



วารสารบริหารธุรกิจเทคโนโลยีมหานคร

MUT Journal of Business Administration

ปีที่ 12 ฉบับที่ 1 (มกราคม - มิถุนายน 2558)

Volume 12 Number 1 (January – June 2015)

เดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย

Month-of-the-Year Effect in the Thai, Singapore and Malaysian Stock Markets

กัลยานี ภาคอด Gallayanee Parkatt ^{1,*}

¹ Ph.D., รองศาสตราจารย์ สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช จังหวัดนนทบุรี ประเทศไทย

¹ Ph.D., Associate Professor, School of Management Science, Sukhothai Thammathirat Open University

Nonthaburi Province, Thailand

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาถึงลักษณะทางฤดูกาลของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เรียกว่า “Month-of-the-Year Effect” ในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน 3 แห่งแรกที่ซื้อขายผ่าน ASEAN Trading Link ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย โดยมีวัตถุประสงค์หลักคือ เพื่อค้นหาเดือนของปีที่ให้อัตราผลตอบแทนตลาดหรือหลักทรัพย์สูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์อาเซียนทั้ง 3 แห่งแรก รวมทั้งศึกษาอัตราผลตอบแทนตลาดเฉลี่ยรายเดือนของตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว การวิจัยครั้งนี้ใช้สมการถดถอยเพื่อค้นหา Month-of-the-Year Effect ในตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย ส่วนอัตราผลตอบแทนตลาดโดยเฉลี่ยใช้ค่าเฉลี่ยเลขคณิตและสถิติเชิงพรรณนาในการอธิบายผลการวิจัยพบว่า มีปรากฏการณ์ของ Month-of-the-Year Effect ในตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย โดยเดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนตลาดสูงกว่าเดือนอื่นคือ เดือนกุมภาพันธ์ (2.88%) และเมษายน (2.42%) ในตลาดหลักทรัพย์ไทย เดือนเมษายน (2.16%) กรกฎาคม (2.95%) และธันวาคม (1.90%) ในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ และเดือนกรกฎาคม (2.48%) และธันวาคม (2.16%) ในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย สำหรับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนอยู่ระหว่าง -0.75 ถึง 2.88%, -2.50 ถึง 2.16% และ -1.39 ถึง 2.48% ในตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์และมาเลเซีย ตามลำดับ

คำสำคัญ: Month-of-the-Year Effect, ตลาดหลักทรัพย์ไทย, ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์, ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

ABSTRACT

This research concentrates on studying the monthly seasonality of market / stock returns, that's so called Month-of-the-Year Effect, in the first three Asean Stock Markets; Thailand, Singapore and Malaysia, traded in terms of ASEAN Trading Link. The main objective of this study is to investigate the-Month-of-the-Year Effect in the Thai, Singapore and Malaysian stock markets. The subsidiary objective is to study the average monthly market returns of the three stock markets. Time-series regression is employed to investigate the month-of-the-year effect in the Thai, Singapore and Malaysian stock markets. Similarly, arithmetic mean and descriptive statistics are used to study the average monthly market returns. The results report that the phenomenon of the month-of-the-year effect appears in the Thai, Singapore, and Malaysian stock markets. February and April show the highest returns in the Thai capital market, with the rate of 2.88% and 2.42% while April, July and December are presented in Singapore and Malaysian stock markets, with the rate of 2.16%, 2.95% and 1.90% in Singapore and 2.48% and 2.16% in Malaysia respectively. For the average monthly market returns, they are in the range of -0.75 - 2.88% in the Thai capital market and -2.50 - 2.16% and -1.39 - 2.48% in Singapore and Malaysian stock markets, respectively.

Keywords: Month-of-the-Year Effect, Thai Stock Market, Singapore Stock Market, Malaysian Stock Market

บทนำ

เดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งงานวิจัยโดยทั่วไปเรียกว่า Month-of-the-Year Effect เป็นลักษณะหรือพฤติกรรมทางฤดูกาลของผลตอบแทนตลาด หรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ที่เดือนใดเดือนหนึ่งของปีมีผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น เดือนดังกล่าวที่งานวิจัยหลายงานวิจัยค้นพบว่ามีผลตอบแทนแตกต่างและสูงกว่าเดือนอื่นคือ เดือนมกราคม (Coutts *et al.*, 2000) ส่วนเดือนอื่น เช่น เดือนกุมภาพันธ์ เมษายน มิถุนายน กรกฎาคม และเดือนธันวาคม ก็เช่นเดียวกันที่พบหลักฐานว่าเป็นเดือนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในปีของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ทั่วโลก (Marrett and Worthington, 2011)

การค้นพบปรากฏการณ์ของ Month-of-the-Year Effect ในตลาดทุนต่างๆ นี้ นักวิชาการยังไม่อาจยืนยันถึงข้อสรุปได้ว่าเกิดจากสาเหตุใด อาจเป็นไปได้ที่เป็นผลจากเทศกาลต่างๆ ในประเทศนั้น เช่น เทศกาลปีใหม่ เทศกาลที่มีวันหยุดติดต่อกันหลายวันหรือเทศกาลทางศาสนา นอกจากนั้นอาจเป็น

ผลจากรอบระยะเวลาของภาษี รอบเวลางบประมาณ และ อื่นๆ ที่สำคัญคือ เมื่อระยะเวลาทำการวิจัยหรือระยะเวลาที่ใช้สำหรับทดสอบปรากฏการณ์นี้เปลี่ยนไป ผลของการค้นพบอาจเปลี่ยนแปลงคือเดือนบางเดือนที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดอาจเปลี่ยนแปลง เหล่านี้ นักวิชาการต่างมองว่าน่าจะเป็นความผิดปกติของตลาด อย่างไรก็ตาม ผู้ลงทุนสามารถใช้ประโยชน์จากปรากฏการณ์ดังกล่าวในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุนสำหรับการซื้อหรือขายหลักทรัพย์หรือการสร้างพอร์ตการลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนตามที่ต้องการ

การวิจัยครั้งนี้มุ่งค้นหา Month-of-the-Year Effect ในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน 3 แห่งแรกที่ซื้อขายผ่าน Asean Trading Link โดยมีเหตุผลคือ เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ตกลงทำความร่วมมือให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างสามตลาดนี้ ซึ่งถือเป็นทางเลือกใหม่ทางเลือกหนึ่งสำหรับผู้ลงทุน และเป็นการขยายผลงานวิจัยของกัลยานี และคณะ (2546) และ พิเชษฐ (2558) ที่ศึกษาพฤติกรรมทางฤดูกาลของผลตอบแทนตลาด รวมทั้งผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ การนำเสนอบทความวิจัยต่อจากนี้จะเป็นวัตถุประสงค์ของการวิจัย ประโยชน์ของการวิจัย การทบทวนวรรณกรรม ระเบียบวิธีการวิจัย ผลการวิจัย อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาลักษณะของผลตอบแทนตลาดของตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย
2. เพื่อค้นหาเดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนตลาดสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย

ประโยชน์ของการวิจัย

1. ตลาดหลักทรัพย์และบริษัทสมาชิกสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นข้อเสนอแนะหรือข้อควรพิจารณาสำหรับการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์
2. ผู้ลงทุนสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุน
3. ผู้ลงทุนสามารถนำผลการวิจัยไปประยุกต์ใช้ในการสร้างหรือจัดการพอร์ตการลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงขึ้น
4. ผู้ลงทุนสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ในการจัดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน
5. นักวิจัย นักวิชาการ และผู้สนใจทั่วไป สามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นพื้นฐานในการทำวิจัย หรือผลงานลักษณะอื่นต่อไป

การทบทวนวรรณกรรม

การศึกษาลักษณะทางฤดูกาลของการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนตลาดหรือผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ปรากฏขึ้นมานานกว่าห้าทศวรรษราวประมาณ ค.ศ.1942 ถึง ค.ศ.2015 โดย Wachtel (1942) ได้พบปรากฏการณ์นี้เป็นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ซึ่งต่อมาได้มีผลงานอีกมากมายที่ค้นหาพฤติกรรมทางฤดูกาลดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์ทั้งในประเทศสหรัฐอเมริกาและมีใช้สหรัฐอเมริกา เช่น ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศแถบยุโรป เอเชีย ออสเตรเลีย แอฟริกา และนิวซีแลนด์ โดยปรากฏการณ์ทางฤดูกาลที่ค้นหามีหลากหลายและแตกต่างกัน เช่น Month-of-the-Year Effect, Day-of-the-Week Effect, Turn-of-Year Effect, Weekend Effect และ Pre-Holiday Effect เป็นต้น

จากปรากฏการณ์ข้างต้นมีนักวิจัยเกือบทั่วโลกให้ความสนใจในการศึกษาคือ “Month-of-the-Year Effect” เป็นปรากฏการณ์ที่ผลตอบแทนตลาดหรือหลักทรัพย์ในบางเดือนสูงกว่าผลตอบแทนในเดือนอื่นที่เหลืออีก 11 เดือน ในช่วงเวลาเดียวกัน Month-of-the-Year Effect ที่รู้จักกันอย่างแพร่หลายคือ January Effect การพบปรากฏดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์อาจถือเป็นประเด็นสำหรับตลาดและนักลงทุน โดยอาจกล่าวได้ว่าตลาดหลักทรัพย์น่าจะอยู่ในลักษณะของตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ เพราะถ้าตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพแล้ว ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ได้อย่างรวดเร็ว นักลงทุนไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้ ดังนั้น หาก Month-of-the-Year Effect ปรากฏอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุนอาจสามารถใช้ประโยชน์จากปรากฏการณ์ดังกล่าว เพื่อออกแบบและสร้างพอร์ตการลงทุนให้ได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้นได้ การศึกษา Month-of-the-Year Effect ในช่วงแรกจะเป็นการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ดังเช่น ผลการศึกษาของ Rozeff และ Kinney (1976), Dyl (1977), Brown *et al.*, (1983), Gultekin และ Gultekin (1983), Keim (1983), Roll (1983) และ Reinganum (1983) ซึ่งพบว่าเดือนมกราคมเป็นเดือนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น หรือที่กล่าวว่ามีปรากฏการณ์ January Effect ในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา

ในช่วงระยะเวลาต่อมาจนถึงปัจจุบัน (2015) นักวิชาการหรือนักวิจัยจากประเทศต่างๆ ในแถบยุโรป เอเชีย ออสเตรเลีย นิวซีแลนด์ และแอฟริกา ยังให้ความสนใจถึงพฤติกรรมทางฤดูกาล Month-of-the-Year Effect และพบว่าปรากฏการณ์ดังกล่าวมิได้เกิดขึ้นเฉพาะเดือนมกราคม แต่ปรากฏในเดือนอื่นด้วย เช่น Brailsford และ Easton (1991) และ Marrett และ Worthington (2011) พบ July Effect ในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย Brailsford (1993) พบ April Effect ในตลาดหลักทรัพย์นิวซีแลนด์ Menyah (1999) พบ April Effect สำหรับบริษัทขนาดเล็กในตลาดหลักทรัพย์อังกฤษ Pandey (2002) พบ March, July และ October Effects ในตลาดหลักทรัพย์อินเดีย Van (2003) พบ December Effect ในตลาดหลักทรัพย์เนเธอร์แลนด์ Lei และ Kling (2005) พบ February Effect ในตลาดหลักทรัพย์จีน และ Alagidede และ Panagiotidis (2006) พบ April Effect ในตลาดหลักทรัพย์กานา อย่างไรก็ตาม นักวิจัยหลายๆ ท่านก็ยังยืนยันว่า January Effect เป็นลักษณะทางฤดูกาลของผลตอบแทนที่คงปรากฏอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ (Ho, 1990; Schwert, 2003; Rozenberg, 2004 และ Moosa, 2007)

สำหรับประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย นั้น ปรากฏการณ์ของ Month-of-the-Year Effect ได้ปรากฏในตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองลักษณะคือ January Effect และเดือนอื่นบางเดือนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนที่เหลืออีก 11 เดือน เช่น ผลการศึกษาของ Ding และ Charoenwong (1996) พบหลักฐานของ January Effect ในตลาดหลักทรัพย์ไทยระหว่างปี พ.ศ. 2523 ถึงปี พ.ศ. 2531 ในทำนองเดียวกัน Tangjitporn (2011) ก็พบ January และ December Effects ในตลาดหลักทรัพย์ไทย ระหว่างปี ค.ศ. 1988 ถึงปี ค.ศ. 2009 ส่วน Chan *et al.* (1996) พบ January และ December Effects ในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และมาเลเซีย ในขณะที่ Giovanis (2009) พบ January Effect ในตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย ในช่วงเวลาปี ค.ศ. 1997 ถึง 31 ธันวาคม ค.ศ. 2008

การศึกษาลักษณะทางฤดูกาลของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ยังเป็นที่นิยมแพร่หลายสำหรับนักวิจัยและนักวิชาการ แม้ว่าในบางครั้งไม่ปรากฏหลักฐานทางฤดูกาลดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์ เช่น ผลการศึกษาของ Chan *et al.* (1996) และของ กัลยานี และคณะ (2546) ที่ไม่พบ Month-of-the-Year Effect ในตลาดหลักทรัพย์ไทย

ระเบียบวิธีการวิจัย

ข้อมูลสำหรับการวิจัยครั้งนี้เก็บรวบรวมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ประกอบด้วย ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย ได้แก่ SETI, STI และ KLCI ระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ. 2544 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2557 รวม 168 เดือน ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ครอบคลุมภาวะเศรษฐกิจในประเทศไทยทั้งระยะฟื้นตัวลงที่ และถดถอย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ และมาเลเซีย มีลักษณะทั้งตลาดขาขึ้น และตลาดถดถอย การวิจัยดำเนินการเป็นลำดับดังนี้

1. คำนวณผลตอบแทนตลาดรายเดือนจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย โดย (ดังสมการที่ (1))

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

เมื่อ R_t หมายถึง ผลตอบแทนตลาด ณ เวลา t

$\ln$ หมายถึง การใช้ Log เพื่อความต่อเนื่องของข้อมูลและลดปัญหาของขนาดของดัชนีตลาดหลักทรัพย์

M_t และ M_{t-1} หมายถึง ดัชนีตลาดหลักทรัพย์สำหรับเดือนที่ t และ $t - 1$

2. หาค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ของอัตราผลตอบแทนตลาดที่คำนวณได้ตามข้อ 1 ผลการคำนวณแสดงได้ดังตารางที่ 1 - 3

3. ใช้สมการถดถอยในลักษณะอนุกรมเวลาหรือ Time-Series Regression เพื่อค้นหาเดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น (Month-of-the-Year Effect) ส่วนการแก้ไขส่วนเบี่ยงเบน กัลยานี ภาคอัด

มาตรฐานของสัมประสิทธิ์ใช้วิธีของ Newey-West Standard Error ซึ่งคำนึงถึงปัญหาของความไม่คงที่ของความแปรปรวนในตัวแปรสุ่มตลาดเคลื่อน (Heteroskedasticity) และความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรสุ่มตลาดเคลื่อน (Autocorrelation) แล้วการใช้สมการถดถอยดังกล่าว เป็นวิธีที่เรียบง่ายและนักวิจัยหลายท่านได้ใช้จนถึงปัจจุบัน เช่น Chia และ Liew (2012) และ Marrett และ Worthington (2011) แสดงดังสมการที่ (2) และ ผลของสมการถดถอยแสดงได้ดังตารางที่ 4 - 6

$$R_t = \sum_{j=1}^{12} \alpha_j D_{jt} + e_t \quad (2)$$

เมื่อ	R_t	=	อัตราผลตอบแทนรายเดือนของตลาดในเดือน t
	D_{jt}	=	ตัวแปรหุ่นที่มีค่าเป็น 1 สำหรับเดือนที่ j และมีค่าเป็น 0 ในเดือนอื่นๆ
	α_j	=	ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น ซึ่งวัดผลตอบแทนรายเดือนจากเดือนมกราคมถึงเดือนธันวาคม
	e_t	=	ค่าความคลาดเคลื่อน

สมมติฐานของการทดสอบคือ

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

$$H_1 : \text{อย่างน้อย } \alpha \text{ หนึ่งตัว } \neq 0$$

ผลการวิจัย

ผลการวิจัยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ 1) ผลการคำนวณอัตราผลตอบแทนตลาด และ 2) ผลของสมการถดถอย อธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

1. ผลการคำนวณอัตราผลตอบแทนตลาด อัตราผลตอบแทนตลาดเฉลี่ยรายเดือน (Average) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (STDV) มัธยฐาน (Median) สูงสุด (Max) ต่ำสุด (Min) และเปอร์เซ็นต์ไทล์ (Percentile) ที่ 10 และ 90 ของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย แสดงได้ดังตารางที่ 1 - 3

ตารางที่ 1 : สถิติเชิงพรรณนาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2544 – 2557

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)								
Month	Average	STDV	Median	Max	Min	Percentile (0.1)	Percentile (0.9)	Skewness
Jan	1.3991	8.6923	0.9131	21.2034	-9.9671	-8.3651	10.0255	0.7419
Feb	2.8792	3.7690	3.4854	8.7028	-2.4665	-2.3540	7.3443	-0.2188
Mar	-0.7552	5.7856	0.2846	8.8321	-10.7892	-9.6241	5.2298	-0.4522
Apr	2.4222	3.9590	2.6717	13.0581	-3.3740	-2.4119	4.5592	1.1763
May	1.2630	5.9681	0.0999	13.0820	-7.9705	-5.8206	8.8194	0.4059
Jun	1.1999	6.1036	1.9151	13.4206	-8.1256	-6.5397	6.3016	0.1246
Jul	0.8830	6.2717	1.5324	10.1483	-12.7891	-6.6402	8.0534	-0.6578
Aug	1.2359	6.2131	1.7580	11.9778	-9.4896	-5.7041	9.2967	0.0647
Sep	-0.7051	9.4617	3.3683	9.3214	-19.1669	-14.9887	7.1684	-0.9969
Oct	-0.6241	11.2067	0.4705	9.9340	-35.9188	-5.4074	7.2852	-2.6397
Nov	0.6307	4.1222	1.4715	9.5380	-6.9412	-4.6475	3.7950	0.0744
Dec	2.4303	7.0057	2.2146	17.8333	-8.3522	-5.9875	9.9151	0.5230

ตารางที่ 2 : สถิติเชิงพรรณนาของตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ พ.ศ. 2544 – 2557

ตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ (SGX)								
Month	Average	STDV	Median	Max	Min	Percentile (0.1)	Percentile (0.9)	Skewness
Jan	0.6308	6.5366	2.0854	9.5831	-15.5183	-5.1370	7.9610	-0.9926
Feb	-0.7013	3.5298	-0.0937	2.9615	-9.0804	-5.0496	2.8160	-1.1513
Mar	0.8897	5.1625	1.6057	6.3830	-15.1166	-1.2998	4.9415	-2.4676
Apr	2.1639	3.7679	2.5264	12.1849	-4.4132	-1.0193	4.3784	1.0968
May	-0.2462	7.0933	-1.1649	19.3002	-9.0897	-7.5801	4.9109	1.5575
Jun	0.2485	4.4160	1.5942	7.0744	-7.9871	-6.6570	3.9987	-0.7103
Jul	2.9537	4.3815	2.5621	13.0810	-3.5653	-2.2233	7.0090	0.6568
Aug	-2.4968	3.4836	-1.9634	2.5574	-10.0174	-6.5391	1.4694	-0.6173
Sep	-1.5483	8.4217	1.6254	8.8327	-20.4607	-13.3607	4.7558	-1.1861
Oct	0.0686	8.5493	1.3920	7.8935	-27.3640	-2.9780	6.2355	-2.8159
Nov	0.1227	4.3778	0.5501	7.7822	-7.7678	-5.3727	4.5661	-0.2187
Dec	1.8974	3.3688	1.7697	9.3591	-3.6966	-1.8025	5.6346	0.5479

ตารางที่ 3 : สถิติเชิงพรรณนาของตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย พ.ศ. 2544 – 2557

ตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย (MYX)								
Month	Average	STDV	Median	Max	Min	Percentile (0.1)	Percentile (0.9)	Skewness
Jan	1.0801	3.6079	0.9219	8.1521	-3.7031	-3.5830	5.7496	0.4680
Feb	0.3040	2.6893	0.6063	7.1047	-2.7404	-2.5905	2.7120	1.1477
Mar	-0.0484	4.6268	1.2105	6.4445	-9.1318	-7.1245	4.0424	-0.8456
Apr	1.0336	5.4948	1.5674	12.7032	-10.2331	-5.6099	5.5758	-0.1470
May	-0.2058	3.6651	-0.0974	6.3147	-6.8045	-4.2679	4.5602	0.1037
Jun	0.6266	2.8270	1.1448	3.4501	-7.2742	-1.9836	3.1108	-1.8103
Jul	2.4794	3.7763	1.8582	10.6153	-1.9987	-1.5358	7.8178	0.9626
Aug	-0.8995	3.8287	-0.5015	4.4248	-7.5408	-6.4060	3.8187	-0.3556
Sep	-1.3885	5.1612	0.2018	4.7798	-11.0392	-9.9354	2.7755	-0.9890
Oct	1.4737	6.1994	2.1694	10.8027	-16.5142	-2.3067	6.7846	-1.8173
Nov	0.1888	4.1942	-1.2608	8.9341	-4.7416	-4.4348	6.2537	0.9536
Dec	2.1576	2.7916	2.0530	8.7109	-3.3302	-0.6266	4.4867	0.4111

จากตารางที่ 1 จะเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอัตราผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยอยู่ระหว่าง -0.76 ถึง 2.88% โดยผลตอบแทนสูงสุดอยู่ในเดือนกุมภาพันธ์ รองลงมาคือ เดือนธันวาคม และเดือนเมษายน ส่วนผลตอบแทนต่ำสุด ปรากฏในเดือนมีนาคม ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและค่ากลางอยู่ระหว่าง 3.77 ถึง 11.21% และ 0.10 ถึง 3.49% ตามลำดับ และข้อมูลมีลักษณะเบ้ หากพิจารณาอัตราผลตอบแทนรายเดือนสูงสุด ต่ำสุด แล้ว เดือนมกราคมเป็นเดือนที่แสดงผลตอบแทนสูงสุดประมาณ 21.20% เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนสูงสุดของเดือนอื่น ในทางตรงกันข้ามเดือนตุลาคมเป็นเดือนที่ให้ผลตอบแทนต่ำสุดราว -35.92% เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่ำสุดของเดือนอื่น ส่วนเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 10 และ 90 แสดงค่าอัตราผลตอบแทนที่อยู่ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ปรากฏในแต่ละเดือนอีกร้อยละ 10 และ 90 ซึ่งหากเปรียบเทียบเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 10 และ 90 ของแต่ละเดือนแล้วจะพบว่า เดือนกันยายนเป็นเดือนที่มีอัตราผลตอบแทนรายเดือนต่ำที่สุด ในขณะที่เดือนมกราคมแสดงผลตอบแทนสูงสุด

ในกรณีตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ ตามตารางที่ 2 ให้ข้อมูลว่าอัตราผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยอยู่ระหว่าง -2.50 ถึง 2.95% โดยเดือนกรกฎาคมเป็นเดือนที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด รองลงมาคือ เดือนเมษายน และเดือนธันวาคม เดือนที่แสดงผลตอบแทนต่ำที่สุดคือ เดือนสิงหาคม ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและค่ากลางของผลตอบแทนอยู่ระหว่าง 3.37 ถึง 8.55% และ -1.96 ถึง 2.56% ตามลำดับ ข้อมูลโดยทั่วไปอยู่ในลักษณะเบ้ซ้าย เมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนรายเดือนสูงสุดต่ำสุดพบว่า เดือนพฤษภาคมเป็นเดือนที่มีอัตราผลตอบแทนรายเดือนสูงสุดประมาณ 19.30% ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนสูงสุดของเดือนอื่น ส่วนเดือนที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่ำสุดของเดือนอื่นคือ เดือนตุลาคม ผลตอบแทนรายเดือนประมาณ

-27.36% จากค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 10 และ 90 อาจกล่าวได้ว่าเดือนกันยายนเป็นเดือนที่มีอัตราผลตอบแทนรายเดือนต่ำที่สุด ในขณะที่เดือนมกราคมแสดงผลตอบแทนสูงสุด

สำหรับตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย ตามตารางที่ 3 พบว่า อัตราผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยอยู่ระหว่าง -1.39 ถึง 2.48% โดยผลตอบแทนสูงสุดอยู่ในเดือนกรกฎาคม รองลงมาคือ เดือนธันวาคมและเดือนตุลาคม ส่วนผลตอบแทนต่ำสุดปรากฏในเดือนกันยายน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและค่ากลางของผลตอบแทนอยู่ระหว่าง 2.69 ถึง 6.20% และ -1.2 ถึง 2.77% ตามลำดับ โดยทั่วไปข้อมูลอยู่ในลักษณะเบ้ขวา หากพิจารณาอัตราผลตอบแทนรายเดือนสูงสุด ต่ำสุดแล้ว เดือนเมษายนเป็นเดือนที่มีผลตอบแทนสูงสุดประมาณ 12.70% เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนสูงสุดของเดือนอื่นในทางตรงกันข้ามเดือนตุลาคมเป็นเดือนที่มีผลตอบแทนต่ำที่สุดคือ -16.51% เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่ำสุดของเดือนอื่น โดยคำนึงถึงค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 10 และ 90 ของแต่ละเดือน อาจกล่าวได้ว่าเดือนกันยายนเป็นเดือนที่มีอัตราผลตอบแทนรายเดือนต่ำที่สุด ในขณะที่เดือนกรกฎาคมแสดงผลตอบแทนสูงสุด

โดยภาพรวมเมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนรายเดือนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ และประเทศมาเลเซียแล้ว จะเห็นได้ว่า อัตราผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยอยู่ในช่วงใกล้เคียงกันคือ ประมาณ -2 ถึง 3% เดือนที่มีอัตราผลตอบแทนรายเดือนสูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนสูงสุดของเดือนอื่นคือ เดือนมกราคม ประมาณ 21.20% (SET) เดือนพฤษภาคมประมาณ 19.30% (SGX) และเดือนเมษายนประมาณ 12.70% (MYX) ส่วนเดือนที่ให้อัตราผลตอบแทนรายเดือนต่ำที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่ำสุดของเดือนอื่นเป็นเดือนเดียวกันในทั้งสามตลาดคือ เดือนตุลาคมประมาณ -35.92%, -27.36% และ -16.51% ตามลำดับค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 10 และ 90 ที่อาจเป็นค่าตัวแทนที่แสดงอัตราผลตอบแทนต่ำสุดและสูงสุดได้ของทั้งสามตลาด แสดงว่าเดือนกันยายนเป็นเดือนที่มีผลตอบแทนต่ำสุดในขณะที่เดือนมกราคมเป็นเดือนที่มีผลตอบแทนสูงสุดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสิงคโปร์ ส่วนประเทศมาเลเซียเป็นเดือนกรกฎาคม

2. ผลของสมการถดถอย ผลของสมการถดถอยเพื่อศึกษาเดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศมาเลเซีย แสดงได้ดังตารางที่ 4 - 6

ตารางที่ 4 : ผลของสมการถดถอยสำหรับเดือนของปีที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: พ.ศ. 2544 - 2557

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
JAN	1.3991	2.3231	0.6023	0.5479
FEB	2.8792	1.0073	2.8584	0.0048
MAR	-0.7552	1.5463	-0.4884	0.6260
APR	2.4222	1.0581	2.2893	0.0234
MAY	1.2630	1.5950	0.7918	0.4297
JUN	1.1999	1.6313	0.7355	0.4631
JUL	0.8830	1.6762	0.5268	0.5991
AUG	1.2359	1.6605	0.7443	0.4578
SEP	-0.7051	2.5287	-0.2788	0.7807
OCT	-0.6241	2.9951	-0.2084	0.8352
NOV	0.6307	1.1017	0.5725	0.5678
DEC	2.4303	1.8724	1.2980	0.1962

แสดงในลักษณะของสมการ (ตั้งสมการที่ (3)) ได้ดังนี้

$$\begin{aligned}
 R_t = & 1.40D_1 + 2.88D_2 - 0.76D_3 + 2.42D_4 + 1.26D_5 + 1.20D_6 + 0.88D_7 \\
 & (0.6023) \quad (2.8584) \quad (-0.4884) \quad (2.2893) \quad (0.7918) \quad (0.7355) \quad (0.5268) \\
 & + 1.24D_8 + 0.71D_9 - 0.62D_{10} + 0.63D_{11} + 2.43D_{12} + \varepsilon_t \\
 & (0.7443) \quad (-0.2788) \quad (-0.2084) \quad (0.5725) \quad (1.2980)
 \end{aligned} \quad (3)$$

$$R^2 = 0.0305$$

ตารางที่ 5 : ผลของสมการถดถอยสำหรับเดือนของปีที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์: พ.ศ. 2544 - 2557

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสิงคโปร์ (SGX)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
JAN	0.6308	1.7470	0.3611	0.7185
FEB	-0.7013	0.9434	-0.7434	0.4584
MAR	0.8897	1.3797	0.6448	0.5200
APR	2.1639	1.0070	2.1489	0.0332
MAY	-0.2462	1.8958	-0.1299	0.8968
JUN	0.2485	1.1802	0.2105	0.8335
JUL	2.9537	1.1710	2.5223	0.0127
AUG	-2.4968	0.9310	-2.6817	0.0081
SEP	-1.5483	2.2508	-0.6879	0.4925
OCT	0.0686	2.2849	0.0300	0.9761
NOV	0.1227	1.1700	0.1049	0.9166
DEC	1.8974	0.9003	2.1075	0.0367

แสดงในลักษณะของสมการ (ตั้งสมการที่ (4)) ได้ดังนี้

$$R_t = 0.63D_1 - 0.70D_2 + 0.89D_3 + 2.16D_4 - 0.25D_5 + 0.24D_6 + 2.95D_7 \\ (0.3611) \quad (-0.7434) \quad (0.6448) \quad (2.1489) \quad (-0.1299) \quad (0.2105) \quad (2.5223) \\ - 2.50D_8 - 1.55D_9 + 0.07D_{10} + 0.12D_{11} + 1.90D_{12} + \varepsilon_t \\ (-2.6817) \quad (-0.6879) \quad (0.0300) \quad (0.1049) \quad (2.1075) \quad (4)$$

$$R^2 = 0.0704$$

ตารางที่ 6 : ผลของสมการถดถอยสำหรับเดือนของปีที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย
มาเลเซีย: พ.ศ. 2544 – 2557

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (MYX)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
JAN	1.0801	0.9642	1.1201	0.2644
FEB	0.3040	0.7188	0.4230	0.6729
MAR	-0.0484	1.2366	-0.0391	0.9688
APR	1.0336	1.4686	0.7038	0.4826
MAY	-0.2058	0.9795	-0.2101	0.8339
JUN	0.6266	0.7555	0.8294	0.4082
JUL	2.4794	1.0092	2.4567	0.0151
AUG	-0.8995	1.0233	-0.8791	0.3807
SEP	-1.3885	1.3794	-1.0066	0.3157
OCT	1.4737	1.6569	0.8895	0.3751
NOV	0.1888	1.1209	0.1685	0.8664
DEC	2.1576	0.7461	2.8919	0.0044

แสดงในลักษณะของสมการ (ตั้งสมการที่ (5)) ได้ดังนี้

$$R_t = 1.08D_1 + 0.30D_2 - 0.05D_3 + 1.03D_4 - 0.21D_5 + 0.63D_6 + 2.48D_7 \\ (1.1201) \quad (0.4230) \quad (-0.0391) \quad (0.7038) \quad (-0.2101) \quad (0.8294) \quad (2.4567) \\ - 0.90D_8 - 1.39D_9 + 1.47D_{10} + 0.19D_{11} + 2.16D_{12} + \varepsilon_t \\ (-0.8791) \quad (-1.0066) \quad (0.8895) \quad (0.1685) \quad (2.8919) \quad (5)$$

$$R^2 = 0.0691$$

จากข้อมูลในตารางที่ 4 - 6 แสดงให้เห็นว่ามีปรากฏการณ์ของเดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น หรือ Month-of-the-Year Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศมาเลเซีย ในช่วงระยะเวลาที่ทำการวิจัยคือ มกราคม พ.ศ. 2544 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2557 กล่าวคือ เดือนกุมภาพันธ์และเดือนเมษายน เป็นเดือนที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ประมาณ 2.88% และ 2.42%) ในขณะที่เดือนกรกฎาคม และเดือน

ธันวาคม ปรากฏในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย (2.48% และ 2.76%) ส่วนตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ พบทั้งปรากฏการณ์ของ Month-of-the-Year Effect และ Negative Effect ในช่วงเวลา พ.ศ. 2544 - พ.ศ. 2557 โดยเดือนเมษายน เดือนกรกฎาคม และเดือนธันวาคม เป็นเดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น (ประมาณ 2.16% 2.95% และ 1.90% ตามลำดับ) และเดือนสิงหาคมเป็นเดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าเดือนอื่น (-2.50%)

อภิปรายผลการวิจัย

ผลการวิจัยข้างต้นสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ding และ Charoenwong (1996) และ Tangjitporm (2011) ที่พบหลักฐานของ January Effect และ December Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้ง Chan *et al.* (1996) ที่พบ January Effect และ December Effect ในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์และมาเลเซีย และ Giovanis (2009) ที่พบ January Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศมาเลเซีย นอกจากนี้ผลการวิจัยยังสอดคล้องกับผลการวิจัยของประเทศในแถบยุโรป สหรัฐอเมริกา และออสเตรเลีย ที่พบหลักฐานของ Month-of-the-Year Effect ในตลาดหลักทรัพย์ เช่น Menyah (1999) พบ April Effect ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอังกฤษ Moosa (2007) พบ January Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสหรัฐอเมริกา และ Marrett และ Worthington (2011) พบ April, July และ December Effects ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศออสเตรเลีย

จากการพบหลักฐานของ Month-of-the-Year Effect ในตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย โดยเฉพาะประเทศไทยนั้นอาจเป็นไปได้ที่อาจอยู่ในเทศกาลประจำปีของประชาชนไทยและจีนที่อาศัยอยู่ในประเทศไทย เช่น ในเดือนกุมภาพันธ์อาจอธิบายได้ว่า เป็นช่วงเทศกาลปีใหม่ในเดือนมกราคม และเทศกาลตรุษจีน ซึ่งอาจอยู่ในช่วงปลายเดือนมกราคมหรือเดือนกุมภาพันธ์ ประกอบกับหลายธุรกิจมีการจ่ายโบนัสประจำปี จึงเป็นผลให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยในภาวะคึกคัก สภาพคล่องค่อนข้างสูง จึงเป็นไปได้ที่เดือนกุมภาพันธ์เป็นเดือนหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่น

ส่วนการพบหลักฐานของเดือนเมษายนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นด้วยนั้น ก็อาจเป็นไปได้ที่ว่าเป็นเทศกาลใหญ่ของคนไทยอีกครั้งคือ เทศกาลสงกรานต์หรือปีใหม่ไทย มีวันหยุดฉลองเทศกาลยาว ประชาชน / ผู้ลงทุนมีความสุขประกอบกับระยะเวลาได้ผ่านไตรมาสที่ 1 เข้าสู่ไตรมาสที่ 2 ซึ่งทั้งธุรกิจและผู้ลงทุนต่างมีความชัดเจนในภาวะเศรษฐกิจ ภาวะตลาดหุ้น และนโยบายของรัฐบาล รวมทั้งสถานการณ์ของต่างประเทศ ซึ่งน่าจะเป็นไปในทางบวก จึงเป็นผลให้ตลาดหุ้นไทยอยู่ในภาวะคึกคัก มูลค่าการซื้อขายเพิ่มขึ้น เป็นผลให้เดือนเมษายนเป็นเดือนหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในปีเดียวกัน

สำหรับการพบหลักฐานของเดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นของประเทศเพื่อนบ้านอย่างประเทศสิงคโปร์ และมาเลเซียนั้น เนื่องจากเป็นประเทศในเอเชียเช่นเดียวกับประเทศไทย การมีวัฒนธรรม ความเชื่อทางศาสนา หรือเทศกาลอื่นๆ อาจมีความคล้ายคลึงกัน ดังนั้น อาจเป็นไปได้ว่าเดือนเหล่านั้นอยู่ในช่วงเทศกาล หรือเกี่ยวกับศาสนา หรือรอบระยะเวลาภาษี ซึ่งนักวิชาการหรือนักวิจัยอาจทำการวิจัยในครั้งต่อไป

ข้อเสนอแนะ

การพัฒนาและขยายงานวิจัยเป็นสิ่งสำคัญยิ่งสำหรับนักวิจัยและนักวิชาการที่จะนำข้อค้นพบหรือนวัตกรรม จากผลการวิจัยมาสร้างองค์ความรู้ใหม่ให้เพิ่มขึ้น หรือนำไปประยุกต์ใช้ในการดำเนินงาน เพื่อก่อให้เกิดผลงานหรือสิ่งประดิษฐ์ใหม่ สำหรับการวิจัยเรื่องเดือนของปีที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเดือนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย ก็เช่นกัน นักวิจัยหรือนักวิชาการสามารถขยายงานวิจัยสู่งานวิจัยใหม่ได้อย่างน้อย 4 ประเด็นคือ 1) สามารถขยายกลุ่มตัวอย่างเพื่อค้นหาพฤติกรรมทางฤดูกาลของประเทศในกลุ่มประชาคมอาเซียน 2) สามารถใช้กลุ่มตลาดหลักทรัพย์อาเซียน 3 ประเทศเดิม แต่ค้นหาลักษณะทางฤดูกาลประเภทอื่น เช่น Day-the-Week Effect, Holiday Effect หรือ December Effect เป็นต้น 3) สามารถค้นหาลักษณะทางฤดูกาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดเอ็ม เอ ไอ โดยกำหนดระยะเวลาในช่วงที่มีเหตุการณ์สำคัญ พร้อมเพิ่มตัวแปรควบคุมเพื่อยืนยันผลของการเกิดลักษณะทางฤดูกาล และ 4) สามารถทดสอบเพื่อค้นหาหรือยืนยันถึงสาเหตุของการเกิดลักษณะทางฤดูกาลของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่างๆ เหล่านี้ล้วนเป็นงานวิจัยที่ก่อให้เกิดผลของการวิจัยใหม่ขึ้น

รายการอ้างอิง

- กัลยานี ภาคอัฐ; ชยงการ ภมรมาศ และโยธิน ทวีกิตติกุล. 2546. Month-of-the-Year Effect and Day-of-the-Week Effect ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารพาณิชยศาสตร์บริหารปริทรรศน์. ปีที่ 2. ฉบับที่ 1. 49 – 61.
- พิเชษฐ์ ลิทธิโชคสกุลชัย. 2558. วันในสัปดาห์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับบัณฑิตศึกษา. สาขาวิชาวิทยาการจัดการ ครั้งที่ 2. มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.
- Alagidede, Paul. and Panagiotidis, Theodore. 2006. Calendar Anomalies in the Ghana Stock Exchange. **Journal of Emerging Market Finance**. Vol. 8. No. 1. 1 – 23.
- Brailsford, Tim. 1993. Seasonality and Institutional Factors in New Zealand Equity Market. **Pacific Accounting Review**. Vol. 5. 1 – 26.
- Brailsford, Tim and Easton, Stephen. 1991. Seasonality in Australian Share Price Indices between 1936 and 1957. **Accounting and Finance**. Vol. 31. Issue 2. 69 – 85.
- Brown, Philip; Kleidon, Allan W. and Marsh, Terry A. 1983. New Evidence on the Nature of Size-related Anomalies in Stock Prices. **Journal of Financial Economics**. Vol. 12. Issue 1. 33 – 56.

- Chan, M. W. L.; Khanthavit, Anya and Thomas, Hugh. 1996. Seasonality and Cultural Influences on Four Asian Stock Markets. **Asia Pacific Journal of Management**. October. Vol. 13. Issue 2. 1 – 24.
- Chia, Ricky Chee-Jiun, and Liew, Venus Khim-Sen. 2012. Month-of-the-Year and Symmetrical Effects in the Nikkei 225. **Journal of Business and Management**. Vol. 3. Issue 2. 68 – 72.
- Coutts, Andrew; Kaplanidis, Christos and Roberts, Jennifer. 2000. Security Price Anomalies in an Emerging Market : The Case of the Athens Stock Exchange. **Applied Financial Economics**. Vol. 10. Issue 5. 561 – 571.
- Ding, David K.; and Charoenwong, Charlie. 1996. A Simultaneous Study of the Size, Earnings / Price and January Effects in the Stock Markets of Taiwan, Korea and Thailand. **Advances in Pacific Basin Financial Markets**. Vol. 2. 253 – 272.
- Dyl, Edward A. 1977. Capital Gains Taxation and Year-End Stock Market Behavior. **Journal of Finance**. Vol. 32. No. 1. 165 – 175.
- Giovanis, Eleftherios. 2009. Calendar Effects in Fifty-Five Stock Market Indices. **Global Journal of Finance and Management**. Vol. 1. No. 2. 75 – 98.
- Gultekin, Mustafa N. and Gultekin, N. Bulent. 1983. Stock Market Seasonality: International Evidence. **Journal of Financial Economics**. Vol. 12. Issue 4. 469 – 481.
- Ho, Yan-Ki. 1990. Stock Return Seasonalities in Asia Pacific Markets. **Journal of International Financial Management and Accounting**. Vol. 2. Issue 1. 47 – 77.
- Keim, Donald B. 1983. Size Related Anomalies and Stock Returns Seasonality: Further Empirical Evidence. **Journal of Financial Economics**. Vol. 12. 13 – 32.
- Lei, Gao and Kling Gerhard. 2005. Calendar Effects in Chinese Stock Market. **Annals of Economics and Finance**. Vol. 6. 75- 88.
- Marrett, George and Worthington, Andrew. 2011. The Month-of-the-year effect in the Australian Stock Market: A Short Technical Note on the Market. Industry and Firm Size Impacts. **Australian Accounting, Business and Finance Journal**. Vol. 5 No. 1. 117 – 123.
- Menyah, Kojo. 1999. New Evidence on the Impact of Size and Taxation on the Seasonality of UK Equity Returns. **Review of Financial Economics**. Vol. 8. Issue 1. 11 – 24.
- Moosa, Imad. 2007. The Vanishing January Effect. **International Research Journal of Finance and Economics**. Vol. 7. 92 – 103.
- Pandey, Indra M. 2002. Is There Seasonality in the Sensex Monthly Returns? IIMA Working Papers 2002-09-08. Indian Institute of Management Ahmedabad. Research and Publication Department.

- Reinganum, Marc R. 1983. The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January: Empirical Tests for Tax – Loss Selling Effects. **Journal of Financial Economics**. Vol. 12. Issue 1. 89 – 104.
- Roll, Richard. 1983. Was ist Das? The Turn of the Year Effect and the Return Premium of Small Firms. **Journal of Portfolio Management**. Vol. 9. 18 – 28.
- Rozeff, Michael S. and Kinney, Jr. William R. 1976. Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns. **Journal of Financial Economics**. Vol. 3. Issue 4. 379 – 402.
- Rozenberg, Menahem. 2004. The Monthly Effect in Stock Returns and Conditional Heteroscedasticity. **The American Economist**. Vol. 48. No. 2. 67 – 73.
- Schwert, G. William. 2003. “Anomalies and Market Efficiency”. In G.M. Constantinides & M. Harris & R. M. Stulz (eds). **Handbook of the Economics of Finance**. Vol. 1. Chapter 15. Elsevier. 939-974.
- Tangjitporm Nopphon. 2011. The Calendar Anomalies of Stock Return in Thailand. **Journal of Modern Accounting and Auditing**. Vol. 7. No. 6. 565 – 577.
- Van Der Sar, Nico L. 2003. Calendar Effects on the Amsterdam Stock Exchange. **De Economist**. Vol. 151. Issue 3. 271 – 292.
- Wachtel, Sidney B. 1942. Certain Observations on Seasonal Movements in Stock Prices. **The Journal of Business of the University of Chicago**. Vol. 15. No. 2. 184 – 193.

เอกสารอ้างอิงจากภาษาไทยเป็นภาษาอังกฤษ (Translated Thai References)

- Gallayanee Parkatt; Chayongkarn Pamornmas and Yothin Taweekittikul. 2003. Month-of-the-Year Effect and Day-of-the-Week Effect in the Stock Exchange of Thailand. **Journal of Commerce – Burapha Review**. Vol. 2. No. 1. 49 – 61. (In Thai)
- Pichet Sittichoksakunchai. 2015. Day-of-the-Week Effect in the Market for Alternative Investment. **The Second Graduate Research Conference in School of Management Science, Sukhothai Thammathirat Open University**. Sukhothai Thammathirat Open University. (In Thai)