

กลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ และกลยุทธ์ การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรม สำหรับการวางแผน การลงทุนเพื่อเกษียณอายุ

ASSET ALLOCATION AND INDUSTRY MOMENTUM STRATEGY FOR RETIREMENT PLANNING

นพรัตน์ ศรีศุภภักต์*

Nopparat Srisuppak*

อนุวัฒน์ ชลไพศาล**

Anuwat Cholpaisal**

เวทังค์ พ่วงทรัพย์***

Wetang Phuangsup***

* นักศึกษาปริญญาเอก คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

* Ph.D. Candidate, Faculty of Business Administration, Dhurakij Pundit University

* Email: nopparat.srisuppak@gmail.com

** อาจารย์ประจำ วิทยาลัยบริหารธุรกิจเชิงนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

** Lecturer, College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University

** Email: anuwat.cho@dpu.ac.th

*** ผู้เชี่ยวชาญคุณภาพการออมและการลงทุน สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง

*** Senior Expert on Saving and Investment, Fiscal Policy Office, Ministry of Finance

*** Email: wetang@mof.go.th

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนของกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ และทดสอบกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสำหรับการเพิ่มผลตอบแทนในการลงทุนเพื่อการเกษียณ สำหรับระยะเวลาการลงทุน 20 ปี และ 30 ปี และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนรายเดือน ตั้งแต่ 2 เท่า ถึง 5 เท่า สำหรับใช้ไปอีก 15 ปี หลังจากเกษียณอายุ โดยลงทุนในตราสารหนี้ และหุ้นสามัญผลการศึกษาพบว่า กลยุทธ์ที่ควรใช้สำหรับการลงทุนขึ้นอยู่กับระยะเวลาการลงทุน และผลตอบแทนที่ต้องการ โดยนักลงทุนที่มีระยะเวลาการลงทุนยาวกว่าจะมีแนวโน้มที่จะสามารถบรรลุผลตอบแทนที่ต้องการได้มากกว่า นักลงทุนที่มีผลตอบแทนที่ต้องการไม่สูงนักควรลงทุนในตราสารหนี้ในสัดส่วนที่สูงหากผลตอบแทนที่ต้องการสูงขึ้น ควรลงทุนในหุ้นสามัญด้วยสัดส่วนการลงทุนที่สูงขึ้นเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่ต้องการนอกจากนี้พบว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสามารถช่วยเพิ่มผลตอบแทน และลดความเสี่ยงสำหรับการลงทุนเพื่อการเกษียณได้

คำสำคัญ: การวางแผนการลงทุนเพื่อการเกษียณ กลยุทธ์การจัดสรรการลงทุน กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรม

Abstract

The purposes of this paper are to compare the performance of asset allocation strategies and to examine an industry momentum strategy for enhancing the returns of retirement planning based on 20 and 30 years of investment period and target return to investment ratio of 2 times to 5 times for 15 years after retirement by investing in bond and equity. The results indicate that the suitable investment strategy depends on a length of investment period and a target rate of return. The investors who have a longer investment period have more opportunity to archive the target. The investors with less of target rate of return should have a high weights assigned to bonds. The investors who have a higher target rate of return should invest in a larger proportion of equities to achieve the target. Moreover, the results show that industry momentum strategy provides a higher return and reduces risk for retirement planning.

Keywords: Retirement Planning, Asset Allocation, Industry Momentum Strategy

บทนำ

การวางแผนการลงทุนเพื่อการเกษียณเป็นสิ่งสำคัญสำหรับประเทศไทยซึ่งก้าวเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ (Aging Society) โดยในปีพ.ศ. 2557 มีสัดส่วนผู้สูงอายุคิดเป็นประมาณร้อยละ 15 ของจำนวนประชากรทั้งประเทศ (สำนักงานสถิติแห่งชาติ, 2557) และจากการสำรวจของธนาคารแห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2556 พบว่ามีประชากรเพียงร้อยละ 25 เท่านั้นที่มีการออมเงินเพื่อการเกษียณอายุและสามารถออมเงินได้ตามแผนที่วางไว้ ขณะที่ร้อยละ 34.3 มีการออมเงินเพื่อการเกษียณอายุ แต่ยังไม่สามารถทำได้ตามแผนที่วางไว้ ส่วนที่เหลือร้อยละ 40.7 ไม่ได้มีการวางแผนและไม่ได้ออมเงินเพื่อวัยเกษียณเลย นอกจากนี้ผู้ตอบมากกว่าครึ่งหนึ่งของผู้ที่ได้ออมเงินเพื่อการเกษียณระบุว่า การออมเพื่อการเกษียณอายุยังไม่เพียงพอ (ร้อยละ 21.3) และไม่แน่ใจว่ามีการออมเพียงพอหรือไม่ (ร้อยละ 39.3) (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2556)

จากข้อมูลข้างต้น จะเห็นได้ว่า ถึงแม้จะมีการวางแผนและออมเงิน แต่ไม่สามารถทำให้มีเงินเพียงพอสำหรับการเกษียณได้นักลงทุนจึงจำเป็นต้องมีการวางแผนเพื่อให้การลงทุนมีความเหมาะสมสำหรับแต่ละบุคคล สามารถบรรลุเป้าหมายที่ต้องการและมีเงินเพียงพอสำหรับการเกษียณอายุได้ โดยขั้นตอนการวางแผนการลงทุนเริ่มจากการพิจารณาเงื่อนไขการลงทุนของแต่ละบุคคลได้แก่ เงินลงทุน ระยะเวลาการลงทุน และเป้าหมายผลตอบแทนที่ต้องการ เป็นต้น ขั้นตอนต่อมาคือ การจัดพอร์ตการลงทุน (Portfolio Management) เพื่อให้สอดคล้องกับเงื่อนไขการลงทุนของแต่ละบุคคลในข้างต้น (สมาคมนักวางแผนการเงินไทย, 2557; Stendardi, Graham, & O'Reilly, 2006) ซึ่งสิ่งสำคัญในขั้นตอนนี้คือการจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ (Asset Allocation) ซึ่งนักลงทุนสามารถใช้กลยุทธ์การลงทุนที่หลากหลายเพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายที่นักลงทุนต้องการ โดยการจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์มีจุดเริ่มต้นมาจากการวิจัยของ Markowitz (1952) ที่ได้ทำการศึกษาโมเดลที่สามารถจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ ในสัดส่วนที่เหมาะสม และเกิดประสิทธิภาพสูงสุดหรือที่เรียกว่า กลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Investment Strategy) โดยดูจากความเสี่ยง ผลตอบแทน และความสัมพันธ์ของทุกๆ หลักทรัพย์ในพอร์ตโฟลิโอซึ่งเป็นทฤษฎีการบริหารการลงทุนสมัยใหม่ (Modern Portfolio Theory) ที่ได้รับการยอมรับและใช้ในการศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนอย่างแพร่หลายจนถึงปัจจุบัน (ฉัตรชัย สิริเทวัญกุล, 2555; Bianchi & Guidolin, 2014; Chai, Horneff, Maurer, & Mitchell, 2011; Hubener, Maurer, & Rogalla, 2013; Panyagometh, 2011, 2013)

อย่างไรก็ดีการปรับใช้กลยุทธ์การลงทุนนี้สำหรับนักลงทุนรายย่อยเป็นเรื่องยาก เนื่องจากนักลงทุนรายย่อยมักไม่มีความรู้ และทรัพยากรที่เพียงพอในการคำนวณกลุ่มหลักทรัพย์ที่เหมาะสมที่สุดในการลงทุน (Domian, Louton, & Racine, 2003; Jacobs, Muller, & Weber, 2014) จึงมีงานวิจัยศึกษากลยุทธ์การลงทุนที่ง่าย และเหมาะสำหรับนักลงทุนรายย่อย สามารถนำไปปรับใช้ และลงทุนได้ด้วยตนเอง ประกอบด้วย 3 กลยุทธ์หลัก ดังนี้ 1) กลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนในสัดส่วนเท่ากัน (Naïve Investment Strategy) 2) กลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ (Fixed Investment Strategy) และ 3) กลยุทธ์การลงทุนตามอายุ (Life Cycle Investment Strategy) โดยทำการศึกษาในลักษณะรายกลยุทธ์ (Basu & Drew, 2009; Chai et al., 2011; Collins & Lam, 2011; Dierkes, Erner, & Zeisberger, 2010; Domian et al., 2003; Ervin, Faulk, & Smolira, 2009; Panyagometh, 2011, 2013; Pfau, 2011; Spitzer, 2008; Stout, 2008) หรือเปรียบเทียบระหว่างกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนอย่างง่าย ทั้ง 3 กลยุทธ์ (Basu, Byrne, & Drew, 2011; Bianchi & Guidolin, 2014; Bridges, Gesumaria, & Leonesio, 2010; Gibson, 2013) และการนำกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุดมาศึกษาร่วมกับกลยุทธ์การลงทุนในสัดส่วนเท่ากัน และกลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ (Jacobs et al., 2014; Reddy, Higgins, Wist, & Garimort, 2013) แต่ยังไม่มีการวิจัยใดทำการเปรียบเทียบกลยุทธ์ทั้งหมดนี้พร้อมกันมาก่อน งานวิจัยนี้จึงต้องการศึกษาการลงทุนต่างๆ ด้วยการเปรียบเทียบการลงทุนระหว่าง กลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุด กลยุทธ์การลงทุนในสัดส่วนเท่ากัน กลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ และกลยุทธ์การลงทุนตามอายุของการลงทุนในพันธบัตรและหุ้นสามัญเพื่อการเกษียณ

ขั้นตอนการจัดพอร์ตการลงทุนขั้นต่อไปคือ การเลือกหลักทรัพย์ที่ต้องการลงทุนในสินทรัพย์แต่ละประเภทซึ่งให้ผลตอบแทน และมีความเสี่ยงที่แตกต่างกัน อย่างไรก็ตาม เป้าหมายของการลงทุนคือ เพื่อให้ได้ผลตอบแทนตามที่ต้องการ ดังนั้นหุ้นสามัญจึงมักเป็นสินทรัพย์ชนิดหนึ่งที่ถูกจัดสรรเงินมาลงทุน เนื่องจากในระยะยาวหุ้นสามัญเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงช่วยให้ต้นทุนสามารถบรรลุเป้าหมายที่กำหนดไว้ได้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558; Dierkes et al., 2010; Shiller, 2005) อย่างไรก็ตาม การลงทุนในหุ้นสามัญมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์หรือผลตอบแทนสูง ดังนั้นผู้วิจัยจึงนำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม (Momentum Strategy) ซึ่งเป็นกลยุทธ์ในการเลือกหลักทรัพย์ที่ควรลงทุนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์และมีการวิจัยพบว่ากลยุทธ์นี้สามารถให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นได้ (Jegadeesh & Titman, 1993, 2001, 2011) อย่างไรก็ตาม โมเมนตัมสามารถเกิดขึ้นได้กับทุกหลักทรัพย์ทั้งในลักษณะหุ้นรายตัว การจัดกลุ่มหุ้นสามัญด้วยขนาดและมูลค่า (Size and Value) และจัดกลุ่มตามอุตสาหกรรม (Industry) รวมถึงตลาดหุ้นรวมทั้งหมดในระดับประเทศ (Country) หรือภูมิภาค (Region) ซึ่งงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า เมื่อเวลาผ่านไป การลงทุนตามขนาดและมูลค่า ดูเหมือนจะไม่มีผลสำคัญเท่ากับการลงทุนตามอุตสาหกรรมและภูมิภาค โดยที่การลงทุนตามอุตสาหกรรมจะเริ่มมีความสำคัญมากยิ่งขึ้น ในขณะที่การลงทุนตามภูมิภาคมีอิทธิพลลดลง (Van Dijk & Keijzer, 2004) และโมเมนตัมจะถูกขับเคลื่อนโดยอุตสาหกรรมมากกว่าโดยปัจจัยพื้นฐานของหุ้นและโมเมนตัมของหุ้นรายตัว (Moskowitz & Grinblatt, 1999) รวมถึงโมเมนตัม ของตลาดโดยรวมทั้งหมดด้วย (Shynkevich, 2013) จากที่ได้กล่าวข้างต้นผู้วิจัยจึงสนใจนำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมเข้ามศึกษาเพิ่มเติมเพื่อให้ขั้นตอนการจัดพอร์ตการลงทุนครบถ้วน และเพิ่มผลตอบแทนจากการลงทุนโดยต่อยอดงานวิจัยที่ผ่านมาที่ได้ทำการศึกษากลยุทธ์นี้กับโมเดลการลงทุนที่ดีที่สุด (Optimization Models) (Behr, Guettler, & Truebenbach, 2012) ด้วยการนำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมนี้มาศึกษาร่วมกับกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนทั้ง 4 กลยุทธ์ คือกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุด กลยุทธ์การลงทุนในสัดส่วนเท่ากัน กลยุทธ์การลงทุนตามอายุ และกลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่สำหรับการลงทุนเพื่อการเกษียณ

ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงต้องการศึกษาว่า กลยุทธ์โมเมนตัมอุตสาหกรรมจะสามารถช่วยเพิ่มผลตอบแทนสำหรับการลงทุนเพื่อการเกษียณได้หรือไม่ รวมถึงศึกษาและเปรียบเทียบกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์เพื่อให้ได้คำตอบว่ากลยุทธ์ใดให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุด หลังการนำกลยุทธ์โมเมนตัมอุตสาหกรรมมาใช้ในการลงทุน เพื่อเพิ่มโอกาสที่เงินออมสำหรับการเกษียณจะเป็นไปตามเป้าหมายที่กำหนดไว้

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อทดสอบกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสำหรับการเพิ่มผลตอบแทนสำหรับการลงทุนเพื่อการเกษียณ
2. เพื่อศึกษากลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุดสำหรับการลงทุนเพื่อการเกษียณหลังจากการนำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมมาใช้ในการลงทุนในหุ้นสามัญ

แนวคิดและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การวางแผนการลงทุนคือการคิดหาวิธี หรือกระบวนการในการลงทุน เพื่อให้ได้มาซึ่งเป้าหมายผลตอบแทนที่ต้องการ ด้วยวิธีการที่ดีและเหมาะสมที่สุด โดยขั้นตอนในการวางแผนการลงทุนประกอบด้วย 3 ส่วนหลัก คือ เงื่อนไขในการลงทุนของแต่ละบุคคล การจัดพอร์ตการลงทุน (Portfolio Management) และการประเมินผลการลงทุน (สมาคมนักวางแผนการเงินไทย, 2557; Stendardi, Graham, & O'Reilly, 2006)

1. เงื่อนไขในการลงทุนของแต่ละบุคคลซึ่งเป็นปัจจัยเริ่มต้นก่อนที่จะเข้าสู่ขั้นตอนการจัดพอร์ตการลงทุน คือ 1) เงินลงทุนเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ควรพิจารณาสำหรับการจัดการการลงทุน 2) ระยะเวลาในการลงทุน คือช่วงเวลาสำหรับการลงทุน ตั้งแต่เริ่มต้นจนถึงเวลาที่ต้องการนำเงินลงทุน และผลตอบแทนไปใช้เมื่อครบกำหนดระยะเวลาการลงทุนเป็นปัจจัยสำคัญที่ก่อให้เกิดการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง

สูงมากยิ่งขึ้น เช่น หุ้นสามัญ ออปชั่น และกองทุนรวม (Veld-Merkoulova, 2011) และ 3) ผลตอบแทนที่ต้องการคือ จำนวนเงินที่นักลงทุนต้องการจะได้รับเมื่อครบกำหนดระยะเวลาลงทุน สำหรับการลงทุนเพื่อการเกษียณ ผลตอบแทนที่ต้องการคือ จำนวนเงินที่นักลงทุนต้องการก่อนเกษียณอายุ ผลตอบแทนที่ต้องการของนักลงทุนแต่ละรายมีความแตกต่างกันไปตามการประเมินค่าใช้จ่ายในการดำรงชีวิตหลังเกษียณ

2. การจัดพอร์ตการลงทุนเป็นขั้นตอนการจัดการการลงทุน ทั้งในส่วนสินทรัพย์ที่จะลงทุน กลยุทธ์การลงทุน และหลักทรัพย์ที่ต้องการลงทุน เพื่อให้ได้มาซึ่งผลตอบแทนที่ต้องการตามขั้นตอนการจัดพอร์ตการลงทุนของ Brinson, Hood, and Beebower (1995) และ Gibson (2013) ดังนี้

2.1 การเลือกประเภทของสินทรัพย์ที่จะลงทุน และการจัดสรรสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์แต่ละประเภท (Asset Allocation) ให้มีความเหมาะสมกับผลตอบแทนที่ต้องการ เนื่องจาก Stout (2008) พบว่านักลงทุนที่ลงทุนเพื่อการเกษียณมักลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ ซึ่งให้ผลตอบแทนต่ำจึงส่งผลให้มีเงินไม่เพียงพอต่อการใช้จ่ายในยามเกษียณ ในทางตรงกันข้ามหากลงทุนในสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูง อาจประสบปัญหาการขาดทุนจากสภาวะเศรษฐกิจที่มีความผันผวน หรือเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน แต่หากพอร์ตการลงทุนมีการกระจายความเสี่ยงที่ดี นักลงทุนย่อมไม่ได้รับผลขาดทุนที่สูงเนื่องจากได้ส่วนชดเชยจากการลงทุนในพันธบัตรที่ยังคงให้ผลตอบแทนที่ดีในช่วงเวลานั้น (Gibson, 2013) ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงเลือกพอร์ตการลงทุนแบบผสม โดยกำหนดให้หุ้นสามัญเป็นตัวแทนของสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง และตราสารหนี้เป็นตัวแทนของสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ (Bikker, Broeders, Hollanders, & Ponds, 2012) สำหรับการจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ซึ่งได้รับการยอมรับมาเป็นเวลานานว่าเป็นเครื่องมือที่ดีที่สุดที่ช่วยสร้างผลตอบแทน (Reddy et al., 2013) นอกจากนี้ Schleef and Eisinger (2007) ยังกล่าวว่าผลตอบแทนจากพอร์ตโฟลิโอ โดยส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ ซึ่งนอกจากจะเป็นการช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุนแล้วยังช่วยเพิ่มผลตอบแทนจากการลงทุนได้อีกด้วย (Maginn, Tuttle, McLeavey, & Pinto, 2007) งานวิจัยนี้จึงศึกษาการจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ รวมทั้งสิ้น 4 กลยุทธ์ ดังนี้

2.1.1 กลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Investment Strategy) ของ Markowitz (1952) ซึ่งเป็นจุดเริ่มต้นของการจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์โดยพิจารณาจาก ความผันผวน (Volatility) ผลตอบแทน (Return) และผลกระทบของการกระจายการลงทุน (Diversification Effect) ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่ถูกนำมาใช้ในการลงทุนอย่างแพร่หลาย (Tu & Zhou, 2011) และใช้ในการศึกษาเกี่ยวกับการลงทุนหรือนำมาประยุกต์ศึกษาร่วมกับกลยุทธ์การลงทุนอื่น ทั้งการลงทุนในระยะสั้นและระยะยาว (Behr et al., 2012; DeMiguel, Garlappi, & Uppal, 2009; Duchin & Levy, 2009) รวมถึงนำมาประยุกต์ใช้กับการลงทุนเพื่อการเกษียณ ดังเช่นงานวิจัยของ Chai et al. (2011) ได้ทำการศึกษาเพื่อหาลัดสรรการลงทุนที่เหมาะสมที่สุด โดยลงทุนในพันธบัตร หุ้นสามัญ กรมธรรม์บำนาญ และเงินฝาก สำหรับการลงทุนเพื่อการเกษียณ และ Hubener et al. (2013) ได้ศึกษาลัดสรรการลงทุนใน หุ้นสามัญ พันธบัตร กรมธรรม์บำนาญ และประกันชีวิตที่เหมาะสมที่สุดสำหรับการเกษียณของชีวิตคู่ (Retired Couple) นอกจากนี้ยังมีงานวิจัย (ฉัตรชัย สิริเทวัญกุล, 2555; Panyagometh, 2011, 2013) ที่นำกลยุทธ์นี้มาศึกษาการลงทุนเพื่อการเกษียณในประเทศไทยด้วยเช่นกัน

2.1.2 กลยุทธ์การลงทุนอย่างง่าย (Simple Investment Strategy) คือ กลยุทธ์การลงทุนที่นักลงทุนรายย่อย สามารถคำนวณเพื่อหาลัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ ได้ด้วยตนเองโดยไม่ต้องอาศัยโปรแกรม หรือเครื่องมือที่มีความซับซ้อนในการคำนวณ และไม่จำเป็นต้องมีความรู้ทางการเงินมากนัก ประกอบด้วย 3 กลยุทธ์หลัก ดังนี้ 1) กลยุทธ์การลงทุนในสัดส่วนเท่ากัน (Naïve Investment Strategy) มีต้นแบบการลงทุนมาจาก Simonson (1990) โดยผู้ที่ทำการศึกษาการลงทุนด้วยกลยุทธ์นี้คือ Read and Loewenstein (1995) กลยุทธ์การลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ ในสัดส่วนเท่ากันเป็นวิธีการลงทุนและการกระจายความเสี่ยงแบบง่ายที่นักลงทุนรายย่อยสามารถกำหนดลัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ได้ด้วยตนเอง โดยนำเงินที่ต้องการลงทุนเฉลี่ยด้วยจำนวนสินทรัพย์ทั้งหมดที่ต้องการลงทุน 2) กลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ (Fixed Allocation Strategy) คือ การลงทุนในสินทรัพย์ด้วยสัดส่วนที่กำหนดตลอด

ระยะเวลาการลงทุน ซึ่งมีงานวิจัยหลายชิ้น (ฉัตรชัย สิริเทวัญกุล, 2555; Liu, Chang, Jong, & Robinson, 2011; Schleef & Eisinger, 2007) ได้ศึกษาการลงทุนด้วยกลยุทธ์นี้ และ 3) กลยุทธ์การลงทุนตามอายุ (Life Cycle Investment Strategy) คือกลยุทธ์การจัดสัดส่วนการลงทุนให้เหมาะสมกับช่วงอายุของผู้ลงทุน โดยมีแนวความคิดว่าการลงทุนเพื่อเกษียณอายุเป็นการลงทุนระยะยาว สัดส่วนการลงทุนที่เหมาะสมตั้งแต่เริ่มการลงทุนอาจไม่เหมาะสมเมื่อระยะเวลาการลงทุนสั้นลงโดยเฉพาะการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง จึงปรับสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงลดลง และปรับเพิ่มการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ เมื่ออายุของผู้ลงทุนมากขึ้น กลยุทธ์การลงทุนตามอายุจึงเป็นกลยุทธ์การลงทุนที่ปรับสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ความเสี่ยงสูงในทิศทางตรงกันข้ามกับอายุตนเอง (Bikker et al., 2012)

2.2 การเลือกหลักทรัพย์ในสินทรัพย์แต่ละประเภท (Security Selection) โดยกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรม (Industry Momentum Strategy) เนื่องจากการลงทุนในหุ้นสามัญมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ หรือผลตอบแทนสูงและกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม (Momentum Strategy) เป็นกลยุทธ์ที่เลือกหลักทรัพย์ที่ควรลงทุน จากการเปลี่ยนแปลงของราคา หรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์จึงสอดคล้องกับลักษณะของหุ้นสามัญ ซึ่งกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม เป็นหนึ่งในการลงทุนด้วยการใช้เทคนิคที่ได้รับความนิยมสำหรับผู้ซื้อขายหลักทรัพย์ทางการเงิน และเป็นกลยุทธ์ที่สามารถสร้างกำไรในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของหลายประเทศทั่วโลก (Jegadeesh & Titman, 2011) กลยุทธ์นี้สามารถเรียกอีกชื่อหนึ่งว่า กลยุทธ์การลงทุนตามตลาดเนื่องจากวิธีการลงทุนนี้จะเข้าซื้อ และขายหุ้นสามัญตามสภาวะตลาด หรือหุ้นสามัญ โดยดูจากดัชนีบ่งชี้ (Indicator) ซึ่งหากดัชนีบ่งชี้ที่ใช้คือราคา หรือผลตอบแทนในปัจจุบันมีค่าสูงกว่าราคา หรือผลตอบแทนในอดีต ถือว่าเป็นช่วงตลาดขาขึ้นจะทำการซื้อหุ้นสามัญ หากราคา หรือผลตอบแทนในปัจจุบันต่ำกว่าราคา หรือผลตอบแทนในอดีต ถือว่าเป็นช่วงตลาดขาลง จะทำการขายหุ้นสามัญ (Elias, Azmi, & Kamil, 2014; Shynkevich, 2013) ซึ่งพบว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมนี้ สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นได้ (Jegadeesh & Titman, 1993, 2001, 2011)

งานวิจัยที่ผ่านมาได้มีการศึกษาการลงทุนแบบโมเมนตัมทั้งในลักษณะหุ้นรายตัว การจัดกลุ่มหุ้นสามัญด้วยปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น ขนาดและมูลค่า (Size and Value) และจัดกลุ่มตามอุตสาหกรรม (Industry) รวมถึง ตลาดหุ้นรวมทั้งหมดในระดับประเทศหรือภูมิภาค โดย Jegadeesh and Titman (1993) พบว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสามารถให้ผลตอบแทนมากกว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในลักษณะอื่น นอกจากนี้ Moskowitz and Grinblatt (1999) ยังพบว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมให้ผลกำไรที่น้อยลงเมื่อควบคุมโมเมนตัมของอุตสาหกรรม และกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสามารถให้ผลตอบแทนที่ดี ถึงแม้จะควบคุมโมเมนตัมของ ขนาด อัตราส่วนราคาทางบัญชีต่อราคาตลาด และหุ้นรายตัว ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานวิจัยหลายชิ้น อาทิงานวิจัยของ Fong and Yong (2005) ที่พบว่าการใช้ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่เป็นเกณฑ์การซื้อขายพอร์ตโฟลิโอของ 30 หุ้นในอุตสาหกรรมอินเทอร์เน็ต สามารถให้ผลตอบแทนที่มากกว่าการซื้อขายหุ้นรายตัว งานวิจัยของ Elias et al. (2014) ที่พบว่า การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสามารถให้ผลตอบแทนที่ดีกว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมของหุ้นรายตัว สำหรับการลงทุนในหุ้นสามัญของประเทศมาเลเซีย งานวิจัยของ Su (2011) ที่พบว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสามารถให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนแบบโมเมนตัมของหุ้นรายตัวสำหรับการลงทุนในประเทศจีน และงานวิจัยของ Vardharaj and Fabozzi (2007) ที่พบว่า กว่า 3 ใน 4 ของผลตอบแทนทั้งหมดได้มาจากการกระจายการลงทุนในหุ้นสามัญตามอุตสาหกรรม และขนาดและมูลค่า อย่างไรก็ตามในระยะเวลา การลงทุนตามขนาดและมูลค่าดูเหมือนจะไม่มีผลสำคัญเท่ากับการลงทุนตามอุตสาหกรรมและภูมิภาคโดยที่การลงทุนตามอุตสาหกรรมจะเริ่มมีความสำคัญมากยิ่งขึ้น ในขณะที่การลงทุนตามภูมิภาคมีอิทธิพลลดลง โดยผลกระทบจากอุตสาหกรรมมีความสำคัญมากกว่าระดับภูมิภาคถึง 2 เท่า และมากกว่าปัจจัยพื้นฐานของบริษัทกว่า 6 เท่า (Van Dijk & Keijzer, 2004)

3. การประเมินผลการลงทุน คือการวัดผลจากการลงทุนด้วยกลยุทธ์ หรือวิธีการลงทุนที่นักลงทุนได้นำมาใช้ โดยสามารถวัดผลจากการลงทุนได้หลายวิธี ดังนี้

3.1 ผลตอบแทน (Return) จะขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ เช่นหากลงทุนในเงินฝาก ผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้คืออัตราดอกเบี้ย หากลงทุนในตราสารหนี้ เช่น พันธบัตร หรือหุ้นกู้ ผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับคือ ดอกเบี้ย หากถือครองตราสารหนี้จนครบกำหนด หรือได้รับจากส่วนต่างของราคาเมื่อขายก่อนตราสารหนี้ครบกำหนดเวลา หรือหากลงทุนในหุ้นสามัญ ผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับคือเงินปันผล หากหุ้นสามัญที่ลงทุนนั้นมีการจ่ายเงินปันผล และผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหุ้นสามัญ โดยปกติจะวัดผลการลงทุนในส่วนนี้จากมูลค่าผลตอบแทนที่ได้รับเมื่อครบกำหนดระยะเวลาลงทุน (Terminal Wealth) ดังเช่นงานวิจัยของ Basu et al. (2011) Chen and Estes (2007) Dubil (2005) Panyagometh (2013) และ Shiller (2005)

3.2 ความน่าจะเป็นที่ไม่ได้ผลตอบแทนตามที่คาดหวัง (Shortfall Probability) เป็นการวัดผลตอบแทนจากการลงทุน โดยใช้ผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการซึ่งถือว่าเป็นผลตอบแทนขั้นต่ำที่นักลงทุนควรได้รับมาเป็นเกณฑ์ สามารถคำนวณได้จากสัดส่วนของจำนวนครั้งที่ผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนสูงกว่าผลตอบแทนที่ต้องการ ต่อจำนวนทั้งหมดของการทดสอบการลงทุน ซึ่งเป็นวิธีการวัดผลการลงทุนที่ไม่เพียงแต่เปรียบเทียบผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนเท่านั้น แต่เป็นการเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนที่สามารถบรรลุ หรือเกินกว่าเป้าหมายที่ผู้ลงทุนต้องการ โดยไม่พิจารณาเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนที่ต่ำกว่าผลตอบแทนที่ต้องการ ซึ่งเป็นการวัดผลการลงทุนที่งานวิจัยหลายชิ้นนำมาใช้ในการประเมินผลการลงทุน (นัตรชัย สิริเทวัญกุล, 2555; Basu et al., 2011; Chen & Estes, 2007; Collins & Lam, 2011; Dubil, 2005; Panyagometh, 2013; Spitzer, 2008)

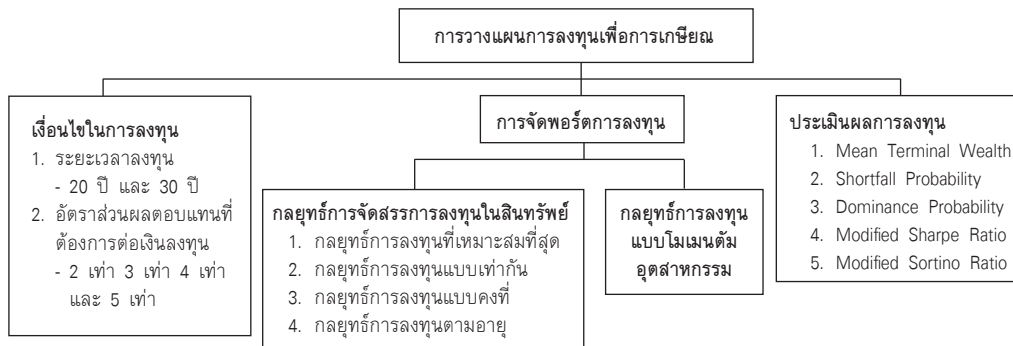
3.3 ความน่าจะเป็นที่ผลตอบแทนของการลงทุนด้วยกลยุทธ์หนึ่งสูงกว่าการลงทุนอีกกลยุทธ์หนึ่ง (Dominance Probability) เป็นการเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนระหว่างกลยุทธ์การลงทุนที่แตกต่างกัน โดยคำนวณจากจำนวนครั้งที่ผลตอบแทนจากการลงทุนด้วยกลยุทธ์หนึ่ง สูงกว่าอีกกลยุทธ์หนึ่ง จากจำนวนครั้งที่ทั้งหมดในการทดสอบการลงทุน เช่นเดียวกันกับงานวิจัยของ Chen and Estes (2007, 2010) และ Panyagometh (2013)

3.4 อัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยง (Modified Sharpe Ratio) เป็นการวัดผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงที่พัฒนามาจาก Sharpe Ratio โดยนำผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงมาเป็นผลตอบแทนขั้นต่ำที่นักลงทุนควรได้รับ (Chen & Estes, 2007, 2010; Panyagometh, 2013) ซึ่งสำหรับการลงทุนเพื่อเกษียณอายุนั้น ผลตอบแทนขั้นต่ำที่นักลงทุนต้องการได้รับคือ เป้าหมายผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ ดังนั้นจึงทำให้เกิดอัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายที่ต้องการต่อความเสี่ยง ที่นำมูลค่าผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุน หักมูลค่าผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการหารด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่ Chen and Estes (2007, 2010) และ Panyagometh (2013) ใช้วัดผล เพื่อเปรียบเทียบการลงทุน

3.5 อัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงในทางลบ (Modified Sortino Ratio) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงเฉพาะในทางลบ โดยมีที่มาจาก Sortino Ratio ที่พัฒนามาจาก Sharpe Ratio ที่มีข้อเสียในการคำนวณผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงทั้งหมด คือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานทั้งจากทางบวก และทางลบมาคำนวณ ซึ่งไม่ใช่ตัวแทนที่ดีของความเสี่ยง เนื่องจากความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความผันผวนของผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง หมายถึงโอกาสที่นักลงทุนจะได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นย่อมเป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนยอมรับได้ Sortino Ratio จึงนำความเสี่ยงที่ได้จากการลงทุนเฉพาะในทางลบ (Downside Risk) คือเฉพาะในส่วนที่ผลตอบแทนต่ำกว่าผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงมาคำนวณ อัตราส่วนนี้ Sortino Ratio มาปรับด้วยการใช้ผลตอบแทนที่ต้องการเป็นผลตอบแทนขั้นต่ำที่ควรได้รับแทนผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง สำหรับการประเมินผลตอบแทนจากการลงทุนที่มีเป้าหมายการลงทุนที่ชัดเจน (Chen & Estes, 2007; Panyagometh, 2013) โดยอัตราส่วนนี้สามารถคำนวณได้จากมูลค่าผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุน หักมูลค่าผลตอบแทนที่นัก

ลงทุนต้องการ ทารด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉพาะในทางลบ ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่ งานวิจัยของ Chen and Estes (2007) Panyagometh (2013) และ Pfau (2012) ใช้ในการประเมินผลการลงทุน

จากแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนเพื่อการเกษียณ กลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ การกระจายการลงทุนในหุ้นสามัญ กลยุทธ์โมเมนตัมอุตสาหกรรม รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อนำมา ประยุกต์และกำหนดแนวคิดของการวิจัย ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 แนวคิดการวิจัย เรื่องกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ และกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรม สำหรับการวางแผนการลงทุนเพื่อการเกษียณ

วิธีการดำเนินการวิจัย

การศึกษาค้นคว้านี้เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยประชากรในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้คือ สินทรัพย์ทางการเงินในประเทศไทย ได้แก่ ดัชนีผลตอบแทนรวมตราสารหนี้ (Composite Bond Total Return Index) ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand Total Return Index: SET TRI) และดัชนีผลตอบแทนรวมกลุ่มอุตสาหกรรม (SET Industry Group Total Return Index) ทั้ง 8 อุตสาหกรรม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค ธุรกิจการเงิน สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ท่องเที่ยว บริการ และเทคโนโลยี โดยผู้วิจัยใช้การเก็บข้อมูลรายปีจากสมาคมตราสารหนี้ไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ครอบคลุมข้อมูลหลักทรัพย์ ตั้งแต่ เดือน กันยายน พ.ศ. 2549 ถึง เดือนเมษายน พ.ศ. 2559 และจำลองผลตอบแทนด้วยวิธีบูทสแตรป์จำนวน 10,000 รอบ เช่นเดียวกับงานวิจัยเกี่ยวกับการลงทุนเพื่อการเกษียณของ Basu et al. (2011) Panyagometh (2011) และ Spitzer (2008); Spitzer, Strieter, and Singh (2007) สำหรับระยะเวลาการลงทุน 20 ปี และ 30 ปี เพื่อทดสอบกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ทั้ง 4 กลยุทธ์สำหรับการลงทุนในตราสารหนี้ และหุ้นสามัญ และทดสอบกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมโดยนำสัดส่วนการลงทุนในหุ้นสามัญของกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ทั้ง 4 กลยุทธ์ มาลงทุนในดัชนีผลตอบแทนรวมกลุ่มอุตสาหกรรม โดยจะลงทุนในอุตสาหกรรมที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดในเดือนนั้นและประเมินผลทั้งด้านผลตอบแทน และความเสียหายในการลงทุน จาก 1) มูลค่าผลตอบแทน (Mean Terminal Wealth) 2) ความน่าจะเป็นที่ความน่าจะเป็นที่ไม่ได้ผลตอบแทนตามที่คาดหวัง (Shortfall Probability) 3) ความน่าจะเป็นที่ผลตอบแทนของการลงทุนด้วยกลยุทธ์หนึ่งสูงกว่าการลงทุนอีกกลยุทธ์หนึ่ง (Dominance Probability) 4) อัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยง (Modified Sharpe Ratio) และ 5) อัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงในทางลบ (Modified Sortino Ratio)

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ลักษณะโดยทั่วไปของดัชนีผลตอบแทนรวมตราสารหนี้ ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีผลตอบแทนรวมกลุ่มอุตสาหกรรม

ดัชนีผลตอบแทนรวมตราสารหนี้มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนร้อยละ 0.47 โดยมีความเสี่ยง (วัดจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ร้อยละ 1.25 ในขณะที่ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนร้อยละ 0.72 และมีความเสี่ยงร้อยละ 6.39 โดยดัชนีผลตอบแทนรวมตราสารหนี้ และดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามเท่ากับ -0.04754 ในส่วนของดัชนีผลตอบแทนรวมกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่าดัชนีผลตอบแทนรวมอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนร้อยละ 1.30 ซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนที่สูงที่สุดเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมอื่นโดยภาพรวมของทุกอุตสาหกรรมมีค่าความเสี่ยงอยู่ระหว่าง ร้อยละ 3.99 - 9.08 ซึ่งดัชนีผลตอบแทนรวมอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมมีค่าความเสี่ยงที่สูงที่สุด และมีเพียงอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเท่านั้นที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับดัชนีผลตอบแทนรวมตราสารหนี้ โดยมีค่าเท่ากับ 0.01982

ผลการเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุน

จากการเปรียบเทียบผลตอบแทนระหว่างก่อน และหลังการนำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมมาลงทุนในหุ้นสามัญเพื่อทดสอบกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสำหรับการเพิ่มผลตอบแทนสำหรับการลงทุนเพื่อการเกษียณจากตารางที่ 1 พบว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสามารถช่วยเพิ่มผลตอบแทนในการลงทุนเพื่อการเกษียณได้ โดยสามารถให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นได้จากการวัดผลการลงทุนในทุกด้าน ทุกระยะเวลาการลงทุน และทุกอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุนที่ต้องการ ยกเว้นผลตอบแทนที่วัดจากอัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงของกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุด สำหรับอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 2 เท่า (TAR Ratio2) และสำหรับระยะเวลาการลงทุน 30 ปี พบว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสามารถช่วยเพิ่มผลตอบแทนในทุกด้านของการประเมินผลการลงทุน สำหรับทุกกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุน และทุกอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน ยกเว้น ผลตอบแทนที่วัดจากอัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยง (Modified Sharpe Ratio) ในกรณี 1) การลงทุนด้วยกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุด และกลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ด้วยสัดส่วนการลงทุนดังนี้ ตราสารหนี้ร้อยละ 70 และหุ้นสามัญร้อยละ 30 ตราสารหนี้ร้อยละ 80 และหุ้นสามัญร้อยละ 20 และตราสารหนี้ร้อยละ 90 และหุ้นสามัญร้อยละ 10 สำหรับอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 2 เท่าและ 3 เท่า 2) การลงทุนด้วยกลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ ด้วยสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ร้อยละ 90 และหุ้นสามัญร้อยละ 10 สำหรับอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 4 เท่า

ทั้งนี้อาจมีสาเหตุมาจากความเสี่ยงของกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนหลังการนำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมมาใช้ในการลงทุนเพิ่มสูงขึ้นกว่าผลตอบแทนที่สูงขึ้น จึงส่งผลให้อัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงลดลง อย่างไรก็ตามความเสี่ยงที่เพิ่มสูงขึ้นนั้นเป็นความเสี่ยงในทางบวก เนื่องจากอัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงในทางลบหลังการนำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมมาใช้ในการลงทุนนั้นค่าสูงขึ้นทั้งหมด กล่าวคือการนำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมมาใช้ในการลงทุนในหุ้นสามัญมีความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนเพิ่มมากขึ้น แต่การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนนั้นอยู่ในระดับที่สูงกว่าผลตอบแทนที่ต้องการ ดังนั้นยังมีการเปลี่ยนแปลงมากโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนสูงยิ่งมากขึ้นเช่นเดียวกัน ดังนั้นจึงถือได้ว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสามารถช่วยเพิ่มผลตอบแทนในการลงทุนได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Moskowitz and Grinblatt (1999) ที่ทำการศึกษา กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกา และงานวิจัยของ Su (2011) ที่ทำการศึกษา กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมสำหรับการลงทุนในประเทศจีน รวมถึงเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานวิจัยของ Elias et al. (2014) ที่ทำการศึกษากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมสำหรับการลงทุนในประเทศมาเลเซีย และงานวิจัยของ Behr et al. (2012) ที่นำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมมาใช้ร่วมกับกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุด ซึ่งพบว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสามารถช่วยเพิ่มผลตอบแทนในการลงทุนได้

สำหรับการเปรียบเทียบกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุดจะไม่สามารถเปรียบเทียบกับกลยุทธ์อื่นได้ในส่วนของอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 3 เท่า 4 เท่า และ 5 เท่า ด้วยระยะเวลาการลงทุน 20 ปี และสำหรับอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 5 เท่า ด้วยระยะเวลาการลงทุน 30 ปี เนื่องจากไม่มีสัดส่วนการลงทุนใดจากการคำนวณด้วยกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุดที่สามารถให้ผลตอบแทนตามเป้าหมายที่ต้องการได้ จากการเปรียบเทียบกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนที่ดีที่สุดสำหรับการลงทุนเพื่อการเกษียณนั้นแตกต่างกันไปตามระยะเวลาการลงทุนและอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน และขึ้นอยู่กับตัวชี้วัดผลการลงทุนหากวัดผลการลงทุนจากมูลค่าผลตอบแทนเฉลี่ยที่ได้รับจากการลงทุน (Mean Terminal Wealth) กลยุทธ์การลงทุนที่ดีที่สุดคือกลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ ด้วยสัดส่วนการลงทุนในหุ้นสามัญร้อยละ 100 ทั้งสำหรับระยะเวลาการลงทุน 20 ปี และ 30 ปี สอดคล้องกับ Shiller (2005) ที่ทำการศึกษาการลงทุนเพื่อการเกษียณระหว่างกลยุทธ์การลงทุนตามอายุ กลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ในตราสารหนี้ร้อยละ 100 และ กลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ในหุ้นสามัญร้อยละ 100 อย่างไรก็ตามหากพิจารณาจากอัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงซึ่งพิจารณาถึงความเสี่ยงที่ได้รับจากการลงทุนด้วยแล้ว กลยุทธ์การลงทุนที่ดีที่สุดจะขึ้นอยู่กับระยะเวลาการลงทุน (Veld-Merkoulova, 2011) และอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน โดยสำหรับระยะเวลาการลงทุน 20 ปี ที่อัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 2 เท่า กลยุทธ์การลงทุนที่มีอัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงที่สุดคือกลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ด้วยสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ร้อยละ 90 และหุ้นสามัญร้อยละ 10 และเมื่อผลตอบแทนที่ต้องการสูงขึ้นควรลงทุนในหุ้นสามัญด้วยสัดส่วนการลงทุนที่สูงขึ้นเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่ต้องการ (Ervin et al., 2009; Stout, 2008) โดยกลยุทธ์การลงทุนที่ดีที่สุดคือ กลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ด้วยสัดส่วนการลงทุนในหุ้นสามัญร้อยละ 100 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Panyagometh (2011, 2013)

อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงที่ได้รับจากการลงทุนมีทั้งความเสี่ยงในทางบวกและทางลบ โดยความเสี่ยงในทางลบสามารถวัดได้จากการเปรียบเทียบมูลค่าผลตอบแทนที่จะได้รับจริงกับ มูลค่าผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ พบว่า หากวัดผลจากความน่าจะเป็นที่ไม่ได้ผลตอบแทนตามที่คาดหวัง (Shortfall Probability) และอัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงในทางลบ (Modified Sortino Ratio) พบว่า หากผลตอบแทนที่ต้องการไม่สูงนัก กลยุทธ์การลงทุนที่ดีที่สุด คือกลยุทธ์ที่ลงทุนในตราสารหนี้ด้วยสัดส่วนที่สูง ดังเช่น ระยะเวลาการลงทุน 20 ปี ในกรณีอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 2 เท่า กลยุทธ์การลงทุนที่ดีที่สุดจากการวัดผลด้วยความน่าจะเป็นที่ไม่ได้ผลตอบแทนตามที่คาดหวังคือ กลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ด้วยสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ร้อยละ 80 และหุ้นสามัญร้อยละ 20 และกลยุทธ์การลงทุนที่ดีที่สุดจากการวัดผลด้วยอัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงในทางลบ คือการลงทุนแบบคงที่ด้วยสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ร้อยละ 90 และหุ้นสามัญร้อยละ 10 หากผลตอบแทนที่ต้องการสูงขึ้น (3 เท่า 4 เท่า และ 5 เท่า) กลยุทธ์ที่มีผลการลงทุนดีที่สุดคือ กลยุทธ์ที่ลงทุนในหุ้นสามัญในสัดส่วนที่สูง เพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่ต้องการในระยะเวลานานขึ้น นั่นคือ กลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ด้วยสัดส่วนการลงทุนในหุ้นสามัญร้อยละ 100

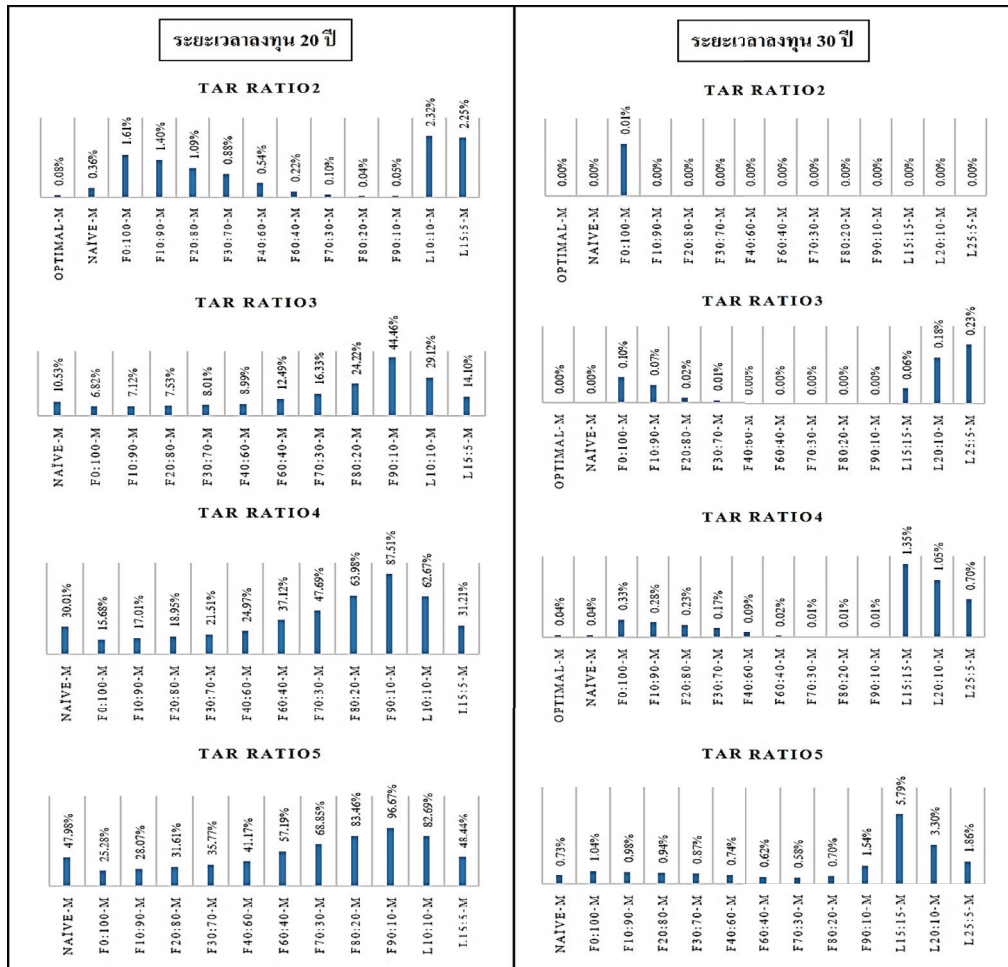
ตารางที่ 1 สรุปผลการประเมินกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนระหว่างก่อน และหลังการนำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมมาใช้สำหรับการลงทุนในหุ้นสามัญ

ระยะเวลาการลงทุน 20 ปี					
อัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินทุน (TAR Ratio)	มูลค่าผลตอบแทนเฉลี่ย (Mean Terminal Wealth)	ความน่าจะเป็นที่ผลตอบแทนของการลงทุนด้วยกลยุทธ์หนึ่งสูงกว่าการลงทุนอีกกลยุทธ์หนึ่ง (Dominance Probability)	ความน่าจะเป็นที่ไม่ได้ผลตอบแทนตามที่คาดหวัง (Shortfall Probability)	อัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยง (Modified Sharpe Ratio)	อัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงในทางลบ (Modified Sortino Ratio)
2	✓	✓	✓	X (Optimal)	✓
3	✓	✓	✓	✓	✓
4	✓	✓	✓	✓	✓
5	✓	✓	✓	✓	✓
ระยะเวลาการลงทุน 30 ปี					
อัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินทุน (TAR Ratio)	มูลค่าผลตอบแทนเฉลี่ย (Mean Terminal Wealth)	ความน่าจะเป็นที่ผลตอบแทนของการลงทุนด้วยกลยุทธ์หนึ่งสูงกว่าการลงทุนอีกกลยุทธ์หนึ่ง (Dominance Probability)	ความน่าจะเป็นที่ไม่ได้ผลตอบแทนตามที่คาดหวัง (Shortfall Probability)	อัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยง (Modified Sharpe Ratio)	อัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงในทางลบ (Modified Sortino Ratio)
2	✓	✓	✓	X (Optimal, F70:30, F80:20, F90:10)	✓
3	✓	✓	✓	X (Optimal, F70:30, F80:20, F90:10)	✓
4	✓	✓	✓	X (F90:10)	✓
5	✓	✓	✓	✓	✓

- หมายเหตุ 1. เครื่องหมาย ✓ คือการนำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมมาใช้ สามารถช่วยเพิ่มผลตอบแทนได้สำหรับทุกกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุน จากการประเมินผลตอบแทนในแต่ละด้าน
2. เครื่องหมาย X คือการนำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมมาใช้ สามารถช่วยเพิ่มผลตอบแทนได้สำหรับบางกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุน กลยุทธ์ในวงเล็บคือกลยุทธ์

ที่นำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมมาใช้ และไม่สามารถเพิ่มผลตอบแทนในการลงทุนได้จากการประเมินผลตอบแทนในแต่ละด้าน

3. Optimal คือ กลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุด และ F คือ กลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ด้วยสัดส่วน การลงทุนในตราสารหนี้ต่อหุ้นสามัญ



ภาพที่ 2 เปรียบเทียบความน่าจะเป็นที่ไม่ได้ผลตอบแทนตามที่คาดหวัง สำหรับระยะเวลาการลงทุน 20 ปี และ 30 ปีโดย Optimal คือ กลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุด Naive คือ กลยุทธ์การลงทุนแบบเท่ากัน F คือ กลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ด้วยสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ต่อหุ้นสามัญ L คือ กลยุทธ์การลงทุนตามอายุด้วยสัดส่วนระยะเวลาการลงทุนในหุ้นสามัญต่อตราสารหนี้ และ M คือการนำกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมลงทุนในหุ้นสามัญ

นอกจากนี้พบว่า เมื่อระยะเวลาการลงทุนนานขึ้นผลการลงทุนจะดีขึ้น และความเสี่ยงในการลงทุนจะลดลง (Butler & Domian, 1992–1993; Panyagometh, 2011) โดยความน่าจะเป็นที่ไม่ได้ผลตอบแทนตามที่คาดหวังจะน้อยลงและอัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงในทางลบจะสูงขึ้น ดังเช่น ระยะเวลาการลงทุน 30 ปี ในกรณีอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 2 เท่ากลยุทธ์การลงทุนทั้งหมด ยกเว้น กลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ด้วยสัดส่วนการลงทุนในหุ้นสามัญร้อยละ 100 ไม่มีความเสี่ยงในทางลบ กล่าวคือมีโอกาสที่นักลงทุนจะสามารถได้ผลตอบแทน

ตามที่ต้องการอย่างแน่นอน ในขณะที่หากอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุนสูงขึ้นจะทำให้ความน่าจะเป็นที่ไม่ได้ผลตอบแทนตามที่คาดหวังสูงขึ้นและอัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงในทางลบน้อยลง ดังเช่น ระยะเวลาการลงทุน 30 ปี ในกรณีอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 4 เท่าและ 5 เท่า พบว่า ไม่มีกลยุทธ์การลงทุนใดที่มีความน่าจะเป็นที่จะสามารถให้ผลตอบแทนตามที่นักลงทุนต้องการได้อย่างแน่นอนซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานวิจัยของ Panyagometh (2013) ดังเช่นในภาพที่ 2 และตารางที่ 2

บทสรุป

กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสามารถช่วยเพิ่มผลตอบแทนในทุกตัวชี้วัดผลการลงทุน สำหรับทุกกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุน ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสำหรับการลงทุนในหุ้นสามัญโดยควรลงทุนในตราสารหนี้ และหุ้นสามัญในสัดส่วนดังต่อไปนี้ซึ่งเป็นสัดส่วนการลงทุนจากกลยุทธ์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงในทางลบมากที่สุด เนื่องจากการวัดผลการลงทุนทั้งในด้านผลตอบแทน และความเสี่ยง โดยเป็นความเสี่ยงเฉพาะในทางลบ ในกรณีที่อัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงในทางลบมีค่าเท่ากัน จะประเมินผลการลงทุนจากมูลค่าผลตอบแทนเฉลี่ยที่ได้รับจากการลงทุนเป็นลำดับถัดมา เพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่ต้องการ หรือเพิ่มโอกาส และความน่าจะเป็นที่จะสามารถบรรลุเป้าหมายผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการได้

1. นักลงทุนที่มีระยะเวลาการลงทุน 20 ปี และต้องการอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 2 เท่า ควรลงทุนในตราสารหนี้ร้อยละ 90 และหุ้นสามัญร้อยละ 10
2. นักลงทุนที่มีระยะเวลาการลงทุน 20 ปี และต้องการอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 3 เท่า 4 เท่า และ 5 เท่า ควรลงทุนในหุ้นสามัญร้อยละ 100
3. นักลงทุนที่มีระยะเวลาการลงทุน 30 ปีและต้องการอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 2 เท่าสามารถได้รับผลตอบแทนจากการออมในทุกเดือน โดยไม่ต้องลงทุนใดๆ อย่างไรก็ตามหากนักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงที่สุดควรลงทุนในตราสารหนี้ร้อยละ 10 และหุ้นสามัญร้อยละ 90
4. นักลงทุนที่มีระยะเวลาการลงทุน 30 ปีและต้องการอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 3 เท่าควรลงทุนในตราสารหนี้ร้อยละ 40 และหุ้นสามัญร้อยละ 60
5. นักลงทุนที่มีระยะเวลาการลงทุน 30 ปีและต้องการอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 4 เท่าควรลงทุนในตราสารหนี้ร้อยละ 90 และหุ้นสามัญร้อยละ 10
6. นักลงทุนที่มีระยะเวลาการลงทุน 30 ปีและต้องการอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 5 เท่าควรลงทุนในตราสารหนี้ร้อยละ 60 และหุ้นสามัญร้อยละ 40

ตารางที่ 2 เปรียบเทียบอัตราส่วนมูลค่าผลตอบแทนที่เกินกว่ามูลค่าเป้าหมายต่อความเสี่ยงในทางลบ (Modified Sortino Ratio) สำหรับระยะเวลาการลงทุน 20 ปี และ 30 ปี

ระยะเวลาการลงทุน 20 ปี														
TAR Ratio	Optimal-M	Naïve-M	Fix								Life Cycle			
			F0:100-M	F10:90-M	F20:80-M	F30:70-M	F40:60-M	F60:40-M	F70:30-M	F80:20-M	F90:10-M	L10:10-M	L15:5-M	
2	1,934.07	385.08	139.25	158.49	185.11	224.32	283.00	591.46	1,036.58	2,188.79	2,971.25	59.91	77.30	
3	-	19.95	32.27	30.67	28.74	26.39	23.50	15.63	10.59	5.30	0.96	2.79	11.27	
4	-	4.13	12.14	10.65	9.08	7.45	5.79	2.54	1.11	(0.03)	(0.76)	(0.15)	2.96	
5	-	1.10	5.65	4.69	3.74	2.81	1.92	0.38	(0.22)	(0.67)	(0.92)	(0.69)	0.78	
ระยะเวลาการลงทุน 30 ปี														
TAR Ratio	Optimal-M	Naïve-M	Fix								Life Cycle			
			F0:100-M	F10:90-M	F20:80-M	F30:70-M	F40:60-M	F60:40-M	F70:30-M	F80:20-M	F90:10-M	L15:15-M	L20:10-M	L25:5-M
2	NA	NA	45,525.41	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
3	NA	NA	2,978.64	4,927.32	10,785.62	21,792.06	NA	NA	NA	NA	1,241.53	855.50	1,397.68	
4	3,686.32	3,017.42	921.76	1,087.95	1,342.84	1,750.56	2,392.62	3,448.30	3,919.11	5,080.48	21,001.83	123.22	351.89	
5	-	536.62	423.39	443.44	465.99	490.70	515.29	541.56	499.10	359.61	125.20	31.80	156.78	

หมายเหตุ 1. Optimal คือ กลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุด Naïve คือ กลยุทธ์การลงทุนแบบเท่ากัน Fix (F) คือ กลยุทธ์การลงทุนแบบคงที่ด้วยสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ต่อ หุ้นสามัญ Life Cycle (L) คือ กลยุทธ์การลงทุนตามอายุด้วยสัดส่วนระยะเวลาการลงทุนในหุ้นสามัญ และ M คือ การนำกลยุทธ์การลงทุนแบบไม่เน้นต้นทุนต่อสหกรณ์การลงทุนในหุ้นสามัญ

2. NA คือ ไม่มีค่าความน่าจะเป็นที่จะไม่ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดหวัง

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติที่ได้จากข้อค้นพบ

จากการศึกษาพบว่า หากอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการเท่ากัน นักลงทุนที่มีระยะเวลาลงทุนนานกว่าจะมีแนวโน้มที่จะสามารถบรรลุเป้าหมายได้มากกว่า ดังนั้น นักลงทุนจึงควรเริ่มต้นลงทุนตั้งแต่อายุ 30 ปี หรือต่ำกว่า และควรใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรมสำหรับการลงทุนในหุ้นสามัญ เพื่อเพิ่มโอกาสที่จะบรรลุผลตอบแทนที่ต้องการเมื่อเกษียณอายุ สำหรับการลงทุนในตราสารหนี้ หมายถึง การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล และหุ้นภาคเอกชน โดยนักลงทุนอาจลงทุนโดยตรง หรือลงทุนผ่านกองทุนรวมตราสารหนี้ โดยพิจารณาข้อมูลการลงทุนของแต่ละกองทุนจากหนังสือชี้ชวน และสำหรับการลงทุนด้วยกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมอุตสาหกรรม นักลงทุนควรพิจารณาอุตสาหกรรมที่ควรลงทุนจากอัตราผลตอบแทนรายเดือนของแต่ละอุตสาหกรรม และเลือกลงทุนในอุตสาหกรรมที่ให้ผลตอบแทนสูงที่สุดของเดือนที่ผ่านมา ทั้งนี้ นักลงทุนอาจกำหนดขอบเขตการลงทุนให้ชัดเจนขึ้น โดยเลือกลงทุนในหุ้นสามัญที่มีมูลค่าตลาดในสัดส่วนที่สูงในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นๆ เป็นต้น

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

หากงานวิจัยในอนาคตสามารถศึกษาข้อมูลให้ครอบคลุมตลาดทั้งในช่วงขาขึ้น และขาลง ในช่วงเวลาที่นานขึ้นอาจส่งผลให้ได้ข้อค้นพบจากการลงทุนที่ต่างออกไป และอาจสามารถคำนวณสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ และหุ้นสามัญของกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมที่สุด สำหรับระยะเวลาการลงทุน 20 ปี ในกรณีอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 3 เท่า 4 เท่า และ 5 เท่า และ สำหรับระยะเวลาการลงทุน 30 ปี ในกรณีอัตราส่วนผลตอบแทนที่ต้องการต่อเงินลงทุน 2 เท่า ซึ่งไม่สามารถทำการเปรียบเทียบการลงทุนกับกลยุทธ์การจัดสรรการลงทุนอื่นในงานวิจัยนี้ได้

บรรณานุกรม

- ฉัตรชัย สิริเทวัญกุล. (2555). การจัดสรรสินทรัพย์ลงทุนที่เหมาะสมกับวัยเกษียณ, เอกสารงานวิจัยฉบับที่ 5/2556.กรุงเทพฯ: Capital Market Research Institute, The Stock Exchange of Thailand.
- สมาคมนักวางแผนการเงินไทย. (2557). *การวางแผนการเงินในศตวรรษที่ 21*. สืบค้น 24 ธันวาคม 2557, จาก <http://tfpa.or.th/2014/magazine.php?subtype=Bulletin>
- สำนักงานสถิติแห่งชาติ. (2557). *สรุปผลที่สำคัญ การทำงานของผู้สูงอายุในประเทศไทย พ.ศ. 2557*. สืบค้น 14 ธันวาคม 2558, จาก <http://service.nso.go.th/nso/web/survey/surpop2-1-1.html>
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2556). *รายงานผลการสำรวจทักษะทางการเงินของไทยปี 2556*. สืบค้น 14 ธันวาคม 2558, จาก <https://www.1213.or.th/th/aboutfcc/knownfcc/Documents/2013%20ThaiFLSurvey.pdf>
- Basu, A. K., Byrne, A., & Drew, M. E. (2011). Dynamic Lifecycle Strategies for Target Date Retirement Funds. *Journal of Portfolio Management*, 37(2), 83-96.
- Basu, A. K., & Drew, M. E. (2009). Portfolio Size Effect in Retirement Accounts: What Does It Imply for Lifecycle Asset Allocation Funds? *Journal of Portfolio Management*, 35(3), 61-72.
- Behr, P., Guettler, A., & Truebenbach, F. (2012). Using industry momentum to improve portfolio performance. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1414-1423.
- Bianchi, D., & Guidolin, M. (2014). Can long-run dynamic optimal strategies outperform fixed-mix portfolios? Evidence from multiple data sets. *European Journal of Operational Research*, 236(1), 160-176.
- Bikker, J. A., Broeders, D. W. G. A., Hollanders, D. A., & Ponds, E. H. M. (2012). Pension Funds' Asset Allocation and Participant Age: A Test of the Life-Cycle Model. *Journal of Risk and Insurance*, 79(3), 595-618.
- Bridges, B., Gesumaria, R., & Leonesio, M. V. (2010). Assessing the performance of life-cycle portfolio allocation strategies for retirement saving: a simulation study. *Soc Secur Bull*, 70(1), 23-43.
- Brinson, G. P., Hood, L. R., & Beebower, G. L. (1995). Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal*, 51(1), 133-138.
- Butler, K. C., & Domian, D. L. (1992-1993). Long-run returns on stock and bond portfolios: Implications for retirement planning. *Financial Services Review*, 2(1), 41-49.
- Chai, J., Horneff, W., Maurer, R., & Mitchell, O. S. (2011). Optimal Portfolio Choice over the Life Cycle with Flexible Work, Endogenous Retirement, and Lifetime Payouts. *Review of Finance*, 15(4), 875-907.
- Chen, H., & Estes, J. (2007). Value Averaging for 401(k) Plans Hakes More 'Cents' than Dollar-Cost Averaging. *Journal of Financial Planning*, 20(2), 56-59.
- Chen, H., & Estes, J. (2010). A Monte Carlo study of the strategies for 401(k) plans: dollar-cost-averaging, value-averaging, and proportional rebalancing. *Financial Services Review*, 19(2), 95-109.
- Collins, P., & Lam, H. D. (2011). Asset allocation, human capital, and the demand to hold life insurance in retirement. *Financial Services Review*, 20(4), 303-325.
- DeMiguel, V., Garlappi, L., & Uppal, R. (2009). Optimal versus Naïve Diversification: How Inefficient Is the 1/N Portfolio Strategy? *The Review of Financial Studies*, 22(5), 1915-1953.

- Dierkes, M., Erner, C., & Zeisberger, S. (2010). Investment horizon and the attractiveness of investment strategies: A behavioral approach. *Journal of Banking & Finance*, 34(5), 1032-1046.
- Domian, D. L., Louton, D. A., & Racine, M. D. (2003). Portfolio diversification for long holding periods: How many stocks do investors need? *Studies in Economics and Finance*, 21(2), 40.
- Dubil, R. (2005). Lifetime Dollar-Cost Averaging: Forget Cost Savings, Think Risk Reduction. *Journal of Financial Planning*, 18(10), 86-90.
- Duchin, R., & Levy, H. (2009). Markowitz Versus the Talmudic Portfolio Diversification Strategies. *Journal of Portfolio Management*, 35(2), 71-74.
- Elias, S. M., Azmi, N. N. H. N., & Kamil, K. H. (2014). Industry Momentum Strategy in Malaysian Stock Market. *International Journal of Business and Social Science*, 5(11), 194-202.
- Ervin, D. M., Faulk, G. K., & Smolira, J. C. (2009). The Impact of Asset Allocation, Savings and Retirement Horizons, Savings Rates, and Social Security Income in Retirement Planning: A Monte Carlo Analysis. *Financial Services Review*, 18(4), 313-331.
- Fong, W. M., & Yong, L. H. M. (2005). Chasing trends: recursive moving average trading rules and internet stocks. *Journal of Empirical Finance*, 12(1), 43-76.
- Gibson, R. (2013). *Asset Allocation: Balancing Financial Risk* (5th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Hubener, A., Maurer, R., & Rogalla, R. (2013). Optimal Portfolio Choice with Annuities and Life Insurance for Retired Couples. *Review of Finance*, 18(1), 147-188.
- Jacobs, H., Muller, S., & Weber, M. (2014). How should individual investors diversify? An empirical evaluation of alternative asset allocation policies. *Journal of Financial Markets*, 19(6), 62-85.
- 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.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (2001). Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations. *The Journal of Finance*, 56(2), 699-720.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (2011). Momentum. *Annual Review of Financial Economics*, 3(1), 493-509.
- Liu, Q., Chang, R. P., Jong, J. C. d., & Robinson, J. H. (2011). Are lifecycle funds getting a bum rap? : a comprehensive comparison of lifecycle versus lifestyle retirement strategies from accumulation through withdrawal. *The Journal of Wealth Management*, 14(2), 68-84.
- Maginn, J. L., Tuttle, D. L., McLeavey, D. W., & Pinto, J. E. (2007). *Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process* (3rd ed.). New Jersey, Canada: John Wiley & Sons.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Moskowitz, T. J., & Grinblatt, M. (1999). Do Industries Explain Momentum? *The Journal of Finance*, 54(4), 1249-1290.
- Panyagometh, K. (2011). Asset Allocation, Time Diversification and Portfolio Optimization for Retirement. *Technology and Investment*, 2(2), 92-104.
- Panyagometh, K. (2013). Performance Comparison between Dollar Cost Averaging and Value Averaging Investment Strategies and the Impacts of Investment Horizon and Target Terminal Wealth. *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(3), 15-27.
- Pfau, W. D. (2011). The Portfolio Size Effect and Lifecycle Asset Allocation Funds: A Different Perspective. *Journal of Portfolio Management*, 37(3), 44-53.
- Pfau, W. D. (2012). Long-Term Investors and Valuation-Based Asset Allocation. *Applied Financial Economics*, 22(16-18), 1343-1353.

- Read, D., & Loewenstein, G. (1995). Diversification Bias: Explaining the Discrepancy in Variety Seeking between Combined and Separated Choices. *Journal of Experimental Psychology: Applied*, 1(1), 34-49.
- Reddy, W., Higgins, D., Wist, M., & Garimort, J. (2013). Australian industry superannuation funds: Investment strategies and property allocation. *Journal of Property Investment and Finance*, 31(5), 462-480.
- Schleef, H. J., & Eisinger, R. M. (2007). Hitting or missing the retirement target: comparing contribution and asset allocation schemes of simulated portfolios. *Financial Services Review*, 16(3), 229-243.
- Shiller, R. (2005). *The Lifecycle Personal Accounts Proposal for Social Security: An Evaluation*, Working Paper No. 11300. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Shynkevich, A. (2013). Time-series momentum as an intra- and inter-industry effect: Implications for market efficiency. *Journal of Economics and Business*, 69, 64-85.
- Simonson, I. (1990). The Effect of Purchase Quantity and Timing on Variety-Seeking Behavior. *Journal of Marketing Research*, 27(2), 150-162.
- Spitzer, J. J. (2008). Retirement withdrawals: an analysis of the benefits of periodic "midcourse" adjustments. *Financial Services Review*, 17(1), 17-29.
- Spitzer, J. J., Strieter, J. C., & Singh, S. (2007). Guidelines for Withdrawal Rates and Portfolio Safety During Retirement. *Journal of Financial Planning*, 20(10), 52-59.
- Stendardi, E. J., Graham, J. F., & O'Reilly, M. (2006). The impact of gender on the personal financial planning process: Should financial advisors tailor their process to the gender of the client? *Humanomics*, 22(4), 223-238.
- Stout, R. G. (2008). Stochastic Optimization of Retirement Portfolio Asset Allocations and Withdrawals. *Financial Services Review*, 17(1), 1-15.
- Su, D. (2011). An empirical analysis of industry momentum in chinese stock markets. *Emerging Markets, Finance and Trade*, 47(4), 4.
- Tu, J., & Zhou, G. (2011). Markowitz meets Talmud: A combination of sophisticated and naïve diversification strategies. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 204-215.
- Van Dijk, R., & Keijzer, T. (2004). Region, sector and style selection in global equity markets. *Journal of Asset Management*, 4(5), 293-307.
- Vardharaj, R., & Fabozzi, F. J. (2007). Sector, Style, Region: Explaining Stock Allocation Performance. *Financial Analysts Journal*, 63(3), 59-70.
- Veld-Merkoulova, Y. V. (2011). Investment horizon and portfolio choice of private investors. *International Review of Financial Analysis*, 20(2), 68-75.