

การทดสอบเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น ในตลาดหลักทรัพย์ไทย

Testing the February and April Effects in the Thai Securities Market

กัลยานี ภาคอัติ¹, ชยงการ ภมรมาศ² และ คมวุธ วิศวไพศาล³
Gallayane Parkatt¹, Chayongkan Pamornmarst² and Komwut Wissawapaisal³

¹สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

¹School of Management Science, Sukhothai Thammathirat Open University, Thailand

²ภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีมหานคร

²Department of Finance and Banking, Faculty of Business Administration, Mahanakorn University of Technology, Thailand

³สาขาวิชาสารสนเทศการลงทุน วิทยาลัยนวัตกรรมดิจิทัลเทคโนโลยี มหาวิทยาลัยรังสิต

³Department of Investment Informatics, College of Digital Innovation Technology, Rangsit University, Thailand

Corresponding Author, E-mail: gallayan@gmail.com¹

Received: 2023-9-6; Revised: 2024-3-30; Accepted: 2024-3-31

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทย 2) ศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในเดือนตุลาคมในตลาดหลักทรัพย์ไทย และ 3) ทดสอบเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยศึกษาจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สำหรับระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 ถึงเดือนธันวาคม 2565 วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนาและสมการถดถอยแบบอนุกรมเวลา

ผลการวิจัยให้ข้อมูลว่า 1) ในภาพรวมการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: SET และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ: MAI) เป็นรูปแบบแนวโน้มในระยะสั้น ๆ ทั้งแนวโน้มขึ้นและแนวโน้มลง ที่เรียกว่าการเคลื่อนไหวในรูปแบบออกไปด้านข้าง โดยแนวโน้มขึ้นจะปรากฏในช่วงเดือนกุมภาพันธ์ถึงเมษายน ส่วนแนวโน้มลงจะปรากฏในช่วงเดือนสิงหาคมถึงพฤศจิกายน หรือบางช่วงพบในเดือนมีนาคม 2) เดือนตุลาคมเป็นเดือนที่ให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ต่ำที่สุดทั้งใน SET และ MAI ในช่วงระยะเวลาเดือนมกราคม 2550 – ธันวาคม 2565 และเดือนมกราคม 2550 – ธันวาคม 2559 โดยผลตอบแทนประมาณร้อยละ -35.92 ในขณะที่เดือนมีนาคมจะมีผลตอบแทนต่ำที่สุดในช่วงเวลาเดือนมกราคม 2560 – ธันวาคม 2565 ด้วยผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ -17.45 ใน SET และ -19.19 ใน MAI และ 3) ปรากฏการณ์เดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นยังคงมีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยเฉพาะในช่วงเวลาเดือนมกราคม 2550 – ธันวาคม 2565 และเดือนมกราคม 2550 – ธันวาคม 2559

คำสำคัญ: เดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Abstract

The objectives of this study were 1) to study the movement of stock returns in the Thai Securities Market 2) to study the Friday stock return in the Thai Securities Market and

3) to test the February and April Effects in the Thai Securities Market. This study focused on population, SET Index and MAI Index for the period from January 2007 to December 2022. The descriptive statistic and the time-series regression were employed to analyse the data.

The results reported that; 1) overall the movement pattern of stock returns in the Thai Securities Market, the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (MAI), was trend known as sideways. Generally, uptrend appeared in the period from February to April and downtrend appeared from August to November. However, in some period one could see downtrend in March. 2) October showed the lowest stock return in both SET and MAI, in the period from January 2007 to December 2022 and from January 2007 to December 2016, with the minimum return of -35.92%. Similarly, the lowest stock returns in the period from January 2017 to December 2022 appeared in March, both in SET and MAI, with the minimum return of -17.45% and -19.19% respectively. 3) February Effect and April Effect still exist in the Thai Securities Market, especially in the period from January 2007 to December 2022 and from January 2007 to December 2016.

Keywords: February Effect and April Effect, The Stock Exchange of Thailand, The Market for Alternative Investment

บทนำ

ในปี ค.ศ. 1970 Fama ได้เสนอแนวคิดเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาดที่นักวิจัยหรือนักวิชาการเรียกว่า Efficient Market Hypothesis (EMH) ซึ่งตามแนวคิดนี้มองว่าราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นไว้แล้ว ดังนั้น ไม่นักลงทุนใดสามารถสร้างกำไรเกินปกติได้ Fama ได้แบ่งความมีประสิทธิภาพของตลาดไว้ 3 ระดับ คือ 1) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ 2) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง และ 3) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง อย่างไรก็ตาม ในสภาวะจริงของตลาดหลักทรัพย์งานวิจัยหลาย ๆ งาน เช่น Mubarak and Fadhli (2020) และ Pradnyaparamita and Rahyuda (2017) ได้ยืนยันว่า ตลาดหลักทรัพย์โดยทั่วไปเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ และราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความผันผวน มีข้อมูลและปัจจัยหลายปัจจัยมีผลกระทบต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ ซึ่งอาจจะเป็นปัจจัยภายในของตัวบริษัทหรือปัจจัยทางเศรษฐกิจประกอบกับมีแนวคิดที่ว่านักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่ากัน (Asymmetric Information) เป็นผลให้นักลงทุนบางรายที่สามารถสร้างกำไรเกินปกติจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้ ที่สำคัญคือ งานวิจัยหลายฉบับได้ยืนยันความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด ในมุมมองของการเกิดปรากฏการณ์ของความผิดปกติของตลาด (Market Anomalies) ที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเฉพาะพฤติกรรมทางฤดูกาลของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในลักษณะของ Calendar Effect เช่น Month-of-the-Year Effect, Day-of-the Week Effect, Weekend Effect, Turn-of-the-Year Effect และ Holiday Effect (Agrawal and Tandon, 1994; Srinivasan and Kalaivan, 2012 and Lalitha Kumari and Uthra, 2018)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็เช่นกัน Chan, Khantavit and Thomas, 1996 ได้รายงานว่าเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ ในขณะที่ กัลยานี ภาคอัท (2558); พรชนก เป้าจำนงค์ และกัลยานี ภาคอัท (2564) ได้ยืนยันด้วยว่า ตลาดหลักทรัพย์ไทยเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ โดยการทดสอบปรากฏการณ์ของพฤติกรรมทางฤดูกาลของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในลักษณะของ Month-of-the-Year Effect และ Day-

of-the Week Effect และรายงานว่าการเดือนกุมภาพันธ์และเดือนเมษายนเป็นเดือนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ไทย และวันพุธเป็นวันในสัปดาห์ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าวันอื่นในตลาดหลักทรัพย์ไทย ในทางที่คล้าย ๆ กัน ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ (2560) ได้ให้ข้อมูลว่าการลงทุนในดัชนี SET SET50 SET100 และ MAI ในช่วงพฤศจิกายนถึงเมษายนให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่าในช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคม ซึ่งเป็นการยืนยันว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ ที่สำคัญคือ ในปี 2565 ดัชนีราคาหลักทรัพย์ทั้ง SET และ MAI รวมทั้งปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทยมีแนวโน้มสูงขึ้นในแต่ละเดือน เหล่านี้เป็นไปได้หรือไม่ที่เดือนใดเดือนหนึ่งจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น หรือปรากฏการณ์เดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นที่เรียกว่า February Effect และ April Effect ยังคงปรากฏอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ไทย หรือเมื่อระยะเวลาที่ทำการวิจัยเปลี่ยนแปลงไปผลของการค้นพบปรากฏการณ์ดังกล่าวอาจเปลี่ยนแปลง

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งทดสอบการมีอยู่ของปรากฏการณ์เดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น โดยเฉพาะเดือนกุมภาพันธ์และเดือนเมษายนในตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งมีความแตกต่างและมีจุดเด่นต่างจากงานวิจัยอื่นคือ งานวิจัยจะทดสอบทั้งในช่วงเวลาปกติ ช่วงเวลาที่เผชิญกับความเสี่ยงทางการเมือง และช่วงเวลาที่เกิดสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคโควิด-19 คือ ตั้งแต่ พ.ศ. 2550 ถึง พ.ศ. 2565 รวม 16 ปี เนื่องจากสถานการณ์ดังกล่าวจะมีผลกระทบต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหลักทรัพย์ นอกจากนั้น ยังเป็นการขยายงานวิจัยของกัลยานี ภาคอิต (2558) โดยใช้ระยะเวลาที่ยาวนานกว่า และเพิ่มการทดสอบในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ รวมทั้งวิเคราะห์ผลตอบแทนของเดือนตุลาคมที่งานวิจัยหลาย ๆ งานได้ให้ข้อมูลว่าเป็นเดือนที่อยู่ในช่วงที่ให้ผลตอบแทนต่ำด้วย

ผลการวิจัยนี้จะเพิ่มหลักฐานเกี่ยวกับ Calendar Effect ในตลาดหลักทรัพย์ไทย และถ้าพบ Month-of-the-Year Effect จะเป็นการยืนยันว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพในช่วงที่ทำการวิจัย ซึ่งนักลงทุนจะนำไปใช้ประโยชน์ในการวิเคราะห์การลงทุนในหลักทรัพย์ โดยถ้าใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานจะได้ข้อมูลว่าควรลงทุนในหลักทรัพย์อะไร และถ้าใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิคจะทราบจังหวะเวลาของการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งอาจทำให้นักลงทุนสร้างกำไรเกินปกติได้ ในช่วงระยะเวลาหลังไตรมาสที่ 1 ซึ่งมีการรายงานผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทย
2. เพื่อศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในเดือนตุลาคมในตลาดหลักทรัพย์ไทย
3. เพื่อทดสอบเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ไทย

การทบทวนวรรณกรรม

นับตั้งแต่ ค.ศ. 1942 Wachtel ได้รายงานเกี่ยวกับลักษณะทางฤดูกาลของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นผลให้นักวิจัยในระยะต่อมาให้ความสนใจ และได้ทดสอบการเคลื่อนไหวทางฤดูกาลของผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์มากขึ้นเป็นลำดับ เช่น Rozeff and Kinney (1976) ยืนยันว่ามีปรากฏการณ์ January Effect ที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในเดือนมกราคมสูงกว่าเดือนอื่นของปีในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา Gultekin and Gultekin (1983) และ Agrawal and Tandon (1994) ก็สรุปผลการค้นพบในทำนองเดียวกัน

ในระยะเวลาต่อมามีงานวิจัยเกี่ยวกับการทดสอบเดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ต่าง ๆ ได้เพิ่มมากขึ้น และส่วนใหญ่จะเป็นการทดสอบเกี่ยวกับ January Effect ซึ่งผลการวิจัยที่ปรากฏนั้นมีความแตกต่างกัน บางงานวิจัยค้นพบ January Effect ในขณะที่บางงานวิจัยกลับปรากฏเดือนอื่นที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น เช่น เดือนกุมภาพันธ์ มีนาคม เมษายน พฤษภาคม กรกฎาคม สิงหาคม กันยายน พฤศจิกายน และธันวาคม (Nisar, Asif, and Ali, 2021, Mouselli and Samman, 2016 และ Marrett and Worthington, 2011) ซึ่งคำอธิบายสำหรับปรากฏการณ์เหล่านี้มีความแตกต่างกัน ไม่มีการยืนยันอย่างชัดเจนว่าเกิดจากสาเหตุใด คำอธิบายส่วนใหญ่จะเป็นเรื่องของผลจากระยะเวลาของภาษี เทศกาลสำคัญต่าง ๆ ของประเทศนั้น เช่น เทศกาลปีใหม่ เทศกาลตรุษจีน หรือเทศกาลทางศาสนา โดยเทศกาลเหล่านี้จะมีวันหยุดติดต่อกันหลายวัน นอกจากนั้นอาจเป็นวันหยุดประจำปี วันหยุดสุดสัปดาห์ รอบเวลาของงบประมาณ และอื่น ๆ ที่เป็นสาระสำคัญของแต่ละประเทศเหล่านั้น

การทดสอบความผิดปกติของตลาดหลักทรัพย์ในลักษณะของเดือนใดเดือนหนึ่งที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ เช่น January Effect หรือทดสอบการคงอยู่ของเดือนใดเดือนหนึ่งที่ให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงกว่าเดือนอื่น ยังคงปรากฏขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ (Emerging Market) เช่นงานวิจัยของ Mouselli and Al Samman (2016) ที่พบว่า มี May Effect ในตลาดหลักทรัพย์ตามัสกัส และเมื่อเร็ว ๆ นี้ได้มีงานวิจัยหลายงานที่ทดสอบปรากฏการณ์ของ Month-of-the-Year Effect และการคงอยู่ของปรากฏการณ์เหล่านี้ในตลาดหลักทรัพย์ เช่น งานวิจัยของ Aggarwal and Jha (2023) ที่พบว่ายังคงมีลักษณะทางฤดูกาลของ Month-of-the-Year Effect ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดีย มาเลเซีย และเกาหลีใต้ และพบ January Effect รวมทั้ง April และ July Effects ด้วย Irawan, Nugraha, Dismam, and Supriatna, (2022) ยืนยันว่ามีปรากฏการณ์ January Effect ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย ในปี 2017 2018 2019 และ 2022, Nisar, Asif, and Ali (2021) รายงานว่ามีปรากฏการณ์ January Effect และเดือนอื่นๆ คือ April Effect, July Effect, August Effect, September Effect และ November Effect ในตลาดหลักทรัพย์ที่พิจารณา และในเวลาใกล้เคียงกัน Elangovan, Irudayasamy, and Parayitam, (2022) ได้ทดสอบการมีอยู่ของ Month-of-the-Year Effect ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดีย และยืนยันว่ามี March Effect ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

ในขณะที่นักวิจัยกลุ่มหนึ่งให้ความสนใจเกี่ยวกับ Month-of-the-Year Effect ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศต่างๆ นักวิจัยอีกกลุ่มหนึ่งได้ให้ความสนใจถึงช่วงใดของปีที่ให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะมีอัตราสูง และช่วงใดของปีที่ให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะมีอัตราต่ำกว่า ดังเช่นงานวิจัยของ Lucey and Zhao (2008), Andrade, Chhaochharia, and Fuerst, (2013) และ Afik and Lahav (2015) ที่อธิบายผลการวิจัยในทำนองเดียวกันคือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคมต่ำกว่าช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ (2560) ที่รายงานว่าการลงทุนในดัชนี SET50 ในช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายนให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าในช่วงพฤษภาคมถึงตุลาคม ซึ่งการค้นพบเกี่ยวกับพฤติกรรมทางฤดูกาลของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในลักษณะต่าง ๆ ดังกล่าวข้างต้นล้วนอิงจากแนวคิดของควมมีประสิทธิภาพของตลาด หรือ Efficient Market Hypothesis (EMH) ของ Fama, 1970 และความผิดปกติของหลักทรัพย์มากกว่าทฤษฎีอื่น

วิธีดำเนินการวิจัย

1. **ประชากร** การวิจัยนี้ศึกษาจากประชากรคือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ดัชนี SET) และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (ดัชนี MAI) สำหรับระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 ถึงเดือนธันวาคม 2565 รวมระยะเวลา 16 ปี หรือ 192 เดือน ซึ่งครอบคลุมทั้งระยะเวลาดำเนินการ และสถานการณ์

ต่าง ๆ เช่น สถานการณ์ทางการเมือง และสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคโควิด-19 อันจะมีผลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนี SET และดัชนี MAI รวมทั้งสถานะตลาดที่มีทั้งตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง

2. เก็บรวบรวมข้อมูล ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิโดยเป็นข้อมูลรายเดือนของดัชนี SET และดัชนี MAI ซึ่งเก็บรวบรวมจากข้อมูลรายวันของดัชนีและนับวันสุดท้ายของเดือนเป็นข้อมูลรายเดือนของดัชนีนั้น ๆ ข้อมูลดังกล่าวทั้งหมดเป็นข้อมูลลักษณะอนุกรมเวลา ซึ่งได้ผ่านการทดสอบความนิ่งของข้อมูลแล้วด้วยวิธี Augmented Dicky Fuller Test

3. คำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายเดือน สำหรับระยะเวลา 192 เดือนจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ดังสมการที่ (1)

$$R_t = \ln (M_t / M_{t-1}) \times 100 \quad (1)$$

เมื่อ

R_t = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ณ เวลา t

$\ln$ = การใช้ Log เพื่อลดปัญหาขนาดของข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET และ MAI รวมทั้งเพื่อความต่อเนื่องของข้อมูล

M_t และ M_{t-1} = ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET และ MAI สำหรับเดือนที่ t และ $t - 1$

4. สร้างกราฟเส้นของผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายเดือนสำหรับระยะเวลา 192 เดือน ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพื่อศึกษาการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์

5. คำนวณค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด ของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักแห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สำหรับระยะเวลาเต็ม 192 เดือนตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 ถึงเดือนธันวาคม 2565 และช่วงแบ่งระยะเวลา 2 ช่วงคือ ตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 ถึงเดือนธันวาคม 2559 รวม 120 เดือน และตั้งแต่เดือนมกราคม 2560 ถึงเดือนธันวาคม 2565 รวม 72 เดือน

การแบ่งช่วงระยะเวลาในการคำนวณค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุดของผลตอบแทน และการทดสอบ February and April Effects ก็เพื่อยืนยันผลการวิจัยกับช่วงเวลาเต็มของการวิจัย

6. ใช้สมการถดถอยในลักษณะอนุกรมเวลาเพื่อทดสอบการคงอยู่ ของเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยการใช้สมการถดถอยดังกล่าวจะใช้สมการถดถอยที่มีตัวแปรเชิงคุณภาพ และเพื่อขจัดปัญหาอันอาจเกิดขึ้นจากการใช้สมการถดถอยแบบอนุกรมเวลา การวิจัยนี้ได้ใช้ Pearson Correlation เพื่อขจัดปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นต่อกันระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และใช้วิธีของ Newy – West เพื่อแก้ไขส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของสัมประสิทธิ์ โดยคำนึงถึงปัญหาของความไม่คงที่ของความแปรปรวนในตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน (Heteroskedasticity) และความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) สมการถดถอยที่นำมาใช้นี้เป็นลักษณะที่นักวิจัยหลายท่านได้ใช้จนถึงปัจจุบัน เช่น Nisar, Asif, and Ali (2021) และ Marrett and Worthington (2011) แสดงได้ดังสมการที่ (2)

$$R_t = \sum \alpha_j D_{jt} + \varepsilon_t \quad (2)$$

เมื่อ

R_t = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายเดือนในเดือนที่ t

D_{jt} = ตัวแปรหุ่นที่มีค่าเป็น 1 สำหรับเดือนที่ j และมีค่าเป็น 0 ในเดือนอื่นๆ

α_j = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายเดือนจากเดือนมกราคมถึงเดือนธันวาคม

ε_t = ค่าความคลาดเคลื่อน

สมมติฐานของการทดสอบคือ

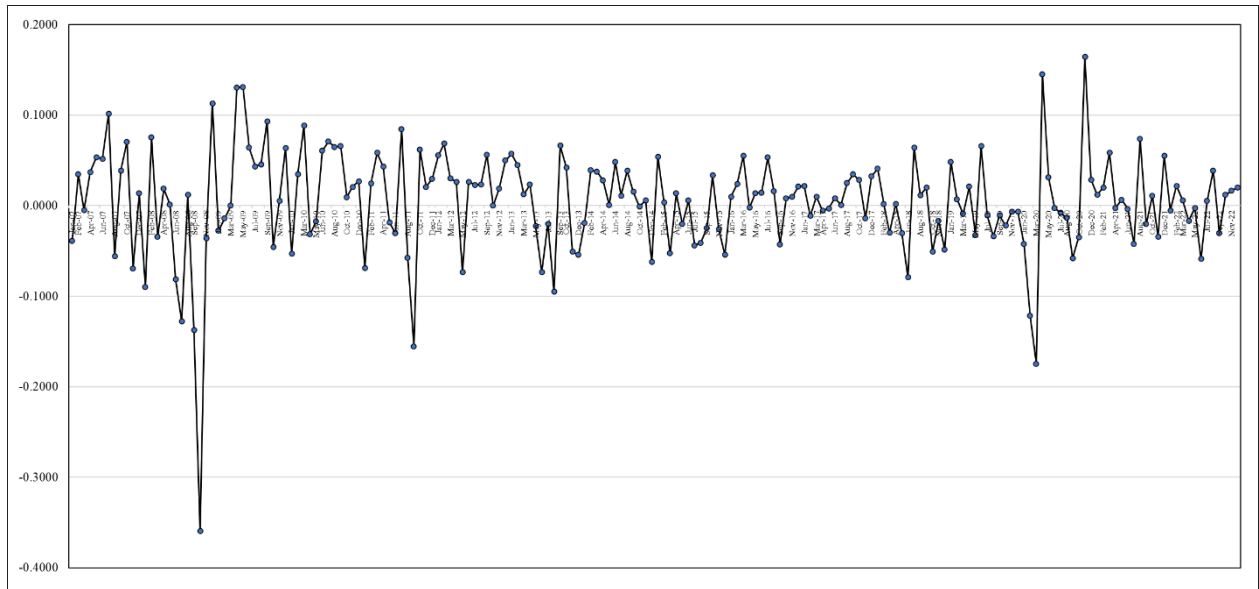
$$H_0 : \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = \alpha_5 = \alpha_6 = \alpha_7 = \alpha_8 = \alpha_9 = \alpha_{10} = \alpha_{11} = \alpha_{12} = 0$$

H_1 : อย่างน้อย α หนึ่งตัวไม่เท่ากับ 0

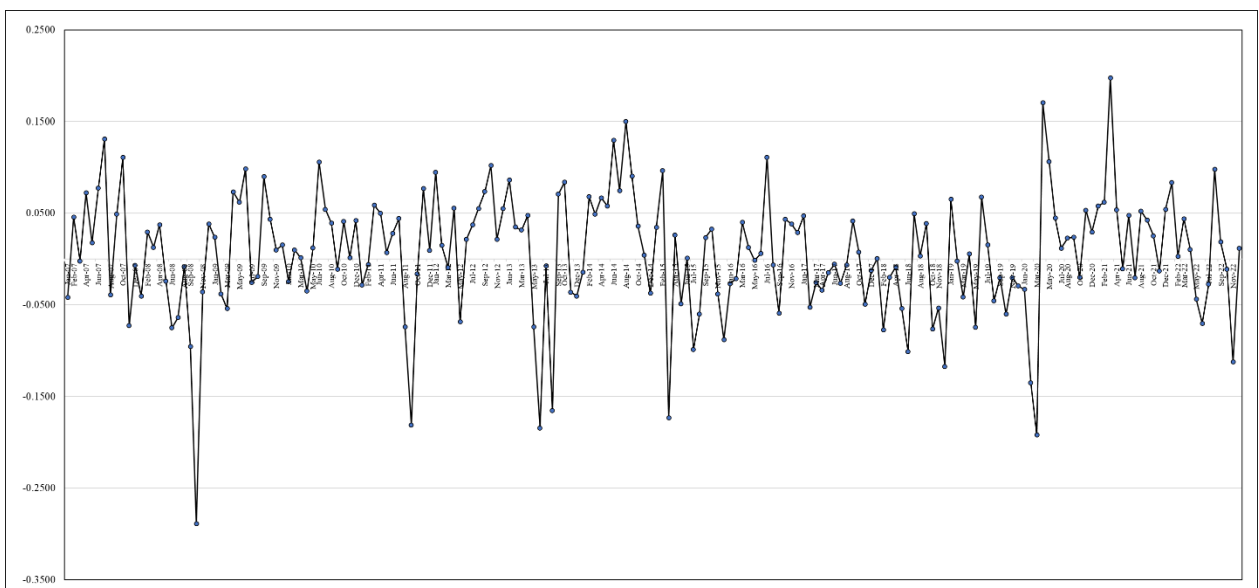
ผลการวิจัย

1. ผลการศึกษาการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทย แสดงได้ดังภาพที่ 1 และ 2

ภาพที่ 1 กราฟแสดงผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: เดือนมกราคม 2550 - ธันวาคม 2565



ภาพที่ 2 กราฟแสดงผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ : เดือนมกราคม 2550 - ธันวาคม 2565



ภาพที่ 1 แสดงการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเดือนมกราคม 2550 ถึงเดือนธันวาคม 2565 ซึ่งอธิบายได้ว่า การเคลื่อนไหวของผลตอบแทนใน SET เป็นรูปแบบแนวโน้มในระยะเวลานั้นๆ ทั้งแนวโน้มขึ้นและแนวโน้มลง หรือเรียกว่า รูปแบบออกไปด้านข้าง (Sideway) โดยในช่วงเดือนกุมภาพันธ์ถึงเดือนกรกฎาคม 2550 มีรูปแบบแนวโน้มขึ้น จากนั้นเป็นรูปแบบออกไปด้านข้าง

และมีแนวโน้มลดลงราวเดือนพฤศจิกายนและเดือนธันวาคม ต่อมาราวเดือนกุมภาพันธ์ 2551 ผลตอบแทนสูงขึ้นและมีแนวโน้มลดลงจนถึงเดือนตุลาคม (เป็นจุดที่ต่ำที่สุด) จากนั้นพบแนวโน้มลงในเดือนมิถุนายนถึงเดือนธันวาคม 2553 เดือนกรกฎาคมถึงเดือนธันวาคม 2556 เดือนกรกฎาคมถึงเดือนตุลาคม 2557 และที่ชัดเจนคือ ช่วงเดือนสิงหาคม 2564 ถึงเดือนธันวาคม 2565 ส่วนแนวโน้มขึ้นไม่ค่อยปรากฏอย่างชัดเจน

ภาพที่ 2 แสดงการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงเดือนมกราคม 2550 ถึงเดือนธันวาคม 2565 จะเห็นได้ว่าเป็นรูปแบบที่คล้ายคลึงกันกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคือ แนวโน้มในระยะสั้น ๆ กล่าวคือ จะพบแนวโน้มขึ้นในช่วงเดือนกุมภาพันธ์ถึงเดือนกรกฎาคม 2550 และลงในเดือนพฤศจิกายน จากนั้นพบแนวโน้มขึ้นเล็กน้อยในเดือนกุมภาพันธ์ถึงเดือนมิถุนายน 2551 เดือนเมษายนถึงเดือนมิถุนายน 2552 เดือนเมษายนถึงเดือนกันยายน 2555 เดือนกุมภาพันธ์ถึงเดือนสิงหาคม 2557 และเดือนมีนาคมถึงเดือนกรกฎาคม 2559 ส่วนแนวโน้มลงพบบ้างในช่วงเดือนกันยายน 2560 ถึงเดือนเมษายน 2561 ส่วนช่วงระยะเวลาอื่นการเคลื่อนไหวจะอยู่ในรูปแบบออกไปด้านข้าง

จากการศึกษาการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถใช้เป็นพื้นฐานในการวิเคราะห์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในเดือนตุลาคม และการทดสอบการมีอยู่ของเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ไทย

2. ผลการศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในเดือนตุลาคมในตลาดหลักทรัพย์ไทย แสดงได้ดังตารางที่ 1 และ 2

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนาของผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: เดือนมกราคม 2550 - ธันวาคม 2565

ระยะเวลา \ ค่าสถิติ	ค่าเฉลี่ย (%)	ค่าสูงสุด (%)	ค่าต่ำสุด (%)
มกราคม 2550 - ธันวาคม 2565	0.47	16.43	-35.92
มกราคม 2550 - ธันวาคม 2559	0.68	13.08	-35.92
มกราคม 2560 - ธันวาคม 2565	0.11	16.43	-17.45

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนาของผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ: เดือนมกราคม 2550 - ธันวาคม 2565

ระยะเวลา \ ค่าสถิติ	ค่าเฉลี่ย (%)	ค่าสูงสุด (%)	ค่าต่ำสุด (%)
มกราคม 2550 - ธันวาคม 2565	0.58	19.76	-28.89
มกราคม 2550 - ธันวาคม 2559	0.97	14.99	-28.89
มกราคม 2560 - ธันวาคม 2565	0.67	19.76	-19.19

ตารางที่ 1 แสดงค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด ของผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งพบว่า ในระยะเวลาเต็มของการวิจัยตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 - ธันวาคม 2565 ผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยมีค่าร้อยละ 0.47 ในขณะที่ผลตอบแทนรายเดือนสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 16.43 และ -35.92 ตามลำดับ โดยผลตอบแทนสูงสุดคือ เดือนพฤศจิกายน 2563 และผลตอบแทนต่ำสุดที่เดือนตุลาคม 2551 ส่วนช่วงแบ่งระยะเวลาดังตั้งเดือนมกราคม 2550 - ธันวาคม 2559 ผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 0.68 ในขณะที่ผลตอบแทนรายเดือนสูงสุดและต่ำสุดคือ ร้อยละ 13.08 และ -35.92 โดยผลตอบแทนสูงสุดปรากฏในเดือนพฤษภาคม 2552 และผลตอบแทนต่ำสุดปรากฏในเดือนตุลาคม 2551 สำหรับช่วงระยะเวลาดังตั้งเดือนมกราคม 2560 - ธันวาคม 2565 ผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยคือ ร้อยละ 0.11 ในขณะที่

ผลตอบแทนสูงสุดคือ ร้อยละ 16.43 พบในเดือนพฤศจิกายน 2563 และผลตอบแทนต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -17.45 พบในเดือนมีนาคม 2563

ตารางที่ 2 แสดงค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด ของผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งรายงานไว้ในระยะเวลาเต็มของการวิจัยตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 – ธันวาคม 2565 ผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 0.58 ในขณะที่ผลตอบแทนสูงสุดคือ ร้อยละ 19.76 พบในเดือนมีนาคม 2564 และผลตอบแทนต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -28.89 ปรากฏในเดือนตุลาคม 2551 ส่วนช่วงแบ่งระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 – ธันวาคม 2559 ผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยประมาณร้อยละ 0.97 ในขณะที่ผลตอบแทนรายเดือนสูงสุดเท่ากับร้อยละ 14.99 ปรากฏในเดือนสิงหาคม 2557 และผลตอบแทนต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -28.89 พบในเดือนตุลาคม 2551 สำหรับระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม 2560 - ธันวาคม 2565 ผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 0.67 ในขณะที่ผลตอบแทนสูงสุดคือ ร้อยละ 19.76 พบในเดือนมีนาคม 2564 และผลตอบแทนต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -19.19 ปรากฏในเดือนมีนาคม 2563

จากการศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สำหรับระยะเวลาตั้งแต่มกราคม 2550 – ธันวาคม 2565 และช่วงแบ่งระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 – ธันวาคม 2559 และตั้งแต่เดือนมกราคม 2560 – ธันวาคม 2565 จะเห็นได้ว่าเดือนตุลาคม 2551 เป็นเดือนที่ให้ผลตอบแทนต่ำสุด ในช่วงระยะเวลาเต็มของการวิจัย และช่วงแบ่งระยะเวลาตั้งแต่มกราคม 2550 ถึงเดือนธันวาคม 2565 และตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 – ธันวาคม 2559 ส่วนช่วงแบ่งระยะเวลาเดือนมกราคม 2560 – ธันวาคม 2565 เดือนมีนาคม 2563 เป็นเดือนที่ให้ผลตอบแทนต่ำที่สุด

3. ผลการทดสอบเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ไทย การอธิบายผลการทดสอบเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นจะอธิบายจากผลของสมการถดถอยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ดังนี้

3.1 ผลของสมการถดถอยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงได้ดังตารางที่ 3 - 5

ตารางที่ 3 ผลของสมการถดถอยสำหรับเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น : เดือนมกราคม 2550 - ธันวาคม 2565

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-Value
JAN	-0.0028	0.0119	-0.2313	0.8173
FEB	0.0158	0.0111	1.4239	0.1562
MAR	0.0032	0.0152	0.2119	0.8324
APR	0.0269	0.0119	2.2569	0.0252*
MAY	0.0011	0.0112	0.0991	0.9211
JUN	0.0010	0.0130	0.0775	0.9383
JUL	0.0129	0.0144	0.8900	0.3746
AUG	0.0033	0.0120	0.2773	0.7818
SEP	-0.0056	0.0175	-0.3172	0.7515
OCT	-0.0147	0.0246	-0.5998	0.5494
NOV	0.0006	0.0129	0.0455	0.9638
DEC	0.0143	0.0122	1.1735	0.2421

* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4 ผลของสมการถดถอยสำหรับเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น : เดือนมกราคม 2550 - ธันวาคม 2559

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-Value
JAN	-0.0120	0.0171	-0.7015	0.4845
FEB	0.0335	0.0085	3.9468	0.0001*
MAR	0.0190	0.0138	1.3817	0.1699
APR	0.0287	0.0132	2.1765	0.0317*
MAY	0.0048	0.0173	0.2783	0.7813
JUN	0.0087	0.0170	0.5102	0.6109
JUL	0.0196	0.0218	0.9005	0.3699
AUG	-0.0049	0.0169	-0.2888	0.7733
SEP	-0.0024	0.0274	-0.0877	0.9302
OCT	-0.0180	0.0394	-0.4556	0.6496
NOV	-0.0100	0.0104	-0.9568	0.3408
DEC	0.0148	0.0180	0.8229	0.4124

* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 5 ผลของสมการถดถอยสำหรับเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น : เดือนมกราคม 2560 - ธันวาคม 2565

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-Value
JAN	0.0126	0.0136	0.9294	0.3564
FEB	-0.0137	0.0222	-0.6179	0.5390
MAR	-0.0231	0.0326	-0.7110	0.4799
APR	0.0239	0.0247	0.9671	0.3374
MAY	-0.0051	0.0097	-0.5195	0.6053
JUN	-0.0117	0.0211	-0.5568	0.5797
JUL	0.0016	0.0143	0.1109	0.9121
AUG	0.0170	0.0156	1.0877	0.2811
SEP	-0.0108	0.0138	-0.7836	0.4363
OCT	-0.0094	0.0127	-0.7386	0.4630
NOV	0.0182	0.0300	0.6061	0.5467
DEC	0.0135	0.0149	0.9099	0.3665

* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากผลของสมการถดถอยตารางที่ 3 และ 4 ให้ข้อมูลว่าปรากฏการณ์เดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น (ร้อยละ 2.69, 3.35 และ 2.87) หรือ February Effect และ April Effect ยังคงมีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระยะเวลาเต็มของการวิจัยตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 – ธันวาคม 2565 และช่วงแบ่งระยะเวลาดังแต่เดือนมกราคม 2550 – ธันวาคม 2559 สำหรับช่วงแบ่งระยะเวลาเดือนมกราคม 2560 – ธันวาคม 2565 ตารางที่ 5 รายงานว่าไม่มีปรากฏการณ์เดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น

3.2 ผลของสมการถดถอยของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แสดงได้ดังตารางที่ 6 – 8

ตารางที่ 6 ผลของสมการถดถอยสำหรับเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น : เดือนมกราคม 2550 - ธันวาคม 2565

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-Value
JAN	0.0177	0.0124	1.4342	0.1532
FEB	0.0020	0.0146	0.1337	0.8938
MAR	-0.0051	0.0225	-0.2284	0.8196

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-Value
APR	0.0377	0.0124	3.0450	0.0027*
MAY	-0.0095	0.0131	-0.7262	0.4686
JUN	0.0120	0.0210	0.5689	0.5702
JUL	0.0162	0.0153	1.0587	0.2912
AUG	-0.0003	0.0183	-0.0141	0.9888
SEP	0.0122	0.0182	0.6712	0.5030
OCT	0.0033	0.0234	0.1402	0.8887
NOV	-0.0141	0.0121	-1.1622	0.2467
DEC	-0.0030	0.0124	-0.2389	0.8114

* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 7 ผลของสมการถดถอยสำหรับเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น : เดือนมกราคม 2550 - ธันวาคม 2559

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-Value
JAN	0.0063	0.0162	0.3883	0.6986
FEB	0.0234	0.0129	1.8197	0.0716**
MAR	-0.0045	0.0215	-0.2106	0.8336
APR	0.0406	0.0105	3.8855	0.0002*
MAY	-0.0060	0.0151	-0.4004	0.6896
JUN	0.0208	0.0299	0.6981	0.4866
JUL	0.0257	0.0234	1.1001	0.2737
AUG	-0.0128	0.0266	-0.4816	0.6311
SEP	0.0050	0.0288	0.1733	0.8628
OCT	0.0188	0.0362	0.5190	0.6049
NOV	-0.0031	0.0138	-0.2209	0.8256
DEC	0.0016	0.0142	0.1157	0.9081

* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

ตารางที่ 8 ผลของสมการถดถอยสำหรับเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น : เดือนมกราคม 2560 - ธันวาคม 2565

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-Value
JAN	0.0369	0.0180	2.0492	0.0448*
FEB	-0.0338	0.0283	-1.1956	0.2366
MAR	-0.0062	0.0518	-0.1196	0.9052
APR	0.0329	0.0299	1.1006	0.2755
MAY	-0.0154	0.0262	-0.5864	0.5598
JUN	-0.0028	0.0283	-0.0996	0.9210
JUL	0.0004	0.0125	0.0287	0.9772
AUG	0.0207	0.0203	1.0184	0.3126
SEP	0.0242	0.0098	2.4772	0.0161*
OCT	-0.0225	0.0160	-1.4117	0.1632
NOV	-0.0326	0.0223	-1.4575	0.1502
DEC	-0.0106	0.0245	-0.4335	0.6662

* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากผลของสมการถดถอยตารางที่ 6 และ 7 ให้ข้อมูลว่าปรากฏการณ์เดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น (ร้อยละ 3.77, 2.34 และ 4.06) หรือ February Effect และ April Effect

ยังคงมีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงระยะเวลาเต็มของการวิจัยตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 – ธันวาคม 2565 และช่วงแบ่งระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 – ธันวาคม 2559 สำหรับช่วงแบ่งระยะเวลาเดือนมกราคม 2560 – ธันวาคม 2565 ตารางที่ 8 รายงานว่ามีปรากฏการณ์ Month-of-the-Year Effect ที่เดือนมกราคมและกันยายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น (ร้อยละ 3.69 และ 2.42) หรือ January Effect และ September Effect ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

สรุป

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทย 2) ศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในเดือนตุลาคมในตลาดหลักทรัพย์ไทย และ 3) ทดสอบเดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยศึกษาจากประชากรคือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สำหรับระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 - ธันวาคม 2565 ผลการวิจัยพบว่า 1) การเคลื่อนไหวของผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีรูปแบบเป็นแนวโน้มในระยะสั้น ๆ 2) เดือนตุลาคมเป็นเดือนที่ให้ผลตอบแทนต่ำที่สุดสำหรับระยะเวลาที่ทำการวิจัย และ 3) ปรากฏการณ์เดือนกุมภาพันธ์และเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น หรือ February Effect และ April Effect ยังคงมีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

อภิปรายผล

จากผลการวิจัยที่พบว่า การเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีรูปแบบเป็นแนวโน้มในระยะสั้นๆ หรือรูปแบบออกไปด้านข้าง (Sideway) ในช่วงระยะเวลาที่ทำการวิจัยตั้งแต่เดือนมกราคม 2550 - ธันวาคม 2565 เนื่องมาจากข้อมูลข่าวสาร สถานการณ์ต่างๆ และภาวะตลาดหลักทรัพย์ ในขณะนั้น ยังไม่ส่งผลทางบวกมากนักต่อผู้ลงทุนหรือไม่สนใจให้นักลงทุนเข้ามาลงทุน ซึ่งหากวิเคราะห์ตามช่วงเวลาทำการวิจัยจะพบว่า ประเทศไทยเผชิญกับสถานการณ์การเมืองในช่วงปี 2550 2554 2559 2562 และ 2565 ในขณะที่ภาวะเศรษฐกิจอยู่ในระยะชะลอตัว ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มลดลงมากกว่าเพิ่มขึ้น มีภัยธรรมชาติเกิดขึ้น มีการปรับเปลี่ยนนโยบายภาครัฐ และต้องเผชิญกับความเสี่ยงภัยจากต่างประเทศ รวมทั้งการแพร่ระบาดของโรคโควิด-19 จึงอาจเกิดภาวะไม่แน่นอนสำหรับการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนจึงชะลอการลงทุนในหลักทรัพย์

ส่วนผลการวิจัยที่พบว่า เดือนตุลาคมเป็นเดือนที่ให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ต่ำสุดทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Afik and Lahav (2015); Andrade, Chhaochharia and Fuerst (2013) และ Lucey and Zhao (2008) ที่ให้ข้อมูลว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคมต่ำกว่าช่วงเดือนพฤศจิกายนถึงเมษายน ซึ่งจากผลของงานวิจัยนี้เดือนตุลาคมอยู่ในช่วงเดือนสุดท้ายของช่วงเวลาที่ให้ผลตอบแทนต่ำ จึงสอดคล้องกับงานวิจัยดังกล่าว สำหรับคำอธิบายที่เป็นไปได้ของผลการวิจัยนี้อาจเป็นเพราะในช่วงไตรมาสที่ 4 ของแต่ละปี ยังคงได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่าง ๆ ที่กล่าวในย่อหน้าแรก ประกอบกับยังไม่มีปัจจัยอื่นหรือข้อมูลข่าวสารอื่นที่กระตุ้นให้เกิดการลงทุนเพิ่มมากขึ้น เช่น บริษัทจดทะเบียนยังไม่ชัดเจนเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล การมีโครงการลงทุนและแผนการเงินในปีต่อไป หรือการระดมทุนเพิ่มเพื่อสร้างการเจริญเติบโตให้กับกิจการ เป็นต้น นักลงทุนจึงยังคงชะลอการลงทุนในเดือนนี้ และถ้าช่วงต่อไปมีความชัดเจนในปัจจัยต่าง ๆ มากขึ้น นักลงทุนจะกลับเข้ามาสู่ตลาดเพื่อการลงทุนต่อไป

สำหรับผลการวิจัยที่ยืนยันว่าปรากฏการณ์ February Effect และ April Effect ยังคงมีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ไทย หรือปรากฏการณ์ Month-of-the-Year Effect ยังคงปรากฏในตลาดหลักทรัพย์ไทย สอดคล้องกับงานวิจัยของกัลยาณี ภาควัต (2558) ที่พบ February Effect และ April Effect ในตลาดหลักทรัพย์ไทย Aggarwal and Jha (2023) พบ February Effect, April Effect และ July Effect ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย เกาหลีใต้ และมาเลเซีย, Elangovan, Irudayasamy, and Parayitam, (2022) พบ March Effect ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดีย, Mouselli and Al Samman, (2016) พบ May Effect ในตลาดหลักทรัพย์ตามัสกัส, Thushara and Perera, (2013) อธิบายว่ามีปรากฏการณ์ January Effect ในประเทศศรีลังกา และ Lim, Ng, and Ling, (2010) ที่ยืนยันว่าปรากฏการณ์ Month-of-the-Year Effect ยังคงมีในตลาดหลักทรัพย์ โดยพบ December Effect ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย อินเดีย มาเลเซีย และสิงคโปร์ ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าในแต่ละเดือนที่พบจะมีเหตุการณ์สำคัญต่าง ๆ เกิดขึ้นที่ทำให้การลงทุนลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น

สำหรับตลาดหลักทรัพย์ไทยที่พบ February Effect และ April Effect อาจเป็นไปได้ว่าในเดือนกุมภาพันธ์ เป็นเดือนที่ยังอยู่ในช่วงเทศกาลปีใหม่ต่อเนื่องจากเดือนมกราคม และเทศกาลตรุษจีน ประกอบกับเป็นไตรมาสแรกของปี ซึ่งนักลงทุนได้ทราบถึงผลการดำเนินงานของกิจการ นโยบายการจ่ายเงินปันผล และแผนการลงทุนของแต่ละธุรกิจ รวมทั้งหลาย ๆ ธุรกิจมีการจ่ายเงินโบนัสประจำปี จึงเป็นผลให้มีการลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ตลาดหลักทรัพย์ไทยอยู่ในภาวะตลาดกระทิง (Bull Market) มีสภาพคล่องในการซื้อขายสูงขึ้น จึงเป็นไปได้ที่เดือนกุมภาพันธ์เป็นเดือนหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น ส่วนเดือนเมษายนที่พบว่าเป็นเดือนหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น อาจเป็นไปได้ว่าอยู่ในช่วงของเทศกาลสำคัญของคนไทยคือ เทศกาลสงกรานต์หรือปีใหม่ไทย จะมีวันหยุดฉลองเทศกาลยาว ประชาชนหรือนักลงทุนโดยทั่วไปมีความสุข ประกอบกับผลการดำเนินงานในไตรมาสที่ 1 ของบริษัทจดทะเบียนได้เปิดเผยแล้ว ซึ่งส่วนใหญ่อาจมีผลในทางบวก รวมทั้งนักลงทุนมีความชัดเจนในภาวะเศรษฐกิจ ภาวะตลาดหลักทรัพย์ นโยบายของรัฐ ทั้งการเงิน และการคลัง และสถานการณ์ต่าง ๆ ซึ่งน่าจะไปในทางบวก เป็นผลให้มีการลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น ตลาดหลักทรัพย์ไทยอยู่ในภาวะคึกคัก มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น จึงเป็นไปได้ที่เดือนเมษายนเป็นเดือนหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในปีเดียวกัน

ข้อเสนอแนะ

การอธิบายข้อเสนอแนะจะแยกอธิบายเป็น 2 ประเด็นคือ

1. ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย จากผลการวิจัยที่พบว่าการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์เป็นรูปแบบออกไปด้านข้าง (Sideway) เดือนตุลาคมเป็นเดือนที่ให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ต่ำที่สุด และเดือนกุมภาพันธ์ เดือนเมษายน เป็นเดือนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทจดทะเบียน และนักลงทุนควรดำเนินการดังนี้

1.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทจดทะเบียนควรให้และเปิดเผยข้อมูลที่ชัดเจนแก่ผู้ลงทุน พร้อมทั้งแนะนำกลยุทธ์หรือแนวทางการลงทุนในระยะสั้น ๆ เพื่อลดความเสี่ยงและได้กำไรจากการลงทุนในลักษณะสะสม เช่น กลยุทธ์ Scalping

1.2 บริษัทจดทะเบียนควรจัดทำรายงานทางการเงินให้มีข้อมูลครบถ้วน เนื่องจากมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนทั้งทางบวกและทางลบ และพยายามไม่ให้เกิดลักษณะของผู้ลงทุนรับรู้ข้อมูลข่าวสารไม่เท่าเทียมกัน

1.3 นักลงทุนควรนำผลการวิจัยไปประยุกต์ใช้กับข้อมูลอื่นในการสร้างหรือจัดพอร์ตการลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงขึ้นโดยมีความเสี่ยงที่ยอมรับได้ เช่น อาจใช้กลยุทธ์เชิงรุกในเดือนกุมภาพันธ์ หรือ เดือนเมษายน เป็นต้น

1.4 นักลงทุนควรนำลักษณะของผลตอบแทนตามฤดูกาลไปกำหนดกลยุทธ์การลงทุน การจับจังหวะการซื้อขายหลักทรัพย์ เช่น การวางแผนการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเดือนตุลาคม และถือไว้ระยะหนึ่งแล้วเริ่มมีการขายตั้งแต่ช่วงเดือนพฤศจิกายนและธันวาคม และลงทุนรอบใหม่เพื่อขายในเดือนกุมภาพันธ์และเมษายน

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไปมีดังนี้

2.1 นักวิจัย นักวิชาการ หรือผู้สนใจด้านการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์ อาจใช้ผลการวิจัยเป็นฐานในการขยายงานวิจัยใหม่ หรือต่อยอดงานวิจัยเพื่อสร้างองค์ความรู้ใหม่ให้กับวงวิชาการ เช่น การทดสอบเพื่อค้นหา หรือยืนยันถึงสาเหตุของการเกิดพฤติกรรมทางฤดูกาลของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ต่าง ๆ

2.2 การวิจัยครั้งต่อไปอาจใช้วิธีการวิจัย หรือตัวแบบทางการเงินหรือตัวแปรที่แตกต่างจากการวิจัยครั้งนี้ เช่น การใช้ ARCH หรือ GARCH แทนการใช้ OLS หรือการเพิ่มตัวแปรควบคุมที่น่าจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนในสมการถดถอย เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

- กัลยานี ภาคออต. (2558). เดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย. *วารสารบริหารธุรกิจเทคโนโลยีมหานคร*, มหาวิทยาลัยมหานครเทคโนโลยี, 12 (1), 22-35.
- ณัฐภูมิ เจริญหาโรจน์. (2560). การศึกษา “ช่วงของฤดูกาลที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าช่วงของฤดูกาลอื่น” ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ นิด้า*, 20, 117-132.
- พรชนก เป้าจามงค์ และกัลยานี ภาคออต (2564). วันในสัปดาห์ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าวันอื่นในตลาดหลักทรัพย์ไทย. *การประชุมวิชาการและนำเสนอผลงานวิจัยระดับชาติและนานาชาติ ครั้งที่ 8 มหาวิทยาลัยปทุมธานี วันที่ 24 เมษายน 2564*, 221-230.
- 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.
- Aggarwal, K., and Jha, M., (2023). “Stock Returns Seasonality in Emerging Asian Markets”. *Asia-Pacific Financial Markets*, 30, 109–130
- Agrawal, A., and Tandon, K., (1994). Anomalies or Illusions? Evidence from Stock Markets in Eighteen Countries. *Journal of International Money and Finance*, 13 (1), 83-106
- Andrade, S. C., Chhaochharia, V., and Fuerst, M. E., (2013). “Sell in May and Go Away” Just Won’t Go Way. *Financial Analysts Journal*, 69 (4), 94-105.
- Chan, M., Khantavit, A., and Thomas, H., (1996). “Seasonality and Cultural Influence on Four Asian Stock Markets”. *Asian Pacific Journal of Management*, 13, 1-24.
- Elangovan, R., Irudayasamy, F., and Parayitam, S., (2022). Month-of-the-Year Effect: Empirical Evidence from Indian Stock Market, *Asia-Pacific Financial Markets*, 29, 449-476.
- Fama, E., (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

- Gultekin, M. N., and Gultekin, N. B., (1983). Stock Market Seasonality. *International Evidence. Journal of Finance Economics*, 12(4), 469-481.
- Irawan, R., Nugraha, N., Dismam, D., and Supriatna, N. (2022). January Effect Analysis, and Stock Risk on Stock Return in Coal Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange 2017 – 2022. *Journal of Positive School Psychology*, 6(2), 3291 -3298.
- LalithaKumari G., and Uthra, V., (2018). An Analysis of Turn of the Month Effect on S&P BSE Healthcare Index in the Indian Stock Market. *International Journal of Trend in Scientific Research and Development (ijtsrd)*, 2(2), 138-145
- Lim, K., Ng, D., and Ling, C., (2010). “Month-of-the-Year Effects in Asian: A20-Year Study (1990 – 2009)”. *African Journal of Business Management*, 4(7), 1351-1362.
- Lucey, B. M. and Zhao, S., (2008). Halloween or January? Yet Another Puzzle. *International Review of Financial Analysis*, 17(5), 1055-1069
- Marrett, G., and Worthington, A., (2008). An Empirical Note on the Holiday Effect in the Australian Stock Market. *Applied Economics Letters*, 16(17), 1769-1772.
- Mouselli, S., and Al Samman, H., (2016). “An Examination of the Month-of-the-Year Effect at Damascus Securities Exchange”. *International and Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 573-577.
- Mubarok, F., and Fadhli, M., (2020). “Efficient Market Hypothesis and Forecasting of the Industrial Sector on the Indonesia Stock Exchange”. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 23(2), 160-168
- Nisar, S., Asif, R., and Ali, A., (2021). Testing the Presence of the January Effect in Developed Economies. *MPRA Paper 112548*, 1-15.
- Pradnyaparamita, N.M.W., and Rahyuda, H., (2017). “Pengujian Anomali Pasar January Effect Pada Perusahaan Lq45 Di Bursa Efek Indonesia”. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 6(7), 3513-3539.
- Rozeff, M., and Kinney, W., (1976). Capital Markets Seasonality: The Case of Stock Returns. *Journal of Finance Economics*, 3(4), 379-402.
- Srinivasan, P., and Kalaivani, M., (2012). Exchange Rate Volatility and Export Growth in India: An Empirical Investigation. *MPRA Paper 43828*, University Library of Munich, Germany.
- Thushara, S. C., and Perera, P., (2013). The Month-of-the-Year Effect: Empirical Evidence from Colombo Stock Exchange. *Conference: 2nd International Conference on Management of Economics*, 1-6.
- Wachtel, S. B., (1942). Certain Observations on Seasonal Movements in Stock Prices. *Journal of Business*, 15(2), 184-193.