บทที่ 2
ทบทวนวรรณกรรม

เจน ประสิทธิ์ล้ำคำ (2526) ศึกษาถึงพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เพื่อที่จะศึกษาว่า ลักษณะการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นไปตามทฤษฎีแนวเดินเชิงสุ่ม (Random Walk) หรือไม่ ซึ่งทฤษฎีนี้ถือว่าลำดับราคาเปลี่ยนแปลงไม่แน่นอน ลักษณะการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เกิดขึ้นอย่างสุ่มไม่ขึ้นอยู่กับลักษณะการเปลี่ยนแปลงราคาในอดีต โดยเน้นว่าลักษณะการเคลื่อนไหวหรือแนวโน้มในอดีตไม่สามารถใช้เป็นประโยชน์ในการคาดการณ์แนวโน้มราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ ซึ่งขัดแย้งกับทฤษฎีการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ที่มีความเชื่อว่า รูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาในอดีตจะหวนกลับมาเกิดขึ้นใหม่ในอนาคต ผลที่ได้จากการศึกษาพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ คือ ลำดับราคาเปลี่ยนแปลงไม่เป็นอิสระกัน ซึ่งไม่เป็นไปตามทฤษฎีแนวเดินเชิงสุ่ม แสดงว่าพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันซึ่งเป็นการยอมรับการวิเคราะห์ทางเทคนิค คือ ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีตเป็นข้อมูลที่สามารถศึกษาและติดตาม ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการอธิบายพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ สรุปคือการศึกษารูปแบบต่างๆตามวิธีการทางเทคนิคอาจถือเป็นประโยชน์ต่อการพยากรณ์การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอนาคต

นินนาท เจริญเลิศ (2532) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระอื่นๆ ได้แก่ รายได้ประชาชาติ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝาก และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็น ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2520 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2530 โดยแบ่งช่วงการศึกษาออกเป็น 3 ช่วง ดังนี้ คือ กรกฎาคม 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) สรุปผลการศึกษาได้ว่า ในช่วงกรกฎาคม พ.ศ. 2520 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2530 ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากจะทำให้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงมากที่สุด ส่วนอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร และอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากไม่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ส่วนในช่วงกรกฎาคม พ.ศ. 2520 ถึงกรกฎาคม พ.ศ. 2522 ปรากฏว่าดัชนีราคาหุ้นตลาด

หลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็น รายได้ประชาชาติ และอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร มีผลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ และในช่วงมกราคม พ.ศ. 2529 ถึงธันวาคม พ.ศ. 2530 ปรากฏว่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็นมีความ สัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์เพียงตัวเดียวเท่านั้น ในขณะที่ผลการศึกษาโดยใช้สมการถดถอยพหุคูณแบบวิธีขั้นบันได (Stepwise Multiple Regression) พบว่าในช่วงกรกฎาคม พ.ศ. 2520 ถึงธันวาคม พ.ศ. 2530 อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็น มีผลต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ส่วนในช่วงกรกฎาคม พ.ศ. 2520 ถึงกรกฎาคม พ.ศ. 2522 และมกราคม พ.ศ. 2529 ถึงธันวาคม พ.ศ. 2530 ผลปรากฏว่า ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็นเท่านั้น ที่มีความสัมพันธ์ต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์

ธนิดา กาญจนพันธ์ (2534) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้น ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นของกลุ่มหลักทรัพย์แต่ละกลุ่มกับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค และตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาค ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์กับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค และตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาค ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2533 ถึงธันวาคม พ.ศ. 2533 โดยวิธีการในการศึกษาจะอาศัยสมการถดถอย ซึ่งตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคประกอบด้วย ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ ส่วนตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาค ได้แก่ เงินปันผลต่อหุ้น กำไรสุทธิต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นของกลุ่มหลักทรัพย์แต่ละกลุ่มกับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค พบว่าตัวแปรที่อธิบายการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ การลงทุนในหุ้นของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคและตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาค ซึ่งพบว่าการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในกลุ่มธนาคารขึ้นอยู่กับปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ เงินปันผลต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ในขณะที่การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มอื่น ๆ ขึ้นอยู่กับปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจและมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น นอกจากนี้ยังพิจารณาต่อว่าตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคและตัวแปรทางเศรษฐกิจจุลภาคที่มีต่อราคาหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์ ผลปรากฏว่าตัวแปรแต่ละตัวมีผลกระทบต่อราคาหุ้นที่แตกต่างกันโดยการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในแต่ละหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์มากที่สุด รองลงมา คือ ปริมาณการลงทุนในหุ้นจากต่างประเทศ

มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น เงินปันผลต่อหุ้น ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก กำไรสุทธิต่อหุ้น และผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริงตามลำดับ

สุโลจนี ศรีแกล้ว (2535) ศึกษาวิเคราะห์ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลอดจนประมาณค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) โดยวิเคราะห์ความเสี่ยงตามแนวคิดของวิลเลี่ยม เอฟ ชาพ (Villiam F. Sharpe) ผลการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) พบว่าดัชนีราคาหุ้นขึ้นอยู่กับปัจจัยอิสระทางการเงิน และภาวะเศรษฐกิจ ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก ดัชนีราคาหุ้นดาวโจนส์ (Dow-Jones) ดัชนีราคาหุ้นฮั่งเส็ง (Hang Seng) ดัชนีราคาหุ้นนิเคอิ (Nikei) บรรยากาศการเมืองในประเทศ และสถานการณ์ในตะวันออกกลาง และพบว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบของหุ้นในกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์มีค่ามากกว่าร้อยละ 50 สูงกว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของหุ้นในกลุ่มธนาคาร นั่นคือราคาหุ้นกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับสถานการณ์ของตลาดมากกว่าราคาหุ้นกลุ่มธนาคาร และค่าเบต้า (Beta) ของหุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์มีค่าสูงกว่า 1 ในขณะที่หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มธนาคารมีค่าเบต้าน้อยกว่า 1 หมายความว่า หุ้นกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์เป็นหุ้นที่มีการปรับตัวเร็ว (Aggressive Stock) และหุ้นกลุ่มธนาคารเป็นหุ้นที่มีการปรับตัวช้า (Defensive Stock)

กำชัย แก้วร่วมวงค์ (2539) ศึกษาวิเคราะห์เปรียบเทียบผลตอบแทนการลงทุนหุ้นกลุ่มพลังงาน และกลุ่มสื่อสาร เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานและอัตราผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นของทั้งสองกลุ่ม รวมถึงการศึกษาอัตราผลตอบแทนการลงทุนสูงสุดของหุ้นแต่ละกลุ่ม โดยใช้ข้อมูลกลุ่มพลังงาน 5 บริษัท และกลุ่มสื่อสาร 6 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก่อนวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2537 ซึ่งข้อมูลที่ใช้ประกอบด้วย เอกสารงบการเงินรายงาน และราคาปิดรายวันของหุ้นแต่ละบริษัทตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม ถึง 30 ธันวาคม พ.ศ. 2537 การวิเคราะห์ข้อมูลใช้ค่าร้อยละ และทดสอบสมมติฐานโดยวิธีทดสอบของ Mann-Whitney ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยพื้นฐานด้านภาวะเศรษฐกิจ ภาวะอุตสาหกรรม มีส่วนเกื้อต่อการดำเนินงานของบริษัท แต่ภาวะในตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนมาก ส่งผลต่อราคาหุ้นของทั้งสองกลุ่ม และการทดสอบสมมติฐานโดยวิธี ของ Mann-Whitney สรุปได้ว่า ผลตอบแทนการลงทุนในหุ้นกลุ่มพลังงานไม่แตกต่างจากหุ้นกลุ่มสื่อสารที่ระดับนัย สำคัญ 0.05 ส่วนด้านผลตอบแทนการลงทุนสูงสุดในแต่ละกลุ่มได้ผลดังนี้ กลุ่มพลังงาน ปรากฏว่าหุ้นของบริษัทสยามสหบริการ จำกัด มหาชน (SUSCO) ให้ผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับ

ร้อยละ 81.82 ในขณะที่หุ้นของบริษัทสามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด มหาชน (SAMART) ให้ผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับร้อยละ 43.65 ในกลุ่มสื่อสาร

เดชวิทย์ นิลวรรณ (2539) ศึกษาโดยการวิเคราะห์ความเสี่ยงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย 3 ส่วนได้แก่ ศึกษาอัตราผลตอบ แทนและความเสี่ยงของแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสาร ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในแบบจำลอง ศึกษาค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) ของแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสาร การศึกษาใช้วิธีกำหนดแบบจำลองและคำนวณโดยใช้วิธี multiple regression analysis โดยโปรแกรมสำเร็จรูป TSP (time series processor) ข้อมูลที่ใช้เป็นรายสัปดาห์ เริ่มตั้งแต่วันที่ 11 กรกฎาคม พ.ศ. 2537 ถึง 30 มิถุนายน พ.ศ. 2538 รวมทั้งสิ้น 51 สัปดาห์

การศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสาร ใช้ตัวแปรอิสระในการศึกษาทั้งหมด 6 ตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Rm), อัตราแลกเปลี่ยน บาท/ดอลล่าร์สหรัฐ (Baht/ U$), อัตราแลกเปลี่ยนเยน/ดอลล่าร์สหรัฐ (Yen / U$), อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศประเภทเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (MLR), อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารประเภทข้ามคืน (Interbank rate), อัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกาประเภท Discount Rate ของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา (USRATE) พบว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Rm) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเพียงตัวเดียว

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในแบบจำลอง พบว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Rm) ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวอื่นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนตัวแปรอิสระที่เหลือ 5 ตัวแปร พบว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

การศึกษาเรื่องของความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) พบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสารที่มีค่าเบต้ามากกว่า 1 ได้แก่ ADVANCE, IEC, SATTEL, SHIN และ TA เป็นหลักทรัพย์ประเภทที่มีการปรับตัวเร็ว (aggressive stock) ส่วนหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสารที่มีค่าเบต้าน้อยกว่า 1 ได้แก่ SAMART, UCOM, TT&T และ JASMIN เป็นหลักทรัพย์ประเภทที่มีการปรับตัวช้า (defensive stock) นอกจากนี้ยังพบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสารที่มีความเสี่ยงที่มีระบบน้อยกว่าความเสี่ยงที่ไม่มีระบบ โดยค่าเฉลี่ยของค่า R-square มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 39.30 และค่า 1- (R-square) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 60.70

สุนทรี กัญชาญพิเศษ (2539) ศึกษาทฤษฎีอาบิเทรจไพรซิ่ง (Arbitrage Pricing Theory : APT) เพื่อใช้ในการศึกษาปัจจัยที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงที่เป็นระบบ ค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องมาจากปัจจัยและอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์เพื่อนำไปใช้ในการพิจารณาตัด สินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษามี 2 แบบจำลอง คือ แบบจำลองแฟคเตอร์โลดดิ้ง (Factor Loading Model : FLM) และแบบจำลองตัวแปรมหภาค (Macroeconomic Variable Model : MVM) ซึ่งแต่ละแบบจำลองใช้เทคนิคในการประเมินค่าที่แตกต่างกันคือ แบบจำลอง FLM ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ปัจจัย ส่วนแบบจำลอง MVM ใช้การวิเคราะห์ถดถอย เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของตลาด อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตราเงินเฟ้อ และดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ผลการประมาณค่าความเสี่ยงของปัจจัยแบบ FLM พบว่ามีปัจจัย 9 ปัจจัยที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยที่ความเสี่ยงของปัจจัยทั้ง 9 ปัจจัยนี้มีอิทธิพลต่อการพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาเป็นร้อยละ 68 ส่วนผลการประมาณค่าแบบ MVM พบว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดมีอิทธิพลต่อพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุกตัวที่ใช้ในการศึกษาอย่างเห็นได้ชัด ส่วนปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคอื่นๆ ที่เหลือมีอิทธิพลต่อพฤติกรรมเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเพียงไม่กี่หลักทรัพย์เท่านั้น ผลการประมาณค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องมาจากปัจจัยแบบ FLM พบว่าเมื่อพิจารณาค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องมาจากปัจจัยทั้ง 9 ปัจจัย ร่วมกับน้ำหนักของปัจจัยดังกล่าวสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 67.49 ส่วนแบบ MVM เมื่อพิจารณาค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องมาจากปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคร่วมกับน้ำหนักของปัจจัยดังกล่าวสามารถอธิบายได้ร้อยละ 37.51 ผลการนำอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ สรุปได้ว่า แต่ละแบบจำลองต่างก็มีข้อดี – ข้อด้อยที่แตกต่างกันคือ แบบจำลอง FLM มีความแม่นยำในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลชักทรัพย์สูงกว่าแบบจำลอง MVM แต่เนื่องจากแบบจำลอง FLM ไม่สามารถระบุปัจจัยที่ใช้ในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของปลักทรัพย์ ดังนั้นแบบจำลอง FLM จึงไม่สามารถแนะนำกลยุทธ์ในการลงทุนให้แก่นักลงทุนได้ ส่วนแบบจำลอง MVM ถึงแม้จะมีความแม่นยำในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ต่ำกว่าแบบจำลอง FLM แต่แบบจำลอง MVM มีประสิทธิภาพมากกว่าในแง่ของการวางกลยุทธ์ในการลงทุน เนื่องจากสามารถระบุได้ว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคตัวใดที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

บุญศรี ตรีหิรัญกุล (2540) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์โดยใช้ทฤษฎีอาบิเทรจไพรซิ่ง (Arbitrage Pricing Theory : APT) โดยมีตัวแปรอิสระ คือ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนและอัตราผลตอบแทนของตลาด และมีตัวแปรตามคือ อัตราผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของตลาดเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารจะไม่มีอิทธิพล ส่วนอัตราเงินเฟ้อและดัชนีการลงทุนภาคเอกชนเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลกับหลักทรัพย์เพียง 2-3 หลักทรัพย์เท่านั้น และเมื่อนำเอาน้ำหนักปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ทำให้เกิดความเสี่ยงไปคำนวณหาค่าชดเชยความเสี่ยง ผลปรากฏว่า สมการที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์แต่ละรายกับน้ำหนักปัจจัยที่ส่งผ่าน ค่าชดเชยความเสี่ยง ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนแต่ละหลักทรัพย์ให้ค่า R^2 เท่ากับ 0.73 และ Adjust R^2 เท่ากับ 0.65 จากสมการดังกล่าวทำให้สามรถคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละทรัพย์ได้

สุธีรา ตั้งตระกูล (2540) ได้ทำการศึกษาความสามารถในการพยากรณ์ของการวิเคราะห์ทางเทคนิคและทางเศรษฐศาสตร์ของการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มธนาคารและกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายวันตั้งแต่วันที่ 24 เมษายน พ.ศ. 2535 ถึง 15 สิงหาคม พ.ศ. 2539 รวมทั้งสิ้น 1,570 วัน ผลการศึกษาพบว่าเครื่องมือทางเทคนิคที่ดีที่สุดที่ใช้วิเคราะห์ความสามารถในการพยากรณ์ของการวิเคราะห์ทางเทคนิค และทางเศรษฐ ศาสตร์ของการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในทั้งสองกลุ่มนี้ คือ ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่อย่างง่าย (Simple Moving Average : SMA) และดัชนีความสัมพันธ์เหนี่ยวแน่น (Relative Strength Index : RSI) เครื่องมือที่สามารถทำกำไรมากเป็นอันดับสอง ได้แก่ ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ (Moving Average) ส่วนเครื่องมือที่สามารถทำกำไรได้เป็นอันดับสามคือ O-MAC-M และเครื่องมือทางเทคนิคที่สามารถทำกำไรได้เป็นอันดับสี่คือ ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่แบบเอ็กซโปเนียนเชียล (Moving Average Convergence/ Divergence Exponential : MACD) จากการคำนวณค่าดัชนีฤดูกาลพบว่า เดือนที่มีการซื้อขายที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดเฉลี่ยโดยรวมมีทั้งหมด 6 เดือน ได้แก่ เดือนกุมภาพันธ์ มีนาคม เมษายน พฤษภาคม กันยายน และพฤศจิกายน ส่วนเดือนที่มีการซื้อขายที่กสูงกว่าค่าเฉลี่ยของการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดเฉลี่ยโดยรวม ได้แก่ เดือนมกราคม มิถุนายน กรกฎาคม สิงหาคม ตุลาคม และธันวาคม

กนกกาญจน์ ทวีอภิรดีเจริญ (2541) ทำการศึกษาเพื่อให้ทราบถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์ ใช้ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายเดือนตั้งแต่มกราคม พ.ศ. 2536 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2539 รวมทั้งสิ้น 48 เดือน โดยปัจจัยที่นำมาศึกษาได้แก่ ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน ปริมาณสินเชื่อของสถาบันการเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อัตราเงินเฟ้อ กำไรสุทธิ อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร และดัชนีดาวโจนส์ ซึ่งการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้ได้ใช้รูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อนในการประมาณค่าทางสถิติ ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญในทางบวกกับดัชนีราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์ ได้แก่ ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน ดัชนีดาวโจนส์ และอัตราเงินเฟ้อ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ และอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารมีความสัมพันธ์ในทางลบกับดัชนีราคาหุ้นหมวดอสังหาริมทรัพย์

หทัยรัตน์ บุญโญ (2541) ศึกษาเพื่อนำแบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ประเภททุน (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ใช้ประมาณค่าเบต้า โดยข้อมูลที่ใช้แบ่งเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ รายเดือน และรายไตรมาส โดยเลือกค่าเบต้าที่เหมาะสมที่สุดไปใช้ในการคำนวณหาผลตอบแทนคาดหวังของหลักทรัพย์ต่างๆ เพื่อใช้ในการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์ โดยให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน และอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ผลการศึกษาพบว่าช่วงเวลาในการประมาณค่าเบต้าที่มีความเหมาะสมของแต่ละหลักทรัพย์ไม่มีรูปแบบที่แน่นอนที่จะเจาะจงได้ว่าจะใช้ข้อมูลที่แบ่งแบบช่วงเวลาใดมาประมาณค่าเบต้า สำหรับการศึกษาถึงภาวะตลาดพบว่า ภาวะตลาดมีผลกระทบต่อผลตอบแทนคาดหวังของหลักทรัพย์เพียงบางหลักทรัพย์เท่านั้น ในขณะที่ผลตอบแทนคาดหวังของหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ไม่ได้รับผลกระทบต่อตลาดเลย และเมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนคาดหวังของหลักทรัพย์กับเส้นตลาดหลักทรัพย์พบว่า มีทั้งหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Undervalued) และสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalued) ซึ่งผลที่ได้นั้นจะนำมาใช้เพื่อพิจารณาว่าผู้ลงทุนควรจะซื้อหรือขายหลัก ทรัพย์เพื่อปรับปรุงแผนการลงทุนของนักลงทุนได้ด้วยตัวเอง

ยุทธนา เรือนสุภา (2543) ศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ความเสี่ยง และผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อใช้เป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุน โดยหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่นำมาศึกษาได้แก่ หลักทรัพย์ของธนาคารกรุงศรีอยุธยา ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารเอเชีย ธนาคารดีบีเอส ไทยทนุ บรรษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ธนาคารกรุงไทย ธนาคารไทยพาณิชย์

ธนาคารกสิกรไทย และธนาคารทหารไทย ข้อมูลที่ใช้เป็นราคาปิดของหลักทรัพย์รายสัปดาห์ ตั้งแต่วันที่ 1 กันยายน พ.ศ. 2541 ถึง 30 สิงหาคม พ.ศ. 2542 รวมทั้งสิ้น 52 สัปดาห์ มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ โดยใช้แบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ประเภททุน (Capital Asset Pricing Model : CAPM) และการวิเคราะห์การถดถอยในการประมาณค่าความเสี่ยงจากสมการ CAPM โดยใช้ข้อมูลดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนของธนาคารขนาดใหญ่ 4 ธนาคาร คือ ธนาคารกรุงเทพ จำกัด ธนาคารกสิกรไทย จำกัด ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด และธนาคารกรุงไทย จำกัด มาคำนวณหาค่าเฉลี่ยเพื่อเป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง และใช้ข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายสัปดาห์มาหาอัตราผลตอบแทนเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบ แทนของตลาด ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าผล ตอบแทนของตลาด และเมื่อทำการแบ่งกลุ่มธนาคารกลุ่มที่มีสินทรัพย์ขนาดกลางให้ผลตอบแทนสูงกว่า 1 และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามแบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ประเภททุน สรุปได้ว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์มีการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งจัดเป็นหลักทรัพย์ประเภทที่มีการปรับตัวเร็ว และเมื่อนำผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์ โดยวิเคราะห์ว่าหลักทรัพย์ใดมีราคาสูงกว่า หรือต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็น เพื่อใช้เป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุน พบว่าหลักทรัพย์ต่างๆที่ทำการศึกษาอยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด แสดงว่าหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารมีผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่มีระดับความเสี่ยงเดียวกัน นั่นคือมีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ในอนาคตราคาของหลักทรัพย์กลุ่มนี้จะมีราคาสูงขึ้น ซึ่งจะทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงเข้าสู่ระดับเดียวกันของตลาด หรือปรับตัวลงมาที่เส้นตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นนักลงทุนควรลงทุนในหลักทรัพย์นี้ก่อนที่ราคาจะปรับตัวสูงขึ้น

ปวีณา คำพุกกะ (2545) วิเคราะห์ดัชนีหุ้นในกลุ่มธนาคาร กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มสื่อสาร กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ กลุ่มพลังงาน และกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อดัชนีหุ้นไทย โดยใช้แบบจำลองการถดถอยสลับเปลี่ยน (Switching Regression Model) ใช้ข้อมูลตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม พ.ศ. 2537 ถึง 4 มิถุนายน พ.ศ. 2541 รวมเป็นข้อมูลทั้งหมด 1,073 วัน ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีหุ้นไทยและดัชนีหุ้นในกลุ่มต่างๆ มีลักษณะ “ไม่นิ่ง” เมื่อนำไปหาสมการถดถอยจึงได้สมการถดถอยไม่แท้จริง (Spurious Regression) จึงทำการตรวจสอบการร่วมกันไปด้วยกัน (Cointegration) ของดัชนีหุ้นไทยและดัชนีหุ้นในกลุ่มต่างๆ ปรากฏว่าส่วนที่เหลือ (Residual) ที่นำมาทดสอบมีลักษณะ “นิ่ง” อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 แสดงได้ว่าสมการถดถอยดังกล่าวเป็นสมการ

ถดถอยที่มีดุลยภาพในระยะยาว แต่การเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นไทยเป็นการเปลี่ยนแปลงระยะสั้น จึงใช้แบบจำลองเอเรอร์คอเรคชั่น (ECM) มาดูลักษณะการปรับตัว ผลปรากฏว่า ในระยะสั้นการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นในกลุ่มต่างๆ และค่าความคลาดเคลื่อนที่มาจากความสัมพันธ์ระยะยาวในช่วงเวลาที่แล้วเป็นตัวแปรที่สามารถอธิบายการเปลี่ยน แปลงของดัชนีหุ้นไทยได้อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 ดังนั้นพฤติกรรมการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นไทยในระยะสั้นโดยใช้แบบจำลองการถดถอยสลับเปลี่ยน (Switching Regression Model) พบว่าการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นไทยในหุ้นขาขึ้น 1 หน่วย ได้รับอิทธิพลจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นในกลุ่มธนาคารมากที่สุด เป็น 0.3085 หน่วย รองลงมาคือ กลุ่ม พลังงาน 0.1828 หน่วย ส่วนการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นไทยขาลง 1 หน่วย ได้รับอิทธิพลจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นในกลุ่มธนาคารมากที่สุด เป็น 0.2917 หน่วย รองลงมาคือ กลุ่มพลังงาน 0.1824 หน่วย และจากทั้งสองสมการข้างต้นพบว่า การเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นไทยขาขึ้นและขาลง เกือบร้อยละ 50 ของดัชนีหุ้นไทยได้รับอิทธิพลจากดัชนีหุ้นในกลุ่มธนาคารและพลังงาน สรุปได้ว่าลักษณะการเคลื่อนไหวของดัชนีหุ้นไทยในหุ้นขาขึ้นและหุ้นขาลงมีลักษณะการเคลื่อนไหวที่แตกต่างกัน เนื่องจากสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรที่เลือกเฟ้น (Selectivity Variable) ของทั้งสองสมการข้างต้นมีนัยสำคัญที่ 0.01 กล่าวได้ว่าดัชนีหุ้นไทยขาขึ้นและขาลงมีลักษณะการเคลื่อนไหวไม่เหมือนกันอย่างมีนัยสำคัญ