

กลยุทธ์แบบตามตลาดและดัชนีความแข็งแกร่งของราคาหลักทรัพย์
สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
THE MOMENTUM STRATEGY AND RELATIVE STRENGTH INDEX
FOR THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

ดร.สมชาย สุภัทรกุล

รองศาสตราจารย์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ชัยวัฒน์ ภัทวาริสกุล

ที่ปรึกษาทางธุรกิจ

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาการลงทุนแบบตามตลาดและแบบย้อนตลาดสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย รวมทั้งการผสมผสานการใช้ดัชนีความแข็งแกร่งของราคาหลักทรัพย์ (Relative Strength Index : RSI) ร่วมกับกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดและแบบย้อนตลาด เพื่อแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า 1) เมื่อใช้ผลตอบแทนสะสมในอดีตของหลักทรัพย์ในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ กลยุทธ์แบบใด (กลยุทธ์แบบตามตลาดและกลยุทธ์แบบย้อนตลาด) สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่า และผลการศึกษาดังกล่าวขึ้นอยู่กับสภาวะตลาด (ตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง) หรือไม่ และ 2) เมื่อใช้ RSI ควบคู่กับกลยุทธ์แบบตามตลาดและกลยุทธ์แบบย้อนตลาด กลยุทธ์แบบใดสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่า และผลการศึกษาดังกล่าวขึ้นอยู่กับสภาวะตลาดหรือไม่

ผลการศึกษาสำหรับกลยุทธ์แบบตามตลาดและแบบย้อนตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีต แสดงว่า กลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่ากลยุทธ์แบบย้อนตลาดสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย ผลการศึกษาสำหรับกลยุทธ์แบบตามตลาดและแบบย้อนตลาดโดยอาศัย RSI สอดคล้องกับผลการศึกษาสำหรับกลยุทธ์แบบตามตลาดและแบบย้อนตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีต

การเปรียบเทียบผลการศึกษาการลงทุนแบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตและ RSI พบว่า ถึงแม้ว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI แต่ Coefficient of Variation (CV) ของกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI ต่ำกว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีต ซึ่งบ่งบอกถึงความเสี่ยงต่อผลตอบแทนต่ำกว่า

งานวิจัยนี้ยังพบว่า ในช่วงตลาดขาขึ้น ทั้งกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตและกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI สร้างผลตอบแทนเกินปกติที่สูงกว่าและมีค่า CV ต่ำกว่าในช่วงตลาดขาลง แสดงว่า กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตและกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI เหมาะอย่างมากสำหรับช่วงตลาดขาขึ้น

คำสำคัญ : กลยุทธ์แบบตามตลาด กลยุทธ์แบบย้อนตลาด ดัชนีความแข็งแกร่งของราคาหลักทรัพย์

ABSTRACT

This study examines the momentum strategy and the contrarian strategy for the Stock Exchange of Thailand as well as the momentum strategy and the contrarian strategy with Relative Strength Index (RSI). This study aims at providing empirical evidence on 1) the portfolio returns from the momentum strategy and the contrarian strategy with historical return and its sensitivity on the stock market condition (i.e., bull market and bear market) and 2) the portfolio returns from the momentum strategy and the contrarian strategy with RSI and its sensitivity on the stock market condition.

Results from the momentum strategy and the contrarian strategy with historical returns show that for the Stock Exchange of Thailand, the momentum strategy earns more positive portfolio returns than the contrarian strategy does. Results on the momentum strategy and the contrarian strategy with RSI are consistent with results on the strategies with historical return.

Comparisons of the momentum strategy with historical returns and RSI suggest that portfolio returns from the momentum strategy with historical returns are more positive than those from the momentum strategy with RSI. However, the coefficients of variations (i.e., a ratio of the standard deviation to the mean) of the momentum portfolio with RSI are smaller than those of the momentum portfolio with historical returns.

This study also finds that during the bull market, both the momentum strategy with historical returns and the momentum strategy with RSI earn more positive returns with smaller CV, comparing to the bear market. This suggests that both the momentum strategy with historical returns and the momentum strategy with RSI are highly effective during the bull market.

Keywords : Momentum Strategy, Contrarian Strategy, Relative Strength Index

บทนำ

งานวิจัยด้านตลาดหุ้นจำนวนมากพบหลักฐานเกี่ยวกับปรากฏการณ์ความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด (Market Anomalies) ที่สำคัญ ได้แก่ ผลจากการตามตลาด (Momentum Effect) และผลจากการย้อนตลาด (Reversal Effect)

สำหรับผลจากการตามตลาด Jegadeesh & Titman (1993) พบว่าหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่สูงในอดีตจะยังคงมีอัตราผลตอบแทนที่สูงต่อไปอีกในช่วง 3-12 เดือน โดยทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา ผลการวิจัยนี้บ่งบอกว่านักลงทุนตอบสนองน้อยกว่าความเป็นจริง (Underreact) ในช่วงการลงทุกระยะสั้น และนำไปสู่กลยุทธ์การลงทุนที่เรียกว่า กลยุทธ์แบบตามตลาด (Momentum Strategy) และมีงานวิจัยหลังจากนั้นเป็นจำนวนมากที่พบหลักฐานในทำนองเดียวกัน สำหรับทั้งในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาและตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอื่นๆ เช่น Conrad & Kaul (1998) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา Schiereck et al. (1999) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมัน Forner & Marhuenda (2003) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสเปน Kang et al. (2002) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน Rouwenhorst (1998) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในหลายประเทศ และ Griffin et al. (2003) และ Hart et al. (2003) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ที่กำลังเติบโต (Emerging Markets) ในหลายประเทศ เป็นต้น

สำหรับผลจากการย้อนตลาด De Bondt & Thaler (1985) พบว่าสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่ต่ำในอดีตจะมีอัตราผลตอบแทนที่สูงในช่วง 3-5 ปีต่อมา ซึ่งบ่งบอก

ว่านักลงทุนตอบสนองมากกว่าความเป็นจริง (Overreact) ทำให้หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำในอดีตจะมีราคาต่ำกว่าความเป็นจริง (Underpriced) ในทางกลับกัน หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงในอดีตจะมีราคาสูงกว่าความเป็นจริง (Overpriced) ผลการวิจัยนี้นำไปสู่การสร้างกลยุทธ์การลงทุนที่เรียกว่า กลยุทธ์แบบย้อนตลาด (Contrarian Strategy) และมีงานวิจัยหลังจากนั้นจำนวนมากที่พบหลักฐานในทำนองเดียวกันสำหรับทั้งในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาและตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอื่นๆ เช่น Balsara et al. (2008) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา Alonso & Rubio (1990) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสเปน Da Costa (1994) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศบราซิล Chang et al. (1995) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศญี่ปุ่น และ Ahmad & Hussain (2001) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย เป็นต้น

การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) เป็นเทคนิคที่ใช้สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างกว้างขวาง (Taylor-Allen, 1992; Cheung & Wong, 2000; Oberlechner, 2001; Menkhoff-Taylor, 2007) การวิเคราะห์ทางเทคนิคมีดัชนีทางเทคนิค (Technical Indicators) มากมาย โดยดัชนีวัดความแข็งของราคาหลักทรัพย์ (Relative Strength Index : RSI) เป็นดัชนีหนึ่งที่ใช้เป็นเครื่องมือในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ โดย Wong et al. (2003) ศึกษาการใช้ RSI ในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์สำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสิงคโปร์ และพบว่า RSI สามารถสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนที่สูงอย่างมีนัยสำคัญ และ Chong & Ng (2008) และชัยวัฒน์ ภัทจารีสกุล (2556) พบหลักฐานใน

ทำนองเดียวกันสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอังกฤษ และในประเทศไทย ตามลำดับ

งานวิจัยนี้ต่อยอดงานวิจัยของชัยวัฒน์ ภัทจารีสกุล (2556)¹ โดยผสมผสานการใช้ RSI ร่วมกับกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดและแบบย้อนตลาดสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย เพื่อแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า 1) เมื่อใช้ผลตอบแทนสะสมในอดีตของหลักทรัพย์ในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ กลยุทธ์แบบใด (กลยุทธ์แบบตามตลาดและกลยุทธ์แบบย้อนตลาด) สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่า 2) ผลการศึกษาดังกล่าวขึ้นอยู่กับสถานะตลาด (ตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง) หรือไม่ 3) เมื่อใช้ RSI ควบคู่กับกลยุทธ์แบบตามตลาดและกลยุทธ์แบบย้อนตลาด กลยุทธ์แบบใดสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่า และ 4) ผลการศึกษาดังกล่าวขึ้นอยู่กับสถานะตลาดหรือไม่

ผลการศึกษาสำหรับกลยุทธ์แบบตามตลาดและแบบย้อนตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีต แสดงว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่ากลยุทธ์แบบย้อนตลาด เมื่อ Formation Period และ Holding Period ไม่เกิน 6 เดือน สำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย และกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตเหมาะสำหรับช่วงตลาดขาขึ้นมากกว่าช่วงตลาดขาลง นอกจากนี้ กลยุทธ์แบบย้อนตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตไม่เหมาะสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย เพราะผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบย้อนตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตต่ำ แม้ว่าจะเป็นช่วงตลาดขาลงก็ตาม

ผลการศึกษาสำหรับกลยุทธ์แบบตามตลาดและแบบย้อนตลาดโดยอาศัย RSI สอดคล้องกับผลการศึกษาสำหรับกลยุทธ์แบบตามตลาดและแบบย้อนตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีต

การเปรียบเทียบผลการศึกษากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตและ RSI พบว่า ถึงแม้ว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI แต่ CV ของกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI ต่ำกว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีต ซึ่ง

บ่งบอกว่าความเสี่ยงต่อผลตอบแทนต่ำกว่า นอกจากนี้สำหรับช่วงตลาดขาขึ้น กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตยังสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI ในขณะที่ CV ของกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI ต่ำกว่าเฉพาะช่วง Holding Period 6 และ 9 เดือน

งานวิจัยนี้ยังพบว่า ในช่วงตลาดขาขึ้น ทั้งกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตและกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI สร้างผลตอบแทนเกินปกติที่สูงกว่าและมีค่า CV ต่ำกว่า แสดงว่า กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตและกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI เหมาะอย่างมากสำหรับช่วงตลาดขาขึ้น ดังนั้น นักลงทุนสามารถใช้กลยุทธ์แบบตามตลาดไม่ว่าจะอาศัยผลตอบแทนในอดีตหรือ RSI ในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนได้

งานวิจัยนี้นำเสนอหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลตอบแทนการลงทุนตามกลยุทธ์แบบตามตลาดและแบบย้อนตลาด โดยใช้ทั้งผลตอบแทนสะสมในอดีตและ RSI ซึ่งหลักฐานดังกล่าวเติมเต็มความเข้าใจเกี่ยวกับปรากฏการณ์ความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด (Market Anomalies) สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังเป็นประโยชน์โดยตรงต่อนักลงทุน ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนรายย่อยหรือนักลงทุนสถาบัน เนื่องจากงานวิจัยนี้เสนอแนะกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่ว่าจะเป็นช่วงตลาดขาขึ้นหรือตลาดขาลง

ส่วนที่ 2 อภิปรายเกี่ยวกับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต ส่วนที่ 3 อธิบายระเบียบวิธีวิจัย ส่วนที่ 4 วิเคราะห์ผลการวิจัย และส่วนที่ 5 สรุปผลงานวิจัย

งานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้อง

2.1 กลยุทธ์แบบตามตลาดและย้อนตลาด

Jegadeesh & Titman (1993) พบว่าหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่สูงในอดีตยังคงมีอัตราผลตอบแทนที่สูงต่อไปอีกในช่วง 3-12 เดือน โดยทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา ผลการวิจัยนี้นำไปสู่การสร้างกลยุทธ์การลงทุนที่เรียกว่า กลยุทธ์แบบตามตลาด (Momentum Strategy) ซึ่งมีงานวิจัยหลังจากนั้นเป็นจำนวนมากที่พบหลักฐานในทำนองเดียวกันสำหรับทั้ง

¹ ชัยวัฒน์ ภัทจารีสกุล (2556) ศึกษาเพียงการใช้ RSI เพื่อสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาและตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอื่นๆ เช่น Conrad & Kaul (1998) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา Schiereck et al. (1999) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมัน Forner & Marhuenda (2003) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสเปน Kang et al. (2002) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน Rouwenhorst (1998) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในหลายประเทศ และ Griffin et al. (2003) และ Hart et al. (2003) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ที่กำลังเติบโต (Emerging Markets) ในหลายประเทศ เป็นต้น

การศึกษาเกี่ยวกับกลยุทธ์แบบตามตลาดของ Jegadeesh & Titman (1993) เริ่มจากการจัดเรียงหลักทรัพย์ตามอัตราผลตอบแทนในอดีต และเลือกหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงสุดจำนวนร้อยละ 10 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด เรียกว่า Winner และเลือกหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำสุดจำนวน ร้อยละ 10 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด เรียกว่า Loser และสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio) ภายใต้กลยุทธ์แบบตามตลาด โดยการซื้อกลุ่มหลักทรัพย์ Winner และการขายกลุ่มหลักทรัพย์ Loser โดย Jegadeesh & Titman (1993) พบว่า ผลตอบแทนระยะสั้นในอนาคต (เช่น 6 เดือน) ของกลุ่มหลักทรัพย์ ภายใต้กลยุทธ์แบบตามตลาดเท่ากับ 12.01% ต่อปี ซึ่งผลตอบแทนจากกลยุทธ์แบบตามตลาดนี้ไม่ได้เกิดจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) แต่เกิดจากการตอบสนองช้าของราคา (Delayed Price Reaction) ต่อข้อมูลเฉพาะของบริษัท (Firm-specific Information) อย่างไรก็ตาม Lesmond et al. (2004) พบว่าผลตอบแทนจากกลยุทธ์แบบตามตลาดจะหายไปเมื่อปรับด้วยต้นทุนธุรกรรม (Transaction Cost)

De Bondt & Thaler (1985 และ 1987) พบว่า สำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำในอดีตมีอัตราผลตอบแทนสูงในช่วง 3-5 ปีต่อมา ผลการวิจัยนี้นำไปสู่การสร้างกลยุทธ์การลงทุนที่เรียกว่า กลยุทธ์แบบย้อนตลาด (Contrarian Strategy) ซึ่งมีงานวิจัยหลังจากนั้นจำนวนมากที่พบหลักฐานในทำนองเดียวกันสำหรับทั้งในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาและตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอื่นๆ เช่น Balsara et al. (2008) ศึกษาในตลาด

หลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา Alonso & Rubio (1990) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสเปน Da Costa (1994) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศบราซิล Chang et al. (1995) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศญี่ปุ่น และ Ahmad & Hussain (2001) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย เป็นต้น

การศึกษาเกี่ยวกับกลยุทธ์แบบตามตลาดของ De Bont & Thaler (1985 และ 1987) เริ่มจากการจัดเรียงหลักทรัพย์ตามอัตราผลตอบแทนในอดีต และเลือกหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงสุดจำนวนร้อยละ 10 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด เรียกว่า Winner และเลือกหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำสุดจำนวน ร้อยละ 10 ของหลักทรัพย์ทั้งหมด เรียกว่า Loser และสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio) ภายใต้กลยุทธ์แบบย้อนตลาด โดยการซื้อกลุ่มหลักทรัพย์ Loser และการขายกลุ่มหลักทรัพย์ Winner ซึ่งสามารถสร้างผลตอบแทนการลงทุนสูง

งานวิจัยทั้งทางฝั่งของกลยุทธ์แบบตามตลาดและกลยุทธ์แบบย้อนตลาดต่างก็พบว่ากลยุทธ์ทั้งสองสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงได้ ทั้งที่กลยุทธ์ทั้งสองนี้มีลักษณะตรงกันข้ามกันโดยสิ้นเชิง สำหรับตลาดหลักทรัพย์ในบางประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา สเปน เป็นต้น พบว่าทั้งสองกลยุทธ์สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงได้ ซึ่งอาจขึ้นอยู่กับสถานะของตลาด ว่าเป็นตลาดขาขึ้น (Bull Market) หรือตลาดขาลง (Bear Market) ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ในบางประเทศ กลยุทธ์ที่สามารถสร้างผลตอบแทนสูงจะเป็นกลยุทธ์แบบตามตลาดหรือกลยุทธ์แบบย้อนตลาด กลยุทธ์ใดกลยุทธ์หนึ่งเท่านั้น สำหรับประเทศไทยนั้นพบหลักฐานเกี่ยวกับการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างผลตอบแทนสูงจากทั้งกลยุทธ์แบบตามตลาด (Wachirapansathit, 2013; Tavorakiat, 2012; Pravittanon, 2012) และกลยุทธ์แบบย้อนตลาด (Kamtip, 2010)

2.2 ดัชนีความแข็งของราคาหลักทรัพย์

ดัชนีความแข็งของราคาหลักทรัพย์ (Relative Strength Index : RSI) ซึ่งพัฒนาโดย Wilder (1978) เป็นดัชนีที่เป็นที่นิยมในการวิเคราะห์ทางเทคนิค ซึ่งคำนวณโดยคำนึงถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในแต่ละวันและสัดส่วนของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นและต่ำลง โดย Wong et al. (2003) ศึกษาการใช้ประโยชน์ของ RSI ในสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ โดยศึกษา

ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย และพบว่าการใช้ RSI (โดยใช้วิธี 50 Crossover) สามารถสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงอย่างมีนัยสำคัญ และ Chong & Ng (2008) พบหลักฐานในทำนองเดียวกับ Wong et al. (2003) สำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

นอกจากนี้ งานวิจัยของชัยวัฒน์ ภัทจารีสกุล (2556) พบหลักฐานในทำนองเดียวกันสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย กล่าวคือ ชัยวัฒน์ ภัทจารีสกุล (2556) ใช้ RSI ในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์เพื่อศึกษาผลตอบแทนเกินปกติสำหรับบริษัทจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาระหว่างปี 2544 ถึงปี 2555 และพบว่า ผลตอบแทนเกินปกติจะเกิดขึ้นในช่วงการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ระยะเวลา 3 เดือน และ 6 เดือน และสำหรับทุกช่วงของการถือกลุ่มหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนเกินปกติดังกล่าวจะลดลงตามช่วงระยะเวลาในการถือกลุ่มหลักทรัพย์ โดยสำหรับ 16 กลยุทธ์ (4 ช่วงการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ x 4 ช่วงการถือกลุ่มหลักทรัพย์) จากการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ 3 เดือน 6 เดือน 9 เดือน และ 12 เดือนและการถือกลุ่มหลักทรัพย์ 3 เดือน 6 เดือน 9 เดือนและ 12 เดือน พบว่า กลยุทธ์ที่ให้ผลตอบแทนเกินปกติสูงสุด ได้แก่ กลยุทธ์จากการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ 6 เดือนและการถือกลุ่มหลักทรัพย์ 6 เดือน

ระเบียบวิธีการวิจัย

3.1 กลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยนี้ศึกษากลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดและแบบย้อนตลาด ควบคู่ไปกับดัชนีความแข็งแกร่งของราคาหลักทรัพย์ (RSI) สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึงปี พ.ศ. 2555 (ระยะเวลารวม 12 ปี) โดยรวบรวมข้อมูลราคาปิดหลักทรัพย์รายวันและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จากฐานข้อมูล Datastream และ SETSMART

3.2 การคำนวณดัชนีความแข็งแกร่งของราคาหลักทรัพย์

การศึกษานี้คำนวณค่าดัชนีความแข็งแกร่งของราคาหลักทรัพย์ (Relative Strength Index : RSI) ตามแนวทางของ Wong et al. (2003) กล่าวคือ การคำนวณค่า RSI จะคำนึงถึงอัตราส่วนของราคาปิดที่สูงขึ้น (Up-Closes) ต่อ

ราคาปิดที่ต่ำลง (Down-Closes) ในช่วงระยะเวลาที่กำหนด โดยค่าของ RSI จะอยู่ในช่วงระหว่าง 0 ถึง 100

ราคาปิดที่สูงขึ้น (Up-Closes) และราคาปิดที่ต่ำลง (Down-Closes) คำนวณดังนี้

หาก C_t มากกว่า C_{t-1}

$$U_t = C_t - C_{t-1} \text{ และ } D_t = 0$$

หาก C_{t-1} มากกว่า C_t

$$U_t = 0 \text{ และ } D_t = C_{t-1} - C_t$$

หาก C_t เท่ากับ C_{t-1}

$$U_t = 0 \text{ และ } D_t = 0$$

โดยที่ C_t เท่ากับราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t โดยที่ t คือวันใดๆ ในช่วงเวลาที่กำหนด ตั้งแต่วันที่ $T-P$ ถึงวันที่ T ซึ่งในการศึกษานี้เลือกช่วงเวลา 14 วัน ซึ่งสอดคล้องกับ Wong et al. (2003) และ U_t และ D_t คือราคาปิดที่สูงขึ้น (Up-Closes) ของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t และราคาปิดที่ต่ำลง (Down-Closes) ของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t ตามลำดับ

จากนั้นคำนวณความแข็งแกร่งของราคาหลักทรัพย์ (Relative Strength) ณ วันที่ T สำหรับช่วงเวลา P วันหรือ $RS_{T,P}$ ดังนี้

$$RS_{T,P} = \frac{\bar{U}_{T,P}}{\bar{D}_{T,P}}$$

$\bar{U}_{T,P}$ และ $\bar{D}_{T,P}$ คือค่าเฉลี่ยของ U_t และ D_t ทั้งหมดในช่วงเวลาตั้งแต่วันที่ $T-P$ ถึงวันที่ T ตามลำดับ และคำนวณดัชนีความแข็งแกร่งของราคาหลักทรัพย์ (Relative Strength Index) ณ วันที่ T สำหรับช่วงเวลา P วันหรือ $RSI_{T,P}$ ดังนี้

$$RSI_{T,P} = 100 - \frac{100}{1 + RS_{T,P}}$$

RSI จะมีค่าอยู่ระหว่าง 0 ถึง 100 กล่าวคือ หากตลอดช่วงเวลาที่คำนวณค่าดัชนี ราคาปิดของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นทุกวัน RS จะมีค่าเท่ากับ 100 และ RSI จะมีค่าเท่ากับ 0 ในทางกลับกัน หากตลอดช่วงเวลาที่คำนวณค่าดัชนี ราคาปิดของหลักทรัพย์ลดลงทุกวัน RS จะมีค่าเท่ากับ 0 และ RSI จะมีค่าเท่ากับ 100 ดังนั้น RSI ของหุ้นที่มีค่าใกล้ 100 จึงบ่งบอกว่าหุ้นนั้นมีความแข็งแกร่งสูง ส่วน RSI ของหุ้นที่มีค่าใกล้ 0 จึงบ่งบอกว่าหุ้นนั้นมีความอ่อนแอ

3.3 การสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ตามกลยุทธ์แบบตามตลาดและกลยุทธ์แบบย้อนตลาด

การศึกษานี้จัดกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งหมดเป็น 10 กลุ่ม ตามผลตอบแทนสะสมในอดีตของหลักทรัพย์ โดยระยะเวลาของการคำนวณผลตอบแทนสะสมในอดีตกำหนดเป็นหลายช่วงระยะเวลา ได้แก่ (1) ระยะเวลา 3 เดือน (2) ระยะเวลา 6 เดือน (3) ระยะเวลา 9 เดือน และ (4) ระยะเวลา 12 เดือน โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสะสมในอดีตสูงสุด เรียกว่า Winner และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสะสมในอดีตต่ำสุด เรียกว่า Loser จากนั้นจึงคำนวณผลตอบแทนสะสมในอนาคตของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์และหักด้วยผลตอบแทนของตลาด (Market Return) ในช่วงเวลาเดียวกัน ซึ่งเรียกว่า ผลตอบแทนเกินปกติ (Market-Adjusted Return หรือ Abnormal Return) โดยระยะเวลาของการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ครอบคลุมหลายช่วงระยะเวลา ได้แก่ (1) ระยะเวลา 3 เดือน (2) ระยะเวลา 6 เดือน (3) ระยะเวลา 9 เดือน และ (4) ระยะเวลา 12 เดือน

ผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบตามตลาดคำนวณจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่เกิดจากการซื้อ Winner และการขาย Loser ในทางกลับกัน ผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบย้อนตลาดคำนวณจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่เกิดจากการซื้อ Loser และการขาย Winner (หรือผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบตามตลาดคูณด้วย -1)

นอกจากนี้ การศึกษานี้จัดกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งหมดเป็น 10 กลุ่ม ตาม RSI โดยระยะเวลาของการคำนวณ RSI มีหลายช่วงระยะเวลา ได้แก่ (1) ระยะเวลา 3 เดือน (2) ระยะเวลา 6 เดือน (3) ระยะเวลา 9 เดือน และ (4) ระยะเวลา 12 เดือน โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มี RSI สูงสุด เรียกว่า RSI-Winner และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสะสมในอดีตต่ำสุด เรียกว่า RSI-Loser จากนั้นจึงคำนวณผลตอบแทนสะสมในอนาคตของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์และหักด้วยผลตอบแทนของตลาด (Market Return) ในช่วงเวลาเดียวกัน ซึ่งเรียกว่า ผลตอบแทนเกินปกติ (Market-Adjusted Return หรือ Abnormal Return) โดยระยะเวลาของการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ครอบคลุมหลายช่วงระยะเวลา ได้แก่

- (1) ระยะเวลา 3 เดือน
- (2) ระยะเวลา 6 เดือน
- (3) ระยะเวลา 9 เดือน และ
- (4) ระยะเวลา 12 เดือน

ผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบตามตลาดคำนวณจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่เกิดจากการซื้อ RSI-Winner และการขาย RSI-Loser ในทางกลับกัน ผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบย้อนตลาดคำนวณจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่เกิดจากการซื้อ RSI-Loser และการขาย RSI-Winner (หรือผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบตามตลาดคูณด้วย -1)

นอกจากนี้ การศึกษานี้แยกการวิเคราะห์ตามแนวทางข้างต้นโดยแบ่งตามภาวะตลาด ได้แก่ ตลาดขาขึ้น (Bull Market) และตลาดขาลง (Bear Market) โดยจากการพิจารณาภาวะตลาดจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2544 ถึงปี พ.ศ. 2555 พบว่า มีช่วงตลาดขาขึ้น 3 ช่วง ได้แก่ (1) มกราคม 2544 ถึง ธันวาคม 2546 (SET Index เพิ่มขึ้นจาก 332.77 เป็น 772.15) (2) พฤศจิกายน 2547 ถึง ตุลาคม 2550 (SET Index เพิ่มขึ้นจาก 656.73 เป็น 907.28) และ (3) เมษายน 2552 ถึง ธันวาคม 2555 (SET Index เพิ่มขึ้นจาก 491.69 เป็น 1,391.93) และมีช่วงตลาดขาลง 2 ช่วง ได้แก่ (1) มกราคม 2547 ถึง ตุลาคม 2547 (SET Index ลดลงจาก 698.90 เป็น 628.16) และ (2) พฤศจิกายน 2550 ถึง มีนาคม 2552 (SET Index ลดลงจาก 846.44 เป็น 431.50)

ผลการวิจัย

4.1 กลยุทธ์แบบตามตลาดและย้อนตลาด

ตารางที่ 1 (ท้ายบทความ) แสดงผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของกลยุทธ์ที่จัดกลุ่มตามผลตอบแทนในอดีตสำหรับช่วงเวลาแตกต่างกัน โดยส่วน ก เป็นการจัดกลุ่มตามผลตอบแทน 3 เดือนในอดีต (Formation Period เท่ากับ 3 เดือน) ในขณะที่ส่วนที่ ข ค และ ง เป็นการจัดกลุ่มตามผลตอบแทน 6 เดือน 9 เดือน และ 12 เดือนในอดีต ตามลำดับ

ตารางที่ 1 ส่วน ก (Formation Period เท่ากับ 3 เดือน) แสดงผลตอบแทนในช่วงของ Formation Period 3 เดือน และผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของกลุ่มหลักทรัพย์สำหรับ Holding Period 3 เดือน (3-3) 6 เดือน (3-6) 9 เดือน (3-9) และ 12 เดือน (3-12) โดยพบว่า ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser

มีค่ามากกว่าศูนย์สำหรับ Holding Period ในทุกช่วงระยะเวลา กล่าวคือ ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติ (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser เท่ากับ 20.99% (38.80%) สำหรับ Holding Period 3 เดือน หรือเท่ากับ 22.92% (50.02%) สำหรับ Holding Period 6 เดือน หรือเท่ากับ 17.78% (38.49%) สำหรับ Holding Period 9 เดือน หรือเท่ากับ 13.74% (28.35%) สำหรับ Holding Period 12 เดือน ผลการศึกษาดังกล่าวแสดงว่า กลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติที่มีค่าเป็นบวก และผลตอบแทนของกลยุทธ์ตามตลาดมีค่าสูงสุดสำหรับ Holding Period 6 เดือน รองลงมาคือ 3 เดือน และลำดับถัดมาคือ 9 เดือน และ 12 เดือน

ตารางที่ 1 ส่วน ข (Formation Period เท่ากับ 6 เดือน) แสดงผลตอบแทนในช่วงของ Formation Period 6 เดือน และผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของกลุ่มหลักทรัพย์สำหรับ Holding Period 3 เดือน (6-3) 6 เดือน (6-6) 9 เดือน (6-9) และ 12 เดือน (6-12) โดยพบว่า ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser มีค่ามากกว่าศูนย์สำหรับ Holding Period ในทุกช่วงระยะเวลา กล่าวคือ ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติ (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser เท่ากับ 12.10% (44.26%) สำหรับ Holding Period 3 เดือน หรือเท่ากับ 20.12% (50.21%) สำหรับ Holding Period 6 เดือน หรือเท่ากับ 15.41% (31.69%) สำหรับ Holding Period 9 เดือน หรือเท่ากับ 11.05% (31.92%) สำหรับ Holding Period 12 เดือน ผลการศึกษาดังกล่าวแสดงว่า กลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติที่มีค่าเป็นบวก และผลตอบแทนของกลยุทธ์ตามตลาดมีค่าสูงสุดสำหรับ Holding Period 6 เดือน รองลงมาคือ 3 เดือน และลำดับถัดมาคือ 9 เดือน และ 12 เดือน ซึ่งสอดคล้องกับหลักฐานสำหรับ Formation Period 3 เดือน ตามที่ปรากฏในตารางที่ 1 ส่วน ก

ตารางที่ 1 ส่วน ค (Formation Period เท่ากับ 9 เดือน) แสดงผลตอบแทนในช่วงของ Formation Period 9 เดือน และผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของกลุ่มหลักทรัพย์สำหรับ Holding Period 3 เดือน (9-3) 6 เดือน (9-6) 9 เดือน (9-9) และ 12 เดือน (9-12) โดยพบว่า ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser มีค่ามากกว่าศูนย์เฉพาะ Holding Period 3 เดือน แต่มีค่า

น้อยกว่าศูนย์สำหรับ Holding Period 6 ถึง 12 เดือน กล่าวคือ ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติ (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser เท่ากับ 3.48% (66.86%) สำหรับ Holding Period 3 เดือน หรือเท่ากับ -1.00% (59.19%) สำหรับ Holding Period 6 เดือน หรือเท่ากับ -0.83% (41.99%) สำหรับ Holding Period 9 เดือน หรือเท่ากับ -2.57% (34.59%) สำหรับ Holding Period 12 เดือน ผลการศึกษาดังกล่าวแสดงว่า กลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติที่มีค่าเป็นบวกเฉพาะช่วง Holding Period 3 เดือนเท่านั้น ในขณะที่กลยุทธ์แบบย้อนตลาด (Loser – Winner) สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเป็นบวกได้เล็กน้อยสำหรับ Holding Period 6 เดือน ถึง 12 เดือน

ตารางที่ 1 ส่วน ง (Formation Period เท่ากับ 12 เดือน) แสดงผลตอบแทนในช่วงของ Formation Period 12 เดือน และผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของกลุ่มหลักทรัพย์สำหรับ Holding Period 3 เดือน (12-3) 6 เดือน (12-6) 9 เดือน (12-9) และ 12 เดือน (12-12) โดยพบว่า ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser มีค่าน้อยกว่าศูนย์สำหรับ Holding Period 3 เดือน และ 6 เดือน แต่มีค่ามากกว่าศูนย์สำหรับ Holding Period 9 เดือน และ 12 เดือน กล่าวคือ ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติ (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser เท่ากับ -17.34% (79.23%) สำหรับ Holding Period 3 เดือน หรือเท่ากับ -1.73% (42.54%) สำหรับ Holding Period 6 เดือน หรือเท่ากับ 1.72% (37.49%) สำหรับ Holding Period 9 เดือน หรือเท่ากับ 8.06% (51.00%) สำหรับ Holding Period 12 เดือน ผลการศึกษาดังกล่าวแสดงว่า กลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติที่มีค่าเป็นบวกสำหรับช่วง Holding Period 9 เดือน และ 12 เดือน ในขณะที่กลยุทธ์แบบย้อนตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติมากกว่าศูนย์สำหรับ Holding Period 3 เดือน ถึง 6 เดือน

ผลการศึกษาโดยรวมอาจสรุปได้ว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดเหมาะสำหรับ Formation Period และ Holding Period สั้น เช่น 3 เดือน หรือ 6 เดือน ซึ่งสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ในระดับสูง (ประมาณ 20%) ในขณะที่กลยุทธ์แบบย้อนตลาดอาจเหมาะสำหรับ Formation Period และ Holding Period ยาว เช่น

12 เดือน ซึ่งสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ (ประมาณ 8%) อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนจากกลยุทธ์ตามตลาดสูงกว่ากลยุทธ์ย้อนตลาดเป็นอย่างมาก ดังนั้นกลยุทธ์แบบตามตลาดจึงเหมาะสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบตามตลาดสูงกว่ากลยุทธ์แบบย้อนตลาดเป็นอย่างมาก และผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบตามตลาดจะสูงมากเมื่อ Formation Period สั้น ดังนั้น ในการศึกษาว่าผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบตามตลาดขึ้นอยู่กับสภาวะตลาด (ตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง) หรือไม่นั้น งานวิจัยนี้จึงแสดงผลการศึกษาในส่วนนี้เฉพาะ Formation Period 3 เดือน เท่านั้น โดยตารางที่ 2 แสดงผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตสำหรับ Holding Period 3 เดือน (3-3) 6 เดือน (3-6) 9 เดือน (3-9) และ 12 เดือน (3-12) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดกลุ่มตามผลตอบแทน 3 เดือนในอดีต (Formation Period เท่ากับ 3 เดือน) สำหรับตลาดขาขึ้น (Bull Market) และตารางที่ 3 แสดงผลดังกล่าวสำหรับตลาดขาลง (Bear Market)

ผลการศึกษาดังกล่าวจากตารางที่ 2 และตารางที่ 3 (ท้ายบทความ) บ่งบอกว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติในระดับสูงในช่วงตลาดขาขึ้นไม่ว่า Holding Period จะยาวหรือสั้น และในช่วงตลาดขาลงเฉพาะ Holding Period สั้น เช่น 3 เดือน ในขณะที่กลยุทธ์แบบย้อนตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเล็กน้อยในช่วงตลาดขาลง สำหรับ Holding Period ยาว ระหว่าง 6 เดือน ถึง 12 เดือน กล่าวคือ สำหรับตลาดขาขึ้น (ตารางที่ 2 ท้ายบทความ) ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติ (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser เท่ากับ 23.50% (32.56%) สำหรับ Holding Period 3 เดือน หรือเท่ากับ 29.16% (51.62%) สำหรับ Holding Period 6 เดือน หรือเท่ากับ 22.99% (40.64%) สำหรับ Holding Period 9 เดือน หรือเท่ากับ 16.71% (29.81%) สำหรับ Holding Period 12 เดือน และสำหรับตลาดขาลง (ตารางที่ 3 ท้ายบทความ) ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติ (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser เท่ากับ 15.93% (51.38%) สำหรับ Holding Period 3 เดือน หรือเท่ากับ -2.11% (41.29%) สำหรับ Holding Period 6 เดือน หรือเท่ากับ -5.42%

(24.92%) สำหรับ Holding Period 9 เดือน หรือเท่ากับ -2.54% (21.19%) สำหรับ Holding Period 12 เดือน

โดยสรุป สำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย กลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่ากลยุทธ์แบบย้อนตลาด เมื่อ Formation Period และ Holding Period ไม่เกิน 6 เดือน และกลยุทธ์แบบตามตลาดเหมาะสำหรับช่วงตลาดขาขึ้นมากกว่าช่วงตลาดขาลง นอกจากนี้ กลยุทธ์แบบย้อนตลาดไม่เหมาะสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยเท่าไรนัก เพราะผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบย้อนตลาดค่อนข้างต่ำ แม้ว่าจะเป็นช่วงตลาดขาลงก็ตาม

4.2 ดัชนีความแข็งแกร่งของราคาหลักทรัพย์

ตารางที่ 4 (ท้ายบทความ) แสดงผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดกลุ่มตามดัชนีความแข็งแกร่งของราคาหลักทรัพย์ (RSI) สำหรับช่วง Formation Period ที่ต่าง ๆ โดยส่วน ก เป็นการจัดกลุ่มตาม RSI ช่วง 3 เดือนในอดีต (Formation Period 3 เดือน) ในขณะที่ส่วนที่ ข ค และ ง เป็นการจัดกลุ่มตามผลตอบแทน 6 เดือน 9 เดือน และ 12 เดือนในอดีต ตามลำดับ

ตารางที่ 4 ส่วน ก (Formation Period 3 เดือน) แสดง RSI ในช่วง Formation Period 3 เดือน และผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของกลุ่มหลักทรัพย์สำหรับ Holding Period 3 เดือน (3-3) 6 เดือน (3-6) 9 เดือน (3-9) และ 12 เดือน (3-12) โดยพบว่า ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser มีค่ามากกว่าศูนย์สำหรับ Holding Period ในทุกช่วงระยะเวลา กล่าวคือ ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติ (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser เท่ากับ 19.13% (33.59%) สำหรับ Holding Period 3 เดือน หรือเท่ากับ 19.25% (28.82%) สำหรับ Holding Period 6 เดือน หรือเท่ากับ 16.35% (27.52%) สำหรับ Holding Period 9 เดือน หรือเท่ากับ 11.15% (29.05%) สำหรับ Holding Period 12 เดือน ผลการศึกษาดังกล่าวแสดงว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติที่มีค่าเป็นบวก และผลตอบแทนของกลยุทธ์ตามตลาดมีค่าสูงสุดสำหรับ Holding Period 6 เดือน รองลงมาคือ 3 เดือน และลำดับถัดมาคือ 9 เดือน และ 12 เดือน

ตารางที่ 4 ส่วน ข (Formation Period 6 เดือน) แสดง RSI ในช่วงของ Formation Period 6 เดือน และผลตอบแทนเกินปกติในขนาดของกลุ่มหลักทรัพย์สำหรับ Holding Period 3 เดือน (6-3) 6 เดือน (6-6) 9 เดือน (6-9) และ 12 เดือน (6-12) โดยพบว่า ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser มีค่ามากกว่าศูนย์สำหรับ Holding Period ในทุกช่วงระยะเวลา กล่าวคือ ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติ (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser เท่ากับ 17.58% (46.31%) สำหรับ Holding Period 3 เดือน หรือเท่ากับ 25.17% (39.34%) สำหรับ Holding Period 6 เดือน หรือเท่ากับ 16.95% (28.53%) สำหรับ Holding Period 9 เดือน หรือเท่ากับ 17.30% (39.75%) สำหรับ Holding Period 12 เดือน ผลการศึกษาดังกล่าวแสดงว่า กลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติที่มีค่าเป็นบวก และผลตอบแทนของกลยุทธ์ตามตลาดมีค่าสูงสุดสำหรับ Holding Period 6 เดือน รองลงมาคือ 3 เดือน และลำดับถัดมาคือ 12 เดือน และ 9 เดือน ซึ่งค่อนข้างสอดคล้องกับผลการศึกษาสำหรับ Formation Period 3 เดือน

ตารางที่ 4 ส่วน ค (Formation Period 9 เดือน) แสดง RSI ในช่วงของ Formation Period 9 เดือน และผลตอบแทนเกินปกติในขนาดของกลุ่มหลักทรัพย์สำหรับ Holding Period 3 เดือน (9-3) 6 เดือน (9-6) 9 เดือน (9-9) และ 12 เดือน (9-12) โดยพบว่า ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser มีค่ามากกว่าศูนย์เฉพาะ Holding Period 3 เดือน แต่มีค่าน้อยกว่าศูนย์สำหรับ Holding Period 6 ถึง 12 เดือน กล่าวคือ ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติ (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser เท่ากับ 11.33% (50.73%) สำหรับ Holding Period 3 เดือน หรือเท่ากับ 0.34% (54.09%) สำหรับ Holding Period 6 เดือน หรือเท่ากับ -4.75% (53.89%) สำหรับ Holding Period 9 เดือน หรือเท่ากับ 0.56% (43.23%) สำหรับ Holding Period 12 เดือน ผลการศึกษาดังกล่าวแสดงว่า กลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติที่มีค่าเป็นบวกเฉพาะช่วง Holding Period 3 เดือน ในขณะที่กลยุทธ์แบบย้อนตลาด (Loser – Winner) สามารถสร้าง

ผลตอบแทนเกินปกติเป็นบวกได้เล็กน้อยเฉพาะช่วง Holding Period 9 เดือน

ตารางที่ 4 ส่วน ง (Formation Period 12 เดือน) แสดง RSI ในช่วงของ Formation Period 12 เดือน และผลตอบแทนเกินปกติในขนาดของกลุ่มหลักทรัพย์สำหรับ Holding Period 3 เดือน (12-3) 6 เดือน (12-6) 9 เดือน (12-9) และ 12 เดือน (12-12) โดยพบว่า ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser มีค่าน้อยกว่าศูนย์สำหรับ Holding Period 3 เดือน และ 6 เดือน แต่มีค่ามากกว่าศูนย์สำหรับ Holding Period 9 เดือน และ 12 เดือน กล่าวคือ ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติ (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser เท่ากับ 0.23% (49.41%) สำหรับ Holding Period 3 เดือน หรือเท่ากับ 5.01% (35.80%) สำหรับ Holding Period 6 เดือน หรือเท่ากับ 0.47% (36.31%) สำหรับ Holding Period 9 เดือน หรือเท่ากับ -0.17% (36.06%) สำหรับ Holding Period 12 เดือน ผลการศึกษาดังกล่าวแสดงว่า กลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติที่มีค่าเป็นบวกเล็กน้อยเฉพาะช่วง Holding Period 6 เดือน

ผลการศึกษาโดยรวมอาจสรุปได้ว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยใช้ RSI ในการจัดกลุ่มหลักทรัพย์เหมาะสมสำหรับ Formation Period และ Holding Period สั้น เช่น 3 เดือน หรือ 6 เดือน ซึ่งสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ในระดับสูง (ประมาณ 18-25%) ในขณะที่กลยุทธ์แบบย้อนตลาดโดยใช้ RSI ในการจัดกลุ่มหลักทรัพย์อาจเหมาะสมสำหรับ Formation Period และ Holding Period 9 เดือน ซึ่งสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้เล็กน้อย (ประมาณ 5%) อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนจากกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI สูงกว่ากลยุทธ์แบบย้อนตลาดโดยอาศัย RSI เป็นอย่างมาก ดังนั้น กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI จึงเหมาะสมสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI สูงกว่ากลยุทธ์แบบย้อนตลาดโดยอาศัย RSI เป็นอย่างมาก และผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI จะสูงมากเมื่อ Formation Period สั้น ดังนั้น ในการศึกษาว่าผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI ขึ้นอยู่กับสถานะตลาด (ตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง) หรือไม่นั้น งานวิจัยนี้จึงแสดงผลการศึกษาในส่วนนี้

เฉพาะ Formation Period 3 เดือน เท่านั้น โดยตารางที่ 5 แสดงผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตสำหรับ Holding Period 3 เดือน (3-3) 6 เดือน (3-6) 9 เดือน (3-9) และ 12 เดือน (3-12) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดกลุ่มตาม RSI ในช่วง Formation Period 3 เดือน สำหรับตลาดขาขึ้น (Bull Market) และตารางที่ 6 แสดงผลดังกล่าวสำหรับ ตลาดขาลง (Bear Market)

ผลการศึกษาจากตารางที่ 5 และตารางที่ 6 (ทำยบบทความ) บ่งบอกว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติในระดับสูงในช่วงตลาดขาขึ้นไม่ว่า Holding Period จะยาวหรือสั้น และในช่วงตลาดขาลงเฉพาะ Holding Period สั้น เช่น 3 เดือน และ 6 เดือน ในขณะที่กลยุทธ์แบบย้อนตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติเล็กน้อยเท่านั้นในช่วงตลาดขาลง สำหรับ Holding Period ยาว เช่น 12 เดือน กล่าวคือ สำหรับตลาดขาขึ้น (ตารางที่ 5 ทำยบบทความ) ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติ (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser เท่ากับ 21.92% (32.51%) สำหรับ Holding Period 3 เดือน หรือเท่ากับ 22.77% (29.50%) สำหรับ Holding Period 6 เดือน หรือเท่ากับ 19.06% (29.60%) สำหรับ Holding Period 9 เดือน หรือเท่ากับ 12.95% (31.21%) สำหรับ Holding Period 12 เดือน และสำหรับตลาดขาลง (ตารางที่ 6 ทำยบบทความ) ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติ (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Winner – Loser เท่ากับ 18.10% (35.24%) สำหรับ Holding Period 3 เดือน หรือเท่ากับ 4.94% (25.78%) สำหรับ Holding Period 6 เดือน หรือเท่ากับ 1.05% (14.70%) สำหรับ Holding Period 9 เดือน หรือเท่ากับ -1.33% (19.56%) สำหรับ Holding Period 12 เดือน

โดยสรุป สำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI สามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่ากลยุทธ์แบบย้อนตลาดโดยอาศัย RSI เมื่อ Formation Period และ Holding Period ไม่เกิน 6 เดือน และกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI เหมาะสำหรับช่วงตลาดขาขึ้นมากกว่าช่วงตลาดขาลง นอกจากนี้ กลยุทธ์แบบย้อนตลาดโดยอาศัย RSI ไม่เหมาะสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยเท่าไรนัก เพราะ

ผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบย้อนตลาดโดยอาศัย RSI ก่อนข้างต่ำ แม้ว่าจะเป็นช่วงตลาดขาลงก็ตาม

ตารางที่ 7 (ทำยบบทความ) เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติและค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลยุทธ์ Winner – Loser ซึ่งจัดกลุ่มโดยผลตอบแทนในอดีตและ RSI รวมทั้งค่า Coefficient of Variation (CV) ซึ่งคำนวณจากการหารค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานด้วยผลตอบแทนเกินปกติของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ โดยค่า CV บ่งบอกถึงความเสี่ยงต่อผลตอบแทนของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์

จากตารางที่ 7 พบว่า ถึงแม้ว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI แต่ CV ของกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI ต่ำกว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีต ซึ่งบ่งบอกว่าความเสี่ยงต่อผลตอบแทนต่ำกว่า นอกจากนี้ สำหรับช่วงตลาดขาขึ้น กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตก็ยังสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI ในขณะที่ CV ของกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI ต่ำกว่าเฉพาะช่วง Holding Period 6 และ 9 เดือน

นอกจากนี้ หากเปรียบเทียบผลตอบแทนเกินปกติและ CV จากกลยุทธ์ตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีต ในกรณีตลอดช่วงเวลาที่ศึกษาและกรณีตลาดขาขึ้น พบว่า ในช่วงตลาดขาขึ้น กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตสร้างผลตอบแทนเกินปกติที่สูงกว่าและมีค่า CV ต่ำกว่า แสดงว่า กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตเหมาะสมอย่างมากสำหรับช่วงตลาดขาขึ้น และหากเปรียบเทียบผลตอบแทนเกินปกติและ CV จากกลยุทธ์ตามตลาดโดยอาศัย RSI ในกรณีตลอดช่วงเวลาที่ศึกษาและกรณีตลาดขาขึ้น พบว่า ในช่วงตลาดขาขึ้น กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI สร้างผลตอบแทนเกินปกติที่สูงกว่าและมีค่า CV ต่ำกว่า แสดงว่า กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI เหมาะอย่างมากสำหรับช่วงตลาดขาขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับกลยุทธ์ตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีต กล่าวโดยสรุป นักลงทุนสามารถใช้กลยุทธ์แบบตามตลาด ไม่ว่าจะอาศัยผลตอบแทนในอดีตหรือ RSI ในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนได้

บทสรุป

งานวิจัยนี้ผสมผสานการใช้ RSI ร่วมกับกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาดและแบบย้อนตลาดสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย เพื่อแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า 1) เมื่อใช้ผลตอบแทนสะสมในอดีตของหลักทรัพย์ในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ กลยุทธ์แบบใด (กลยุทธ์แบบตามตลาดและกลยุทธ์แบบย้อนตลาด) สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่า 2) ผลการศึกษาดังกล่าวขึ้นอยู่กับสถานะตลาด (ตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง) หรือไม่ 3) เมื่อใช้ RSI ควบคู่กับกลยุทธ์แบบตามตลาดและกลยุทธ์แบบย้อนตลาด กลยุทธ์แบบใดสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่า และ 4) ผลการศึกษาดังกล่าวขึ้นอยู่กับสถานะตลาดหรือไม่

ผลการศึกษาสำหรับกลยุทธ์แบบตามตลาดและแบบย้อนตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตบ่งบอกว่าสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย กลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่ากลยุทธ์แบบย้อนตลาด เมื่อ Formation Period และ Holding Period ไม่เกิน 6 เดือน และกลยุทธ์แบบตามตลาดเหมาะสำหรับช่วงตลาดขาขึ้นมากกว่าช่วงตลาดขาลง นอกจากนี้ กลยุทธ์แบบย้อนตลาดไม่เหมาะสำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยเท่าไรนัก เพราะผลตอบแทนของกลยุทธ์แบบย้อนตลาดค่อนข้างต่ำ แม้ว่าจะเป็นช่วงตลาดขาลงก็ตาม นอกจากนี้ ผลการศึกษาสำหรับกลยุทธ์แบบตามตลาดและแบบย้อนตลาดโดยอาศัย RSI สอดคล้องกับผลการศึกษาสำหรับกลยุทธ์แบบตามตลาดและแบบย้อนตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีต

การเปรียบเทียบผลการศึกษากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตและ RSI พบว่าถึงแม้ว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนใน

อดีตสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI แต่ CV ของกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI ต่ำกว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีต ซึ่งบ่งบอกถึงความเสี่ยงต่อผลตอบแทนต่ำกว่า นอกจากนี้ สำหรับช่วงตลาดขาขึ้น กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตยังสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่ากลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI ในขณะที่ CV ของกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI ต่ำกว่าเฉพาะช่วง Holding Period 6 และ 9 เดือน นอกจากนี้ ในช่วงตลาดขาขึ้น ทั้งกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีตและกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI สร้างผลตอบแทนเกินปกติที่สูงกว่าและมีค่า CV ต่ำกว่าในช่วงตลาดขาลง แสดงว่า กลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัยผลตอบแทนในอดีต และกลยุทธ์แบบตามตลาดโดยอาศัย RSI เหมาะอย่างมากสำหรับช่วงตลาดขาขึ้น ดังนั้น นักลงทุนสามารถใช้กลยุทธ์แบบตามตลาด ไม่ว่าจะอาศัยผลตอบแทนในอดีตหรือ RSI ในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนได้

งานวิจัยนี้นำเสนอหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลตอบแทนการลงทุนตามกลยุทธ์แบบตามตลาดและแบบย้อนตลาด โดยใช้ทั้งผลตอบแทนสะสมในอดีตและดัชนีความแข็งของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งหลักฐานดังกล่าวเพิ่มความเข้าใจเกี่ยวกับปรากฏการณ์ความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้งานวิจัยนี้ยังเป็นประโยชน์โดยตรงต่อนักลงทุน ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนรายย่อยหรือนักลงทุนสถาบัน เนื่องจากงานวิจัยนี้เสนอแนะกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งช่วงตลาดขาขึ้นหรือตลาดขาลง

บรรณานุกรม

ชัยวัฒน์ ภัทจารีสกุล. (2556). *ดัชนีวัดความแข็งของตลาดกับกลยุทธ์แบบโมเมนตัมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การค้นคว้าอิสระหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน) คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

Ahmad, Z. & Hussain, S. (2001). KLSE Long Run Overreaction and the Chinese New Year Effect.

Journal of Business Finance & Accounting, 28(1), 63-105.

Alonso, A. & Rubio, G. (1990). Overreaction in the Spanish Equity Market. *Journal of Banking and Finance*, 14(2&3), 469-481.

Balsara, N., Chen, J. & Zheng, L. (2008). Profiting from a Contrarian Application of Technical

- Trading Rules in the US Stock Market. *Journal of Asset Management*, 10(2), 97-123.
- Brock, W., Lakonishok, J. & Lebaron, B. (1992). Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns. *Journal of Finance*, 47, 1731-1764.
- Chang R. P., McLeavey, D. W. & Rhee, S. G. (1995). Short-Term Abnormal Returns of the Contrarian Strategy in the Japanese Stock Market. *Journal of Business Finance and Accounting*, 22(7), 1035-1048.
- Cheung, Y. W. & Wong, C. Y. P. (2000). A Survey of Market Practitioners' Views on Exchange Rate Dynamics. *Journal of International Economics*, 51, 401-419.
- Chong, T. & Ng, W. (2008). Technical Analysis and the London Stock Exchange: Testing the MACD and RSI Rules Using the FT30. *Applied Economics Letters*, 15(14), 1111-1114.
- Conrad, J. S., Gultekin, M. & Kaul, G. (1997). Profitability of Short-term Contrarian Strategies: Implications for Market Efficiency. *Journal of Business and Economic Statistics*, 15, 379-86
- Conrad, J. & Kaul, G. (1998). An Anatomy of Trading Strategies. *Review of Financial Studies*, 11(3), 489-519.
- Da Costa, N. (1994). Overreaction in the Brazilian Stock Market. *Journal of Banking and Finance*, 18(4), 633-642.
- De Bondt, W. F. M. & Thaler, R. H. (1985). Does the Stock Market Overreact?. *Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- De Bondt, W. F. M. & Thaler, R. H. (1987). Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. *Journal of Finance*, 42(3), 557-581.
- Forner, C. & Marhuenda, J. (2003). Contrarian and Momentum Strategies in the Spanish Stock Market. *European Financial Management*, 9, 67-88.
- Griffin, J. M., Ji, X. & Martin, J. S. (2003). Momentum Investing and Business Cycle Risk: Evidence from Pole to Pole. *Journal of Finance*, 58(6), 2515-2547.
- Hart, J., Slagter, E. & Dijk, D. (2003). Stock Selection Strategies in Emerging Markets. *Journal of Empirical Finance*, 10(1&2), 105-132.
- Jegadeesh, N. & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
- Kamtip, P. (2010). *Volume-enhanced Contrarian Strategy in the Stock Exchange of Thailand*. Thesis, Master of Science in Finance, Chulalongkorn University.
- Kang, J., Liu, M. & Ni, S. X. (2002). Contrarian and Momentum Strategies in the China Stock Market: 1993-2000. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(3), 243-265.
- Menkhoff, L. & Taylor, M. P. (2007). The Obstinate Passion of Foreign Exchange Professionals: Technical Analysis. *Journal of Economic Literature*, 45(4), 936-972.
- Lesmond, D. A., Schill, M. J. & Zhou, C. (2004). The Illusory Nature of Momentum Profits. *Journal of Financial Economics*, 71, 349-80
- Oberlechner, T. (2001). Importance of Technical and Fundamental Analysis in the European Exchange Market. *International Journal of Finance and Economics*, 6(1), 81-93.
- Pravittanon, P. (2012). *The 52-Week High Momentum Investing Strategy: Evidence on SET*. Independent Study, Master of Science in Finance, Thammasat University.
- Rouwenhorst, K. G. (1998). International Momentum Strategies. *Journal of Finance*, 53(1), 267-284.

- Schiereck, D, De Bondt, W. & Weber, M. (1999). Contrarian and Momentum Strategies in Germany. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 104-116.
- Taviorakiat, C. (2012). *The Evidence of the Residual Momentum Strategy in the Thai Stock Market*. Capital Market Research Institute (CMRI) Working Paper, The Stock Exchange of Thailand.
- Taylor, M. P. & Allen, H. (1992). The Use of Technical Analysis in the Foreign Exchange Market. *Journal of International Money and Finance*, 11, 304-314.
- Wachirapansathit, P. (2013). *Black-Litterman Model with 52 Week High Momentum Strategy: Evidence on SET*. Independent Study, Master of Science in Finance, Thammasat University.
- Wilder, J. W. (1978). *New Concepts in Technical Trading Systems*. Greensboro, NC: Trend Research.
- Wong, W. K., Manzur, M. & Chew, B. K. (2003). How Rewarding Is Technical Analysis? Evidence from Singapore Stock Market. *Applied Financial Economics*, 13, 543-551.