงสุดในรอบ 20 สัปดาห์: หลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย).
- พิมมิกา ลักษณะบุญส่ง. (2552). การเปรียบเทียบ กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยใช้ราคาสูงสุดในรอบ 52 สัปดาห์ ประกอบกับปริมาณการซื้อขายและกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยใช้ผลตอบแทนในอดีตประกอบกับ ปริมาณการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย).
- Antoniou, C., Doukas, A. J., & Subrahmanyam, A. (2012). Cognitive Dissonance, Sentiment, and Momentum. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 245 – 275.
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307-343.
- George, J. T., & Hwang, C.-Y. (2004). The 52-week high and momentum investing. *The Journal of Finance*, 59(5), 2145-2176.
- George, J. T., & Hwang, C.-Y., & Li, Y. (2013). *Anchoring the 52-week high and post earnings announcement drift*. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2391455>
- Hong, H., & Stein, C. J. (1999). A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets. *The Journal of Finance*, 54(6), 2143-2184.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
- Moskowitz, T. J., & Grinblatt, M. (1999). Do Industries Explain Momentum?. *The Journal of Finance*, 54(4), 1249-1290.
- Ying, H., Robin K. C., Kuan-Cheng, K., & Nien-Tzu, Y. (2018). The 52-week high momentum and investor sentiment. *International Review of Financial Analysis*, 57, 167-183.