

ความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบของสัปดาห์ที่สี่ ข่าวร้าย ปริมาณการซื้อขาย
กับผลกระทบของวันในสัปดาห์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

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

ชิตชนก ใจฝัน* และอนิรุฎ ภูพ**

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบของสัปดาห์ที่สี่ (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 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์มีค่าเป็นลบและมีค่าต่ำสุด ขณะที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันศุกร์มีค่าเป็นบวกและมีค่าสูงสุดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผู้ศึกษาได้ทดสอบเพื่อหาคำอธิบายที่เป็นไปได้สำหรับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นลบและมีค่าต่ำสุดในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน (สัปดาห์ที่สี่ หรือสัปดาห์ที่ห้า) ขณะที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นบวกและมีค่าสูงสุดในสัปดาห์ที่สามของเดือน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ยังพบอีกว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นลบและมีค่าต่ำสุดในช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นลบ (ข่าวร้าย) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังพบอีกว่า ปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันจันทร์มีค่าต่ำสุด ขณะที่ปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันพฤหัสบดีมีค่าสูงสุด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ท้ายที่สุดแล้วจึงสามารถสรุปได้ว่า ผลกระทบของสัปดาห์ที่สี่ (Week-four Effect) ข่าวร้าย และปริมาณการซื้อขาย มีความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

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 is confined to

* นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

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.

บทนำ

ทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH) ที่ได้นำเสนอโดย Fama (1970) กล่าวว่าเมื่อตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ นักลงทุนจะไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยส่วนเกินปกติจากการลงทุนได้ ต่อมาการศึกษาที่พบว่าขัดแย้งกับทฤษฎีนี้ โดยเริ่มจากการศึกษาของ French (1980) และ Gibbons and Hess (1981) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์ติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งปรากฏการณ์ที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันใดวันหนึ่งต่ำกว่าวันอื่น ๆ ในสัปดาห์สามารถเรียกอีกชื่อหนึ่งได้ว่า ผลกระทบของวันในสัปดาห์ (Day-of-The-Week Effect) ต่อมาได้มีการศึกษาเพิ่มเติมเพื่อหาสาเหตุของการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect อย่างละเอียด เช่น การศึกษาของ Fama, French, and Blume (1993) ทำให้ทราบว่า สภาพแวดล้อมของตลาดมีผลทำให้เกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect โดยวันจันทร์จะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุด เฉพาะเมื่อตลาดมีสภาพแวดล้อมที่เต็มไปด้วยข่าวร้าย และยังพบอีกว่า ปริมาณการซื้อขายของวันจันทร์ลดลงเป็นอย่างมากเมื่อเทียบกับวันอื่น ๆ ในสัปดาห์ นอกจากนี้การศึกษาของ Abraham and Ikenberry (1994) ยังทำให้ทราบว่า นักลงทุนรายย่อยมักซื้อหุ้นในวันศุกร์ และขายหุ้นในวันจันทร์ ทำให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์มีแนวโน้มที่จะติดลบและต่ำกว่าวันทำการอื่น ๆ ต่อมาเป็นการศึกษาของ Wang, Li, and Erickson (1997) ที่พบว่า ปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect จะเกิดขึ้นเฉพาะในช่วงสัปดาห์สุดท้าย (สัปดาห์ที่สี่ หรือสัปดาห์ที่ห้า) ของเดือนเท่านั้น โดยจากการศึกษาเพิ่มเติมของ Sun and Tong (2002) ได้ให้เหตุผลว่า ช่วงปลายเดือนจึงเป็นช่วงที่นักลงทุนรายย่อยจะขายหุ้น และมีแนวโน้มจะกลับมาซื้ออีกครั้งตอนต้นเดือนถัดไปซึ่งเป็นช่วงที่เงินเดือนออก ดังนั้นอัตราผลตอบแทนในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือนจึงมีค่าน้อยกว่าสัปดาห์อื่น ๆ

ดังนั้นในการศึกษารุ่นนี้ จึงจัดทำขึ้นเพื่อหาคำอธิบายที่เป็นไปได้สำหรับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการทดสอบใน 3 ประเด็นหลักที่สามารถใช้อธิบายสาเหตุของการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์ของต่างประเทศได้ ได้แก่ ผลกระทบของสัปดาห์ที่สี่ (Week-four Effect) ข่าวร้าย และปริมาณการซื้อขาย ซึ่งคาดว่าปัจจัยเหล่านี้จะสามารถใช้อธิบายสาเหตุของการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เช่นเดียวกัน

แนวคิดและทฤษฎี

แนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) คือ ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องเรียบร้อยแล้ว หากตลาดมีประสิทธิภาพ ข้อมูลข่าวสารใหม่ที่เกี่ยวข้องนั้นจะสะท้อนไปยังราคาหลักทรัพย์อย่างรวดเร็ว ซึ่งเป็นการบ่งบอกว่าตลาดมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารอย่างมีเหตุผล (Rational) และราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไปตามข้อมูลข่าวสารเท่านั้น **แนวคิดตลาดไม่มีประสิทธิภาพ (Inefficient Market)** คือ ข้อมูลข่าวสารในการลงทุนไม่สามารถแพร่กระจายไปสู่นักลงทุนทุกรายโดยทั่วถึงกันได้ ทำให้ราคาของหลักทรัพย์บางตัวไม่อาจสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้น โดยอาจมีราคาสูงเกิน (Overpriced) กว่ามูลค่าที่แท้จริงหรือมูลค่าที่ควรจะเป็น หรืออาจมีราคาต่ำเกิน (Underpriced) มูลค่าที่แท้จริงหรือมูลค่าที่ควรจะเป็นก็ได้

การเกิดเหตุผิดปกติของตลาด (Market Anomalies) ในความเป็นจริงพฤติกรรมการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นไม่ได้เป็นไปตามข้อสมมติของแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ และสามารถก่อให้เกิดโอกาสการทำกำไรแบบผิดปกติ (Abnormal Returns) ได้ โดยการค้นพบทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance) ที่เสนอว่า การตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนไม่ได้มีเหตุผล เนื่องจากการตัดสินใจของนักลงทุนนั้นมักมีอคติและเอนเอียง (Biased) ซึ่งเกิดจากอารมณ์และจิตวิทยา มีการศึกษาจำนวนมากที่ค้นพบปรากฏการณ์เหนือทฤษฎี (Anomalies) เช่น ปรากฏการณ์วันจันทร์ (Monday Effect หรือ Day-of-The-Week Effect) เป็นต้น

มีการศึกษาหลายงานที่พบปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์ต่าง ๆ ทั่วโลก เช่น French (1980) ได้ศึกษาอัตราผลตอบแทนของดัชนีหุ้น S&P500 และพบว่าอัตราผลตอบแทนของวันจันทร์ติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ Jeffrey and Westerfield (1985) และ Aggarwal and Rivoli (1989) ได้ทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ เช่น ญี่ปุ่น สหราชอาณาจักร แคนาดา ออสเตรเลีย ฮองกง สิงคโปร์ มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ ต่างก็พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยนั้นติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในวันจันทร์ในทุกประเทศที่ศึกษา และบางประเทศก็มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันอังคารติดลบด้วย สำหรับในประเทศไทยนั้นก็มีการศึกษาที่เกี่ยวกับผลกระทบของวันในสัปดาห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่นการศึกษาของอัญญา ชันฉวีรัตน์ และ อบรม เขาวรรณเลิศ (2559) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนี SET และดัชนี SET 50 ติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในวันจันทร์ แต่ไม่พบในดัชนี mai โดยให้เหตุผลว่า พบแรงขายที่สูงในวันจันทร์จากนักลงทุนหลายๆกลุ่ม ได้แก่ นักลงทุนสถาบันในประเทศ นักลงทุนรายย่อยในประเทศ และนักลงทุนต่างชาติ ประกอบกับสภาพคล่องที่น้อยกว่าวันอื่น ๆ และณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ (2562) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของวันจันทร์ติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทุกดัชนี ยกเว้นดัชนี sSET

วิธีการดำเนินการวิจัย

ในการศึกษานี้ การเก็บข้อมูลเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยข้อมูลที่ต้องการ ได้แก่ ข้อมูลราคาปิดรายวัน และข้อมูลปริมาณการซื้อขายรายวันของหุ้นสามัญ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บรวบรวมข้อมูลระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2562 รวมทั้งสิ้น 10 ปี จากฐานข้อมูล Bloomberg โดยคัดเลือกจากหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) และสภาพคล่องในการซื้อขายสูงสุด 10 อันดับแรก (SET100) อ้างอิงจากรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนี SET100 ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2562 โดยมีวิธีการศึกษาดังนี้

- 1) คำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยใช้สมการต่อไปนี้

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

เมื่อ R_t คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t

P_t คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์สำหรับวันที่ t

P_{t-1} คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์สำหรับวันที่ t - 1

- 2) จะเป็นการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ มีปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยใช้สมการต่อไปนี้

$$R_{it} - R_{m} = \alpha_0 + \beta_1 D1t + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

และการทำ Robustness Test เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 1 โดยใช้สมการต่อไปนี้

$$R_{it} - R_{m} = \alpha_0 + \beta_2 D2t + \beta_3 D3t + \beta_4 D4t + \beta_5 D5t + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

- 3) จะเป็นการทดสอบสมมติฐานที่ 2 ว่า ผลกระทบของสัปดาห์ที่สี่ (Week-four Effect) มีความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยใช้สมการต่อไปนี้

$$R_{it} - R_{m} = \alpha_0 + \beta_1 D1t + \beta_2 W2t + \beta_3 W3t + \beta_4 W4t + \beta_5 W5t + \beta_6 D1t W2t + \beta_7 D1t W3t + \beta_8 D1t W4t + \beta_9 D1t W5t + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

และการทำ Robustness Test เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2 โดยใช้สมการต่อไปนี้

$$R_{it} - R_{m} = \alpha_0 + \beta_1 D1t + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

- 4) จะเป็นการทดสอบสมมติฐานที่ 3 ว่า ข่าวร้าย มีความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยใช้สมการต่อไปนี้

$$R_{it} - R_{m} = \alpha_0 + \beta_1 D1t + \beta_2 BNit + \beta_3 D1t BNit + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

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

$$R_{it} - R_{m} = \alpha_0 + \beta_1 D1t + \beta_2 Vit + \beta_3 D1t Vit + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

เมื่อ R_{it} คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t

R_m คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของตลาด

$D1t, D2t, D3t, D4t, D5t$ คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับวันจันทร์ วันอังคาร วันพุธ วันพฤหัสบดี และวันศุกร์ ตามลำดับ โดยกำหนดให้มีค่าเป็น 1 เมื่ออัตราผลตอบแทน ณ วันที่ t เป็นอัตราผลตอบแทนของวันจันทร์ถึงวันศุกร์ ตามลำดับ และมีค่าเป็น 0 สำหรับวันอื่นๆ

$W2t$, $W3t$, $W4t$, $W5t$ คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับสัปดาห์ที่สอง สัปดาห์ที่สาม สัปดาห์ที่สี่ และสัปดาห์ที่ห้า ตามลำดับ โดยกำหนดให้มีค่าเป็น 1 เมื่ออัตราผลตอบแทน ณ วันที่ t เป็นอัตราผลตอบแทนของสัปดาห์ที่สองถึงสัปดาห์ที่ห้า ตามลำดับ และมีค่าเป็น 0 สำหรับสัปดาห์อื่นๆ

$BNit$ คือ ตัวแปรหุ่นสำหรับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ ในสัปดาห์ก่อนหน้า กำหนดให้มีค่าเป็น 1 เมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ ในสัปดาห์ก่อนหน้ามีค่าเป็นลบ และมีค่าเป็น 0 เมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ ในสัปดาห์ก่อนหน้ามีค่าเป็นบวก

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

μ_i คือ Firm Fixed Effect

μ_t คือ Time Fixed Effect

ε_{it} คือ ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term)

ผลการศึกษา การอภิปรายผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

ตารางที่ 1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์ โดยใช้สมการที่ 2 ในการทดสอบ

	Coefficients	t-statistic	Prob.
วันจันทร์	-0.0111**	-1.9885	0.0470

ตารางที่ 2 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์จำแนกตามวันในสัปดาห์ โดยใช้สมการที่ 3 ในการทดสอบ

	Coefficients	t-statistic	Prob.
วันจันทร์	-0.0165**	-2.3361	0.0196
วันอังคาร	0.0043	0.2451	0.8064
วันพุธ	-0.0008	-0.0440	0.9649
วันพฤหัสบดี	0.0290***	6.3327	0.0000
วันศุกร์	0.0292***	6.4499	0.0000

จากตารางที่ 1 และตารางที่ 2 จะเห็นได้ว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์ มีค่าเป็นลบ และมีค่าต่ำกว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ยังพบอีกว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันพฤหัสบดี และวันศุกร์มีค่าเป็นบวก และมีค่าสูงกว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จำแนกตามสัปดาห์ โดยใช้สมการที่ 4 ในการทดสอบ เมื่อกำหนดให้สัปดาห์ที่หนึ่งเป็นสัปดาห์ฐาน (Base Week)

	Coefficients	t-statistic	Prob.
วันจันทร์ (สัปดาห์ที่สอง)	-0.0098	-0.3220	0.7474
วันจันทร์ (สัปดาห์ที่สาม)	0.0246***	5.0198	0.0000
วันจันทร์ (สัปดาห์ที่สี่)	-0.0189**	-2.4014	0.0165
วันจันทร์ (สัปดาห์ที่ห้า)	-0.0178***	-3.2326	0.0012

ตารางที่ 4 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จำแนกตามสัปดาห์ โดยใช้สมการที่ 5 ในการทดสอบ

	Coefficients	t-statistic	Prob.
วันจันทร์ (สัปดาห์ที่หนึ่ง)	-0.0752	-1.4899	0.1363
วันจันทร์ (สัปดาห์ที่สอง)	-0.0112	-0.3840	0.7010
วันจันทร์ (สัปดาห์ที่สาม)	0.0233***	2.5823	0.0094
วันจันทร์ (สัปดาห์ที่สี่)	-0.0281***	-3.3841	0.0000
วันจันทร์ (สัปดาห์ที่ห้า)	-0.0126*	-2.2898	0.0772

จากตารางที่ 3 และตารางที่ 4 จะเห็นได้ว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์ จะมีค่าเป็นลบและมีค่าต่ำสุดในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน (สัปดาห์ที่สี่ หรือสัปดาห์ที่ห้า) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ยังพบอีกว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นบวกและมีค่าสูงสุดในสัปดาห์ที่สามของเดือน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 5 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จำแนกตามสภาพแวดล้อมของตลาด เมื่อกำหนดให้สภาพแวดล้อมของตลาดคือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ ในสัปดาห์ก่อนหน้า โดยใช้สมการที่ 6 ในการทดสอบ

	Coefficients	t-statistic	Prob.	จำนวนข้อมูล
วันจันทร์ (Full Sample)	-0.0111**	-1.9885	0.0470	171,369
วันจันทร์ (Negative Returns)	-0.0573*	-9.4375	0.0662	66,555
วันจันทร์ (Positive Returns)	0.0016	0.1219	0.9030	104,814

จากตารางที่ 5 จะเห็นได้ว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นลบและมีค่าต่ำสุดในช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นลบ (ข่าวร้าย) หรือเมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ในสัปดาห์ก่อนหน้ามีค่าเป็นลบ (Negative Returns) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์จะมีค่าเป็นลบและมีค่าต่ำสุดในช่วงที่มีสภาพแวดล้อมของตลาดเป็นบวก (ข่าวดี) หรือเมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันอังคารถึงวันศุกร์ในสัปดาห์ก่อนหน้ามีค่าเป็นบวก (Positive Returns) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 6 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์จำแนกตามวันในสัปดาห์ โดยใช้สมการที่ 7 ในการทดสอบ

	Coefficients	t-statistic	Prob.
ปริมาณการซื้อขาย (วันจันทร์)	0.0018*	1.9120	0.0561
ปริมาณการซื้อขาย (วันอังคาร)	-0.0027	-0.3231	0.7480
ปริมาณการซื้อขาย (วันพุธ)	-0.0037	-0.4338	0.6645
ปริมาณการซื้อขาย (วันพฤหัสบดี)	0.0167**	1.9609	0.0499
ปริมาณการซื้อขาย (วันศุกร์)	-0.0121	-1.4184	0.1561

จากตารางที่ 6 จะเห็นได้ว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันจันทร์มีค่าต่ำกว่าค่าสัมประสิทธิ์ของปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันพฤหัสบดีนั้นมีค่าสูงกว่าปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันที่เหลือมีค่าสูงกว่าค่าสัมประสิทธิ์ของปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันจันทร์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

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

จากผลการศึกษาพบว่า มีปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในอดีตที่ผ่านมา และเมื่อแบ่งข้อมูลทั้งหมดออกเป็น 5 ช่วงเวลาคือ สัปดาห์ที่หนึ่ง ถึงสัปดาห์ที่ห้า แล้วแยกทดสอบทีละสัปดาห์ จะพบว่า การเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น เกิดขึ้นเฉพาะในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน (สัปดาห์ที่สี่ หรือสัปดาห์ที่ห้า) เท่านั้น โดยจากการศึกษาของ Sun and Tong (2002) ได้ให้เหตุผลว่า ในช่วงปลายเดือนเป็นช่วงที่บุคคลมีภาระค่าใช้จ่ายสะสมเป็นจำนวนมากจึงต้องการสภาพคล่องสูง ในช่วงปลายเดือนจึงเป็นช่วงที่นักลงทุนรายย่อยจะขายหุ้น และมีแนวโน้มจะกลับมาซื้ออีกครั้งตอนต้นเดือนถัดไปซึ่งเป็นช่วงที่เงินเดือนออก ดังนั้นอัตราผลตอบแทนในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือนจึงมีค่าน้อยกว่า สัปดาห์อื่นๆ

ทั้งนี้ยังพบอีกว่าปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น จะเกิดขึ้นอย่างจำกัดเฉพาะในช่วงที่ตลาดมีสภาพแวดล้อมที่เต็มไปด้วยข่าวร้าย หรือช่วงตลาดหมี (Bear Market) เท่านั้น เพราะในช่วงที่เกิดภาวะตลาดหมี (Bear Market) มักจะมาพร้อมกับช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ ซึ่งเป็นช่วงที่นักลงทุนเกิดความไม่มั่นใจในตลาด มองตลาดในแง่ลบ จึงเกิดความกลัวและไม่อยากซื้อหุ้นเพราะเสี่ยงต่อการขาดทุน ดังนั้นเมื่ออุปสงค์น้อยกว่าอุปทานที่มีอยู่ในตลาดจึงส่งผลให้ราคาลดต่ำลงด้วย นอกจากนี้ยังพบอีกว่า ปริมาณการซื้อขาย เป็นอีกหนึ่งสาเหตุหลักของการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจากการศึกษาของ Chiradatesakunvong (2004) ที่พบว่า ปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันจันทร์มีค่าต่ำกว่าปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันอื่นๆ จึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันจันทร์มีค่าต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในวันอื่นๆ ด้วย

ท้ายที่สุดแล้วจึงสามารถสรุปได้ว่า ปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีสาเหตุมาจากผลกระทบของสัปดาห์ที่สี่ (Week-four Effect) ข่าวร้าย และปริมาณการซื้อขาย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ข้อเสนอแนะสำหรับผู้ที่ต้องศึกษาเพิ่มเติมถึงสาเหตุของการเกิดปรากฏการณ์ Day-of-The-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังมีอีกหลายประเด็นที่น่าสนใจ เช่น พฤติกรรมอื่น ๆ ของนักลงทุนหลาย ๆ กลุ่ม ได้แก่ นักลงทุนสถาบันในประเทศ นักลงทุนรายย่อยในประเทศ และนักลงทุนต่างชาติ เป็นต้น และสำหรับผู้ที่ต้องการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับปรากฏการณ์เหนือทฤษฎี (Anomalies) หรือความผิดปกติอื่นๆ ก็ยังมีอีกหลายประเด็นที่น่าสนใจ เช่น ปรากฏการณ์ Turn-of-Year Effect, ปรากฏการณ์ Turn-of-Month Effect, ปรากฏการณ์ Turn-of-Quarter Effect เป็นต้น นอกจากนี้ อาจใช้ตัวแบบในการทดสอบที่แตกต่างออกไป เนื่องจากอาจมีปัจจัยด้านอื่นๆ ที่ส่งผลกระทบต่อการวิเคราะห์ได้ เช่น ผลกระทบทางด้านปัญหาเศรษฐกิจ ปัญหาการเมือง เป็นต้น ทั้งนี้ควรเลือกใช้ตัวแบบให้เหมาะสมกับการศึกษา หรืออาจใช้หลายๆตัวแบบ แล้วนำผลการวิเคราะห์ที่ได้มาเปรียบเทียบกัน เพื่อเลือกตัวแบบที่ดีที่สุด และทำให้ผลการศึกษามีความถูกต้อง และเหมาะสมมากขึ้น

บรรณานุกรม

- กัลยานี ภาคออต (2559). การทดสอบพฤติกรรมทางฤดูกาล Day-of-the-week Effect ในตลาดหลักทรัพย์.
Suranaree Journal of Social Science, 1(1), 141-154.
- กุลธิดา เจริญรังสี. (2553). การสร้างผลกำไรของกองทุนรวมในประเทศไทยจากผลกระทบด้านวันในสัปดาห์
(การศึกษาด้านเศรษฐศาสตร์มหภาค, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ (2562). การศึกษา Monday Effect (ผลกระทบของวันทำการที่มีต่อผลตอบแทน)
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ นิด้า*, 25, 158 - 172.
- ปกรณ์ อติเรกลาภ (2553). อิทธิพลของวันในสัปดาห์ต่อผลตอบแทนในหลักทรัพย์ (การศึกษาด้านเศรษฐศาสตร์มหภาค,
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์).
- สุรัชย์ จันทร์จรัส, สุชาสินี สุวรรณภักดิ์, สินีนาฏ หัตตะรักษ์, และณรงค์นิตย์ จันทร์จรัส. (2561). ผลกระทบของวันในสัปดาห์ใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการจัดการสมัยใหม่*, 1(2), 1002-1016.
- สุรัชย์ ไชยรังสีนนท์ (2536). การศึกษาและทดสอบพฤติกรรมอัตราผลตอบแทนของวันในสัปดาห์ (วิทยานิพนธ์ปริญญา
มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- 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.
- 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* (Master's thesis, Thammasat University).
- Fama, E. F. (1965). The Behavior of Stock Market Price. *Journal of Business*, 38(1), 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., & Hess, P. (1981). Day of the Week Effects and Asset Returns. *The Journal of Business*,
54(4), 579-596.
- 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.
- Lim, S. Y., & Chia, R. C., (2010). Stock Market Calendar Anomalies: Evidence from ASEAN-5 Stock Market.
Economics Bulletin, 30(2), 996-1005.

- Miller, E., & Prather, J. L., & Mazumder, M. I. (2003). Day-of-the-Week Effects Among Mutual Funds. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 42(3), 113-128.
- Nelson, D. B. (1991). Conditional heteroskedasticity in asset returns: A new approach. *Econometrica*, 59(2), 347-370.
- Sun, Q., & Tong, W. H.S. (2002). Another New Look at the Monday Effect. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(7-8), 1123 – 1147
- 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.