

# การลงทุนแบบสไตล์โดยใช้ปัจจัยการเติบโตของสินทรัพย์

## Style Investing Using Asset Growth

### Article History

Received: February 20, 2021

Revised: June 4, 2021

Accepted: June 7, 2021

ศรานนท์ อําชาฤทธิ<sup>1</sup>

Saranon Umchumrit

โรจนา ธรรมจินดา<sup>2</sup>

Rojana Thammajinda

สันติ กีระนันท์<sup>3</sup>

Santi Kiranand

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงการลงทุนแบบสไตล์ที่ใช้การเติบโตของสินทรัพย์เป็นปัจจัยในการตัดสินใจ ร่วมกับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ เพื่อนำมาสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ขนาด 5x5 และใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์นี้เพื่อทดสอบว่าสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มหลักทรัพย์นั้นได้หรือไม่ จากนั้นใช้ผลลัพธ์ความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้น มาประยุกต์ใช้กับกลยุทธ์โมเมนตัมเพื่อวัดผลประโยชน์ที่นักลงทุนจะได้รับ

ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน และ 12 เดือนของกลุ่มหลักทรัพย์การเติบโตของสินทรัพย์และมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญขนาด 5 แถว 5 คอลัมน์สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 6 เดือน และ 12 เดือนถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มหลักทรัพย์นั้น และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสูงสุดที่ระดับ 0.01 เหนือกว่ากลุ่มหลักทรัพย์มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ

<sup>1</sup> นักศึกษาปริญญาโท คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Master Student, Faculty of Business Administration, Chiang Mai University  
E-mail: saranonfree@gmail.com

<sup>2</sup> คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Faculty of Business Administration, Chiang Mai University  
E-mail: rojana050271@hotmail.com

<sup>3</sup> คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Faculty of Business Administration, Chiang Mai University  
E-mail: santi\_kiranand@yahoo.com

เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์การเติบโตของสินทรัพย์และมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญกับอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มหลักทรัพย์นั้นมีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัมได้ตามสมมติฐาน ผู้ศึกษาจึงทำการปรับกลยุทธ์เป็นการลงทุนแบบสวนกระแสและสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้สูงสุดถึงร้อยละ 31.00 ในช่วงระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน

**คำสำคัญ:** การลงทุนแบบสไตร์ล การเติบโตของสินทรัพย์ กลยุทธ์โมเมนตัม

## Abstract

The objective of this study is to investigate the ‘Style Investing’ that used the asset growth (AG) as a deciding factor and the market value of common stocks (Size) to create a 5x5 AG-Size style portfolios. Later, the researchers used the past 6 and 12 month average return of 5x5 AG-Size style portfolios to predict the future return of individual stocks inside that portfolios, and then applied this relationship 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 predicting the future 6 and 12 month individual stock returns significantly with a negative relationship, while the explanatory power of the past average return of Size-BM style portfolios totally disappears.

Since the relationship between the past average return of AG-Size style portfolios and the future return of individual stocks are in the opposite direction, the 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 the 12 month holding periods.

**Keywords:** Style Investing, Asset Growth, Momentum Strategy

## บทนำ

การลงทุนแบบสไตร์ล (style investing) เป็นการจัดสินทรัพย์เสี่ยงที่มีลักษณะคล้ายกันให้อยู่ในกลุ่มเดียวกัน โดยนักลงทุนจะตัดสินใจจัดสรรเงินลงทุนโดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนในอดีตของกลุ่มสินทรัพย์เสี่ยงเหล่านั้น ข้อดีของการลงทุนวิธีนี้ คือ ทำให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ต่างๆ ได้ง่ายและเป็นระบบ (Barberis & Shleifer, 2003) การแบ่งประเภทของการลงทุนแบบสไตร์ลนั้นมีขอบเขตที่กว้าง ขึ้นอยู่กับนักลงทุนว่าจะเลือกปัจจัยใดมาใช้ในการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ ในงานศึกษาด้านการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ Fama-French (1993)’s 3 Factor Model จัดกลุ่มหลักทรัพย์โดยอาศัยปัจจัยความเสี่ยง (risk factors) 3 ประเภท ได้แก่ ความเสี่ยงของตลาด (market risk) ความเสี่ยงจากขนาดของบริษัท (size risk) และความเสี่ยงจากมูลค่าของบริษัท (value risk) ต่อมา Wahal and Yavuz (2013) ได้ศึกษาโดยประยุกต์ใช้ปัจจัยดังกล่าว ซึ่งได้แก่ ความเสี่ยงจากขนาดของบริษัท (size risk) และความเสี่ยง

จากมูลค่าของบริษัท (book-to-market or value risk) กับ การลงทุนแบบสไตร์ลเพื่อทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (size) และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Book-to-Market Ratio: BM) หรือกลุ่มหลักทรัพย์ Size-BM เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่เรียงตามมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญก่อนแล้วเรียงตามอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญตามลำดับ โดยกลุ่มหลักทรัพย์ Size-BM นี้สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอนาคตได้หรือไม่

ท่ามกลางการนำเสนอปัจจัยต่างๆ ที่สามารถส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ งานศึกษาของ Cooper, Gulen, and Schill (2008) ได้แสดงให้เห็นว่าการเติบโตของสินทรัพย์ (asset growth) เป็นตัวแปรหนึ่งที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้อย่างมีนัยสำคัญ จากข้อค้นพบดังกล่าว Chou, Ko, and Yang (2019) ได้ประยุกต์ใช้การเติบโตของสินทรัพย์เข้ากับการลงทุนแบบสไตร์ลในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศ

สหรัฐอเมริกา โดยใช้ปัจจัยการเติบโตของสินทรัพย์ และมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ การเติบโตของสินทรัพย์และมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ หรือกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size (กลุ่มหลักทรัพย์ที่เรียงตามมูลค่าการเติบโตของสินทรัพย์และมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญตามลำดับ หรือเรียกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ asset growth-size) ขนาด 5x5 (กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีลักษณะ 5 แถว 5 คอลัมน์ หรือเมทริกซ์ขนาด 5x5 โดยจะทำการคัดเลือกหุ้นที่จะลงทุนผ่านกลุ่มหลักทรัพย์นี้) และพิสูจน์ว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน และ 12 เดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ดังกล่าว (แต่ละช่องในเมทริกซ์ 5 แถว 5 คอลัมน์) สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนแบบสะสมของหุ้นสามัญในช่วงระยะเวลาถัดไปได้ อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ เมื่อใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size นี้ในการคัดเลือกหุ้นเพื่อลงทุนตามกลยุทธ์โมเมนตัม (momentum strategy) โดยเป็นแนวคิดที่เชื่อว่าหุ้นสามัญใดที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตสูง ในช่วงระยะเวลาถัดไปอัตราผลตอบแทนจะสูงต่อไปในอนาคต และหุ้นสามัญใดที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตต่ำ ในช่วงระยะเวลาถัดไปอัตราผลตอบแทนจะต่ำต่อไปในอนาคต พบว่า สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัมได้อย่างมีนัยสำคัญตลอดช่วงระยะเวลาการถือครอง 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือน

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าการลงทุนแบบสไตล์หรือการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ในรูปแบบต่างๆ ได้รับการยอมรับในเชิงวิชาการเป็นอย่างมาก ในต่างประเทศ แต่ยังไม่เป็นที่แพร่หลายในประเทศไทย ผู้ศึกษาพบว่า มีเพียงงานศึกษาของ Lohitanon (2015) ที่เน้นศึกษาพฤติกรรมการลงทุนแบบสไตล์ของนักลงทุน 4 ประเภท ได้แก่ นักลงทุนชาวต่างชาติ นักลงทุนสถาบันเทรดเดอร์ของสถาบัน และนักลงทุนส่วนบุคคล โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่า นักลงทุนแต่ละประเภทได้นำกลยุทธ์การลงทุนแบบสไตล์ไปใช้หรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า นักลงทุนทุกประเภทใช้การลงทุนแบบสไตล์เป็นกลยุทธ์หนึ่งในการลงทุน โดยนักลงทุนชาวต่างชาตินิยมลงทุนในหุ้นสามัญขนาดกลาง นักลงทุนสถาบันนิยมลงทุนในหุ้นสามัญขนาดใหญ่ ส่วนเทรดเดอร์ของสถาบันและนักลงทุนส่วนบุคคลพบว่า นิยมลงทุนในหุ้นเติบโต และหุ้นที่มีผลตอบแทนต่ำที่สุดในอดีต ซึ่งงานศึกษานี้ช่วยยืนยันได้ว่า การลงทุนโดยใช้ปัจจัยต่างๆ คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุน เป็นกระบวนการที่สำคัญต่อการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ และการจัดสรรเงินทุนของนักลงทุนได้เป็นอย่างดี

จากงานศึกษาที่ผ่านมา ผู้ศึกษาจึงมีความสนใจว่าการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์การเติบโตของสินทรัพย์ กับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญตามแนวทางของ Chou et al. (2019) มีความเหมาะสมที่จะถูกนำมาใช้เป็นปัจจัยในการคัดเลือกหุ้นในการลงทุนในประเทศไทยหรือไม่ ด้วยการทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์การเติบโตของสินทรัพย์ กับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ หรืออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มหลักทรัพย์นั้นได้หรือไม่ รวมถึงทดสอบว่าหากใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size นี้คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุนด้วยกลยุทธ์โมเมนตัม จะสามารถสร้างผลประโยชน์ให้กับนักลงทุนได้มากน้อยเพียงใด

## วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์การเติบโตของสินทรัพย์กับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญต่ออัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญ
2. เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์การเติบโตของสินทรัพย์กับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญที่สามารถสร้างผลตอบแทนแบบโมเมนตัม

## วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

Barberis and Shleifer (2003) ได้ศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนแบบสไตล์ที่นักลงทุนจัดกลุ่มสินทรัพย์เสี่ยงที่มีลักษณะคล้ายกันให้อยู่ในกลุ่มเดียวกัน และจัดสรรเงินทุนระหว่างสไตล์จากการพิจารณาอัตราผลตอบแทนในอดีตของสไตล์เหล่านั้น ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์เสี่ยงที่อยู่ภายในสไตล์เดียวกันจะมีพฤติกรรมการเคลื่อนที่ของราคาไปด้วยกันมาก แต่สินทรัพย์เสี่ยงที่อยู่ภายในสไตล์ที่แตกต่างกันจะมีพฤติกรรมการเคลื่อนที่ของราคาไปด้วยกันน้อย และการจัดสินทรัพย์เสี่ยงให้อยู่ในสไตล์ใหม่จะช่วยเพิ่มความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์กับสไตล์นั้น ส่วนนักเก็งกำไรที่มีการคาดการณ์ราคาของสินทรัพย์ดี จะสามารถสร้างกำไรได้ จากการใช้ทั้งกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนกระแส (contrarian) และโมเมนตัมในการซื้อขาย

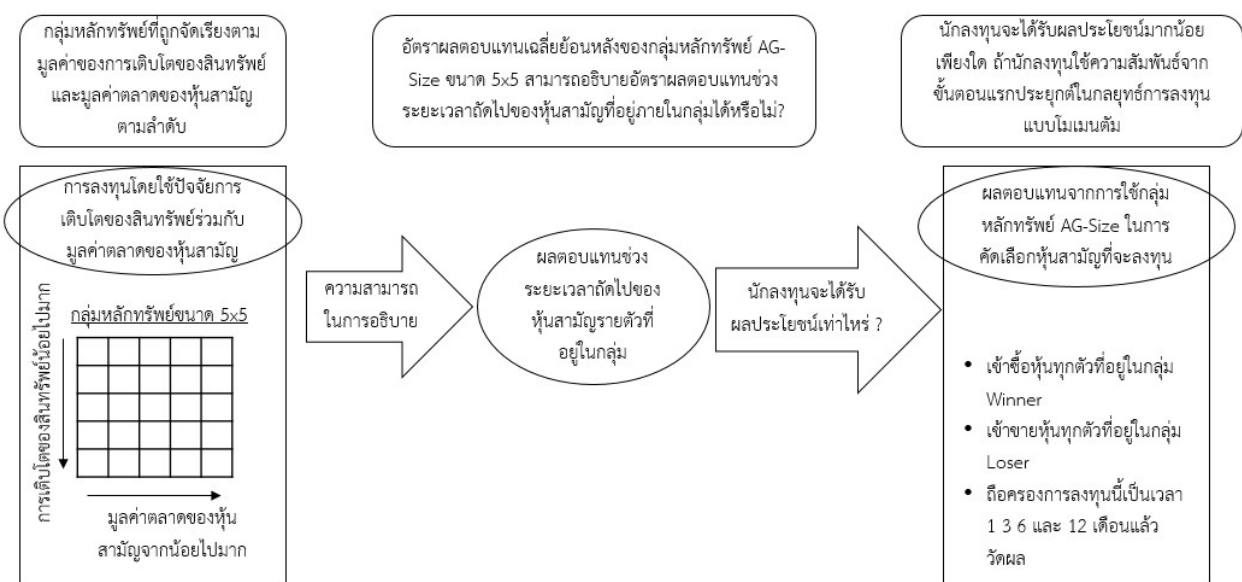
Chou et al. (2019) ได้ศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนแบบสไตล์ หรือการลงทุนโดยใช้ปัจจัยต่างๆ คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุน โดยได้สร้างกลุ่มหลักทรัพย์การเติบโตของสินทรัพย์กับ

มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ หรือกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 เพื่อทดสอบว่า ผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือน และ 12 เดือน ย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size นี้สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนแบบสะสมของหุ้นสามัญในช่วงระยะเวลา 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือนถัดไปได้หรือไม่ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า การใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวในอนาคตได้อย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงพบว่า การใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุน (คัดเลือกที่เปอร์เซ็นต์ไทล์ 30 และ 70) ผ่านกลยุทธ์โมเมนตัม สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัมได้สูงถึงร้อยละ 0.76 0.67 0.62 และ 0.48 ที่ช่วงระยะเวลาการถือครอง 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือนตามลำดับ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

Cooper et al. (2008) ได้ศึกษาว่า การที่สินทรัพย์รวมของบริษัทเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวในช่วงระยะเวลาถัดไปอย่างไรบ้าง ผลการศึกษาพบว่า การเติบโตของสินทรัพย์สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนในอนาคตของหุ้นสามัญได้อย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการเติบโตของสินทรัพย์ที่ต่ำที่สุดมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 18.00 ซึ่งมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนที่มีการเติบโตของสินทรัพย์ที่สูงที่สุดที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเพียงร้อยละ 5.00 นอกจากนี้ งานศึกษานี้ยังแสดงให้เห็นว่า การเติบโตของสินทรัพย์เป็นตัวแปรที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้เหนือกว่าตัวแปรอื่นๆ

Wahal and Yavuz (2013) ศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนแบบสไตล์ ผ่านการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (size) กับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Book to Market Ratio: BM) หรือกลุ่มหลักทรัพย์ Size-BM ขนาด 5x5 เพื่อทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือน และ 12 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ Size-BM นี้สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนแบบสะสมของหุ้นสามัญในอนาคตได้หรือไม่ ผลที่ได้พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ Size-BM สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนแบบสะสมของหุ้นสามัญในอนาคตได้อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน และค่าสัมประสิทธิ์มีค่าสูงและเป็นบวกตลอดช่วงระยะเวลา 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือนถัดไปในอนาคต



ภาพที่ 1 กรอบแนวความคิดของงานวิจัย

## วิธีดำเนินการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษานี้ คือ หุ้นสามัญรายตัวที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งได้รับคัดเลือกให้อยู่ในดัชนี SET100 สาเหตุที่เลือกกลุ่มตัวอย่างนี้เพราะหุ้นสามัญกลุ่มนี้เป็นหุ้นสามัญของบริษัทที่มีพื้นฐานดี มีความน่าเชื่อถือ และมีความแข็งแกร่งในด้านงบการเงิน นอกจากนี้ยังเป็นหุ้นสามัญที่นักลงทุนสถาบันสามารถลงทุนได้และนักลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ง่าย โดยผู้ศึกษาได้กำหนดเงื่อนไขเพิ่มเติมให้เป็นหุ้นสามัญที่อยู่ในดัชนี SET100 ตลอดช่วงระยะเวลา 103 เดือน โดยไม่ถูกคัดเลือกเข้าหรือออกตั้งแต่เดือนมิถุนายน ปี พ.ศ. 2553 ถึงเดือนธันวาคม ปี พ.ศ. 2561 ส่งผลให้เหลือจำนวนหุ้นสามัญที่นำมาใช้ในงานศึกษานี้ จำนวน 44 หลักทรัพย์ มีจำนวนของข้อมูลทั้งสิ้น 4,532 ข้อมูล เก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล bloomberg คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ โดยผู้ศึกษาทำการค้นหาข้อมูลหุ้นสามัญแบบรายเดือนทั้ง 44 หลักทรัพย์ ได้แก่ ราคาปิด สินทรัพย์รวม มูลค่าตลาด และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญเป็นระยะเวลา 103 เดือน ดังนั้น จึงทำให้มีจำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 4,532 ข้อมูล

## สมมติฐานของการศึกษา

งานศึกษาของ Cooper et al. (2008) ทำให้ผู้ศึกษาเห็นถึงความสำคัญของตัวแปรการเติบโตของสินทรัพย์ที่แสดงถึงกิจกรรมการลงทุน (investment activities) ของบริษัทผ่านการจัดหาแหล่งเงินทุน (financing) ทั้งสองแหล่ง ได้แก่ ฝั่งเจ้าหนี้ และฝั่งเจ้าของ ผลการศึกษาพบว่าการเติบโตของสินทรัพย์เป็นตัวแปรสำคัญที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้อย่างมีนัยสำคัญ สาเหตุมาจากการเติบโตของสินทรัพย์คือผลรวมการเติบโตของรายการย่อยทางการเงินฝั่งขายหรือฝั่งสินทรัพย์ (investment) กับรายการย่อยทางการเงินฝั่งขวาหรือฝั่งการจัดหาเงินในงบแสดงฐานะทางการเงิน ดังนั้น จึงทำให้การเติบโตของสินทรัพย์สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดีกว่ารายการย่อยอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ

งานศึกษาของ Chou et al. (2019) ยังได้สนับสนุนแนวคิดการนำเอาการเติบโตของสินทรัพย์เข้ามาร่วมสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ร่วมกับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ หรือสไตล์ AG-Size เพื่อใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์นี้อธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวในอนาคต ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สามารถอธิบาย

อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้อย่างมีนัยสำคัญ และเหนือกว่าตัวแปรอื่น

ผู้ศึกษาจึงมีความสนใจที่จะใช้ การเติบโตของสินทรัพย์ (asset growth) มาสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ร่วมกับ มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (size) ตามแนวคิดการลงทุนแบบสไตล์ เพื่อทดสอบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size จะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในช่วงระยะเวลาถัดไปได้หรือไม่ อีกทั้งเนื่องจากภายในประเทศไทยยังไม่ได้มีการศึกษาเกี่ยวกับกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size จากเหตุผลดังกล่าวผู้ศึกษาจึงต้องการทดสอบสมมติฐานแรก ดังนี้

H1: อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์การเติบโตของสินทรัพย์ กับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวได้อย่างมีนัยสำคัญ

เมื่อทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size กับอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มแล้ว จึงทำให้ผู้ศึกษาสามารถคาดการณ์ได้ว่าในอนาคตอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มจะเพิ่มขึ้นหรือลดลง โดยสังเกตจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ยกตัวอย่างเช่น ถ้าผลการทดสอบสมการถดถอยในสมมติฐานที่หนึ่งพบค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size มีค่าบวกอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่า ถ้าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size มีค่ามากในขณะนี้ ในอนาคตอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มจะมีค่ามากตามไปด้วย ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงต้องการทราบว่าถ้าหากใช้ความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นนี้ประยุกต์ลงทุนในกลยุทธ์โมเมนตัม จะสามารถสร้างกำไรให้กับนักลงทุนได้หรือไม่

ทั้งนี้ งานศึกษาของ Chou et al. (2019) ได้ใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุนตามแนวคิดกลยุทธ์โมเมนตัม ผลลัพธ์ที่ได้พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัมได้อย่างมีนัยสำคัญตลอดช่วงระยะเวลาการถือครอง 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือน ซึ่งแนวคิดกลยุทธ์โมเมนตัมมาจากงานศึกษาของ Jegadeesh and Titman (1993) ที่มีแนวคิดที่เชื่อว่า ถ้าหุ้นสามัญใดมีอัตราผลตอบแทนสูงในอดีต ในช่วงระยะเวลาถัดไปอัตรา

ผลตอบแทนของหุ้นสามัญนั้นย่อมมีแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนสูงต่อไปในอนาคต ในทางตรงกันข้าม ถ้าหุ้นสามัญใดมีผลตอบแทนต่ำในอดีต ช่วงระยะเวลาถัดไปอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญนั้นย่อมมีแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนต่ำต่อไปในอนาคต

แนวความคิดกลยุทธ์โมเมนตัมมีความเกี่ยวข้องกับผลลัพธ์ความสัมพันธ์ที่ได้จากการทดสอบในสมมติฐานที่หนึ่ง ดังนั้นผู้ศึกษาจึงต้องการทดสอบว่า ถ้าหากใช้อัตรผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size คัดเลือกหุ้นสามัญกลุ่มผู้ชนะ (winners) และหุ้นสามัญกลุ่มผู้แพ้ (losers) แล้วลงทุนตามวิธีการของ Jegadeesh and Titman (1993) จะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัมได้มากน้อยเพียงใด โดยอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัมสามารถหาได้จากผลต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกลุ่มผู้ชนะ (winners) และอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกลุ่มผู้แพ้ (losers) จากเหตุผลดังกล่าวผู้ศึกษาจึงต้องการทดสอบสมมติฐานที่สอง ดังนี้

H2: ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกลุ่มผู้ชนะ (winners) มีค่ามากกว่าและแตกต่างจากค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกลุ่มผู้แพ้ (losers) อย่างมีนัยสำคัญ

## เครื่องมือและวิธีการ

1) การศึกษาว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวได้หรือไม่ จากการวิเคราะห์การถดถอย (regression analysis) โดยมีตัวแปรได้แก่

### ตัวแปรตาม (dependent variables)

$Fret1_{i,t}$  = อัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 1 เดือนถัดไปของหุ้น  $i$  ณ เดือน  $t$

$Fret3_{i,t}$  = อัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 3 เดือนถัดไปของหุ้น  $i$  ณ เดือน  $t$

$Fret6_{i,t}$  = อัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 6 เดือนถัดไปของหุ้น  $i$  ณ เดือน  $t$

$Fret12_{i,t}$  = อัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 12 เดือนถัดไปของหุ้น  $i$  ณ เดือน  $t$

\* ตัวแปรตามทั้งสี่ช่วงระยะเวลาเป็นอัตราผลตอบแทนแบบ buy and hold return

### ตัวแปรอิสระ (independent variables)

$Pret6_{i,t}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังของหุ้น  $i$  ณ เดือน  $t$

$Pret12_{i,t}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลังของหุ้น  $i$  ณ เดือน  $t$

$Sret(S,B)6_{j,t}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์  $j$  ณ เดือน  $t$  ที่ถูกจัดเรียงแบบเมทริกซ์  $5 \times 5$  ตามมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (size) และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (book to market ratio) ตามลำดับ

$Sret(S,B)12_{j,t}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลังถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์  $j$  ณ เดือน  $t$  ที่ถูกจัดเรียงแบบเมทริกซ์  $5 \times 5$  ตามมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (size) และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (book to market ratio) ตามลำดับ

$Sret(A,S)6_{j,t}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์  $j$  ณ เดือน  $t$  ที่ถูกจัดเรียงแบบเมทริกซ์  $5 \times 5$  ตามมูลค่าอัตราส่วนการเติบโตของสินทรัพย์ (asset growth) และมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (size) ตามลำดับ

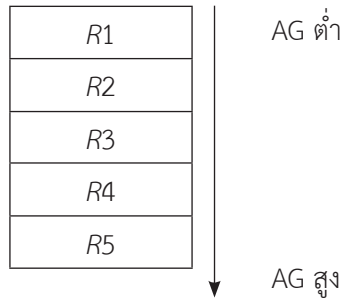
$Sret(A,S)12_{j,t}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลังถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์  $j$  ณ เดือน  $t$  ที่ถูกจัดเรียงแบบเมทริกซ์  $5 \times 5$  ตามมูลค่าอัตราส่วนการเติบโตของสินทรัพย์ (asset growth) และมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (size) ตามลำดับ

\* อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ Size-BM กับ AG-Size ขนาด  $5 \times 5$  ในแต่ละเดือนจะมีจำนวนทั้งหมด 25 ตัว ( $j = 1, 2, \dots, 25$ )

ตัวอย่างการหาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์การเติบโตของสินทรัพย์กับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (AG-Size) ขนาด 5 แถว 5 คอลัมน์ ( $5 \times 5$ )

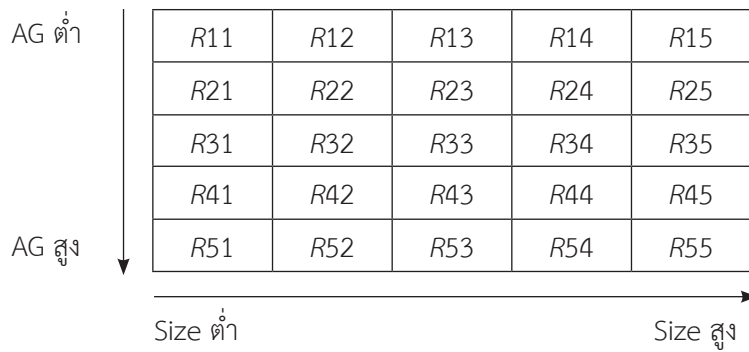
สมมติมีหุ้นสามัญอยู่ทั้งหมด 50 ตัว ณ เดือนมิถุนายน ปีที่ T

ขั้นตอนที่ 1 จัดเรียงหุ้นสามัญตามมูลค่าการเติบโตของสินทรัพย์โดยเป็นการเติบโตของสินทรัพย์จากปีที่ T-2 ไปยัง T-1 เรียงจากน้อยไปมากแล้วแบ่งเป็น 5 กลุ่มหลัก (กลุ่ม R1 ถึง R5)



ขั้นตอนที่ 2 จัดเรียงหุ้นสามัญในกลุ่มหลักทรัพย์ ตามมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ เดือนมิถุนายน ปีที่ T

จากน้อยไปมากโดยแบ่งออกเป็นอีก 5 กลุ่มย่อย ทำให้ได้ กลุ่มหลักทรัพย์ขนาด 5x5 ทั้งหมด 25 กลุ่มในแต่ละเดือน



ขั้นตอนที่ 3 คำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือน และ 12 เดือนย้อนหลังถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาด ณ เดือนก่อนหน้า ของหุ้นสามัญที่อยู่ภายในกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size นั้น (ภายในเมทริกซ์แต่ละช่อง)

\* วิธีการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 สามารถทำได้โดยแบ่งเมทริกซ์ขนาด 3 แถว 3 คอลัมน์ ตามมูลค่าการเติบโตของสินทรัพย์ และมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญตามลำดับเช่นเดียวกัน

ตัวแปรควบคุม (control variables)

$\ln(Size)_{i,t}$  = ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญของหุ้น i ณ เดือน t

$\ln(BM)_{i,t}$  = ลอการิทึมธรรมชาติของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดส่วนผู้ถือหุ้นของหุ้น i ณ เดือน t

$AG_{i,t}$  = อัตราส่วนการเติบโตของสินทรัพย์ของหุ้น i ณ จากเดือน t-1 ไป t

การวิเคราะห์การถดถอยแบ่งออกเป็น 4 แบบจำลองหลัก ได้แก่

(1) แบบจำลองที่หนึ่งประกอบไปด้วยตัวแปรอิสระเพียง 3 ตัว

$$Fretk_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 Pret6_{i,t} + \beta_2 Sret(S,B)6_{j,t} + \beta_3 Sret(A,S)6_{j,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$Fretk_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 Pret12_{i,t} + \beta_2 Sret(S,B)12_{j,t} + \beta_3 Sret(A,S)12_{j,t} + \epsilon_{i,t}$$

(2) แบบจำลองที่สองประกอบไปด้วยตัวแปรอิสระ 3 ตัว และเพิ่มตัวแปรควบคุม

$$Fretk_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 Pret6_{i,t} + \beta_2 Sret(S,B)6_{j,t} + \beta_3 Sret(A,S)6_{j,t} + \beta_4 \ln(Size)_{i,t} + \beta_5 \ln(BM)_{i,t} + \beta_6 AG_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$Fretk_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 Pret12_{i,t} + \beta_2 Sret(S,B)12_{j,t} + \beta_3 Sret(A,S)12_{j,t} + \beta_4 \ln(Size)_{i,t} + \beta_5 \ln(BM)_{i,t} + \beta_6 AG_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

(3) แบบจำลองที่สามประกอบไปด้วยตัวแปรอิสระเพียง 2 ตัว

$$Fretk_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 Sret(S,B)6_{j,t} + \beta_2 Sret(A,S)6_{j,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$Fretk_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 Sret(S,B)12_{j,t} + \beta_2 Sret(A,S)12_{j,t} + \epsilon_{i,t}$$

(4) แบบจำลองที่สี่ประกอบไปด้วยตัวแปรอิสระเพียง 2 ตัว และเพิ่มตัวแปรควบคุม

$$\begin{aligned} \text{Fretk}_{i,t} &= \alpha_{i,t} + \beta_1 \text{Sret}(S,B)6_{i,t} + \beta_2 \text{Sret}(A,S)6_{j,t} + \beta_3 \ln(\text{Size})_{i,t} + \beta_4 \ln(\text{BM})_{i,t} + \beta_5 \text{AG}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ \text{Fretk}_{i,t} &= \alpha_{i,t} + \beta_1 \text{Sret}(S,B)12_{j,t} + \beta_2 \text{Sret}(A,S)12_{j,t} + \beta_3 \ln(\text{Size})_{i,t} + \beta_4 \ln(\text{BM})_{i,t} + \beta_5 \text{AG}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

โดยที่

\* k = จำนวนเดือนในอนาคต ได้แก่ 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือน

\* i = จำนวนหุ้นสามัญตั้งแต่ตัวที่ 1 ถึง 44

\* t = จำนวนเดือนตั้งแต่เดือนที่ 1 ถึง 103

\* ถ้าตัวเลข 6 อยู่หลังตัวแปร หมายความว่า ตัวแปรนั้นถูกคำนวณมาจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน

\* ถ้าตัวเลข 12 อยู่หลังตัวแปร หมายความว่า ตัวแปรนั้นถูกคำนวณมาจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน

\* แบบจำลองที่ (3) และ (4) ที่มีเพียงตัวแปรอิสระเพียงสองตัวในแบบจำลอง เพราะว่าผู้ศึกษาต้องการที่จะเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปทั้งสี่ช่วง ระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งสองกลุ่ม คือ กลุ่มหลักทรัพย์การเติบโตของสินทรัพย์กับมูลค่าตลาด หรือ AG-Size และกลุ่มหลักทรัพย์มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญกับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ หรือ Size-BM ว่ากลุ่มไหนสามารถอธิบายได้ดีกว่ากัน

เพื่อทดสอบสมมติฐานแรกที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในช่วงระยะเวลา 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือนถัดไปของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน และ 12 เดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size หรือตัวแปร  $\text{Sret}(A,S)6_{j,t}$  และ  $\text{Sret}(A,S)12_{j,t}$  ผู้ศึกษาเลือกใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยเพื่อทดสอบหาความสัมพันธ์นี้ และพิสูจน์ว่าอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการจัดเรียงปัจจัยการเติบโตของสินทรัพย์จะสามารถช่วยอธิบายอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาถัดไปได้ ซึ่งผู้ศึกษาได้คาดการณ์ว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ที่ถูกสร้างขึ้นจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือน และ 12 เดือนย้อนหลังนั้น จะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวได้ ตามวิธีการของ Chou et al. (2019)

นอกจากนั้น ตัวแปรตามที่ผู้ศึกษาสนใจมีอยู่ทั้งสิ้น 4 ช่วงระยะเวลาในอนาคต ได้แก่ 1 เดือนถัดไปในอนาคต

(Fret1) 3 เดือนถัดไปในอนาคต (Fret3) 6 เดือนถัดไปในอนาคต (Fret6) และ 12 เดือนถัดไปในอนาคต (Fret12) ของหุ้นสามัญรายตัว สาเหตุที่ต้องศึกษาตัวแปรตามถึง 4 ช่วงระยะเวลาเนื่องจากผู้ศึกษาต้องการศึกษาว่า อัตราผลตอบแทนในอดีตจะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนทั้ง 4 ช่วงระยะเวลานี้ที่ระยะเวลานั้นได้ดีที่สุด หรือมีความสัมพันธ์กันมากที่สุดโดย Chou et al. (2019) พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลา 12 เดือนถัดไปนี้ได้มากที่สุดอย่างมีนัยสำคัญ

ส่วนตัวแปรอิสระมีอยู่ทั้งสิ้นจำนวน 3 ตัวหลัก ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน (Pret6) อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ( $\text{Sret}(A,S)6$ ) และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ Size-BM ( $\text{Sret}(S,B)6$ ) สำหรับตัวแปรอิสระตัวแรกซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน (Pret6) นั้น ผู้ศึกษาต้องการที่จะทราบเพียงว่า อัตราผลตอบแทนในอดีตของหุ้นสามัญรายตัวจะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนในอนาคตทั้ง 4 ช่วงของหุ้นสามัญนั้นๆ ได้ดีเพียงใด

ตัวแปรอิสระตัวที่สอง คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ( $\text{Sret}(A,S)6$ ) ถูกสร้างขึ้นจากปัจจัยที่ผู้ศึกษาสนใจ ได้แก่ การเติบโตของสินทรัพย์ ซึ่งได้พิสูจน์จาก Cooper et al. (2008) แล้วว่าอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการใช้ปัจจัยนี้สร้างกลุ่มหลักทรัพย์ สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนในอนาคตได้อย่างมีนัยสำคัญ และ Chou et al. (2019) ได้สร้างกลุ่มหลักทรัพย์จากปัจจัยการเติบโตของสินทรัพย์ร่วมกับมูลค่าตลาด แล้วพบว่าสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนในอนาคตได้ดีเช่นเดียวกัน ดังนั้น จึงเป็นแรงจูงใจที่ทำให้ผู้ศึกษาใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ( $\text{Sret}(A,S)6$ ) เป็นตัวแปรอิสระตัวที่สอง ส่วนตัวแปรอิสระตัวที่สามคืออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ Size-BM ( $\text{Sret}(S,B)6$ ) เป็นกลุ่มหลักทรัพย์อีกกลุ่มหนึ่งในการเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนทั้ง 4 ช่วงระยะเวลาในอนาคต



นอกจากนั้น ตัวแปรอิสระทั้งสามตัวนี้ยังถูกคำนวณอีกรูปแบบหนึ่ง คือ ใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือนในการคำนวณ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน (Pret12) อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size (Sret(A,S)12) และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ Size-BM (Sret(S,B)12) เพื่อทดสอบว่า อัตราผลตอบแทนในอดีต 6 เดือน หรือ 12 เดือนย้อนหลังแบบใดจะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือนถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวได้ดีกว่ากัน

**2) การศึกษาผลประโยชน์จากกลยุทธ์โมเมนตัม**  
 โดยการใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุนตามความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้น

เพื่อทดสอบสมมติฐานที่สอง ผู้ศึกษาจะต้องใช้ความสัมพันธ์ที่ได้จากสมมติฐานที่หนึ่งคาดการณ์อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัว เพื่อพิจารณาว่า ในช่วงระยะเวลาถัดไปอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวจะเพิ่มขึ้นหรือลดลง แล้วใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size คัดเลือกกลุ่มหุ้นสามัญตามวิธีการของ Jegadeesh and Titman (1993) ได้แก่ หุ้นสามัญกลุ่มผู้ชนะ (winners) และหุ้นสามัญกลุ่มผู้แพ้ (losers) ซึ่งหุ้นสามัญกลุ่มผู้ชนะ คือ กลุ่มหุ้นสามัญที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สูงที่สุดในเดือนนั้น (มากกว่าหรือเท่ากับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 90) ส่วนหุ้นสามัญกลุ่มผู้แพ้ คือ กลุ่มหุ้นสามัญที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ต่ำที่สุดในเดือนนั้น (น้อยกว่าหรือเท่ากับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 10)

ทั้งนี้ ผู้ศึกษาเชื่อตามสมมติฐานของ Jegadeesh and Titman (1993) ว่าหุ้นสามัญกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สูงที่สุดหรือหุ้นสามัญกลุ่มผู้ชนะ (winners) จะมีแนวโน้มที่ให้ผลตอบแทนสูงต่อไปในอนาคต ส่วนหุ้นสามัญกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทน

เฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ต่ำที่สุดหรือหุ้นสามัญกลุ่มผู้แพ้ (losers) จะมีแนวโน้มที่ให้ผลตอบแทนที่ต่ำต่อไปในอนาคต ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงเข้าซื้อ (long) หุ้นสามัญทุกตัวที่อยู่ในกลุ่มผู้ชนะ (winners) และถือครองเป็นระยะเวลา 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือน ในขณะเดียวกันก็ขาย (short sell) หุ้นสามัญทุกตัวที่อยู่ในกลุ่มผู้แพ้ (losers) เป็นระยะเวลา 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือนแล้วจึงปิดสถานะการถือครอง ซึ่งอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัมสามารถคำนวณได้จากผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นสามัญกลุ่มผู้ชนะ (winners) หักลบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นสามัญกลุ่มผู้แพ้ (losers) ตามกรอบช่วงเวลาทั้งหมดที่เกิดขึ้น

นอกจากนั้น เพื่อทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัมที่เกิดขึ้นนั้น เป็นอัตราผลตอบแทนที่สามารถเกิดขึ้นได้จริงตามช่วงระยะเวลาการถือครอง 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือนที่ได้ศึกษา ผู้ศึกษาจึงคำนวณค่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (abnormal return) โดยหาค่า Jensen's Alpha จากแบบจำลอง Fama-French Three Factor Model ทั้งนี้ หากอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่า สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติจากกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม โดยมีแบบจำลอง ดังนี้

แบบจำลอง Fama-French Three Factor Model  
 เมื่อได้ค่าตัวแทนปัจจัยเสี่ยงทั้ง 3 อย่าง ได้แก่  $R_{m,t} - R_{f,t}$  (ค่าชดเชยความเสี่ยงจากตลาด) SMB (ผลต่างพรีเมียมระหว่างหุ้นขนาดเล็กกับหุ้นขนาดใหญ่) และ HML (ผลต่างพรีเมียมระหว่างกลุ่มหุ้นสามัญที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญสูง กับกลุ่มหุ้นสามัญที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญต่ำ) ตามวิธีการของ Fama and French (1993) จึงนำเข้าสู่สมการเพื่อหาค่าสัมประสิทธิ์ Jensen's Alpha เพื่อใช้ค่านี้เป็น Risk-Adjusted Return เปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนแบบโมเมนตัม โดยมีสมการ ดังนี้

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_2(SMB)_{i,t} + \beta_3(HML)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$  = ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นสามัญกลุ่มผู้ชนะ (winners) กับ กลุ่มผู้แพ้ (losers) ณ ช่วงระยะเวลา t

$R_{f,t}$  = อัตราผลตอบแทนของตัวเงินคลังระยะเวลา 1 เดือน ณ ช่วงระยะเวลา t

$R_{m,t} - R_{f,t}$	= ค่าชดเชยความเสี่ยงจากตลาด ณ ช่วงระยะเวลา t
$SMB_{i,t}$	= ผลต่างพรีเมียมระหว่างหุ้นขนาดเล็กกับหุ้นขนาดใหญ่ ณ ช่วงระยะเวลา t SMB = ผลต่างพรีเมียมระหว่างหุ้นขนาดเล็กกับหุ้นขนาดใหญ่ (small minus big) = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นขนาดเล็กหักลบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นขนาดใหญ่ (average returns of small size minus big size) = $1/3*(S/L+S/M+S/H) - 1/3*(B/L+B/M+B/H)$
$HML_{i,t}$	= ผลต่างพรีเมียมระหว่างกลุ่มหุ้นสามัญที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงกับกลุ่มหุ้นสามัญที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ ณ ช่วงระยะเวลา t HML = ผลต่างพรีเมียมระหว่างกลุ่มหุ้นสามัญที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงกับกลุ่มหุ้นสามัญที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (High minus Low) = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นสามัญที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงหักลบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นสามัญที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (average returns of high book to market ratio minus low book to market ratio) = $1/2*(S/H+B/H) - 1/2*(S/L+B/L)$
$\beta_i$	= ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรอิสระ
$\alpha_{i,t}$	= อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (abnormal return) หรือ Jensen's Alpha ของกลุ่มหลักทรัพย์ i ณ ช่วงระยะเวลา t

## ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุมภายหลังจากการปรับข้อมูล ด้วยวิธีการตรวจสอบและตัดค่าที่เกินปกติ (winsorizing) เมื่อพิจารณาค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ ขนาด 5x5 เปรียบเทียบระหว่างกลุ่ม AG-Size กับ Size-BM พบว่า มีค่าเฉลี่ยที่ค่อนข้างใกล้เคียงกัน แต่ในขณะที่เดียวกัน ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่ม Size-BM กลับมีค่ามากกว่ากลุ่ม AG-Size แสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงที่มากกว่า และเมื่อพิจารณาค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ ขนาด 3x3 เปรียบเทียบระหว่างกลุ่ม AG-Size กับ Size-BM เห็นได้ว่ายังคงมีค่าเฉลี่ยที่ใกล้เคียงกันคล้ายกับขนาด 5x5 แต่ในขณะที่เดียวกัน ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่ม AG-Size กลับมีค่ามากกว่ากลุ่ม Size-BM แสดงถึงความเสี่ยงที่มากกว่า

สาเหตุที่กลุ่มหลักทรัพย์ทั้งสองขนาดมีค่าสถิติเชิงพรรณนาที่ใกล้เคียงกันเพราะว่า ภายในกลุ่มหลักทรัพย์

แต่ละกลุ่มมีจำนวนหุ้นสามัญน้อย อีกทั้งหุ้นสามัญที่ใช้ในงานศึกษาทั้งหมดเป็นหุ้นสามัญขนาดใหญ่ จึงทำให้พฤติกรรมส่วนใหญ่ของอัตราผลตอบแทนมีลักษณะที่คล้ายกัน ผลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า แท้จริงแล้วการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งสองแบบให้ผลลัพธ์ของอัตราผลตอบแทนที่แตกต่างกันเพียงเล็กน้อย นอกจากนั้น เมื่อสังเกตตัวแปรควบคุม โดยเฉพาะ  $\ln(\text{Size})$  พบว่า มีค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานที่ใกล้เคียงกันมาก เนื่องจากผู้ศึกษาใช้ข้อมูลหุ้นสามัญที่อยู่ภายในดัชนี SET100 จำนวน 44 ตัว ซึ่งมีมูลค่าตลาดสูง และเมื่อสังเกตตัวแปร AG ทำให้พบว่า บริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีสินทรัพย์รวมเติบโตเพิ่มขึ้นเฉลี่ยร้อยละ 3.00 ต่อปี

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size กับอัตราผลตอบแทนในอนาคตของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่ม

จากตารางที่ 2 พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 หรือตัวแปร Sret(A,S)6 ที่ถูกสร้างจากเมทริกซ์ขนาด 5 แถว 5 คอลัมน์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่ออัตรา

ตารางที่ 1 แสดงสถิติเชิงพรรณนา (descriptive statistics) ของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุมภายหลังการปรับข้อมูลด้วยวิธีการตรวจสอบและตัดค่าที่เกินปกติ (winsorizing)

* N = 4532	Min.	Median	Mean	Max.	S.D.
<b>ตัวแปรอิสระ</b>					
<b>5x5 Style Return</b>					
Sret(S,B)6	-0.07	0.01	0.01	0.11	0.031
Sret(A,S)6	-0.06	0.01	0.01	0.09	0.030
Sret(S,B)12	-0.04	0.01	0.01	0.07	0.022
Sret(A,S)12	-0.04	0.01	0.01	0.07	0.021
<b>3x3 Style Return</b>					
Sret(S,B)6	-0.05	0.01	0.01	0.08	0.025
Sret(A,S)6	-0.04	0.01	0.01	0.08	0.025
Sret(S,B)12	-0.03	0.01	0.01	0.05	0.017
Sret(A,S)12	-0.03	0.01	0.01	0.05	0.018
Pret6	-0.08	0.01	0.01	0.11	0.036
Pret12	-0.05	0.01	0.01	0.08	0.026
<b>ตัวแปรตาม</b>					
Fret1	-0.23	0.01	0.01	0.25	0.083
Fret3	-0.38	0.02	0.02	0.41	0.145
Fret6	-0.47	0.03	0.03	0.59	0.200
Fret12	-0.65	0.04	0.06	0.88	0.285
<b>ตัวแปรควบคุม</b>					
ln(Size)	23.14	25.03	25.18	27.62	1.169
ln(BM)	-2.72	-0.62	-0.75	0.77	0.763
AG	-0.08	0.02	0.03	0.30	0.055

หมายเหตุ \*5x5 Style Return คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกแบ่งขนาด 5 แถว 5 คอลัมน์ โดยในแต่ละเดือนจะมีทั้งสิ้นจำนวน 25 อัตราผลตอบแทน

\*3x3 Style Return คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกแบ่งขนาด 3 แถว 3 คอลัมน์ โดยในแต่ละเดือนจะมีทั้งสิ้นจำนวน 9 อัตราผลตอบแทน

ผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 12 เดือนถัดไปของหุ้นสามัญรายตัว โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร Sret(A,S)6 สูงถึง -0.727 และมีระดับนัยสำคัญ 0.01 จึงสามารถตีความได้ว่า ในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 จากการถ่วงน้ำหนักผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังของ

หุ้นสามัญที่อยู่ภายในกลุ่ม ผลตอบแทนแต่ละช่องในเมทริกซ์ 5x5 มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่ออัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 12 เดือนถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ข้างในช่องแต่ละช่องอย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนั้น เมื่อเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังของหุ้นสามัญรายตัว พบว่า การใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size หรือตัวแปร Sret(A,S)6 สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวได้ดีกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังของหุ้นสามัญรายตัวหรือตัวแปร Pret6 โดยสังเกตได้จากขนาดของค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร Sret(A,S)6 ที่มีค่าสูงกว่าตัวแปร Pret6

จากตารางที่ 3 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 หรือตัวแปร Sret(A,S)12 ที่ถูกสร้างจากเมทริกซ์ขนาด 5 แถว 5 คอลัมน์ พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่ออัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 6 เดือนและ 12 เดือนถัดไปของหุ้นสามัญรายตัว โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร Sret(A,S)12 สูงที่สุดถึง -1.755 และมีระดับนัยสำคัญ 0.01 ส่วนตัวแปรอัตราส่วนการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่ออัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 12 เดือนถัดไปของหุ้นสามัญโดยมีค่าสัมประสิทธิ์สูงถึง -0.145

ดังนั้น จึงสามารถแปลความหมายได้ว่า การสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 จากการถ่วงน้ำหนักผลตอบแทนเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลังของหุ้นสามัญที่อยู่ภายในกลุ่ม ทำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังแต่ละช่องในเมทริกซ์ขนาด 5x5 มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่ออัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลา 6 เดือนและ 12 เดือนถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ข้างในช่องแต่ละช่อง รวมไปถึงถ้าสินทรัพย์รวมของบริษัทเพิ่มขึ้น จะทำให้ในช่วงระยะเวลา 12 เดือนถัดไปข้างหน้าหุ้นสามัญของบริษัทนั้นจะมีผลตอบแทนลดลง หรือในทางตรงกันข้าม ถ้าสินทรัพย์ของบริษัทลดลง จะทำให้ในช่วงระยะเวลา 12 เดือนถัดไปข้างหน้าหุ้นสามัญของบริษัทนั้นจะมีผลตอบแทนเพิ่มขึ้นเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามนั่นเอง

นอกจากนั้น เพื่อยืนยันความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 5x5 กับอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัว ผู้ศึกษาจึงทดลองแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 เพื่อทดสอบว่าความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นยังคงเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามเหมือนเดิมหรือไม่ ซึ่งผลลัพธ์ความสัมพันธ์ของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 ที่ได้ยังคงได้ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามเช่นเดิมคล้ายกับขนาด 5x5

**ตารางที่ 2** แสดงผลลัพธ์จากการวิเคราะห์การถดถอยของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาด 5x5 ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในช่วงระยะเวลา 6 เดือนและ 12 เดือนถัดไป

Variable	Fret6				Fret12			
	(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** (-2.25)		-0.012** (-2.24)		-0.032*** (-4.24)		-0.033*** (-4.66)
AG		-0.039 (-0.71)		-0.05 (-0.90)		-0.083 (-1.21)		-0.094 (-1.42)

**ตารางที่ 3** แสดงผลลัพธ์จากการวิเคราะห์การถดถอยของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ ขนาด 5x5 ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในช่วงระยะเวลา 6 เดือนและ 12 เดือนถัดไป

Variable	Fret6				Fret12			
	(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** ตัวเลขข้างบนตัวเลขที่มีวงเล็บ คือ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรอิสระ ส่วนตัวเลขในวงเล็บ แสดงค่า t-stat ของตัวแปรอิสระ และ \*, \*\*, \*\*\* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.10, 0.05, และ 0.01 ตามลำดับ

- \* (1) คือ แบบจำลองที่มีตัวแปรอิสระเพียงสามตัว คือ Pret6 หรือ Pret12 Sret(S,B)6 หรือ Sret(S,B)12 Sret(A,S)6 หรือ Sret(A,S)12 หาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต
- \* (2) คือ แบบจำลองที่มีตัวแปรอิสระเพียงสามตัว คือ Pret6 หรือ Pret12 Sret(S,B)6 หรือ Sret(S,B)12 Sret(A,S)6 หรือ Sret(A,S)12 และตัวแปรควบคุม คือ ln(Size) ln(BM) AG หาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต
- \* (3) คือ แบบจำลองที่มีตัวแปรอิสระเพียงสองตัว คือ Sret(S,B)6 หรือ Sret(S,B)12 Sret(A,S)6 หรือ Sret(A,S)12 หาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต
- \* (4) คือ แบบจำลองที่มีตัวแปรอิสระเพียงสองตัว คือ Sret(S,B)6 หรือ Sret(S,B)12 Sret(A,S)6 หรือ Sret(A,S)12 และตัวแปรควบคุม คือ ln(Size) ln(BM) AG หาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต

**ตารางที่ 4** แสดงอัตราผลตอบแทนแบบ contrarian จากการใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนและ 12 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 คัดเลือกหุ้นสามัญเพื่อลงทุน

	Raw Returns				Risk-Adjusted Returns			
	K = 1	K = 3	K = 6	K = 12	K = 1	K = 3	K = 6	K = 12
<b>Panel A: 3x3 Style Returns measured over the prior 6 months</b>								
10% cutoffs to identify winner and loser styles								
Winner	-0.020	-0.007	-0.015	-0.057	-0.040	-0.068	0.043	-
Loser	0.003	0.015	0.110	0.253	-0.018	0.022	-0.010	-
Loser-Winner	0.023	0.021	0.125**	0.310***	0.002	0.068	-0.068	-
	(-1.11)	(-0.53)	(-1.94)	(-4.70)	(0.06)	(1.28)	(-0.46)	-

**ตารางที่ 4** แสดงอัตราผลตอบแทนแบบ contrarian จากการใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนและ 12 เดือนย้อนหลังของ กลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 คัดเลือกหุ้นสามัญเพื่อลงทุน (ต่อ)

	Raw Returns				Risk-Adjusted Returns			
	K = 1	K = 3	K = 6	K = 12	K = 1	K = 3	K = 6	K = 12
<b>Panel B: 3x3 Style Returns measured over the prior 12 months</b>								
10% cutoffs to identify winner and loser styles								
Winner	-0.009	-0.018	0.016	-0.058	-0.028	-0.043	0.056	-
Loser	0.005	0.012	0.086	0.171	-0.014	0.017	-0.068	-
Loser-Winner	0.014	0.030	0.070	0.229**	-0.006	0.038	-0.138	-
	(-0.73)	(-1.00)	(-1.01)	(-2.48)	(-0.21)	(1.12)	(-1.31)	-

**หมายเหตุ** ตัวเลขข้างบนตัวเลขที่มีวงเล็บ คือ อัตราผลตอบแทนแบบสวนกระแส (loser-winner) ส่วนตัวเลขในวงเล็บ แสดงค่า t-stat ของผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่ม loser กับ winner ตลอดช่วงระยะเวลา การถือครอง และ \*, \*\*, \*\*\* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

การวิเคราะห์ผลตอบแทนโดยใช้กลยุทธ์โมเมนตัม

เนื่องจากผู้ศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ส่งผลในทิศทาง ตรงกันข้ามต่ออัตราผลตอบแทนช่วงระยะถัดไปของหุ้นสามัญ รายตัวที่อยู่ภายในกลุ่ม ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงใช้อัตราผลตอบแทน เฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ทั้งขนาด 5x5 และ 3x3 ในแต่ละเดือนเพื่อคัดเลือกหุ้นสามัญกลุ่มผู้ชนะ (กลุ่มที่มี Sret(A,S)6 หรือ Sret(A,S)12 มากที่สุดในเดือนนั้น) และกลุ่มผู้แพ้ (กลุ่มที่มี Sret(S,B)6 หรือ Sret(S,B)12 น้อยที่สุดในเดือนนั้น) แต่เนื่องจากในขนาดกลุ่มหุ้นสามัญ ที่อยู่ในกลุ่มผู้ชนะ (winners) จะมีอัตราผลตอบแทน ลดลง และหุ้นสามัญที่อยู่ในกลุ่มผู้แพ้ (losers) จะมีอัตรา ผลตอบแทนเพิ่มขึ้นตามความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

ดังนั้น ผู้ศึกษาจะใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนกระแส (contrarian strategy) คือ ซื้อ (long) หุ้นสามัญทุกตัวที่อยู่ใน กลุ่มผู้แพ้ (losers) แล้วถือครองเป็นระยะเวลา 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือน ในขณะเดียวกันก็ขาย (short) หุ้นสามัญทุกตัวที่อยู่ในกลุ่มผู้ชนะ (winners) แล้วถือครอง เป็นระยะเวลา 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือน เพื่อสร้างกำไร โดยอัตราผลตอบแทนแบบสวนกระแส (contrarian) สามารถคำนวณได้จากผลต่างระหว่างค่าเฉลี่ย อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกลุ่มผู้แพ้ (losers) กับ ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกลุ่มผู้ชนะ (winners) ตลอดช่วงกรอบระยะเวลาการลงทุน โดยผลการวิเคราะห์ ผลตอบแทนโดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนกระแสแสดง อยู่ในตารางที่ 4

ตารางที่ 4 Panel A แสดงผลตอบแทนแบบ contrarian จากการใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือนย้อนหลัง ของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 ในการคัดเลือก หุ้นสามัญที่จะลงทุน ผลที่ได้พบระดับนัยสำคัญในช่วง ระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน และ 12 เดือน โดยที่ช่วง ระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน มีอัตราผลตอบแทนแบบ contrarian เท่ากับร้อยละ 12.50 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และช่วงระยะเวลาการถือครอง 12 เดือนเท่ากับร้อยละ 31.00 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งหมายความว่า ผลตอบแทนเฉลี่ย ที่เกิดขึ้นระหว่างหุ้นสามัญกลุ่มผู้แพ้ (losers) และกลุ่มผู้ชนะ (winners) มีค่าแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือลงทุนแล้ว เกิดผลประโยชน์ได้จริง แต่ในขณะเดียวกัน ค่า Jensen's Alpha ที่เกิดขึ้นกลับไม่พบระดับนัยสำคัญในช่วงระยะเวลาใด เลย ส่วนใน panel B แสดงผลตอบแทนแบบ contrarian จากการใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลังของ กลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3 x 3 ในการคัดเลือก หุ้นสามัญที่จะลงทุน ผลการลงทุนที่ได้พบระดับนัยสำคัญ ในช่วงระยะเวลาการถือครอง 12 เดือน โดยมีอัตรา ผลตอบแทนแบบ contrarian เท่ากับร้อยละ 22.90 ที่ระดับ นัยสำคัญ 0.05 ซึ่งหมายความว่า ผลตอบแทนเฉลี่ยที่เกิดขึ้น ระหว่างหุ้นสามัญกลุ่มผู้แพ้ และกลุ่มผู้ชนะ มีค่าแตกต่างกัน อย่างมีนัยสำคัญหรือลงทุนแล้วเกิดผลประโยชน์ได้จริง แต่ในขณะเดียวกันค่า Jensen's Alpha ที่เกิดขึ้นกลับไม่พบ ระดับนัยสำคัญในช่วงระยะเวลาใดเลย

ผลการศึกษาพบว่า การใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือน และ 12 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุนตามกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนกระแส ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นสามารถยืนยันทางสถิติได้ว่า ผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นสามัญกลุ่มผู้แพ้ (losers) มีค่าแตกต่างกับผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นสามัญกลุ่มผู้ชนะ (winners) อย่างมีนัยสำคัญในช่วงระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน และ 12 เดือน หรือหมายความว่า สามารถใช้ 3x3 AG-Size Style สร้างผลตอบแทนเกินปกติจากกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนกระแสได้จริง

### สรุปและอภิปรายผล

ผลการศึกษาโดยรวมในครั้งนี้นี้อสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญรายตัวที่อยู่ภายในกลุ่มหลักทรัพย์ได้ และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ผลลัพธ์ที่ได้บางส่วนมีความขัดแย้งกับงานศึกษาของ Chou et al. (2019) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังจากกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวในช่วงระยะเวลา 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน และ 12 เดือนถัดไปได้ในทิศทางเดียวกัน ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะสภาพ

ของตลาดที่แตกต่างกัน อีกทั้งในงานศึกษาของ Chou et al. (2019) ใช้ข้อมูลหุ้นสามัญทั้งตลาด แต่ในงานศึกษานี้ใช้เพียงข้อมูลของหุ้นสามัญที่อยู่ภายในดัชนี SET100 เท่านั้น

นอกจากนั้น ตัวแปร AG หรืออัตราส่วนการเติบโตของสินทรัพย์ ที่ผู้ศึกษาใช้เป็นตัวแปรควบคุมในสมการพบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวในอนาคตบางช่วงระยะเวลา ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ Cooper et al. (2008) และ Yao, Yu, Zhang, & Chen (2011) ที่พบว่า ตัวแปร AG สัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอนาคตเช่นเดียวกัน และเมื่อทำการทดสอบเพิ่มเติมโดยใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ขนาด 3x3 คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุนตามแนวคิดกลยุทธ์การลงทุนแบบ contrarian จะทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่มีค่าสูงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน และ 12 เดือน (K = 6, K = 12) ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ Chou et al. (2019) ที่พบผลตอบแทนเกินปกติในช่วงระยะเวลาเดียวกัน ดังนั้น งานศึกษานี้จึงสะท้อนให้เห็นว่าการลงทุนแบบ AG-Size สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติให้กับนักลงทุนได้ ซึ่งนักลงทุนสามารถนำแนวคิดการลงทุนแบบสไตล์ AG-Size มาใช้ได้ในทางปฏิบัติ

ตารางที่ 5 แสดงสรุปผลของการศึกษาดังนี้

สมมติฐานของการศึกษา	5x5 AG-Size Style Investing	3x3 AG-Size Style Investing
H1: อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ การเติบโตของสินทรัพย์ (asset growth) กับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (size) สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนช่วงระยะเวลาถัดไปของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญ	✓	✓
H2: ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกลุ่มผู้ชนะ (winners) มีค่ามากกว่าและแตกต่างจากค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญกลุ่มผู้แพ้ (losers) อย่างมีนัยสำคัญ	×	✓

หมายเหตุ ✓ = เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้  
 × = ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

## ข้อเสนอแนะ

1. การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลหุ้นสามัญ จำนวน 44 หลักทรัพย์ที่อยู่ภายใต้ดัชนี SET100 ซึ่งส่วนใหญ่เป็นหุ้นสามัญที่มีมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญสูงหรือมีขนาดใหญ่ที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับหุ้นสามัญอื่นๆ ภายในงานศึกษานี้จึงปราศจากหุ้นสามัญที่มีขนาดเล็ก จึงทำให้ไม่เห็นความแตกต่างของพฤติกรรมของอัตราผลตอบแทนมากเท่าที่ควร ดังนั้น ในงานศึกษาครั้งต่อไปควรใช้หุ้นสามัญจำนวนมากขึ้น เพื่อที่จะทำให้เห็นถึงพฤติกรรมของอัตราผลตอบแทน รวมถึงจะทำให้เห็นถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นจริงในตลาดมากยิ่งขึ้น

2. การศึกษากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในงานศึกษานี้ปราศจากการคำนึงถึงต้นทุนทางธุรกรรม (transaction cost) ซึ่งในโลกแห่งความเป็นจริงจำเป็นที่จะต้องมีการพิจารณาต้นทุนนี้ร่วมด้วยถึงจะมีความเหมาะสมมากยิ่งขึ้น

## ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน

1. ถ้าหากนักลงทุนสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size แล้วคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน และ 12 เดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size ผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังที่เกิดขึ้นในรูปแบบเมทริกซ์นี้จะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญรายตัวในช่วงระยะเวลา 6 เดือน และ 12 เดือนได้อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม

2. เมื่อนักลงทุนใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 6 เดือน และ 12 เดือนย้อนหลังของกลุ่มหลักทรัพย์ AG-Size คัดเลือกหุ้นสามัญที่จะลงทุน ในหุ้นสามัญกลุ่มผู้ชนะ (winners) และกลุ่มผู้แพ้ (losers) แล้วลงทุนด้วยกลยุทธ์การลงทุนแบบ contrarian จะทำให้ได้อัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญในช่วงระยะเวลาการถือครอง 6 เดือน และ 12 เดือน

## References

- Barberis, N., & Shleifer, A. (2003). Style investing. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 161-199.
- Chou, P. H., Ko, K. C., & Yang, N. T. (2019). Asset growth, style investing, and momentum. *Journal of Banking and Finance*, 98, 108-124.
- Cooper, M. J., Gulen, H., & Schill, M. J. (2008). Asset growth and the cross-Section of stock returns. *Journal of Finance*, 63(4), 1609-1651.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
- Lohitanon, K. (2015). *Satai 'inwetting khong nak longthun taela praphet nai prathet Thai* [Style investing of various investor types in Thailand] (Master's thesis, Chulalongkorn University).
- Wahal, S., & Yavuz, M. D. (2013). Style investing, comovement and return predictability. *Journal of Financial Economics*, 107(1), 136-154.
- Yao, T., Yu, T., Zhang, T., & Chen, S. (2011). Asset growth and stock returns: Evidence from Asian financial markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(1), 115-139.