



# Relationship Between Week-Four Effect, Bad News, Volume, and Day-of-The-Week Effect in The Stock Exchange of Thailand

Chitchanok Jaiphun\*

Anin Rupp\*\*

Submitted: May 3, 2022 / Accepted: June 6, 2022

## Abstract

This study examines the relationship between the week-four effect, bad news, volume, and day-of-the-week effect in the Stock Exchange of Thailand during the period of January 1, 2010 to December 31, 2019. The results show that the averaged Monday return is the lowest and significantly negative, while the averaged Friday return is the highest and significantly positive.

The authors tested possible explanations for this day-of-the-week effect by showing that the negative returns on Mondays are significantly concentrated in the last two weeks of the month (the fourth and fifth weeks of the month), while the positive returns on Mondays are significantly concentrated in the third week of the month. Moreover, the results find the lowest Monday averaged returns are confined to periods of negative market returns or bad news environments. Furthermore, the results show the lowest volume is found on Monday while the highest volume is found on Thursday.

The results of this study find that the week-four effect, bad news, and volume have a significantly relationship with day-of-the-week effect in The Stock Exchange of Thailand.

**Keywords:** Day-of-The-Week Effect; Monday Effect; Week-Four Effect; Bad News; Volume; The Stock Exchange of Thailand

---

\* Department of Finance, Chiang Mai University Business School

\*\* Ph.D., Department of Finance, Chiang Mai University Business School



## ความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบของสัปดาห์ที่ 4 ข่าวร้าย ปริมาณการซื้อขาย กับผลกระทบของวันในสัปดาห์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ชิตชนก ใจฝัน\*  
อนิล รุพ\*\*

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้ เป็นการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบของสัปดาห์ที่ 4 (Week-Four Effect) ข่าวร้าย และปริมาณการซื้อขาย กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2562 ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ ในวันจันทร์มีค่าเป็นลบ และมีค่าต่ำสุด ขณะที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันศุกร์มีค่าเป็นบวก และมีค่าสูงสุด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผู้ศึกษาได้ทดสอบเพื่อหาคำอธิบายที่เป็นไปได้เกี่ยวกับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นลบ และมีค่าต่ำสุดในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน (สัปดาห์ที่ 4 หรือสัปดาห์ที่ 5) ขณะที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นบวก และมีค่าสูงสุดในสัปดาห์ที่ 3 ของเดือน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ ยังพบอีกว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นลบ และมีค่าต่ำสุดในช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นลบ (ข่าวร้าย) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังพบอีกว่า ปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันจันทร์มีค่าต่ำสุด ขณะที่ปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันพฤหัสบดีมีค่าสูงสุด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ท้ายที่สุดแล้ว จึงสามารถสรุปได้ว่า ผลกระทบของสัปดาห์ที่ 4 (Week-Four Effect) ข่าวร้าย และปริมาณการซื้อขาย มีความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

**คำสำคัญ:** ผลกระทบของวันในสัปดาห์; ผลกระทบของสัปดาห์ที่ 4; ข่าวร้าย; ปริมาณการซื้อขาย; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

\* ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

\*\* ดร. ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

## บทนำ (Introduction)

ทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH) ที่ได้นำเสนอโดย Fama (1970) กล่าวว่าเมื่อตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ นักลงทุนจะไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยส่วนเกินปกติจากการลงทุนได้ ต่อมาการศึกษาที่พบว่าขัดแย้งกับทฤษฎีนี้ โดยเริ่มจากการศึกษาของ French (1980) และ Gibbons and Hess (1981) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์ติดลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งปรากฏการณ์ที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันใดวันหนึ่งสูงกว่าหรือต่ำกว่าวันอื่นๆ ในสัปดาห์ สามารถเรียกอีกชื่อหนึ่งได้ว่า ผลกระทบของวันในสัปดาห์ (Day-of-The-Week Effect) ต่อมาจากการศึกษาของ Fama, Gibbons and Blume (1988) ทำให้ทราบว่าสภาพแวดล้อมของตลาดมีผลทำให้เกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect โดยวันจันทร์จะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุด เฉพาะเมื่อตลาดมีสภาพแวดล้อมที่เต็มไปด้วยข่าวร้าย และยังพบอีกว่า ปริมาณการซื้อขายของวันจันทร์ลดลงเป็นอย่างมากเมื่อเทียบกับวันอื่นๆ ในสัปดาห์ นอกจากนี้ การศึกษาของ Abraham and Ikenberry (1994) ยังทำให้ทราบอีกว่า นักลงทุนรายย่อยมักซื้อหุ้นในวันศุกร์และขายหุ้นในวันจันทร์ ทำให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์มีแนวโน้มที่จะติดลบและต่ำกว่าวันทำการอื่นๆ ต่อมาเป็นการศึกษาของ Wang, Li and Erickson (1997) ที่พบว่า ปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect จะเกิดขึ้นเฉพาะในช่วงสัปดาห์สุดท้าย (สัปดาห์ที่ 4 หรือสัปดาห์ที่ 5) ของเดือนเท่านั้น โดยจากการศึกษาเพิ่มเติมของ Sun and Tong (2002) ได้ให้เหตุผลว่า ช่วงปลายเดือนเป็นช่วงที่นักลงทุนรายย่อยจะขายหุ้น และมีแนวโน้มจะกลับมาซื้ออีกครั้งตอนต้นเดือนถัดไป ซึ่งเป็นช่วงที่เงินเดือนออก ดังนั้นอัตราผลตอบแทนในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือนจึงมีค่าน้อยกว่าสัปดาห์อื่นๆ

ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จึงจัดทำขึ้นเพื่อหาคำอธิบายที่เป็นไปได้สำหรับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการทดสอบใน 3 ประเด็นหลัก ที่มีความสัมพันธ์กับการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์ของต่างประเทศ ได้แก่ ผลกระทบของสัปดาห์ที่ 4 (Week-Four Effect) ข่าวร้าย และปริมาณการซื้อขาย ทั้งนี้ แม้ว่าในอดีตจะมีผลการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ของต่างประเทศมาแล้วก็ตาม แต่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่มีผลการศึกษาที่ชัดเจน จึงยังค่อนข้างคลุมเครือว่าปัจจัยเหล่านี้จะมีความสัมพันธ์กับการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ ดังนั้นในการศึกษาค้นคว้านี้จะช่วยให้ทราบข้อเท็จจริงต่างๆ ซึ่งสามารถนำมาใช้เป็นประโยชน์ในการตัดสินใจเพื่อการลงทุน รวมถึงสามารถนำไปศึกษาต่อยอดในอนาคตได้

## วัตถุประสงค์งานวิจัย (Research Objective)

1. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบของสัปดาห์ที่ 4 (Week-Four Effect) ข่าวร้าย และปริมาณการซื้อขาย กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect
2. เพื่อหาคำอธิบายที่เป็นไปได้สำหรับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อเปรียบเทียบผลการศึกษาระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศว่า “ผลกระทบของสัปดาห์ที่ 4 (Week-Four Effect) ข่าวร้าย และปริมาณการซื้อขาย มีความสัมพันธ์กับการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect” เป็นสิ่งที่เกิดขึ้นกับทั้ง 2 ตลาด หรือเกิดขึ้นเฉพาะตลาด



## การทบทวนวรรณกรรม (Literature Reviews)

Fama (1970) ได้นำเสนอข้อสมมติฐานเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis: EMH) เชื่อว่าตลาดที่มีประสิทธิภาพ คือ ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องเรียบร้อยแล้ว หากตลาดมีประสิทธิภาพ ข้อมูลข่าวสารใหม่ที่เกี่ยวข้องนั้นจะสะท้อนไปยังราคาหลักทรัพย์อย่างรวดเร็ว ซึ่งเป็นการบ่งบอกว่าตลาดมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารอย่างมีเหตุผล (Rational) และราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนไปตามข้อมูลข่าวสารเท่านั้น

ต่อมามีการศึกษาเพื่อทดสอบสมมติฐานของแนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพกันอย่างแพร่หลาย ทั้งตลาดในประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market) รวมไปถึงตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) ซึ่งจากการศึกษาพบว่า ในความเป็นจริงพฤติกรรมการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้น ไม่ได้เป็นไปตามข้อสมมติของแนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ และสามารถก่อให้เกิดโอกาสการกำไรรูปแบบผิดปกติ (Abnormal Returns) ได้ โดยการค้นพบทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance) ที่เสนอว่า การตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนไม่ได้มีเหตุผล เนื่องจากการตัดสินใจของนักลงทุนนั้นมักมีอคติและเอนเอียง (Biased) ซึ่งเกิดจากอารมณ์และจิตวิทยา มีการศึกษาจำนวนมากที่ค้นพบปรากฏการณ์เหนือทฤษฎี (Anomalies) เช่น ผลกระทบของปฏิทิน (Calendar Effect) ไม่ว่าจะเป็นปรากฏการณ์ Monday Effect หรือ Day-of-The-Week Effect ที่มักพบว่า อัตราผลตอบแทนในวันจันทร์นั้น โดยเฉลี่ยมักจะติดลบ และต่ำกว่าวันอื่นๆ ของสัปดาห์ ปรากฏการณ์ Week-Four Effect หรือ Week-of-The-Month Effect ที่มักพบว่า อัตราผลตอบแทนในสัปดาห์สุดท้ายของเดือน (สัปดาห์ที่ 4 หรือสัปดาห์ที่ 5) นั้น โดยเฉลี่ยมักจะติดลบ และต่ำกว่าสัปดาห์ๆ ของเดือน เป็นต้น การค้นพบเหล่านี้จึงสามารถอธิบายเป็นนัยได้ว่า ลักษณะดังกล่าวอาจเป็นความผิดปกติของตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพ

### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

มีการศึกษาหลายงานที่ยืนยันว่า พบปรากฏการณ์เหนือทฤษฎี (Anomalies) ในตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ เกือบทั่วโลก และให้คำอธิบายว่าเป็นปรากฏการณ์หนึ่งที่เกิดขึ้นจากความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ เช่น การศึกษาของ French (1980) ที่ได้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนของดัชนี S&P500 ในแต่ละวันในสัปดาห์ว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ โดยพบว่าอัตราผลตอบแทนของวันจันทร์ติดลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับการศึกษาของ Gibbons and Hess (1981) ที่ได้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนของดัชนี S&P500 ก็พบว่า อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์มีค่าน้อยกว่าศูนย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกัน ซึ่งเป็นสิ่งที่ยืนยันว่าพบปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

นอกจากนี้ยังมีการศึกษาเพิ่มเติมในตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ นอกเหนือจากสหรัฐอเมริกา ทั้งตลาดในประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market) และตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) ต่างก็พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยนั้นติดลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในวันจันทร์เช่นเดียวกัน เช่น การศึกษาของ Jeffrey and Westerfield (1985) ที่ได้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนของดัชนีหุ้นใน 4 ประเทศ ได้แก่ ญี่ปุ่น สหราชอาณาจักร แคนาดา และออสเตรเลีย ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์ติดลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหราชอาณาจักรและแคนาดา แล้วยังพบอีกว่า อัตราผลตอบแทนของวันอังคารติดลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นและออสเตรเลีย โดยให้เหตุผลว่าเป็นเพราะความแตกต่างกันของโซนเวลา (Time Zone Difference) จึงอาจได้รับผลกระทบ (Spillover) จากวันจันทร์ที่ติดลบในประเทศสหรัฐอเมริกาและส่งต่อมายังวันอังคารในประเทศแถบเอเชีย และ

การศึกษาของ Aggarwal and Rivoli (1989) ที่ได้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนของดัชนีหุ้นใน 4 ประเทศ ได้แก่ ฮองกง สิงคโปร์ มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ ซึ่งทั้งหมดนี้ล้วนเป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์และวันอังคารติดลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในทุกประเทศที่ทำการศึกษา โดยให้เหตุผล เช่นเดียวกับการศึกษาของ Jeffrey and Westerfield (1985) ว่าเป็นผลกระทบเนื่องจากความแตกต่างกันของโซนเวลา (Time Zone Difference)

ต่อมาได้มีการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect อย่างละเอียด เพื่อหาคำอธิบายที่เป็นไปได้ของการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect เช่น การศึกษาของ Fische, Gosnell and Laser (1993) ที่ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพแวดล้อมของตลาด และปริมาณการซื้อขาย กับผลกระทบของวันในสัปดาห์ ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้อัตราผลตอบแทนของดัชนี S&P500 ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม ค.ศ. 1962 ถึงเดือนธันวาคม ค.ศ. 1986 ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์จะต่ำที่สุดเฉพาะในช่วงเวลาที่อัตราผลตอบแทนของตลาดติดลบ หรือในช่วงที่ตลาดมีสภาพแวดล้อมที่เต็มไปด้วยข่าวร้ายเท่านั้น แต่ไม่พบว่าวันจันทร์ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดเมื่อตลาดมีสภาพแวดล้อมที่เต็มไปด้วยข่าวดี นอกจากนี้ยังพบอีกว่า ปริมาณการซื้อขายของวันจันทร์ลดลงเป็นอย่างมาก เมื่อเทียบกับวันอื่นๆ ในสัปดาห์ และการศึกษาของ Abraham and Ikenberry (1994) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่องนักลงทุนรายย่อย และผลกระทบของวันในสัปดาห์ โดยใช้ CRSP Value-Weighted Return (VWR) และ Equal-Weighted Return (EWR) Series ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) ทำการศึกษาตั้งแต่ ค.ศ. 1963-ค.ศ. 1991 ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์โดยเฉลี่ยมีค่า  $-0.61\%$  และสามารถอธิบายได้ด้วยพฤติกรรมกรรมการซื้อขายของนักลงทุนรายย่อย โดยนักลงทุนรายย่อยมักขายหุ้นในวันจันทร์ เนื่องจากผู้ลงทุนรวบรวมข้อมูลข่าวสารในช่วงสุดสัปดาห์ และกลัวผลกระทบจากเหตุการณ์เชิงลบ จึงตัดสินใจขายมากกว่าซื้อในวันจันทร์ ทำให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์มีแนวโน้มที่จะติดลบ และต่ำกว่าวันทำการอื่นๆ นอกจากนี้ยังพบอีกว่า หากอัตราผลตอบแทนของวันศุกร์ก่อนหน้าติดลบ จะทำให้อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์จะติดลบเกือบ 80%

นอกเหนือจากปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect แล้ว ยังได้มีการค้นพบปรากฏการณ์เหนือทฤษฎี (Anomalies) อีกรูปแบบหนึ่ง จากการศึกษาของ Kohli and Kohers (1992) ที่ได้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนของดัชนี S&P Composite ในแต่ละสัปดาห์ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม ค.ศ. 1962 ถึงเดือนมิถุนายน ค.ศ. 1990 ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนในช่วงสัปดาห์แรกของเดือนจะมีค่าเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งปรากฏการณ์ที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของสัปดาห์ใดสัปดาห์หนึ่งสูงกว่าหรือต่ำกว่าสัปดาห์อื่นๆ ในเดือน หรือมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ไม่ปกติ (Abnormal Return) นั้น สามารถเรียกอีกชื่อหนึ่งได้ว่า Week-of-The-Month Effect และการศึกษาของ Hensel and Ziemba (1996) ที่ได้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนของดัชนี S&P500 ตั้งแต่ ค.ศ. 1928-ค.ศ. 1993 ผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ต่ำอย่างผิดปกติในช่วง 4 วันทำการสุดท้ายของเดือน และไม่เพียงแค่อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์เท่านั้น แต่อัตราผลตอบแทนของวันอื่นๆ ยังลดลง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วง 4 วันทำการสุดท้ายของเดือนด้วย

ต่อมาเป็นการศึกษาของ Wang, Li and Erickson (1997) ที่ได้ทำการศึกษาลักษณะเชิงประจักษ์เกี่ยวกับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect และปรากฏการณ์ Week-of-The-Month Effect ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้อัตราผลตอบแทนของดัชนี NYSE-AMEX และดัชนี Nasdaq ทำการศึกษาตั้งแต่เดือนกรกฎาคม ค.ศ. 1962 ถึงเดือนธันวาคม ค.ศ. 1993 ผลการศึกษาพบว่า ปรากฏการณ์ Day-of-the-Week Effect เกิดขึ้นในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน (สัปดาห์ที่ 4 หรือสัปดาห์ที่ 5) เท่านั้น โดยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในวันจันทร์ของ 3 สัปดาห์แรกของเดือนไม่ได้แตกต่างจากศูนย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังพบอีกว่า ความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของครึ่งแรกของเดือน



และครึ่งหลังของเดือนไม่แตกต่างกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อไม่รวมอัตราผลตอบแทนของวันจันทร์ และการศึกษาของ Sun and Tong (2002) ที่ได้ทำการศึกษาด้อยอดจากการศึกษาของ Wang, Li and Erickson (1997) ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์จะติดลบในวันที่ 18-26 ของเดือน และสามารถอธิบายได้อย่างสมบูรณ์หากอัตราผลตอบแทนของวันศุกร์ก่อนหน้าติดลบด้วย นอกจากนี้ยังพบด้วยว่า ไม่เพียงแค่อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์เท่านั้น แต่อัตราผลตอบแทนของวันอื่นๆ ยังลดลง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วงสัปดาห์ที่ 4 หรือสัปดาห์ที่ 5 ของเดือนด้วย การค้นพบเหล่านี้เกี่ยวข้องกับ การซื้อขายและพฤติกรรมของนักลงทุนรายย่อย กล่าวคือในช่วงปลายเดือนเป็นช่วงที่บุคคลมีภาวะค่าใช้จ่ายสะสมเป็นจำนวนมาก จึงต้องการสภาพคล่องสูง ในช่วงปลายเดือนจึงเป็นช่วงที่นักลงทุนรายย่อยจะขายหุ้นและมีแนวโน้มจะกลับมาซื้ออีกครั้งตอนต้นเดือนถัดไปซึ่งเป็นช่วงที่เงินเดือนออก ดังนั้นอัตราผลตอบแทนในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือนจึงมีค่าน้อยกว่าสัปดาห์อื่นๆ และการศึกษาของ Brusa and Liu (2004) ที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect และปรากฏการณ์ Week-of-The-Month Effect ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้อัตราผลตอบแทนของดัชนี Nasdaq, CRSP Value-Weighted Return (VWR), S&P500, DJIA และ NYSE Composite ทำการศึกษาตั้งแต่ ค.ศ. 1988-ค.ศ. 1998 ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในสัปดาห์แรกและสัปดาห์ที่ 3 ของเดือนจะมีค่าเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยให้เหตุผลว่าเกี่ยวข้องกับการซื้อขายที่เพิ่มขึ้นของนักลงทุนสถาบัน

สำหรับในประเทศไทยนั้น ก็มีการศึกษาเกี่ยวกับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) ด้วยเช่นกัน และพบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยนั้นติดลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในวันจันทร์ เช่นเดียวกับในตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ เช่น การศึกษาของ Tangjitprom (2011) ที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับปรากฏการณ์เหนือทฤษฎี (Anomalies) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ปรากฏการณ์ Month-of-The-Year Effect ปรากฏการณ์ Turn-of-The-Month Effect และปรากฏการณ์ Weekend Effect ในดัชนี SET และดัชนี SET50 ในช่วงปี ค.ศ. 1988-ค.ศ. 2009 ผลการศึกษาพบอัตราผลตอบแทนที่สูงอย่างผิดปกติในช่วงเดือนธันวาคมถึงเดือนมกราคม นอกจากนี้ยังพบอัตราผลตอบแทนที่สูงอย่างผิดปกติในช่วง 4 วันทำการแรกของเดือน และต่ำที่สุดแล้วพบอัตราผลตอบแทนที่สูงอย่างผิดปกติในวันศุกร์ แต่ต่ำอย่างผิดปกติในวันจันทร์ ทั้งหมดนี้จึงสามารถยืนยันได้ว่าพบปรากฏการณ์ Month-of-The-Year Effect ปรากฏการณ์ Turn-of-The-Month Effect และปรากฏการณ์ Weekend Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งการค้นพบนี้อาจสร้างโอกาสในการทำกำไรที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยให้กับนักลงทุนที่ใช้ประโยชน์จากความผิดปกติในปฏิทินเหล่านี้ได้ แม้ว่าความผิดปกติของปฏิทินเหล่านี้อาจเป็นเรื่องยากที่จะนำไปใช้ในทางปฏิบัติ เนื่องจากต้นทุนในการทำธุรกรรม และการศึกษาของ Khanthavit and Chaowalerd (2016) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่องการทวนสอบเหตุการณ์วันของสัปดาห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายวันของกลุ่มหลักทรัพย์ในดัชนี SET ดัชนี SET50 และดัชนี mai ในช่วงเวลาตั้งแต่วันที่ 2 กันยายน ค.ศ. 2002 ถึงวันที่ 31 สิงหาคม ค.ศ. 2015 ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของดัชนี SET และดัชนี SET50 ติดลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในวันจันทร์ และเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในวันศุกร์ แต่ไม่พบในดัชนี mai อาจสรุปได้ว่าเหตุการณ์วันของสัปดาห์เป็นปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นเฉพาะในตลาดหลักเท่านั้น คำอธิบายที่เป็นไปได้มีเพียงคำอธิบายเดียวคือ เกิดจากคำสั่งขายที่สูงในวันจันทร์จากนักลงทุนหลายๆ กลุ่ม ได้แก่ นักลงทุนสถาบันในประเทศ นักลงทุนรายย่อยในประเทศ และนักลงทุนต่างชาติ และการศึกษาของ Jenwittayaraje (2019) ที่ได้ทำการศึกษาปรากฏการณ์ Day-of-the-Week Effect ในดัชนี SET ดัชนี SET50 ดัชนี sSET และดัชนี mai ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี ค.ศ. 1975-ค.ศ. 2019 โดยใช้อัตราผลตอบแทนทั้งแบบรวมและไม่รวมเงินปันผลในการวิเคราะห์ ผลการศึกษาพบว่า ดัชนี SET มีอัตราผลตอบแทนวันจันทร์โดยเฉลี่ยมีค่าติดลบ และต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับวันทำการอื่นๆ ในสัปดาห์ โดยมีค่าที่  $-0.126\%$  ต่อวัน หรือโดยเฉลี่ยแล้วอัตราผลตอบแทนของดัชนี



SET ในวันจันทร์ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของ 4 วันที่เหลือที่ 0.200% ต่อวัน และมีนัยสำคัญทางสถิติ และพบปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในทุกดัชนี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ยกเว้นดัชนี sSET) เป็นต้น

### ระเบียบวิธีวิจัย (Research Methodology)

ในการศึกษาครั้งนี้ การเก็บข้อมูลเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยข้อมูลที่ต้องการ ได้แก่ ข้อมูลราคาปิดรายวันและข้อมูลปริมาณการซื้อขายรายวันของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บรวบรวมข้อมูลระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2562 รวมทั้งสิ้น 10 ปี จากฐานข้อมูล Bloomberg โดยคัดเลือกจากหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) และสภาพคล่องในการซื้อขายสูงสุด 100 อันดับแรก (SET100) อ้างอิงจากรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนี SET100 ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2562 โดยมีระเบียบวิธีวิจัยดังนี้

1. คำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยใช้สมการต่อไปนี้

$$R_t = \ln(P_t / P_{t-1}) * 100 \tag{1}$$

เมื่อ  $R_t$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ ณ วันที่  $t$

$P_t$  คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์สำหรับวันที่  $t$

$P_{t-1}$  คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์สำหรับวันที่  $t-1$

2. จะเป็นการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์มีปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect เกิดขึ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยใช้สมการต่อไปนี้

$$R_{it} - R_m = \alpha_0 + \beta_1 D_{1t} + \mu_i + \mu_t + \epsilon_{it} \tag{2}$$

โดยที่  $\beta_1$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์

**สมมติฐานการทดสอบ**

$$H_0 : \beta_1 = 0 \quad H_1 : \beta_1 \neq 0$$

เนื่องจากการศึกษาเกี่ยวกับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในอดีตที่ผ่านมา มักจะใช้ 2 ตัวแบบในการทดสอบ ดังนั้นในการศึกษานี้ก็จะใช้ 2 ตัวแบบในการทดสอบเช่นเดียวกัน หรือเรียกว่าการทำ Robustness Test เพื่อแสดงให้เห็นว่า ไม่ว่าจะใช้ตัวแบบใดในการทดสอบก็จะให้ผลลัพธ์ที่ไม่แตกต่างกัน โดยใช้สมการต่อไปนี้

$$R_{it} - R_m = \alpha_0 + \beta_2 D_{2t} + \beta_3 D_{3t} + \beta_4 D_{4t} + \beta_5 D_{5t} + \mu_i + \mu_t + \epsilon_{it} \tag{3}$$

โดยที่  $\alpha_0$  คือ จุดตัดหรือค่าคงที่ ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์

$\beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันอังคารถึงวันศุกร์ตามลำดับ



**สมมติฐานการทดสอบ**

$$H_0 : \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0 \quad H_1 : \text{มีค่า } \beta \text{ อย่างน้อย 1 ตัว } \neq 0$$

3. จะเป็นการทดสอบสมมติฐานที่ 2 ว่าผลกระทบของสัปดาห์ที่ 4 (Week-Four Effect) มีความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยใช้สมการต่อไปนี้

$$R_{it} - R_m = \alpha_0 + \beta_1 D_{1t} + \beta_2 W_{2t} + \beta_3 W_{3t} + \beta_4 W_{4t} + \beta_5 W_{5t} + \beta_6 D_{1t} W_{2t} + \beta_7 D_{1t} W_{3t} + \beta_8 D_{1t} W_{4t} + \beta_9 D_{1t} W_{5t} + \mu_i + \mu_t + \epsilon_{it} \quad (4)$$

โดยที่  $\beta_1$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์

$\beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของสัปดาห์ที่ 2 ถึงสัปดาห์ที่ 5 ตามลำดับ โดยกำหนดให้สัปดาห์ที่ 1 เป็นสัปดาห์ฐาน (Base Week)

$\beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์ในสัปดาห์ที่ 2 ถึงวันจันทร์ในสัปดาห์ที่ 5 ตามลำดับ

**สมมติฐานการทดสอบ**

$$H_0 : \beta_6 = \beta_7 = \beta_8 = \beta_9 = 0 \quad H_2 : \text{มีค่า } \beta \text{ อย่างน้อย 1 ตัว } \neq 0$$

เนื่องจากการศึกษาเกี่ยวกับปรากฏการณ์ Week-of-The-Month Effect ในอดีตที่ผ่านมา จะทดสอบโดยการแบ่งข้อมูลอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์ทั้งหมดออกเป็น 5 ช่วงเวลา คือ วันจันทร์สัปดาห์ที่ 1 ถึงวันจันทร์สัปดาห์ที่ 5 แล้วแยกทดสอบทีละสัปดาห์ โดยจะใช้ตัวแบบเดียวกับที่ใช้ทดสอบปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect เพื่อดูว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์ในแต่ละสัปดาห์แตกต่างกันหรือไม่ อย่างไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ดังนั้นในการศึกษาคั้งนี้ก็จะทดสอบในลักษณะเดียวกัน ดังนี้

1. แบ่งข้อมูลอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์ทั้งหมดออกเป็น 5 ช่วงเวลา คือ วันจันทร์สัปดาห์ที่ 1 ถึงวันจันทร์สัปดาห์ที่ 5

2. ใช้สมการที่ (2) ซึ่งเป็นสมการเดียวกับที่ใช้ทดสอบปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect มาทดสอบกับข้อมูลในแต่ละสัปดาห์ โดยที่  $\beta_1$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์

**สมมติฐานการทดสอบ**

$$H_0 : \beta_1 = 0 \quad H_2 : \beta_1 \neq 0$$

4. จะเป็นการทดสอบสมมติฐานที่ 3 ว่าข่าวร้าย มีความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยใช้สมการต่อไปนี้

$$R_{it} - R_m = \alpha_0 + \beta_1 D_{1t} + \beta_2 BN_{it} + \beta_3 D_{1t} BN_{it} + \mu_i + \mu_t + \epsilon_{it} \quad (5)$$





โดยที่  $\beta_1$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์  
 $\beta_2$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นลบ (ข่าวร้าย)

$\beta_3$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์ในช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นลบ (ข่าวร้าย)

**สมมติฐานการทดสอบ**

$$H_0 : \beta_3 = 0 \quad H_3 : \beta_3 \neq 0$$

นอกจากนี้ ผู้ศึกษายังได้ทำการทดสอบในลักษณะเดียวกันนี้กับข้อมูลในช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นบวก (ข่าวดี) ด้วย เพื่อนำผลการศึกษาที่ได้ไปเปรียบเทียบกับข้อมูลในช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นลบ (ข่าวร้าย) โดยใช้สมการต่อไปนี้

$$R_{it} - R_{m} = \alpha_0 + \beta_1 D_{1t} + \beta_2 GN_{it} + \beta_3 D_{1t} GN_{it} + \mu_i + \mu_t + \epsilon_{it} \tag{6}$$

โดยที่  $\beta_1$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์  
 $\beta_2$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นบวก (ข่าวดี)

$\beta_3$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์ในช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นบวก (ข่าวดี)

**สมมติฐานการทดสอบ**

$$H_0 : \beta_3 = 0 \quad H_3 : \beta_3 \neq 0$$

5. จะเป็นการทดสอบสมมติฐานที่ 4 ว่า ปริมาณการซื้อขาย มีความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยใช้สมการต่อไปนี้

$$R_{it} - R_{m} = \alpha_0 + \beta_1 D_{1t} + \beta_2 V_{it} + \beta_3 D_{1t} V_{it} + \mu_i + \mu_t + \epsilon_{it} \tag{7}$$

โดยที่  $\beta_1$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์

$\beta_2$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดปริมาณการซื้อขาย

$\beta_3$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดปริมาณการซื้อขายของวันจันทร์

**สมมติฐานการทดสอบ**

$$H_0 : \beta_3 = 0 \quad H_4 : \beta_3 \neq 0$$





เมื่อ  $R_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ ณ วันที่  $t$

$R_m$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของตลาด

$D_{1t}, D_{2t}, D_{3t}, D_{4t}, D_{5t}$  คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับวันจันทร์ วันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี และวันศุกร์ ตามลำดับ โดยกำหนดให้มีค่าเป็น 1 เมื่ออัตราผลตอบแทน ณ วันที่  $t$  เป็นอัตราผลตอบแทนของวันจันทร์ถึงวันศุกร์ ตามลำดับ และมีค่าเป็น 0 สำหรับวันอื่นๆ

$W_{2t}, W_{3t}, W_{4t}, W_{5t}$  คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับสัปดาห์ที่ 2 สัปดาห์ที่ 3 สัปดาห์ที่ 4 และสัปดาห์ที่ 5 ตามลำดับ โดยกำหนดให้มีค่าเป็น 1 เมื่ออัตราผลตอบแทน ณ วันที่  $t$  เป็นอัตราผลตอบแทนของสัปดาห์ที่ 2 ถึงสัปดาห์ที่ 5 ตามลำดับ และมีค่าเป็น 0 สำหรับสัปดาห์อื่นๆ

$BN_{it}$  คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ ในสัปดาห์ก่อนหน้า กำหนดให้มีค่าเป็น 1 เมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ ในสัปดาห์ก่อนหน้ามีค่าเป็นลบ และมีค่าเป็น 0 เมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ ในสัปดาห์ก่อนหน้ามีค่าเป็นบวก

$GN_{it}$  คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ ในสัปดาห์ก่อนหน้า กำหนดให้มีค่าเป็น 1 เมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ ในสัปดาห์ก่อนหน้ามีค่าเป็นบวก และมีค่าเป็น 0 เมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ ในสัปดาห์ก่อนหน้ามีค่าเป็นลบ

$V_{it}$  คือ ปริมาณการซื้อขายรายวันของหลักทรัพย์ ณ วันที่  $t$  โดยที่  $V_{it} = \ln(\text{Volume})$  การใช้ Natural Logarithm สำหรับการคำนวณปริมาณการซื้อขายรายวันของหลักทรัพย์ เพื่อลดปัญหาเรื่องขนาดของข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

$\mu_i$  คือ Firm Fixed Effect

$\mu_t$  คือ Time Fixed Effect

$\varepsilon_{it}$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term)

## ผลการศึกษา (Research Results)

**ตารางที่ 1** แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามวันในสัปดาห์

	วันจันทร์	วันอังคาร	วันพุธ	วันพฤหัสบดี	วันศุกร์	รวม
Mean	-0.0166	0.0206	0.0157	0.0312	0.0313	0.0231
S.D.	2.2770	2.2614	2.2763	2.2939	2.2832	2.2784
Minimum	-33.0590	-36.8267	-35.4499	-36.0939	-24.0808	-36.8267
Median	-0.0372	-0.0369	-0.0383	-0.0326	-0.0313	-0.0372
Maximum	22.4212	25.8686	22.1997	24.5888	24.9590	25.8686
จำนวนข้อมูล	34,299	34,299	34,235	34,235	34,300	171,368

จากตารางที่ 1 พบว่า ค่าเฉลี่ย (Mean) ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์เรียงลำดับจากวันที่มีค่าสูงสุดไปยังค่าต่ำสุด ได้แก่ วันศุกร์ (0.0313%) ตามด้วยวันพฤหัสบดี (0.0312%) วันอังคาร (0.0206%) วันพุธ (0.0157%) และวันจันทร์ (-0.0166%) ตามลำดับ สำหรับส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: S.D.) ของแต่ละวันมีค่าใกล้เคียงกัน เนื่องจากมีจำนวนข้อมูลใกล้เคียงกันที่ประมาณ 34,235-34,300 วันทำการ และหากพิจารณาค่าต่ำสุด (Minimum) ค่ามัธยฐาน (Median) และค่าสูงสุด (Maximum) ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์แล้ว จะพบว่าวันอังคารเป็นวันที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ต่ำสุด (Minimum) ที่ -36.8267% และยังเป็นวันที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์สูงสุด (Maximum) ด้วย ที่ 25.8686% ส่วนค่ามัธยฐาน (Median) หรือค่ากลางของข้อมูลของแต่ละวันมีค่าใกล้เคียงกันที่ประมาณ -0.0383% ถึง -0.0313%

**ตารางที่ 2** แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามวันในสัปดาห์

	วันจันทร์	วันอังคาร	วันพุธ	วันพฤหัสบดี	วันศุกร์	รวม
Mean	15.8358	15.8472	15.8429	15.8489	15.8363	15.8422
S.D.	1.6136	1.6163	1.6149	1.6149	1.6086	1.6137
Minimum	4.6052	4.6052	5.2983	4.6052	4.6052	4.6052
Median	15.8841	15.8874	15.8750	15.8813	15.8675	15.8792
Maximum	22.6586	22.8740	22.4560	21.8127	22.5589	22.8740
จำนวนข้อมูล	34,299	34,299	34,235	34,235	34,300	171,368

หมายเหตุ: ใช้ Natural Logarithm สำหรับการคำนวณปริมาณการซื้อขายรายวันของหลักทรัพย์ เพื่อลดปัญหาเรื่องขนาดของข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

จากตารางที่ 2 พบว่า ค่าเฉลี่ย (Mean) ของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เรียงลำดับจากวันที่มีค่าสูงสุดไปยังค่าต่ำสุด ได้แก่ วันพฤหัสบดี (15.8489) ตามด้วยวันอังคาร (15.8472) วันพุธ (15.8429) วันศุกร์ (15.8363) และวันจันทร์ (15.8358) ตามลำดับ สำหรับส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: S.D.) ของแต่ละวันมีค่าใกล้เคียงกัน เนื่องจากมีจำนวนข้อมูลใกล้เคียงกันที่ประมาณ 34,235-34,300 วันทำการ และหากพิจารณาค่าต่ำสุด (Minimum) ค่ามัธยฐาน (Median) และค่าสูงสุด (Maximum) ของ Natural Logarithm ของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์แล้ว จะพบว่าทุกวันยกเว้นวันพุธเป็นวันที่มีค่าต่ำสุด (Minimum) เท่ากันที่ 4.6052 และวันอังคารเป็นวันที่มีค่าสูงสุด (Maximum) ที่ 22.8740 ส่วนค่ามัธยฐาน (Median) หรือค่ากลางของข้อมูลของแต่ละวันมีค่าใกล้เคียงกันที่ประมาณ 15.8675 ถึง 15.8874

**ตารางที่ 3** แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์ โดยใช้สมการที่ 2 ในการทดสอบ

	Coefficients	t-statistic	Prob.
วันจันทร์ ( $\beta_1$ )	-0.0111**	-1.9885	0.0470



**ตารางที่ 4** แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์จำแนกตามวันในสัปดาห์ โดยใช้สมการที่ 3 ในการทดสอบ

	Coefficients	t-statistic	Prob.
วันจันทร์ ( $\alpha_0$ )	-0.0165**	-2.3361	0.0196
วันอังคาร ( $\beta_2$ )	0.0043	0.2451	0.8064
วันพุธ ( $\beta_3$ )	-0.0008	-0.0440	0.9649
วันพฤหัสบดี ( $\beta_4$ )	0.0290***	6.3327	0.0000
วันศุกร์ ( $\beta_5$ )	0.0292***	6.4499	0.0000

จากตารางที่ 3 และตารางที่ 4 จะเห็นได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์มีค่าเป็นลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์มีค่าต่ำกว่าวันอื่นๆ ในสัปดาห์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และยังพบอีกว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันพฤหัสบดีและวันศุกร์มีค่าเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันพฤหัสบดีและวันศุกร์มีค่าสูงกว่าวันจันทร์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานหลัก กล่าวคือ มีปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect เกิดขึ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

**ตารางที่ 5** แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จำแนกตามสัปดาห์ โดยใช้สมการที่ 4 ในการทดสอบ เมื่อกำหนดให้สัปดาห์ที่ 1 เป็นสัปดาห์ฐาน (Base Week)

	Coefficients	t-statistic	Prob.
วันจันทร์สัปดาห์ที่ 2 ( $\beta_6$ )	-0.0098	-0.3220	0.7474
วันจันทร์สัปดาห์ที่ 3 ( $\beta_7$ )	0.0246***	5.0198	0.0000
วันจันทร์สัปดาห์ที่ 4 ( $\beta_8$ )	-0.0189**	-2.4014	0.0165
วันจันทร์สัปดาห์ที่ 5 ( $\beta_9$ )	-0.0178***	-3.2326	0.0012

**ตารางที่ 6** แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จำแนกตามสัปดาห์ โดยใช้สมการที่ 2 ในการทดสอบแยกทีละสัปดาห์

	Coefficients	t-statistic	Prob.
วันจันทร์สัปดาห์ที่ 1 ( $\beta_1$ )	-0.0752	-1.4899	0.1363
วันจันทร์สัปดาห์ที่ 2 ( $\beta_1$ )	-0.0112	-0.3840	0.7010
วันจันทร์สัปดาห์ที่ 3 ( $\beta_1$ )	0.0233***	2.5823	0.0094
วันจันทร์สัปดาห์ที่ 4 ( $\beta_1$ )	-0.0281***	-3.3841	0.0000
วันจันทร์สัปดาห์ที่ 5 ( $\beta_1$ )	-0.0126*	-2.2898	0.0772

จากตารางที่ 5 และตารางที่ 6 จะเห็นได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์ในสัปดาห์ที่ 4 และสัปดาห์ที่ 5 มีค่าเป็นลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และยิ่งพบอีกว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์ในสัปดาห์ที่ 3 มีค่าเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานหลัก กล่าวคือ ผลกระทบของสัปดาห์ที่ 4 (Week-Four Effect) มีความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

**ตารางที่ 7** แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จำแนกตามสภาพแวดล้อมของตลาด เมื่อกำหนดให้สภาพแวดล้อมของตลาดคือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ ในสัปดาห์ก่อนหน้า โดยใช้สมการที่ 5 และสมการที่ 6 ในการทดสอบ

	Coefficients	t-statistic	Prob.	จำนวนข้อมูล
วันจันทร์ Negative Returns ( $\beta_3$ )	-0.0573*	-9.4375	0.0662	66,555
วันจันทร์ Positive Returns ( $\beta_3$ )	0.0016	0.1219	0.9030	104,814

จากตารางที่ 7 จะเห็นได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์ในช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นลบ (ข่าวร้าย) หรือเมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ในสัปดาห์ก่อนหน้ามีค่าเป็นลบ (Negative Returns) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นบวก (ข่าวดี) หรือเมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ในสัปดาห์ก่อนหน้ามีค่าเป็นบวก (Positive Returns) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานหลัก กล่าวคือ ข่าวร้าย มีความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ



**ตารางที่ 8** แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์จำแนกตามวันในสัปดาห์ โดยใช้สมการที่ 7 ในการทดสอบ

	Coefficients	t-statistic	Prob.
ปริมาณการซื้อขายวันจันทร์ ( $\beta_3$ )	0.0018*	1.9120	0.0561
ปริมาณการซื้อขายวันอังคาร ( $\beta_3$ )	-0.0027	-0.3231	0.7480
ปริมาณการซื้อขายวันพุธ ( $\beta_3$ )	-0.0037	-0.4338	0.6645
ปริมาณการซื้อขายวันพฤหัสบดี ( $\beta_3$ )	0.0167**	1.9609	0.0499
ปริมาณการซื้อขายวันศุกร์ ( $\beta_3$ )	-0.0121	-1.4184	0.1561

หมายเหตุ: \*, \*\*, \*\*\* แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

จากตารางที่ 8 จะเห็นได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์ของปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันจันทร์มีค่าเป็นบวกต่ำสุด และวันพฤหัสบดีมีค่าเป็นบวกสูงสุด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่าปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานหลัก กล่าวคือ ปริมาณการซื้อขาย มีความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

## สรุปผลการวิจัย (Conclusion)

จากผลการศึกษาพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์มีค่าเป็นลบ และมีค่าต่ำกว่าวันอื่นๆ ในสัปดาห์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ทั้งนี้ยังพบอีกว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันพฤหัสบดีและวันศุกร์มีค่าเป็นบวก และมีค่าสูงกว่าวันจันทร์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Tangjitprom (2011) ที่พบอัตราผลตอบแทนที่สูงอย่างผิดปกติในวันศุกร์ แต่ต่ำอย่างผิดปกติในวันจันทร์ ในดัชนี SET และดัชนี SET50 และผลการศึกษาของ Khanthavit and Chaowalerd (2016) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนของดัชนี SET และดัชนี SET50 ตีลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในวันจันทร์ และเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในวันศุกร์ และผลการศึกษาของ Jenwittayaraje (2019) ที่พบว่า ดัชนี SET มีอัตราผลตอบแทนวันจันทร์โดยเฉลี่ยมีค่าตีลบ และต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของ 4 วันที่เหลืออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า มีปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ต่อมาจะเป็นการศึกษาเพิ่มเติมเพื่อหาคำอธิบายที่เป็นไปได้สำหรับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบของสัปดาห์ที่ 4 ขาวร้าย และปริมาณการซื้อขาย กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect จากการทดสอบพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นลบ และมีค่าต่ำสุดในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน (สัปดาห์ที่ 4 หรือสัปดาห์ที่ 5) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ทั้งนี้ยังพบอีกว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทน

เฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นบวก และมีค่าสูงสุดในสัปดาห์ที่ 3 ของเดือน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Wang, Li and Erickson (1997) ที่พบว่า ปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect จะเกิดขึ้นในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน (สัปดาห์ที่ 4 หรือสัปดาห์ที่ 5) เท่านั้น โดยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในวันจันทร์ของ 3 สัปดาห์แรกของเดือนไม่ได้แตกต่างจากศูนย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และผลการศึกษาของ Sun and Tong (2002) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์จะติดลบในวันที่ 18-26 ของเดือน และไม่เพียงแค่อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์เท่านั้น แต่อัตราผลตอบแทนของวันอื่นๆ ยังลดลง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วงสัปดาห์ที่ 4 หรือสัปดาห์ที่ 5 ของเดือนด้วย และผลการศึกษาของ Brusa and Liu (2004) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในวันจันทร์ของสัปดาห์แรกและสัปดาห์ที่ 3 ของเดือนจะมีค่าเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าผลกระทบของสัปดาห์ที่ 4 (Week-Four Effect) มีความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากการทดสอบยังพบอีกว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นลบ และมีค่าต่ำสุดในช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นลบ (ข่าวร้าย) หรือเมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ในสัปดาห์ก่อนหน้ามีค่าเป็นลบ (Negative Returns) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90% แต่ไม่พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นลบ และมีค่าต่ำสุดในช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นบวก (ข่าวดี) หรือเมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ในสัปดาห์ก่อนหน้ามีค่าเป็นบวก (Positive Returns) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Fische, Gosnell and Laser (1993) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์จะต่ำที่สุดเฉพาะในช่วงเวลาที่อัตราผลตอบแทนของตลาดติดลบ หรือในช่วงที่ตลาดมีสภาพแวดล้อมที่เต็มไปด้วยข่าวร้ายเท่านั้น แต่ไม่พบว่าวันจันทร์ให้อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดเมื่อตลาดมีสภาพแวดล้อมที่เต็มไปด้วยข่าวดี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และผลการศึกษาของ Abraham and Ikenberry (1994) ที่พบว่า หากอัตราผลตอบแทนของวันศุกร์ก่อนหน้าติดลบ จะทำให้อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์จะติดลบเกือบ 80% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า ข่าวร้าย มีความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ท้ายที่สุดแล้วจากการทดสอบยังพบอีกว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันจันทร์มีค่าเป็นบวกต่ำสุด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 90% และค่าสัมประสิทธิ์ของปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันพฤหัสบดีมีค่าเป็นบวกสูงสุด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Fische, Gosnell and Laser (1993) ที่พบว่า ปริมาณการซื้อขายของวันจันทร์ลดลงเป็นอย่างมากเมื่อเทียบกับวันอื่นๆ ในสัปดาห์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า ปริมาณการซื้อขาย มีความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## อภิปรายผลการวิจัย (Discussion)

1. สาเหตุหลักของการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น อาจเป็นผลมาจากพฤติกรรมของนักลงทุน โดยจากการศึกษาในอดีตพบว่า นักลงทุนจะใช้เวลาพิจารณาข้อมูลข่าวสารในช่วงวันหยุดสุดสัปดาห์เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในวันที่ตลาดเปิด และจากการประกาศข่าวร้ายในช่วงสุดสัปดาห์ของบริษัทต่างๆ จึงส่งผลกระทบต่อราคาลดของหุ้น ทำให้นักลงทุนตัดสินใจขายมากกว่าซื้อในวันที่ตลาดเปิด ซึ่งส่วนใหญ่เป็น



วันจันทร์ ดังนั้นเมื่ออุปสงค์น้อยกว่าอุปทานที่มีอยู่ในตลาด จึงส่งผลให้ราคาตลาดต่ำลง แต่ในระหว่างสัปดาห์บริษัทต่างๆ มีแนวโน้มที่จะประกาศข่าวดีมากขึ้น ประกอบกับปริมาณการซื้อขายที่เพิ่มสูงขึ้นระหว่างสัปดาห์ ทำให้อุปสงค์มากกว่าอุปทานที่มีอยู่ในตลาด จึงส่งผลให้ราคาเพิ่มสูงขึ้นด้วย

2. เมื่อแบ่งข้อมูลทั้งหมดออกเป็น 5 ช่วงเวลา คือ สัปดาห์ที่ 1 ถึงสัปดาห์ที่ 5 แล้วแยกทดสอบทีละสัปดาห์ จะพบว่าการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น จะเกิดขึ้นเฉพาะในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน (สัปดาห์ที่ 4 หรือสัปดาห์ที่ 5) เท่านั้น โดยจากการศึกษาของ Sun and Tong (2002) พบว่า ไม่เพียงแค่อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์เท่านั้น แต่อัตราผลตอบแทนของวันอื่นๆ ยังลดลง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วงสัปดาห์ที่ 4 หรือสัปดาห์ที่ 5 ของเดือนด้วย และจากการศึกษาของ Brusa and Liu (2004) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในสัปดาห์แรก และสัปดาห์ที่ 3 ของเดือนจะมีค่าเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยทั้ง 2 การศึกษานี้ได้ให้เหตุผลว่าเกิดจากคำสั่งขายที่สูงในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน และคำสั่งซื้อที่สูงในช่วงสัปดาห์แรก และสัปดาห์ที่ 3 ของเดือนจากนักลงทุนหลายๆ กลุ่ม

3. ปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น จะเกิดขึ้นอย่างจำกัดเฉพาะในช่วงที่ตลาดมีสภาพแวดล้อมที่เต็มไปด้วยข่าวร้ายเท่านั้น โดยจากการศึกษาของ Fische, Gosnell and Laser (1993) พบว่า ไม่เพียงแค่อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์เท่านั้น แต่อัตราผลตอบแทนของวันอื่นๆ ยังมีค่าเป็นลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วงที่ตลาดมีสภาพแวดล้อมที่เต็มไปด้วยข่าวร้ายด้วย ประกอบกับในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา บริษัทต่างๆ มักจะมีการประกาศข่าวร้ายในช่วงสุดสัปดาห์ ซึ่งในขณะนั้นเป็นช่วงที่ตลาดปิด นักลงทุนจึงไม่สามารถส่งคำสั่งซื้อขายได้ ด้วยเหตุนี้จึงส่งผลกระทบต่อไปยังวันที่ตลาดเปิด ซึ่งส่วนใหญ่เป็นวันจันทร์ หรือกล่าวได้ว่าวันจันทร์เป็นวันที่มีข่าวร้ายมากระทบมากกว่าวันอื่นๆ ในสัปดาห์ จึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์มีค่าต่ำสุดด้วย

4. ปริมาณการซื้อขายเป็นอีกสาเหตุหลักของการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจากการศึกษาพบว่าปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Fische, Gosnell and Laser (1993) ที่พบว่า หากปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์มีค่าต่ำ จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีค่าต่ำด้วย และหากปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์มีค่าสูง จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีค่าสูงด้วยเช่นกัน และจากผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ของปริมาณการซื้อขายของวันจันทร์มีค่าเป็นบวกต่ำสุด และวันพฤหัสบดีมีค่าเป็นบวกสูงสุด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของวันจันทร์มีค่าต่ำสุด และอัตราผลตอบแทนของวันพฤหัสบดีมีค่าสูงสุด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติด้วย

## ข้อจำกัดของงานวิจัย (Limitations of the Study)

การศึกษานี้ ผู้ศึกษาได้ทำการทดสอบเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) และสภาพคล่องในการซื้อขายสูงสุด 100 อันดับแรก (SET100) โดยอ้างอิงจากรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนี SET100 ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2562 เท่านั้น ไม่ได้คำนึงถึงการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ที่ถูกปรับเข้าหรือปรับออกจากดัชนี SET100 ในช่วงเวลาที่ผ่านมา นอกจากนี้ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรวมถึงตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ทั่วโลก ยังมีหลักทรัพย์ทางการเงินประเภทอื่นๆ อีก ซึ่งผลการศึกษาที่ได้อาจเหมือนหรือแตกต่างออกไปจากการศึกษานี้ อีกทั้งระยะเวลาที่เก็บข้อมูล คือ ระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2562 รวมทั้งสิ้น 10 ปี โดยไม่ได้พิจารณาถึงช่วงเวลาที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจหรือเหตุการณ์ทางการเมืองต่างๆ ที่อาจมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์





ที่นำมาศึกษา นอกจากนี้ในการศึกษาครั้งนี้ยังไม่ได้คำนึงถึงอัตราผลตอบแทนแบบรวมปันผลเข้าไปด้วย รวมถึงต้นทุนต่างๆ ที่เกิดขึ้นในการซื้อขาย เช่น ค่าคอมมิชชั่น ต้นทุนส่วนต่างราคาขายกับราคาซื้อ (Bid-Ask Spread) เป็นต้น ส่งผลให้ผลการศึกษาที่ได้อาจไม่เหมาะสมต่อการนำไปประกอบการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนได้ดีเท่าที่ควร เนื่องจากนักลงทุนอาจไม่ได้รับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินตามที่คาดหวัง

### ข้อเสนอแนะ (Suggestions)

สำหรับผู้ที่ต้องศึกษาเพิ่มเติมถึงสาเหตุของการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังมีอีกหลายประเด็นที่น่าสนใจ เช่น พฤติกรรมอื่นๆ ของนักลงทุนหลายๆ กลุ่ม ได้แก่ นักลงทุนสถาบันในประเทศ นักลงทุนรายย่อยในประเทศ และนักลงทุนต่างชาติ เป็นต้น และสำหรับผู้ที่ต้องการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับปรากฏการณ์เหนือทฤษฎี (Anomalies) หรือความผิดปกติอื่นๆ ก็ยังมีอีกหลายประเด็นที่น่าสนใจ เช่น ปรากฏการณ์ Turn-of-Year Effect ที่อัตราผลตอบแทนช่วงสี่ปีสุดท้ายของเดือนธันวาคมถึงช่วงต้นสี่ปีแรกของเดือนมกราคม ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด หรือปรากฏการณ์ Turn-of-Month Effect ที่อัตราผลตอบแทนช่วงครึ่งเดือนแรกมีค่าสูงกว่าอัตราผลตอบแทนช่วงครึ่งเดือนหลัง หรือปรากฏการณ์ Turn-of-Quarter Effect ที่อัตราผลตอบแทนช่วงปลายไตรมาสมีค่าสูงกว่าอัตราผลตอบแทนต้นไตรมาส เป็นต้น นอกจากนี้ อาจใช้ตัวแบบในการทดสอบที่แตกต่างออกไป เนื่องจากอาจมีปัจจัยด้านอื่นๆ ที่ส่งผลกระทบต่อการวิเคราะห์ได้ เช่น ผลกระทบทางด้านปัญหาเศรษฐกิจ ปัญหาการเมือง เป็นต้น ทั้งนี้ ควรเลือกใช้ตัวแบบให้เหมาะสมกับการศึกษา หรืออาจใช้หลายๆ ตัวแบบ แล้วนำผลการวิเคราะห์ที่ได้มาเปรียบเทียบกัน เพื่อเลือกตัวแบบที่ดีที่สุด และทำให้ผลการศึกษามีความถูกต้องและเหมาะสมมากขึ้น

สำหรับนักลงทุนที่ต้องการสร้างกลยุทธ์การลงทุนเพื่อให้ได้ผลกำไรจากปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect หรือปรากฏการณ์ Week-of-The-Month Effect ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น อาจทำได้โดยการซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาปิดในวันจันทร์แล้วขายหลักทรัพย์ทั้งหมดในวันศุกร์ และทำวนซ้ำไปเรื่อยๆ ทั้งปี หรือการซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาปิดในสี่ปีสุดท้ายของเดือน แล้วขายหลักทรัพย์ทั้งหมดในสี่ปีที่ 3 ของเดือน และทำวนซ้ำไปเรื่อยๆ ทั้งปี ซึ่งกลยุทธ์ดังกล่าวนั้นย่อมก่อให้เกิดโอกาสการทำกำไรแบบผิดปกติ (Abnormal Returns) ได้ แต่ทั้งนี้จะต้องคำนึงถึงต้นทุนต่างๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้กลยุทธ์ดังกล่าวด้วย เช่น ค่าคอมมิชชั่น ต้นทุนส่วนต่างราคาขายกับราคาซื้อ (Bid-Ask Spread) เป็นต้น เพราะการทำกำไรแบบผิดปกติในทางปฏิบัตินั้น ควรจะต้องคุ้มกับต้นทุนต่างๆ ที่เกิดขึ้นในการซื้อขายด้วย นอกจากนี้ควรตัดสินใจลงทุนร่วมกับการวิเคราะห์ด้วยวิธีอื่นๆ เช่น การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน การวิเคราะห์ทางเทคนิค เป็นต้น เพื่อให้ผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนนั้นคุ้มค่ากับการลงทุนมากที่สุด



## References

- Abraham, A., & Ikenberry, D. L. (1994). The individual investor and the weekend effect. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(2), 263-277.
- Aggarwal, R., & Rivoli, P. (1989). Seasonal and day-of-the-week effects in four emerging stock markets. *Financial Review*, 24, 541-550.
- Brusa, J., Liu, P. (2004). The Day-of-the-Week and the Week-of-the-Month Effects: An Analysis of Investors' Trading Activities. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 23, 19-30.
- Chancharat, S., Suwannapak, S., Huhtarak, S., & Chancharat, N. (2018). The day-of-the-week effects in the Stock Exchange of Thailand. *Modern Management Journal*, 16(2).
- Chen, H., & Singal, V. (2003). Role of speculative short sales in price formation: The case of the weekend effect. *Journal of Finance*, 58, 685-705.
- Chiradatesakunvong, S. (2004). Does trading volume convey information about stock prices?: Evidence from the SET (Unpublished master's thesis). Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University.
- Fama, E. F. (1965). The Behavior of Stock Market Price. *Journal of Business January*, 34-105.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fishe, R. P. H., Gosnell, T. F., & Lasser, D. J. (1993). Good news, bad news, volume and the Monday effect. *Journal of Business Finance and Accounting*, 20, 881-892.
- French, K. R. (1980). Stock returns and the weekend effect. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 55-69.
- Gibbons, M.R., & P. Hess. (1981). Day of the Week Effects and Asset Returns. *The Journal of Business*, 54(4), 579-596.
- Hensel C. & W. Ziemba (1996). Investment Results from Exploiting Turn-of-the-month Effects. *Journal of Portfolio Management (Spring)*, 17-23.
- Jeffrey, J., & Westerfield, R. (1985). The weekend effect in common stock returns: The international evidence. *Journal of Finance*, 40, 433-454.
- Jenwittayaroje, N. (2019). The Study of Monday Effect in the Stock Exchange of Thailand. *NIDA Business Journal*, 25, 158-172.
- Khanthavit, A., & Chaowalerd, O. (2016). Revisiting the day-of-the-week effect in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Business Administration*, 39, 73-89.
- Kohli, R.K., Kohers, T. (1992). The week-of-the-month effect in stock returns: The evidence from the S&P Composite Index. *J Econ Finan*, 16, 129.
- Lim, S.Y., & Chia, R.C., (2010). Stock Market Calendar Anomalies: Evidence from ASEAN-5 Stock Market. *Economics Bulletin*, 30(2), 996-1005.



- Miller, Prather, & Mazumder. 2003. Day-of-the-Week Effects Among Mutual Funds. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 42(3), 113-128.
- Nelson, D. B. Conditional heteroskedasticity in asset returns: A new approach. *Econometrica*, 59(2), 347-370.
- Parkatt, G. (2016). Testing of Seasonal Behavior “Day-of-the-Week Effect” in the Stock Market. *Suranaree Journal of Social Science*, 10(1), 141-154.
- Sun, Q., & Tong, W. H.S. (2002). Another New Look at the Monday Effect. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(7) & (8), 1123-147.
- Tangjitprom, N. (2011). The Calendar Anomalies of Stock Return in Thailand. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 7(6), 565-577.
- Wang, K., Li, Y., & Erickson, J. (1997). A New Look at the Monday Effect. *Journal of Finance*, 52, 2171-2186.
- Zhang, J., Lai, Y., & Lin, J. The day-of-the-week effects of stock markets in different countries. *Finance Research Letters*, 20, 47-62.