

อิทธิพลของวันหยุดต่อตลาดหลักทรัพย์ในประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา

Pre and Post-Holiday Effects: Evidence from Developed Countries and Developing Countries Stock Markets

กชกร เจริญยิ่ง¹ อรพรรณ นาคสุริยวงษ์² อัจฉรา คำปา³ อธิเมศร์ เชษฐธีระพัชร^{4*}
สุจรรย์พิน สุวรรณพรรณ⁵

Kotchakorn Charoenying¹, Oraphan Naksuriyawong², Atchara Champa³, Athimet Chetteeraphat^{4*},
Suchanphin Suwanaphan⁵

ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

Department of Finance, Faculty of Business Administration, Chiang Mai University

E-mail: aphichet.c@cmu.ac.th

Corresponding Author *

Received: March 18,2020; Revised: May 25,2020; Accepted: July 31, 2020

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความผิดปกติของตลาดช่วงก่อนวันหยุดและหลังวันหยุดที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่างในประเทศที่พัฒนาแล้ว และประเทศที่กำลังพัฒนา ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษารวบรวมจากกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว 10 ประเทศ และกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา 10 ประเทศ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 – 2560 โดยงานวิจัยนี้วิเคราะห์ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของประเทศพัฒนาแล้ว และประเทศกำลังพัฒนา เพื่อทดสอบอิทธิพลของวันหยุดภายใต้สมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด โดยจากผลการศึกษาพบว่าประเทศกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมอย่างมีนัยสำคัญในช่วงก่อนวันหยุด 2 วัน (t-2) จนถึงภายหลังวันหยุด 4 วัน (t+4) อีกทั้งพบว่าประเทศที่พัฒนาแล้วจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงก่อนวันหยุด 2 (t-2) แต่ไม่พบที่ระดับนัยสำคัญในช่วงภายหลังวันหยุด ขณะที่ประเทศที่กำลังพัฒนานั้นจะพบอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมทั้งในช่วงก่อนและหลังวันหยุด (t-1 ถึง t+4) อันแสดงถึงตลาดหลักทรัพย์ยังมีประสิทธิภาพในระดับต่ำและนักลงทุนสามารถหาผลตอบแทนเกินปกติได้จากตลาด

คำสำคัญ: ผลกระทบของวันหยุด ผลตอบแทนเกินปกติ ความผิดปกติของตลาด

Abstract

This research aims to study the market anomalies of pre-holiday and post-holiday, which affect the returns of stock markets in developed countries and developing countries. The data used for the analysis is collected from 10 developed countries and 10 developing countries for 10 years between 2007 and 2017. This research calculated the average abnormal returns (AAR) and the cumulative average abnormal returns (CAAR) to testing the holiday effect with efficient market hypothesis. The results revealed that all sample countries related to CAAR for 2 days before holidays and after holiday for 4 days significantly. Moreover, in the group of developed countries found the significant result of pre-holiday for 2 days (t-2) but it did not found the significant result of post-holiday. Whereas the developing countries found CAAR between pre-holiday and post-holiday (t-1 to t+4), which means that the stock markets of the sample countries have low efficiency, and investors can arbitrage in the stock markets.

Keywords: Holiday Effect, Abnormal Return, Market Anomalies

Paper type: Research



1. บทนำ

การพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศในปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นแหล่งระดมทุนที่มีบทบาทสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจและการพัฒนาของแต่ละประเทศ การระดมทุนขององค์กรธุรกิจผ่านตลาดหลักทรัพย์เป็นแนวทางที่สำคัญซึ่งทำให้อุตสาหกรรมสามารถพัฒนาเพื่อแข่งขันในระบบเศรษฐกิจกับคู่แข่งทั้งในและต่างประเทศได้ นอกเหนือจากการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศเพื่อให้เกิดกลไกในการระดมทุนให้แก่ภาคเอกชนแล้ว ลักษณะของตลาดถือเป็นปัจจัยสำคัญอีกประการหนึ่ง ที่ก่อให้เกิดความเชื่อมั่นทั้งจากภาคธุรกิจและนักลงทุน โดย Fama (1970) ได้แบ่งระดับประสิทธิภาพของตลาดออกเป็น 3 ระดับ โดยความแตกต่างในประสิทธิภาพของตลาดนั้น ขึ้นอยู่กับความสามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารหรือสภาวะการณ์ของตลาด ณ ขณะนั้น ซึ่งนักลงทุนในตลาดจะรับรู้ข้อมูลในระดับเดียวกันและแสดงออกผ่านราคาหลักทรัพย์ จะส่งเสริมให้เกิดกลไกการระดมทุนผ่านตลาดทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

จากข้อมูลในอดีตที่ผ่านมา การลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา ผู้ลงทุนมักมีความคาดหวังที่จะได้ผลตอบแทนที่สูงภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ โดยจากการคาดหวัง ผลตอบแทนที่สูงทำให้ ผู้ลงทุนกังวลเกี่ยวกับความผันผวนของราคาหุ้น ซึ่งงานวิจัยที่ผ่านมา มีการศึกษาถึงผลกระทบของปรากฏการณ์วันหยุด (Holiday Effect) ซึ่งเป็นปรากฏการณ์ที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยปัจจัยพื้นฐานแต่เป็นพฤติกรรมของผู้ลงทุนต่อวันหยุดยาว โดยในประเทศที่มีการพัฒนาทั้งในด้านเศรษฐกิจและตลาดทุนแล้วนั้น ยังคงได้รับอิทธิพลของปรากฏการณ์วันก่อนวันหยุด (Pre-holiday Effect) ซึ่งทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญ เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา (Kim and Park, 1994) ประเทศแคนาดา ญี่ปุ่น และฮ่องกง (Cadsby & Ratner, 1992) และ Marrett and Worthington (2009) ซึ่งได้ศึกษาปรากฏการณ์ Holiday Effect ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศออสเตรเลีย โดยพบว่าตลาดขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบจากปรากฏการณ์วันก่อนวันหยุด (Pre-holiday effect) และอุตสาหกรรมค้าปลีกเป็นอุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบจากปรากฏการณ์วันก่อนวันหยุดมากที่สุด

สำหรับในประเทศไทยนั้น Tangjitprom (2010) และ Manitkajornkit (2017) พบว่า อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงก่อนวันหยุดจะมีผลตอบแทนเกินกว่าปกติ ซึ่งเป็นการซื้อขายของนักลงทุนในประเทศมากกว่าปกติอย่างมีนัยสำคัญ ขณะเดียวกันไม่พบการซื้อขายอย่างมีนัยสำคัญในช่วงก่อนวันหยุดของนักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนสถาบัน นอกจากนี้ Tangjitprom (2010) ยังความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์มากกว่าปกติในช่วงก่อนวันหยุด ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Chancharat, Maporn, Phuensane

& Chancharat, (2018) ซึ่งพบความผันผวนในการซื้อขายหลักทรัพย์มากกว่าปกติทั้งก่อนและหลังวันหยุด

อย่างไรก็ตามผลการศึกษานี้ในอดีต เช่น Visittavanich (2016) ได้ศึกษาความผิดปกติ Holiday Effect ในประเทศไทย พบว่าอัตราผลตอบแทนจะลดลงในวันหลังวันหยุด ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีนและอินโดนีเซียที่พบผลตอบแทนเกินปกติในช่วงหลังวันหยุดอย่างมีนัยสำคัญ (Lei & Sifeng, 2008; Chia, Lim, Ong & The, 2015; Sasikirono and Meidiaswati, 2017)

จากการศึกษาที่ผ่านมาซึ่งพบว่าความผิดปกติของการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ทั้งประเทศที่พัฒนาด้านตลาดทุนแล้ว และประเทศที่กำลังพัฒนายังคงได้รับอิทธิพลจากปรากฏการณ์ในวันหยุด (Holiday effect) เนื่องจากผู้ลงทุนมักจะขายหุ้นออกจากพอร์ตเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากข่าวเกี่ยวกับหุ้นในระหว่างที่ตลาดปิดในช่วงวันหยุด (Tangjitprom, 2010) หรือเป็นผลจากความคาดหวังของผลตอบแทนในตลาดระยะสั้น มากกว่าผลตอบแทนระยะยาวของนักลงทุน จึงส่งผลให้เกิดการซื้อขายอย่างผิดปกติ (Chancharat et al., 2018) อีกทั้งผู้ลงทุนมักมีการคาดการณ์และคาดหวังให้มีการปรับตัวราคาหุ้นขึ้นและลงในช่วงวันหยุดยาว จนทำให้มีพฤติกรรมการลงทุนที่เป็นไปตามสิ่งที่คาดหวัง โดยในทางจิตวิทยาเรียกพฤติกรรมนี้ว่า Self-Fulfilling Prophecy จึงอาจทำให้ราคาหุ้นมีการปรับตัวขึ้นหรือลงได้ในช่วงวันหยุด

อย่างไรก็ตามจากผลการศึกษาที่ผ่านมา อิทธิพลของปรากฏการณ์ในวันหยุดนั้นมีความแตกต่างกันในแต่ละประเทศ โดยกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วส่วนใหญ่จะได้รับอิทธิพลของปรากฏการณ์ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ แต่ยังคงขาดหลักฐานที่แสดงถึงความผิดปกติของตลาดในช่วงภายหลังวันหยุด ขณะที่ประเทศในกลุ่มที่กำลังพัฒนาเช่น ประเทศไทยและอินโดนีเซียพบว่า อิทธิพลของปรากฏการณ์ในวันหยุดจะเกิดขึ้นทั้งก่อนและหลังวันหยุด ซึ่งทำให้อิทธิพลของปรากฏการณ์ในวันหยุด (Holiday Effect) เป็นประเด็นที่น่าสนใจ อันแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของตลาดที่อาจแตกต่างกันในแต่ละประเทศได้ อันเนื่องจากการเติบโตทางเศรษฐกิจและตลาดทุน ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงได้แบ่งกลุ่มประเทศเป็นสองกลุ่มคือ กลุ่มตัวอย่างของประเทศพัฒนาแล้ว ได้แก่ สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น อังกฤษ ฮ่องกง แคนาดา เยอรมนี เกาหลีใต้ สวิตเซอร์แลนด์ ออสเตรเลีย ไต้หวัน และกลุ่มตัวอย่างของประเทศกำลังพัฒนา ได้แก่ จีน อินเดีย แอฟริกาใต้ ตุรกี บราซิล ฟิลิปปินส์ ไทย มาเลเซีย อินโดนีเซีย และเวียดนาม เพื่อทำการทดสอบถึงอิทธิพลของปรากฏการณ์ในวันหยุด โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาประสิทธิภาพของตลาดทุนในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา

2. การทบทวนวรรณกรรม

2.1 ความผิดปกติของตลาด

ความผิดปกติของตลาด (Market Anomalies) เป็นเหตุการณ์ที่แสดงถึงความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำของตลาด นักลงทุนสามารถได้รับกำไรเกินปกติจากเหตุการณ์ต่างๆ และจากราคาหลักทรัพย์ที่มีการเคลื่อนไหวในรูปแบบที่สามารถพยากรณ์ได้ ซึ่งแตกต่างจากแนวคิดตลาดประสิทธิภาพที่นักลงทุนนั้นไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติในตลาดได้ โดยลักษณะความผิดปกติของตลาด อาทิเช่น การซื้อขายในช่วงเดือนมกราคม หรือ January effect โดย Mehdiان and Perry (2002) ได้ทำการศึกษาปรากฏการณ์นี้ในตลาดหลักทรัพย์ Dow Jones, NYSE และ SP500 พบว่ากำไรเกินปกติจะเกิดขึ้นในช่วงเดือนมกราคมของทุกปีที่มีระดับนัยสำคัญ รวมถึงการศึกษาของ Wong, Hui and Chan (1992) ซึ่งทำการศึกษาค้นคว้าผลตอบแทนผิดปกติโดยพบว่า ตลาดหลักทรัพย์จะมีผลตอบแทนในทิศทางบวกในวันศุกร์อย่างมีนัยสำคัญ ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย ฮองกง ไทย ขณะที่ในประเทศไทย Jenwittayaraje (2017) พบว่า ความผิดปกติของผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเกิดขึ้นในช่วงเดือนพฤษภาคม ซึ่งเรียกปรากฏการณ์นี้ว่า Sell in May

2.2 ผลกระทบของปรากฏการณ์วันหยุด

ปรากฏการณ์วันหยุด (Holiday Effect) เป็นการศึกษาถึงผลตอบแทนที่ผิดปกติ อันเนื่องมาจากความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดอีกรูปแบบหนึ่ง นอกเหนือจากปรากฏการณ์ต่างๆ ข้างต้น เป็นการทดสอบลักษณะของผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในช่วงระหว่างก่อนและหลังวันหยุด ซึ่งจากการศึกษาที่ผ่านมา Kim and Park (1994) พบว่า ประเทศที่พัฒนาแล้วทั้ง ประเทศสหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น อังกฤษ นั้นเกิดผลตอบแทนเกินปกติในช่วงก่อนวันหยุด (Pre-Holiday) อย่างมีระดับนัยสำคัญ เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Cadsby and Ratner (1992) ซึ่งทำการศึกษาในประเทศแคนาดา ญี่ปุ่นและฮองกง และ Meneu and Pardo (2004) ซึ่งทำการทดสอบในประเทศสเปน ขณะที่ Marrett and Worthington (2007) ได้ศึกษาปรากฏการณ์ Holiday Effect ต่อตลาดประเทศออสเตรเลียปี 1996-2006 โดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอย พบว่าตลาดขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบจากปรากฏการณ์วันก่อนวันหยุด (Pre-holiday effect) และอุตสาหกรรมค่าปลีกเป็นอุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบจากปรากฏการณ์วันก่อนวันหยุดมากที่สุด แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับปรากฏการณ์หลังวันหยุด (Post-holiday Effect) นอกจากนี้เมื่อศึกษาผลกระทบของปรากฏการณ์ในวันหยุดในประเทศไต้หวันซึ่งเป็นประเทศพัฒนาแล้วแต่มูลค่าตลาดต่ำเมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆพบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วงวันก่อนวันหยุดมีค่าสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในวันปกติ นอกจากนี้อัตราผลตอบแทนที่สูงจากวันก่อนวันหยุดไม่เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงความผิดปกติจากวันอื่น ๆ และไม่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจมหภาค

อีกทั้งยังพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติก่อนวันหยุดนั้นมีความสัมพันธ์กับอารมณ์ในเชิงบวกของผู้ลงทุน (Teng & Liu, 2013) เช่นเดียวกับ Tangjitprom (2010) และ Manitkajornkit (2017) พบว่า อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงก่อนวันหยุดจะมีผลตอบแทนเกินปกติมากกว่าปกติ โดย Manitkajornkit (2017) พบว่าซื้อขายของนักลงทุนในประเทศมากกว่าปกติอย่างมีนัยสำคัญ ขณะเดียวกันไม่พบการซื้อขายเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญในช่วงก่อนวันหยุดของนักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนสถาบัน

อย่างไรก็ตามจากการศึกษา Holiday Effect ในประเทศจีนซึ่งเป็นประเทศกำลังพัฒนาแต่มีมูลค่าตลาดอยู่ในระดับที่สูง พบว่า ทั้งวันก่อนวันหยุด (Pre-holiday effect) และวันหลังวันหยุด (Post-holiday Effect) มีผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ของจีน โดยจากการวิเคราะห์พบว่าช่วงก่อนเทศกาลปีใหม่เป็นวันหยุดเดียวที่ให้ผลลัพธ์ทางบวกต่อวันก่อนวันหยุด ส่วนเทศกาลไปไม่ผลและวันแรงงานให้ผลลัพธ์ทางบวกทั้งวันก่อนวันหยุดและวันหลังวันหยุด และวันฉลองวันชาติไม่มีผลใด ๆ ต่อ Holiday Effect (Lei & Sifeng, 2008) แต่จากงานวิจัยของ Chia et al, (2015) พบว่าช่วงหลังตรุษจีนอัตราผลตอบแทนมีความผันผวนมากกว่าช่วงก่อนตรุษจีน อันสอดคล้องกับการศึกษาของ Sasikirono and Meidiaswati (2017) ที่มีการศึกษาในประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งผลกระทบในช่วงวันหยุดของตรุษจีนสามารถอธิบายได้ว่าความเชื่อและวัฒนธรรมสามารถเปลี่ยนแปลงทัศนคติของผู้ลงทุนต่อความเสี่ยงและส่งผลกระทบต่อตัดสินใจลงทุน และเมื่อศึกษาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย Visittavanich (2016) ได้ศึกษาเรื่องความผิดปกติของตลาดหลักทรัพย์โดยอิทธิพลของวันหยุดและเดือนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดธุรกิจพาณิชย์ พบว่าความผิดปกติจาก Holiday Effect ในวันหลังวันหยุดซึ่งมีอัตราผลตอบแทนลดลงเฉลี่ยร้อยละ 0.2359 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% แต่ไม่พบหลักฐานความผิดปกติในวันก่อนวันหยุดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากการศึกษาโดยภาพรวมแล้วทั้งประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนาในหลายๆประเทศเกิดปรากฏการณ์ Holiday Effect แต่จะมีลักษณะการเกิดที่แตกต่างกัน เช่น เกิด Holiday Effect ในช่วง Pre-Holiday Effect หรือในช่วง Post-Holiday Effect หรือเกิดทั้งในช่วง Pre-Holiday Effect และ Post-Holiday Effect

ซึ่งจากผลกระทบที่เกิดขึ้นดังกล่าวจึงเป็นที่มาของสมมติฐานที่ว่า

1. อิทธิพลของวันหยุดยาวส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return: AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) อย่างมีนัยสำคัญ
2. อิทธิพลของวันหยุดยาวส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return: AAR)

และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) ของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วและกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนาอย่างมีนัยสำคัญ

3. อิทธิพลของวันหยุดยาวของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาส่งผลต่อ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return: AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) แตกต่างจากกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว อย่างมีนัยสำคัญ

3. วิธีการวิจัย

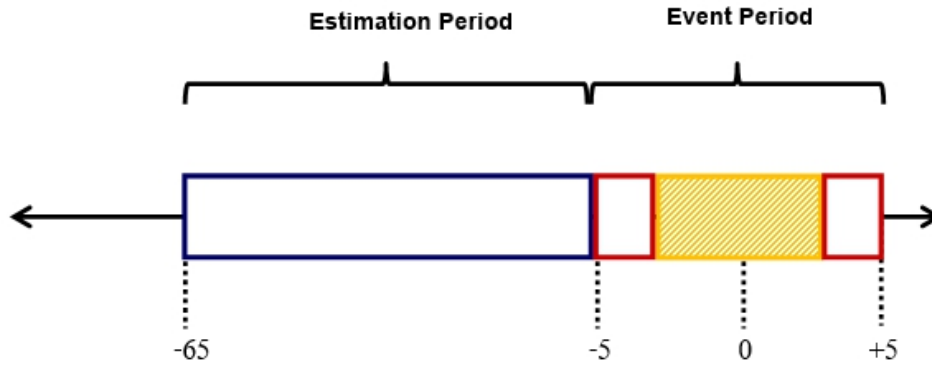
การศึกษา อิทธิพลของวันหยุดในประเทศพัฒนาแล้ว และประเทศกำลังพัฒนาต่อพฤติกรรมของผู้ลงทุน ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประเภทข้อมูลแบบข้อมูลภาคตัดขวาง (Pooled Cross Sectional data) ในช่วงวันหยุดยาวของประเทศพัฒนาแล้ว 10 ประเทศและประเทศกำลังพัฒนา 10 ประเทศโดย

คัดเลือกจากประเทศที่มีขนาดตลาดใหญ่ 10 อันดับแรกของแต่ละกลุ่มประเทศ โดยกำหนดจากผลรวมของมูลค่าหลักทรัพย์ในตลาด (Market Capitalization) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 ถึงปี พ.ศ. 2560 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg เป็นข้อมูลเพื่อการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของดัชนีนี้ (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) ประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนาในช่วงวันก่อนวันหยุด 5 วัน และวันหลังวันหยุด 5 วัน ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาได้แก่

1. ข้อมูลของช่วงวันหยุดที่มากกว่า 3 วันของประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา
2. ดัชนีของหลักทรัพย์ประเทศพัฒนาแล้วกับประเทศที่กำลังพัฒนาในช่วงวันก่อนวันหยุด 5 วัน และวันหลังวันหยุด 5 วัน

ตารางที่ 1 รายชื่อประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา

DEVELOPED		DEVELOPING	
Market	Country	Market	Country
New York Stock Exchange(NYSE)	America	Shanghai Stock Exchange (SSE)	China
Japan Exchange Group(JPX)	Japan	BSE India Limited	India
London Stock Exchange (LSE)	England	Johannesburg Stock Exchange (JSE)	South Africa
Hong Kong Stock Exchange(SEHK)	Hong Kong	Borsa Istanbul(BIST)	Turkey
TMX Group (TSX)	Canada	BM&F Bovespa	Brazil
Deutsche Boerse	Germany	Philippine Stock Exchange(PSE)	Philippines
Korea Exchange(KRS)	South Korea	Stock Exchange of Thailand (SET)	Thailand
SIX Swiss Exchange(SWX)	Switzerland	Bursa Malaysia	Malaysia
Australian Securities Exchange(ASX)	Australia	Indonesia Stock Exchange(DIX)	Indonesia
Taiwan Stock Exchange(TWSE)	Taiwan	Ho Chi Minh Stock Exchange(HoSTC)	Vietnam



ภาพที่ 1 วิธีการทดสอบ ช่วงประมาณการ (Estimation Period) หรือช่วงก่อนวันหยุดและช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period)

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event Study) โดยทดสอบด้วยค่าสถิติ t statistic เพื่อวิเคราะห์ความผิดปกติของตลาดในช่วงวันหยุดของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วและกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา โดยมีการกำหนดให้ช่วงเวลาเกิดเหตุการณ์ครอบคลุมก่อนวันเกิดเหตุการณ์ 5 วัน และหลังวันเกิดเหตุการณ์ 5 วัน โดยการศึกษาเหตุการณ์จะแบ่งออกเป็น 2 ช่วง คือ

ช่วงประมาณการ (Estimation Period) หรือช่วงก่อนวันหยุดเป็นช่วงที่นำข้อมูลไปคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) โดยเริ่มจาก 65 วันก่อนวันหยุด ถึง 6 วันก่อนวันหยุด (-65,-6)

ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period) เป็นช่วงเวลารอบๆวันหยุด โดยช่วงเวลาที่นำมาคำนวณคือก่อนวันหยุด 5 วันและหลังวันหยุด 5 วัน (-5,+5) โดยมีเครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยดังนี้

3.1 หาอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์

$$R_{i,t,k} = \ln \left(\frac{Index_{i,t,k}}{Index_{i,t-1,k}} \right) \times 100\% \quad (1)$$

โดย

$R_{i,t,k}$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศ i ณ วันที่ t ช่วงที่ k

$Index_{i,t,k}$ คือ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศ i ณ วันที่ t ช่วงที่ k

$Index_{i,t-1,k}$ คือ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศ i ณ วันที่ t-1 ช่วงที่ k

3.2 อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในช่วงเวลารอบ ๆ เหตุการณ์ (Event Period)

3.2.1) Mean Adjusted Return ผลตอบแทนที่ปกติของตลาดคือค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนในอดีต

$$E(R_{i,k}) = \frac{\sum R_{i,t,k}}{n} \quad (2)$$

โดย

$E(R_{i,k})$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ i ช่วงที่ k

$R_{i,t,k}$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศ i ณ วันที่ t ช่วงที่ k

n คือ จำนวนข้อมูลของอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ช่วงที่ k

3.2.2) การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

(Abnormal Return: AR)

$$AR_{i,t,k} = R_{i,t,k} - E(R_{i,k}) \quad (3)$$

โดย

AR_t คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในประเทศ i ณ วันที่ t ช่วงที่ k

R_t คือ อัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในประเทศ i ณ วันที่ t ช่วงที่ k

$E(R_{i,k})$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ i ช่วงที่ k

3.2.3) การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม

(Cumulative Abnormal Return: CAR)

การนำอัตราผลตอบแทนเกินปกติ(AR) ในช่วงเหตุการณ์มารวมกัน

$$CAR_{i,k} = \sum_{i=1}^n AR_{i,t,k} \quad (4)$$

โดย

$CAR_{i,k}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ i ช่วงที่ k

$AR_{i,t,k}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในประเทศ i ณ วันที่ t ช่วงที่ k

3.2.4) การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย
(Average Abnormal Return: AAR)

$$AAR_{i,k} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^n AR_{i,t,k} \quad (5)$$

โดย

$AAR_{i,k}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของดัชนีในตลาด
ประเทศ i ช่วงที่ k

$AR_{i,t,k}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของดัชนีตลาด
หลักทรัพย์ในประเทศ i ณ วันที่ t ช่วงที่ k

N คือ จำนวนชุดข้อมูลของเหตุการณ์ ในช่วง
ที่ k

3.2.5) การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย
สะสม (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR)
การนำอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย(AAR)
ในช่วงเหตุการณ์มารวมกัน

$$CAAR_{i,k} = \frac{1}{N} \sum_{k=1}^n CAAR_{i,k} \quad (6)$$

โดย

$CAAR_{i,k}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม
ของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ในประเทศ i ช่วง

ที่ k

$CAAR_{i,k}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของ
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในประเทศ i ช่วงที่ k

N คือ จำนวนชุดข้อมูลของเหตุการณ์ในช่วงที่ k

4. ผลการวิจัย

จากตารางที่ 2 และ 3 ซึ่งแสดงผลสถิติเชิงพรรณนา
ของประเทศกลุ่มตัวอย่าง 20 ประเทศ พบว่า จำนวนเหตุการณ์
ในวันหยุดรวมทั้งสิ้น 203 เหตุการณ์ โดยแบ่งเป็น จำนวน
เหตุการณ์ในวันหยุดของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว 87 เหตุการณ์
และกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา 116 เหตุการณ์

อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย(Average
Abnormal Return : AAR) โดยพิจารณาแยกตามช่วงก่อน
วันหยุดและช่วงหลังวันหยุด พบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติ
เฉลี่ยในช่วงก่อนวันหยุด 2 วัน

มีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 0.0026 และในช่วงหลังวันหยุด 1 วันมี
ค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 0.0016 และเมื่อดูค่าอัตราผลตอบแทน
เกินปกติสะสม (CAAR) มีค่าเฉลี่ยสูงสุด

ตารางที่ 2 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของกลุ่มประเทศตัวอย่างช่วงเวลาก่อนวันหยุด 5 วัน

Day		All sample (203)		Developed (87)		Developing (116)	
		AAR	CAAR	AAR	CAAR	AAR	CAAR
Pre-1	Mean	0.002	0.006	0.003	0.007	0.002	0.004
	S.D.	0.001	0.002	0.002	0.003	0.001	0.002
	Max	-0.038	-0.057	-0.038	-0.052	-0.032	-0.057
	Min	0.112	0.156	0.112	0.156	0.035	0.145
Pre-2	Mean	0.003	0.003	0.004	0.004	0.002	0.002
	S.D.	0.001	0.001	0.002	0.002	0.001	0.002
	Min	-0.028	-0.038	-0.018	-0.029	-0.028	-0.038
	Max	0.084	0.138	0.084	0.065	0.021	0.138
Pre-3	Mean	0.000	0.000	-0.001	0.001	0.001	0.000
	S.D.	0.001	0.001	0.002	0.001	0.001	0.002
	Min	-0.133	-0.046	-0.133	-0.046	-0.035	-0.038
	Max	0.081	0.131	0.028	0.037	0.081	0.131
Pre-4	Mean	0.000	0.000	0.000	0.002	0.000	-0.001
	S.D.	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.002
	Min	-0.050	-0.054	-0.024	-0.026	-0.050	-0.054
	Max	0.046	0.115	0.015	0.087	0.046	0.115
Pre-5	Mean	0.000	0.000	0.001	0.001	-0.001	-0.001
	S.D.	0.001	0.001	0.002	0.002	0.001	0.001
	Min	-0.022	-0.022	-0.017	-0.017	-0.022	-0.022
	Max	0.111	0.111	0.111	0.111	0.069	0.069

ตารางที่ 3 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของกลุ่มประเทศตัวอย่างช่วงเวลาหลังวันหยุด 5 วัน

Day		All sample (203)		Developed (87)		Developing (116)	
		AAR	CAAR	AAR	CAAR	AAR	CAAR
Post+1	Mean	0.002	0.002	0.000	0.000	0.003	0.003
	S.D.	0.001	0.001	0.002	0.002	0.001	0.001
	Min	-0.127	-0.127	-0.127	-0.127	-0.035	-0.035
	Max	0.035	0.035	0.024	0.024	0.035	0.035
Post+2	Mean	0.001	0.003	0.001	0.001	0.001	0.004
	S.D.	0.001	0.001	0.001	0.002	0.001	0.001
	Min	-0.055	-0.103	-0.024	-0.103	-0.055	-0.087
	Max	0.037	0.047	0.037	0.047	0.031	0.044
Post+3	Mean	0.001	0.004	0.001	0.002	0.001	0.005
	S.D.	0.001	0.001	0.001	0.002	0.001	0.001
	Min	-0.025	-0.070	-0.025	-0.070	-0.023	-0.065
	Max	0.070	0.057	0.070	0.042	0.033	0.057
Post+4	Mean	-0.001	0.003	-0.001	0.002	-0.001	0.004
	S.D.	0.001	0.001	0.002	0.002	0.001	0.002
	Min	-0.066	-0.098	-0.066	-0.098	-0.021	-0.084
	Max	0.122	0.062	0.122	0.051	0.021	0.062
Post+5	Mean	-0.001	0.002	0.000	0.002	-0.001	0.003
	S.D.	0.001	0.002	0.001	0.003	0.001	0.002
	Min	-0.054	-0.138	-0.036	-0.134	-0.054	-0.138
	Max	0.017	0.066	0.017	0.049	0.017	0.066

เท่ากับ 0.0055 ในช่วงก่อนวันหยุด 1 วัน และมีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 0.0036 ในช่วงหลังวันหยุด 3 วัน

สำหรับผลสถิติเชิงพรรณนาของประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา พบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return : AAR) โดยพิจารณาแยกตามช่วงก่อนวันหยุดและช่วงหลังวันหยุด ประเทศพัฒนาแล้วมีค่าเฉลี่ยสูงสุดอยู่ที่ 0.0038 ในช่วงก่อนวันหยุด 2 วัน และมีค่าเฉลี่ยสูงสุดอยู่ที่ 0.0013 ในช่วงหลังวันหยุด 3 วันและอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAAR) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดอยู่ที่ 0.007 ในช่วงก่อนวันหยุด 1 วันและมีค่าเฉลี่ยสูงสุดอยู่ที่ 0.0023 ในช่วงหลังวันหยุด 3 วัน ส่วนประเทศกำลังพัฒนามีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 0.0023 ในช่วงก่อนวันหยุด 1 วันและมีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 0.0026 ในช่วงหลังวันหยุด 1 วัน

และเมื่อดูค่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAAR) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดอยู่ที่ 0.0043 ในช่วงก่อนวันหยุด 1 วันและมีค่าเฉลี่ยสูงสุดอยู่ที่ 0.0046 ในช่วงหลังวันหยุด 3 วัน

4.1 อิทธิพลของวันหยุดยาวส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return: AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) อย่างมีนัยสำคัญ

จากตารางที่ 4 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return : AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ของกลุ่มประเทศตัวอย่างช่วงเวลาก่อนวันหยุด 5 วัน (t-5) และหลังวันหยุด 5 วัน (t+5) โดยการทดสอบค่าสถิติ t-test

ตารางที่ 4 แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ของกลุ่มประเทศตัวอย่างช่วงเวลาก่อนวันหยุด 5 วัน และหลังวันหยุด 5 วัน

Day	AAR	t-test	CAAR	t-test
Pre-5	0.0002	0.2715	-0.0001	0.2715
Pre-4	-0.0001	-0.0666	-0.0001	0.1789
Pre-3	0.0001	0.2178	0.0001	0.345
Pre-2	0.0026	3.5857***	0.0026	2.3457***
Pre-1	0.0024	3.0918***	0.0024	3.2870***
Day	AAR	t-test	CAAR	t-test
Post+1	0.0015	1.4801 [†]	0.0015	1.4801 [†]
Post+2	0.0009	2.2402**	0.001	1.5187 [†]
Post+3	0.001	3.1254***	-0.0009	-0.9135
Post+4	-0.0009	2.1372**	-0.0009	2.1372**
Post+5	-0.0008	-1.2673	-0.0008	1.2853

หมายเหตุ : * ระดับนัยสำคัญที่ 0.1 ** ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 *** ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

จะเห็นได้ว่ากลุ่มประเทศตัวอย่างมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย (AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งในช่วงก่อนวันหยุดและหลังวันหยุด โดยพบระดับนัยสำคัญทางสถิติช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ อย่างน้อย 2 ถึง 1 วัน (t-2 และ t-1) และช่วงหลังเหตุการณ์ พบว่าอิทธิพลของวันหยุดมีผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ สูงสุด 4 วัน (t+4) แบ่งเป็นช่วงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญในวันที่ t+1 และ t+2 ขณะที่พบว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมมีค่าต่ำกว่าปกติภายหลังเหตุการณ์ 4 วัน (t+4) แสดงให้เห็นว่าวันหยุดยาวของกลุ่มประเทศตัวอย่างส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมอย่างมีนัยสำคัญทั้งก่อนช่วงและหลังวันหยุด

4.2 อิทธิพลของวันหยุดยาวส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return: AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return:

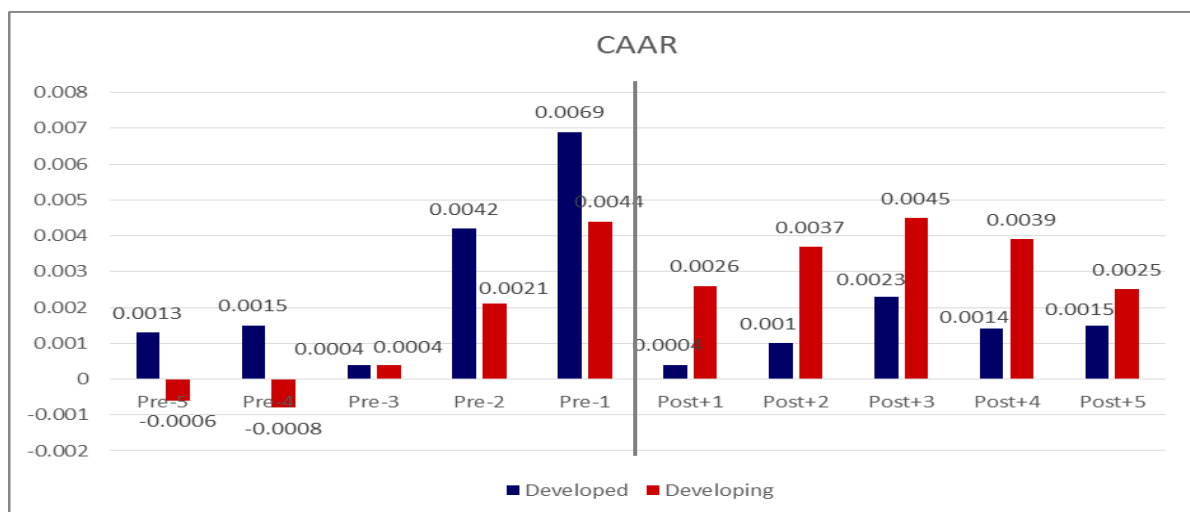
CAAR) ของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วและกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนาอย่างมีนัยสำคัญ

จากตาราง 5 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return : AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ของประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนาในช่วงเวลาก่อนวันหยุด 5 วัน (t-5) และหลังวันหยุด 5 วัน (t+5) โดยผลทดสอบค่าสถิติ t-test จะเห็นได้ว่าในประเทศพัฒนาแล้วอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเกินปกติ (AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) อย่างมีนัยสำคัญ 2 วันคือ ในช่วงก่อนวันหยุด 2 วัน (t-2) และ 1 วัน (t-1) แต่ไม่พบอัตราผลตอบแทนเกินปกติภายหลังช่วงวันหยุด ขณะที่ผลการทดสอบในประเทศกำลังพัฒนาจะเห็นได้ว่า พบลักษณะของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) อย่างมีนัยสำคัญทั้งในช่วงก่อนและหลังวันหยุด กล่าวคือ พบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) อย่างมีนัยสำคัญก่อนเกิดเหตุการณ์สูงสุด 2 วัน (t-2) และหลังช่วงวันหยุดสูงสุด 5 วัน (t+5) ขณะที่ อัตราผล

ตารางที่ 5 อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาและประเทศพัฒนาแล้ว ในช่วงเวลาก่อนวันหยุด 5 วัน และหลังวันหยุด 5 วัน

Day	Developed				Developing			
	AAR	t-test	CAAR	t-test	AAR	t-test	CAAR	t-test
Pre-5	0.0013	0.0013	0.0013	0.8643	-0.0006	-0.6107	-0.0006	-0.6107
Pre-4	0.0002	0.3837	0.0015	1.076	-0.0003	-0.2936	-0.0008	-0.5555
Pre-3	-0.0011	-0.6373	0.0004	0.3392	0.0012	1.1518	0.0004	0.207
Pre-2	0.0038	2.6584***	0.0042	2.5231***	0.0018	2.5017***	0.0021	1.1267
Pre-1	0.0027	1.7967**	0.0069	2.7025***	0.0023	2.7657***	0.0044	1.9974**
Day	Developed				Developing			
	AAR	t-test	CAAR	t-test	AAR	t-test	CAAR	t-test
Post+1	0.0004	0.168	0.0004	0.168	0.0026	2.5396***	0.0026	2.5396***
Post+2	0.0006	0.7056	0.001	0.5046	0.0012	1.5262*	0.0037	2.7871***
Post+3	0.0013	1.1076	0.0023	1.1915	0.0008	1.0343	0.0045	3.2723***
Post+4	-0.0009	-0.4903	0.0014	0.645	-0.0007	-1.10496	0.0039	2.4049***
Post+5	0.0001	0.0694	0.0015	0.5762	-0.0013	-1.6103*	0.0025	1.2161

หมายเหตุ : * ระดับนัยสำคัญที่ 0.1 ** ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 *** ระดับนัยสำคัญที่ 0.01



แผนภูมิที่ 1 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาและประเทศพัฒนาแล้วในช่วงเวลาก่อนวันหยุด 5 วัน และหลังวันหยุด 5 วัน

ตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา พบค่าสถิติที่ระดับนัยสำคัญก่อนวันหยุด 1 วัน ถึงหลังวันหยุด 4 วัน (t-1 ถึง t+4) ซึ่งจากผลการทดสอบนั้นแสดงให้เห็นว่า อิทธิพลของวันหยุดยังคงมีผลต่อพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนทั้งกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนาและกลุ่มประเทศพัฒนา

แล้ว แต่อิทธิพลในวันหยุดต่อกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนายังคงมีผลกระทบภายหลังจากสิ้นสุดเหตุการณ์แล้ว ขณะที่กลุ่มประเทศพัฒนาแล้วจะพบผลกระทบของวันหยุดเฉพาะช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์เท่านั้น

ตารางที่ 6 แสดงผลต่างของอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ระหว่างกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา และประเทศพัฒนาแล้วในช่วงเวลาก่อนวันหยุด 5 วัน และหลังวันหยุด 5 วัน

Day	Pre-5	Pre-4	Pre-3	Pre-2	Pre-1	t-test (-5,0)
AAR Developing - AAR Developed	-0.0019	-0.0005	0.0023	-0.0020	-0.0004	-0.6438
CAAR Developing - CAAR Developed	-0.0019	-0.0023	0.0000	-0.0021	-0.0025	-3.9005***
Day	Post+1	Post+2	Post+3	Post+4	Post+5	t-test (0,+5)
AAR Developing - AAR Developed	0.0022	0.0006	-0.0005	0.0002	-0.0014	0.3664
CAAR Developing - CAAR Developed	0.0022	0.0027	0.0022	0.0025	0.0010	7.1710***

หมายเหตุ : * ระดับนัยสำคัญที่ 0.1 ** ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 *** ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

4.3 อิทธิพลของวันหยุดยาวของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาส่งผลต่อ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return: AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) แตกต่างจากกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว อย่างมีนัยสำคัญ

จากแผนภูมิที่ 1 แสดงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วและกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา โดยจะเห็นได้ว่าทั้งกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วและกลุ่มประเทศกำลังพัฒนามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAAR) สูงสุดในช่วงก่อนวันหยุด 1 วันและช่วงหลังวันหยุด 3 วัน และเมื่อเปรียบเทียบจะเห็นได้ว่าในประเทศพัฒนาแล้วมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAAR) ในช่วงก่อนวันหยุดสูงกว่าประเทศกำลังพัฒนา แต่ในช่วงหลังวันหยุดประเทศกำลังพัฒนามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (CAAR) สูงกว่าประเทศพัฒนาแล้ว ซึ่งจากตารางที่ 6 อันแสดงถึงความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม จะเห็นได้ว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมระหว่างกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาและกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วมีความแตกต่างกันที่ระดับนัยสำคัญ

5. สรุปผลและอภิปรายผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาลักษณะความมีประสิทธิภาพของตลาด โดยเป็นทดสอบพฤติกรรมการลงทุนของผู้ลงทุนจากอิทธิพลในช่วงก่อนและหลังวันหยุด โดยแบ่งการศึกษาค้นคว้าเป็นประเทศพัฒนาแล้ว 10 ประเทศและประเทศกำลังพัฒนา 10 ประเทศเพื่อนำมาเปรียบเทียบ โดยใช้วิธีการศึกษาค้นคว้าแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event Study) จำนวนเหตุการณ์ทั้งสิ้น 203 เหตุการณ์ ในช่วงปี 2550-2560 โดยจากผลการศึกษาพบว่า กลุ่มประเทศตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษานั้นพบว่า ได้รับอิทธิพลของวันหยุดอันทำให้เกิดการซื้อขายอย่างผิดปกติโดยแสดงจากอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วงก่อนวันหยุด 2 วัน (t-2) จนถึงหลังวันหยุด 4 วัน (t+4) สอดคล้องกับผลการศึกษาของ

Cadsby and Ratner (1992) และ Kim and Park (1994) ที่พบการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงก่อนวันหยุด และ Lei and Sifeng (2008) ซึ่งพบอัตราผลตอบแทนเกินปกติทั้งช่วงก่อนและภายหลังวันหยุด โดยเมื่อแบ่งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศที่กำลังพัฒนานั้น พบว่า ในประเทศที่พัฒนาแล้วนั้น อิทธิพลของวันหยุดจะส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉพาะช่วงก่อนวันหยุดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สูงสุด 2 วันเท่านั้น (t-2) และไม่พบการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ระดับนัยสำคัญภายหลังวันหยุด สอดคล้องกับการศึกษา ของ Cadsby and Ratner (1992), Kim and Park (1994) และ Marrett and Worthington (2007) ที่พบว่าอิทธิพลของวันหยุดมีผลต่อการซื้อขายของนักลงทุนอย่างมีนัยสำคัญก่อนวันหยุดเท่านั้น ขณะที่ผลการศึกษาในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนานั้นพบว่า อิทธิพลของวันหยุดส่งผลต่อการซื้อขายของนักลงทุนในระยะเวลายาวกว่ากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว กล่าวคือ ในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนานั้น อิทธิพลของวันหยุดมีผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ที่ระดับนัยสำคัญในช่วงก่อนวันหยุด 2 วัน (t-2) ถึงภายหลังวันหยุด 5 วัน (t+5) และมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมที่ระดับนัยสำคัญตั้งแต่ก่อนวันหยุด 1 วัน (t-1) ถึงภายหลังวันหยุด 4 วัน (t+4) โดยผลการศึกษาที่สอดคล้องกับ Lei and Sifeng (2008) Sasikirono and Meidiaswati (2017) Chancharat et al. (2018) ซึ่งผลความผิดปกติของการซื้อขาย นักลงทุนทั้งในช่วงก่อนและหลังวันหยุด แสดงให้เห็นว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ เพราะผู้ลงทุนสามารถใช้ข้อมูลในอดีตในช่วงวันหยุดที่ผ่านมา มาใช้เพื่อหากำไรเกินปกติได้

นอกจากนี้ผลการศึกษายังพบว่าระดับของอิทธิพลในวันหยุดยังส่งผลต่อแต่ละกลุ่มแตกต่างกัน ทั้งในช่วงก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา พบว่าในช่วงก่อนวันหยุดกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) สูงกว่าประเทศกำลังพัฒนาแต่ในช่วงหลังวันหยุด

ประเทศพัฒนาแล้วจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสูงกว่าประเทศพัฒนาแล้ว

ทั้งนี้สามารถสรุปได้ว่าจากการศึกษาพฤติกรรมในช่วงก่อนวันหยุดและหลังวันหยุดของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว และกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา เห็นได้ว่าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับต่ำทั้งกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วและกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา โดยผู้ลงทุนสามารถหาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากราคาหลักทรัพย์ในอดีตได้ แต่เมื่อทำการเปรียบเทียบความมีประสิทธิภาพระหว่างสองตลาด ตลาดในประเทศพัฒนาแล้วจะมีประสิทธิภาพมากกว่าประเทศกำลังพัฒนา และจากการศึกษาถึงพฤติกรรมการลงทุนของผู้ลงทุนที่ผ่านมา พบว่าผู้ลงทุนจะมีการซื้อขายผิดปกติในช่วงก่อนวันหยุดเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากข่าวเสียหายในวันหยุด นอกจากนี้เมื่อดูข้อมูลวันหยุดของประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา เห็นได้ว่าประเทศพัฒนาแล้วจะมีจำนวนเหตุการณ์วันหยุดน้อยกว่าประเทศกำลังพัฒนา แล้วแต่ละวันหยุดส่วนมากจะเป็นวันหยุดยาว ซึ่งอาจจะเป็นเหตุผลให้นักลงทุนในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วมีการซื้อขายผิดปกติในช่วงก่อนวันหยุด ส่วนช่วงหลังวันหยุดจะเห็นได้ว่าทั้งประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสูงในช่วงหลังวันหยุดไปแล้ว 3 วัน แสดงให้เห็นว่าประเทศทั้งสองกลุ่มยังมีการชะลอการลงทุนหลังจากผ่านวันหยุดมา แต่ประเทศกำลังพัฒนามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสูงกว่าประเทศพัฒนาแล้วซึ่งอาจเป็นเหตุมาจากความผันผวนการลงทุนมากและสภาพคล่องการซื้อขายน้อย

6. ประโยชน์จากการศึกษาและข้อเสนอแนะ

ประโยชน์ในด้านเชิงวิชาการนั้น จากผลการทดสอบที่ได้รับ ซึ่งพบว่าแม้แต่ในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งมีความก้าวหน้าในด้านของตลาดทุนเทคโนโลยีและข้อมูลข่าวสารยังคงสามารถพบโอกาสที่เกิดความผิดปกติของตลาดได้ อันแสดงถึงประสิทธิภาพของตลาดที่อยู่ในระดับต่ำ ตามแนวคิดของทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ แต่เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศกำลังพัฒนานั้นพบว่า ประเทศที่พัฒนาแล้วยังคงมีประสิทธิภาพมากกว่ากลุ่มประเทศกำลังพัฒนา

ประโยชน์ในด้านเชิงปฏิบัตินั้น แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการที่ลงทุน ที่นักลงทุนยังคงสามารถสร้างกลยุทธ์การลงทุนเพื่อหาผลตอบแทนเกินปกติได้ทั้งในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว และประเทศที่กำลังพัฒนา

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งถัดไป ควรมีการทดสอบโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดธรรมดา เพื่อให้สามารถใช้ตัวแปรควบคุมเพื่อกำจัดผลกระทบที่เกิดจากปัจจัยอื่นนอกเหนือจากผลของอิทธิพลของวันหยุด อีกทั้งควรมีการเพิ่มตัวแปรในการทดสอบนอกเหนืออัตราผลตอบแทนเกินปกติ เช่น มูลค่าการซื้อขาย หรือความผันผวนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์

เพื่อให้ครอบคลุมการแสดงผลการแสดงผลการการลงทุนของนักลงทุนมากยิ่งขึ้น

7. References

- Cadsby, C. B., & Ratner, M. (1992). Turn-of-month and pre-holiday effects on stock returns: Some international evidence. *Journal of Banking & Finance*, 16(3), 497-509.
- Chancharat, S., Maporn, S., Phuensane, P., & Chancharat, N. (2018). Volatility of holiday effects in Thai stock market. *Kasetsart Journal of Social Sciences*, in press, 1-6.
- Chia, R. C. J., Lim, S. Y., Ong, P. K., & Teh, S. F. (2015). Pre and post chinese new year holiday effects: evidence from Hong Kong stock market. *The Singapore Economic Review*, 60(4), 1-14.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-471.
- Jenwittayaroje, N. (2017). *chūāng khōng rŭ'dūkān thī hai phontōphān thī sūng kwā chūāng rŭ'dūkān 'Ūn nai Talat Laksap hāng Prathēt Thai* [The range of seasons that have higher returns than other seasons in the stock exchange of Thailand]. *Nida Business journal*, 20, 117-131.
- Kim, C. W., & Park, J. (1994). Holiday effects and stock returns: further evidence. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(1), 145-157.
- Manitkajornkit, E. (2017). Holiday effect in stock exchange of Thailand from January 1992 - August 2013. *Governance Journal*, 6(2), 78-96.
- Marrett, G. J., & Worthington, A. C. (2007b). An empirical note on the holiday effect in the Australian stock market, 1996–2006 *Applied Economics Letters*, 16(17), 1769-1772..

- Mehdian, S., & Perry, M. J. (2002). Anomalies in US equity markets: a re-examination of the January effect. *Applied Financial Economics*, 12(2), 141-145.
- Meneu, V., & Pardo, A. (2004). Pre-holiday effect, large trades and small investor behaviour. *Journal of Empirical Finance*, 11, 231-246.
- Lei, L., & Sifeng, L. (2008). Are there holiday effect in China's stock market?. *Journal of Financial Research*, 9(2).
- Sasikirono, N., & Meidiawati, H. (2017). Holiday Effect in the Indonesian Stock Market. *Advances in Intelligent Systems Research*, 131, 109-112.
- Tangjitprom, N. (2010). Preholiday Returns and Volatility in Thai stock market. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 2(2), 41-54.
- Teng, C.-C., & Liu, V. W. (2013). The pre-holiday effect and positive emotion in the Taiwan Stock Market. *Investment Analysts Journal*, 42(77), 35 - 43.
- Visittavanich, C. (2016). *kānsŭksā khwāmphit pakati khōng talāi laksap : 'itthiphon khōng wan yut læ dŭ'an khōng talāi [Stock Market Anomalies: Holiday Effect and Month Effect in Stock Exchange of Thailand]*. (Master Degree's Thesis, Bangkok University, Thailand).
- Wong, K. A., Hui, T. H., & Chan, C. Y. (1992). Day-of-the-week effects: evidence from developing stock markets. *Applied Financial Economics*, 2(1), 49-56.