



The Study of Monday Effect in the Stock Exchange of Thailand

Asst. Prof. Nattawut Jenwittayaroje, Ph.D., CFA.*

Received: July 2, 2019 / Accepted: October 31, 2019

Abstract

This study examines the Monday Effect phenomenon (the fact that the averaged return on Monday is lower than those on the other days of a week) in SET index, SET50 index, sSET index and MAI index of the Stock Exchange of Thailand (SET) during 1975-2019. The results show that, for SET index, the Monday's averaged return is negative, the lowest compared with the other days' averaged returns, and is about -0.126% per day or about 0.200% statistically significantly lower than the other days' averaged returns. The results remain qualitatively unchanged, using either price returns or total returns in the analysis. The Monday Effect can be found in every stock index, except the sSET index. Moreover, the results do not find the higher risk (measured by standard deviation of returns) on Monday returns than on the other days' returns. Therefore, the results of this study reject the efficiency of Thai stock market, and lead to the trading strategies that can generate abnormal returns. Finally, the empirical evidence of Monday Effect in Thai stock market is consistent with those in other stock markets.

Keywords: Stock Market Index, Monday Effect, Efficient Market Hypothesis, the Stock Exchange of Thailand

* NIDA Business School, National Institute of Development Administration.



การศึกษา Monday Effect (ผลกระทบของวันทำการที่มีต่อผลตอบแทน) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผศ.ดร.ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ CFA*

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาปรากฏการณ์ Monday Effect (ที่พบว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในวันจันทร์มักต่ำกว่าวันทำการอื่นๆ ของสัปดาห์) ในดัชนี SET ดัชนี SET50 ดัชนี sSET และดัชนี MAI ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand หรือ SET) ในช่วงปี ค.ศ. 1975-2019 ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า สำหรับดัชนี SET ผลตอบแทนวันจันทร์โดยเฉลี่ยมีค่าติดลบและต่ำสุดเมื่อเทียบกับวันทำการอื่นๆ ในสัปดาห์ โดยมีค่าที่ -0.126% ต่อวัน หรือโดยเฉลี่ยแล้วผลตอบแทนของดัชนี SET ในวันจันทร์ต่ำกว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของ 4 วันที่เหลือที่ 0.200% ต่อวันและมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษายังคงคล้ายกันไม่ว่าจะใช้ผลตอบแทนแบบไม่รวมหรือรวมเงินปันผลในการวิเคราะห์ และพบปรากฏการณ์ Monday Effect ในทุกดัชนีอย่างมีนัยสำคัญ (ยกเว้นดัชนี sSET) นอกจากนี้ ผลการศึกษาไม่พบว่าความเสี่ยง (ที่วัดด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทน) ของวันจันทร์ต่ำกว่าความเสี่ยงของวันทำการอื่นๆ ดังนั้นการศึกษานี้จึงปฏิเสธความมีประสิทธิภาพของตลาดหุ้นไทย และสร้างโอกาสในการทำผลตอบแทนแบบผิดปกติได้ ทำได้ดีที่สุด หลักฐานเชิงประจักษ์ของ Monday Effect ในตลาดหุ้นไทยนั้นสอดคล้องกับผลการศึกษาปรากฏการณ์ Monday Effect ในตลาดหุ้นอื่นๆ

คำสำคัญ: ดัชนีหลักทรัพย์ ผลกระทบของวันทำการที่มีต่อผลตอบแทน ทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ความสำคัญและที่มาของหัวข้อการวิจัย (Significance of the Research)

ทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ของ Fama (1970, 1991) กล่าวเป็นนัยว่าการลงทุนย่อมได้ผลตอบแทนตามความเสี่ยงของการลงทุนเท่านั้น และย่อมไม่สามารถใช้ข้อมูลอื่นใด เช่น ข้อมูลในอดีต ข้อมูลสาธารณะ หรือแม้กระทั่งข้อมูลภายใน (Inside Information) เพื่อวิเคราะห์หาการลงทุนที่จะให้ผลตอบแทนที่ไม่เหมาะสมกับความเสี่ยงของการลงทุนนั้นได้ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การไม่สามารถหาการลงทุนหรือหุ้นที่มีมูลค่าต่ำกว่าจริงได้ (Undervalued) อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติมีการศึกษาจำนวนมากที่ชี้ให้เห็นว่า มีหลายกลยุทธ์หรือหลายปรากฏการณ์ที่สามารถให้ผลตอบแทนผิดปกติหรือผลตอบแทนที่สูงเกินกว่าค่าความเสี่ยงของกลยุทธ์นั้นได้ ปรากฏการณ์เหล่านี้มักถูกเรียกว่า “Anomalies” และหนึ่งใน Anomalies ที่สำคัญคือ Anomalies ที่เกี่ยวข้องกับแต่ละวันของสัปดาห์และแต่ละเดือนของปี (Calendar-Related Anomalies) เช่น “January Effect” ที่มักพบว่าผลตอบแทนในเดือนมกราคมนั้นโดยเฉลี่ยมักจะสูงกว่าเดือนอื่นๆ ที่เหลือ และ “Day of The Week Effect” หรือ “Monday Effect” ที่มักพบว่าผลตอบแทนในวันจันทร์นั้นโดยเฉลี่ยมักจะติดลบและต่ำกว่าวันอื่นๆ ของสัปดาห์¹ เป็นต้น

ดังนั้นการศึกษานี้จึงจัดทำขึ้นเพื่อที่จะศึกษาปรากฏการณ์ Monday Effect ในดัชนีหุ้นที่สำคัญต่างๆ ของตลาดหุ้นไทยตั้งแต่อดีตถึงปัจจุบัน การศึกษานี้จึงเปรียบได้กับการทดสอบสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะการพบหลักฐานเชิงประจักษ์อย่าง Monday Effect นั้นย่อมไม่สอดคล้องกับสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ เพราะภายใต้สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ย่อมขึ้นกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น และไม่ขึ้นกับวันทำการของสัปดาห์ การพบ Monday Effect จึงสามารถนำไปสู่การสร้างกลยุทธ์การลงทุนที่สามารถทำผลตอบแทนผิดปกติหรือเหนือผลตอบแทนตลาดได้ ท้ายที่สุด การศึกษา Monday Effect ในไทยเปรียบได้กับการทดสอบนอกกลุ่มตัวอย่าง (Out-of-Sample Test) ของปรากฏการณ์ Monday Effect ที่พบในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศอื่นๆ ด้วย เพื่อดูว่าปัจจัยที่ขับเคลื่อนปรากฏการณ์ดังกล่าวนี้เป็นปัจจัยร่วมกันหรือเป็นปัจจัยเฉพาะของแต่ละตลาดหลักทรัพย์

วัตถุประสงค์ของการวิจัย (โจทย์การวิจัย) (Research Objectives)

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบหลักฐานเชิงประจักษ์ Monday Effect ในดัชนีหุ้นต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการทดสอบว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของดัชนีหุ้นต่างๆ นั้นมีความแตกต่างกันในแต่ละวันทำการหรือไม่ และทดสอบเฉพาะเจาะจงไปอีกว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของดัชนีหุ้นต่างๆ ดังกล่าวในวันจันทร์มักมีค่าติดลบและต่ำกว่าผลตอบแทนของดัชนีหุ้นนั้นในวันทำการอื่นๆ ของสัปดาห์หรือไม่

ขอบเขตของการวิจัย (Scope of the Study)

งานวิจัยนี้ศึกษาปรากฏการณ์ Monday Effect ในดัชนีหุ้นต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาตั้งแต่ดัชนีต่างๆ จัดตั้งขึ้นจนถึงเดือนกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2019

¹ โดยที่มักจะไม่ค่อยพบความเสี่ยงของการลงทุนที่แตกต่างกันในแต่ละเดือนของปี หรือในแต่ละวันทำการ

คำนิยาม (Definitions)

Monday Effect หรือ Day of the Week Effect คือปรากฏการณ์ที่พบว่าผลตอบแทนในวันจันทร์โดยเฉลี่ยมักจะติดลบและต่ำกว่าวันทำการอื่นๆ ของสัปดาห์

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง (Literature Reviews)

ปรากฏการณ์ของ Monday Effect ในต่างประเทศ

งานวิจัยของ French (1980) ถือเป็นงานที่สำคัญเริ่มแรกเกี่ยวกับปรากฏการณ์ “Monday Effect” โดยทำการศึกษาดัชนีหุ้น S&P500 รายวันของตลาดหุ้นประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 6,024 วัน ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1953-1977 เพื่อศึกษาว่าผลตอบแทนในแต่ละวันทำการมีความแตกต่างกันหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่าผลตอบแทนของวันจันทร์เฉลี่ยอยู่ที่ -0.1681% ต่อวัน หรือประมาณ -42.4% ต่อปีทีเดียว ในขณะที่วันทำการอื่นๆ ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อวันต่ำสุดที่ 0.0157% ในวันอังคารและสูงสุดที่ 0.0967% ในวันพุธ ซึ่งผลการศึกษานี้ย่อมไม่สอดคล้องกับสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพและสามารถก่อให้เกิดโอกาสการทำกำไรแบบผิดปกติ (Abnormal Returns) ได้ด้วยการขายดัชนีหุ้น S&P500 ในวันศุกร์เย็นและซื้อกลับในวันจันทร์เย็นไปเรื่อยๆ โดย French (1980) พบว่า กลยุทธ์ดังกล่าวให้ผลตอบแทนต่อปีสูงถึง 13.4% เมื่อเทียบกับกลยุทธ์ซื้อแล้วถือ (Buy and Hold) ดัชนีตลาดหุ้น S&P500 ที่ 5.5% ต่อปี อย่างไรก็ตาม เมื่อคำนึงถึงต้นทุนการซื้อขายที่เกิดขึ้น ผลตอบแทนส่วนเกินนั้นได้หายไป

การศึกษา Monday Effect หรือ Weekend Effect ในตลาดหุ้นอื่นๆ นอกเหนือสหรัฐฯ เช่น ญี่ปุ่นในช่วง ค.ศ. 1970-1983 อังกฤษในช่วง ค.ศ. 1950-1983 แคนาดาในช่วง ค.ศ. 1976-1983 และออสเตรเลียในช่วง ค.ศ. 1973-1982 คืองานของ Jaffe and Westerfield (1985) และ Aggarwal and Rivoli (1989) ในตลาดหุ้นประเทศฮ่องกง สิงคโปร์ มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ ในช่วงปี ค.ศ. 1976-1988 ต่างก็พบว่า ผลตอบแทนนั้นติดลบในวันจันทร์ในทุกประเทศที่ศึกษานอกจากนี้ยังพบว่าในหลายประเทศ เช่น ญี่ปุ่น ออสเตรเลีย ฮ่องกง สิงคโปร์ มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ ที่มีผลตอบแทนในวันอังคารนั้นติดลบด้วย ซึ่งเชื่อว่าอาจจะเกิดจากความแตกต่างของโซนเวลา (Time Zone Difference) เพราะประเทศเหล่านี้มีเวลานำหน้าประเทศสหรัฐฯ อยู่ 13 ชั่วโมง จึงอาจได้รับผลกระทบ (Spillover) จากวันจันทร์ที่ติดลบในประเทศสหรัฐฯ และส่งต่อมายังวันอังคารในประเทศแถบเอเชีย

ปรากฏการณ์ของ Monday Effect ในไทย

การศึกษา Monday Effect ในตลาดหุ้นไทยคืองานของ Khanthavit and Chaowalerd (2016) ในช่วงปี ค.ศ. 2002-2015 ในดัชนี SET ดัชนี SET50 และดัชนี MAI และพบ Monday Effect หรือผลตอบแทนที่เป็นลบในวันจันทร์ในดัชนี SET และดัชนี SET50 เท่านั้น จากนั้น Khanthavit and Chaowalerd (2016) ได้ทำการทดสอบหลายคำอธิบายต่อปรากฏการณ์ Monday Effect ในตลาดหุ้นไทย และพบว่าคำอธิบายที่เป็นไปได้มากที่สุดคือ คำอธิบายที่เกี่ยวข้องกับคำสั่งซื้อขายของนักลงทุนกลุ่มต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือ ผลตอบแทนที่ติดลบในวันจันทร์นั้นมักเกิดในวันที่มีปริมาณการซื้อขายที่ค่อนข้างต่ำและมาจากแรงขายของนักลงทุนทั้ง 3 กลุ่ม ได้แก่ นักลงทุนสถาบันในประเทศ นักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนรายบุคคล



อย่างไรก็ตาม บทความวิจัยนี้ทำการศึกษา Monday Effect ในตลาดหุ้นไทย โดยใช้ข้อมูลทั้งดัชนีราคา (Price Index) และดัชนีผลตอบแทนรวม (Total Return Index) ของดัชนีหุ้นสำคัญๆ ของตลาดหุ้นไทยตั้งแต่มีการจัดตั้งดัชนีเหล่านี้ขึ้นมา จึงถือเป็นการศึกษา Monday Effect ในตลาดหุ้นไทยที่ใช้ข้อมูลที่ยาวนานกว่าการศึกษา Monday Effect ในตลาดหุ้นไทยที่ผ่านมา และใช้ทั้งดัชนีราคาและดัชนีผลตอบแทน เมื่อเทียบกับการศึกษาก่อนหน้าที่ใช้เฉพาะดัชนีราคาเท่านั้น

คำอธิบายของปรากฏการณ์ Monday Effect

คำอธิบายของ Monday Effect ที่มักกล่าวถึงในการศึกษาที่ผ่านมา ได้แก่ การที่บริษัทที่มีข่าวในเชิงลบเกิดขึ้น และมีแนวโน้มที่จะเลือกประกาศข่าวเชิงลบที่เกิดขึ้นในเย็นวันศุกร์หรือวันสุดสัปดาห์ เพื่อหลีกเลี่ยงการตอบสนองเชิงลบจากนักลงทุนในทันที (Dyl and Maberly 1988, Damodaran 1989) อีกสาเหตุที่มักกล่าวถึงคือ การเกิดแรงขายที่มากกว่าปกติในวันจันทร์ของนักลงทุนรายย่อย ประกอบกับสภาพคล่องที่น้อยในวันจันทร์กว่าวันอื่นๆ จากนักลงทุนสถาบัน (Brooks and Kim 1997) ในขณะที่ Khanthavit and Chaowalerd (2016) พบแรงขายที่สูงในวันจันทร์จากนักลงทุนหลายๆ กลุ่ม ได้แก่ นักลงทุนสถาบันในประเทศ นักลงทุนรายย่อยในประเทศ และนักลงทุนต่างชาติ ที่ายที่สุด Chen and Singal (2003) พบว่านักขายชอร์ตเก็งกำไร (Speculative Short Sellers) เป็นสาเหตุของ Monday Effect เพราะนักขายชอร์ตมีแนวโน้มที่จะปิดสถานะขายชอร์ตด้วยการซื้อหุ้นกลับคืนสถานะชอร์ตในเย็นวันศุกร์ และทำการเปิดสถานะชอร์ตใหม่อีกครั้งในวันจันทร์ จึงทำให้ผลตอบแทนวันจันทร์มีแนวโน้มที่จะติดลบหรือต่ำกว่าวันทำการอื่นๆ

ระเบียบวิธีวิจัย (Research Methodologies)

กรอบความคิดในการวิจัย (Conceptual Framework)

ทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพกล่าวเป็นนัยว่า การลงทุนย่อมได้ผลตอบแทนตามความเสี่ยงของการลงทุนนั้นหรือการไม่สามารถใช้ข้อมูลต่างๆ ในอดีตหรือข้อมูลสาธารณะ (เช่น วันทำการในแต่ละสัปดาห์หรือเดือนต่างๆ ในแต่ละปี เป็นต้น) มาสร้างกลยุทธ์การลงทุนที่ทำผลตอบแทนผิดปกติหรือผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงแล้ว (Risk-Adjusted Returns) ที่เป็นบวกได้ อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติมีการศึกษาจำนวนมากที่ชี้ให้เห็นว่ามีปรากฏการณ์หลายอย่างที่ให้ผลตอบแทนผิดปกติหรือผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยงแล้วที่เป็นบวกได้ และปรากฏการณ์เหล่านี้มักถูกเรียกว่า “Anomalies” และหนึ่งใน Anomalies ที่สำคัญคือ Day of the Week Effect หรือ Monday Effect ที่มักพบว่าผลตอบแทนในวันจันทร์นั้นโดยเฉลี่ยมักจะติดลบและต่ำกว่าวันอื่นๆ ของสัปดาห์ เป็นต้น

แหล่งข้อมูลและวิธีการจัดเก็บ (Data Collection)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ ได้แก่ ดัชนีราคาปิดรายวัน (Daily Price Index) ดัชนีผลตอบแทนรวมรายวัน (Daily Total Return Index) ของดัชนี SET ดัชนี SET50 ดัชนี sSET และดัชนี MAI ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลดังกล่าวจากฐานข้อมูล DataStream และจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th)

การประมวลผลข้อมูลและการวิเคราะห์ (Data Analysis)

การศึกษานี้จะใช้ผลตอบแทนรายวันของ 4 ดัชนีหุ้นหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยเป็นผลตอบแทนรายวันที่คำนวณจากร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาปิด (Price Index) รายวัน ซึ่งสะท้อนผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Capital Gain) เท่านั้น และผลตอบแทนรายวันแบบที่คำนวณจากร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลตอบแทนรวม (Total Return Index หรือ TRI) รายวัน ซึ่งสะท้อนผลตอบแทนแบบรวมปันผลเข้าไปด้วย

รูปภาพที่ 1 แสดงวันเริ่มต้นของข้อมูลดัชนีราคาปิด (Price Index) รายวันและของดัชนีผลตอบแทนรวม (Total Return Index) รายวันของดัชนีหลักทรัพย์ทั้ง 4 ที่ใช้ในการศึกษานี้ โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้จะเริ่มตั้งแต่วันที่ดัชนีต่างๆ สร้างขึ้นมา (Inception) จนถึงวันที่ 6 กุมภาพันธ์ ค.ศ. 2019 จึงถือเป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดที่มีอยู่ในขณะที่ทำการศึกษา ส่วนค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของผลตอบแทน (ทั้งแบบดัชนีราคาและดัชนีผลตอบแทนรวม) ของดัชนีต่างๆ ได้แสดงไว้ในตารางที่ 1 โดยจะเห็นได้ว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของทุกดัชนีที่ศึกษา (ยกเว้นดัชนี sSET TRI ที่เพิ่งมีมาประมาณ 2 ปีเท่านั้น) มีค่าเป็นบวก โดยดัชนีราคา SET50 เป็นดัชนีที่มีความผันผวนมากที่สุดและมีผลตอบแทนต่ำสุดเนื่องจากดัชนีผลตอบแทนรวมของดัชนี SET, SET50 และ MAI มีจุดตั้งต้นที่ใกล้เคียงกันจึงมีจำนวนข้อมูลที่ใกล้เคียงกันที่ประมาณ 4,015-4,178 วันทำการ ส่วนดัชนีราคา SET ซึ่งถือว่าเก่าแก่ที่สุดมีจำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 10,643 วันทำการ ตามมาด้วยดัชนีราคา SET50 ที่ 5,743 วันทำการ และดัชนีราคา MAI ที่ 4,015 วันทำการ

ดัชนีราคา		จำนวนวัน	
SET	30 เมษายน 1975	6 กุมภาพันธ์ 2019	10,643
	SET50	16 สิงหาคม 1995	6 กุมภาพันธ์ 2019
	MAI	2 กันยายน 2002	6 กุมภาพันธ์ 2019
	4,015		
ดัชนีผลตอบแทนรวม			
	SET TRI	2 มกราคม 2002	6 กุมภาพันธ์ 2019
	SET50 TRI	2 มกราคม 2002	6 กุมภาพันธ์ 2019
	MAI TRI	2 กันยายน 2002	6 กุมภาพันธ์ 2019
	4,178		
	4,178		
	4,015		
	sSET	30 ธันวาคม 2016	6 กุมภาพันธ์ 2019
	514		

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรียบเรียงโดยผู้วิจัย

รูปภาพที่ 1 แสดงช่วงเวลาของดัชนีต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่จุดตั้งต้น (Inception Date) จนถึงเดือนกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2019 และเป็นช่วงเวลาของข้อมูลที่นำมาศึกษาในงานวิจัย โดยศึกษาทั้งดัชนีราคาและดัชนีผลตอบแทนรวม (TRI หรือ Total Return Index)



ตารางที่ 1 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของดัชนีหลักทรัพย์ต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเดือนเมษายน ค.ศ. 1975 ถึงกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2019 โดยรายละเอียดช่วงระยะเวลาของแต่ละดัชนีได้แสดงไว้ในรูปภาพที่ 1 โดยศึกษาทั้งดัชนีราคาและดัชนีผลตอบแทนรวม (TRI หรือ Total Return Index)

ดัชนีราคา	ค่าเฉลี่ย	ค่า SD	ค่าต่ำสุด	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	จำนวนข้อมูล
SET	0.036%	1.415%	-14.8%	0.027%	12.0%	10,643
SET50	0.017%	1.750%	-15.8%	-0.004%	13.4%	5,743
MAI	0.042%	1.295%	-10.6%	0.081%	10.4%	4,015
ดัชนีผลตอบแทนรวม						
SET TRI	0.064%	1.235%	-14.8%	0.086%	11.2%	4,178
SET50 TRI	0.065%	1.387%	-15.8%	0.065%	12.1%	4,178
MAI TRI	0.058%	1.297%	-10.6%	0.094%	10.4%	4,015
sSET TRI	-0.030%	0.733%	-2.6%	0.007%	3.2%	514

ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

ท้ายที่สุด การศึกษานี้จะทดสอบปรากฏการณ์ Monday Effect โดยใช้สมการถดถอยและตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ที่แทนวันจันทร์ในสมการที่ (1) และใช้สมการถดถอยและตัวแปรหุ่น 4 ตัวแทนวันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี และวันศุกร์ ตามลำดับ ดังแสดงในสมการที่ 2 เพื่อทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนของดัชนีต่างๆ ในแต่ละวันทำการว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญในทางสถิติ (Statistically Significant) และในทางปฏิบัติ (Economically Significant) หรือไม่ สมการถดถอยที่ใช้ทดสอบคือ

$$r_t = \alpha + \beta D_t + \varepsilon_t \tag{1}$$

โดย r_t แทนผลตอบแทนในวันที่ t ส่วน D_t เป็นตัวแปรหุ่นที่มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อ t คือวันจันทร์ นอกเหนือจากวันจันทร์ D_t มีค่าเท่ากับ 0 และ ε_t คือค่าคลาดเคลื่อน (Error Term) โดยถ้า Monday Effect มีอยู่จริงในดัชนีต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ค่าสัมประสิทธิ์ β ควรจะมีค่าเป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ

$$r_t = \alpha + \beta_1 D_{1,t} + \beta_2 D_{2,t} + \beta_3 D_{3,t} + \beta_4 D_{4,t} + \varepsilon_t \tag{2}$$

โดย r_t แทนผลตอบแทนในวันที่ t

ส่วน $D_{1,t}$ เป็นตัวแปรหุ่นที่มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อ t คือวันอังคารและมีค่าเท่ากับ 0 สำหรับวันอื่นๆ

ส่วน $D_{2,t}$ เป็นตัวแปรหุ่นที่มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อ t คือวันพุธและมีค่าเท่ากับ 0 สำหรับวันอื่นๆ

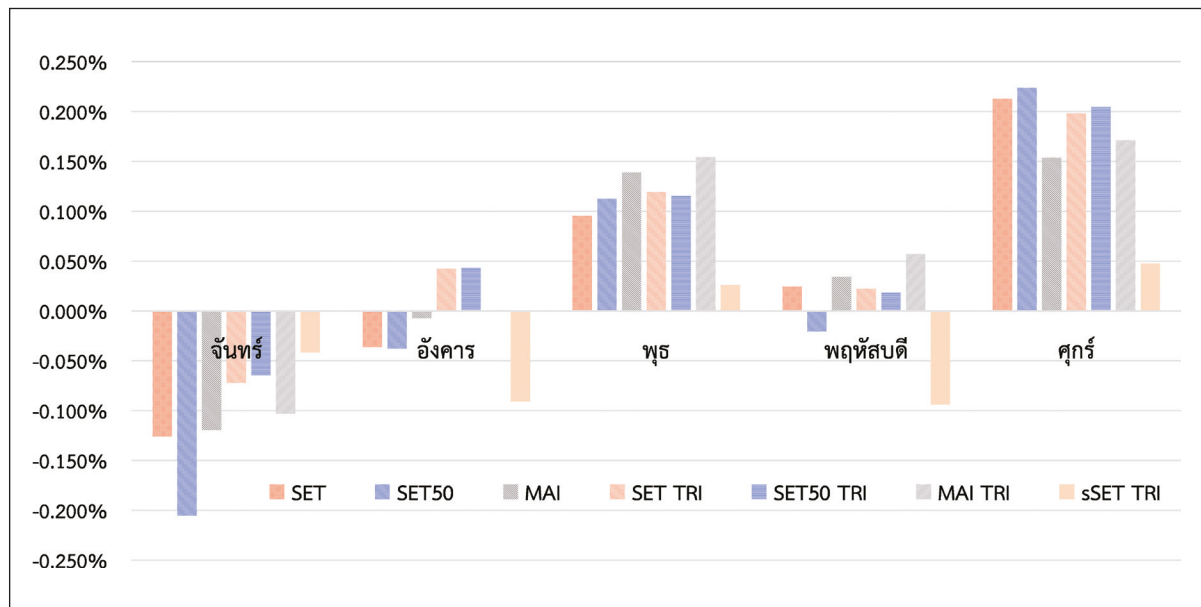
ส่วน $D_{3,t}$ เป็นตัวแปรหุ่นที่มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อ t คือวันพฤหัสบดี และมีค่าเท่ากับ 0 สำหรับวันอื่นๆ

ส่วน $D_{4,t}$ เป็นตัวแปรหุ่นที่มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อ t คือวันศุกร์และมีค่าเท่ากับ 0 สำหรับวันอื่นๆ

และ ε_t คือค่าคลาดเคลื่อน (Error Term) โดยถ้า Monday Effect มีอยู่จริงในดัชนีต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ค่าสัมประสิทธิ์ α ซึ่งแทนค่าผลตอบแทนเฉลี่ยในวันจันทร์ควรจะมีความเป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ และค่า $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ ควรจะมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการศึกษา (Results)

รูปภาพที่ 2 แสดงผลตอบแทน (ทั้งแบบไม่รวมและรวมเงินปันผลตอบแทน) เฉลี่ยต่อวันของทั้ง 4 ดัชนีแยกตามวันทำการ จากรูปจะเห็นได้ว่า ผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์ของทุกดัชนีมีค่าเป็นลบ เมื่อเทียบกับวันอื่นๆ ที่มีค่าผลตอบแทนเฉลี่ยที่เป็นบวกเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งทำให้สำหรับทุกดัชนี (เว้นแต่ดัชนี sSET TRI) ผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์นั้นต่ำกว่าวันอื่นๆ อย่างเด่นชัด



ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

รูปภาพที่ 2 ผลตอบแทนเฉลี่ย (% ต่อวัน) ในแต่ละวันทำการของดัชนีหุ้นต่างๆ

ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ดัชนีนั้นจัดตั้งขึ้นมาจนถึงเดือนกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2019



โดยเมื่อดูจากตารางที่ 2 ซึ่งแสดงค่าผลตอบแทนเฉลี่ยต่อวันของทั้ง 4 ดัชนีหลักทรัพย์ในช่วงเวลาต่างๆ กันของแต่ละดัชนี ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนเฉลี่ยในวันจันทร์ของดัชนีราคา SET, SET50 และ MAI มีค่าอยู่ที่ -0.126% 0.205% และ -0.119% ตามลำดับ หรือเทียบได้เท่ากับประมาณ -32% -52% และ -30% ต่อปี² ที่เดียว หรือถ้าดูจากดัชนีผลตอบแทนรวม ผลตอบแทนเฉลี่ยในวันจันทร์ของทั้ง 4 ดัชนีมีค่าเป็นลบทั้งหมด เช่น ดัชนี SET TRI มีค่า -0.072% ต่อวัน หรือ -18% ต่อปี หรือดัชนี SET50 TRI ที่มีค่า -0.065% ต่อวัน หรือ -16% ต่อปี ในขณะที่ผลตอบแทนรวมปีนผลเฉลี่ยในวันทำการอื่นๆ มีค่าเป็นบวกเกือบทั้งหมดโดยเฉพาะวันพุธและวันศุกร์

ตารางที่ 2 แสดงค่าผลตอบแทนเฉลี่ยต่อวันในแต่ละวันทำการของดัชนีหลักทรัพย์ต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเดือนเมษายน ค.ศ. 1975 ถึงกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2019 โดยรายละเอียดช่วงระยะเวลาของแต่ละดัชนีได้แสดงไว้ในรูปภาพที่ 1 โดยศึกษาทั้งดัชนีราคาและดัชนีผลตอบแทนรวม (TRI หรือ Total Return Index)

ดัชนีราคา	วันจันทร์	วันอังคาร	วันพุธ	วันพฤหัสบดี	วันศุกร์
SET	-0.126%	-0.036%	0.096%	0.024%	0.213%
SET50	-0.205%	-0.038%	0.112%	-0.021%	0.224%
MAI	-0.119%	-0.007%	0.139%	0.034%	0.154%
ดัชนีผลตอบแทนรวม					
SET TRI	-0.072%	0.043%	0.119%	0.022%	0.198%
SET50 TRI	-0.065%	0.044%	0.115%	0.019%	0.205%
MAI TRI	-0.103%	0.001%	0.154%	0.057%	0.171%
sSET TRI	-0.042%	-0.091%	0.026%	-0.094%	0.048%

ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 3 ตาราง 3.1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์จากสมการที่ (1) ของตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) วันจันทร์หรือค่า β โดยมีหน่วยเป็น % ต่อวันของดัชนีหลักทรัพย์ต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเดือนเมษายน ค.ศ. 1975 ถึงกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2019 ส่วนตาราง 3.2 แสดงค่า α และค่าสัมประสิทธิ์จากสมการที่ (2) ของตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) วันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี และวันศุกร์ ตามลำดับ โดยมีหน่วยเป็น % ต่อวันของดัชนีหลักทรัพย์ต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเดือนเมษายน ค.ศ. 1975 ถึงกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2019 โดยรายละเอียดช่วงระยะเวลาของแต่ละดัชนีได้แสดงไว้ในรูปภาพที่ 1 โดยศึกษาทั้งดัชนีราคาและดัชนีผลตอบแทนรวม (TRI หรือ Total Return Index)

² บนสมมติฐานที่ว่า 1 ปีมี 252 วันทำการ

ตาราง 3.1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์จากสมการที่ (1)

ดัชนีราคา	ค่า β วันจันทร์	จำนวนข้อมูล
SET	-0.200***	10,641
SET50	-0.275***	5,741
MAI	-0.199***	4,013
ดัชนีผลตอบแทนรวม		
SET TRI	-0.168***	4,176
SET50 TRI	-0.160***	4,176
MAI TRI	-0.199***	4,013
sSET TRI	-0.014	512

ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

ตาราง 3.2 แสดงค่า α และค่าสัมประสิทธิ์จากสมการที่ (2)

ดัชนีราคา	ค่า α วันจันทร์	ค่า β_1 วันอังคาร	ค่า β_2 วันพุธ	ค่า β_3 วันพฤหัสบดี	ค่า β_4 วันศุกร์	จำนวน ข้อมูล
SET	-0.125***	0.089**	0.221***	0.150***	0.338***	10,641
SET50	-0.205***	0.167**	0.317***	0.184**	0.429***	5,741
MAI	-0.119**	0.111*	0.258***	0.153**	0.272***	4,013
ดัชนีผลตอบแทนรวม						
SET TRI	-0.072*	0.114*	0.191***	0.094	0.270***	4,176
SET50 TRI	-0.064	0.108	0.179***	0.083	0.269***	4,176
MAI TRI	-0.103**	0.103	0.257***	0.160**	0.274***	4,013
sSET TRI	-0.041	-0.049	0.067	-0.052	0.089	512

ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

คำอธิบายเพิ่มเติม: ***, **, * แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% 5% และ 10% ตามลำดับ

การทดสอบต่อไปเพื่อแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนเฉลี่ยในวันจันทร์นั้นแตกต่างจากผลตอบแทนเฉลี่ยในวันอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ได้แสดงในตารางที่ 3 โดยตารางที่ 3.1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) วันจันทร์จากสมการที่ (1) จะเห็นได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทุกดัชนีราคาและ



ดัชนีผลตอบแทนรวม (เว้นแต่ดัชนี sSET TRI) ดัชนีราคา SET50 มีผลตอบแทนเฉลี่ยในวันจันทร์ที่ต่ำกว่าวันอื่นๆ โดยเฉลี่ยที่สูงมากที่สุดที่ 0.275% ต่อวัน หรือ 69% ต่อปีทีเดียว! หรือแม้แต่ในหุ้นขนาดเล็กมากในดัชนีราคา MAI ยังมีผลตอบแทนเฉลี่ยในวันจันทร์ที่ต่ำกว่าวันอื่นๆ โดยเฉลี่ยที่สูงถึง 0.199% ต่อวัน หรือ 50% ต่อปีเช่นกัน จึงสรุปได้ว่าผลตอบแทนเฉลี่ยวันจันทร์นั้นมีค่าต่ำกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของวันอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญในทางสถิติ (Statistically Significant) และในทางปฏิบัติ (Economically Significant) ส่วนตารางที่ 3.2 แสดงค่า α และค่าสัมประสิทธิ์จากสมการที่ (2) ของตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) วันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี และวันศุกร์ ตามลำดับ จะเห็นได้ว่าผลตอบแทนเฉลี่ยในวันจันทร์มีค่าติดลบอย่างมีนัยสำคัญ (จากค่า α ที่เป็นลบและมีนัยสำคัญในทางสถิติ) ส่วนผลตอบแทนในวันอื่นๆ มีค่าสูงกว่าผลตอบแทนวันจันทร์อย่างมีนัยสำคัญ (จากค่าสัมประสิทธิ์ของวันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี และวันศุกร์ ที่เป็นบวกทั้งหมดและมีนัยสำคัญในทางสถิติเป็นส่วนใหญ่) เช่น สำหรับดัชนีราคา SET50 ผลตอบแทนเฉลี่ยในวันจันทร์อยู่ที่ -0.205% ในขณะที่ผลตอบแทนเฉลี่ยวันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี และวันศุกร์ อยู่ที่ -0.038%, 0.112%, -0.021% และ 0.224% ตามลำดับ เป็นต้น

ตารางที่ 4 แสดงค่าผลตอบแทนเฉลี่ยต่อวัน (Return) และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานต่อวัน (SD) ของผลตอบแทนในแต่ละวันทำการของดัชนีหลักทรัพย์ต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเดือนเมษายน ค.ศ. 1975 ถึงกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2019 โดยรายละเอียดช่วงระยะเวลาของแต่ละดัชนีได้แสดงไว้ในรูปภาพที่ 1 โดยศึกษาทั้งดัชนีราคาและดัชนีผลตอบแทนรวม (TRI หรือ Total Return Index)

ดัชนีราคา	วันจันทร์	วันอังคาร	วันพุธ	วันพฤหัสบดี	วันศุกร์
SET – Return	-0.126%	-0.036%	0.096%	0.024%	0.213%
– SD	1.607%	1.406%	1.402%	1.359%	1.273%
SET50 – Return	-0.205%	-0.038%	0.112%	-0.021%	0.224%
– SD	1.925%	1.665%	1.768%	1.699%	1.667%
MAI – Return	-0.119%	-0.007%	0.139%	0.034%	0.154%
– SD	1.469%	1.267%	1.253%	1.275%	1.190%
ดัชนีผลตอบแทนรวม	วันจันทร์	วันอังคาร	วันพุธ	วันพฤหัสบดี	วันศุกร์
SET TRI – Return	-0.072%	0.043%	0.119%	0.022%	0.198%
– SD	1.420%	1.257%	1.210%	1.176%	1.085%
SET50 TRI – Return	-0.065%	0.044%	0.115%	0.019%	0.205%
– SD	1.591%	1.423%	1.356%	1.321%	1.218%
MAI TRI – Return	-0.103%	0.001%	0.154%	0.057%	0.171%
– SD	1.454%	1.272%	1.252%	1.286%	1.200%
sSET TRI – Return	-0.042%	-0.091%	0.026%	-0.094%	0.048%
– SD	0.727%	0.863%	0.613%	0.748%	0.698%

ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 4 เป็นการทดสอบว่าผลตอบแทนที่แตกต่างกันในแต่ละวันทำการนั้นเกิดจาก “ความเสี่ยง” ที่แตกต่างกันหรือไม่ ดังนั้นในตารางที่ 4 จึงแสดงค่าผลตอบแทนเฉลี่ยต่อวันและค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานต่อวันของผลตอบแทนในแต่ละวันทำการของทั้ง 4 ดัชนีหลักทรัพย์ ซึ่งจะเห็นได้ว่าวันจันทร์ซึ่งมีผลตอบแทน (ทั้งจากดัชนีราคาและดัชนีผลตอบแทนรวม) เฉลี่ยที่เป็นลบกลับมีความเสี่ยงที่วัดด้วยค่า SD ที่สูงกว่าวันทำการอื่นๆ ด้วยซ้ำไป เช่น ดัชนีราคา SET มีผลตอบแทนในวันจันทร์ที่ -0.126% ต่อวันและมีค่า SD ที่ 1.607% ต่อวัน หรือ 25.5% ต่อปี³ ส่วนวันศุกร์ที่มีผลตอบแทนสูงถึง 0.213% ต่อวันกลับมีค่าความเสี่ยงหรือค่า SD ที่ต่ำเพียง 1.273% ต่อวัน หรือ 20.2% ต่อปี

ท้ายที่สุด เพื่อเป็นการทดสอบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยที่เป็นลบในวันจันทร์และเป็นบวกในวันอื่นๆ ไม่ได้เกิดจากค่า Outliers ในบางวันของการซื้อขาย ตารางที่ 5 จึงแสดงค่าอัตราส่วนเป็นร้อยละของจำนวนวันที่ผลตอบแทนของดัชนีมีค่าติดลบต่อจำนวนวันทั้งหมดในแต่ละวันทำการของดัชนีหลักทรัพย์ต่างๆ ซึ่งจะเห็นได้ว่าสัดส่วนของวันที่มีผลตอบแทนเป็นลบต่อจำนวนวันทั้งหมดมีค่าสูงที่สุดในวันจันทร์สำหรับทุกดัชนี (ยกเว้น sSET TRI) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนเฉลี่ยที่ติดลบในวันจันทร์หรือเป็นบวกในวันอื่นๆ ไม่น่าจะเกิดจากผลตอบแทนที่เป็น Outliers ในบางวันทำการของการซื้อขายหลักทรัพย์

ตารางที่ 5 แสดงค่าอัตราส่วน (เป็น %) ของจำนวนวันที่ผลตอบแทนของดัชนีมีค่าติดลบต่อจำนวนวันทั้งหมดในแต่ละวันทำการของดัชนีหลักทรัพย์ต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเดือนเมษายน ค.ศ. 1975 ถึงกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2019 โดยรายละเอียดช่วงระยะเวลาของแต่ละดัชนีได้แสดงไว้ในรูปภาพที่ 1 โดยศึกษาทั้งดัชนีราคาและดัชนีผลตอบแทนรวม (TRI หรือ Total Return Index)

ดัชนีราคา	วันจันทร์	วันอังคาร	วันพุธ	วันพฤหัสบดี	วันศุกร์
SET	54.2	52.2	46.4	48.0	42.3
SET50	56.9	51.4	47.2	51.7	44.3
MAI	50.1	47.0	43.8	45.5	44.0
ดัชนีผลตอบแทนรวม	วันจันทร์	วันอังคาร	วันพุธ	วันพฤหัสบดี	วันศุกร์
SET TRI	49.9	48.3	42.9	46.3	40.5
SET50 TRI	52.4	48.8	44.4	48.4	42.0
MAI TRI	49.5	46.6	42.4	44.7	43.3
sSET TRI	46.9	57.3	49.5	51.4	42.7

ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

³ บนสมมุติฐานที่ว่า 1 ปีมี 252 วันทำการ



ประโยชน์หรือนัยจากการวิจัย (Contributions or Implications of the Research)

การศึกษาปรากฏการณ์ Monday Effect ในดัชนีหลักทรัพย์ต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อให้เกิดประโยชน์ในเชิงวิชาการ เพราะการพบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ Monday Effect ย่อมแสดงให้เห็นถึงความไม่มีประสิทธิภาพ (Market Inefficiency) ของตลาดหุ้นไทย โดยผลการศึกษาในไทยถือเป็นการทดสอบนอกกลุ่มตัวอย่าง (Out-of-Sample Test) ของปรากฏการณ์ Monday Effect ที่พบในตลาดต่างประเทศด้วย โดยการพบปรากฏการณ์ Monday Effect ในตลาดหุ้นไทยที่คล้ายคลึงกับผลการศึกษาในต่างประเทศ จะสร้างความมั่นใจขึ้นว่าปรากฏการณ์ดังกล่าวไม่น่าจะเกิดจาก Data Mining หรือ Data Snooping และน่าจะเกิดจากพฤติกรรมการลงทุน (Behavior) ของนักลงทุนที่คล้ายกัน (เพราะหลายๆ ตลาดอาจมีโครงสร้างหรือระบบกติกาของการซื้อขายที่แตกต่างกันได้) นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังก่อประโยชน์ในทางปฏิบัติ กล่าวคือ การพบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ Monday Effect แล้ว ย่อมแสดงให้เห็นถึงโอกาสในการสร้างกลยุทธ์การลงทุนต่างๆ เพื่อทำกำไรแบบผิดปกติจากปรากฏการณ์ดังกล่าว

ข้อจำกัดของงานวิจัย (Limitations of the Study)

ข้อจำกัดของงานวิจัยนี้ คือจำนวนข้อมูลที่ยังน้อยเกินไป (Small Sample Size) สำหรับดัชนี sSET TRI ดังนั้น ผลการวิเคราะห์ของดัชนี sSET TRI อาจไม่สะท้อนภาพที่แท้จริงได้ และการตีความผลการศึกษาของดัชนี sSET TRI ย่อมมีแนวโน้มที่จะไม่มีนัยสำคัญในทางสถิติ

ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยในอนาคต (Suggestions for Future Research)

การศึกษานี้พบหลักฐานเชิงประจักษ์ประเภท Monday Effect ที่คล้ายกับการศึกษาในต่างประเทศ ดังนั้นจึงย่อมก่อให้เกิดโอกาสในการสร้างกลยุทธ์การทำกำไรจากปรากฏการณ์ Monday Effect ได้ โดยควรจะเป็นกลยุทธ์การลงทุนที่คำนึงถึงความเป็นไปได้ในทางปฏิบัติของนักลงทุนกลุ่มต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น การใช้ ETF (Exchange-Traded Fund) บนดัชนีหุ้นไทย หรือใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่อ้างอิงกับดัชนีหุ้นไทย (Stock Index Futures) ในการสร้างกลยุทธ์การลงทุนดังกล่าว เป็นต้น โดยสามารถใช้กลยุทธ์การลงทุนได้หลายแบบด้วยกัน เช่น กลยุทธ์ที่ 1 (เรียกว่า ซื้อและถือหุ้นทุกวันยกเว้นวันจันทร์) ทำการซื้อหุ้น 100 บาทที่ราคาปิดในวันจันทร์และถือไปขายทั้งหมดในราคาปิดวันศุกร์ และทำวนซ้ำไปเรื่อยๆ ทั้งปี กลยุทธ์ที่ 2 (เรียกว่า ซื้อและถือหุ้นทุกวันยกเว้นวันจันทร์ แต่ขายชอร์ตหุ้นในวันจันทร์) ทำการซื้อหุ้น 100 บาทที่ราคาปิดในวันจันทร์และถือไปขายทั้งหมดในราคาปิดวันศุกร์และทำการขายชอร์ตอีก 100 บาทในราคาปิดวันศุกร์ จากนั้นทำการปิดสถานะขายชอร์ตที่ราคาปิดวันจันทร์และทำการซื้อหุ้น 100 บาทที่ราคาปิดในวันจันทร์วนซ้ำไปเรื่อยๆ ทั้งปี เป็นต้น กลยุทธ์ดังกล่าวนี้ย่อมสร้างผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่สูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยแบบซื้อแล้วถือตามตลาด หรือสามารถทำผลตอบแทนผิดปกติได้นั่นเอง จากนั้นควรต้องคำนึงถึงต้นทุนต่างๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้กลยุทธ์ดังกล่าว เช่น ค่าคอมมิชชั่นจากการซื้อขาย ต้นทุนส่วนต่างราคาขายกับราคาซื้อ (Bid-Ask Spread) ต้นทุนของการยืมหุ้นมาขายชอร์ต เป็นต้น เพราะการทำกำไรแบบผิดปกติในทางปฏิบัตินั้น ควรต้องคุ้มกับต้นทุนต่างๆ ดังกล่าวของกลยุทธ์ที่ใช้ทำกำไรผิดปกตินั้นด้วย



นอกจากนี้ จากการที่ผลการศึกษา Monday Effect ในตลาดหุ้นไทยที่คล้ายกับในต่างประเทศ จึงเกิดคำถามตามมาถึงสาเหตุของ Monday Effect ในไทย ซึ่งมีคำอธิบายอยู่เป็นจำนวนมากดังกล่าวข้างต้น ดังนั้นการศึกษาสาเหตุของ Monday Effect ในตลาดหุ้นไทยเปรียบเทียบกับคำอธิบายที่มีอยู่จึงเป็นการศึกษาที่น่าสนใจต่อไป

บทสรุป (Conclusion)

การศึกษานี้เป็นการศึกษาปรากฏการณ์ Monday Effect ในดัชนีหุ้นหลักๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงตั้งแต่ที่แต่ละดัชนีได้จัดทำขึ้นจนถึงเดือนกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2019 ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าในเกือบทุกดัชนีผลตอบแทนเฉลี่ยในวันจันทร์มีค่าเป็นลบและต่ำกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของวันทำการอื่นๆ ของสัปดาห์อย่างมีนัยสำคัญทั้งในทางสถิติและในทางปฏิบัติ นอกจากนี้ยังพบว่าวันจันทร์ที่มีผลตอบแทนเฉลี่ยที่ต่ำกว่าวันอื่นๆ ของสัปดาห์ แต่กลับมีค่าความเสี่ยงที่วัดด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนที่สูงกว่าวันอื่นๆ ด้วยซ้ำไป ดังนั้นจึงไม่น่าเป็นไปได้ที่จะอธิบายความแตกต่างของผลตอบแทนในแต่ละวันทำการด้วยความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ดังนั้นผลการศึกษาของงานวิจัยนี้จึงสนับสนุนปรากฏการณ์ Monday Effect ซึ่งถือเป็น Anomalies ประเภทหนึ่งที่ขัดกับสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) และก่อให้เกิดโอกาสสร้างกลยุทธ์การลงทุนที่สามารถทำผลตอบแทนผิดปกติได้



References

- Aggarwal, R., & Rivoli, P. (1989). Seasonal and day-of-the-week effects in four emerging stock markets. *Financial Review, 24*, 541-550.
- Brooks, R. M., & Kim, H. (1997). The individual investor and the weekend effect. *Quarterly Review of Economics and Finance, 37*, 725-737.
- 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.
- Damodaran, A. (1989). The weekend effect in information releases: a study of earnings and dividend announcements. *Review of Financial Studies, 2*, 607-623.
- Dyl, E. A., & Maberly, E. D. (1988). A possible explanation of the weekend effect. *Financial Analysts Journal, 44*, 83-84.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance, 25*, 383-417.
- Fama, E. (1991). Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance, 46*, 1575-1617.
- French, K. (1980). Stock Returns and the Weekend Effect. *Journal of Financial Economics, 8*, 55-69.
- Jeffrey, J., & Westerfield, R. (1985). The weekend effect in common stock returns: the international evidence. *Journal of Finance, 40*, 433-454.
- 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.