



การศึกษา
 “ช่วงของฤดูกาลที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าช่วงของฤดูกาลอื่น”
 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
 The study of “Sell in May”
 in the Stock Exchange of Thailand

ผศ.ดร.ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ CFA*

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาปรากฏการณ์ Sell in May หรือ Halloween Effect ที่เชื่อกันว่าตลาดหุ้นในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคมหรือช่วงฤดูร้อนจะให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าในช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายนหรือช่วงฤดูหนาว บนดัชนีหลักทรัพย์ที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี 1975 ถึงปี 2016 ผลการศึกษาของงานวิจัยนี้พบว่าการลงทุนในดัชนี SET SET50 SET100 และ MAI ในช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายนให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่าในช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคม แม้ว่าเฉพาะดัชนี SET50 เท่านั้นที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ ที่ประมาณ 2.18% ต่อเดือนหรือ 26.1% ต่อปี นอกจากนี้ยังพบว่าผลตอบแทนที่สูงกว่าในช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายนเมื่อเทียบกับพฤษภาคมถึงตุลาคมนั้นไม่ได้เป็นผลมาจากความเสี่ยงจากการลงทุนที่สูงกว่า แต่กลับพบว่าการลงทุนในช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายนนั้นมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าด้วยซ้ำ ดังนั้นผลการศึกษาของงานวิจัยนี้จึงสนับสนุนปรากฏการณ์ Sell in May หรือ Halloween Effect ในดัชนีหลักทรัพย์ SET50 และจึงเป็นผลการศึกษาที่ขัดแย้งกับควมมีประสิทธิภาพ (Market Efficiency) ของหุ้นที่มีขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องสูงในดัชนี SET50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำสำคัญ : Sell in May ดัชนีหลักทรัพย์ ฤดูกาล ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

* คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์



ABSTRACT

This study empirically investigates the well-known Sell in May or Halloween Effect, which states that stock returns are significantly lower during May-October period than during November-April period, on four main indices of the Stock Exchange of Thailand (SET) from 1975 to 2016. The results show that the three main indices, i.e., SET, SET50, and SET100 indices have higher rate of returns during November-April period than during May-October period, though only the SET50 index has a statistically significant higher rate of returns. Specifically, the SET50 index's average monthly return is significantly higher during November-April than during May-October by 2.18% or nearly 26.1% per year. Furthermore, the result shows that SET50 index return is even less risky (as measured by its standard deviation) during November-April than during May-October. Therefore, the results of this study support the Sell in May or Halloween Effect in the SET50 index, and therefore invalidate the market efficiency of the large, liquid stocks in the SET50 index of the Stock Exchange of Thailand.

บทนำ

ปรากฏการณ์ Sell in May คือปรากฏการณ์ทางฤดูกาลที่เชื่อว่าตลาดหุ้นในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคม ซึ่งเป็นช่วงฤดูร้อนของประเทศแถบตะวันตกมักจะมีผลตอบแทนที่ต่ำกว่าในช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายน ซึ่งเป็นช่วงฤดูหนาวของประเทศแถบตะวันตก แม้ความเชื่อนี้จะมีมานานแต่กลับไม่พบหลักฐานที่ชัดเจนของที่มาของความเชื่อนี้ งานวิจัยของ Bouman and Jacobsen (2002) พบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ Sell in May อย่างมีนัยสำคัญใน 20 ประเทศจากตลาดหุ้นทั่วโลกจำนวน 37 ประเทศ¹ และนำมาสู่การแนะนำกลยุทธ์การลงทุนที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานของปรากฏการณ์ Sell in May ที่สามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนของตลาดได้ อย่างไรก็ตามงานวิจัยนี้กลับไม่พบหลักฐานที่มีน้ำหนักเพียงพอที่สนับสนุนความเชื่อเรื่อง Sell in May ในตลาดหุ้นไทย นอกจากนี้การศึกษาเรื่องผลของฤดูกาล (Seasonal Effect) ที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand) นั้นมีอยู่น้อยมาก โดยเฉพาะการศึกษาผลของฤดูกาลในรูปแบบ Sell in May หรือ Halloween Effect ในตลาดไทยนั้นมียานของ Bouman and Jacobsen (2002) แต่ก็ศึกษาจากดัชนี MSCI ของตลาดไทยเท่านั้น ดังนั้นงานวิจัยชิ้นนี้จึงจัดทำขึ้นเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของดัชนีที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ดัชนี SET ดัชนี SET50 ดัชนี SET100 และดัชนี MAI กับผลของฤดูกาลในรูปแบบ Sell in May และถือเป็นการศึกษาปรากฏการณ์ Sell in May ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ข้อมูลเป็นระยะเวลาานกว่าการศึกษาของ Bouman and Jacobsen (2002)

นอกจากนี้การศึกษาปรากฏการณ์ Sell in May ยังเป็นสิ่งที่น่าสนใจเพราะการพบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ Sell in May นี้ย่อมเป็นหลักฐานที่ขัดแย้งกับสมมุติฐานตลาดมีประสิทธิภาพในระดับอ่อน (Weak-Form Market Efficiency) ซึ่งมีนัยว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดๆ ย่อมไม่ควรขึ้นอยู่กับช่วงเวลาของปี เช่น ช่วงฤดูหนาวหรือช่วงฤดูร้อนของปี เป็นต้น งานวิจัยนี้จึงถือเป็นการทดสอบความมีประสิทธิภาพของหุ้นกลุ่มต่างๆ ในดัชนี SET ดัชนี SET50 ดัชนี SET100 และดัชนี MAI ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยเช่นกัน

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อทดสอบปรากฏการณ์ Sell in May ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทดสอบว่าผลตอบแทนของดัชนีหุ้นหลักๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคมซึ่งเป็นช่วงฤดูร้อนของประเทศแถบตะวันตกนั้นมักมีค่าต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของดัชนีหุ้นนั้นในช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายน ซึ่งเป็นช่วงฤดูหนาวของประเทศแถบตะวันตกหรือไม่

¹ อย่างไรก็ตาม มีถึง 36 ประเทศจาก 37 ประเทศ ที่ผลตอบแทนของหุ้นในฤดูร้อนนั้นต่ำกว่าในฤดูหนาว



คำนิยาม

Sell in May Effect หรือ Halloween Effect

คือปรากฏการณ์ที่พบว่าผลตอบแทนของหุ้นในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคมซึ่งเป็นช่วงฤดูร้อนของประเทศแถบตะวันตกจะต่ำกว่าผลตอบแทนของหุ้นในช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายนซึ่งเป็นช่วงฤดูหนาวของประเทศแถบตะวันตก

Seasonal Effect หรือ Calendar Effect

คือปรากฏการณ์ทางฤดูกาลหรือปฏิทินที่พบว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงฤดูกาลหรือช่วงเวลานั้นไม่เท่ากัน เช่น January Effect คือปรากฏการณ์ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในเดือนมกราคมนั้นแตกต่างจากผลตอบแทนในเดือนอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ และ Day of the Week Effect ที่พบว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในแต่ละวันของสัปดาห์มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ เป็นต้น

เอกสารและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การศึกษา Calendar Effect ประเภท Halloween Effect ในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ

การศึกษาที่สำคัญเกี่ยวกับ Calendar Effect หรือผลของฤดูกาลหรือช่วงเวลาของปีที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเฉพาะเรื่อง Halloween Effect ได้แก่งานของ Bouman and Jacobsen (2002) ซึ่งทำการศึกษาค้นคว้าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเดือนพฤษภาคม-ตุลาคม ซึ่งเป็นช่วงฤดูร้อนของประเทศแถบตะวันตก และช่วงเดือนพฤศจิกายน-เมษายน ซึ่งเป็นช่วงฤดูหนาวของประเทศแถบตะวันตก โดยทำการศึกษาดูหุ้นใน 37 ประเทศทั่วโลก ทั้งตลาดหุ้นที่พัฒนาแล้วและที่กำลังพัฒนา และพบว่าผลตอบแทนช่วงฤดูหนาวนั้นสูงกว่าอัตราผลตอบแทนช่วงฤดูร้อนอย่างมีนัยสำคัญใน 20 ประเทศ จากทั้งหมด 37 ประเทศ

จากนั้น Bouman and Jacobsen (2002) ได้พยายามอธิบายสาเหตุของความแตกต่างของผลตอบแทนในช่วงสองเวลาดังกล่าวนั้น ประเด็นแรกนั้น Bouman and Jacobsen พบว่าแม้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะสูงกว่าในช่วงฤดูหนาวเมื่อเทียบกับฤดูร้อน แต่ความผันผวนของผลตอบแทนในฤดูหนาวกลับต่ำกว่าด้วยซ้ำ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนที่สูงกว่าในฤดูหนาวนั้นไม่ได้เกิดมาจากความเสี่ยงหรือความผันผวนที่สูงกว่า ประเด็นที่ 2 Bouman and Jacobsen พบว่าผลตอบแทนที่สูงขึ้นในฤดูหนาว (ซึ่งรวมเดือนมกราคมในช่วงนี้) นั้นไม่เกี่ยวกับ January Effect กล่าวคือไม่ได้เกิดจากผลตอบแทนที่สูงในเดือนมกราคมเพียงเดือนเดียวเท่านั้น และประการสุดท้ายคือ ผลตอบแทนที่สูงกว่าในฤดูหนาวมีความสัมพันธ์กับจำนวนวันหยุดและระยะเวลาของการพักร้อนของผู้คน ดังนั้นอาจเป็นไปได้ว่าในช่วงฤดูร้อนที่มีจำนวนนักลงทุนในตลาดอยู่น้อยเมื่อเทียบกับฤดูหนาว ทำให้ความเสี่ยงที่นักลงทุนแต่ละคนจะต้องแบกรับนั้นสูงขึ้นในช่วงฤดูร้อน นำไปสู่ความต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) ที่สูงขึ้นในฤดูร้อน และทำให้ราคาหุ้นในฤดูร้อนนั้นลดต่ำลงนั่นเอง

อย่างไรก็ตามการศึกษาต่อมาหลายงานกลับไม่พบผลการศึกษาที่สนับสนุนปรากฏการณ์ Halloween Effect เช่น Maberly and Pierce (2003) ได้ทำการศึกษา Halloween Effect ในตลาดหุ้นประเทศญี่ปุ่น และพบ Halloween Effect เฉพาะช่วงเวลาก่อนปี 1986 เท่านั้น แต่หลังจากช่วงปี 1986 เป็นต้นมาหลังจากที่เปิดทำการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าบนดัชนี Nikkei 225 กลับไม่พบผลของ Halloween Effect อีกต่อไป

การศึกษาต่อมาโดย Jones and Lundstrum (2009) ได้ทำการทดสอบ Halloween Effect ในตลาดหุ้นประเทศสหรัฐอเมริกาอีกครั้งหนึ่งหลังจากงานของ Bouman and Jacobsen (2002) โดย Jones and Lundstrum ได้เลือกทำการทดสอบบนดัชนีที่สำคัญและเป็นดัชนีอ้างอิงที่นิยมใช้กันของนักลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้แก่ ดัชนี S&P 500 (เมื่อเทียบกับ Bouman and Jacobsen 2002 ที่ใช้ดัชนี MSCI ของตลาดสหรัฐอเมริกา) และเพื่อให้มั่นใจได้ว่ากลยุทธ์ Halloween Effect สามารถนำไปใช้ปฏิบัติได้จริง Jones and Lundstrum จึงเลือกใช้ผลตอบแทนของกองทุนดัชนี Vanguard's S&P 500 ตั้งแต่ปี 1976 ถึง 2006 ในการทดสอบ

จากนั้น Jones and Lundstrum (2009) ทดสอบ 2 กลยุทธ์การลงทุนเปรียบเทียบกัน กลยุทธ์แรกคือกลยุทธ์ Sell in May โดยกลยุทธ์ดังกล่าวตั้งอยู่บนความเชื่อในปรากฏการณ์ Halloween Effect กล่าวคือลงทุนในหุ้น (ได้แก่ กองทุนดัชนี Vanguard's S&P 500) เฉพาะช่วงฤดูหนาวและลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในช่วงที่เหลือของปี เทียบกับกลยุทธ์ที่สองคือ กลยุทธ์ซื้อแล้วถือทั้งปี (Buy and Hold Strategy) อย่างไรก็ตาม Jones and Lundstrum กลับไม่พบหลักฐานที่จะสนับสนุนว่ากลยุทธ์ Sell in May นั้นให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ากลยุทธ์ซื้อแล้วถือทั้งปีได้

การศึกษาต่อมาที่สนับสนุนปรากฏการณ์ Halloween Effect เป็นของ Lucey and Zhao (2008) Afik and Lahav (2015) และ Andrade, Chhaochharia, and Fuerst (2013) โดย Lucey and Zhao (2008) ใช้ข้อมูลหุ้นรายตัว (แทนที่จะใช้ดัชนีหุ้นเช่นที่การศึกษาโดย Bouman and Jacobsen 2002 ใช้) ของตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาตั้งแต่ปี 1926-2002 เพื่อทำการทดสอบว่ามี Halloween Effect แยกตามขนาดของบริษัทต่างๆ ในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา โดยผลการศึกษาของ Lucey and Zhao (2008) พบหลักฐานที่ยืนยัน Halloween Effect กล่าวคือ พบว่าผลตอบแทนในช่วงฤดูหนาวตั้งแต่เดือนพฤศจิกายนถึงเมษายนมักจะสูงกว่าผลตอบแทนในช่วงฤดูร้อนตั้งแต่เดือนพฤษภาคมถึงตุลาคม และงานของ Afik and Lahav (2015) ได้ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรายเดือนของดัชนี S&P 500 ของประเทศสหรัฐอเมริกาตั้งแต่ปี 1970 ถึง 2013 เป็นระยะเวลา 43 ปี และพบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ Halloween Effect เช่นเดียวกับ Bouman and Jacobsen (2002)

การศึกษาล่าสุดที่ทำการศึกษา Halloween Effect ที่ครอบคลุมตลาดหุ้นถึง 37 ประเทศ เช่น ที่ Bouman and Jacobsen (2002) ได้ศึกษาไว้คืองานของ Andrade et al (2013) โดยการศึกษานี้เปรียบเสมือนกับการทดสอบนอกกลุ่มตัวอย่างของ Halloween Effect ที่ Bouman and Jacobsen (2002) ได้ศึกษาไว้ การศึกษาโดย Andrade et al (2013) นี้ใช้ผลตอบแทนของ MSCI สำหรับ 37 ประเทศเช่นเดียวกับ Bouman and Jacobsen (2002) แต่ขยายช่วงเวลาของกลุ่มตัวอย่างต่อจากของ Bouman and Jacobsen



(2002) โดยเพิ่มช่วงเวลาจากปี 1998 ถึงปี 2012 เข้าไปในการศึกษา และ Andrade et al (2013) ยังคงพบ Halloween Effect ในช่วงเวลา 1998-2012 ต่อไปด้วย

การศึกษา Calendar Effect ในไทย

การศึกษาเรื่อง Calendar Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นจะอยู่ในรูปแบบของ Day of the Week Effect หรือคือการศึกษาว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในแต่ละวันทำการ เช่น วันจันทร์ วันอังคาร เป็นต้น นั้นมีความแตกต่างกันหรือไม่ กัลยานี (2559) ได้ทำการศึกษา Day of the Week Effect ของหุ้นที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ MAI โดยใช้ข้อมูลผลตอบแทนรายวันตั้งแต่ มกราคม 2557 ถึง ธันวาคม 2557 โดยใช้ตัวแบบจำลอง Ordinary Least Square (OLS) ในการปรับค่าความเสี่ยง ซึ่งกัลยานี (2559) พบหลักฐานที่สนับสนุนการมีอยู่ของปรากฏการณ์ Day-of-the-Week Effect ในตลาดหุ้น MAI ของประเทศไทย โดยพบว่าวันศุกร์มักเป็นวันที่มีผลตอบแทนรายวันที่สูงกว่าวันอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ข้อมูลและวิธีการศึกษา

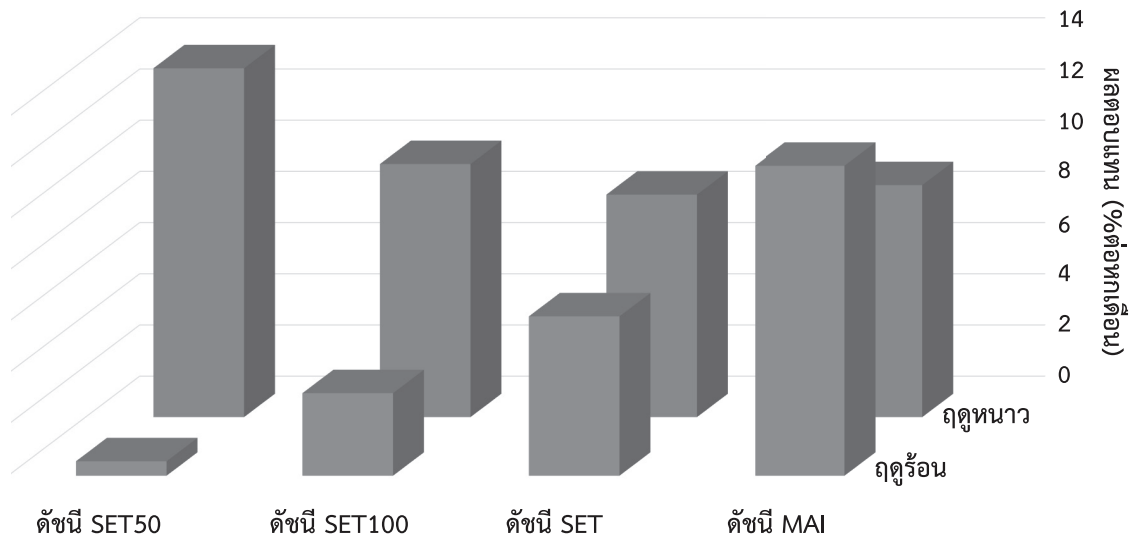
งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล DataStream โดยใช้ข้อมูลรายเดือนของดัชนีผลตอบแทนรวม (Total Return Index), ดัชนีราคา (Price Index) และอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ของดัชนีหลักๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้แก่ ดัชนี SET ดัชนี SET50 ดัชนี SET100 และดัชนี MAI งานวิจัยนี้จะใช้ผลตอบแทนรวมรายเดือนของดัชนีต่างๆ เป็นหลัก โดยผลตอบแทนรวมรายเดือนจะคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลตอบแทนรวม (Total Return Index) ส่วนในช่วงเวลาที่ยังไม่มีข้อมูลของดัชนีผลตอบแทนรวม การศึกษานี้จะคำนวณผลตอบแทนรวมรายเดือนจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคารายเดือนรวมเข้ากับอัตราเงินปันผลตอบแทนรายเดือน

งานวิจัยนี้ต้องการศึกษา Sell in May Effect ของดัชนีต่างๆ ของตลาดหุ้นไทยโดยใช้ช่วงเวลาให้ยาวที่สุดเท่าที่เป็นไปได้ ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนของแต่ละดัชนีตั้งแต่ดัชนีนั้นถูกสร้างขึ้นมา กล่าวคือ สำหรับดัชนี SET ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่ พฤษภาคม 1975 จนถึง ธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET50 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่ ธันวาคม 1997 จนถึง ธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET100 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่ พฤษภาคม 2005 จนถึง ธันวาคม 2016 และสำหรับดัชนี MAI ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่ ตุลาคม 2002 จนถึง ธันวาคม 2016

จากนั้นจะทำการศึกษาผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนีหลักทรัพย์ต่างๆ ใน 2 ช่วงระยะเวลา ได้แก่ ช่วงเดือน พฤษภาคม-ตุลาคม ซึ่งเป็นช่วงฤดูร้อนของประเทศแถบตะวันตก และช่วงเดือน พฤศจิกายน-เมษายน ซึ่งเป็นช่วงฤดูหนาวของประเทศแถบตะวันตก และทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนีหลักทรัพย์ ใน 2 ช่วงระยะเวลาดังกล่าว พร้อมทั้งทดสอบทางสถิติของความแตกต่างของผลตอบแทนเฉลี่ยใน 2 ช่วงเวลานั้น

นอกจากนี้ งานวิจัยได้ทำการวิเคราะห์เพิ่มเติมในส่วน “การทดสอบผลการศึกษาเพิ่มเติม” โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์เพื่อเป็นการเพิ่มจำนวนของตัวอย่าง โดยช่วงระยะเวลาของข้อมูลรายสัปดาห์ที่ใช้ในการวิเคราะห์นั้นยังคงเป็นช่วงระยะเวลาเดียวกันกับช่วงระยะเวลาของข้อมูลรายเดือนข้างต้น กล่าวคือ สำหรับดัชนี SET ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ตั้งแต่พฤษภาคม 1975 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET50 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ตั้งแต่ธันวาคม 1997 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET100 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ตั้งแต่พฤษภาคม 2005 จนถึงธันวาคม 2016 และสำหรับดัชนี MAI ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ตั้งแต่ตุลาคม 2002 จนถึงธันวาคม 2016

ผลการศึกษา



ภาพที่ 1 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงพฤษภาคม-ตุลาคม (ฤดูร้อน) และพฤศจิกายน-เมษายน (ฤดูหนาว) ของแต่ละดัชนีหลักทรัพย์

โดยดัชนี SET ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่พฤษภาคม 1975 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET50 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่ธันวาคม 1997 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET100 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่พฤษภาคม 2005 จนถึงธันวาคม 2016 และสำหรับดัชนี MAI ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่ตุลาคม 2002 จนถึงธันวาคม 2016



ภาพที่ 1 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละดัชนีในแต่ละช่วงเวลา โดยแบ่งเป็น 2 ช่วงเวลา ได้แก่ ช่วงเดือนพฤษภาคม-ตุลาคม และช่วงเดือนพฤศจิกายน-เมษายน โดยเรียงลำดับของดัชนีตามผลตอบแทนในช่วงฤดูร้อนจากน้อยสุดไปมากที่สุด จากภาพที่ 1 จะเห็นได้ว่าทุกดัชนี (ยกเว้นดัชนี MAI) ให้ผลตอบแทนในช่วงฤดูหนาวที่สูงมากเมื่อเทียบกับฤดูร้อน ซึ่งสนับสนุนปรากฏการณ์ Sell in May โดยดัชนี SET50 ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงฤดูร้อนต่ำที่สุดเพียง 0.56% ในช่วง 6 เดือนของฤดูร้อน ตามด้วยดัชนี SET100 ที่ 3.23% และดัชนี SET ที่ 6.23% และดัชนี MAI ให้ผลตอบแทนสูงสุดที่ 12.11% และเมื่อเปรียบเทียบส่วนต่างของผลตอบแทนของดัชนีต่างๆ ในช่วงฤดูหนาวและในช่วงฤดูร้อน พบว่าดัชนี SET50 มีส่วนต่างมากที่สุดถึง 13.06% ต่อ 6 เดือน รองลงมาเป็นดัชนี SET100 ที่ 6.66% และดัชนี SET ที่ 2.46% ตามลำดับ ส่วนดัชนี MAI มีส่วนต่างติดลบที่ 3.04%

ตารางที่ 1 แสดงค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนและรายปีของแต่ละดัชนีหลักทรัพย์ ในช่วงพฤษภาคม-ตุลาคม (ฤดูร้อน) และพฤศจิกายน-เมษายน (ฤดูหนาว) และค่าผลต่างของผลตอบแทนรายเดือนของแต่ละดัชนี ใน 2 ช่วงเวลา

โดยดัชนี SET ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่พฤษภาคม 1975 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET50 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่ธันวาคม 1997 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET100 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่พฤษภาคม 2005 จนถึงธันวาคม 2016 และสำหรับดัชนี MAI ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่ตุลาคม 2002 จนถึงธันวาคม 2016

ดัชนี	ผลตอบแทนเฉลี่ย ในช่วงฤดูหนาว (% ต่อเดือน)	ผลตอบแทนเฉลี่ย ในช่วงฤดูร้อน (% ต่อเดือน)	ส่วนต่าง ผลตอบแทน (% ต่อเดือน)	ส่วนต่าง ผลตอบแทน (% ต่อปี)
ดัชนี SET50	2.27%	0.09%	2.18%*	26.13%*
ดัชนี SET100	1.65%	0.54%	1.11%	13.32%
ดัชนี SET	1.45%	1.04%	0.41%	4.93%
ดัชนี MAI	1.51%	2.02%	-0.51%	-6.09%

* แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%

นอกจากนี้ ผลการศึกษาที่แสดงในตารางที่ 1 ยังสอดคล้องกับในภาพที่ 1 ข้างต้น กล่าวคือทุกดัชนี ยกเว้นดัชนี MAI มีผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนในช่วงฤดูหนาวที่สูงกว่าในช่วงฤดูร้อนอย่างมีนัยสำคัญในทางปฏิบัติ (Economically Significant)² โดยดัชนี SET50 มีส่วนต่างที่มากที่สุดและมีนัยสำคัญทางสถิติ (Statistically Significant) ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนของดัชนี SET50 ในช่วงฤดูหนาวอยู่ที่ 2.27% ต่อเดือนเมื่อเทียบกับเพียง 0.09% ต่อเดือนในช่วงฤดูร้อน ดังนั้นการลงทุนในดัชนี SET50 ในช่วงฤดูหนาวจึงให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าในช่วงฤดูร้อนถึง 2.18% ต่อเดือน หรือคิดเป็นประมาณ 26.1% ต่อปีทีเดียว ดังนั้นหลักฐานเชิงประจักษ์ที่พบของดัชนีที่สำคัญโดยเฉพาะดัชนี SET50 นั้นจึงสนับสนุนปรากฏการณ์ Sell in May ในกลุ่มหุ้นขนาดใหญ่ที่มีสภาพคล่องสูงในดัชนี SET50 ของตลาดหุ้นไทย

ตารางที่ 2 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยในแต่ละเดือนของปีของแต่ละดัชนีหลักทรัพย์

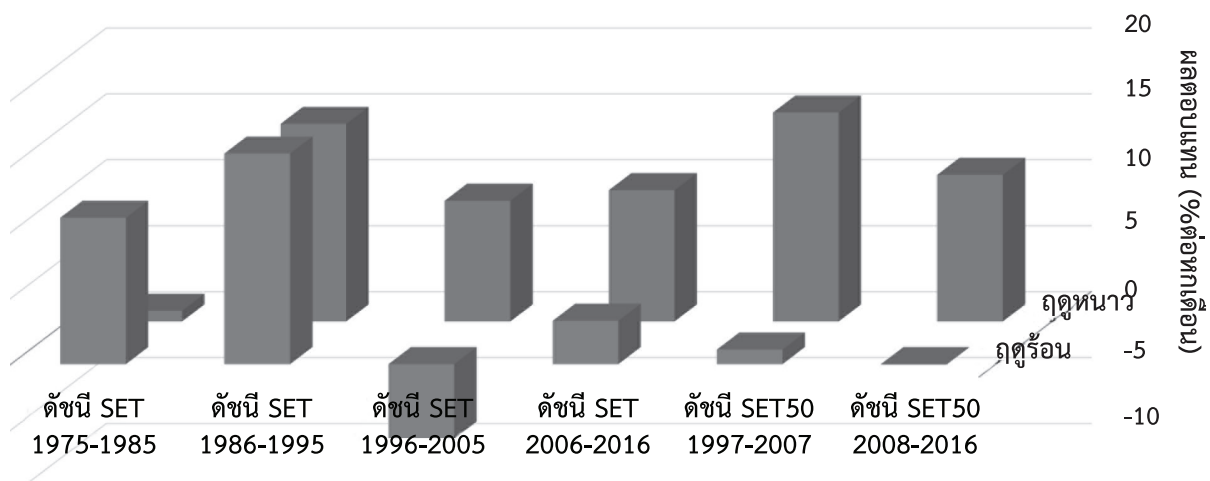
โดยดัชนี SET ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่พฤษภาคม 1975 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET50 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่ธันวาคม 1997 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET100 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่พฤษภาคม 2005 จนถึงธันวาคม 2016 และสำหรับดัชนี MAI ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่ตุลาคม 2002 จนถึงธันวาคม 2016

ดัชนี	ม.ค.	ก.พ.	มี.ค.	เม.ย.	พ.ค.	มิ.ย.
ดัชนี SET50	4.41%	1.11%	-0.03%	3.82%	-1.25%	0.54%
ดัชนี SET100	-0.64%	3.20%	2.60%	4.35%	0.11%	0.61%
ดัชนี SET	2.68%	1.03%	0.33%	2.10%	0.34%	1.61%
ดัชนี MAI	0.76%	2.98%	-0.23%	3.57%	-1.03%	2.25%
ดัชนี	ก.ค.	ส.ค.	ก.ย.	ต.ค.	พ.ย.	ธ.ค.
ดัชนี SET50	-0.75%	0.69%	-0.40%	1.72%	1.80%	2.50%
ดัชนี SET100	2.07%	0.78%	0.71%	-1.05%	-0.87%	1.48%
ดัชนี SET	1.60%	0.70%	0.42%	1.56%	-0.11%	2.68%
ดัชนี MAI	3.01%	1.16%	3.78%	2.88%	3.34%	-1.29%

² ถึงแม้ว่าส่วนต่างผลตอบแทนของดัชนี SET และ SET100 นั้นจะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่เพียงพอ



นอกจากนี้ ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่สูงในช่วงฤดูหนาวและต่ำในช่วงฤดูร้อนที่พบข้างต้นนั้น อาจจะมีเกิดมาจากผลตอบแทนที่สูงมากในแค่บางเดือนของฤดูหนาวและ/หรือมาจากผลตอบแทนที่ต่ำมากในแค่บางเดือนของฤดูร้อนได้เช่นกัน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงทำการวิเคราะห์เพิ่มเติมโดยการคำนวณผลตอบแทนของดัชนีในแต่ละเดือนของปีปฏิทินและผลการศึกษาก็ได้แสดงไว้ในตารางที่ 2 จากผลการศึกษาในตารางที่ 2 พบว่าในช่วงเดือนพฤษภาคม-ตุลาคมหรือช่วงฤดูร้อนนั้น ไม่พบว่ามีเดือนใดเดือนหนึ่งที่มีผลตอบแทนต่ำมาก แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนที่ต่ำในช่วงเดือนพฤษภาคม-ตุลาคมนั้นไม่ได้เกิดจากแค่บางเดือนเท่านั้น สำหรับผลตอบแทนในช่วงพฤศจิกายน-เมษายนหรือช่วงฤดูหนาว ก็ไม่พบว่ามีเดือนใดเดือนหนึ่งที่มีผลตอบแทนสูงมากเช่นกัน เช่น ดัชนี SET50 มีแนวโน้มที่จะทำผลตอบแทนได้ดีในเกือบทุกเดือน (ยกเว้นมีนาคม) ในช่วงพฤศจิกายน-เมษายน และแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนที่สูงในช่วงฤดูหนาวนี้ไม่น่าจะเกิดจากแค่บางเดือนที่มีผลตอบแทนที่สูงมากเท่านั้น



ภาพที่ 2 แสดงผลตอบแทนในช่วงฤดูหนาวและฤดูร้อนของแต่ละดัชนีหลักทรัพย์ แยกตามช่วงเวลาต่างๆ

จากนั้น เราต้องการที่จะศึกษาเพิ่มเติมว่าปรากฏการณ์ Sell in May ที่พบในดัชนีสำคัญของตลาดหุ้นไทยนั้น เป็นปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นมาเป็นระยะเวลาอันยาวนานมาแล้วหรือเป็นปรากฏการณ์ในช่วงเวลาไม่นานมานี้เท่านั้น เราจึงทำการศึกษา Sell in May ในดัชนี SET และ SET50 โดยแบ่งเป็นช่วงช่วงละ 10 ปี และศึกษาว่าผลตอบแทนที่สูงกว่าในช่วงเดือนพฤศจิกายน-เมษายน และต่ำกว่าในช่วงพฤษภาคม-ตุลาคมนั้น เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลา 10 ปีใดบ้าง จากภาพที่ 2 พบว่าสำหรับดัชนี SET50 นั้น ผลตอบแทนในช่วงเดือนพฤศจิกายน-เมษายนหรือฤดูหนาวนั้นสูงกว่าผลตอบแทนช่วงเดือนพฤษภาคม-ตุลาคมหรือฤดูร้อนมาตลอดทั้ง 20 ปีที่ผ่านมา ทั้งในช่วงปี 1997-2007 และช่วงปี 2008-2016 ส่วนดัชนี SET นั้นปรากฏการณ์ Sell in May ดูเหมือนจะเป็นปรากฏการณ์ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมาเท่านั้น กล่าวคือ ผลตอบแทนของดัชนี SET ในช่วงเดือนพฤศจิกายน-เมษายนนั้นสูงกว่าผลตอบแทนในช่วงเดือนพฤษภาคม-ตุลาคม ทั้งในช่วงปี 1996-2005 และช่วงปี 2006-2016 แต่ไม่เกิดขึ้นในช่วง 20 ปีก่อนหน้านั้น คือช่วง 1975-1985 และช่วง 1986-1995

ตารางที่ 3 แสดงค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนและรายปีของแต่ละดัชนีสำคัญของตลาดหุ้นไทย ในช่วง พฤษภาคม-ตุลาคม (ฤดูร้อน) และพฤศจิกายน-เมษายน (ฤดูหนาว) และค่าผลต่างของผลตอบแทนรายเดือน และรายปีของแต่ละดัชนีในสองฤดูกาล แยกตามช่วงเวลาต่างๆ

ดัชนี และช่วงเวลา	ผลตอบแทนเฉลี่ย ในช่วงฤดูหนาว (% ต่อเดือน)	ผลตอบแทนเฉลี่ย ในช่วงฤดูร้อน (% ต่อเดือน)	ส่วนต่าง ผลตอบแทน (% ต่อเดือน)	ส่วนต่าง ผลตอบแทน (% ต่อปี)
ดัชนี SET 1975-1985	0.13%	1.85%	-1.72%*	-20.59%*
ดัชนี SET 1986-1995	2.50%	2.66%	-0.17%	-1.98%
ดัชนี SET 1996-2005	1.53%	-0.94%	2.47%	29.62%
ดัชนี SET 2006-2016	1.66%	0.55%	1.11%	13.34%
ดัชนี SET50 1997-2007	2.64%	0.18%	2.46%	29.50%
ดัชนี SET50 2008-2016	1.85%	-0.01%	1.86%	22.30%

* แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%

สำหรับตารางที่ 3 แสดงผลการศึกษาที่สอดคล้องกันกับภาพที่ 2 กล่าวคือเกิดปรากฏการณ์ Sell in May ในดัชนี SET50 ในช่วงปี 1997-2007 และช่วงปี 2008-2016 และในดัชนี SET ในช่วง 20 ปีล่าสุดเท่านั้น โดยในช่วงเวลา 20 ปีล่าสุดนี้ ผลตอบแทนในฤดูหนาวของดัชนี SET และ SET50 นั้นมีค่าสูงกว่าผลตอบแทนในช่วงฤดูร้อนอยู่ระหว่าง 13% ถึง 29% ต่อปี ถึงแม้ว่าผลต่างของอัตราผลตอบแทนเหล่านี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเนื่องจากจำนวนข้อมูลที่น้อยลงเมื่อคิดแค่ช่วง 10 ปี และจากความผันผวนของผลตอบแทนของดัชนีหลักทรัพย์ไทยที่มีค่าค่อนข้างสูง



ตารางที่ 4 แสดงผลตอบแทนและความเสี่ยงในแต่ละช่วงฤดูกาลของแต่ละดัชนี

โดยดัชนี SET ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่พฤษภาคม 1975 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET50 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่ธันวาคม 1997 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET100 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่พฤษภาคม 2005 จนถึงธันวาคม 2016 และสำหรับดัชนี MAI ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายเดือนตั้งแต่ตุลาคม 2002 จนถึงธันวาคม 2016

ดัชนี	ฤดูหนาว (พ.ย.-เม.ย.)		ฤดูร้อน (พ.ค.-ต.ค.)	
	ผลตอบแทนเฉลี่ย (ต่อปี)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ผลตอบแทนเฉลี่ย (ต่อปี)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ดัชนี SET	17.39%	24.79%	12.45%	30.23%
ดัชนี MAI	18.13%	21.65%	24.22%	32.90%
ดัชนี SET100	19.78%	18.06%	6.45%	24.46%
ดัชนี SET50	27.26%	30.78%	1.13%	31.51%

เพื่อที่จะศึกษาว่าผลตอบแทนที่สูงกว่าในช่วงฤดูหนาวเมื่อเทียบกับฤดูร้อนนั้นเป็นผลมาจากความเสี่ยงจากการลงทุนที่สูงกว่าหรือไม่ ตารางที่ 4 ทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนและ “ความเสี่ยง” ของการลงทุนในแต่ละดัชนีในช่วงฤดูหนาวกับช่วงฤดูร้อน โดยความเสี่ยงจากการลงทุนในดัชนีนั้นวัดด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการลงทุน โดยพบว่าการลงทุนในช่วงพฤศจิกายน-เมษายนได้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่สูงกว่า แต่กลับมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับการลงทุนในช่วงพฤษภาคม-ตุลาคม ดังนั้น Sell in May Effect หรือผลตอบแทนที่สูงกว่าในช่วงเดือนพฤศจิกายน-เมษายนหรือฤดูหนาวนั้นไม่ได้เป็นผลมาจากความเสี่ยงของการลงทุนที่สูงกว่า

การทดสอบผลการศึกษาเพิ่มเติม

ในส่วนแรกของการศึกษาเพิ่มเติมนั้น การศึกษานี้ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมของดัชนีหลักทรัพย์ต่างๆ ทั้ง 4 ดัชนีแบบรายสัปดาห์ เพื่อเป็นการลดข้อจำกัดของจำนวนข้อมูลจากการที่งานวิจัยนี้ได้ใช้ผลตอบแทนที่มีทั้งหมดของดัชนีหลักทรัพย์ต่างๆ ดังกล่าวแล้ว ดังนั้นการใช้ข้อมูลแบบรายสัปดาห์จึงเป็นการเพิ่มจำนวนของตัวอย่างอีกลักษณะหนึ่ง

ตารางที่ 5 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยรายสัปดาห์ของทั้ง 4 ดัชนีใน 2 ช่วงเวลา ได้แก่ ช่วงเดือนพฤษภาคม-ตุลาคม และช่วงเดือนพฤศจิกายน-เมษายน จะเห็นได้ว่าผลการศึกษาในตารางที่ 5 ที่ใช้ผลตอบแทนรายสัปดาห์นั้นมีความคล้ายคลึงกับผลการศึกษาในตารางที่ 1 ที่ใช้ผลตอบแทนรายเดือน กล่าวคือ ผลตอบแทนในทุกดัชนียกเว้นดัชนี MAI ให้ผลตอบแทนในช่วงพฤศจิกายน-เมษายนที่สูงกว่าในช่วงพฤษภาคม-ตุลาคมอย่างมีนัยสำคัญ

ในทางปฏิบัติ (Economically Significant) โดยส่วนต่างผลตอบแทนของทั้ง 2 ช่วงเวลามีนัยสำคัญทางสถิติ เฉพาะดัชนี SET50 เท่านั้น โดยดัชนี SET50 ให้ส่วนต่างผลตอบแทนอยู่ที่ 0.54% ต่อสัปดาห์ หรือสูงถึง 27.90% ต่อปี

ในส่วนที่สองของการศึกษาเพิ่มเติมนั้น เป็นการทดสอบว่าปรากฏการณ์ Sell in May ที่พบในดัชนี ทั้งสามนั้นเป็นผลมาจาก January Effect หรือไม่ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ ผลตอบแทนที่สูงในช่วงเดือนพฤศจิกายน-เมษายนนั้นเกิดจากผลตอบแทนเป็นบวกที่สูงของเดือนมกราคมหรือไม่ ตารางที่ 6 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยรายสัปดาห์ของแต่ละดัชนีในช่วงเดือนพฤษภาคม-ตุลาคมและช่วงเดือนพฤศจิกายน-เมษายน โดยผลตอบแทนในช่วงพฤศจิกายน-เมษายนนั้นจะ**ไม่รวม**ผลตอบแทนของเดือนมกราคม ผลการศึกษาจากตารางที่ 6 แสดงให้เห็นว่าปรากฏการณ์ Sell in May ที่พบในดัชนี SET SET50 และ SET100 นั้นไม่ได้มีผลกระทบมาจาก January Effect หรือผลตอบแทนที่สูงในเดือนมกราคม กล่าวคือ เมื่อไม่รวมผลตอบแทนของเดือนมกราคม ผลตอบแทนในช่วงเดือนพฤศจิกายน-เมษายนของดัชนี SET SET50 และ SET100 ยังคงสูงกว่าในช่วงเดือนพฤษภาคม-ตุลาคมอย่างมีนัยสำคัญในทางปฏิบัติ (Economically Significant) และมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะดัชนี SET50 เหมือนเดิม

ตารางที่ 5 แสดงค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรายสัปดาห์และรายปีของแต่ละดัชนีหลักทรัพย์ ในช่วงพฤษภาคม-ตุลาคม (ฤดูร้อน) และพฤศจิกายน-เมษายน (ฤดูหนาว) และค่าผลต่างของผลตอบแทนรายสัปดาห์ของแต่ละดัชนี ในสองช่วงเวลา

โดยดัชนี SET ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ตั้งแต่พฤษภาคม 1975 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET50 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ตั้งแต่ธันวาคม 1997 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET100 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ตั้งแต่พฤษภาคม 2005 จนถึงธันวาคม 2016 และสำหรับดัชนี MAI ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ตั้งแต่ตุลาคม 2002 จนถึงธันวาคม 2016

ดัชนี	ผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงฤดูหนาว (% ต่อสัปดาห์)	ผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงฤดูร้อน (% ต่อสัปดาห์)	ส่วนต่างผลตอบแทน (% ต่อสัปดาห์)	ส่วนต่างผลตอบแทน (% ต่อปี)
ดัชนี SET50	0.53%	-0.01%	0.54%**	27.90%**
ดัชนี SET100	0.38%	0.11%	0.27%	14.01%
ดัชนี SET	0.34%	0.20%	0.14%	7.39%
ดัชนี MAI	0.30%	0.43%	-0.12%	-6.47%

** แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ 5%



ตารางที่ 6 แสดงค่าผลตอบแทนเฉลี่ยรายสัปดาห์และรายปีของแต่ละดัชนีหลักทรัพย์ ในช่วงพฤษภาคม-ตุลาคม (ฤดูร้อน) และพฤศจิกายน-เมษายน (ฤดูหนาว) และค่าผลต่างของผลตอบแทนรายสัปดาห์ของแต่ละดัชนี ในสองช่วงเวลา โดยไม่รวมผลตอบแทนในช่วงเดือนมกราคม

โดยดัชนี SET ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ตั้งแต่พฤษภาคม 1975 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET50 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ตั้งแต่ธันวาคม 1997 จนถึงธันวาคม 2016 สำหรับดัชนี SET100 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ตั้งแต่พฤษภาคม 2005 จนถึงธันวาคม 2016 และสำหรับดัชนี MAI ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ตั้งแต่ตุลาคม 2002 จนถึงธันวาคม 2016

ดัชนี	ผลตอบแทนเฉลี่ย ในช่วงฤดูหนาว (% ต่อสัปดาห์)	ผลตอบแทนเฉลี่ย ในช่วงฤดูร้อน (% ต่อสัปดาห์)	ส่วนต่าง ผลตอบแทน (% ต่อสัปดาห์)	ส่วนต่าง ผลตอบแทน (% ต่อปี)
ดัชนี SET50	0.48%	-0.01%	0.48%*	25.19%*
ดัชนี SET100	0.48%	0.11%	0.37%	19.13%
ดัชนี SET	0.29%	0.20%	0.09%	4.54%
ดัชนี MAI	0.29%	0.43%	-0.14%	-7.26%

* แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%

ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยในอนาคต

สำหรับข้อเสนอแนะในการทำการศึกษารากฐาน Sell in May ในตลาดหุ้นไทยต่อไปในอนาคต มีอยู่ 2 ประการ ประการแรกคือการศึกษาเรื่องคำอธิบายของผลการศึกษาที่พบ Sell in May Effect ในดัชนี SET50 ของตลาดหุ้นไทย สมมุติฐานหนึ่งที่ Bouman and Jacobsen (2002) ใช้ในการอธิบายปรากฏการณ์ Sell in May ที่พบในหลายๆ ประเทศ คือสมมุติฐานพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน โดย Bouman and Jacobsen (2002) พบว่าระยะเวลาท่องเที่ยวในช่วงพักร้อนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้น ในช่วงพฤษภาคม-ตุลาคมหรือช่วงฤดูร้อน นักลงทุนสถาบันบางส่วนในตลาดหลักทรัพย์ลาพักร้อนทำให้นักลงทุนที่เหลืออยู่เป็นผู้แบกรับความเสี่ยงในระบบจากการลงทุนทั้งหมดในตลาด นอกจากนี้จำนวนนักลงทุนสถาบันที่น้อยลงในช่วงฤดูร้อนยังส่งผลกระทบต่อความสามารถในการบริหารพอร์ตโฟลิโอการลงทุนที่ลดลง เพราะสภาพคล่องในตลาดที่ลดลง ดังนั้นนักลงทุนที่เหลืออยู่จะต้องการผลตอบแทนหรือส่วนชดเชยความเสี่ยงระบบ (Risk Premium) และส่วนชดเชยความเสี่ยงสภาพคล่อง (Liquidity Risk Premium) ที่สูงขึ้น เพราะต้องแบกรับความเสี่ยงทั้งหมดต่อคนที่สูงขึ้น จึงส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในช่วงฤดูร้อนนั้นมีแนวโน้มที่จะลดต่ำลงเมื่อเทียบกับฤดูหนาวที่มีจำนวนการลาพักร้อนของนักลงทุนสถาบันในตลาดที่น้อยกว่ามาก ซึ่งจากสมมุติฐานเกี่ยวกับพฤติกรรมการพักร้อนของนักลงทุนสถาบัน น่าจะสอดคล้องกับการพบ Sell in May Effect

ในดัชนี SET50 เป็นสำคัญ เพราะนักลงทุนต่างประเทศเป็นนักลงทุนกลุ่มหลักที่ลงทุนในหุ้นที่อยู่ในดัชนี SET50 จึงทำให้ผลตอบแทนของ 2 ช่วงเวลาของปีนั้นแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และสะท้อนพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศที่ทำการซื้อขายหุ้นขนาดใหญ่ที่มีสภาพคล่องในดัชนี SET50 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประการที่สองคือ การพบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนปรากฏการณ์ Sell in May ในหุ้นขนาดใหญ่ และมีสภาพคล่องสูงในดัชนี SET50 นี้ ย่อมหมายถึงโอกาสในการสร้างกลยุทธ์การลงทุนที่จะใช้ทำกำไรแบบผิดปกติหรือทำผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่ดีขึ้นจากปรากฏการณ์ดังกล่าว นอกจากนี้กลยุทธ์การลงทุนที่จะทำกำไรแบบผิดปกติหรือทำผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่ดีขึ้นจากปรากฏการณ์นี้ย่อมเป็นเรื่องที่ไม่ยากนัก เมื่อเทียบกับกลยุทธ์การลงทุนที่ออกแบบมาเพื่อการทำกำไรจากความผิดปกติของตลาด (Market Anomalies) อื่นๆ เพราะกลยุทธ์การลงทุนที่จะทำกำไรจากปรากฏการณ์ Sell in May นั้นมีต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction Cost) ที่ต่ำมาก เพราะกลยุทธ์ไม่มีความยุ่งยากและทำการซื้อขายน้อยครั้ง กล่าวคือทำการขายดัชนีช่วงฤดูร้อนและกลับมาซื้อและถือดัชนีตลอดช่วงฤดูหนาวเท่านั้น

บทสรุป

การศึกษานี้เป็นการศึกษาปรากฏการณ์ Sell in May หรือ Halloween Effect หรือปรากฏการณ์ทางฤดูกาลที่เชื่อกันมานานว่าตลาดหุ้นในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคมซึ่งเป็นช่วงฤดูร้อนของประเทศทางตะวันตกมักจะมีผลตอบแทนที่ต่ำกว่าในช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายนหรือช่วงฤดูหนาวของประเทศทางตะวันตก โดยทำการศึกษาดัชนีหลักทรัพย์ที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้ง 4 ดัชนี ได้แก่ ดัชนี SET ดัชนี SET50 ดัชนี SET100 และดัชนี MAI ตั้งแต่ปี 1975 ถึงปี 2016

ผลการศึกษาพบว่าดัชนีที่สำคัญ เช่น ดัชนี SET ดัชนี SET50 และดัชนี SET100 (ยกเว้นดัชนี MAI) ให้ผลตอบแทนในช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายนหรือช่วงฤดูหนาวที่สูงกว่าผลตอบแทนในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคมหรือช่วงฤดูร้อน โดยผลตอบแทนที่สูงกว่านี้มีนัยสำคัญในทางปฏิบัติ (Economically Significant) และมีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับดัชนี SET50 ซึ่งสนับสนุน Sell in May หรือ Halloween Effect ในดัชนี SET50 โดยดัชนี SET50 ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงฤดูร้อนเพียง 0.56% ในช่วง 6 เดือนของฤดูร้อน แต่ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงถึง 13.62% ในช่วง 6 เดือนของฤดูหนาว ดังนั้นส่วนต่างของผลตอบแทนของดัชนี SET50 ในช่วงฤดูหนาวและในช่วงฤดูร้อนจึงสูงถึง 13.06% ต่อ 6 เดือน หรือประมาณ 26.1% ต่อปี

นอกจากนี้ยังพบว่า ผลตอบแทนที่สูงกว่าในช่วงฤดูหนาวเมื่อเทียบกับฤดูร้อนนั้นไม่ได้เป็นผลมาจากความเสี่ยงจากการลงทุนที่สูงกว่า แต่กลับพบว่าการลงทุนในช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายนนั้นได้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่สูงกว่า แต่กลับมีความเสี่ยงต่ำกว่าเมื่อเทียบกับการลงทุนในช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคม ดังนั้นปรากฏการณ์ Sell in May ที่พบในดัชนีหลักทรัพย์ SET50 ของตลาดหุ้นไทยนี้ย่อมเป็นหลักฐานที่ขัดแย้งกับความมีประสิทธิภาพ (Market Efficiency) ของหุ้นขนาดใหญ่ที่มีสภาพคล่องในดัชนี SET50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



เอกสารอ้างอิง

- Afik, Z. and Lahav, Y. (2015). A better ‘autopilot’ than Sell-in-May? 40 years in the US market. **Journal of Asset Management**, 16, 41-51.
- Andrade, S.C, Chhaochharia, V. and Fuerst, M.E. (2013). “Sell in May and Go Away” just won’t go away. **Financial Analysts Journal**, 69, 94-105.
- Bouman, S. and Jacobsen, B. (2002). The Halloween Indicator, “Sell in May and Go Away”: Another Puzzle. **The American Economic Review**, 92, 1618-1635.
- Jones C.P. and Lundstrum L.L. (2009). Is “Sell in May and Go Away” a Valid Strategy for U.S. Equity Allocation? **The Journal of Wealth Management**, 12, 104-112.
- Lucey, B. M. and Zhao, S. (2008). Halloween or January? Yet another puzzle. **International Review of Financial Analysis**, 17, 1055-1069.
- Maberly, E.D. and Pierce, R.M. (2003). The Halloween effect and Japanese equity prices: Myth or exploitable anomaly. **Asia-Pacific Financial Markets**, 10, 319-334.
- กัลยานี ภาคอืด. (2559). การทดสอบพฤติกรรมทางฤดูกาล “Day-of-the-Week Effect” ในตลาดหลักทรัพย์. **วารสารเทคโนโลยีสุรนารี**, 10(1), 141-154.
- 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.