

บทที่ 2

ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

เจน ประสิทธิ์ล้ำค่า (2526) ได้ทำการศึกษาถึงพฤติกรรมราคาเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ เพื่อที่จะศึกษาว่าลักษณะการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นไปตามทฤษฎีแวนเดินเชิงสุ่ม (Random Walk) หรือไม่ และทฤษฎีนี้ถือว่าลำดับราคาเปลี่ยนแปลงไม่แน่นอน ลักษณะการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เกิดขึ้นอย่างสุ่ม ไม่ขึ้นอยู่กับลักษณะการเปลี่ยนแปลงราคาในอดีต โดยเน้นว่าลักษณะการเคลื่อนไหว หรือแวนโวม์ในอดีตไม่สามารถใช้เป็นประโยชน์ในการคาดการณ์แวนโวม์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ ซึ่งขัดแย้งกับทฤษฎีการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ผลที่ได้จากการศึกษาพฤติกรรมราคาเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ คือลำดับราคาเปลี่ยนแปลงไม่เป็นอิสระกัน ซึ่งไม่เป็นไปตามทฤษฎีแวนเดินเชิงสุ่ม แสดงว่าพฤติกรรมราคาเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กัน เป็นการยอมรับการวิเคราะห์ทางเทคนิค นั่นคือข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต เป็นข้อมูลที่สามารถศึกษาและติดตาม กล่าวโดยสรุปคือการศึกษาในรูปแบบต่างๆ ตามวิธีการทางเทคนิค อาจถือเป็นประโยชน์ต่อการพยากรณ์การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอนาคต

นินนาท เจริญเลิศ (2532) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ ซึ่งได้แก่รายได้ประชาชาติ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝาก และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะ เป็น ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายเดือนตั้งแต่กรกฎาคม พ.ศ. 2520 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2530 โดยแบ่งช่วงการศึกษาออกเป็น 3 ช่วง ดังนี้ คือกรกฎาคม พ.ศ. 2520 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2530 เปรียบเทียบระหว่างกรกฎาคม พ.ศ. 2520 ถึง กรกฎาคม พ.ศ. 2528 และมกราคม พ.ศ. 2529 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2530 ผลการศึกษาโดยใช้การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) แบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square : OLS) สรุปได้ว่าในช่วงระยะยาวคือระหว่าง กรกฎาคม พ.ศ. 2520 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2530 การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากจะทำให้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงมากที่สุด ส่วนอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร และอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากไม่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ส่วนในช่วง กรกฎาคม พ.ศ. 2520 ถึงกรกฎาคม พ.ศ. 2522 ปรากฏว่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะ เป็นรายได้ประชาชาติ และอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร มีผลต่อ

การเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ และในช่วงมกราคม พ.ศ. 2529 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2530 ปรากฏว่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์เพียงตัวเดียวเท่านั้น ในขณะที่สมการถดถอยพหุคูณแบบวิธีขั้นบันได (Stepwise Multiple Regression) พบว่าช่วงกรกฎาคม พ.ศ. 2520 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2530 อัตราดอกเบี้ยผู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ส่วนช่วงกรกฎาคม พ.ศ. 2520 ถึง กรกฎาคม พ.ศ. 2522 และมกราคม พ.ศ. 2529 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2530 ผลปรากฏว่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์

ธนิดา กาญจนพันธ์ (2534) ได้แบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ลักษณะ โดย

1. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้น
2. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นของกลุ่มหลักทรัพย์แต่ละกลุ่มกับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค และตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาค
3. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์กับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค และตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาค

โดยข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายเดือนตั้งแต่มกราคม พ.ศ. 2533 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2533 ซึ่งวิธีการในการศึกษาจะอาศัยสมการถดถอย โดยที่ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคประกอบด้วย ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ ส่วนตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาค ได้แก่เงินปันผลต่อหุ้น กำไรสุทธิต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นของกลุ่มหลักทรัพย์แต่ละกลุ่มกับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค พบว่าตัวแปรที่อธิบายการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่การลงทุนในหุ้นของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค และตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาค ซึ่งพบว่าการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในกลุ่มธนาคารขึ้นอยู่กับปัจจัยต่าง ๆ ดังนี้ ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ เงินปันผลต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ในขณะที่การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มอื่น ๆ ขึ้นอยู่กับปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น นอกจากนั้นพิจารณาต่อว่าตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค และตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาคที่มีต่อราคาหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์ ผลปรากฏว่าตัวแปรแต่ละตัวมีผลกระทบต่อราคาหุ้นที่แตกต่างกัน โดยการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในแต่ละหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์มากที่สุด รองลงมาคือปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น เงินปันผลต่อหุ้น ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ปริมาณ

เงินในระบบเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก กำไรสุทธิต่อหุ้น และผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริงตามลำดับ

สุโลจนิ ศรีแก้ว (2535) ได้ศึกษาวิเคราะห์ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลอดจนประมาณค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) โดยวิเคราะห์ความเสี่ยงตามแนวคิดของวิลเลียม เอฟ ชาพ (Villiam F. Sharpe) ผลการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) พบว่าดัชนีราคาหุ้นขึ้นอยู่กับปัจจัยอิสระทางการเงินและภาวะเศรษฐกิจ ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก ดัชนีราคาหุ้นดาวโจนส์ (Dow-Jones) ดัชนีราคาหุ้นฮั่งเส็ง (Hang Seng) ดัชนีราคาหุ้นนิเคอิ (Nikei) บรรยากาศการเมืองในประเทศ และสถานการณ์ในตะวันออกกลาง และพบว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของหุ้นในกลุ่มเงินทุน และหลักทรัพย์มีค่ามากกว่าร้อยละ 50 สูงกว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของหุ้นในกลุ่มธนาคาร นั่นคือราคาหุ้นกลุ่มเงินทุน และหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับสถานการณ์ของตลาดมากกว่าราคาหุ้นกลุ่มธนาคาร และค่าเบต้า (Beta) ของหุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มเงินทุน และหลักทรัพย์มีค่าสูงกว่า 1 ในขณะที่หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มธนาคารมีค่าเบต่าน้อยกว่า 1 หมายความว่าหุ้นกลุ่มเงินทุน และหลักทรัพย์เป็นหุ้นที่มีการปรับตัวเร็ว (Aggressive Stock) และหุ้นกลุ่มธนาคารเป็นหุ้นที่มีการปรับตัวช้า (Defensive Stock)

กำชัย แก้วร่วมวงศ์ (2539) ได้ทำการวิเคราะห์เปรียบเทียบผลตอบแทนการลงทุนหุ้นกลุ่มพลังงาน และกลุ่มสื่อสาร และวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานรวมถึงอัตราผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นของทั้งสองกลุ่ม โดยใช้ข้อมูลกลุ่มพลังงาน 5 บริษัท และกลุ่มสื่อสาร 6 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก่อนวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2537 ซึ่งข้อมูลที่ใช้ประกอบด้วยเอกสารงบการเงินรายงาน และราคาปิดรายวันของหุ้นแต่ละบริษัทตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม ถึง 30 ธันวาคม พ.ศ. 2537 การวิเคราะห์ข้อมูลใช้ค่าร้อยละ และทดสอบสมมติฐานโดยวิธีทดสอบของ Mann-Whitney ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยพื้นฐานด้านภาวะเศรษฐกิจ ภาวะอุตสาหกรรม ต่างส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัท และการทดสอบสมมติฐานโดยวิธี ของ Mann-Whitney สรุปได้ว่าผลตอบแทนการลงทุนในหุ้นกลุ่มพลังงานไม่แตกต่างจากหุ้นกลุ่มสื่อสารที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ส่วนด้านผลตอบแทนการลงทุนสูงสุดในแต่ละกลุ่มได้ผลดังนี้ กลุ่มพลังงานปรากฏว่าหุ้นของบริษัทสยามสหบริการ จำกัด มหาชน (SUSCO) ให้ผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับร้อยละ 81.82 ในขณะที่หุ้นในกลุ่มสื่อสาร บริษัทสามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด มหาชน (SAMART) ให้ผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับร้อยละ 43.65

เดชวิทย์ นิลวรรณ (2539) ได้ทำการศึกษาโดยการวิเคราะห์ความเสี่ยงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแยกการศึกษาออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่

1. การศึกษาอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงของแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสาร
2. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในแบบจำลอง
3. การศึกษาค่าความเสี่ยงที่มีระบบ (systematic risk) และความเสี่ยงที่ไม่มีระบบ (unsystematic risk) ของแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสาร

การศึกษาใช้วิธีกำหนดแบบจำลอง และคำนวณ โดยใช้วิธี multiple regression analysis โดยโปรแกรมสำเร็จรูป TSP (time series processor) โดยในการศึกษานี้ ใช้ข้อมูลเป็นรายสัปดาห์ เริ่มตั้งแต่วันที่ 11 กรกฎาคม 2537 ถึง 30 มิถุนายน 2538 รวมทั้งสิ้น 51 สัปดาห์

การศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงของแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสารใช้ตัวแปรอิสระในการศึกษาทั้งหมด 6 ตัวแปร ได้แก่อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Rm) อัตราแลกเปลี่ยน บาท/ดอลลาร์สหรัฐ (Bahr/US\$) อัตราแลกเปลี่ยน เยน/ดอลลาร์สหรัฐ (Yen/US\$) อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศประเภทเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (MLR) อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารประเภทข้ามคืน (interbank rate) อัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกาประเภท Discount Rate ของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา (USRATE) พบว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Rm) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเพียงตัวเดียว

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในแบบจำลอง พบว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Rm) ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวอื่นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนตัวแปรอิสระที่เหลือ 5 ตัวแปร พบว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

การศึกษารื่องของความเสี่ยงที่มีระบบ (systematic risk) และความเสี่ยงที่ไม่มีระบบ (unsystematic risk) พบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสารที่มีค่าเบต้ามากกว่า 1 ได้แก่ ADVANCE, IEC, SATTEL, SHIN และ TA จัดเป็นหลักทรัพย์ประเภทที่มีการปรับตัวเร็ว (aggressive stock) ส่วนหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสารที่มีค่าเบต้าน้อยกว่า 1 ได้แก่ SMART, UCOM, TT&T และ JASMIN จัดเป็นหลักทรัพย์ประเภทที่มีการปรับตัวช้า (defensive stock) นอกจากนี้ยังพบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสารที่มีความเสี่ยงที่มีระบบน้อยกว่าความเสี่ยงที่ไม่มีระบบ โดยค่าเฉลี่ยของค่า R-square มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 39.30 และค่า 1 - (R-square) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 60.70

พิงพิศ แก้วเพชร (2539) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ โดยการออกแบบสอบถามจำนวน 172 ราย ผลการศึกษาพบว่า เป็นชายหญิงเท่า ๆ กัน อายุอยู่ในช่วง 20 - 40 ปี ส่วนใหญ่มี

อาชีพพนักงานบริษัท และธุรกิจส่วนตัว มีรายได้ไม่ต่ำกว่า 20,000 บาทต่อเดือน ระดับปริญญาตรี ขึ้นไป โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเข้าไปเก็งกำไรในรูปแบบของส่วนต่างราคามากกว่าซื้อเพื่อการลงทุนระยะยาว และเพื่อต้องการได้รับเงินปันผล ซึ่งปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเลือกลงทุนมี 2 ปัจจัย คือ

1. ปัจจัยพื้นฐาน ประกอบด้วย การวิเคราะห์แนวโน้มเศรษฐกิจและตลาดหุ้น การวิเคราะห์อุตสาหกรรม และการวิเคราะห์ในงานบริษัท

2. ปัจจัยเทคนิค เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอดีต ซึ่งถูกนำเสนอในรูปแบบของกราฟหรือภาพ โดยมีทฤษฎีที่นำมาใช้อ้างอิงหลายทฤษฎี

นักลงทุนจะให้ทั้งสองปัจจัยประกอบกันดังนี้ โดยเริ่มศึกษาปัจจัยพื้นฐานก่อนซึ่งพบว่านักลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ให้ความสำคัญกับการวิเคราะห์แนวโน้มเศรษฐกิจของประเทศ และภาวะตลาดหุ้นมากที่สุด รองลงมาคือการวิเคราะห์ภาคอุตสาหกรรมที่จะได้รับผลกระทบตามนโยบายและมาตรการต่าง ๆ ของรัฐบาล จากนั้นพิจารณารายบริษัททั้งเชิงคุณภาพในแง่ความสามารถของผู้บริหาร และเชิงปริมาณโดยพิจารณาจากกำไรต่อหุ้น (Earning Per Share : EPS) ราคาซื้อขายต่อกำไรต่อหุ้น (Price Earning Ratio : P/E Ratio) และความสามารถในการทำกำไร เมื่อศึกษาปัจจัยพื้นฐานแล้ว นำปัจจัยทางเทคนิคมาวิเคราะห์แนวโน้มความเป็นไปได้ของราคาหลักทรัพย์เพื่อการทำการตัดสินใจว่าจะซื้อขายหลักทรัพย์ ณ ราคาใด โดยทฤษฎีที่นิยมใช้มากที่สุด คือค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่อย่างง่าย และค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่แบบเอ็กซ์โปเนนเชียล

สุนทรี กัญญาพิเศษ (2539) ได้ทำการศึกษาทฤษฎีอามิเทจไพริง (Arbitrage Pricing Theory : APT) เพื่อใช้ในการศึกษาปัจจัยที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงที่เป็นระบบ ค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องมาจากปัจจัย และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์เพื่อนำไปใช้ในการพิจารณาคัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การหาปัจจัยที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงที่เป็นระบบและน้ำหนักของปัจจัยดังกล่าวมีแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา 2 แบบจำลอง คือแบบจำลองแฟคเตอร์โหลดดิง (Factor Loading Model : FLM) และแบบจำลองตัวแปรมหภาค (Macroeconomic Variable Model : MVM) ซึ่งแต่ละแบบจำลองใช้เทคนิคในการประเมินค่าที่แตกต่างกัน คือแบบจำลอง FLM ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ปัจจัย ส่วนแบบจำลอง MVM ใช้การวิเคราะห์ถดถอยเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของตลาด อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตราเงินเฟ้อ และดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ผลการประมาณค่าความเสี่ยงของปัจจัยแบบ FLM พบว่ามีปัจจัย 9 ปัจจัยที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยที่ความเสี่ยงของปัจจัยทั้ง 9 ปัจจัยนี้มีอิทธิพลต่อการพฤติกรรมเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาเป็นร้อยละ 68 ส่วนผลการประมาณค่า

แบบ MVM พบว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดมีอิทธิพลต่อพฤติกรรมเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุกตัวที่ใช้ในการศึกษาอย่างเห็นได้ชัด ส่วนปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคอื่น ๆ ที่เหลือมีอิทธิพลต่อพฤติกรรมเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเพียงไม่กี่หลักทรัพย์เท่านั้น ผลการประมาณค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องมาจากปัจจัยแบบ FLM พบว่าเมื่อพิจารณาค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องมาจากปัจจัยทั้ง 9 ปัจจัย ร่วมกับน้ำหนักของปัจจัยดังกล่าวแล้ว สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 67.49 ส่วนแบบ MVM เมื่อพิจารณาค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องมาจากปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคร่วมกับน้ำหนักของปัจจัยดังกล่าวสามารถอธิบายได้ร้อยละ 37.51 ผลการนำอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ สรุปได้ว่าแต่ละแบบจำลองต่างก็มีข้อดีข้อเสียที่แตกต่างกัน คือแบบจำลอง FLM มีความแม่นยำในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์สูงกว่าแบบจำลอง MVM แต่เนื่องจากแบบจำลอง FLM ไม่สามารถระบุปัจจัยที่ใช้ในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นแบบจำลอง FLM จึงไม่สามารถแนะนำกลยุทธ์ในการลงทุนให้แก่นักลงทุนได้ ส่วนแบบจำลอง MVM ถึงแม้จะมีความแม่นยำในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ต่ำกว่าแบบจำลอง FLM แต่แบบจำลอง MVM มีประสิทธิภาพมากกว่าในแง่ของการวางกลยุทธ์ในการลงทุน เนื่องจากสามารถระบุได้ว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคตัวใดที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

บุญศรี ศรีหิรัญกุล (2539) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์โดยใช้ทฤษฎีอาบิเทรจไพริง (Arbitrage Pricing Theory : APT) โดยมีตัวแปรอิสระ คืออัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนและอัตราผลตอบแทนของตลาด และมีตัวแปรตาม คืออัตราผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารจะไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนการลงทุนในทุกหลักทรัพย์ส่วนอัตราเงินเฟ้อ และดัชนีการลงทุนภาคเอกชนเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลกับหลักทรัพย์เพียง 2-3 หลักทรัพย์เท่านั้น และเมื่อนำเอาน้ำหนักปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ทำให้เกิดความเสียงไปคำนวณหาค่าชดเชยความเสี่ยง ผลปรากฏว่าสมการที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์แต่ละรายกับน้ำหนักปัจจัยที่ส่งผ่าน ค่าชดเชยความเสี่ยง ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนแต่ละหลักทรัพย์ให้ค่า R^2 เท่ากับ 0.73

และ Adjust R² เท่ากับ 0.65 จากสมการดังกล่าวทำให้สามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละหลักทรัพย์ได้

สุธีรา ตั้งตระกูล (2540) ได้ทำการศึกษาความสามารถในการพยากรณ์ของการวิเคราะห์ทางเทคนิค และทางเศรษฐศาสตร์ของการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มธนาคาร และกลุ่มเงินทุน และหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการวิเคราะห์การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ทั้งสองกลุ่มตั้งแต่วันที่ 24 เมษายน 2535 ถึง วันที่ 15 สิงหาคม 2539 รวม 1,570 วัน

ผลการศึกษาพบว่าเครื่องมือทางเทคนิคที่ดีที่สุดที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถในการพยากรณ์ของการวิเคราะห์ทางเทคนิค และทางเศรษฐศาสตร์ของการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในทั้งสองกลุ่มนี้ คือค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่อย่างง่าย (Simple Moving Average : SMA) และดัชนีความสัมพันธ์เหนียวแน่น (Relative Strength Index : RSI) เมื่อใช้ SMA และ RSI ร่วมกันสามารถทำกำไรมากที่สุดให้กับหลักทรัพย์ 11 หลักทรัพย์ จากทั้งหมด 16 หลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคาร โดยคิดเป็นร้อยละ 68.75 และมีอัตราการจ่ายคืน (Rate of Return) เฉลี่ยต่อปีร้อยละ 134.32 เครื่องมือที่สามารถทำกำไรมากเป็นอันดับสอง ได้แก่ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ (Moving Average) ซึ่งมีอัตราการจ่ายคืนเฉลี่ยร้อยละ 79.78 ส่วนเครื่องมือที่สามารถทำกำไรได้เป็นอันดับสาม คือ O-MAC-M ซึ่งมีอัตราการจ่ายคืนเฉลี่ยต่อปีร้อยละ 57.18 และเครื่องมือทางเทคนิคที่สามารถทำกำไรได้เป็นอันดับสี่ คือค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่แบบเอ็กซ์โปเนนเชียล (Moving Average Convergence/Divergence Exponential : MACD) ซึ่งมีอัตราการจ่ายคืนเฉลี่ยต่อปีร้อยละ 22.32 ในขณะที่เวลานั้น SMA และ RSI สามารถทำกำไรได้มากที่สุดให้กับหลักทรัพย์ 30 หลักทรัพย์จากทั้งหมด 47 หลักทรัพย์ในกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ โดยคิดเป็นร้อยละ 63.83 ซึ่งมีอัตราการจ่ายคืนเฉลี่ยต่อปีเป็นร้อยละ 469.36 เครื่องมือที่สามารถทำกำไรมากเป็นอันดับสอง ได้แก่ O-MAC-M ซึ่งมีอัตราการจ่ายคืนเฉลี่ยร้อยละ 95.22 ส่วนเครื่องมือที่สามารถทำกำไรได้เป็นอันดับสาม คือค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ (Moving Average) ซึ่งมีอัตราการจ่ายคืนเฉลี่ยต่อปีเป็นร้อยละ 84.39 และเครื่องมือทางเทคนิคที่สามารถทำกำไรได้เป็นอันดับสี่ คือค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่แบบเอ็กซ์โปเนนเชียล ซึ่งมีอัตราการจ่ายคืนเฉลี่ยต่อปีร้อยละ 63.59 และจากการคำนวณค่าดัชนีฤดูกาลจะแสดงให้เห็นว่า มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยในแต่ละเดือนของทุก ๆ ปี นั้น มีมูลค่าเฉลี่ยสูงกว่า หรือต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมด

หทัยรัตน์ บุญโณ (2541) ทำการศึกษาเพื่อนำแบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ประเภทหุ้น (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ใช้ประมาณค่าเบต้า โดยใช้ข้อมูลที่แบ่งเป็น 3 แบบ คือแบ่งข้อมูลเป็นรายสัปดาห์ รายเดือน และรายไตรมาส โดยเลือกค่าเบต้าที่เหมาะสมที่สุดไปใช้ในการคำนวณหาผลตอบแทนคาดหวังของหลักทรัพย์ต่าง ๆ เพื่อใช้ในการตัดสินใจลงทุนใน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งนำเอาภาวะตลาดหุ้น ชบเซา และภาวะตลาดหุ้นร้อนแรงเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย โดยกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน และอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ที่ปราศจากความเสี่ยง ผลการศึกษาพบว่าช่วงเวลาในการประมาณค่าเบต้าที่มีความเหมาะสมของแต่ละหลักทรัพย์ไม่มีรูปแบบที่แน่นอนที่จะเจาะจงได้ว่าจะใช้ข้อมูลที่แบ่งแบบช่วงเวลาใดมาประมาณค่าเบต้า สำหรับการศึกษาดังกล่าวพบว่า ภาวะตลาดมีผลกระทบต่อผลตอบแทนคาดหวังของหลักทรัพย์เพียงบางหลักทรัพย์เท่านั้น ในขณะที่ผลตอบแทนคาดหวังของหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ ไม่ได้ได้รับผลกระทบต่อตลาด และเมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนคาดหวังของหลักทรัพย์กับเส้นตลาดหลักทรัพย์พบว่า มีทั้งหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Undervalued) และสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalued) โดยผลการศึกษาที่ได้นั้นจะนำมาใช้เพื่อพิจารณาว่าผู้ลงทุนควรจะซื้อหรือขายหลักทรัพย์เพื่อปรับปรุงแผนการลงทุนของนักลงทุนได้ด้วยตัวเอง

กนกกาญจน์ ทวีอภิชาติเจริญ (2541) ทำการศึกษาเพื่อให้ทราบถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์ ใช้ข้อมูลเป็นข้อมูลรายเดือนตั้งแต่มกราคม พ.ศ. 2536 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2539 รวมทั้งสิ้น 48 เดือน โดยปัจจัยที่นำมาศึกษา ได้แก่ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน ปริมาณสินเชื่อของสถาบันการเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อัตราเงินเฟ้อ ค่าไรสุทธิ อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร และดัชนีดาวโจนส์ ซึ่งการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้ได้ใช้รูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อนในการประมาณค่าทางสถิติ ผลการศึกษาในครั้งนี้พบว่า ปัจจัยบางตัวเท่านั้นที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญในทางบวกกับดัชนีราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์ อันได้แก่ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน ดัชนีดาวโจนส์ และอัตราเงินเฟ้อ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารมีความสัมพันธ์ในทางลบกับดัชนีราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์

ยุทธนา เรือนสุภา (2543) ได้ทำการศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อใช้เป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุน โดยหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่นำมาศึกษา ได้แก่หลักทรัพย์ของธนาคารกรุงศรีอยุธยา ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารเอเซีย ธนาคารดีบีเอสไทยท努 บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ธนาคารกรุงไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารกสิกรไทย และธนาคารทหารไทย เป็นข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายสัปดาห์ ตั้งแต่วันที่ 1 กันยายน พ.ศ. 2541 ถึง 30 สิงหาคม พ.ศ. 2542 รวมทั้งสิ้น 52 สัปดาห์ มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ ซึ่งใช้แบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ประเภททุน (Capital Asset Pricing Model : CAPM) และการวิเคราะห์การถดถอยในการประมาณค่าความ

เสี่ยงจากสมการ CAPM โดยใช้ข้อมูลดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนของธนาคารใหญ่ขนาด 4 ธนาคาร คือธนาคารกรุงเทพ จำกัด ธนาคารกสิกรไทย จำกัด ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด และธนาคารกรุงไทย จำกัด มาหาค่าเฉลี่ยเพื่อเป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง และใช้ข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายสัปดาห์มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของตลาด ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าผลตอบแทนของตลาด และเมื่อทำการแบ่งกลุ่มธนาคารกลุ่มที่มีสินทรัพย์ขนาดกลางให้ผลตอบแทนสูงกว่า 1 และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามแบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ประเภททุน สรุปได้ว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์มีการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาด จัดเป็นหลักทรัพย์ประเภทที่มีการปรับตัวเร็วและเมื่อนำผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์ (Securities Market Line : SML) โดยวิเคราะห์ว่าหลักทรัพย์ใดมีราคาสูงกว่า หรือต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็น เพื่อใช้เป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุน พบว่าหลักทรัพย์ต่าง ๆ ที่ทำการศึกษาอยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด แสดงว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารมีผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่มีระดับความเสี่ยงเดียวกัน นั่นคือมีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ในอนาคตราคาของหลักทรัพย์กลุ่มนี้จะมีราคาสูงขึ้น ซึ่งจะทำให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงเข้าสู่ระดับเดียวกันของตลาดหรือปรับตัวลงมาที่เส้นตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นหากนักลงทุนต้องการลงทุนก็ควรลงทุนในหลักทรัพย์นี้ก่อนที่ราคาจะปรับตัวสูงขึ้น

ปริญา คำพุกกะ (2545) ได้ทำการศึกษาโดยการวิเคราะห์ดัชนีหุ้นในกลุ่มธนาคาร กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มสื่อสาร กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ กลุ่มพลังงาน และกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อดัชนีหุ้นไทย ตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม พ.ศ. 2537 ถึง 4 มิถุนายนพ.ศ. 2541 รวมเป็นข้อมูลทั้งหมด 1,073 วัน ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีหุ้นไทย และดัชนีหุ้นในกลุ่มต่าง ๆ มีลักษณะไม่นิ่ง เมื่อนำไปหาสมการถดถอยจึงได้สมการถดถอยไม่แท้จริง (Spurious Regression) จึงทำการตรวจสอบการร่วมกันไปด้วยกัน (Cointegration) ของดัชนีหุ้นไทยและดัชนีหุ้นในกลุ่มต่าง ๆ ปรากฏว่าส่วนที่เหลือ (Residual) ที่นำมาทดสอบมีลักษณะนิ่ง อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 แสดงได้ว่าสมการถดถอยดังกล่าวเป็นสมการถดถอยที่มีคุณภาพในระยะยาว แต่การเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นไทยเป็นการเปลี่ยนแปลงระยะสั้น จึงใช้แบบจำลองเอเรอร์คอเรคชัน (ECM) มาดูลักษณะการปรับตัว ผลปรากฏว่าในระยะสั้นการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นในกลุ่มต่าง ๆ ณ เวลา t และค่าความคลาดเคลื่อนที่มาจากความสัมพันธ์ระยะยาวในช่วงเวลาที่แล้ว เป็นตัวแปรที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นไทยได้อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 ดังนั้นพฤติกรรมของการเปลี่ยนแปลงของ

ดัชนีหุ้นไทยในระยะสั้น โดยใช้แบบจำลองการถดถอยสลับเปลี่ยน (Switching Regression Model) พบว่าการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นไทยในหุ้นขาขึ้น 1 หน่วย ได้รับอิทธิพลจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นในกลุ่มธนาคารมากที่สุด เป็น 0.3085 หน่วย รองลงมาคือกลุ่มพลังงาน 0.1828 หน่วย ส่วนการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นไทยขาลง 1 หน่วย ได้รับอิทธิพลจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นในกลุ่มธนาคารมากที่สุด เป็น 0.2917 หน่วย รองลงมาคือกลุ่มพลังงาน 0.1824 หน่วย และจากทั้งสองสมการข้างต้นพบว่า การเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นไทยขาขึ้น และขาลงถึง 0.4913 และ 0.4741 ตามลำดับ กล่าวคือเกือบร้อยละ 50 ของดัชนีหุ้นไทยได้รับอิทธิพลจากดัชนีหุ้นในกลุ่มธนาคาร และพลังงาน สรุปได้ว่าลักษณะการเคลื่อนไหวของดัชนีหุ้นไทยในหุ้นขาขึ้น และหุ้นขาลงมีลักษณะการเคลื่อนไหวที่แตกต่างกัน เนื่องจากสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรที่เลือกเฟ้น (Selectivity Variable) ของทั้งสองสมการข้างต้นมีนัยสำคัญที่ 0.01 กล่าวได้ว่าดัชนีหุ้นไทยขาขึ้น และขาลงมีลักษณะการเคลื่อนไหวไม่เหมือนกันอย่างมีนัยสำคัญ