

การศึกษาความผิดปกติของตลาดหลักทรัพย์: อิทธิพลของวันหยุด และเดือนของตลาด

Stock Market Anomalies: Holiday Effect and Month Effect in Stock
Exchange of Thailand



การศึกษาคความผิดปกติของตลาดหลักทรัพย์: อิทธิพลของวันหยุด และเดือนของตลาด

Stock Market Anomalies: Holiday Effect and Month Effect in Stock Exchange of
Thailand



การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ปีการศึกษา 2558



©2559

ชุตินันต์ วิศิษฐานิชย์

สงวนลิขสิทธิ์

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
อนุมัติให้การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

เรื่อง การศึกษาความผิดปกติของตลาดหลักทรัพย์: อิทธิพลของวันหยุด และเดือนของตลาด

ผู้วิจัย ชุตินันต์ วิศิษฐวานิชย์

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษา

.....

(ดร.กาญจนา ส่งวัฒนา)

ผู้เชี่ยวชาญ

.....

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศุภเจตน์ จันทร์สาส์น)

.....

(ดร.ศันสนีย์ เทพปัญญา)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ 15 เดือน มิถุนายน พ.ศ. 2559

ชุตินันต์ วิศิษฐานิชย์. บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มิถุนายน 2559, บัณฑิตวิทยาลัย
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

การศึกษาความผิดปกติของตลาดหลักทรัพย์: อิทธิพลของวันหยุด และเดือนของตลาด (31 หน้า)
อาจารย์ที่ปรึกษา: ดร.กาญจนา ส่งวัฒนา

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อการตรวจสอบปรากฏการณ์ Holiday Effect และ Month Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดธุรกิจพาณิชย์ โดยการเก็บข้อมูลรายวันของบริษัทในกลุ่มธุรกิจพาณิชย์จำนวน 7 บริษัทตั้งแต่วันที่ 3 เดือนมกราคม พ.ศ.2549 ถึง วันที่ 30 เดือนธันวาคม พ.ศ.2558 รวม 2430 วันและนำไปวิเคราะห์โดยใช้สมการถดถอยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ผลการศึกษาพบความผิดปกติจาก Holiday Effect ในวันหลังวันหยุดส่งผลให้ในวันหลังวันหยุดมีอัตราผลตอบแทนลดลงเฉลี่ยร้อยละ 0.2359 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% แต่ไม่พบหลักฐานความผิดปกติในวันก่อนวันหยุดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับผลจาก Month Effect ผลการศึกษาพบความผิดปกติในเดือนเมษายน โดยผลตอบแทนของหลักทรัพย์เฉลี่ยในเดือนเมษายนสูงขึ้นร้อยละ 0.2585 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ส่วนเดือนอื่น ๆ ไม่พบความผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ การศึกษานี้แสดงให้เห็นถึง ผลการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดจากอิทธิพลอื่น ๆ นอกเหนือจากปัจจัยตามทฤษฎีทางการเงินทั้งจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนเกี่ยวกับช่วงเวลาที่เหมาะสมในการลงทุน

คำสำคัญ: ความผิดปกติของตลาดหลักทรัพย์, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, อิทธิพลของเดือน, อิทธิพลของวันหยุด

Visittavanich, C. M.B.A., June 2016, Graduate School, Bangkok University.

Stock Market Anomalies: Holiday Effect and Month Effect in Stock Exchange of Thailand (31 pp.)

Advisor: Karnjana Songwathana, Ph.D.

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the holiday effect and month effect in Stock Exchange of Thailand focused on commercial sector in the service industry. This study collected daily data from 1 January 2005 to 31 December 2015 and analyzed with ordinary least square regression. The results showed the evidence of the post-holiday effect. Post-holiday returns 0.2359% lower than non-post-holiday returns. However, the study found no evidence of the pre-holiday effect. In term of the month effect, the study found the month effect in April. The returns on April are 0.2585% higher than the returns on the other months. This study substantially showed that changes in return on SET may have caused by other factors besides factors from financial theories. This results will help investors about the appropriate timing of investment.

Keywords: Market Anomalies, Stock Exchange of Thailand, Holiday Effect, Month Effect

กิตติกรรมประกาศ

การวิจัยเฉพาะบุคคลในครั้งนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความกรุณาจาก ดร.กาญจนา ส่องวัฒนา อาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาเฉพาะบุคคล ซึ่งได้ให้ความรู้ การชี้แนะแนวทางการศึกษา ตรวจสอบและแก้ไขข้อบกพร่องในงาน ตลอดจนให้คำปรึกษาซึ่งเป็นประโยชน์ในการวิจัยจนงานวิจัยครั้งนี้มีความสมบูรณ์ครบถ้วนสำเร็จไปได้ด้วยดี รวมถึงอาจารย์ท่านอื่น ๆ ที่ได้ถ่ายทอดวิชาความรู้ให้ และสามารถนำวิชาการต่าง ๆ มาประยุกต์ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยจึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมาไว้ ณ โอกาสนี้

ชุตินันต์ วิศิษฐวานิชย์



สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญตาราง	ณ
สารบัญภาพ	ญ
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหาวิจัย	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	3
1.3 ขอบเขตการศึกษา	3
1.4 ประโยชน์ที่ใช้ในการศึกษา	3
1.5 กรอบแนวคิด	4
1.6 สมมติฐาน	4
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
2.1 แนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ	5
2.2 แนวคิดความผิดปกติของตลาด (Market Anomaly)	7
2.3 อิทธิพลของเดือน (Month Effects)	9
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย	
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	13
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	13
3.3 การวิเคราะห์ข้อมูล	14
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	
4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา	17

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 4 (ต่อ) ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	
4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุमान เพื่อตรวจสอบสมมติฐานด้วยแบบจำลอง สมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares, OLS)	20
บทที่ 5 สรุปและอภิปรายผล	
5.1 สรุปผล	25
5.2 ข้อเสนอแนะในงานวิจัย	26
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างต่อไปในอนาคต	26
บรรณานุกรม	27
ภาคผนวก	29
ประวัติผู้เขียน	31
เอกสารข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิ์ในรายงานการค้นคว้าอิสระ	

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 3.1: ตารางแสดงรายชื่อหลักทรัพย์ในหมวดค่าปลึกที่ใช้เก็บข้อมูล	13
ตารางที่ 4.1: ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราผลตอบแทนจำแนก เป็นวันก่อนวันหยุด วันหลังวันหยุด และ เดือนแต่ละเดือน	17
ตารางที่ 4.2: ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราผลตอบแทนจำแนก เป็นเดือนแต่ละเดือน	19
ตารางที่ 4.3: ตารางแสดงผลการทดสอบผลของ HOLIDAY EFFECT ต่อผลตอบแทนของ หลักทรัพย์	21
ตารางที่ 4.4: ตารางแสดงผลการทดสอบผลของ MONTH EFFECT ต่อผลตอบแทนของ หลักทรัพย์ด้วย OLS	23



สารบัญภาพ

หน้า

ภาพที่ 2.1: แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง HOLIDAY EFFECT และ MONTH EFFECT ต่อผลตอบแทนของ หลักทรัพย์	4
ภาพที่ 4.1: แผนภูมิแสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยแบ่งเป็นวันก่อนวันหยุด วันหลังวันหยุด และ ไม่ใช่ทั้งก่อนและหลังวันหยุด	19
ภาพที่ 4.2: แผนภูมิแสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจำแนกเป็นเดือนแต่ละเดือน	20



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหาวิจัย

ตลาดหลักทรัพย์มีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศอย่างมาก โดยตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นกลไกและช่องทางในการระดมทุนจากผู้ที่มีเงินออมหรือนักลงทุนให้แก่ผู้ประกอบการธุรกิจที่มีความต้องการเงินลงทุนอันเป็นปัจจัยสำคัญในการขยายธุรกิจ โดยทั่วไปแล้วการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าการฝากเงินจึงดึงดูดนักลงทุนให้หันมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้มากกว่า

สำหรับหลักทรัพย์หมวดพาณิชย์ (Commerce) เป็นหมวดหลักทรัพย์ที่อยู่ในหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (Service) บริษัทในหมวดพาณิชย์เป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจประเภทการค้าปลีก โดยประกอบธุรกิจมีลักษณะการเป็นผู้กระจายสินค้าจากผู้ผลิตไปสู่ผู้บริโภค เป็นคนกลางในการซื้อขายสินค้า และเป็นหน่วยสุดท้ายในห่วงโซ่อุปทานของสินค้าโดยเป็นสินค้าจากหลายหมวดหลายประเภท ความเปลี่ยนแปลงในธุรกิจค้าปลีกมีความเปลี่ยนแปลงอย่างมากนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 ที่มีการเปิดเสรีทางการค้าแก่กิจการต่างชาติน่ามากขึ้น จึงเกิดการพัฒนาของธุรกิจการค้าสมัยใหม่ (Modern Trade) จากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมและวิถีชีวิตของผู้บริโภคที่เริ่มให้ความสำคัญต่อความสะดวกสบายและการบริการที่ทันสมัยส่งผลให้ธุรกิจหมวดพาณิชย์มีการเติบโตมากขึ้นอย่างมาก

จากความสำคัญของกลุ่มธุรกิจพาณิชย์ส่งผลให้หลักทรัพย์หมวดพาณิชย์มีความน่าสนใจ เนื่องจากเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีนักลงทุนให้ความสนใจเป็นจำนวนมากและประกอบด้วยหลักทรัพย์ที่เป็นธุรกิจขนาดใหญ่เป็นที่รู้จักดีและเป็นกลุ่มผู้นำในตลาด อีกทั้งเนื่องจากการขับเคลื่อนเศรษฐกิจอาศัยการบริโภคพื้นฐานของภาคครัวเรือนเป็นสิ่งสำคัญ ซึ่งผลประโยชน์ของหลักทรัพย์หมวดนี้เติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง และมีการขยายรวมถึงการควบรวมกิจการของบริษัทในหมวดนี้ทำให้นักลงทุนให้ความสนใจเป็นอย่างมากและด้วยธุรกิจหมวดพาณิชย์มีความเกี่ยวข้องกับสินค้าในหลาย ๆ หมวดทำให้ธุรกิจหมวดนี้จะไม่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงสถานะเศรษฐกิจมากนักหรืออาจจะได้รับผลกระทบไม่สูงเท่าธุรกิจในกลุ่มอื่น ๆ และคาดว่าเป็นหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กับวันหยุดเป็นพิเศษเนื่องจากพบว่าประชาชนมีอัตราการบริโภคและซื้อสินค้าเพิ่มมากขึ้นในช่วงวันหยุดเทศกาลต่าง ๆ

สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) อนุমানว่าราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์เสมอโดยนักลงทุนทุกคนมีเหตุผลโดยไม่มีพฤติกรรมในการ

วิเคราะห์หรืออคติอารมณ์เข้ามามีส่วนร่วม ซึ่งทำให้ไม่มีใครสามารถทำกำไรจากหลักทรัพย์โดยการซื้อ
มาและขายไปได้

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีหลายลักษณะซึ่งนักลงทุนต่างคาดหวังที่จะได้รับผลตอบแทน
จากการลงทุนที่สูง ซึ่งผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับจะอยู่ในรูปของเงินปันผล และกำไรจากส่วนต่างของ
ราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อมาและขายไป การผันผวนของราคาหลักทรัพย์จึงเป็นสิ่งที่นักลงทุนสนใจ
เนื่องจากนักลงทุนย่อมคาดหวังที่จะซื้อหลักทรัพย์ในราคาต่ำและขายออกในราคาที่สูงที่สุด ในส่วน
ของกำไรที่เกิดจากส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อมากับราคาที่ขายไปเป็นผลตอบแทนหลักอย่างหนึ่งที่
นักลงทุนพยายามจะทำ ซึ่งการจะลงทุนให้ประสบความสำเร็จจึงต้องสามารถที่จะพยากรณ์ทิศทาง
ของราคาหลักทรัพย์ที่มักมีความผันผวนไปตามปัจจัยแวดล้อมต่าง ๆ หลายสาเหตุด้วยกัน เช่น ทฤษฎี
การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) ปัจจัยการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจ
การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ อัตราบริโภคภาคครัวเรือน เหตุการณ์ต่าง ๆ ที่เกิดขึ้น
ในสังคมที่ส่งผลกระทบต่อสังคมและเศรษฐกิจหรือส่งผลกระทบต่อกิจการ เช่น สถานะการเปลี่ยนแปลงทาง
การเมืองที่รุนแรง ทิศทางของราคาน้ำมัน เหตุการณ์ก่อวินาศกรรมความรุนแรง เป็นต้น หรือการ
Shock ในระบบเศรษฐกิจ

แต่ยังมีปรากฏการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่ไม่สามารถ
อธิบายได้ด้วยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานหรือการผันผวนในระบบเศรษฐกิจ ปรากฏการณ์ดังกล่าวได้ถูก
ค้นพบและตรวจสอบในตลาดหลักทรัพย์ต่าง ๆ ทั่วโลก เช่น ปรากฏการณ์วันจันทร์ (Monday
Effect) ปรากฏการณ์เดือนมกราคม (January Effect) หรือ ความแตกต่างของผลตอบแทนจากตลาด
หลักทรัพย์ในวันที่ฝนตกกับวันแดดออก รวมถึงผลของวันหยุดต่อผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์

ปรากฏการณ์หนึ่งที่มีการพบในตลาดหลักทรัพย์ต่าง ๆ ทั่วโลกและมีรายงานการศึกษาออกมามากมายว่าเป็นปรากฏการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยยะสำคัญในหลายประเทศ
คือปรากฏการณ์วันหยุด (Holidays Effect) เช่น การศึกษาของ Marrett & Worthington (2007)
พบปรากฏการณ์ความผิดปกติผลตอบแทนที่สูงขึ้นในวันก่อนวันหยุด (Pre-holiday) แต่ไม่พบในวัน
หลังวันหยุด (Post-holiday) ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศออสเตรเลีย (Australian Stock Market)
ในขณะที่การศึกษาของ Dumitriu, et al. (2012) พบ Post-holiday effect ในทุกดัชนีหลักทรัพย์
ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศโรมาเนีย (Romanian Stock Market) และพบ Pre-Holiday effect
บางหลักทรัพย์

จากรายงานการพบความผิดปกติในตลาดหลักทรัพย์ต่าง ๆ ทั่วโลกอันมาจากปรากฏการณ์
วันหยุดแต่ยังไม่พบการศึกษาปรากฏการณ์ Pre-Post Holiday ในประเทศไทยจึงเป็นที่น่าสนใจที่จะ
ทดสอบปรากฏการณ์ดังกล่าวโดยรายงานนี้จะศึกษาหาความผิดปกติของผลตอบแทนของตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand หรือ SET) ในช่วงวันหยุดไทยก่อนและ

หลังโดยเลือกศึกษาในหลักทรัพย์หมวดพาณิชย์ที่มีความสำคัญกับระบบเศรษฐกิจและเป็นผู้นำในตลาดที่มีนักลงทุนให้ความสนใจจำนวนมาก การศึกษานี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่จะนำไปประกอบการวางแผนสร้างกลยุทธ์การลงทุนได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งหากพบว่ามีคามผิดปกติขึ้น จะช่วยให้ตัดสินใจได้ว่าในช่วงเวลาก่อนหรือหลังวันหยุดต่าง ๆ ควรจะทำการซื้อหรือขายหุ้นในหมวดพาณิชย์ และสำหรับนักวิจัยสามารถใช้เป็นแนวทาง เอกสารอ้างอิงในการทดสอบหาปรากฏการณ์ความผิดปกติอื่น ๆ ในตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์ดังต่อไปนี้

1. ศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างวันหยุดไทยและผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์
3. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างเดือนและผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

1.3 ขอบเขตการศึกษา

ผู้วิจัยใช้ข้อมูลทุติยภูมิราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์เพื่อศึกษาอิทธิพลของวันหยุดที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในวันก่อนและหลังวันหยุดโดยได้กำหนดขอบเขตของการวิจัยไว้ดังนี้คือ

1. ใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันจากบริษัทที่จดทะเบียนหมวดพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 7 บริษัทและมีการซื้อขายอย่างต่อเนื่องตั้งแต่วันที่ 3 มกราคม พ.ศ. 2549 ถึงวันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2558 รวม 10 ปี รวมทั้งสิ้น 2,430 วันทำการและมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 16,953 กลุ่มตัวอย่าง
2. ศึกษาผลกระทบจากเฉพาะวันหยุดที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปิดทำการซื้อขาย โดยศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในวันเปิดทำการวันสุดท้ายก่อนวันหยุดหรือวันเสาร์อาทิตย์ที่อยู่ติดกับวันหยุด และวันเปิดทำการวันแรกหลังจากวันหยุดจากวันหยุดหรือวันเสาร์อาทิตย์ที่อยู่ติดกับวันหยุด
3. ผลตอบแทนจากการศึกษานี้เน้นแต่การศึกษาการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

1.4 ประโยชน์ที่ใช้ในการศึกษา

1. เพื่อสนับสนุนหรือขัดแย้งงานวิจัยที่เกี่ยวกับปรากฏการณ์ Holiday Effect ที่เกิดขึ้นในงานศึกษาในอดีตของตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

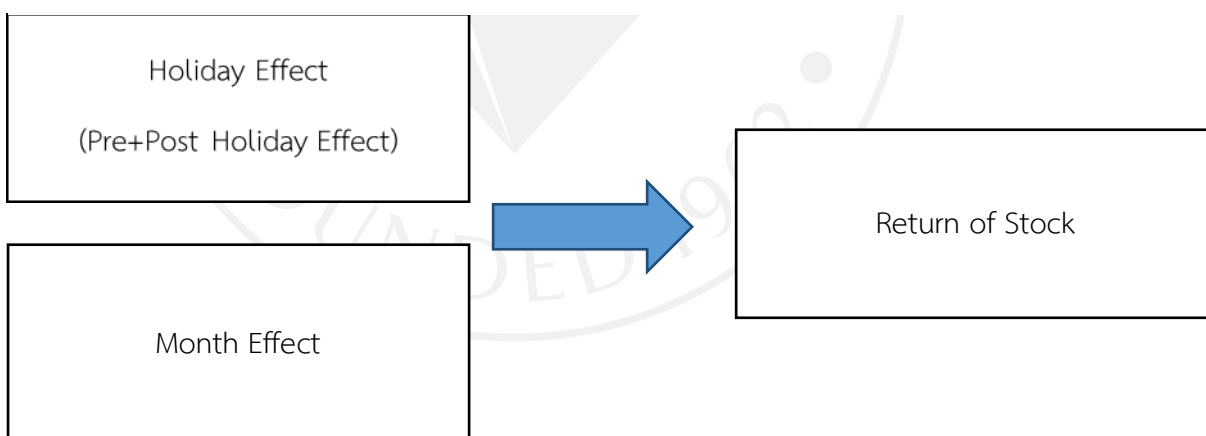
2. ช่วยให้นักลงทุนไทยนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจในการสร้างกลยุทธ์หรือหาจังหวะที่เหมาะสมในการลงทุนและเข้าใจถึงพฤติกรรมของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงวันหยุดต่าง ๆ
3. ช่วยให้นักลงทุนไทยนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจในการสร้างกลยุทธ์หรือหาจังหวะที่เหมาะสมในการลงทุนและเข้าใจถึงพฤติกรรมของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเดือนต่าง ๆ
4. เพื่อเป็นข้อมูลอ้างอิงสำหรับงานศึกษาปรากฏการณ์ความผิดปกติอื่น ๆ ของพฤติกรรมราคาของตลาดหลักทรัพย์หรือการศึกษาต่อยอดเพิ่มเติมที่มีได้ครอบคลุมในรายงานนี้ต่อไป

1.5 กรอบแนวคิด

ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ตัวแปรอิสระ คือ 1. Holiday effect (Pre-holiday Effect และ Post-holiday Effect)
2. Month Effect

ภาพที่ 1.1: แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง Holiday Effect และ Month Effect ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์



1.6 สมมติฐาน

1. วันช่วงก่อนวันหยุดส่งผลต่อผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์
2. วันช่วงหลังวันหยุดส่งผลต่อผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์
3. เดือนส่งผลต่อผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ส่วนที่จะกล่าวถัดไปจะเป็นการนำเสนอ แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาความผิดปกติของตลาดหลักทรัพย์อันเป็นผลจากอิทธิพลของวันหยุดและเดือน ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการสืบค้นจากเอกสารทางวิชาการและงานวิจัยจากแหล่งต่าง ๆ โดยแบ่งเนื้อหาของบทนี้เป็นส่วนคือ

2.1 แนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ

จรัญ สัจจแก้ว (2544) ได้อธิบายว่าตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ หมายถึงตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ สามารถสะท้อนข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นอย่างรวดเร็วและทั่วถึง แนวคิดนี้มีรากฐานความเชื่อที่ว่าผู้ลงทุนซึ่ซบซั้วสารข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดในรูปของราคาหลักทรัพย์ที่ทำให้มีการตัดสินใจซื้อขาย ดังนั้นราคาในปัจจุบันของหลักทรัพย์ จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่เป็นที่รู้แล้วทั้งหมดไม่เพียงแต่ข้อมูลในอดีตแต่รวมถึงข้อมูลในปัจจุบันและข่าวที่ประกาศไปแล้วแต่เหตุการณ์นั้นยังไม่เกิดขึ้น นั่นหมายถึงราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวที่ไม่มีอคติอาจมีความมากเกินไปหรือน้อยเกินไปได้แต่โดยเฉลี่ยราคาจะอยู่ในสภาวะสมดุลและถูกต้อง ซึ่งส่งผลให้ค่าตอบแทนที่คาดหวังมีความผิดพลาดเท่ากับศูนย์เนื่องจากมูลค่าที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์ย่อมเท่ากับราคาตลาดเสมอโดยแนวคิดนี้อยู่ภายใต้ข้อสมมติฐานว่าตลาดหลักทรัพย์มีการแข่งขันสมบูรณ์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ฉะนั้นการลงทุนในหลักทรัพย์ไม่ต้องใช้หลักการใด ๆ ทั้งสิ้น คือนักลงทุนรับรู้ข่าวสารที่มีอยู่แล้วทั้งหมดเพื่อใช้ในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ๆ

2.1.1 ข้อสมมติของแนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis หรือ EMH) ประสิทธิภาพของตลาดจะเกิดขึ้นภายใต้เงื่อนไขดังนี้

2.1.1.1 ในตลาดมีผู้ลงทุนเป็นจำนวนมาก โดยเป็นผู้ลงทุนที่มีเหตุผล และต้องการทำกำไรสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง ผู้ลงทุนเหล่านี้เข้าร่วมในตลาดโดยการวิเคราะห์ ประเมิน และซื้อขายหุ้น ทั้งนี้การตัดสินใจของผู้ลงทุนเพียงรายเดียวไม่สามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาได้

2.1.1.2 ไม่มีต้นทุนในการได้มาซึ่งข่าวสารข้อมูลและผู้ลงทุนแต่ละรายได้รับข่าวสารข้อมูลในเวลาไล่เลี่ยกัน

2.1.1.3 ข่าวสารข้อมูลเกิดขึ้นในเชิงสุ่มและข้อมูลแต่ละชิ้นไม่ขึ้นต่อกัน

2.1.1.4 ผู้ลงทุนสามารถตอบสนองต่อข่าวสารข้อมูลใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ เป็นเหตุให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงตามข่าวสารข้อมูลอย่างรวดเร็ว

2.1.2 รูปแบบความมีประสิทธิภาพของตลาด

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ ราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสาร ข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างทันทีทันใด และผู้ลงทุนจะไม่สามารถใช้ข่าวสาร ข้อมูลเพื่อสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน (Abnormal Return) ได้ เพราะข้อมูลเหล่านี้ได้อยู่ในราคาเรียบร้อยแล้ว ดังนั้นราคาในตลาดของหลักทรัพย์จะเท่ากับข้อมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) หากข้อมูลข่าวสารบางประเภทมิได้สะท้อนอย่างเต็มที่ในราคาหลักทรัพย์ หรือมีความล่าช้าในการสะท้อนข่าวสาร ข้อมูลแสดงว่าตลาดนั้นมิได้มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังผู้ลงทุน สามารถจำแนกออกเป็น 3 ระดับ คือ

2.1.2.1 ข้อมูลตลาด (Market Information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับราคา และปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว

2.1.2.2 ข้อมูลสาธารณะทั่วไป (Public Formation) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัทเช่น ข้อมูลกำไร เงินปันผล การแตกหุ้น การรวมกิจการ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ คุณภาพผู้บริหาร วิธีการปฏิบัติทางบัญชี การพยากรณ์กำไร เป็นต้น

2.1.2.3 ข้อมูลทุกประเภท (All Information) หมายถึง ข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้นทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน

ตามแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis หรือ EMH) สามารถจำแนกระดับความมีประสิทธิภาพตามระดับของข่าวสารข้อมูล ที่แพร่ไปยังผู้ลงทุนเป็น 3 ระดับ คือ

ก) ประสิทธิภาพต่ำ (Weak-Form Efficiency Market)

ถ้าข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ คือ ข้อมูลตลาด ได้แก่ ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้วแสดงว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ได้สะท้อนถึงข้อมูลตลาดเรียบร้อยแล้วแสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพระดับต่ำ ดังนั้น การใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคเพื่อการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

ข) ประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-strong Form Efficiency Market)

ถ้าข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ นอกจากข้อมูลตลาดแล้วผู้ลงทุนยังใช้ข้อมูลทั้งหมดซึ่งสาธารณะได้รับทราบและมีอยู่ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลเกี่ยวกับการผลิต การเงิน การบริหาร การบัญชี ทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และการคาดการณ์ แสดงว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นี้ได้สะท้อนถึงข้อมูลตลาดและข้อมูลสาธารณะเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับกลาง ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคและแนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเพื่อพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

ค) ประสิทธิภาพสูง (Strong-Form Efficiency Market)

ถ้าข่าวสารข้อมูลของผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลทุกประเภททั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลสาธารณะ ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นี้ได้สะท้อนถึงข้อมูลทุกชนิดเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพสูง จึงไม่มีผู้ลงทุนคนใดหรือกลุ่มใดเลยที่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

ในความเป็นจริงพฤติกรรมกรรมการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้เป็นไปตามข้อสมมติของแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis หรือ EMH) ซึ่งได้รับการทดสอบจากการศึกษาของมัลลิกา (2548) ด้วยวิธีการ Serial Correlation Coefficient พบว่าโดยเฉลี่ยแล้วการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับราคาในอดีตทั้งสองช่วงเวลา ซึ่งสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพ การทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดกับทฤษฎี CAPM พบว่าเป็นไปตามทฤษฎีในช่วงเวลาหนึ่ง แต่ช่วงที่สองไม่เป็นไปตามทฤษฎีสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพที่ช่วงหนึ่ง แต่ช่วงที่สองตลาดไม่มีประสิทธิภาพ นอกจากนี้จัญจนา (2554) ได้ศึกษาพบพฤติกรรมกรรมการแห่งตามกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่ง Hwang & Salmon (2004) ได้อธิบายว่าการเกิดพฤติกรรมแห่งตามกันนี้เป็นสาเหตุให้ราคาหลักทรัพย์เคลื่อนไหวอย่างผิดปกติ ทำให้มีความเสี่ยงในการลงทุนสูงและเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศที่ยังต้องการเงินทุนเพิ่มขึ้น

ซึ่งจากการศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสอดคล้องกัน คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดมีประสิทธิภาพต่ำ ราคาหลักทรัพย์มีความผันผวนจากหลาย ๆ ปัจจัย ซึ่งทำให้มีแรงจูงใจในการเข้ามาลงทุนทำกำไรจากความผันผวนของนักลงทุนและคาดหวังการทำกำไรจากการผันผวนของราคาหลักทรัพย์นี้โดยนักลงทุนซื้อหลักทรัพย์ในช่วงที่ราคาต่ำ และขายออกในช่วงราคาสูง

2.2 แนวคิดความผิดปกติของตลาด (Market Anomaly)

โดยทั่วไปแล้ว นักลงทุนนิยมเข้ามาทำกำไรในตลาดซึ่งหลักทรัพย์โดยอาศัยความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่สามารถวิเคราะห์ได้จากการใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) และการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานพื้นฐาน (Fundamental Analysis) อย่างไรก็ตามก็ตีพบว่าปรากฏการณ์การความผิดปกติของการเปลี่ยนแปลงราคาที่ไม่สมเหตุสมผลปรากฏอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ โดยมีการค้นพบปรากฏการณ์โดยมีรายงานการศึกษาออกมาเช่น

William N. Goetzmann & Ning Zhu (2005) ศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพอากาศกับ พฤติกรรมของนักลงทุนที่จะชอบซื้อขายหุ้นในวันที่ฟ้าครึ้มเทียบกับวันที่ท้องฟ้าสดใสโดยใช้ วิธีใน

การเปรียบเทียบคือ Net Buy in Shares (NBS), Buy-Sell Imbalance (BSI) เพื่อสังเกตและเปรียบเทียบข้อมูลจากวันที่ท้องฟ้าสดใสหรือวันที่มีเมฆมาก พบความผิดปกติของพฤติกรรมการลงทุน แต่มีปริมาณเล็กน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออย่าง เช่น การรับรู้ข่าวสารต่าง ๆ

การศึกษาของ Ken Holden, et al. (2005) ทำการศึกษาโดยทดสอบผลตอบแทนรายวัน อย่างเป็นระบบจาก Stock Exchange of Thailand เพื่อหาหลักฐานของ Calendar Effects อันเนื่องมาจาก วันในแต่ละสัปดาห์, เดือนในแต่ละปี และช่วงวันก่อนและหลังวันหยุด มุ่งเน้นในช่วงก่อน ระหว่าง และหลัง เกิดวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย การศึกษานี้ทำโดยเริ่มจากการใช้แบบจำลองรวมกับข้อมูลในช่วงความผิดปกติตามปฏิทิน ก่อนจะนำไปทำนาย Conditional Volatility Models พบว่าแบบจำลองที่รวมข้อมูลของช่วงความผิดปกติตามปฏิทินไว้ด้วยจะทำนายได้แม่นยำกว่าซึ่งแสดงถึงการมีอยู่ของความผิดปกติตามปฏิทิน

Rengasamy Elango & Nabila Al Macki (2008) ศึกษาโดยสำรวจความไม่ปกติของตลาดจากวันหยุดสุดสัปดาห์ ซึ่งได้ถูกพบในตลาดที่พัฒนาแล้วและยังไม่พัฒนาทั่วโลกผลการศึกษาในประเทศอินเดียในการทดสอบ K-Y-test พบว่าผลตอบแทนในวันจันทร์ให้ผลเป็นลบ และต่ำกว่าวันอื่นในสัปดาห์ การทดสอบ Dummy Variable Regression ตรวจสอบ Weekend Effect พบว่า ผลของวันจันทร์เป็นลบ และตลาดให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดในวันพุธ

จิราพรรณ रिมนัส และ มุกธิดา กิจกอบชัย (2556) ศึกษาหาอิทธิพลของวันในสัปดาห์และอัตราส่วนราคาต่อกำไรอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารและกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยพบว่าอิทธิพลของวันในสัปดาห์ต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารและกลุ่มพลังงานทั้ง 5 ปีที่ทำการศึกษา โดยในหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารมีข้อมูลจำนวน 2 ปี ที่วันจันทร์มีอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ติดลบและแตกต่างจากวันอื่น และมีข้อมูลอีกจำนวน 2 ปี ที่วันอังคารมีอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เป็นบวกและแตกต่างจากวันอื่น ในหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน มีข้อมูลจำนวน 1 ปี ที่วันจันทร์มีอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ติดลบและแตกต่างจากวันอื่น และมีข้อมูลจำนวน 2 ปี ที่วันพุธและวันศุกร์มีอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เป็นบวกและแตกต่างจากวันอื่น

2.3 อิทธิพลของเดือน (Month Effects)

ปรากฏการณ์ Month Effect ถูกพบในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก โดยมาจากการศึกษาในอดีตจะพบความผิดปกติของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในเดือนมกราคมที่เรียกว่า January Effect โดยมักจะพบว่าราคาของหลักทรัพย์กลุ่มหนึ่งจะลดลงอย่างรวดเร็วในเดือนธันวาคม และกลับเพิ่มสูงขึ้นในเดือนมกราคมโดยเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดขนาดเล็ก เนื่องจากมีการทยอยขายหุ้นเพื่อเปลี่ยนเป็นเงินสดทั้งหมดของนักลงทุนต่างชาติเพื่อจะปิดงบการเงินสิ้นปี หรือนักลงทุนบางกลุ่มขายหุ้นที่มีผลขาดทุนเพื่อประโยชน์ทางภาษีในการนำผลขาดทุนหักผลกำไรตลอดปีที่ผ่านมาให้มีการเสียภาษีกำไรจากการเล่นหุ้นให้น้อยลง และจะกลับมาซื้อสะสมใหม่เพื่อปรับพอร์ตการลงทุนในช่วงต้นปี พฤติกรรมดังกล่าวส่งผลให้ดัชนีหลักทรัพย์ของไทยซึ่งมีเงินลงทุนจากต่างชาติเฉลี่ยปีละมากกว่าร้อยละ 30 มีราคาตลาดตงตอนใกล้สิ้นปี และปรับตัวสูงขึ้นในช่วงเดือนมกราคม โดยงานศึกษาในอดีตมีผู้ทำวิจัยวัดการเกิด January Effect ในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศแล้วมากมาย เช่นการศึกษาของ Rathinasamy & Mantripragada (1986) ศึกษาปรากฏการณ์ January Effect ในประเทศสหรัฐอเมริกา Haugen & Jorion (1996) ศึกษาปรากฏการณ์ January Effect ใน New York Stock Exchange การศึกษาของ Athanassakos (1992) ศึกษา January Effect ของตลาดแคนาดาการศึกษาเหล่านี้ได้ยืนยันการเกิดขึ้นจริงของปรากฏการณ์ January Effect ในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ

สำหรับในประเทศไทยงานศึกษาของวิษญาดา ฌนอมชาติ (2008) ศึกษาหัวข้อ การศึกษาความผิดปกติของผลตอบแทนในเดือนมกราคมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบการเกิด January Effect ในการวัดจากสูตรของ Threynor's และสูตรของ Sharpe แล้วทดสอบด้วยสถิติที (t-Test) แต่ไม่พบการเกิด January Effect จากการทดสอบโดยใช้แบบจำลอง ARCH-M ซึ่งให้เหตุผลว่าอาจเกิดเนื่องจากช่วงเวลาที่ทำการศึกษามีการเกิด January Effect เพียงบางปีเท่านั้น

อย่างไรก็ดีในปีล่าสุดงานศึกษาของ Ahsan & Sarkar (2013) ศึกษาการเกิดปรากฏการณ์ January Effect ใน Dhaka Stock Exchange (DSE) ประเทศบังคลาเทศพบว่าไม่มีการเกิด January Effect ขึ้นใน DSE แต่พบความผิดปกติในเดือนมิถุนายนที่มีผลตอบแทนเพิ่มมากกว่าปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดยการศึกษาใช้แบบจำลองในการทดสอบดังนี้

หาอัตราผลตอบแทนจากสมการ

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

โดยที่

R_t คือ ผลตอบแทนรายเดือนของดัชนี DSI

P_t คือ ราคาปิดของดัชนี DSI วันที่ t

P_{t-1} คือ ราคาปิดของดัชนี DSI วันที่ $t-1$

ทดสอบผลกระทบจากเดือนต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์โดยใช้สมการถดถอย

$$R_t = C + \beta_2 D_{\text{Feb}} + \beta_3 D_{\text{Mar}} + \beta_4 D_{\text{Apr}} + \beta_5 D_{\text{May}} + \beta_6 D_{\text{Jun}} \\ + \beta_7 D_{\text{Jul}} + \beta_8 D_{\text{Aug}} + \beta_9 D_{\text{Sep}} + \beta_{10} D_{\text{Oct}} + \beta_{11} D_{\text{Nov}} \\ + \beta_{12} D_{\text{Dec}} + \mu_t$$

โดยที่

R_t คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยส่วนเกินรายเดือน

D_i คือ ตัวแปรหุ่น โดยมีค่าเท่ากับ 1 สำหรับผลตอบแทนในเดือน i และ 0 สำหรับเดือนที่

เหลือ

β_2 ถึง β_{12} คือ ผลต่างระหว่างผลตอบแทนส่วนเกินในเดือนมกราคม กับ เดือนที่ i ของปี

μ_t คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของอัตราผลตอบแทน

2.4 อิทธิพลของวันหยุด (Holiday Effects)

ในอดีตมีงานวิจัยจากนักวิจัยหลายคน ที่ได้ทำการทดสอบการเกิดปรากฏการณ์ Holiday Effect โดยตรวจสอบหาความผิดปกติของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่างๆ ที่เกิดขึ้นในช่วงก่อนและหลังวันหยุด

Olga Dodd & Alex Gakhovich (2011) พบว่าการศึกษา 14 ตลาดในโซน Central and Eastern European พบปรากฏการณ์ Holiday Effect ปรากฏอยู่ โดยมีการให้ผลตอบแทนอย่างผิดปกติในช่วง Pre-holiday โดยเฉพาะช่วงต้นปี

Gulzar & Malik (2010) ศึกษาหัวข้อ Public Holiday's Effect in Pakistani Stock Market โดยทำการทดสอบการเกิด Holiday effect ในตลาดหุ้นปากีสถานโดยการศึกษาสำรวจกิจกรรมการซื้อขายหุ้นในวันก่อนและหลังของวันหยุดสาธารณะในปากีสถานและทำการทดสอบโดยใช้สมการถดถอยจากราคาปิดรายวันของ Karachi Stock Exchange 100 Index ช่วงปี 2000 ถึงปี 2009 พบว่าทั้งวันก่อนวันหยุดมีผลตอบแทนที่ปรับตัวลดลง แต่วันหลังวันหยุดให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนวันอื่น ๆ

Marrett & Worthington (2007) ศึกษาโดยทำการทดสอบการเกิด Holiday Effect โดยใช้ราคาปิดรายของกลุ่มอุตสาหกรรม และกลุ่มหุ้นขนาดเล็กใน Australian Stock Market ผลการศึกษาพบความผิดปกติในวันก่อนวันหยุดกับหุ้นกลุ่มขนาดเล็ก และพบความผิดปกติในวันก่อนวันหยุดที่รุนแรง ในกลุ่มอุตสาหกรรมค้าปลีก แต่ไม่พบการเกิด Post-Holiday ในหุ้นกลุ่มอื่น ๆ โดยใช้การวิจัยภายใต้แบบจำลองดังนี้

$$R_t = \lambda_0 + \lambda_1 \text{PRE_HOL} + \lambda_2 \text{POST_HOL} + \varepsilon_t$$

โดยที่

R_t คือ อัตราผลตอบแทน ณ วันที่ t

λ_0 คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย

λ_1 คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินในวันก่อนวันหยุด

λ_2 คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินในวันหลังวันหยุด

PRE_HOL คือ ตัวแปรหุ่นแทนวันก่อนวันหยุด (มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นวันก่อนวันหยุด) และ 0 สำหรับวันอื่น ๆที่ไม่ใช่วันก่อนวันหยุด

POST_HOL คือ ตัวแปรหุ่นแทนวันหลังวันหยุด (มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นวันหลังวันหยุด) และ 0 สำหรับวันอื่น ๆที่ไม่ใช่วันหลังวันหยุด

ε_t คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของอัตราผลตอบแทน



บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาอิทธิพลของวันหยุดและแต่ละเดือนในรอบปีที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หมวดพาณิชย์ในกลุ่มหลักทรัพย์ภาคบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผู้วิจัยได้กำหนดขอบเขตและวิธีการศึกษาดังนี้

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้รวบรวมข้อมูลจากราคาหลักทรัพย์ในหมวดค่าปลีกทั้งสิ้น 7 บริษัทดังตารางที่ 3.1 ตั้งแต่วันที่ 3 มกราคม พ.ศ.2549 ถึงวันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2558 รวม 10 ปี รวมทั้งสิ้น 2430 วันทำการและมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 16953 กลุ่มตัวอย่าง

ตารางที่ 3.1: ตารางแสดงรายชื่อหลักทรัพย์ในหมวดค่าปลีกที่ใช้เก็บข้อมูล

ชื่อย่อ	ชื่อเต็ม
BIGC	บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
BJC	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)
CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)
HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
LOXLEY	บริษัท ล็อกซเลีย์ จำกัด (มหาชน)
MINOR	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาค้นครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ทำการจัดเก็บรวบรวมข้อมูลจากราคาปิดของตลาดหลักทรัพย์ในหมวดพาณิชย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่วันที่ 1 เดือนมกราคม 2549 ถึง วันที่ 31 เดือนธันวาคม 2558 โดยรวบรวมข้อมูลจาก SET SMART และ ข้อมูลจากเอกสารเผยแพร่ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.3 การวิเคราะห์ข้อมูล

3.3.1 วิธีการคำนวณผลตอบแทน

การคำนวณผลตอบแทนของดัชนีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถหาได้จากสมการ

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \times 100\%$$

โดยที่

R_t คือ อัตราผลตอบแทน ณ วันที่ t

P_t คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t

P_{t-1} คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ $t-1$

การศึกษาอัตราผลตอบแทนรายวันที่คำนวณได้หลังจากคำนวณผลตอบแทนตามวิธีการข้างต้นแล้วมาทดสอบอิทธิพลของวันก่อนและหลังวันหยุดต่อผลตอบแทนที่ได้รับตามหัวข้อ 3.3.2

3.3.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares : OLS)

สำหรับทดสอบ Holiday Effect เพื่อตอบวัตถุประสงค์ของการศึกษาที่ต้องการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างวันหยุดและผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากแบบจำลองดังนี้

$$R_t = \alpha + \beta_1 D_{Pre} + \beta_2 D_{Post} + \varepsilon_t$$

โดยที่

R_t คือ อัตราผลตอบแทน ณ วันที่ t

α คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย

β_1 คือ ค่าประมาณอัตราผลตอบแทนส่วนต่างในวันก่อนวันหยุด

β_2 คือ ค่าประมาณอัตราผลตอบแทนส่วนต่างในวันหลังวันหยุด

D_{pre} คือ ตัวแปรหุ่นแทนวันก่อนวันหยุด (มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นวันก่อนวันหยุด และ 0 เมื่อเป็นวันอื่นๆที่ไม่ใช่วันก่อนวันหยุด)

D_{post} คือ ตัวแปรหุ่นแทนวันหลังวันหยุด (มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นวันหลังวันหยุด และ 0 เมื่อเป็นวันอื่นๆที่ไม่ใช่วันหลังวันหยุด)

ε_t คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของอัตราผลตอบแทน ณ วันที่ t

3.3.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares หรือ OLS)

สำหรับการทดสอบ Month Effect เพื่อตอบวัตถุประสงค์ของการศึกษาที่ต้องการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างเดือนและผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์หลักทรัพ์จากการศึกษาได้ใช้แบบจำลองดังต่อไปนี้

$$R_t = \gamma_0 + \theta_1 D_{Jan} + \theta_2 D_{Feb} + \theta_3 D_{Mar} + \theta_4 D_{Apr} + \theta_5 D_{May} + \theta_6 D_{Jun} + \theta_7 D_{Jul} + \theta_8 D_{Aug} + \theta_9 D_{Sep} + \theta_{10} D_{Oct} + \theta_{11} D_{Nov} + \varepsilon_t$$

โดยที่

R_t คือ อัตราผลตอบแทน

θ_0 คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย

D_{Jan} คือ ตัวแปรหุ่นแทนเดือนมกราคมโดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นเดือนมกราคม และ เท่ากับ 0 เมื่อเป็นเดือนอื่น

D_{Feb} คือ ตัวแปรหุ่นแทนเดือนกุมภาพันธ์โดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นเดือนกุมภาพันธ์ และ เท่ากับ 0 เมื่อเป็นเดือนอื่น

D_{Mar} คือ ตัวแปรหุ่นแทนเดือนมีนาคมโดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นเดือนมีนาคม และ เท่ากับ 0 เมื่อเป็นเดือนอื่น

D_{Apr} คือ ตัวแปรหุ่นแทนเดือนเมษายนโดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นเดือนเมษายน และ เท่ากับ 0 เมื่อเป็นเดือนอื่น

D_{May} คือ ตัวแปรหุ่นแทนเดือนพฤษภาคมโดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็น

- เดือนพฤษภาคม และ เท่ากับ 0 เมื่อเป็นเดือนอื่น
- D_{Jun} คือ ตัวแปรหุ่นแทนเดือนมิถุนายนโดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นเดือนมิถุนายน และ เท่ากับ 0 เมื่อเป็นเดือนอื่น
- D_{Jul} คือ ตัวแปรหุ่นแทนเดือนกรกฎาคมโดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นเดือนกรกฎาคม และ เท่ากับ 0 เมื่อเป็นเดือนอื่น
- D_{Aug} คือ ตัวแปรหุ่นแทนเดือนสิงหาคมโดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นเดือนสิงหาคม และ เท่ากับ 0 เมื่อเป็นเดือนอื่น
- D_{Sep} คือ ตัวแปรหุ่นแทนเดือนกันยายนโดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นเดือนกันยายน และ เท่ากับ 0 เมื่อเป็นเดือนอื่น
- D_{Oct} คือ ตัวแปรหุ่นแทนเดือนตุลาคมโดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นเดือนตุลาคม และ เท่ากับ 0 เมื่อเป็นเดือนอื่น
- D_{Nov} คือ ตัวแปรหุ่นแทนเดือนพฤศจิกายนโดยมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเป็นเดือนพฤศจิกายน และ เท่ากับ 0 เมื่อเป็นเดือนอื่น
- \mathcal{E}_t คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของอัตราผลตอบแทน ณ วันที่ t

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ในส่วนผลของการวิเคราะห์ข้อมูลเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อการอธิบายและการทดสอบสมมติฐาน Holiday Effect และ Month Effect โดยใช้ข้อมูลและกรอบแนวคิดตามที่กำหนดไว้ในบทที่ 3 ซึ่งข้อมูลดังกล่าวผู้วิจัยได้ตัดผลของราคาหลักทรัพย์ของ บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน) ออกเนื่องจากบริษัทดังกล่าวมีการเปลี่ยนผู้ถือหุ้นใหญ่จนเกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการบริหารขนาดใหญ่ซึ่งส่งผลต่อการราคาหลักทรัพย์อย่างมากในช่วงที่ทำการศึกษาจนอาจทำให้ผลการวิจัยไม่ถูกต้อง จึงทำการตัดออกเพื่อลดความเป็นอคติที่เกิดจากปัจจัยอื่น โดยแบ่งผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าวออกเป็น 2 ส่วนคือ การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตรวจสอบสมมติฐานด้วยแบบจำลองสมการถดถอยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares)

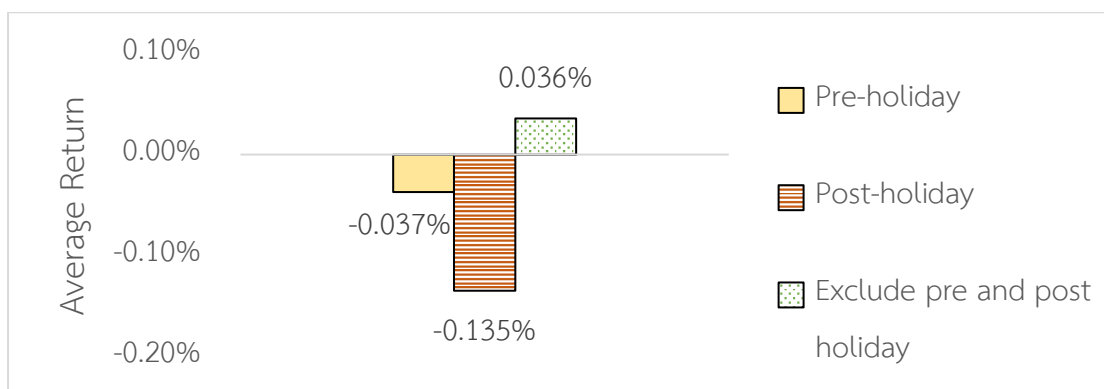
4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา

สถิติเชิงพรรณนาเป็นการอธิบายลักษณะของข้อมูลที่นำมาศึกษา โดยวิเคราะห์ข้อมูลในรูปค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Max) และ ค่าต่ำสุด (Min) ของอัตราผลตอบแทนรายวัน โดยจำแนกเป็นวันก่อนวันหยุด วันหลังวันหยุด และ แต่ละเดือนดังที่แสดงในตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1: ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราผลตอบแทนจำแนกเป็นวันก่อนวันหยุด วันหลังวันหยุด และ เดือนแต่ละเดือน

	Mean(%)	SD	Min(%)	Max(%)
ผลตอบแทนรวม	0.0292	4.28	-298.05	26.24
ผลตอบแทนรวมยกเว้นวันก่อนและหลังวันหยุด	0.0357	4.17	-298.05	26.24
ผลตอบแทนในวันก่อนวันหยุด	-0.0371	2.71	-33.52	7.04
ผลตอบแทนในวันหลังวันหยุด	-0.1347	7.90	-237.93	13.84

ภาพที่ 4.1: แผนภูมิแสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยแบ่งเป็นวันก่อนวันหยุด วันหลังวันหยุด และวันที่ไม่ใช่ทั้งก่อนและหลังวันหยุด



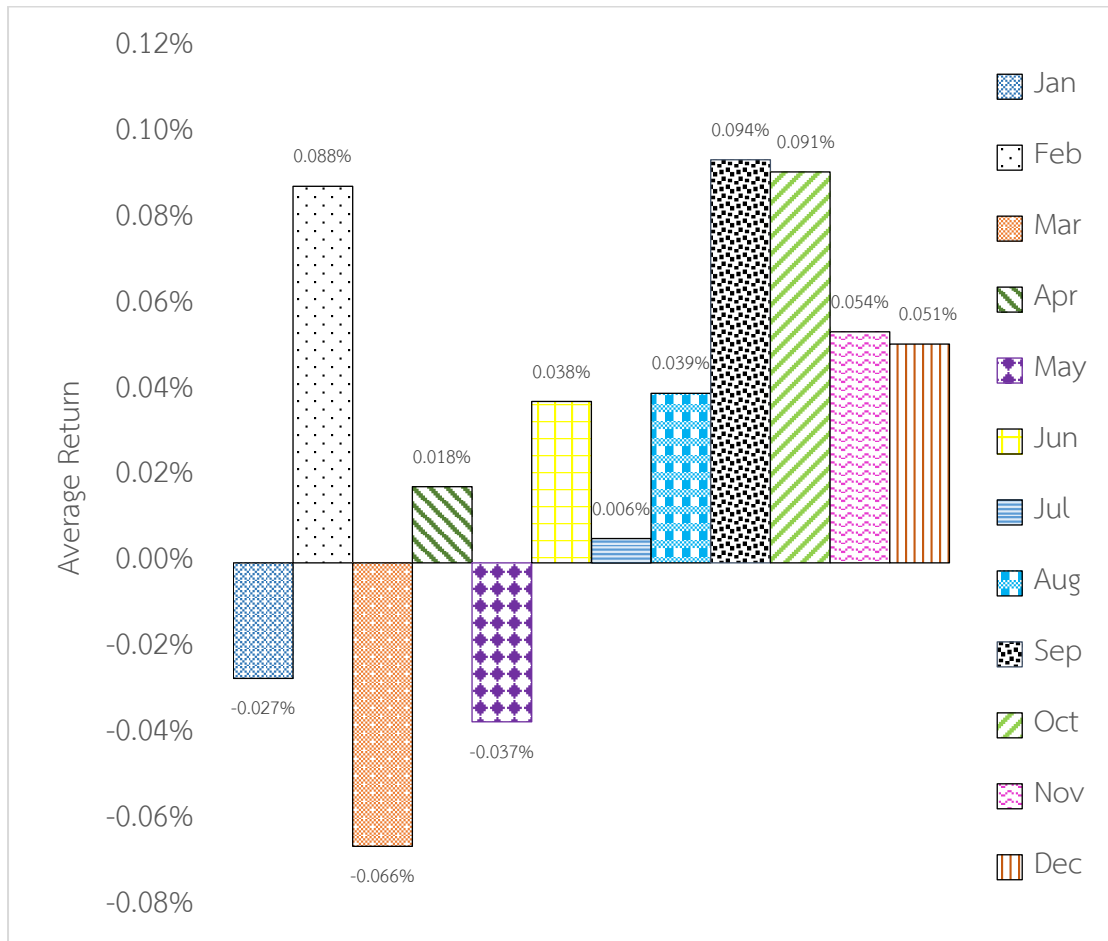
จากตารางที่ 4.1 และภาพที่ 4.1 พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาเท่ากับ 0.03% แต่หากตัดวันก่อนและหลังวันหยุดออกจะมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเพิ่มขึ้นเป็น 0.04% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.43 ผลตอบแทนต่ำสุดเท่ากับ ติดลบ 298.0% สูงสุดเท่ากับ 26.24% เมื่อดูเฉพาะผลตอบแทนเฉลี่ยของวันช่วงวันหยุดพบว่าทั้งวันก่อนและหลังวันหยุดมีผลตอบแทนเฉลี่ยติดลบ โดยวันก่อนวันหยุดมีค่าผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ ติดลบ 0.04% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 27.08 ค่าต่ำสุดเท่ากับ ติดลบ 33.52% ค่าสูงสุดเท่ากับ 7.04% และวันหลังวันหยุดมีผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ ติดลบ 0.13% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 7.90% ค่าต่ำสุดเท่ากับ ติดลบ 237.90% ค่าสูงสุดเท่ากับ 13.83%

ตารางที่ 4.2: ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราผลตอบแทนจำแนกเป็น
เดือนแต่ละเดือน

	Mean(%)	SD	Min(%)	Max(%)
ผลตอบแทนในเดือนมกราคม	-0.0269	2.53	-34.09	21.75
ผลตอบแทนในเดือนกุมภาพันธ์	0.0877	2.25	-14.31	15.30
ผลตอบแทนในเดือนมีนาคม	-0.0660	7.65	-298.05	20.76
ผลตอบแทนในเดือนเมษายน	0.0177	2.94	-66.73	23.39
ผลตอบแทนในเดือนพฤษภาคม	-0.0370	7.99	-298.05	10.82
ผลตอบแทนในเดือนมิถุนายน	0.0376	2.39	-18.37	22.42
ผลตอบแทนในเดือนกรกฎาคม	0.0057	2.87	-66.73	26.00
ผลตอบแทนในเดือนสิงหาคม	0.0395	6.32	-237.93	22.42
ผลตอบแทนในเดือนกันยายน	0.0939	2.36	-20.67	24.20
ผลตอบแทนในเดือนตุลาคม	0.0910	2.68	-33.52	26.24
ผลตอบแทนในเดือนพฤศจิกายน	0.0538	2.46	-20.67	26.00
ผลตอบแทนในเดือนธันวาคม	0.0510	2.45	-33.65	17.19

จากตารางที่ 4.2 และ ภาพที่ 4.2 เมื่อจำแนกอัตราผลตอบแทนออกเป็นแต่ละเดือนพบว่า
เดือนที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดคือเดือน กันยายน ตุลาคม และ กุมภาพันธ์ มีค่าเท่ากับ 0.09%
0.09% และ 0.09% ตามลำดับ เดือนที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดคือเดือน มีนาคม พฤษภาคม และ
มกราคม มีค่าเท่ากับ -0.07% -0.03% และ -0.04% ตามลำดับ

ภาพที่ 4.2: แผนภูมิแสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจำแนกเป็นเดือนแต่ละเดือน



4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุमान เพื่อตรวจสอบสมมติฐานด้วยแบบจำลองสมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares, OLS)

การวิจัยครั้งนี้ใช้วิธีการทางสถิติกำหนดตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม เพื่อทดสอบความผิดปกติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2 ปรากฏการณ์ คือ Month Effect และ Holiday Effect โดยใช้สมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างวันก่อนและหลังวันหยุด และเดือน ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

4.2.1 ผลของ Holiday Effect ต่อผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลของ Holiday Effect ต่อผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองสมการถดถอย ซึ่งในการวิจัยนี้จะแบ่งการทดสอบเป็นวันก่อนวันหยุดและวันหลังวันหยุดโดยมีสมมติฐานการวิจัย 2 ข้อหลักดังนี้

สมมติฐานข้อ 1 : วันก่อนวันหยุดมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

H_0 : วันก่อนวันหยุดไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

H_1 : วันก่อนวันหยุดมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

หรือ

$H_0 : \beta_1 = 0$

$H_1 : \beta_1 \neq 0$ โดย β_1 = ค่าประมาณอัตราผลตอบแทนส่วนต่างในวันก่อนวันหยุด

สมมติฐานข้อ 2 : วันหลังวันหยุดมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

H_0 : วันหลังวันหยุดไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

H_1 : วันหลังวันหยุดมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

หรือ

$H_0 : \beta_2 = 0$

$H_1 : \beta_2 \neq 0$ โดย β_2 = ค่าประมาณอัตราผลตอบแทนส่วนต่างในวันหลังวันหยุด

ตารางที่ 4.3: ตารางแสดงผลการทดสอบผลของ Holiday Effect ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์
Pre-holiday	-0.0516 (0.13)
Post-holiday	-0.2359 (0.13)*
Constant	0.0532 (0.03)

*คือระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%

จากตารางที่ 4.3 พบว่าตัวแปรวันก่อนวันหยุดให้อัตราผลตอบแทนเป็นบวกแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% กล่าวคือผลการศึกษายอมรับสมมติฐาน H_0 นั่นคือวันก่อนวันหยุดไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

ในขณะที่ตัวแปรวันหลังวันหยุดให้อัตราผลตอบแทนมีค่าเป็นลบที่ร้อยละ -0.236 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% กล่าวคือผลการศึกษาปฏิเสธสมมติฐาน H_0 นั่นคือวันหลังวันหยุดมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้ามคือผลตอบแทนของหลักทรัพย์หลังวันหยุดมีมูลค่าลดลง

4.2.2 ผลของ Month Effect ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลของ Month Effect ต่อผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองสมการถดถอย โดยมีสมมติฐานการวิจัยดังนี้

สมมติฐานข้อ 3 : เดือนแต่ละเดือนมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = \beta_8 = \beta_9 = \beta_{10} = \beta_{11} = 0$$

$$H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq \beta_5 \neq \beta_6 \neq \beta_7 \neq \beta_8 \neq \beta_9 \neq \beta_{10} \neq \beta_{11} \neq 0$$

โดย β_1 ถึง β_{11} = ค่าประมาณอัตราผลตอบแทนในแต่ละเดือน

จากตารางที่ 4.4 พบว่า เดือนเมษายนมีอัตราผลตอบแทนเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 90% ส่วนเดือนอื่น ๆ ให้ผลตอบแทนแตกต่างอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% เพราะฉะนั้นการทดสอบสมมติฐานจึงปฏิเสธ H_0 ในเดือนเมษายนและยอมรับ H_0 ในเดือนอื่น ๆ ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

โดย $\beta_{Apr} = 0.0026$ หมายความว่า อัตราผลตอบแทนของเดือนเมษายนจะสูงขึ้น 0.26% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 90%

ตารางที่ 4.4: ตารางแสดงผลการทดสอบผลของ Month Effect ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ด้วย

OLS

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์
January	0.0213 (0.15)
February	0.1815 (0.15)
March	0.2386 (0.15)
April	0.2586 (1.53)*
May	0.0590 (0.15)
June	0.0669 (0.15)
July	0.1466 (0.15)

*คือระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 4.4: (ต่อ) ตารางแสดงผลการทดสอบผลของ Month Effect ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ด้วย OLS

ตั้งแปร	ค่าสัมประสิทธิ์
August	0.1309 (0.15)
September	0.0684 (0.15)
October	-0.2277 (0.15)
November	0.1417 (0.15)
Constant	-0.0507 (0.11)

บทที่ 5

สรุปและอภิปรายผล

การศึกษาปรากฏการณ์วันหยุด และ ผลของเดือน ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นี้ได้ทำการศึกษาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ โดยรวบรวมข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนให้หมวดพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี พ.ศ. 2549 ถึง พ.ศ. 2558 รวม 10 ปี จากกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 7 บริษัท สามารถสรุปผลการวิจัยได้ดังนี้

5.1 สรุปผล

ในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาปรากฏการณ์ความผิดปกติในตลาดหลักทรัพย์ด้วยกัน 2 ปรากฏการณ์ที่มีกพบและเป็นที่สนใจของนักวิจัยและนักลงทุนทั่วโลกคือ Holiday Effect และ Month Effect ซึ่งการทดสอบผลดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ผลดังนี้

5.1.1. ผลกระทบจาก Holiday Effect

ผลกระทบจาก Holiday เป็นการศึกษาปรากฏการณ์ Holiday Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาในบริษัทหมวดพาณิชย์ทั้งหมดที่มีข้อมูลย้อนหลัง 10 ปี คือ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 ถึง พ.ศ. 2558 กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 7 บริษัท รวมทั้งสิ้น 2430 วันทำการและมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 16953 กลุ่มตัวอย่าง เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างวันหยุดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ โดยนำข้อมูลเป็นรายวันมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทน เพื่อหาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย และอัตราผลตอบแทนของเฉพาะวันก่อนและหลังวันหยุด ระยะเวลา 10 ปีที่ผ่านมา ค่าที่ได้มาวิเคราะห์หาการเกิดปรากฏการณ์ความผิดปกติ Holiday Effect ว่ามีผลกระทบหรือไม่ และสามารถสรุปได้ว่าพบการเกิด Holiday Effect โดยในวันหลังวันหยุด ผลตอบแทนในช่วงหลังวันหยุดจะมีค่าลดลงอย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบผลกระทบของวันก่อนวันหยุดต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ผลการศึกษามีความสอดคล้องกับงานศึกษาในตลาดต่างประเทศเช่นงานของ Olga Dodd & Alex Gakhovich (2011), Marrett & Worthington (2007) และ Gulzar & Malik (2010) ที่พบความผิดปกติในช่วงวันหยุดยาวเหมือนกัน

5.1.2. ผลกระทบจาก Month Effect

ผลกระทบจาก Month Effect เป็นการศึกษาปรากฏการณ์ Month Effect ที่มักเจอกันในรูปของ January Effect หรือความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนในเดือนมกราคม โดยได้ศึกษาโดยผลการคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยแบบเดียวกันกับการวิเคราะห์ Holiday Effect มาวิเคราะห์โดย แบบจำลองผลการศึกษาพบว่า มีความผิดปกติในเดือนเมษายนโดยในเดือนเมษายนมีอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงขึ้นอย่างมีนัยยะสำคัญทางสถิติ แต่กลับไม่พบปรากฏการณ์ January Effect ซึ่งมักมีรายงานการพบกันอยู่ทั่วโลกผลการศึกษาจึงไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาในตลาดต่างประเทศ เช่นงานของ Haugen & Jorion (1996), Rathinasamy & Mantripragada (1986) และ Athanassakos (1992)

5.2 ข้อเสนอแนะในงานวิจัย

5.2.1 การวิจัยพบความผิดปกติในวันหลังวันหยุดตั้งนั้นมีโอกาสที่ราคาหลักทรัพย์ในหมวดพาณิชย์จะปรับตัวลดลงนักลงทุนจึงควรขายหลักทรัพย์ในหมวดดังกล่าวออกก่อนวันหยุดยาวเพื่อเพิ่มโอกาสทำกำไรได้สูงขึ้น

5.2.2 ผลการวิจัยพบการเกิด Month Effect ในเดือนเมษายน พบว่ามีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในเดือนเมษายนที่สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงแนะนำให้ให้นักลงทุนทำการซื้อหลักทรัพย์ในหมวดพาณิชย์ก่อนเข้าสู่เดือนเมษายนเพื่อรอขายทำกำไร

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไปในอนาคต

5.3.1 ข้อมูลที่นำมาศึกษาในครั้งนี้เป็นเพียงข้อมูลเฉพาะของบริษัทที่จดทะเบียนในหมวดค้าปลีก อาจไม่ครอบคลุมพอสำหรับการประกอบการตัดสินใจลงทุน จึงควรศึกษาข้อมูลในหลักทรัพย์หมวดอื่น ๆ เพิ่มเติม

5.3.2 การศึกษารั้งนี้เป็นการวิเคราะห์เพียงผลตอบแทนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เท่านั้น แต่ผลตอบแทนหลักทรัพย์ยังคงมีในรูปของเงินปันผล จึงควรมีการศึกษาเพิ่มเติมโดยรวมผลตอบแทนอื่น ๆ เพื่อให้มีความครอบคลุมมากยิ่งขึ้น

บรรณานุกรม

- จิรัตน์ สังข์แก้ว. (2544). *การลงทุน* (พิมพ์ครั้งที่ 4). กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- จิราพรรณ ริมพนัส และ มุกธิดา กิจกอบชัย. (2556). *อิทธิพลของวันในสัปดาห์ และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารและกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. จุฬานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยศิลปากร.
- จัญจนา กุลวานิช. (2554). *การศึกษาพฤติกรรมแก้ตามกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- มัลลิกา ชัยมหาศาล. (2548). *การทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- วิษญาดา ถนอมชาติ. (2008). *การศึกษาความผิดปกติของผลตอบแทนในเดือนมกราคมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- Ahsan, A. F. M., & Sarkar, A. H. (2013). Does january effect exist in bangladesh? *International Journal of Business and Management*, 8(7), 82-89.
- Athanassakos, G. (1992). Portfolio rebalancing and the january effect in canada. *Financial Analysts Journal*, 48(6), 67-78.
- Dodd, O. & Gakhovich, A. (2011). The holiday effect in central and eastern european financial markets. *Investment Management and Financial Innovations*, 8(4), 29-35.
- Dumitriu, R. & et al. (2012). *Holiday Effects on The Romanian Stock Market*. Unpublished master's thesis, Dunarea de Jos of Galati University, Romania.
- Gulzar, S., & Malik, N. Y. (2010). *Public Holiday's Effect in Pakistani Stock Market*. Unpublished master's thesis, COMSATS Institute of Information Technology, Pakistan.
- Haugen, R., & Jorion, P. (1996). The january effect: Still there after all these years. *Financial Analysts Journal*, 52(1), 27-31.
- Hwang, S., & Salmon, M. (2004). Market stress and herding. *Journal of Empirical Finance*, 11, 585-616.
- Holden, K. & et al. (2005). The asian crisis and calendar effects on stock returns in thailand. *European journal of operational research*, 163, 242-252.

- Marrett, G., & Worthington, A. C. (2007). *An Empirical Note on The Holiday Effect in The Australian Stock Market, 1996-2006*. Unpublished doctoral dissertation, University of Wollongong, Australian.
- Macki, N. A., & Elango, R. (2008). *Monday Effect and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence*. Unpublished doctoral dissertation, Department of Business Management Majan College, Oman.
- Rathinasamy, R. S., & Mantripragada, K. G. (1996). The January size effect revisited: is it a case of risk mismeasurement? *Journal of financial and strategic decisions*, 9(3), 9-14.
- Zhu, N., & Goetzmann, W. N. (2005). Rain or shine: Where is the weather effect? *European Financial Management*, 11(5), 559–578.





ภาคผนวก

lnreturn Coef.	Coefficient	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
Preholiday	-.0005	.0013	-0.39	0.698	-.0031 .0021
Postholiday	-.0024	.0013	-1.77	0.077	-.0050 .0003
_cons	.0005	.0003	1.69	0.091	-.0001 .0011

lnreturn Coef.	Coefficient	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
jan	.0002	.0015	0.14	0.885	-.0027 .0031
feb	.0018	.0015	1.21	0.225	-.0011 .0048
mar	.0024	.0015	1.63	0.102	-.0005 .0052
api	.0026	.0015	1.69	0.092	-.0004 .0056
may	.0005	.0015	0.39	0.696	-.0023 .0035
jun	.0007	.0015	0.46	0.649	-.0022 .0035
jul	.0015	.0015	0.99	0.321	-.0014 .0044
aug	.0013	.0015	0.89	0.375	-.0016 .0042
sep	.0007	.0015	0.47	0.641	-.0022 .0036
oct	-.0023	.0015	-1.55	0.120	-.0052 .0006
nov	.0014	.0015	0.97	0.333	-.0015 .0043
_cons	-.0005	.0011	-0.48	0.634	-.0026 .0016

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-นามสกุล

ชุติมันต์ วิศิษฐวานิชย์

อีเมล

chutimun.visi@bumail.net

ประวัติการศึกษา

ปริญญาตรี คณะวิศวกรรมศาสตร์ สาขา

วิศวกรรมวัสดุ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ 2556



มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิในวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

วันที่ 15 เดือน มิถุนายน พ.ศ. 2559

ข้าพเจ้า (นาย/นาง/นางสาว) ชุตินันต์ วิเศษวานิชย์ อยู่บ้านเลขที่ 384

ซอย - ถนน สุขุมวิท 5 ตำบล/แขวง ท่าแร้ง

อำเภอ/เขต บางเขน จังหวัด กรุงเทพมหานคร รหัสไปรษณีย์ 10220

เป็นนักศึกษาของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ รหัสประจำตัว 7576200217

ระดับปริญญา ตรี โท เอก

หลักสูตร บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชา - คณะ บริหารธุรกิจ

ซึ่งต่อไปนี้เรียกว่า “ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ” ฝ่ายหนึ่ง และ

มหาวิทยาลัยกรุงเทพ ตั้งอยู่เลขที่ 119 ถนนพระราม 4 แขวงพระโขนง เขตคลองเตย

กรุงเทพมหานคร 10110 ซึ่งต่อไปนี้เรียกว่า “ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ” อีกฝ่ายหนึ่ง

ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ และ ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ ตกลงทำสัญญากันโดยมีข้อความดังต่อไปนี้


ข้อ 1. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิขอรับรองว่าเป็นผู้สร้างสรรค์และเป็นผู้มีสิทธิแต่เพียงผู้เดียวในงานสารนิพนธ์/วิทยานิพนธ์หัวข้อ การศึกษากวามขัดแย้งของตลาดหลักทรัพย์ : อิทธิพล - ของวันหยุด และเงื่อนไขของตลาด


ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ (ต่อไปนี้เรียกว่า “สารนิพนธ์/วิทยานิพนธ์”)


ข้อ 2. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิตกลงยินยอมให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิโดยปราศจากค่าตอบแทนและไม่มีกำหนดระยะเวลาในการนำสารนิพนธ์/วิทยานิพนธ์ ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ต่อสาธารณชน ให้เข้าต้นฉบับหรือสำเนาอื่น ให้ประโยชน์อันเกิดจากลิขสิทธิ์แก่ผู้อื่น อนุญาตให้ผู้อื่นใช้สิทธิโดยจะกำหนดเงื่อนไขอย่างหนึ่งอย่างใดด้วยหรือไม่ก็ได้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน หรือการกระทำอื่นใดในลักษณะทำนองเดียวกัน


ข้อ 3. หากกรณีมีข้อขัดแย้งในปัญหาสิทธิในสารนิพนธ์/วิทยานิพนธ์ระหว่างผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิกับบุคคลภายนอกก็ดี หรือระหว่างผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิกับบุคคลภายนอกก็ดี หรือมีเหตุขัดข้องอื่น ๆ เกี่ยวกับลิขสิทธิ์ อันเป็นเหตุให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิไม่สามารถนำงานนั้นออกทำซ้ำ เผยแพร่ หรือโฆษณาได้ ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิยินยอมรับผิดชอบและชดเชยค่าเสียหายแก่ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิในความเสียหายต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นแก่ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิทั้งสิ้น

สัญญาที่สร้างขึ้นสองฉบับ มีข้อความเป็นอย่างเดียวกัน คู่สัญญาได้อ่านและเข้าใจข้อความในสัญญาโดยละเอียดแล้ว จึงได้ลงลายมือชื่อให้ไว้เป็นสำคัญต่อหน้าพยาน และเก็บรักษาไว้ฝ่ายละฉบับ

ลงชื่อ... ...ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ
(นาย ชูรัตน์ วิเศษวานิชย์)

ลงชื่อ... ...ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ
(ดร.ชนันนา รอดสุทธิ)
ผู้อำนวยการสำนักหอสมุดและศูนย์การเรียนรู้

ลงชื่อ... ...พยาน
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์กฤติกา ลีมล่าววัลย์)
รองคณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

ลงชื่อ... ...พยาน
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.เกษมสันต์ พิพัฒน์ศิริศักดิ์)
ผู้อำนวยการหลักสูตร/ ผู้รับผิดชอบหลักสูตร