

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

เนื่องจากงานวิจัยชิ้นนี้ศึกษาถึงประเด็นการแพร่กระจายข้อมูลข่าวสารอย่างค่อยเป็นค่อยไป ในแต่ละส่วนของกลุ่มบริษัทตลอดจนถึงภาคอุตสาหกรรมต่างๆ ซึ่งนำไปสู่ความสามารถในการคาดการณ์ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์โดยรวมได้ ซึ่งแนวความคิดที่เป็นพื้นฐานสำคัญคือ แนวคิดเรื่องความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ โดยการตอบสนองต่อข่าวสารข้อมูลของนักลงทุนในแต่ละหน่วยของเศรษฐกิจนั้นไม่เป็นอย่างทันทีทันใดที่ทุกหน่วยของเศรษฐกิจอันเนื่องมาจากตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพในระดับที่จำกัด ดังนั้นข้อมูลข่าวสารบางประเภทไม่สามารถส่งผ่านไปยังนักลงทุนในทุกๆ ส่วนของตลาดได้อย่างเท่าเทียมกันส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์บางกลุ่มสามารถคาดการณ์ได้จากกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติเป็นปัจจัยชี้นำอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์กลุ่มนั้น

ตลาดที่มีการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ¹ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดซึ่งมีราคาของหลักทรัพย์ที่สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารทุกประเภทอย่างรวดเร็ว ถูกต้องและทั่วถึง โดยผ่านการรับรู้ของผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายในตลาด ผลของข้อมูลนั้นๆ สามารถสะท้อนให้อยู่ในราคาของหลักทรัพย์ได้ ซึ่งข้อมูลนั้นอาจเป็นทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และการคาดการณ์ร่วมกันของตลาดเกี่ยวกับเหตุการณ์ที่มีที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต ทั้งนี้ข้อมูลข่าวสารนั้นจะเป็นข่าวสารข้อมูลได้ก็ต่อเมื่อเป็นสาระสำคัญซึ่งเกี่ยวข้องกับประเมินราคาของหลักทรัพย์ (Relevant Information) และการเปลี่ยนแปลงของราคาเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารนั้นจะเป็นการเปลี่ยนแปลงที่ถาวร เมื่อตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพและทุกคนมีข้อมูลข่าวสารที่ถูกต้องเท่าเทียมกัน กระบวนการทำกำไรในตลาดอย่างไม่เป็นธรรมหรือการสร้างผลตอบแทนเกินปกตินั้นจะไม่สามารถเกิดขึ้นได้

ข้อสมมติของแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ ประสิทธิภาพของตลาดจะเกิดขึ้นได้ภายใต้เงื่อนไขต่อไปนี้

1. ในตลาดมีผู้ลงทุนจำนวนมาก โดยเป็นผู้ลงทุนที่มีเหตุมีผลและต้องการทำกำไรสูงสุด ระดับความเสี่ยงหนึ่งผู้ลงทุนเหล่านี้เข้าร่วมในตลาดโดยการวิเคราะห์ประเมินและซื้อขายหุ้น ทั้งนี้การตัดสินใจของผู้ลงทุนเพียงรายเดียวไม่สามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาได้

¹ อัญญา ชันวิทย์, กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย, หน้า 101-110

2. ไม่มีต้นทุนในการได้มาซึ่งข่าวสารข้อมูลและผู้ลงทุนแต่ละรายได้รับข้อมูลข่าวสารในเวลาไล่เลี่ยกัน
3. ข้อมูลข่าวสารเกิดขึ้นในเชิงสุ่มและข้อมูลแต่ละชิ้นไม่ขึ้นต่อกัน
4. ผู้ลงทุนตอบสนองต่อข่าวสารใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ เป็นเหตุให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงตามข่าวสารอย่างรวดเร็ว

ดังที่ได้กล่าวแล้วว่าเงื่อนไขที่จำเป็นในการเกิดประสิทธิภาพของตลาดคือ ข่าวสารข้อมูลในตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่มีทั้งหมดอย่างทันทีทันใด ในตลาดเช่นนี้ ราคาหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์เท่ากับมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ซึ่งสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดของความคาดหวังในหลักทรัพย์นั้นๆ ถ้าหากข่าวสารข้อมูลบางประเภทมิได้สะท้อนอย่างเต็มที่ในราคาหลักทรัพย์หรือมีความล่าในการสะท้อนข่าวสารข้อมูล แสดงว่าตลาดนั้นมิได้มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ หากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่สมบูรณ์แล้วราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่ผู้ลงทุนได้รับ เมื่อข่าวสารที่ผู้ลงทุนได้รับเปลี่ยนแปลงไป ราคาหลักทรัพย์ก็จะเปลี่ยนแปลงไปด้วย หากยิ่งตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น ข้อมูลมากขึ้นก็จะได้ไปถึงผู้ลงทุนได้อย่างทั่วถึงและรวดเร็ว

ข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังผู้ลงทุนสามารถจำแนกได้ออกเป็น 3 ระดับคือ

1. ข้อมูลตลาด (Market Information) หมายถึงข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีต
2. ข้อมูลสาธารณะทั่วไป (Public Information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น ข้อมูลกำไร เงินปันผล การแตกหุ้น การรวมกิจการ คุณภาพผู้บริหาร เป็นต้น
3. ข้อมูลทุกประเภท (All Information) หมายถึงข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้น ทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน

ประสิทธิภาพในการรับรู้ข้อมูลข่าวสารถูกจัดแบ่งออกเป็นระดับในการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร 3 ระดับ² ซึ่งเป็นการจัดแบ่งตามลักษณะและประเภทของข้อมูลข่าวสาร ที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาสินทรัพย์ทางการเงินที่อยู่ในตลาด ได้แก่

1. ความมีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak-form Efficiency)

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำนั้นราคาของหลักทรัพย์ จะมีผลมาจากข้อมูลตลาด ซึ่งได้แก่ข้อมูลราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีต

² คมสันต์ ปริมาภุติ, การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยวิธีเทคนิคการซื้อขาย

2. ความมีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-strong form Efficiency)

ถ้าข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์นอกจากข้อมูลตลาดแล้ว ผู้ลงทุนยังใช้ข้อมูลสาธารณะ เช่น ข้อมูลงบการเงินที่เปิดเผย การเปลี่ยนแปลงผู้บริหาร ข้อมูลโครงการลงทุน ฯลฯ ในการพิจารณาประกอบการลงทุน ดังนั้นแสดงว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดได้สะท้อนถึง ข้อมูลตลาดและข้อมูลสาธารณะเรียบร้อยแล้ว ซึ่งเป็นคุณสมบัติตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง

3. ความมีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong-form Efficiency)

ถ้านักลงทุนในตลาดได้ใช้ข้อมูลข่าวสารทุกประเภท ทั้งข้อมูลสาธารณะและที่ใช้ข้อมูลสาธารณะ เช่น ข้อมูลภายในต่างๆของบริษัท ที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาด มาพิจารณาในการตัดสินใจลงทุน ดังนั้นส่งผลให้ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดได้สะท้อนถึงข้อมูลดังกล่าวทุกชนิดอย่างสมบูรณ์ ซึ่งแสดงถึงความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับสูง

สำหรับการศึกษาที่ผ่านมาในประเทศไทย มีผลงานวิจัยที่สนับสนุนว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมิได้เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Inefficient market) ราคาหลักทรัพย์ไม่ได้มีพฤติกรรมเคลื่อนไหวแบบสุ่ม ซึ่งน่าจะเกิดจากความล่าช้าในการกระจายข้อมูลในตลาด ทำให้ข้อมูลข่าวสารไม่สะท้อนอยู่ในราคาอย่างทันทีทันใด ซึ่งมีความสอดคล้องกับการวิจัยชิ้นนี้อันเกิดจากแนวความคิดพื้นฐานเกี่ยวกับความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระดับสมบูรณ์ และข้อสมมติฐานที่กล่าวว่าผู้ลงทุนมีความสามารถในการประมวลข้อมูลที่จำกัดอันเนื่องมาจากการมีขีดจำกัดในการลงทุนและติดตามข่าวสารในหลักทรัพย์ได้ทุกๆหลักทรัพย์นำไปสู่การศึกษาหาสาเหตุของการขึ้นาระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และเล็ก ตลอดจนการทดสอบหาอุตสาหกรรมที่มีความสามารถขึ้น่าผลตอบแทนของตลาดในอนาคตอันเนื่องจากการมีข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นในอุตสาหกรรมหนึ่งซึ่งเป็นข้อมูลที่ส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมอื่นๆด้วย แต่เนื่องจากนักลงทุนมีข้อจำกัดในการลงทุนซึ่งไม่สามารถที่จะสนใจข่าวสารของหุ้นทุกๆตัวในแต่ละอุตสาหกรรมได้ ประกอบกับไม่สามารถจะตีความข้อมูลซึ่งเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนนั้นไม่ได้ถือครองอยู่ เป็นผลทำให้ผลตอบแทนของอุตสาหกรรมบางรายมีโอกาสที่จะเป็นตัวขึ้น่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ได้ และในทางกลับกันงานวิจัยชิ้นนี้ได้ทำการทดสอบเพื่อหาว่าอุตสาหกรรมรายใดที่ถูกผลตอบแทนของตลาดขึ้น่า โดยใช้แนวคิดพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับความล่าช้าในการกระจายข้อมูลข่าวสารในตลาดมาอธิบายและทำการทดสอบเช่นเดียวกัน

2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 งานวิจัยเชิงประจักษ์ในอดีต

ในอดีตได้มีงานวิจัยเชิงประจักษ์หลายชิ้นที่พยายามศึกษาถึงการพยากรณ์ผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์ โดยการศึกษาที่ผ่านมาได้มีการระบุว่าอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาหนึ่งของการถือครองหุ้นสามัญสามารถพยากรณ์ได้จึงทำให้มีการศึกษาวิจัยอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้ได้คำอธิบายที่มีเหตุผลในการพยากรณ์ผลตอบแทนจากหุ้นสามัญ ทั้งนี้มีผู้วิจัยส่วนหนึ่งเชื่อว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสามารถพยากรณ์ได้จากผลตอบแทนในอดีต ซึ่งเกิดจากความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ และผู้วิจัยอีกส่วนหนึ่งเชื่อว่าความสามารถในการพยากรณ์ผลตอบแทนของหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรทางเศรษฐกิจ ทั้งนี้ตัวแปรทางเศรษฐกิจที่นำมาอธิบาย ได้แก่ default spreads (ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนระหว่าง low grade bond และ high grade bond) term spreads (ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนระหว่าง long-term และ short-term government bond) ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (manufacturing production index) และ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (dividend yields)

สำหรับงานวิจัยที่สนใจศึกษาว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสามารถพยากรณ์ได้จากอัตราผลตอบแทนในอดีต เนื่องจากความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ จะเห็นได้จากงานวิจัยของ Fama และ French (1988) ซึ่งพบว่าผลตอบแทนของหุ้นสามัญมีค่าอัตสหสัมพันธ์ (autocorrelation) ที่เป็นลบ โดยใช้ข้อมูลราคาหุ้นทุกตัวใน NYSE ช่วงปี 1926-1985 ในการศึกษาพบว่าความสามารถในการพยากรณ์ผลตอบแทนของหุ้นเป็นฟังก์ชันของช่วงเวลาของผลตอบแทน (return horizon) โดยที่ความผันแปรของราคาหุ้นส่วนที่สามารถพยากรณ์ได้จะมีค่าประมาณ 3-25% สำหรับช่วงเวลาของผลตอบแทนที่สั้นจนถึงช่วงเวลาของผลตอบแทนที่ยาวขึ้นไป ในการทดสอบดังกล่าวได้จำลอง natural log ของราคาหุ้น ณ เวลาหนึ่งให้ประกอบด้วยผลรวมของส่วนที่เป็น random walk และส่วนที่เป็น stationary พร้อมทั้งได้พบว่าสัดส่วนของส่วนประกอบทั้งสองของราคาหุ้นจะแตกต่างกันไปตามขนาดของบริษัทและประเภทของอุตสาหกรรม

ต่อมาได้เริ่มมีการศึกษาถึงประเด็นที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์แบบขึ้นนำของผลตอบแทนระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ (lead-lag relationship) เนื่องจากกระแสความเชื่อของนักวิชาการบางกลุ่มที่มีความคิดเห็นว่าผลตอบแทนในหุ้นสามัญนั้นสามารถคาดการณ์ได้ดังเช่นงานวิจัยข้างต้นที่กล่าวมา โดย Lo และ Mackinlay (1990) ได้ศึกษาโดยอ้างอิงผลการศึกษาของ Fama และ French (1988) ที่สรุปว่าผลตอบแทนของหุ้นสามัญมีค่า อัตสหสัมพันธ์ (autocorrelation) ที่เป็นลบว่าเป็นปัจจัยส่งผลให้การลงทุนแบบย้อนตลาด (contrarian investment) สามารถทำกำไรได้

ซึ่งพบว่าปัจจัยที่แท้จริงในการกำหนดผลตอบแทนของการลงทุนแบบยั่งยืนตลาดคือ ความสัมพันธ์ในลักษณะอสมมาตร (asymmetry) ของ cross-autocorrelation ระหว่างอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทที่มีขนาดใหญ่และเล็ก กล่าวคืออัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความสัมพันธ์ที่นำอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทที่มีขนาดเล็ก แต่ในทางกลับกันไม่พบความสัมพันธ์ที่ผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทที่มีขนาดเล็กที่นำอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทที่มีขนาดใหญ่

ลำดับต่อมาได้มีผู้ที่สนใจศึกษาถึงประเด็นข้างต้นอย่างต่อเนื่องโดยเปลี่ยนปัจจัยที่เป็นตัวผลักดันให้เกิดความสัมพันธ์แบบชี้นำของผลตอบแทนระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ในการทำการศึกษาวิจัย ดังจะเห็นได้จากผลงานของ Brennan และคณะ (1993) ได้ศึกษาโดยเปลี่ยนปัจจัยที่พิจารณาจากขนาดของบริษัทเป็นระดับการครอบคลุมของนักวิเคราะห์ (analyst coverage) ต่อหุ้นสามัญแต่ละตัวในช่วงเวลาดังตั้ง มกราคม 1988 ถึง ธันวาคม 1997 โดยใช้วิธีการทดสอบแบบ Granger Causality ในการศึกษาหาความสัมพันธ์ดังกล่าวซึ่งผลการทดสอบพบว่าจำนวนของนักวิเคราะห์ที่สนใจวิเคราะห์หุ้นในแต่ละบริษัทนั้นมีผลเป็นตัวกำหนดการชี้นำและการตามกันของผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นสามัญเช่นกัน

นอกจากนั้น Badrinath และคณะ (1995) ได้ใช้ปัจจัยที่อธิบายถึงระดับการถือครองหุ้นสามัญแต่ละตัวของนักลงทุนสถาบัน (level of institutional ownership) ในการพิจารณาศึกษาพบว่าระดับการถือครองหุ้นสามัญเป็นปัจจัยในการกำหนดความสัมพันธ์แบบชี้นำของผลตอบแทนระหว่างกลุ่มหุ้นสามัญเช่นเดียวกัน รวมทั้งผลการศึกษาของ Chordia และ Swaminathan (2000) ซึ่งได้ทำการศึกษาโดยใช้ปริมาณการซื้อขาย (trading volume) ในการพิจารณาถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวโดยควบคุมปัจจัยของขนาดบริษัทที่เป็นสาเหตุให้เกิดความสัมพันธ์แบบชี้นำพบว่าปริมาณซื้อขายก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่กำหนดการชี้นำและการตามกันของผลตอบแทนหุ้นสามัญ

2.2.2 แนวคิดในการอธิบายความสัมพันธ์แบบชี้นำของผลตอบแทนระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์

จากผลการวิจัยเชิงประจักษ์ที่แสดงอย่างมีนัยสำคัญในประเด็นของความสัมพันธ์แบบชี้นำระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ที่กล่าวมาข้างต้น เป็นสาเหตุให้นักวิชาการพยายามหาเหตุผลและคำอธิบายถึงที่มาของความสัมพันธ์ข้างต้นซึ่งมีแนวคิดและเหตุผลหลักทั้งหมด 3 กลุ่มดังนี้

2.2.2.1 แนวคิดกลุ่มที่ 1

แนวคิดของงานวิจัยกลุ่มแรกนั้นมุ่งประเด็นในการอธิบายถึงเหตุผลว่าความสัมพันธ์แบบชี้นำระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์มีสาเหตุเนื่องจากการที่หุ้นสามัญกลุ่มหนึ่งที่ใช้ในการศึกษาใน

ช่วงเวลาที่กำหนดไม่มีการซื้อขาย (nonsynchronous trading) ส่งผลให้เกิด spurious autocorrelation และ cross-autocorrelation ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยงานวิจัยที่ศึกษาในประเด็นนี้ได้แก่ งานวิจัยของ Cohen และคณะ (1986) และ Perry (1985) พบว่าอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นสามัญที่ประกอบด้วยหุ้นที่มีปริมาณการซื้อขายน้อย (thinly traded stocks) เช่น หุ้นสามัญของบริษัทที่มีขนาดเล็ก มีค่าความสัมพันธ์แบบ อัตสหสัมพันธ์ (autocorrelation) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกเหนือจากนั้น Lo และ Mackinlay (1990b) ได้พัฒนาตัวแบบในการคำนวณหาค่า อัตสหสัมพันธ์ (autocorrelation) และ cross-autocorrelation ของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นสามัญโดยรวมปัจจัยของค่าความน่าจะเป็นที่กลุ่มหุ้นสามัญที่ศึกษามีการซื้อขายเกิดขึ้นในแต่ละช่วงเวลาในตัวแบบไว้ด้วยโดยให้มีลักษณะการกระจายตัวของค่าความน่าจะเป็นแบบอิสระจากช่วงระยะเวลา (time-independent distribution) และพบผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยของ Cohen และ Perry

Mech (1992) ได้ทำการทดสอบความอสมมาตร (asymmetry) ของอัตสหสัมพันธ์ (autocorrelation) และ cross-autocorrelation ในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และเมื่อทำการปรับผลกระทบจากปัญหาที่มีหุ้นสามัญบางตัวซึ่งไม่มีการซื้อขายในช่วงเวลาที่ทำการวิจัยออกแล้วพบว่าผลของอัตสหสัมพันธ์ (autocorrelation) และ cross-autocorrelation ในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นลดลง

Boudoukh และคณะ (1994) ทำการศึกษาโดยลดข้อจำกัดในตัวแบบของ Lo และ Mackinlay (1990b) กล่าวคือกำหนดให้การกระจายตัวของค่าความน่าจะเป็นของหุ้นสามัญที่มีการซื้อขายซึ่งเกิดขึ้นในแต่ละช่วงเวลามีลักษณะขึ้นอยู่กับช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา (time-dependent distribution) เพื่อให้ตัวแบบสามารถอธิบายพฤติกรรมของหุ้นสามัญได้ใกล้เคียงกับความเป็นจริงมากขึ้น และพบว่าผลจากสาเหตุของ nonsynchronous trading ส่งผลให้เกิด spurious autocorrelation ของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญโดยชัดเจนมากกว่าผลการศึกษาโดยใช้ตัวแบบของ Lo และ Mackinlay

2.2.2.2 แนวคิดกลุ่มที่ 2

สำหรับกลุ่มแนวคิดที่สอง ซึ่งพยายามหาสาเหตุถึงภาวะการณดังกล่าวได้ให้เหตุผลว่าเกิดจากความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังในกลุ่มหลักทรัพย์ซึ่งมีขนาดใหญ่และเล็กที่ผันแปรไปตามเวลา (time variation in expected return) ซึ่งจากแนวคิดนี้ส่งผลให้งานวิจัยกลุ่มนี้ได้ทำการวิเคราะห์เชิงประจักษ์และพบว่าความอสมมาตร (asymmetry) ของ cross-autocorrelation ในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีต่อหลักทรัพย์ขนาดเล็กนั้นเกิดจากการความสัมพันธ์ของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กด้วยกันในอดีตและปัจจุบัน ซึ่งผล

การศึกษาที่ได้เน้นสนับสนุนทฤษฎีแนวคิดข้างต้น โดยงานวิจัยของนักวิชาการที่ให้เหตุผลในแนวทางนี้ ได้แก่ Conrad และ Kaul (1988) ได้ศึกษาถึงพฤติกรรมของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของกลุ่มหุ้นสามัญโดยใช้ข้อมูลผลตอบแทนรายสัปดาห์ซึ่งแบ่งกลุ่มหุ้นสามัญออกเป็น 10 กลุ่มตามขนาดมูลค่าตลาดของแต่ละบริษัท จากการศึกษาพบว่าความผันแปรไปตามเวลาของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสามารถอธิบายได้โดยกระบวนการ autoregressive ในลำดับที่ 1 (first-order autoregressive process) และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของกลุ่มหุ้นสามัญสามารถอธิบายความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนจริงที่เกิดขึ้นได้มากที่สุดถึง 26% โดยกลุ่มหุ้นสามัญที่มีมูลค่าทางตลาดของบริษัทน้อยจะมีความสามารถในการอธิบายความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนได้สูงกว่ากลุ่มหุ้นสามัญที่มีมูลค่าทางตลาดของบริษัทมาก

Conrad และคณะ (1991) ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยแบ่งส่วนประกอบที่อธิบายผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 คือส่วนที่ผลตอบแทนจริงนั้นถูกอธิบายได้ด้วยผลตอบแทนที่คาดหวัง ส่วนที่ 2 คือ ส่วนที่ถูกอธิบายด้วยส่วนต่างของราคาในการซื้อขาย (bid-ask spread) และส่วนที่ 3 คือส่วน white noise ซึ่งเป็นผลกระทบจากข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นในระหว่างช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา โดยผลการศึกษาพบว่าส่วนประกอบ 2 ส่วนแรกสามารถอธิบายความแปรปรวนของผลตอบแทนจริงที่เกิดขึ้นในช่วง 11%-24% และส่วนที่ 1 ซึ่งเป็นส่วนที่แสดงถึงความผันแปรไปตามเวลาของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจะเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญในการอธิบายความสัมพันธ์แบบ อัตสหสัมพันธ์ (autocorrelation) ของผลตอบแทนในแต่ละกลุ่มหุ้นสามัญซึ่งแบ่งตามมูลค่าตลาดของบริษัท

Hameed (1997) ได้ศึกษาพบว่าความสัมพันธ์แบบขึ้นนำของอัตราผลตอบแทนระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ซึ่งมีลักษณะเหมาะสมโดยอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความสัมพันธ์ขึ้นนำอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทที่มีขนาดเล็ก แต่ในทางกลับกันไม่พบความสัมพันธ์ที่ผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทที่มีขนาดเล็กขึ้นนำอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ เป็นผลเนื่องจากความแตกต่างของความผันแปรไปตามเวลาระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังในกลุ่มหลักทรัพย์ซึ่งมีขนาดใหญ่และเล็ก โดยความอ่อนไหว (sensitivity) ของผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นสามัญบริษัทขนาดเล็กที่มีต่อปัจจัยร่วม (common factor) ซึ่งมีผลเปลี่ยนแปลงไปตามเวลานั้นมีค่าที่สูงกว่าความอ่อนไหวของผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นสามัญบริษัทขนาดใหญ่ที่มีต่อปัจจัยร่วมดังกล่าว

2.2.2.3 แนวคิดกลุ่มที่ 3

ส่วนกลุ่มแนวคิดกลุ่มสุดท้ายได้ให้เหตุผลอธิบายความสัมพันธ์ดังกล่าวว่า การขึ้นนำและการตามกันระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์นั้นเกิดจากการที่หุ้นสามัญบางตัว ตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารทั่วไปของตลาด (common market information) เป็นไปอย่างล่าช้าโดย Badrinath และคณะ (1995) และ Chan (1993) ได้ให้ความเห็นไปในแนวทางเดียวกันว่า เกิดจากการที่มีต้นทุนในการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร (information set-up cost) และข้อจำกัดทางด้านการลงทุน (investment restriction) ในตลาดหลักทรัพย์

ส่วน Chordia และ Swaminathan (2000) ได้ทำการทดสอบว่าการขึ้นนำผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายมากซึ่งมีผลต่อผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายน้อยนั้นมีผลเนื่องจากความแตกต่างในการตอบสนองต่อข้อมูลทั่วไปของตลาด โดยใช้วิธี dimson regression พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายมากจะตอบสนองต่อข่าวสารทั่วไปได้รวดเร็วกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายน้อย นอกจากนั้นนักวิชาการบางกลุ่มได้ให้เหตุผลในมุมมองที่สอดคล้องกัน ถึงสาเหตุที่หุ้นสามัญบางตัวตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารอย่างล่าช้า ว่าเกิดจากการที่ข้อมูลข่าวสารแพร่กระจายอย่างค่อยเป็นค่อยไป (information diffusion) ซึ่งกลไกในการแพร่กระจายข้อมูลอย่างค่อยเป็นค่อยไปนั้นสามารถสรุปได้ดังนี้ โดยเริ่มจาก Merton (1987) ได้ทำการศึกษาภายใต้ข้อสมมติฐานที่กำหนดว่าตลาดไม่มีความสมบูรณ์ (incomplete market) โดยนักลงทุนจะมีข้อจำกัดในการถือครองหุ้นอันเนื่องมาจากการมีข้อจำกัดในการติดตามและประมวลผลข้อมูล ซึ่งพบว่าการที่นักลงทุนจะต้องมีต้นทุนในการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร ทั้งต้นทุนในการเก็บรวบรวมประมวลผลข้อมูล และต้นทุนในการส่งผ่านข้อมูลนั้น จะส่งผลทำให้ข้อมูลส่วนใหญ่จะถูกรับรู้ในหมู่ informed investor ที่สนใจในหุ้นของบริษัทที่สามารถทำผลตอบแทนได้มากกว่าต้นทุนในการรับรู้ข้อมูลข่าวสารก่อนในลำดับแรก จากนั้นข้อมูลข่าวสารจะแพร่กระจายไปสู่กลุ่มนักลงทุนอื่นในตลาดซึ่งมีความสนใจและลงทุนในหุ้นที่แตกต่างกันต่อไปซึ่งถ้าต้นทุนในการรับรู้ข้อมูลข่าวสารนั้นสูง และตลาดหลักทรัพย์มีข้อจำกัดทางการลงทุนมาก เช่น การห้ามทำการชอร์ตเซล (short sale constraint) ดังที่ Diamond และ Verrecchia (1987) กล่าวว่า ข้อจำกัดทางการลงทุนที่ไม่ให้มีการทำชอร์ตเซลเป็นผลทำให้การตอบสนองของระดับราคาหุ้นที่มีต่อข่าวนั้นช้าลงโดยเฉพาะการตอบสนองของราคาต่อข่าวร้าย ซึ่งกลไกในการแพร่กระจายข้อมูลข่าวสารอย่างค่อยเป็นค่อยไปนั้น สอดคล้องไปกับ ผลงานการวิจัยของ Shiller (2000) และ Sims (2001) ที่พยายามจะอธิบายถึงคุณสมบัติของนักลงทุนว่า ควรที่จะเป็นบุคคลที่มีการตัดสินใจอย่างมีเหตุมีผลภายใต้กรอบของความสามารถในการประมวลและรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่จำกัด ซึ่งมีลักษณะที่ตรงกับความเป็นจริงมากกว่าสมมติฐานดั้งเดิมที่กล่าวถึง

คุณสมบัติของนักลงทุนว่า มีความสามารถในการรับรู้และประมวลข้อมูลข่าวสารโดยไม่มีขีดจำกัด ทั้งนี้จะสามารถพบเห็นได้ว่า แทบจะไม่มีนักลงทุนกลุ่มใด ที่สามารถจะให้ความสนใจกับทุกๆ ข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ออกมาในรูปแบบต่างๆ และสามารถจะตีความข้อมูลข่าวสารโดยตรงจากการปรับตัวของราคาหุ้นที่นักลงทุนกลุ่มนั้นไม่ได้มีความสนใจ ด้วยเหตุนี้จึงเป็นสาเหตุหนึ่งซึ่งทำให้นักลงทุนไม่สามารถรับรู้ข้อมูลข่าวสารได้ทั่วถึงกันในทันที กล่าวคือข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นนั้นจะค่อยๆส่งผ่านไปยั้งแต่ละกลุ่มของนักลงทุนอันเป็นผลทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์สามารถคาดการณ์ได้

นอกเหนือจากนั้น Hong และ Stein (1999) ได้พัฒนาแบบจำลองพลวัตที่อธิบายถึงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่อยู่ภายใต้สมมติฐานของการแพร่ข้อมูลข่าวสารอย่างค่อยเป็นค่อย และนักลงทุนไม่มีความสามารถที่จะรับรู้ข้อมูลข่าวสารจากการปรับตัวของราคาของหลักทรัพย์ซึ่งนักลงทุนกลุ่มนั้นไม่ได้ลงทุนในทันที โดยแบ่งกลุ่มของนักลงทุนในการศึกษาเป็น 2 กลุ่มได้แก่ นักลงทุนที่สนใจในข่าวสารข้อมูล (news watcher) และ นักลงทุนที่ลงทุนโดยใช้กลยุทธ์แบบตามตลาด (momentum trader) ด้วยเหตุนี้จึงพบว่านักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์แบบตามตลาดสามารถจะทำกำไรได้ในระยะสั้นเนื่องจากข้อมูลข่าวสารที่มีผลกระทบต่อหลักทรัพย์นั้นกระจายอย่างค่อยเป็นค่อยไปในหมู่นักลงทุนที่สนใจในข่าวสารข้อมูลเป็นผลทำให้การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารนั้นเป็นไปอย่างช้า และด้วยแนวคิดที่เกี่ยวกับการกระจายข้อมูลข่าวสารอย่างค่อยเป็นค่อยไปทำให้ Hong, Torous และ Valkanov (2003) ได้ทำการศึกษาเพื่อเชื่อมโยงแนวคิดดังกล่าวในการคาดการณ์ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้ผลตอบแทนในอดีตของกลุ่มหุ้นสามัญที่แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมมาหาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนในอนาคตของตลาด NYSE ตั้งแต่ ปี 1946-2002 ภายใต้สมมติฐานที่ว่าเนื่องจากข้อมูลข่าวสารแพร่กระจายอย่างค่อยเป็นค่อยไปในแต่ละส่วนของตลาดเป็นผลทำให้ดัชนีผลตอบแทนของอุตสาหกรรมบางอุตสาหกรรมเป็นปัจจัยชี้้นำดัชนีผลตอบแทนในอนาคต พบว่า มีกลุ่มอุตสาหกรรมถึง 5 กลุ่มอุตสาหกรรมได้แก่ retail services commercial real estate metal และ petroleum สามารถคาดการณ์ผลตอบแทนในอนาคตของตลาดได้ล่วงหน้าถึง 2 เดือน นอกเหนือจากนั้น ยังพบว่าสาเหตุที่ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์สามารถคาดการณ์ได้นั้นเป็นผลเนื่องมาจากการตอบสนองข้อมูลที่บ่งชี้ถึงการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจเชิงมหภาคในแต่ละอุตสาหกรรมเป็นไปอย่างล่าช้า

2.2.3 การพยากรณ์ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

ในอดีตได้มีนักวิจัยหลายท่านที่ได้ทำการศึกษาถึงการพยากรณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ว่าสามารถพยากรณ์ได้ จึงเป็นที่มาทำให้เกิดแนวทางการศึกษาวิจัยอย่างต่อเนื่องเรื่อยมา โดยสามารถแบ่งผลงานวิจัยในด้านนี้ได้เป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่ 1 เป็นกลุ่มนักวิจัยที่มี

ความเชื่อว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญนั้นสามารถพยากรณ์ได้จากอัตราผลตอบแทนในอดีต อันเนื่องจากความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ และอีกกลุ่มหนึ่งซึ่งมีความเชื่อว่าความสามารถในการพยากรณ์ผลตอบแทนของหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์ไปกับการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรที่มีผลต่อเศรษฐกิจ เช่น อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (dividend yields) default spreads และ term spreads

สำหรับผลงานการศึกษาของกลุ่มนักวิจัยที่มีความเชื่อว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญนั้นสามารถพยากรณ์ได้จากอัตราผลตอบแทนในอดีต เช่นงานวิจัยของ Fama และ French (1988) โดยได้ทำการวิจัยเกี่ยวกับ พฤติกรรมอัตราผลตอบแทนของหุ้น โดยใช้ข้อมูลราคาหุ้นที่ตลาด NYSE ซึ่งทำการศึกษาในช่วงปี 1926-1985 พบว่าผลตอบแทนของหุ้นในฟังก์ชันของช่วงเวลาของผลตอบแทน มีลักษณะเป็น negative autocorrelation โดยการทดสอบ ดังกล่าวได้ทำการแบ่งองค์ประกอบของราคาหุ้นออกเป็นส่วนที่เป็น random walk และส่วนที่เป็น stationary พบว่าสัดส่วนของส่วนประกอบทั้งสองของราคาหุ้นจะแตกต่างกันไปตามขนาดของบริษัทและประเภทของอุตสาหกรรม

ส่วนผลการศึกษาของกลุ่มนักวิจัยอีกกลุ่มหนึ่งที่มีความเชื่อว่า ความสามารถในการพยากรณ์ผลตอบแทนของหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์ไปกับการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรที่มีผลต่อเศรษฐกิจ จากการทำการศึกษาได้พบว่ามีตัวแปรทางเศรษฐกิจบางตัวที่สามารถพยากรณ์ผลตอบแทนในอนาคตของตลาดได้ เช่น Balvers, Cosio และ McDonald (1990) ได้ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลรายปีของผลผลิตรวม และผลตอบแทนหุ้นในช่วงปี 1947-1987 ซึ่งทำการทดสอบว่าผลตอบแทนของหุ้นสามารถพยากรณ์ได้บนพื้นฐานของการพยากรณ์ผลผลิตในเศรษฐกิจอย่างมีเหตุมีผล สำหรับผลการทดสอบนั้นได้ยอมรับว่าผลตอบแทนของหุ้นสามัญสามารถพยากรณ์ได้โดย ฟังก์ชันของผลผลิตรวม นอกจากนี้ การศึกษา ของ Chen (1991) พบว่าผลตอบแทนส่วนเกินของตลาดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการเติบโตของเศรษฐกิจที่คาดการณ์ไว้ในอนาคต และในทางกลับกันจะมีความสัมพันธ์ในทิศตรงกันข้ามกับการเติบโตของเศรษฐกิจในปัจจุบัน โดยตัวแปรที่ใช้ในการพยากรณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจ ได้แก่ อัตราการเติบโตของผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (manufacturing production growth rate) term premium default premium อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของตลาด (market dividend yield)

2.2.4 งานวิจัยเชิงประจักษ์ในประเทศไทย

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย ที่ทำการศึกษาในประเด็นที่เกี่ยวกับความสามารถในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ มีส่วนหนึ่งที่พบว่า ความสามารถในการพยากรณ์ผลตอบแทนของหุ้นสามัญนั้น มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของ ตัวแปรทางเศรษฐกิจ ดังเช่น การศึกษาของ วนิดา อิการยานัน ศิริวรรณ ฉันทรัตนารักษ์ และ พนิดา สมส่งกุล (2535) ได้ทำการศึกษาโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสามารถในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้สมการถดถอยเป็นแบบจำลองและทดสอบความสามารถในการพยากรณ์ของแบบจำลองโดยใช้ตัวแปรอิสระ 7 ตัวแปรได้แก่ ดัชนีการลงทุน อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร ค่าชดเชยความเสี่ยงจากอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ผลตอบแทนจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กที่สุด และอัตราผลตอบแทนของตลาด เพื่อพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2529 ถึง พ.ศ. 2534 โดยแบ่งการทดสอบออกเป็น 3 ช่วงเวลา คือ ช่วงที่ 1. ช่วงระยะเวลา 6 ปี (พ.ศ. 2529 ถึง พ.ศ. 2534) ช่วงที่ 2. ช่วง 3 ปีแรก (พ.ศ. 2529 ถึง พ.ศ. 2531) และ ช่วงที่ 3. ช่วง 3 ปีหลัง (พ.ศ. 2532 ถึง พ.ศ. 2534) ตามลำดับโดยศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนกับตัวแปรอิสระทีละ 1 ตัวแปร ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็ก อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร และอัตราผลตอบแทนของตลาด ณ ช่วงเวลาก่อน สามารถพยากรณ์อัตราผลตอบแทนได้ดีตลอดช่วงเวลาการศึกษา ในขณะที่ดัชนีการลงทุน ค่าชดเชยความเสี่ยง และอัตราเงินเฟ้อ มีความสามารถในการพยากรณ์ ผลตอบแทนได้ในบางช่วงเวลาเท่านั้น ส่วนอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่สามารถพยากรณ์ได้เลยตลอดช่วงการศึกษา

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่พยายามทำการศึกษาในประเด็นข้างต้น โดยนำตัวแปรทางเศรษฐกิจตัวอื่นเข้ามาพิจารณาวิเคราะห์ ได้แก่ ผลงานวิจัยของ ธนิตา กาญจนพันธ์ (2535) ได้ศึกษาอิทธิพลของตัวแปรทางเศรษฐกิจต่อราคาหลักทรัพย์ โดยตัวแปรทางเศรษฐกิจ ได้แก่ ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง ดัชนีการลงทุน ปริมาณการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ และดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์ ได้ศึกษาโดยใช้วิธีสมการถดถอยและใช้ข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่ เดือนมกราคม พ.ศ. 2523 ถึงเดือน ธันวาคม พ.ศ. 2533 ผลการศึกษาพบว่าการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับปริมาณการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศและดัชนีอุตสาหกรรมดาวนโจนส์

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทยที่ทำการศึกษาในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยในการกำหนดความสัมพันธ์แบบชี้นำของผลตอบแทนระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ เช่นการศึกษาของพรนิภา หาชัยภูมิ (2546) ซึ่งสนใจในการศึกษาถึงผลกระทบของปริมาณการซื้อขายและขนาดที่มีต่อ cross- autocorrelations ของผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยใช้ผลตอบแทนรายวันและรายสัปดาห์ของหุ้นสามัญมาจัดเรียงตามขนาดโดยควบคุมปริมาณการซื้อขายในแต่ละกลุ่มให้มีขนาดที่ใกล้เคียงกัน และในทางกลับกันทำการจัดเรียงหุ้นสามัญตามปริมาณการซื้อขายโดยควบคุมปัจจัยด้านขนาดให้มีความใกล้เคียงกันในแต่ละกลุ่ม จากนั้นจึงนำมาวิเคราะห์โดยใช้แบบจำลอง VAR (vector auto regressive) พบว่ามีเพียงปัจจัยด้านขนาดของบริษัทเท่านั้นที่มีผลต่อ cross-autocorrelations ของผลตอบแทนหุ้นสามัญส่วนปริมาณการซื้อขายไม่พบปัจจัยกำหนดความสัมพันธ์แบบชี้นำของผลตอบแทนระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ



คุรุณวิทย์วิทยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย