

การศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) โดยเปรียบเทียบ
ระหว่างก่อนและหลังที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่ามีผลกระทบต่ออัตรา
ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ในราคา
หุ้นของประเทศบราซิล



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2563

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) โดยเปรียบเทียบ
ระหว่างก่อนและหลังที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่ามีผลกระทบต่ออัตรา
ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ในราคา
หุ้นของประเทศบราซิล

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

18 กุมภาพันธ์ พ.ศ.2563 (วันที่สอบสารนิพนธ์ผลปรากฏผ่าน)

.....
นางสาววรรณวิภา ชงพานิช
ผู้วิจัย

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ดวงพร อาภาศิลป์,

Ph.D.

คณบดีวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....
รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคติกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) โดยเปรียบเทียบระหว่างก่อนและหลังที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่ามีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ในราคาหุ้นของประเทศบราซิล ประสบความสำเร็จลงได้ด้วย การสนับสนุนและคำแนะนำที่ดีจากบุคคลหลายท่าน ผู้วิจัยขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. นริรัตน์ เตชพิรุณทอง อาจารย์ที่ปรึกษาในสารนิพนธ์เล่มนี้ที่ได้ให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะทั้งทางด้านวิชาการและให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหา ตลอดจนช่วยกำกับดูแลกระบวนการจัดทำการศึกษาฉบับนี้ให้สำเร็จตามกำหนดเวลา ทั้งนี้ยังมีผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ปิยภัทร ธาระวานิช รองศาสตราจารย์ ดร. ชาติรัจันทร โคลิกา และดร. เอกพัทธ์ มานิจจรกิจ ที่ได้ให้คำแนะนำในส่วนของเนื้อหาและการทดสอบแบบจำลองต่างๆ ตลอดระยะเวลาการศึกษา ซึ่งผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

สุดท้ายทางผู้วิจัยขอขอบคุณบิดา มารดา พี่น้อง และเพื่อนๆ ที่คอยสนับสนุนและให้กำลังใจผู้วิจัยมาโดยตลอด ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์เล่มนี้จะมีประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจ และสามารถเป็นแนวทางต่อยอดกับผู้ที่จะทำการศึกษาในเรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์เล่มนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขออภัยมา ณ ที่นี้

วรรณวิภา ชงพานิช

การศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) โดยเปรียบเทียบระหว่างก่อนและหลังที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่ามีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ในราคาหุ้นของประเทศบราซิล

THE IMPACT OF CHANGES IN CREDIT WATCH PLACEMENT AROUND CREDIT RATING REVISION TO CUMULATIVE AVERAGE ABNORMAL RETURN IN THE STOCK EXCHANGE OF BRAZIL

วรรณวิภา ชงพานิช 6150027

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ธাত্রี จันทร์โคติกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ โดยเปรียบเทียบระหว่างก่อนกับหลังที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่าการปรับขึ้น หรือปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือมีอิทธิพลส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นหรือไม่ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือประเทศบราซิลซึ่งเป็นหนึ่งในสมาชิกของกลุ่มประเทศ BRICS โดยผู้จัดทำจะทำการศึกษาข้อมูลย้อนหลังเป็นระยะเวลา 11 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 ผลการวิจัยพบว่าทั้งการปรับขึ้น (Upgrades) และปรับลด (Downgrades) ของอันดับความน่าเชื่อถือ โดยเฉพาะหุ้นกลุ่มเก็งกำไรล้วนส่งผลให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) เปลี่ยนแปลงในทิศทางบวก และทิศทางลบ ตามลำดับ นอกจากนี้ยังพบว่าไม่ว่าอันดับความน่าเชื่อถือดังกล่าวจะถูกประเมินโดยสถาบันจัดอันดับใด พฤติกรรมหรือผลกระทบที่สะท้อนในอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยไม่ได้มีความแตกต่างกัน โดยมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ สุดท้ายผลการวิจัยพบว่าหุ้นกลุ่มที่ไม่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยมากกว่ากลุ่มที่ไม่ได้มีการคาดการณ์ไว้ล่วงหน้า

คำสำคัญ: อันดับความน่าเชื่อถือ/ แนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือ/ อัตราผลตอบแทนผิดปกติ/ ราคาหุ้น/ สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
สารบัญรูปภาพ	ช
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)	7
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)	14
บทที่ 3 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง	18
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง	18
3.2 ตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ในการศึกษาวิจัย	24
3.3 สมมติฐานงานวิจัย	25
บทที่ 4 สูตรและขั้นตอนในการวิจัย	29
4.1 วิธีการวิจัย	29
4.2 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทน	33
บทที่ 5 ผลการศึกษา	36
บทที่ 6 สรุปผลการศึกษา	53
บรรณานุกรม	56
ประวัติผู้วิจัย	58

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
3.1.1	จำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรมของประเทศบราซิล	19
3.1.2	จำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) จำแนกตามปีที่เกิดเหตุการณ์ของประเทศบราซิล	20
3.1.3	จำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) ของประเทศบราซิล	21
4.1.1	จำนวนกลุ่มตัวอย่างของประเทศบราซิลก่อน-หลังที่ไม่สามารถนำมาใช้ในการศึกษาได้	33
5.1.1	อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับแต่ละช่วงการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) ทั้งการปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades) ของประเทศบราซิล	38
5.1.2	การจัดกลุ่มอันดับการลงทุนแบ่งตามอันดับความน่าเชื่อถือ	39
5.1.3	อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ต่อช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Announcement period) ทั้งการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) หรือปรับลด (Downgrades) นับตั้งแต่วันที่ประกาศและหลังวันที่เกิดเหตุการณ์ถึง 1 วัน (0,+1) ของประเทศบราซิล	40
5.1.4	อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ต่อช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Pre-event period) ทั้งการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) หรือปรับลด (Downgrades) นับตั้งแต่ 40 ถึง 15 วัน ก่อนหน้าวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ หรือ (-40, -15) ของประเทศบราซิล	41

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง		หน้า
5.1.5	อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ต่อช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Pre-event period) ทั้งการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) หรือปรับลด (Downgrades) นับตั้งแต่ 14 วันถึง 1 วันก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือ (-14, -1) ของประเทศบราซิล	43
5.1.6	อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ต่อช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Post-event period) ทั้งการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) หรือปรับลด (Downgrades) นับตั้งแต่ 2 ถึง 14 วันจากวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือ (+2, +14) ของประเทศบราซิล	44
5.1.7	ความสัมพันธ์ของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับช่วงการเกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) แบบปรับขึ้น (Upgrades) ของประเทศบราซิล	46
5.1.8	ความสัมพันธ์ของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับช่วงการเกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) แบบปรับลด (Downgrades) ของประเทศบราซิล	47
5.1.9	อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับผลของการเปรียบเทียบระหว่างหุ้นในตลาดมีการคาดการณ์ล่วงหน้าและหุ้นในตลาดที่ไม่มีการคาดการณ์มาล่วงหน้า แบบปรับขึ้น (Upgrades) ของประเทศบราซิล	49

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง		หน้า
5.1.10	อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับผลของการเปรียบเทียบระหว่างหุ้นในตลาดมีการคาดการณ์ล่วงหน้าและหุ้นในตลาดที่ไม่มีการคาดการณ์มาล่วงหน้า แบบปรับลด (Downgrades) ของประเทศบราซิล	51
5.1.11	ผลหลังจากคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ ทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และปรับลด (Downgrades) ของประเทศบราซิล	52



สารบัญรูปรภาพ

รูปรภาพ	หน้า
3.1 สัคส่วนสถาบันจ้คอันดับความนำเชือถือที่ประกาศแนวโนมอันดับความนำเชือถือของประเทศบราซิลช่วงปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561	27
4.1 ช่วงเวลาที่ใช้ในการวิจัย	30
4.2 ช่วงเวลาที่ใช้ในการวิจัยระหว่างช่วงที่เกิดเหตุการณ์	31



บทที่ 1

บทนำ

อันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) เป็นค่าอ้างอิงที่แสดงถึงความน่าเชื่อถือขององค์กร โดยสามารถจัดทำได้ทั้งในระดับขององค์กร (Company Rating) และตัวตราสารหนี้ (Issue Rating) โดยอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ในระดับขององค์กรนั้นจะประเมินจากโครงสร้างองค์กร ข้อมูลทางการเงิน แผนธุรกิจของบริษัท และแนวโน้มของอุตสาหกรรมนั้นในอนาคตเพื่อให้เห็นสถานะทางการเงินและศักยภาพในการสร้างรายได้โดยรวมของบริษัท ส่วนอันดับความน่าเชื่อถือของตัวตราสารหนี้ที่สะท้อนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยและคืนเงินต้นภายใต้คุณลักษณะเฉพาะของตราสารหนี้ เช่น สิทธิแฝง (Option embedded bond) ข้อกำหนดสิทธิ ลำดับสิทธิของการเรียกร้องในการชำระหนี้ (Secured or Non-secured bond) สิทธิในการเลื่อนจ่ายดอกเบี้ย สิทธิในการหักเงินต้นหรือดอกเบี้ยภายใต้เงื่อนไขที่กำหนด และการค้ำประกัน เป็นต้น

อันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทจะถูกประเมินและจัดอันดับโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) โดยผ่านสัญลักษณ์ตัวอักษร ตั้งแต่ AAA (“อันดับความน่าเชื่อถือที่สูงที่สุด”) ถึง D (“อันดับความน่าเชื่อถือที่ต่ำที่สุด”) ซึ่งสัญลักษณ์อาจมีลักษณะที่แตกต่างกันออกไปขึ้นกับแต่ละสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) นอกจากนี้ยังมีการแบ่งอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) เป็นสองกลุ่มคือ Investment Grades หรือ กลุ่มนำลงทุน (AAA ถึง BBB-) และ Speculative Grades หรือกลุ่มเก็งกำไร (BB+ ลงไปจนถึง D) ส่วนสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่มีชื่อเสียง ได้แก่ สแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) มูดี้ส์ อินเวสเตอร์ส เซอร์วิส (“Moody’s”) ฟิทช์ เรตติ้งส์ (Fitch Ratings) และ ทริส เรตติ้ง (“Tris”)

โดยทั่วไปสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะทำการประเมินผ่านการวิเคราะห์สถานภาพทางการเงินของบริษัทและศักยภาพในการสร้างรายได้โดยรวมของบริษัทในอนาคต รวมถึงความสามารถในการชำระหนี้ได้ตรงตามวันที่ครบกำหนด สินทรัพย์ที่ใช้ในการค้ำประกัน รวมไปถึงเหตุการณ์ความเป็นไปได้ที่บริษัทจะผิคนัดชำระหนี้ และปัจจัยอื่นที่อาจส่งผลกระทบต่อสถานภาพทางการเงินของบริษัท อาทิเช่น ความเสี่ยงของอุตสาหกรรมหรือความเสี่ยงของธุรกิจ (Business Risk) ทั้งที่เกี่ยวข้องโดยตรงและโดยอ้อมกับธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน

(Financial Risk) เป็นต้น ดังนั้นการจัดอันดับความน่าเชื่อถือจึงถือเป็นตัวชี้วัดหนึ่งที่เป็นที่นิยมในหมู่นักลงทุน และบริษัทที่มีความต้องการจะออกจำหน่ายตราสารหนี้ โดยนักลงทุนจะใช้การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของแต่ละสถาบันในการเปรียบเทียบบริษัทที่ตนสนใจกับบริษัทคู่แข่ง รวมไปถึงยังสามารถนำข้อมูลที่ได้จากการประเมิน โดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือมาประกอบกับผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อใช้วางกลยุทธ์ในการลงทุนและตัดสินใจก่อนการลงทุนได้ ส่วนบริษัทที่ออกตราสารหนี้จะนำผลการจัดอันดับไปประเมินและคาดการณ์ต้นทุนการกู้ยืมเงินในอนาคต รวมไปถึงนำไปใช้ในการวางแผนปรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

ตัวอย่างเหตุการณ์ที่สื่อให้เห็นว่าการจัดอันดับความน่าเชื่อถือมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ได้แก่ เหตุการณ์วิกฤตสินเชื่อโดยคุณภาพ หรือวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ ในช่วงก่อนที่จะเกิดวิกฤตการเงินนั้นสถาบันการเงินเริ่มลดเงื่อนไขในการปล่อยสินเชื่อ ทำให้มีการปล่อยสินเชื่อที่มีความน่าเชื่อถือต่ำหรือโดยคุณภาพ (Subprime) จำนวนมากเกินไป ประชาชนมีสิทธิสามารถซื้อบ้านได้ทั้งที่ไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ อันเนื่องมาจากในช่วงนั้นตลาดมีการแข่งขันเพื่อเก็งกำไรจากที่อยู่อาศัยสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และการจัดอันดับความน่าเชื่อถือแก่ตราสารหนี้ที่เชื่อมโยงกับสินเชื่อโดยคุณภาพก็ถูกจัดให้อยู่ในอันดับที่สูงกว่าความเป็นจริงเพราะปัญหาด้านผลประโยชน์ที่ขัดแย้งกันระหว่างสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือกับบริษัทที่ถูกประเมินอันดับความน่าเชื่อถือ (Conflict of interest) กล่าวคือ ผู้ประเมินได้รับเงินค่าจ้างจากผู้ถูกประเมิน และผลการจัดอันดับนั้นจึงส่งผลให้นักลงทุนหันมาถือตราสารประเภทดังกล่าวมากขึ้น จนกระทั่งสถานการณ์เริ่มแย่ลง เมื่อมีเหตุการณ์การฉ้อโกงชำระหนี้ให้พบเห็นเพิ่มมากขึ้นจนทำให้เกิดการยึดทรัพย์เพิ่มขึ้น แต่อย่างไรก็ดีทรัพย์สินที่ยึดมาได้ ก็ไม่ได้ช่วยแก้ปัญหาใด เพราะช่วงนั้นมูลค่าบ้านที่เป็นมูลค่าของสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับตราสารหนี้ก็มีมูลค่าลดลงค่อนข้างมาก สุดท้ายระบบเศรษฐกิจเริ่มพังและเกิดวิกฤตการเงินโลกขึ้นในปี พ.ศ. 2551 ตามลำดับ¹

หลังจากวิกฤตดังกล่าวสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้มีการทบทวนการจัดอันดับใหม่เพื่อให้สะท้อนกับความเป็นจริงมากขึ้น นอกจากนี้ยังเห็นได้จากเหตุการณ์ล่าสุดที่เกิดขึ้นซึ่งเป็นสิ่งตอกย้ำว่านักลงทุนยังคงให้ความสำคัญกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถืออยู่

คือเหตุการณ์ในเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2562 สถาบันจัดอันดับชื่อดังอย่าง Moody's ได้ประกาศลดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัท ทาตา มอเตอร์ส (“TATA”) ลงจาก Ba2 เป็น Ba3 ส่งผลให้ราคาหุ้นของ TATA ลดลงถึงร้อยละ 2.89 หรือตกลงมาที่ราคา 154.55 รูปีอินเดีย จากราคาปิดก่อนหน้าทีราคา 159.15 รูปีอินเดีย (อ้างอิงราคาจากดัชนี BSE SENSEX ของอินเดีย) การปรับลด

¹ ชยชนท์ รักกาญจนันท์, ช้อนรอย ประวัติโดยย่อ Subprime Crisis, “[http://fundmanagertalk.com/economic-subprime-crisis/]”, 17 พฤษภาคม พ.ศ. 2554

ดังกล่าวเป็นผลมาจากผลประกอบการที่ถดถอยของบริษัท Jaguar และ Land Rover ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ TATA โดยนอกจากปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของ TATA แล้ว Moody's ยังได้ประกาศลดอันดับความน่าเชื่อถือของทั้งสองบริษัทจาก Ba3 เป็น B1 อีกด้วย²

นอกจากนั้นจะเห็นได้ว่าการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทนั้นมีผลกระทบต่อราคาหุ้นในปัจจุบันเป็นอย่างมาก

ดูได้จากเหตุการณ์ในเดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2562 ที่เกี่ยวกับผลกระทบจากการประกาศการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) คือ ราคาหุ้นของบริษัท Vale ซึ่งเป็นธุรกิจที่ประกอบธุรกิจเหมืองแร่ในประเทศบราซิลลดลงถึงร้อยละ 1.6 เนื่องจาก Moody's ทำการลดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ลง 1 ระดับ เป็น Ba1 ซึ่งถือว่าอยู่ระดับที่ต่ำกว่ากลุ่มนำลงทุน ซึ่งเป็นผลมาจากเหตุภัยพิบัติของโรงงานเหมืองแห่งหนึ่งของบริษัท โดยเหตุการณ์ดังกล่าวสร้างความเสียหายโดยตรงต่อผลผลิตและทำให้มีผู้คนเสียชีวิตจำนวนสูงถึง 300 ราย³

จากเหตุผลที่กล่าวมาข้างต้นจึงได้ทำการศึกษาวิจัยถึงเรื่องการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ โดยทำการศึกษาข้อมูลจากเหตุการณ์การประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือที่ถูกประเมินโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) 2 อันดับแรกที่เป็นผู้ประเมินให้กับบริษัทในแต่ละประเทศ สถาบันดังกล่าวประกอบด้วย สแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) มูดี้ส์ อินเวสเทอส์ เซอร์วิส (“Moody’s”) และ ฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Ratings”) โดยกลุ่มประเทศที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศกลุ่ม BRICS ซึ่งเป็นอักษรย่อที่ใช้เรียกกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาที่มีการพัฒนาและการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว (Emerging Market) ประกอบด้วยประเทศ บราซิล (Brazil) รัสเซีย (Russia) อินเดีย (India) และจีน (China) เกิดขึ้นครั้งแรกในปี พ.ศ. 2544 ซึ่งปัจจุบันประเทศแอฟริกาใต้ก็ได้เข้าร่วมเป็นสมาชิกของกลุ่ม BRIC อย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 24 ธันวาคม 2553 โดยเปลี่ยนชื่อกลุ่มใหม่เป็น BRICS ซึ่งอักษรย่อ “S” ที่เพิ่มต่อท้ายเข้ามาหมายถึง South Africa แต่เนื่องจากงานวิจัยได้ทำการศึกษาข้อมูลจากเหตุการณ์การประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ 11 ปีย้อนหลัง ในช่วงปีระหว่าง พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 จึงไม่ได้นำ South Africa หรือประเทศแอฟริกาใต้เข้ามารวมทำการศึกษา

² Kaustubh Chaubal, Rating Action: Moody's downgrades Tata Motors to Ba3; outlook negative, “[https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-Tata-Motors-to-Ba3-outlook-negative--PR_403365]”, 20 มิถุนายน พ.ศ. 2562

³ Barbara Mattos, Rating Action: Moody's downgrades Vale to Ba1; negative outlook, “[https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-Vale-to-Ba1-negative-outlook--PR_395758]”, 27 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2562

สาเหตุให้ความสนใจศึกษาไปที่ประเทศในกลุ่ม BRICS เนื่องจากเป็นกลุ่มประเทศ เศรษฐกิจเกิดใหม่ที่มีการพัฒนาและการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว (Emerging Market) มีศักยภาพสูงที่จะเติบโตขึ้นมาทัดเทียมกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว รวมถึงเป็นประเทศผู้ผลิตผลผลิตทางการเกษตรรายใหญ่ที่สุดและเป็นผู้บริโภคผลผลิตทางการเกษตรมากที่สุด และยังมีศักยภาพที่จะขยายความร่วมมือเพิ่มขึ้นอีก อาทิ ด้านวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี การค้าการลงทุน ขา และการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน นอกจากนี้ปัจจุบันประเทศไทยได้มีความร่วมมือในกรอบทวิภาคีและพหุภาคีรวมถึงมีความสัมพันธ์ด้านเศรษฐกิจการค้า และการลงทุนกับประเทศต่างๆในกลุ่ม BRICS ที่สำคัญ ดังนี้

- ไทย-จีน ได้แก่การทำ ASEAN-China FTA ภายใต้กรอบพหุภาคี ความร่วมมือในกรอบทวิภาคีต่างๆ เช่น แผนพัฒนาระยะ 5 ปีระหว่างไทย-จีน (พ.ศ.2555 - 2559) ภายใต้ความตกลงการขยายความร่วมมือทวิภาคีทางเศรษฐกิจและการค้าในเชิงกว้างและเชิงลึกระหว่างสาธารณรัฐประชาชนจีนและราชอาณาจักรไทย นอกจากนี้ยังมีแผนปฏิบัติการร่วมว่าด้วยความร่วมมือเชิงยุทธศาสตร์ไทย - จีนฉบับที่ 2 (พ.ศ.2555 - 2559) ไปจนถึงกลไกในรูปแบบของคณะทำงานระหว่างรัฐบาลไทยกับรัฐบาลท้องถิ่นต่างๆ ของจีนในระดับมณฑลเป็นต้น

- ไทย-อินเดีย อยู่ระหว่างการเจรจา FTA ระหว่างกัน ซึ่งขณะนี้สินค้าจำนวน 83 รายการมีภาษีเป็นศูนย์แล้ว นอกจากนี้อินเดียยังเป็นตลาดใหม่ที่สำคัญที่สุดของไทย โดยในปี พ.ศ.2554 อินเดียเป็นประเทศคู่ค้าอันดับที่ 16 ของไทยและเป็นอันดับที่ 1 ของไทยในเอเชียใต้โดยระหว่างปีพ.ศ. 2552-2554 มูลค่าการค้ารวมไทย-อินเดียมีมูลค่าเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

- ไทย-รัสเซีย รัสเซียเป็นประเทศคู่ค้าอันดับหนึ่งของไทยในกลุ่มประเทศยุโรป ตะวันออกและกลุ่มประเทศเครือรัฐเอกราช (Commonwealth of Independent States : CIS) ซึ่งมูลค่าการค้ารวมไทย-รัสเซีย ระหว่างปีพ.ศ. 2552 -2554 มีมูลค่าเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

- ไทย-บราซิล ทั้งสองประเทศได้มีการลงนามความตกลงทวิภาคีทางการค้าระหว่างกันในปีพ.ศ. 2554 ทั้งไทยและบราซิลต่างเป็นคู่ค้าอันดับหนึ่งของกันและกันในอาเซียน และลาตินอเมริกา (แทนที่สิงคโปร์)

จากที่กล่าวมานั้นจะเห็นได้ว่ามูลค่าการค้ารวมของไทยกับประเทศต่างๆในกลุ่ม BRICS มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นจึงได้ทำการวิจัยในกลุ่มประเทศดังกล่าว เพราะถ้าหาก ASEAN สามารถดำเนินความร่วมมือกับกลุ่ม BRICS ได้เป็นผลสำเร็จก็จะส่งผลดีต่อภาคเศรษฐกิจการค้าและการลงทุนของไทยในอนาคต ซึ่งในงานวิจัยฉบับนี้ทำการศึกษาเฉพาะกลุ่มประเทศบราซิล (Brazil) เท่านั้น

เพื่อเป็นการควบคุมผลกระทบที่อาจจะเกิดขึ้น กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบจึงถูกจำกัดจำนวนวันในแต่ละช่วงที่ได้ทำการศึกษาวิจัยถูกกำหนดไว้เท่ากันเพื่อเป็นการควบคุมปัจจัยในการศึกษาวิจัย โดยแบ่งออกเป็น 3 ช่วงเวลา ดังนี้ 1) ช่วงประมาณการ (Estimation Period) 2) วันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (The Announcement Date) 3) ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event period) โดยที่ช่วงเกิดเหตุการณ์ประกอบด้วย 3 ช่วงเวลา ดังนี้ 3.1) ช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Pre-event period) 3.2) วันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Announcement period) 3.3) ช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Post-event period)

ผลการศึกษาพบว่าสำหรับการเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades) นั้นล้วนมีผลต่อราคาหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ทั้งสิ้นซึ่งถือเป็นอัตราผลตอบแทนที่เกินจากอัตราผลตอบแทนโดยทั่วไปในตลาด โดยถ้าหากมีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือแบบปรับขึ้น (Upgrades) นั้นจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวก เช่นเดียวกันถ้าหากมีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือแบบปรับลด (Downgrades) ก็จะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบ เพราะว่าการปรับเพิ่มขึ้นของอันดับความน่าเชื่อื่อนั้นแน่นอนว่าถือเป็นข่าวดีสำหรับนักลงทุนที่ต้องการข่าวสารที่สามารถสะท้อนถึงข้อมูลภายในบริษัทเพื่อใช้ในการลงทุน และในทางกลับกันการปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือก็ถือเป็นข่าวร้ายสำหรับนักลงทุนเช่นกัน ดังนั้นอันดับความน่าเชื่อถือจึงเปรียบเสมือนข้อมูลภายในที่นักลงทุนโดยส่วนใหญ่มักใช้เป็นการคาดการณ์การลงทุน

นอกจากนี้งานวิจัยฉบับนี้ยังทำการศึกษาความสอดคล้องของผลการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) 2 อันดับแรก ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ของอันดับความน่าเชื่อถือแบบปรับลด (Downgrades) ของทั้ง 2 สถาบันมีผลทิศทางเดียวกันคือ มีความสัมพันธ์ที่ส่งผลต่อการปรับลดของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย แต่ถ้าหากเป็นการปรับขึ้น (Upgrades) ของอันดับความน่าเชื่อถือ ผลการศึกษาของ 2 สถาบันที่จัดอันดับสูงสุดในแต่ละประเทศจะไม่สอดคล้องกัน อันเนื่องมาจากกลุ่มธุรกิจที่ได้ทำการประเมินที่แตกต่างกันของแต่ละสถาบันจัดอันดับทำให้มีความเชี่ยวชาญรวมถึงประสบการณ์ของแต่ละสถาบันในการประเมินของแต่ละกลุ่มธุรกิจก็แตกต่างกันไปด้วยเช่นกัน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับปัจจัยความซับซ้อนของธุรกิจโครงสร้างขององค์กรที่ทำการประเมินด้วยเช่นกัน

กลุ่มสุดท้ายของการศึกษาวิจัยในเล่มนี้คือการเปรียบเทียบผลของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) จากหุ้นที่มีนักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือไว้ก่อนหน้า (Linked event) กับหุ้นกลุ่มที่ไม่ได้มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือแล้วมีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือออกมาในทันที (Surprise event) โดยผลของการศึกษาวิจัยพบว่าสำหรับหุ้นที่มีการคาดการณ์จากนักวิเคราะห์มาแล้วล่วงหน้าก่อนทำการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือถึงผลการคาดการณ์จะไม่ได้เป็นไปตามนั้นทั้งหมดก็ตาม จะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยไปตามที่ได้คาดการณ์มากกว่ากลุ่มที่ไม่ได้มีการคาดการณ์ไว้ล่วงหน้า

ปัจจุบันการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศมีการหมุนเวียนของแหล่งเงินทุนและเข้าถึงข้อมูลได้ง่ายมากขึ้น ทำให้นักลงทุนที่มีความสนใจในกลุ่มการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศสามารถนำผลการวิจัยนี้ไปประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย เนื่องจากอันดับความน่าเชื่อถือนั้นถือเป็นตัวชี้วัดหนึ่งที่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงสถานะทางการเงินและศักยภาพในการสร้างรายได้โดยรวมของบริษัทในอนาคต รวมถึงความเสี่ยงจากการก่อหนี้ของบริษัท ซึ่งใช้เป็นองค์ประกอบในการตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกเหนือจากนักลงทุนจะสามารถนำงานวิจัยนี้ไปใช้ประโยชน์ในด้านการลงทุนแล้ว ในมุมมองผู้บริหารของบริษัทยังสามารถใช้ประโยชน์จากผลการวิจัยนี้ไปใช้เป็นแนวทางในการพิจารณาถึงผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากการปรับโครงสร้างการจัดหาเงินทุนของบริษัท โดยทั่วไปหากโครงสร้างการจัดหาเงินทุนของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท และอันดับความน่าเชื่อถือโดยตรง ดังนั้นถ้าหากบริษัทวางแผนที่จะปรับเปลี่ยนโครงสร้างการจัดหาเงินทุนโดยการเพิ่มสัดส่วนของการก่อหนี้จากแหล่งเงินทุนภายนอกผ่านการกู้ยืมเงินให้มากขึ้น จะทำให้บริษัทมีความเสี่ยงที่แนวโน้มของอันดับความน่าเชื่อถือจะมีการปรับลดในอนาคต และจะกระทบต่อเนื่องไปถึงราคาหุ้นของบริษัท จนกระทั่งทำให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของบริษัทนั้นลดลง

งานวิจัยฉบับนี้ได้แบ่งเนื้อหาออกเป็นหกส่วน ดังนี้ บทนำ งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง วิธีการวิจัย สูตรและขั้นตอนการวิจัย ผลการวิจัย และสรุปผลการวิจัย ตามลำดับ

บทที่ 2

ทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ คือ ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่นักลงทุนสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้นเมื่อมีการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารใหม่ ราคาของหลักทรัพย์จึงปรับขึ้นหรือลง เพื่อสะท้อนข้อมูลข่าวสารนั้นทันที Eugene F. Fama (1970) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารของบริษัทกับราคาของหลักทรัพย์ ภายใต้สมมติฐานดังนี้

- นักลงทุนทุกคนล้วนเป็นอิสระต่อกันมีสิทธิในการเข้าถึงข่าวสารที่เพียงพอแสวงหาผลกำไรจากการลงทุนที่สูงที่สุด และสามารถเข้าถึงแหล่งข้อมูลข่าวสารของบริษัทได้อย่างเท่าเทียมกัน ทั้งนี้การตัดสินใจของนักลงทุนรายใดรายหนึ่งไม่สามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์โดยรวมได้
- ข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่สำหรับนักลงทุนนั้นถูกเผยแพร่อย่างทั่วถึงและกว้างขวาง นอกจากนั้นนักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวได้โดยปราศจากต้นทุน
- ข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นเป็นเหตุการณ์แบบสุ่ม โดยมีตัวอย่าง ดังนี้ การประท้วงของแรงงาน วิกฤตในอุตสาหกรรม และการเปลี่ยนแปลงอุปสงค์ต่อสินค้า เป็นต้น
- นักลงทุนตอบสนองต่อข่าวสารใหม่อย่างรวดเร็วและแม่นยำ ส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์มีการปรับขึ้น หรือปรับลดทันที เพื่อสะท้อนถึงราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริงของบริษัท
- จากการศึกษาเรื่องตลาดที่มีประสิทธิภาพพบว่าตลาดถูกแบ่งออกเป็น 3 ประเภทดังนี้
 - 1) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak-form efficiency) ราคาของหลักทรัพย์เป็นการสะท้อนข้อมูลข่าวสารในอดีตของบริษัท และนักลงทุนไม่สามารถนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ในการคาดการณ์ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคตเพื่อใช้ในการเก็งกำไรได้
 - 2) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi-strong form efficiency) ราคาของหลักทรัพย์สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารของบริษัททั้งข้อมูลในอดีตและข้อมูลที่เผยแพร่สู่สาธารณะในปัจจุบัน แต่นักลงทุนยังคงไม่สามารถใช้ข้อมูลดังกล่าวเพื่อคาดการณ์ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคตเพื่อใช้ในการเก็งกำไรได้ และ
 - 3) ตลาดที่มี

ประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong form efficiency) ราคาของหลักทรัพย์สามารถสะท้อนทั้งข้อมูลที่เผยแพร่สู่สาธารณะและข้อมูลภายในของบริษัทได้ แต่นักลงทุนยังคงไม่สามารถใช้ข้อมูลดังกล่าวในการคาดการณ์ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคตเพื่อใช้ในการเก็งกำไรได้ อย่างไรก็ตามในความเป็นจริงประสิทธิภาพของตลาดในระดับสูงนี้สามารถเกิดขึ้นได้ยากเนื่องจากข้อมูลภายในของบริษัทมักไม่ถูกเผยแพร่สู่สาธารณะโดยง่าย ทำให้การเข้าถึงข้อมูลส่วนนี้ทำได้ค่อนข้างยาก ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนบางรายเชื่อว่านักลงทุนที่มีความสามารถจะสามารถเข้าถึงข้อมูลได้ดีกว่า และนำข้อมูลดังกล่าวมาใช้ในการวิเคราะห์เพื่อทำกำไรส่วนเกินจากตลาด

2.1.2 ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information)

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล หมายถึงเหตุการณ์ที่ผู้มีส่วนได้เสียแต่ละฝ่ายในตลาดนั้นมีข้อมูลที่ไม่เท่ากัน ตัวอย่างเช่น ผู้ขายทราบถึงรายละเอียดของผลิตภัณฑ์มากกว่าผู้ซื้อ โดยความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลนั้นสามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภท ดังนี้

2.1.2.1 Adverse selection

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในรูปแบบนี้ เกิดจากการที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งมีข้อมูลน้อยกว่าอีกฝ่าย หรืออาจกล่าวได้ว่า เป็นความไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้ออกหุ้นกู้กับนักลงทุนที่สนใจในตลาดตราสารหนี้ ในกรณีนี้บริษัทที่มีความต้องการจะออกตราสารหนี้ย่อมรู้ถึงสถานะทางการเงิน ความคล่องตัวของภาระหนี้สินกระแสเงินสดของบริษัท และทิศทางแนวโน้มการเติบโตของบริษัทเป็นอย่างดี ในขณะที่นักลงทุนกลับทราบเพียงข้อมูลทางการเงินที่สำคัญที่เผยแพร่ในที่สาธารณะเท่านั้น ด้วยเหตุนี้การว่าจ้างสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือให้มาประเมินความน่าเชื่อถือของทั้งบริษัทและตราสารหนี้ที่บริษัทต้องการจะออก จึงเป็นการลดทอนปัญหา Adverse selection ได้

2.1.2.2 Moral hazard

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในรูปแบบนี้นั้น เกิดจากการที่คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายทราบข้อมูลอย่างเท่าเทียมกัน แต่ผลลัพธ์ของการกระทำจะขึ้นอยู่กับการกระทำของฝ่ายใดฝ่ายหนึ่ง ที่อีกฝ่ายไม่สามารถตรวจสอบได้ อย่างในกรณีการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือ ผู้ใช้ผลจากการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ จะเป็นนักลงทุน หรือสถาบัน องค์กรที่เกี่ยวข้อง ซึ่งผู้มีส่วนได้เสียเหล่านี้ไม่ได้เป็นผู้ว่าจ้างให้มีการประเมิน หากแต่เป็นบริษัทที่ถูกประเมินหรือบริษัทที่มีความต้องการที่จะออกตราสารหนี้เป็นผู้ว่าจ้าง ดังนั้นเหตุการณ์ในลักษณะนี้จึงมีความเสี่ยงที่จะก่อให้เกิด Principal-agent problem ได้ เพราะผู้ว่าจ้างไม่สามารถหาหลักฐานพิสูจน์ได้อย่างแน่ชัดว่า ผู้ถูกจ้างหรือสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้ทำการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทอย่างที่ควร

จะเป็น หรือให้ความเห็นลำเอียงขึ้นกับจำนวนของผลตอบแทนที่ได้รับ ดังนั้นเพื่อป้องกันปัญหาดังกล่าว ในการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือแต่ละครั้ง สถาบันจัดอันดับจึงจำเป็นต้องชี้แจงอันดับความน่าเชื่อถือที่เปลี่ยนแปลงไป ว่าเกิดจากสาเหตุใด เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ สามารถนำเหตุผลดังกล่าวไปใช้ประกอบการตัดสินใจ

2.1.3 News announcement

ตามปกติราคาหุ้นที่ผันผวนนั้น เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์ (demand) และอุปทาน (supply) กล่าวคือถ้าหากหุ้นเป็นที่ต้องการในตลาด อุปสงค์ในหุ้นบริษัทนี้เพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่อุปทานหรือจำนวนหุ้นที่ซื้อขายในท้องตลาดมีจำนวนเท่าเดิม ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น ในทางตรงกันข้ามกับถ้าหากหุ้นไม่เป็นที่ต้องการของตลาด นักลงทุนที่ถือหุ้นเหล่านี้อยู่จึงต้องการที่จะขายหุ้นทิ้ง ทำให้อุปทานเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่อุปสงค์มีปริมาณที่คงที่หรือมีแนวโน้มลดลง ส่งผลให้ราคาหุ้นลดต่ำลงในที่สุด จากที่กล่าวมาพบว่าการเปลี่ยนแปลงของปริมาณอุปสงค์และอุปทานนั้นส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากข่าวของบริษัท อาทิเช่น การประกาศกำไรจากผลการดำเนินงานของบริษัท ย่อมถือเป็นสัญญาณที่ดีในการทำธุรกิจ ถือเป็นข่าวดี ทำให้หุ้นเป็นที่สนใจในหมู่นักลงทุน ปริมาณอุปสงค์ของหุ้นเพิ่มมากขึ้น ในทางตรงกันข้ามการประกาศผลขาดทุนจากการดำเนินงาน หรือการถูกฟ้องร้องถือเป็นข่าวในทิศทางลบ นักลงทุนส่วนใหญ่เล็งเห็นถึงความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นได้หากยังถือต่อไป ส่งผลให้อุปทานปรับสูงขึ้น โดยข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่เป็นไปได้อย่างหลากหลาย อาทิเช่น บทวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยรัฐบาลหรือสถาบันที่น่าเชื่อถือ ข่าวสารผ่านสื่อช่องทางต่างๆ บทวิเคราะห์แนวโน้มของอุตสาหกรรม รวมไปถึงบทพูดคุยวิเคราะห์ทางเศรษฐกิจ เป็นต้น

2.1.4 พฤติกรรมของนักลงทุน (Investor's behavior)

พฤติกรรมของนักลงทุนที่พบในตลาดมีความหลากหลายขึ้นอยู่กับสถานการณ์ขณะนั้น ลักษณะนิสัยการลงทุน และอื่นๆ ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวสามารถอ้างอิงได้หลายทฤษฎี

Investor regret theory เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงการจัดการกับประสบการณ์ที่ได้รับจากการตัดสินใจที่ผิดพลาดในอดีต กล่าวคือนักลงทุนบางกลุ่มมีความอ่อนไหวต่อราคาหุ้น โดยนักลงทุนกลุ่มนี้มักเลือกที่จะหลีกเลี่ยงการขายหุ้นที่ขาดทุนเพื่อปกป้องความรู้สึกแม้ที่ต้องยอมรับว่าตนเองเลือกลงทุนได้ผิดพลาด ก่อให้เกิดความเสียหายต่อเงินลงทุน ซึ่งการตัดสินใจดังกล่าวเป็นสิ่งที่ผิดเพราะการหลีกเลี่ยงการขายหุ้นนั้นมักส่งผลให้นักลงทุนประสบผลขาดทุนที่มากขึ้น นอกจากนั้นยังมีนักลงทุนบางกลุ่มเลือกที่จะหลีกเลี่ยงความรู้สึกผิดจากผลขาดทุน โดยเลือกซื้อหุ้นที่ตนส่วนใหญ่

ลงทุนกัน แทนที่จะลงทุนในหุ้นนอกกระแส เพราะหากประสบผลขาดทุน นั้นหมายความว่าคนอื่นก็ย่อมได้รับผลขาดทุนด้วยเช่นกัน

Prospect and loss aversion เป็นการอธิบายถึงระดับอารมณ์ที่นักลงทุนแสดงต่อกำไรและขาดทุนจากการลงทุน ซึ่งส่วนใหญ่พบว่านักลงทุนมักจะแสดงออกถึงความเครียดจากผลขาดทุนมากกว่าความรู้สึกพึงพอใจต่อผลกำไร นอกจากนี้ Prospect and loss aversion ยังอธิบายถึงพฤติกรรมที่นักลงทุนตัดสินใจถือหุ้นที่กำลังขาดทุนต่อ แทนการตัดสินใจขายหุ้น (cut loss) เพราะนักลงทุนกลุ่มนี้มีความคาดหวังว่าราคาหุ้นจะดึงกลับขึ้นมา และทำให้เปลี่ยนจากผลขาดทุนมาเป็นผลกำไรได้ ซึ่งเหตุการณ์นี้นำไปสู่สาเหตุที่ว่าทำไมนักลงทุนจึงเลือกที่จะถือหุ้นที่ขาดทุนต่อ และขายหุ้นที่กำลังกำไร เพราะนักลงทุนกลุ่มนี้มีความคาดหวังว่า วันหนึ่งหุ้นที่กำลังขาดทุนอยู่จะให้ผลตอบแทนที่มากกว่าหุ้นที่กำลังกำไรอยู่ในปัจจุบัน

Over and under reacting เป็นการอธิบายถึงนักลงทุนกลุ่มที่มองโลกในแง่บวก กล่าวคือเมื่อราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นนักลงทุนกลุ่มนี้ก็จะมีความหวังว่าราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นไปอีก ในทางตรงกันข้ามเมื่อราคาหุ้นตกลง นักลงทุนในกลุ่มนี้จะเป็นประเภทมองโลกในแง่ร้าย ให้ความสำคัญทั้งหมดไปที่เหตุการณ์ปัจจุบัน โดยไม่สนใจถึงข้อมูลในอดีตที่ผ่านมาบริษัทมีผลการดำเนินงานเป็นอย่างไร และด้วยเหตุนี้จึงส่งผลให้ผลการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อข่าวร้ายรุนแรงมากกว่าข่าวดี

จากที่กล่าวข้างต้นทุกครั้งที่สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ จะส่งผลให้บริษัทที่ถูกประเมินเป็นบริษัทที่อยู่ในกระแสข่าวเศรษฐกิจ เป็นที่สนใจของนักลงทุน และได้รับผลกระทบจากการตอบสนองของนักลงทุนที่ต่างกันขึ้นอยู่กับสถานการณ์และลักษณะนิสัยการลงทุน

2.1.5 อันดับความน่าเชื่อถือ

อันดับความน่าเชื่อถือเป็นค่าอ้างอิงที่แสดงว่าบริษัทมีความเสี่ยงในการชำระดอกเบี้ยเงินกู้และเงินต้นมากน้อยเพียงใด รวมถึงสถานะทางการเงินและศักยภาพในการสร้างรายได้โดยรวมอีกด้วย โดยอันดับความน่าเชื่อถือจะถูกประเมินและจัดอันดับโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือผ่านสัญลักษณ์ตัวอักษร ตั้งแต่ AAA (“อันดับความน่าเชื่อถือที่สูงที่สุด”) ถึง D (“อันดับความน่าเชื่อถือที่ต่ำที่สุด”) ซึ่งสัญลักษณ์ดังกล่าวอาจมีลักษณะที่แตกต่างกันออกไปขึ้นกับสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ นอกจากนี้ยังมีการกำหนดเพิ่มเติมอีกว่าตราสารหนี้ของบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับตั้งแต่ระดับ BBB- ขึ้นไปจะถูกจัดว่าเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มนำลงทุน (Investment grades)

สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่มีชื่อเสียง ได้แก่ สแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) มูดี้ส์ อินเวสเตอส์ เซอร์วิสเซส (“Moody’s”) และ ฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch”)

อันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทที่ได้รับการประเมินจะถูกแบ่งเป็นแบบระยะสั้น และระยะยาว ซึ่งเป็นอันดับความน่าเชื่อถือดังกล่าวจะสะท้อนถึงความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นของตราสารหนี้ที่จะครบกำหนดชำระภายในหนึ่งปี และมากกว่าหนึ่งปีตามลำดับ โดยสัญลักษณ์แสดงอันดับความน่าเชื่อถือของแต่ละประเภทจะมีลักษณะที่ต่างกัน ดังนี้

- อันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทแบบระยะยาว

ระดับอันดับความน่าเชื่อถือ	ความหมาย
AAA	บริษัทมีสถานะทางการเงินที่มั่นคง มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นที่แน่นอน หรืออาจกล่าวได้ว่ามีความสามารถในการชำระหนี้ที่อยู่ในเกณฑ์สูงสุด
AA	บริษัทมีสถานะทางการเงินที่มั่นคง มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นที่แน่นอน แต่อยู่ในระดับที่ต่ำกว่า AAA เล็กน้อย
A	บริษัทมีสถานะทางการเงินที่มั่นคง มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นสูง แต่มีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจ เศรษฐกิจ และสภาพแวดล้อมมากกว่าระดับ AAA และ AA
BBB	บริษัทที่มีสถานะทางการเงินที่เพียงพอต่อการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้น นอกจากนั้นบริษัทยังมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจ เศรษฐกิจ และสภาพแวดล้อม จนทำให้ความสามารถในการชำระหนี้ลดลง
BB B CCC และ CC	บริษัทมีความเสี่ยงในระดับปานกลางถึงสูงว่าจะไม่สามารถชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นได้ โดยระดับ BB มีความเสี่ยงต่ำที่สุด และ CC มีความเสี่ยงสูงที่สุด นอกจากนั้นบริษัทยังได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจ เศรษฐกิจ และสภาพแวดล้อมที่รุนแรง จนทำให้ความสามารถในการชำระหนี้ลดลงหรือรุนแรงถึงขั้นไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด
R	บริษัทอยู่ระหว่างการตรวจสอบโดยสถาบันหรือองค์กรที่กำกับดูแลบริษัท ส่งผลให้อำนาจการตัดสินใจในการชำระหนี้ตกอยู่ภายใต้สถาบันหรือองค์กรที่เข้าตรวจสอบ ผู้ให้กู้ยืมบางรายได้รับชำระหนี้ ขณะที่บางรายอาจไม่ได้รับชำระหนี้

ระดับอันดับ ความน่าเชื่อถือ	ความหมาย
SD และ D	บริษัทมีสถานะอยู่ระหว่างผิคนัดชำระหนี้ กล่าวคือบริษัทไม่สามารถชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นได้ตามกำหนด
NR	ไม่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

- อันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทแบบระยะสั้น

ระดับอันดับ ความน่าเชื่อถือ	ความหมาย
A-1	บริษัทมีสถานะทางการเงินที่มั่นคง มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นที่แน่นอน หรืออาจกล่าวได้ว่ามีความสามารถในการชำระหนี้ที่อยู่ในเกณฑ์สูงสุด
A-2	บริษัทมีสถานะทางการเงินที่มั่นคง มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นสูง แต่มีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจ เศรษฐกิจ และสภาพแวดล้อม
A-3	บริษัทที่มีสถานะทางการเงินที่เพียงพอต่อการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้น นอกจากนั้นบริษัทยังมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจ เศรษฐกิจ และสภาพแวดล้อม จนทำให้ความสามารถในการชำระหนี้ลดลง
C	บริษัทมีความเสี่ยงที่จะไม่สามารถชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นได้ จนส่งผลให้อันดับความน่าเชื่อถือหล่นไปที่ระดับ SD หรือ D ขึ้นอยู่กับการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจ เศรษฐกิจ และสภาพแวดล้อมที่รุนแรงว่าจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้มากหรือรุนแรงถึงขั้นไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนดหรือไม่
R	บริษัทอยู่ระหว่างการตรวจสอบโดยสถาบันหรือองค์กรที่กำกับดูแลบริษัท ส่งผลให้อำนาจการตัดสินใจในการชำระหนี้ตกอยู่ภายใต้สถาบันหรือองค์กรที่เข้าตรวจสอบ ผู้ให้กู้ยืมบางรายได้รับชำระหนี้ ขณะที่บางรายอาจไม่ได้รับชำระหนี้
SD และ D	บริษัทมีสถานะอยู่ระหว่างผิคนัดชำระหนี้ กล่าวคือบริษัทไม่สามารถชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นได้ตามกำหนด
NR	ไม่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

นอกจากการจัดอันดับความน่าเชื่อถือแล้ว ในสถาบันจัดอันดับที่มีชื่อเสียงจะมีการประเมินแนวโน้มการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งแนวโน้มดังกล่าวเป็นการประกาศทิศทาง การเปลี่ยนแปลงที่จะเกิดขึ้นกับอันดับความน่าเชื่อถือในอนาคต แนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือแบ่ง ออกเป็น 2 ประเภท ดังนี้

1. Credit watch

เมื่อบริษัทที่ถูกจัดอันดับน่าเชื่อถือกำลังประสบกับเหตุการณ์บาง เหตุการณ์ จนกระทั่งมีแนวโน้มในระยะสั้นที่เหตุการณ์นั้นจะส่งผลให้อันดับความน่าเชื่อถือที่เคย ประกาศไปมีการเปลี่ยนแปลง และอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทอยู่ภายใต้การทบทวนของ สถาบันจัดอันดับ เหตุการณ์ที่จะส่งผลให้บริษัทอยู่ระหว่างการประเมิน credit watch ได้ มีดังนี้

- เมื่อมีสถานการณ์ใดสถานการณ์หนึ่งที่มีแนวโน้มว่าจะ เกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้ และเมื่อเกิดเหตุการณ์ดังกล่าวหรือได้รับข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับเหตุการณ์ นั้น จะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือปัจจุบัน ตัวอย่างเหตุการณ์ที่เข้าข่าย ได้แก่ การควบรวมกิจการ การปรับโครงสร้างหนี้ การเปลี่ยนแปลงในอำนาจการออกเสียง การถูก ตรวจสอบ โดยองค์กรหรือหน่วยงานที่กำกับดูแลกิจการ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) หรือการปรับแผนการดำเนินงานของธุรกิจ เป็นต้น

- ผลการดำเนินงานของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมี สาระสำคัญ แต่ยังไม่ได้ทำการประเมินถึงขนาดของผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งการเปลี่ยนแปลง ดังกล่าวมีความเป็นไปได้ค่อนข้างสูงว่าจะกระทบต่ออันดับความน่าเชื่อถือ

- มีการเปลี่ยนแปลงของเกณฑ์ที่นำมาใช้ในการประเมิน อันดับความน่าเชื่อถือ

- แนวโน้มของ credit watch จะถูกแสดงผ่าน 3 รูปแบบ ดังนี้ 1) มีแนวโน้มที่อันดับความน่าเชื่อถือจะปรับขึ้น (positive) 2) มีแนวโน้มที่อันดับความน่าเชื่อถือ จะปรับลด (negative) และ 3) มีแนวโน้มที่อันดับความน่าเชื่อถือจะปรับขึ้นหรือปรับลด (developing)

2. Rating outlooks

เป็นการประเมินความเป็นไปได้ของทิศทางเปลี่ยนแปลงของอันดับ ความน่าเชื่อถือในช่วง 6 เดือน ถึง 2 ปีข้างหน้า Rating outlooks จะถูกพิจารณาผ่านการเปลี่ยนแปลง ของเศรษฐกิจ หรือเงื่อนไขทางธุรกิจ และถูกแสดงผ่าน 5 รูปแบบดังนี้ 1) มีแนวโน้มที่อันดับ ความน่าเชื่อถือจะปรับขึ้น (positive) 2) มีแนวโน้มที่อันดับความน่าเชื่อถือจะปรับลด (negative)

3) มีแนวโน้มที่อันดับความน่าเชื่อถือจะไม่เปลี่ยนแปลง (stable) 4) มีแนวโน้มที่อันดับความน่าเชื่อถือจะปรับขึ้นหรือปรับลด (developing) 5) ไม่ได้รับผลกระทบ (not meaningful)

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์

จากงานวิจัยเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือในช่วงแรกนั้น ส่วนใหญ่เน้นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัท อาทิเช่น Weinstein (1977) และ Cantor และ Packer (1996) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นคู่ต่อมาก็ได้มีงานวิจัยหลายงานที่ทำการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือที่มีผลต่อราคาของหลักทรัพย์ทางการเงิน อาทิเช่น Binici, Hutchison และ Miao (2018) ให้ความสนใจในการศึกษาคือผลตอบแทนในอนุพันธ์ป้องกันความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของลูกหนี้ (CDS spread) ผู้วิจัยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event study) โดยกรอบเวลาที่ใช้ในการศึกษานั้นครอบคลุมที่ 230 วันก่อนหน้าวันที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือถึง 14 วันหลังจากวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-230, +14) ซึ่งผลการศึกษาพบว่าทั้งการปรับขึ้นและปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือล้วนมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของ CDS ทั้งสิ้น โดยเฉพาะสำหรับช่วงหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนักลงทุนจะยิ่งให้ความสำคัญกับการประกาศการเปลี่ยนแปลงในอันดับความน่าเชื่อถือมากกว่าปกติ และส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนของ CDS โดยผลการวิจัยนี้ก็ได้อ้างอิงกับงานวิจัยในอดีตหลายฉบับ อาทิเช่น Norden และ Weber (2004) และ Hull et al (2004) ที่พบว่าเฉพาะเหตุการณ์การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือเท่านั้นที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของ CDS

Micu, Remolona และ Wooldridge (2006) ได้ยังสนใจศึกษาถึงประเภทของเหตุการณ์การประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่าประเภทใดส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนในตลาดอนุพันธ์ป้องกันความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของลูกหนี้ (CDS spread) โดยประเภทของเหตุการณ์ที่ใช้ประกอบด้วย 1) เหตุการณ์การประกาศอันดับความน่าเชื่อถือจริง 2) เหตุการณ์การทบทวนอันดับความน่าเชื่อถือ 3) เหตุการณ์การประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือ โดยจากการวิจัยพบว่าในกลุ่มที่มีการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือทั้ง 3 ประเภทของเหตุการณ์ล้วนส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนทั้งสิ้น โดยเฉพาะในประเภทเหตุการณ์ทบทวนอันดับความน่าเชื่อถือที่ให้ผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญระดับที่ร้อยละ 1 ส่วนสำหรับเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือและเหตุการณ์ประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือให้ผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับร้อยละ 5 และ 10 ตามลำดับ นอกจากนี้ผลกระทบที่ได้จะรุนแรงเมื่อเป็นการเปลี่ยนแปลงจากกลุ่มนำลงทุน

(Investment grades) มาอยู่ในกลุ่มเก็งกำไร (Speculative grades) ส่วนการปรับขึ้นของอันดับความน่าเชื่อถือพบว่าทั้ง 3 ประเภทของเหตุการณ์ล้วนส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนทั้งสิ้น โดยเฉพาะในกลุ่มที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในกลุ่มเก็งกำไร และกลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็ก

นอกจากอัตราผลตอบแทนของอนุพันธ์ป้องกันความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของลูกหนี้ (CDS spread) แล้วยังมีผู้วิจัยท่านอื่นอย่าง Pinches และ Singleton (1978) ที่สนใจศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในราคาหุ้น ส่วน Pinches และ Singleton (1978) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวโดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดย Moody's ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2493 ถึงพ.ศ. 2515 ของบริษัทที่ประกอบกิจการในอุตสาหกรรมการผลิต ระบบสาธารณูปโภค และการขนส่ง ผลการทดสอบพบว่าการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือทั้งแบบที่มีการปรับขึ้นและปรับลด ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในราคาหุ้นทำให้เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกและลบ ตามลำดับ

นอกจากนั้น Hand, Holthausen และ Leftwich (1992) ได้ทำการศึกษาผลกระทบในราคาหุ้นกู้และหุ้นจากทั้งการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือและการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือจริงของหุ้นกู้ของบริษัทที่ได้รับการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้โดย S&P และ Moody's ช่วงปีพ.ศ. 2520 ถึง พ.ศ. 2525 ผลการทดสอบพบว่าในกลุ่มตัวอย่างของการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือที่ประเมินโดย S&P และ Moody's ให้ผลการทดสอบว่าการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือทั้งเหตุการณ์ที่ปรับขึ้นและปรับลดมีผลต่อการเพิ่มขึ้นและลดลงของราคาหุ้น แต่เมื่อทดสอบกลุ่มตัวอย่างของการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือที่ประเมินโดย S&P และ Moody's กลับให้ผลที่แตกต่าง คือเฉพาะเหตุการณ์ที่มีการปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือเท่านั้นที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น โดยทำให้ราคาปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยส่วนใหญ่ อาทิเช่น Goh และ Ederington (1993) ที่เลือกบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดย Moody's และมีหุ้นซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange : NYSE) และอเมริกา (America Stock Exchange) ย้อนหลัง 3 ปี ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2527 ถึงปีพ.ศ. 2529 เป็นกลุ่มตัวอย่าง Bheenic และ Brooks (2015) ที่เลือกบริษัทญี่ปุ่นและออสเตรเลียที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดย S&P ตั้งแต่ช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2533 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2555 และ Ryana, Villupuramb และ Zyloc (2017) ที่เลือกบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดย Moody's ในช่วงปีพ.ศ. 2533 ถึง พ.ศ. 2543 เป็นกลุ่มตัวอย่าง จากการศึกษาข้างต้นไม่พบว่าการปรับขึ้นของอันดับความน่าเชื่อถือนั้นจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจนทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่ผิดปกติ แต่พบว่าการปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติปรับตัวไปในทิศทางลบ นอกจากนี้ Ryana, Villupuramb และ Zyloc (2017)

ยังชี้แจงไว้ว่าผลกระทบดังกล่าวจะชัดเจนมากในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในภาวะถดถอย โดยเฉพาะกับกลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้ยังมีอีกหลายงานวิจัยที่สนใจศึกษาความสัมพันธ์ในลักษณะที่คล้ายคลึงกัน อาทิเช่น Brooks, Faff และ Hillier (2004) Gande และ Parsley (2005) Ferreira และ Gama (2007) Hooper, Hume และ Kim (2008) Hill และ Faff (2010) และ Afonso, Furceri และ Gomes (2012) ซึ่งให้ผลสรุปไปในทิศทางเดียวกันว่าการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือจะมีอิทธิพลต่อมูลค่าราคาของสินทรัพย์มากกว่าการปรับขึ้นอันดับความน่าเชื่อถือ และด้วยเหตุผลนี้ทำให้ในหลายบริษัทจะมีการนำเสนอข่าวในทิศทางลบก่อนการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ และนำเสนอข่าวในทิศทางบวกก่อนการปรับขึ้นอันดับความน่าเชื่อถือ

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยบางฉบับที่ศึกษาความสัมพันธ์ในลักษณะที่คล้ายคลึงกัน แต่ขยายขอบเขตที่สนใจ เพื่อศึกษาเพิ่มเติมถึงเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ อาทิเช่น Chakravaty, Chiyachantana และ Lee (2009) ที่ได้ศึกษาถึงข้อมูลแนวโน้มนับอันดับความน่าเชื่อถือที่ประเมินโดย Moody's ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2540 ถึง 30 กันยายน พ.ศ. 2547 และพบว่าแนวโน้มนับอันดับความน่าเชื่อถือที่ประกาศก่อนจะประกาศอันดับความน่าเชื่อถือจริงมีความสอดคล้องกัน ถึงร้อยละ 85.3 ในแนวโน้มนับอันดับความน่าเชื่อถือที่จะปรับลด และร้อยละ 91.5 ในแนวโน้มนับอันดับความน่าเชื่อถือที่จะปรับขึ้น จากผลการทดสอบดังกล่าวผู้วิจัยจึงนำข้อมูลแนวโน้มนับอันดับความน่าเชื่อถือมาศึกษาเพิ่มเติมว่าแนวโน้มนับดังกล่าวมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในราคาหลักทรัพย์ของบริษัทหรือไม่ โดยใช้วิธีการศึกษาจากเหตุการณ์ (Event study) ผลการทดสอบพบว่าในเหตุการณ์ที่มีการประกาศว่าอันดับความน่าเชื่อถือมีแนวโน้มจะปรับลดและอันดับความน่าเชื่อถือถูกปรับลดจริงในระยะเวลาต่อมา จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบร้อยละ 6.31 ในทางตรงข้ามเหตุการณ์ที่มีการประกาศว่าอันดับความน่าเชื่อถือมีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นและอันดับความน่าเชื่อถือมีการปรับขึ้นจริงในระยะเวลาต่อมา จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกร้อยละ 1.33 สำหรับเหตุการณ์ที่ไม่ได้มีการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือก่อนหน้านี้ ให้ผลการทดสอบดังนี้ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบร้อยละ 7.00 และเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกร้อยละ 0.79 เมื่ออันดับความน่าเชื่อถือถูกปรับลด และปรับขึ้นตามลำดับ นอกจากนี้ผู้วิจัยยังศึกษาเพิ่มเติมโดยเปรียบเทียบผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติว่าเหตุการณ์ที่มีการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือก่อนหน้านี้กับเหตุการณ์ที่ไม่มีการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือก่อนหน้านี้จะให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างกันหรือไม่ ซึ่งจากการทดสอบพบว่าเหตุการณ์ที่มีการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือก่อนหน้านี้ จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมากกว่าอย่างมีสาระสำคัญ นอกจากนี้เพื่อศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับการประกาศแนวโน้มของอันดับความน่าเชื่อถือและพฤติกรรมของราคาหุ้นที่เกิดขึ้น

ระหว่างช่วงที่มีการทบทวนอันดับความน่าเชื่อถือ Chiyachantana, Manitkajornkit และ Taechapiroontong ได้ทำการศึกษาโดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดย Moody's ย้อนหลัง 14 ปี 3 เดือน หรือตั้งแต่ 1 ตุลาคม พ.ศ. 2535 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2549 ผู้วิจัยได้ทำการจัดกลุ่มตัวอย่างโดยการจับคู่ระหว่างเหตุการณ์ประกาศแนวโน้มนับอันดับความน่าเชื่อถือเข้ากับเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือจริงเป็น 1 เหตุการณ์ เรียกว่า “Linked event” ผลที่ได้จากการวิจัยพบว่าทั้งการปรับขึ้นและการปรับลดของแนวโน้มนับอันดับความน่าเชื่อถือล้วนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในราคาหุ้นอย่างมีสาระสำคัญ นอกจากนี้จากงานวิจัยยังพบอีกว่าเหตุการณ์ที่มีการประกาศแนวโน้มนับอันดับความน่าเชื่อถือจะช่วยลดประสิทธิภาพของนักลงทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือจริงได้ นอกจากนี้ผู้วิจัยยังได้ศึกษาเพิ่มเติมถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ผ่านการทำ Cross-sectional multivariate regression โดยศึกษาบน 5 ปัจจัย ได้แก่ 1) WATCH แทนการมีหรือไม่มีแนวโน้มนับอันดับความน่าเชื่อถือ ผู้วิจัยใช้ตัวแปรหุ่นในการแทนค่า โดย 1 แทนเหตุการณ์ที่มีการประกาศแนวโน้มนับอันดับความน่าเชื่อถือ และ 0 สำหรับเหตุการณ์อื่น 2) ANALYST จำนวนสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ทำการประเมินหุ้นของบริษัทนั้น 3) CROSS แสดงผ่านตัวแปรหุ่นโดย 1 แทนเหตุการณ์ที่อันดับความน่าเชื่อถือมีการเปลี่ยนแปลงข้ามกลุ่มระหว่างกลุ่มน่าลงทุน (Investment grades) กับกลุ่มเก็งกำไร (Speculative grades) และ 0 สำหรับเหตุการณ์อื่น 4) RCHANGE แทนระดับการเปลี่ยนแปลงในอันดับความน่าเชื่อถือ โดยผู้วิจัยกำหนดไว้ที่ 23 ระดับ โดยกำหนดให้ AAA คือระดับที่ 1 จนถึง D คือระดับที่ 23 ซึ่งผลจากการวิจัยพบว่าในเหตุการณ์ที่อันดับความน่าเชื่อถือปรับลดนั้น WATCH, CROSS และ RCHANGE ให้ผลกระทบที่มีนัยสำคัญ ส่วนในเหตุการณ์ที่มีการปรับขึ้นของอันดับความน่าเชื่อถือพบว่ามีเพียง WATCH เท่านั้นที่ให้ผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผลการวิจัยฉบับนี้ก็สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Jorion, Liu และ Shi (2005)

บทที่ 3

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง (Data and Sample)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นเหตุการณ์การประกาศอันดับความน่าเชื่อถือและเหตุการณ์การคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือจากนักวิเคราะห์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบราซิล (Brazil) ย้อนหลัง 11 ปี หรือนับตั้งแต่ปีพ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 โดยประกอบไปด้วยเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) และแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงในอันดับความน่าเชื่อถือทั้งระยะสั้น (Credit watch) และระยะยาว (Rating outlooks) อันดับความน่าเชื่อถือถูกประเมินโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือหลายสถาบัน (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) ได้แก่ สแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) มูดี้ส์ อินเวสเตอร์ เซอร์วิส (“Moody’s”) ฟิทช์ เรตติ้ง (“Fitch Rating”) และ ทริส เรตติ้ง (“Tris”) เป็นต้น

งานวิจัยทำการศึกษากลุ่มสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ 2 อันดับแรกของประเทศบราซิล ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาประกอบไปด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์รายวันที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ และดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ 230 วันก่อนหน้าวันที่เกิดเหตุการณ์จนถึง 14 วันหลังวันที่เกิดเหตุการณ์ โดยทำการศึกษาออกเป็น 3 ช่วงเวลา 1) ช่วงประมาณการ (Estimation Period) 2) ช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (The Announcement Date) 3) ช่วงเกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) ดังนี้

- วันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (The Announcement Date) หรือ วันที่ 0
- ช่วงประมาณการ (Estimation Period) คือ นับตั้งแต่ 230 วันก่อนหน้าวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือถึง 41 วันก่อนหน้าวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ หรือ (-230, -41)
- ช่วงเกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) คือ นับตั้งแต่ 40 วันก่อนหน้าวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือถึง 14 วันหลังวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ หรือ (-40, 14)

ตามตาราง 3.1.1 แสดงจำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม จากข้อมูลพบว่าตัวอย่างจำนวน 1,080 เหตุการณ์ ประกอบด้วยเหตุการณ์ที่อันดับความน่าเชื่อถือปรับลด (Downgrades) และเหตุการณ์ที่อันดับความน่าเชื่อถือปรับขึ้น (Upgrades) จำนวน 687 เหตุการณ์ และ 393 เหตุการณ์ตามลำดับ บริษัทในอุตสาหกรรมการเงินและธนาคารมีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือสูงที่สุดอยู่ที่ 407 เหตุการณ์ รองลงมาเป็นพลังงานไฟฟ้า ซึ่งมีจำนวน 158 เหตุการณ์

ตาราง 3.1.1 แสดงจำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) ของประเทศบราซิลโดยจำแนกตามทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือและประเภทของอุตสาหกรรม

	อันดับความน่าเชื่อถือ ปรับลด (Downgrades)				อันดับความน่าเชื่อถือ ปรับขึ้น (Upgrades)				รวม ทั้งหมด
	S&P	Fitch	อื่นๆ	รวม	S&P	Fitch	อื่นๆ	รวม	
การเงินและธนาคาร	134	129	26	289	50	65	3	118	407
สินค้าอุปโภคบริโภค	24	10	3	37	36	22	5	63	100
พลังงานไฟฟ้า	58	34	13	105	32	18	3	53	158
พลังงาน	4	-	-	4	4	-	1	5	9
ก๊าซธรรมชาติ	4	2	1	7	-	-	-	-	7
อุตสาหกรรมการผลิต	58	31	5	94	40	19	1	60	154
บริการที่เกี่ยวข้องกับการเงิน	38	23	4	65	12	17	-	29	94
บริการ	4	19	-	23	10	22	-	32	55
โทรคมนาคมและการสื่อสาร	12	15	3	30	4	3	2	9	39
การขนส่ง	18	15	-	33	10	14	-	24	57
รวมทั้งหมด	354	278	55	687	198	180	15	393	1,080

ตามตาราง 3.1.2 แสดงจำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศบราซิลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 โดยจำแนกตามปีที่เกิดเหตุการณ์ และลักษณะของเหตุการณ์ ระหว่างการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือและการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือ จากข้อมูลพบว่าในปี พ.ศ. 2558 และ พ.ศ. 2559 มีบริษัทที่ถูกจัดอันดับความน่าเชื่อถือทางเศรษฐกิจถูกปรับลดอันดับสูงถึง 241 และ 199 เหตุการณ์ตามลำดับ เนื่องจากในช่วงปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2560 ประเทศบราซิลเผชิญหน้ากับวิกฤตเศรษฐกิจที่รุนแรง ซึ่งมีสาเหตุมาจากปัญหาทางการเมือง ในปี พ.ศ. 2559 ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross domestic product : GDP) ลดลงร้อยละ 3.8 ซึ่งมีสาเหตุจากการปรับลดอัตราค่าแรง และลดลงอีกร้อยละ 3.6 ในปีต่อมา เนื่องมาจากการลดกำลังการผลิตของทุกอุตสาหกรรม จากวิกฤตเศรษฐกิจดังกล่าวส่งผลให้มีการประเมินแนวโน้มการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในจำนวนที่สูงกว่าปีอื่น ๆ ในช่วงเวลาดังกล่าว

ตาราง 3.1.2 แสดงจำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) ของประเทศบราซิลโดยจำแนกตามทิศทาง การเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ และปีที่ประกาศ

	อันดับความน่าเชื่อถือ ปรับลด (Downgrades)				อันดับความน่าเชื่อถือ ปรับขึ้น (Upgrades)				รวม ทั้งหมด
	S&P	Fitch	อื่นๆ	รวม	S&P	Fitch	อื่นๆ	รวม	
2551	-	2	-	2	29	24	2	55	57
2552	10	13	4	27	12	10	3	25	52
2553	4	-	-	4	18	18	1	37	41
2554	-	7	1	8	34	38	4	76	84
2555	16	23	7	46	31	16	-	47	93
2556	8	10	3	21	18	18	2	38	59
2557	51	10	3	64	10	8	2	20	84
2558	89	105	20	214	10	6	1	17	231
2559	116	66	17	199	6	10	-	16	215
2560	16	11	-	27	10	12	-	22	49
2561	44	31	-	75	20	20	-	40	115
รวม	354	278	55	687	198	180	15	393	1,080

ตาราง 3.1.3 แสดงจำนวนเหตุการณ์ที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศบราซิล ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 ว่าหลังจากที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัท ถูกจัดให้อยู่ในระดับใดทั้งระยะสั้นและระยะยาว โดยจำแนกตามทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือและสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ จากข้อมูลพบว่ามี 115 เหตุการณ์ที่บริษัทถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือในระยะยาวลงมาอยู่ที่ระดับ BB และมี 45 เหตุการณ์ที่บริษัทถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือในระยะสั้นลงมาอยู่ที่ระดับ B ในด้านของอันดับความน่าเชื่อถือที่ถูกปรับขึ้น มี 54 เหตุการณ์ที่อันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทในระยะยาวถูกปรับขึ้นมาที่ระดับ BB+ และมี 23 เหตุการณ์ที่อันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทในระยะสั้นถูกปรับขึ้นมาที่ระดับ A-2 ในช่วงเวลาดังกล่าว

นอกจากนี้ยังมี 680 เหตุการณ์ที่มีการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือล่วงหน้าก่อนการประกาศจริง จากตารางพบว่าในเหตุการณ์การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ ส่วนใหญ่มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่สอดคล้องกับการคาดการณ์ กล่าวคือมีการคาดการณ์ว่าอันดับความน่าเชื่อถือจะเปลี่ยนแปลงโดยปรับขึ้นจำนวน 291 เหตุการณ์ในแบบระยะยาว และจำนวน 36 เหตุการณ์ในแบบระยะสั้น ส่วนในด้านเหตุการณ์การปรับขึ้นอันดับความน่าเชื่อถือ ส่วนใหญ่มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่สอดคล้องกับการคาดการณ์ กล่าวคือมีการคาดการณ์ว่าอันดับความน่าเชื่อถือจะปรับขึ้นจำนวน 118 เหตุการณ์ในแบบระยะยาว และจำนวน 33 เหตุการณ์ในแบบระยะสั้น

ตาราง 3.1.3 จำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) ของประเทศบราซิล

	อันดับความน่าเชื่อถือปรับลด (Downgrades)				อันดับความน่าเชื่อถือปรับขึ้น (Upgrades)				รวม ทั้งหมด
	S&P	Fitch	อื่นๆ	รวม	S&P	Fitch	อื่นๆ	รวม	
	เหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ								
แบบระยะยาว									
A	-	-	-	-	2	2	-	4	4
A-	2	-	2	4	5	5	2	12	16
B	18	8	-	26	10	6	1	17	43
B-	12	14	2	28	6	6	-	12	40
B+	30	24	1	55	10	8	-	18	73
BB	66	45	4	115	22	24	1	47	162

ตาราง 3.1.3 จำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) ของประเทศบราซิล (ต่อ)

	อันดับความน่าเชื่อถือปรับลด (Downgrades)				อันดับความน่าเชื่อถือปรับขึ้น (Upgrades)				รวม ทั้งหมด
	S&P	Fitch	อื่นๆ	รวม	S&P	Fitch	อื่นๆ	รวม	
B-	12	14	2	28	6	6	-	12	40
B+	30	24	1	55	10	8	-	18	73
BB	66	45	4	115	22	24	1	47	162
BB-	66	34	3	103	16	22	-	38	141
BB+	51	36	5	92	34	20	-	54	146
BBB	6	12	7	25	25	22	7	54	79
BBB-	28	27	9	64	31	17	1	49	113
BBB+	5	2	4	11	5	13	2	20	31
C	-	12	-	12	-	-	-	-	12
CC	2	4	2	8	-	4	-	4	12
CCC	6	10	-	16	4	4	-	8	24
CCC-	6	-	-	6	4	-	-	4	10
CCC+	8	-	1	9	10	2	1	13	22
D	10	6	-	16	-	-	-	-	16
R	-	10	-	10	-	-	-	-	10
SD	10	-	-	10	-	-	-	-	10
รวม	326	244	40	610	184	155	15	354	964
แบบระยะสั้น									
A-1	-	-	-	-	-	3	-	3	3
A-2	-	3	-	3	9	14	-	23	26
A-3	11	12	4	27	5	8	-	13	40
B	15	19	11	45	-	-	-	-	45
C	2	-	-	2	-	-	-	-	2
รวม	28	34	15	77	14	25	-	39	116
รวมทั้งหมด	354	278	55	687	198	180	15	393	1,080

ตาราง 3.1.3 จำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) ของประเทศบราซิล (ต่อ)

	อันดับความน่าเชื่อถือปรับลด (Downgrades)				อันดับความน่าเชื่อถือปรับขึ้น (Upgrades)				รวมทั้งหมด
	S&P	Fitch	อื่นๆ	รวม	S&P	Fitch	อื่นๆ	รวม	
เหตุการณ์ประกาศแนวโน้มของอันดับความน่าเชื่อถือ									
แบบระยะยาว									
Negative	152	134	5	291	6	4	-	10	301
Positive	-	-	1	1	72	46	-	118	119
Stable	22	55	5	82	38	67	-	105	187
รวม	174	189	11	374	116	117	-	233	607
แบบระยะสั้น									
Developing	2	-	-	2	-	-	-	-	2
Negative	12	10	14	36	2	-	-	2	38
Positive	-	-	-	-	24	4	5	33	33
รวม	14	10	14	38	26	4	5	35	73
รวมทั้งหมด	174	189	11	412	142	121	5	268	680

จากข้อมูลการจัดกลุ่มของเหตุการณ์พบว่าบริษัทในกลุ่มการเงินและการธนาคารเป็นองค์กรที่ได้รับจากประเมินอันดับความน่าเชื่อถือมากที่สุด และการประเมินพบว่าความน่าเชื่อถือของบริษัทส่วนใหญ่อยู่ที่ระดับ BB ในการปรับลดมากกว่าการปรับขึ้น นอกจากนี้สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือสากลอย่าง สแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) และ ฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Rating”) เป็น 2 สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับความนิยมสูงสุดในประเทศบราซิล

นอกจากนั้นในงานวิจัยฉบับนี้ยังได้ทำการศึกษาบริษัทที่ถูกประเมินจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ 2 แห่ง เพื่อดูทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือในประเทศเดียวกัน โดยเลือกศึกษากลุ่มตามสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ 2 อันดับแรกของประเทศนั้น ๆ เพื่อใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ของการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือในตลาดเดียวกันอีกด้วย

3.2 ตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษาวิจัย

ตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษาวิจัย สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 ส่วน ดังนี้

3.2.1 ตัวแปรอิสระ (Independent variable)

อันดับความน่าเชื่อถือที่ประกาศกับอันดับความน่าเชื่อถือตามการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ซึ่งเป็นค่าอ้างอิงจากความเห็นและมุมมองที่ได้จากการวิเคราะห์เชิงเปรียบเทียบของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) ที่มีผลต่อความสามารถในการชำระหนี้ของลูกค้าซึ่งความสามารถดังกล่าว ไม่ได้ขึ้นอยู่กับความสามารถในการชำระหนี้ (ability to pay) อย่างเดียวเท่านั้น แต่ยังขึ้นอยู่กับความเต็มใจในการชำระหนี้ (willingness to pay) ของลูกค้าด้วย โดยงานวิจัยฉบับนี้เลือกใช้ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือเป็นระยะเวลา 11 ปีย้อนหลัง หรือตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561

3.2.2 ตัวแปรตาม (Dependent variable)

อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return) จำนวน โดยใช้สมการดังนี้จะกล่าวในบทที่ 4 ต่อไป ซึ่งองค์ประกอบที่ใช้คำนวณมี ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk free rate) ใช้อัตราผลตอบแทนรายวันของพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลา 10 ปี ของประเทศบราซิล
2. อัตราผลตอบแทนตลาด (Market Return) ใช้ราคาปิดของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่หลักทรัพย์นั้นๆ ทำการซื้อขาย (Index) โดยคำนวณจากสูตรดังนี้ (ราคาปิด ณ ปัจจุบัน - ราคาปิด ณ วันก่อนหน้า) / ราคาปิด ณ วันก่อนหน้า
3. ส่วนชดเชยความเสี่ยง เป็นผลตอบแทนส่วนเพิ่มที่นักลงทุนต้องการจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง ซึ่งคือผลต่างของอัตราผลตอบแทนของตลาด (Market return) กับ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk free rate)
4. เบต้าคือค่าที่ได้จากการเปรียบเทียบทิศทางของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่สนใจกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งค่าเบต้าที่ใช้คำนวณจากช่วงประมาณการ (Estimation period) ของแต่ละเหตุการณ์ โดยการวิเคราะห์การถดถอย (Regression analysis) ด้วย Statistical Analysis Software (“SAS”) ค่าเบต้าที่ได้จะอธิบายการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในอดีต แต่ค่าเบต้าในอนาคตอาจมีความคลาดเคลื่อน เนื่องจากปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของตลาด หากราคาของหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวทิศทางเดียวกับตลาดจะมี

ค่าเบต้าเท่ากับ 1 แต่หากราคาของหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวน้อยกว่าตลาดจะมีค่าเบต้าน้อยกว่า 1 แต่ถ้าหากราคาของหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวมากกว่าตลาดจะมีค่าเบต้ามากกว่า 1

3.2.3 ตัวแปรควบคุม (Control variables)

จำนวนวันในแต่ละช่วงที่ได้ทำการศึกษาวิจัยถูกกำหนดไว้เท่ากันเพื่อเป็นการควบคุมปัจจัยในการศึกษาวิจัย โดยแบ่งออกเป็น 3 ช่วงเวลา ดังนี้ 1) ช่วงประมาณการ (Estimation Period) 2) วันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (The Announcement Date) 3) ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event period) โดยที่ช่วงเกิดเหตุการณ์ประกอบด้วย 3 ช่วงเวลา ดังนี้ 3.1) ช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Pre-event period) 3.2) วันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Announcement period) 3.3) ช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Post-event period)

3.3 สมมติฐานงานวิจัย

จากวัตถุประสงค์ที่กล่าวมาข้างต้นของงานวิจัย สามารถกำหนดสมมติฐานที่เกี่ยวข้องในงานวิจัยฉบับนี้ได้ ดังนี้

3.3.1 ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return)

สำหรับงานวิจัยฉบับนี้พูดถึงผลจากการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นเวลา 11 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของประเทศบราซิลที่ถูกประเมินโดยสถาบันการจัดอันดับที่น่าเชื่อถือ โดยทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือโดยเปรียบเทียบระหว่างก่อนและหลังที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่ามีผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติในราคาหุ้น ดังนี้

สมมติฐานที่ 1

การปรับขึ้นของอันดับความน่าเชื่อถือโดยเปรียบเทียบระหว่างก่อนและหลังที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่ามีผลกระทบต่อผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยในราคาหุ้นทำให้มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวก

สมมติฐานที่ 2

การปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือโดยเปรียบเทียบระหว่างก่อนและหลังที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่ามีผลกระทบต่อผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยในราคาหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบ

สถาบันการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) จะมีหน้าที่ในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทเพื่อบอกถึงศักยภาพทางการเงินโดยรวมของบริษัทและยังสะท้อนความสามารถในการชำระภาระผูกพันในอนาคต ซึ่งข้อมูลบางอย่างจะเป็นข้อมูลที่บุคคลโดยทั่วไปหรือนักลงทุนในตลาดไม่สามารถเข้าถึงได้ เช่น กลยุทธ์การลงทุน นโยบายทางการเงิน รายไตรมาส รายงานภายในองค์กร ทิศทางการขับเคลื่อนขององค์กร เป็นต้น ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) จึงกลายเป็นเครื่องมือที่ใช้สะท้อนถึงทิศทางการลงทุนและภาพรวมในอนาคตขององค์กรในการขับเคลื่อน ถือเป็นข้อมูลสำคัญสำหรับบุคคลโดยทั่วไปหรือนักลงทุนภายนอกที่สามารถใช้อันดับความน่าเชื่อถือเป็นตัวแทนของสถานะทางการเงิน ความเสี่ยงและปัจจัยในอนาคตของบริษัท

ดังนั้น ถ้าหากอันดับความน่าเชื่อถือได้มีการปรับขึ้น (Upgrades) ก็ควรส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ทำให้เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวก แต่ถ้าหากอันดับความน่าเชื่อถือมีการปรับลด (Downgrades) ก็ควรส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ทำให้เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบ ซึ่งจะทำให้สามารถอธิบายสมมติฐาน (Hypothesis) ตามข้างต้นได้ถ้าหากตลาดมีประสิทธิภาพของข้อมูล (Efficient Market)

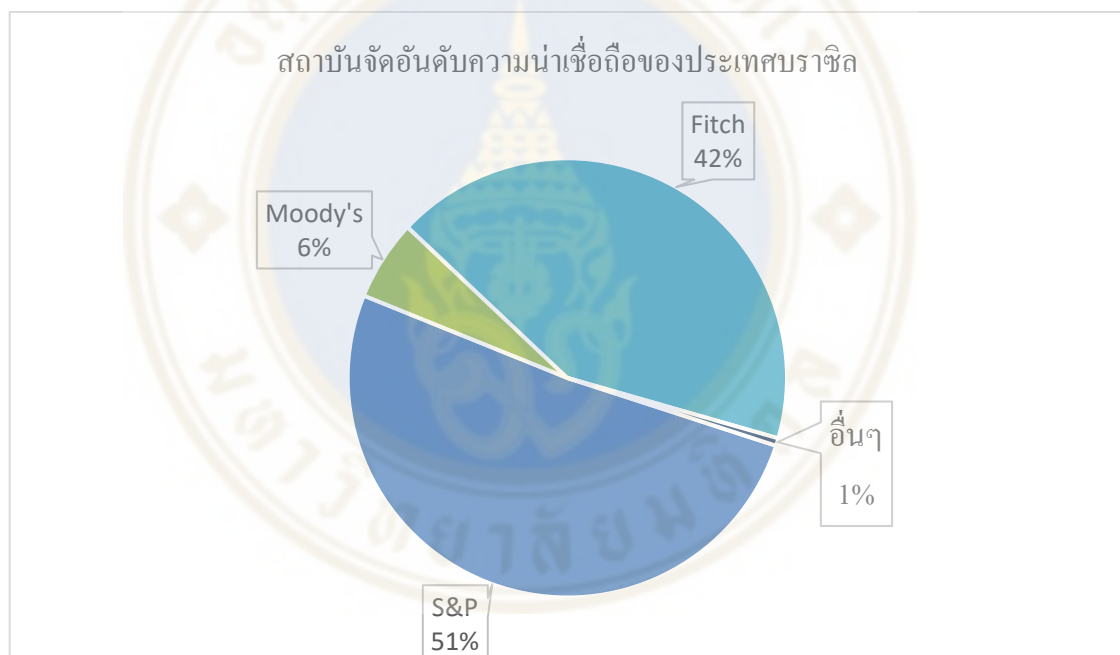
3.3.2 ความสอดคล้องของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือในตลาดเดียวกันมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return)

จากการศึกษาวิจัยก่อนหน้าจะเห็นได้ว่าสถาบันการจัดอันดับความน่าเชื่อถือแต่ละแห่งมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ทำให้ได้ทำการศึกษาเพื่อหาความสัมพันธ์ของสถาบันการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสองอันดับแรกของประเทศบราซิลนำมาเปรียบเทียบเพื่อดูความสัมพันธ์และทิศทางการประเมินผลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในประเทศ

สมมติฐานที่ 3

ผลจากการประเมินของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ 2 อันดับแรกนั้นเป็นไปในทิศทางเดียวกันทั้งการปรับขึ้น (ปรับลด) ของอันดับความน่าเชื่อถือต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ยทำให้เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวก (ทิศทางลบ)

จากภาพที่ 3.1 พบว่าอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศบราซิลถูกประเมินโดยสแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) และ ฟิทช์ เรตติ้งส์ (Fitch Ratings) สูงสุดเป็นสองอันดับแรก ซึ่งทั้งสองสถาบันที่กล่าวมานั้นล้วนมีความเชี่ยวชาญและมีชื่อเสียงเกี่ยวกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือระดับโลก และเป็นสถาบันที่ได้รับการยอมรับจากนักลงทุน ดังนั้น จึงได้ทำการศึกษาวิจัยเพื่อดูความสัมพันธ์ของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ 2 อันดับแรกที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) หรือไม่



ภาพที่ 3.1 สัดส่วนสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศบราซิลช่วงปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561

3.3.3 ผลกระทบของกลุ่มที่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ (Linked event) กับกลุ่มที่ไม่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ (Surprise event) ต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return)

สำหรับงานวิจัยฉบับนี้ยังพูดถึงผลจากการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือที่ถูกประเมินโดยนักวิเคราะห์ซึ่งได้ทำการแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มคือ กลุ่มที่ได้รับการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือมาก่อนการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) กับกลุ่มที่ไม่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือมาก่อนว่าทั้งสองกลุ่มนี้มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ไปในทิศทางใด โดยได้ทำการเปรียบเทียบทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และปรับลด (Downgrades) เพื่อศึกษาว่าผลจากการที่นักวิเคราะห์ได้ทำการประเมินนั้นมีผลต่อทิศทางการลงทุนของนักลงทุนในตลาดในทิศทางใด

สมมติฐานที่ 4

กลุ่มที่มีการประกาศการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือทั้งแบบปรับขึ้น (ปรับลด) ของอันดับความน่าเชื่อถือ (Linked event) นั้น จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ยทั้งในทิศทางบวก (ทิศทางลบ) น้อยกว่า กลุ่มที่ไม่มีการประกาศการคาดการณ์แนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือมาก่อน (Surprise event)

เนื่องจากการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่าการวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์เกี่ยวกับอันดับความน่าเชื่อถือในอดีตนั้นเปรียบเหมือนตัวช่วยในการส่งสัญญาณถึงทิศทาง การเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือก่อนการประกาศจริง ทำให้นักลงทุนทำการตอบสนองต่อการคาดการณ์และทำการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมการลงทุนไว้ล่วงหน้าแล้วตามการคาดการณ์ ทำให้เมื่อมีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือจึงมีผลอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return) ที่เปลี่ยนแปลงไปน้อยกว่ากลุ่มที่ไม่มีการประกาศการคาดการณ์แนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือมาก่อน (Surprise event)

บทที่ 4

สูตรและขั้นตอนในการวิจัย

4.1 วิธีการวิจัย

4.1.1 วิธีการจัดเรียงข้อมูล และแบ่งกลุ่มตัวอย่าง

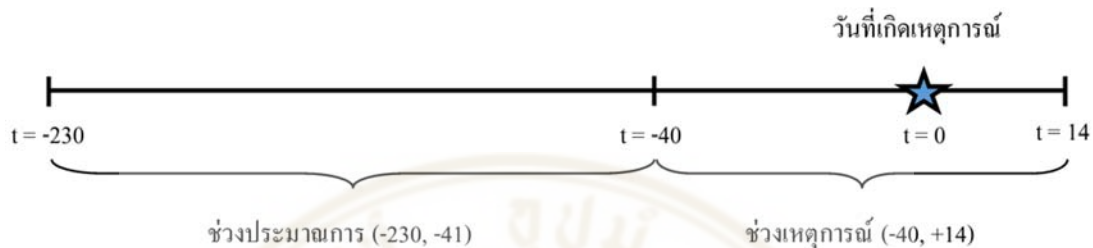
ข้อมูลอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ได้ถูกจำแนกตามบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบราซิล ซึ่งถือเป็นหนึ่งในประเทศสมาชิกของกลุ่ม BRICS โดย BRICS เป็นอักษรย่อที่ใช้เรียกกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา ที่มีการพัฒนาและการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว (Emerging Market) ประกอบด้วยประเทศบราซิล (Brazil) รัสเซีย (Russia) อินเดีย (India) จีน (China) และแอฟริกาใต้ (South Africa) โดยในงานวิจัยฉบับนี้ทำการศึกษาไปที่ประเทศบราซิล (Brazil) ซึ่งการศึกษาข้อมูลจากเหตุการณ์ (Event Study)⁴ ได้ถูกนำมาใช้ในงานวิจัยฉบับนี้เพื่อทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของมูลค่าหลักทรัพย์ระหว่างช่วงระยะเวลาการซื้อขาย (Trading date) 230 วันก่อนการประกาศการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือและช่วงระยะเวลาการซื้อขาย 14 วันหลังจากการประกาศการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Mahir Binici, Michael Hutchison และ Evan Weicheng Miao, 2561) ทำให้ช่วงเวลาที่ทำการศึกษาวิจัยอยู่ในช่วงเวลาที่ (-230, +14) โดยได้ทำการแบ่งช่วงเวลาในการศึกษาวิจัยออกเป็น 3 ช่วงเวลา 1) ช่วงประมาณการ (Estimation Period) 2) ช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (The Announcement Date) 3) ช่วงเกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) ดังนี้

- วันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (The Announcement Date) หรือวันที่เกิดรายการ (Event Date) คือ วันที่ 0

- ช่วงประมาณการ (Estimation Period) คือ นับตั้งแต่ 230 วันก่อนหน้าวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือถึง 41 วันก่อนหน้าวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ หรือ (-230, -41) เพื่อใช้เป็นช่วงการประเมินผลกระทบจากการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ในราคาหุ้น

⁴ การศึกษาข้อมูลจากเหตุการณ์ (Event study technique) เป็นวิธีการทดสอบว่าเหตุการณ์ที่ต้องการจะศึกษามีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของมูลค่าหลักทรัพย์หรือไม่

- ช่วงเกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) คือ นับตั้งแต่ 40 วันก่อนหน้าวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือถึง 14 วันหลังวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ หรือ (-40, 14) เป็นช่วงแบ่งการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ในราคาหุ้น



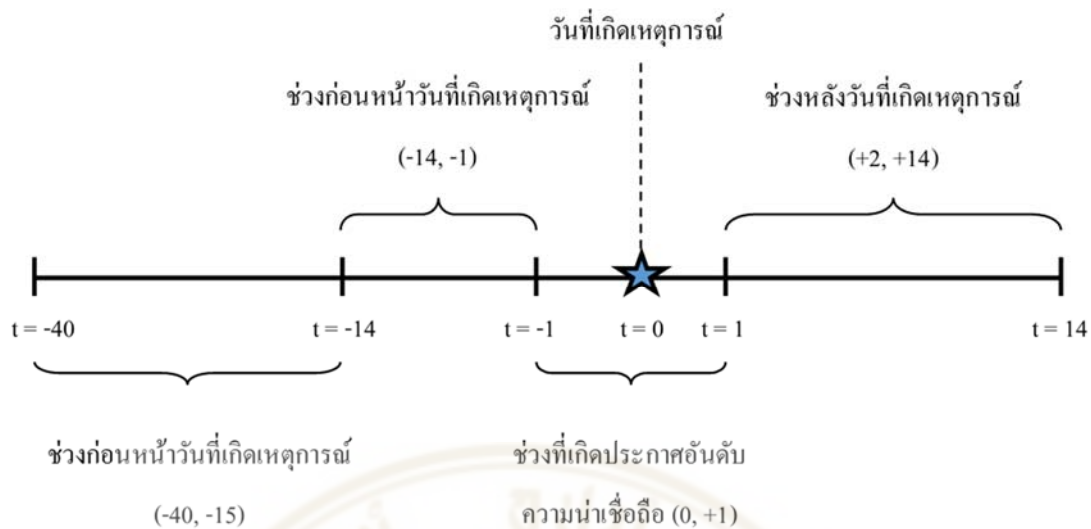
รูปภาพ 4.1 ช่วงเวลาที่ใช้ในการวิจัย

หลังจากนั้นได้ทำการแบ่งช่วงเกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) ออกเป็น 3 ช่วง ดังนี้

- ช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Pre-event period) คือ นับตั้งแต่ 40 วันถึง 15 วัน ก่อนหน้าวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ หรือ (-40, -15) และนับตั้งแต่ 14 วันถึง -1 วันก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือ (-14, -1) เพื่อดูความเป็นไปได้ของผลที่จะเกิดขึ้นล่วงหน้าจากข่าวสารที่อาจเกิดจากการคาดคะเนของนักวิเคราะห์หรืออาจเกิดจากข้อมูลในอดีตของหุ้นตัวนั้น ๆ เองอันเนื่องมาจากไม่มีการคาดการณ์ก็ตามถือเป็นช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัท

- ช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Announcement period) คือ วันที่ 0 หรือวันที่นับตั้งแต่เกิดการประกาศและหลังวันที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน (0, +1) เหตุที่ต้องนำ 1 วันหลังวันประกาศอันดับความน่าเชื่อถือมารวมอยู่ในช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือนั้น อันเนื่องมาจากอาจมีความล่าช้าในการรับข่าวสารของการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือและความล่าช้าของผลจากการซื้อขาย ซึ่งทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) หลังจากวันที่ทำการประกาศ 1 วัน

- ช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Post-event period) คือ นับตั้งแต่ 2 วันถึง 14 วันหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือ (+2, +14) เป็นการวัดผลหลังจากการประกาศอันดับการเปลี่ยนแปลงความน่าเชื่อถือ รวมถึงเป็นการวิเคราะห์ถึงการปรับตัวของตลาดหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ แล้วยังสะท้อนระยะเวลาในการปรับตัวของราคาหุ้นต่อการเปลี่ยนแปลงจากการเข้าถึงข้อมูลของนักลงทุนในตลาด



รูปภาพ 4.2 ช่วงเวลาที่ใช้ในการวิจัยระหว่างช่วงที่เกิดเหตุการณ์

ข้อมูลเหตุการณ์ดังกล่าวของประเทศบราซิลจะถูกนำมาจัดเรียงโดยคัดเลือกเฉพาะข้อมูลที่มีการเปลี่ยนแปลงเหตุการณ์การประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ จากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) ที่มีการเปลี่ยนแปลงของเหตุการณ์ 2 อันดับแรก ทั้งการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) และปรับลด (Downgrades) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาใช้ในการทดสอบเท่านั้น โดยแบ่งศึกษาออกเป็นกลุ่ม ดังนี้

1. ทำการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือทั้งก่อนและหลังการประกาศของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยในแต่ละช่วงของการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือทั้งการปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades) คือ “ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return)”

2. ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของผลการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) 2 อันดับแรกเพื่อดูความสัมพันธ์ของสถาบันจัดอันดับว่ามีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ในทิศทางเดียวกันหรือไม่ โดยศึกษาช่วงการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือเดียวกันทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades)

“ความสอดคล้องของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือในตลาดเดียวกันมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return)”

3. ทำการศึกษาว่ากลุ่มที่มีการประกาศการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือทั้งแบบปรับขึ้น (ปรับลด) ของอันดับความน่าเชื่อถือ (Linked event) นั้น จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยทั้งในทิศทางบวก (ทิศทางลบ) น้อยกว่า กลุ่มที่ไม่มีการประกาศการคาดการณ์แนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือมาก่อน (Surprise event) “ผลกระทบต่อของกลุ่มที่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ (Linked event) กับ กลุ่มที่ไม่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ (Surprise event) ต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return)”

เนื่องจากผู้วิจัยต้องการศึกษาข้อมูลโดยปราศจากปัจจัยต่าง ๆ ที่จะเข้ามาทำให้เกิดการผิดพลาดในการประมวลผลเกิดขึ้นได้ ทำให้มีการคัดกรองข้อมูลของเหตุการณ์ที่มีตัวแปรอิสระและตัวแปรตามไม่สอดคล้องกัน รวมถึงตัวแปรทั้งสองที่ไม่ครบถ้วนออก เพื่อให้ผลลัพธ์ใกล้เคียงความเป็นจริงและเพื่อลดปัญหาความคลาดเคลื่อนในการแปลผลในภายหลัง ดังนั้นผู้วิจัยจึงนำข้อมูลที่มีลักษณะดังต่อไปนี้ออกจากกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา ซึ่งได้ทำการแสดงให้เห็นกลุ่มตัวอย่างทั้งก่อนและหลัง ดังนี้

ตาราง 4.1.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างของประเทศบราซิลก่อน-หลังที่ไม่สามารถนำมาใช้ในการศึกษาได้

		S&P	Fitch Rating	รวมจำนวน ตัวอย่างที่ เหลือ
อันดับความน่าเชื่อถือปรับลด (Downgrades)	ข้อมูลทั้งหมด	354	278	632
	ข้อมูลช่วงประมาณการไม่เพียงพอ	34	29	63
	ข้อมูลช่วงเหตุการณ์ไม่เพียงพอ	-	-	-
	ทั้งข้อมูลช่วงประมาณการและข้อมูลเหตุการณ์ ไม่เพียงพอ	90	84	174
	รวมตัวอย่างที่คัดออก	124	113	237
	จำนวนตัวอย่างที่เหลือ	230	165	395
อันดับความน่าเชื่อถือปรับขึ้น (Upgrades)	ข้อมูลทั้งหมด	198	180	378
	ข้อมูลช่วงประมาณการไม่เพียงพอ	41	28	69
	ข้อมูลช่วงเหตุการณ์ไม่เพียงพอ	-	-	-
	ทั้งข้อมูลช่วงประมาณการและข้อมูลเหตุการณ์ ไม่เพียงพอ	46	41	87
	รวมตัวอย่างที่คัดออก	87	69	156
	จำนวนตัวอย่างที่เหลือ	111	111	222
รวมจำนวนตัวอย่างที่เหลือทั้งหมด		341	276	617

4.2 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทน

4.2.1 อัตราผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์

คำนวณจากช่วงประมาณการ (Estimation period) ซึ่งเริ่มนับตั้งแต่ 230 วันก่อนหน้าวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือถึง 41 วันก่อนหน้าวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ หรือ (-230, -41) จากสมการ

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

โดยที่

R_{it} คือ อัตราผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t

P_{it} คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t

P_{it-1} คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ $t-1$

4.2.2 อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง

คำนวณจากช่วงประมาณการ (Estimation period) ตามทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (“CAPM”) จากสมการ

$$ER_{it} = R_{it} + \beta * (R_{mt} - R_{it})$$

โดยที่

ER_{it} คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

R_{it} คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง ณ เวลา t ซึ่งในที่นี้คืออัตราผลตอบแทนรายวันของพันธบัตรรัฐบาลประเทศบราซิลที่มีอายุ 10 ปี

β คือ ค่าความชันของหลักทรัพย์ j

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนรายวันของดัชนีหลักทรัพย์ของประเทศบราซิล ณ วันที่ t

ค่าความชันของหลักทรัพย์คำนวณโดยการวิเคราะห์เชิงถดถอย (Regression Analysis) ด้วยโปรแกรม Statistical Analysis Software (“SAS”) ตามช่วงเวลาประมาณการ (Estimation window) หรือ -230 ถึง -41 วัน ก่อนหน้าวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ

4.2.3 อัตราผลตอบแทนผิดปกติ

คำนวณจากสมการ

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$$

โดยที่

AR_{it} คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

R_{it} คือ อัตราผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t

ER_{it} คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

4.2.4 อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมและอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย

คำนวณจากสมการ

$$CAR_T = \sum_{t=0}^{t=T} AR_t \text{ และ}$$

$$CAAR_T = \frac{1}{N} \sum_{t=0}^{t=T} CAR_T$$

โดยที่

CAR_T คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ณ ช่วงเวลาดั้งแต่ t ถึง T

$CAAR_T$ คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์ i ณ ช่วงเวลาดั้งแต่ t ถึง T

อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมและอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยดังกล่าวจะถูกพิจารณาแยกออกเป็น 3 ช่วงเวลา ดังนี้

- ช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Pre-event period) คือ นับตั้งแต่ 40 วันถึง 15 วัน ก่อนหน้าวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ หรือ (-40, -15) และนับตั้งแต่ 14 วันถึง 1 วันก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือ (-14, -1)

- ช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Announcement period) คือ วันที่ 0 หรือวันที่นับตั้งแต่เกิดการประกาศและหลังวันที่เกิดเหตุการณ์ 1 วัน หรือ (0, +1)

- ช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Post-event period) คือ นับตั้งแต่ 2 วันถึง 14 วันหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือ (+2, +14)

4.2.5 การคำนวณหาค่าความมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยสมการ t -test ได้นำมาใช้ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของหุ้นเพื่อพิจารณาว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยนั้นให้ผลที่มีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่

$$t = \frac{CAAR_T}{\sqrt{s(CAR)^2 \cdot N}}$$

โดยที่

$s(CAR)$ คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของแต่ละช่วงเหตุการณ์

N คือ จำนวนวันสะสมของแต่ละช่วงเหตุการณ์

บทที่ 5 ผลการศึกษา

ในบทนี้จะเป็นการพูดถึงผลจากการทดสอบที่เกิดจากการศึกษาวิจัยการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือและอันดับความน่าเชื่อถือที่มีการคาดการณ์กับผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ตามช่วงการเปลี่ยนแปลงในรูปแบบต่างๆ แบ่งออกตามลักษณะ ดังนี้

ผลกระทบต่อจากการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return)

จากตาราง 5.1.1 แสดงให้เห็นผลของการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือที่ประกาศจากครั้งก่อนมาเป็นครั้งปัจจุบัน โดยมีทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และปรับลด (Downgrades) ซึ่งจากตารางจะแสดงให้เห็นอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยดังกล่าว โดยถูกพิจารณาแยกออกเป็น 3 ช่วงเวลาที่ทั้งช่วงก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือและช่วงการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ โดยตารางจะแสดงเฉพาะจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่สอดคล้องกันระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามอย่างสมบูรณ์ ซึ่งจำนวนของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่สมบูรณ์และไม่สอดคล้องกันนั้นจะไม่ถูกนำมารวมในการประมวลผลในครั้งนี้ตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น โดยจำนวนของกลุ่มตัวอย่างของกลุ่มประเทศบราซิล (Brazil) คือ 222 รายการสำหรับการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) และ 395 รายการสำหรับการเปลี่ยนแปลงแบบปรับลด (Downgrades)

จากการประมวลผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลของการปรับลด (Downgrades) ในช่วงของการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Announcement period) มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) โดยจะเห็นได้จากค่า P-Value มีค่า < 0.01 เป็นค่าที่แสดงถึงการมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสูงที่ระดับน้อยกว่าร้อยละ 0.01 ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ คือ การปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือและตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นในตลาดบราซิล โดยเป็นความสัมพันธ์ที่ส่งผลในทิศทางลบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย ซึ่งจะเห็นได้จากค่าเฉลี่ย (Mean) ของกลุ่มตัวอย่างอยู่ที่ -1.25% รวมถึงค่า T-Test ที่มีค่าสูงถึง -4.38

ซึ่งสาเหตุนั้นก็จะเป็นไปตามทฤษฎีที่เรียกว่า News announcement โดยในที่นี้ถือว่าการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทเปรียบเสมือนตัวสะท้อนถึงศักยภาพทางการเงินและความสามารถในการชำระภาระผูกพันที่ลดลง สำหรับผู้ที่ไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลภายในได้จึงใช้ข้อมูลนี้เป็นตัวชี้วัดการลงทุนในบริษัทต่างๆ จะเห็นได้จากเมื่อมีการปรับลด (Downgrades) นั้นนักลงทุนในตลาดหรือบุคคลโดยทั่วไปจะเกิดความวิตกกังวล ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทิศทางการลงทุนหรือเกิดการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมการลงทุน ซึ่งสิ่งนี้ถือเป็นผลจากการตอบสนองต่อข่าวสารที่เปลี่ยนแปลงไป จึงสะท้อนออกมาในรูปแบบอัตราผลตอบแทนของราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบ ส่วนช่วงอื่นๆ ของการปรับลด (Downgrades) ไม่ได้มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถืออย่างมีนัยสำคัญ

ในทางกลับกันจะเห็นได้ว่ากลุ่มของอันดับความน่าเชื่อถือที่ปรับขึ้น (Upgrades) ทั้งช่วงก่อนเหตุการณ์ (Pre-Event Period) และหลังเหตุการณ์ (Post-Event Period) นั้นล้วนมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) โดยช่วงก่อนเหตุการณ์ (Pre-Event Period) ค่า P-Value มีค่า < 0.01 แสดงถึงการมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสูงที่ระดับน้อยกว่าร้อยละ 0.01 ทั้ง 2 ช่วงไม่ว่าจะเป็นช่วง 40 ถึง 15 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-40, -15) หรือ 14 ถึง 1 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-14, -1) อันเนื่องมาจากหุ้นเหล่านี้อาจมีข้อมูลในอดีตที่สะท้อนถึงศักยภาพในการสร้างรายได้โดยรวมของบริษัทและความสามารถในการชำระภาระผูกพันในอดีตที่ผ่านมา ทำให้ให้นักลงทุนในตลาดมีความเชื่อมั่นในการลงทุนกับหุ้นกลุ่มนี้มากเป็นพิเศษซึ่งสอดคล้องตามทฤษฎี Investor regret theory ที่กล่าวไว้ว่าถึงแม้จะไม่มีมีการประกาศหรือการคาดการณ์ล่วงหน้า แต่นักลงทุนเลือกใช้การตัดสินใจจากเหตุการณ์ในอดีตหรือข้อมูลในอดีต เช่น ราคาหุ้นที่เคยเพิ่ม หรือผลการดำเนินงานในอดีตทำให้เกิดการส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งว่าด้วยเรื่องพฤติกรรมของนักลงทุน (Investor's behavior) นั้นเอง โดยจะเห็นได้จากค่าเฉลี่ย (Mean) มีค่าร้อยละ 2.79 และร้อยละ 1.60 ตามลำดับ รวมถึงค่า T-Test ที่มีค่าสูงถึง 4.10 และ 3.01 ตามลำดับ

ส่วนช่วง 2 ถึง 14 วันหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ (+2, +14) จะเห็นได้ว่าค่า P-Value มีค่า 0.05 คือ การมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 0.05 แสดงถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ คือ การปรับเพิ่มของอันดับความน่าเชื่อถือและตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ยของราคาหุ้นในตลาดบราซิล โดยเป็นความสัมพันธ์ที่ส่งผลในทิศทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย อันเนื่องมาจากภายหลังการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือทำให้นักลงทุนเกิดการตอบสนองอย่างรวดเร็วจนอัตราผลตอบแทนในหุ้นปรับตัวในทิศทางบวกตามไปด้วย ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีที่เรียกว่า News announcement นั่นเอง โดยจะเห็นได้จากค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ร้อยละ 1.26 แต่ช่วงการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของการปรับขึ้น (Upgrades) ไม่ได้มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ

ตาราง 5.1.1 อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับแต่ละช่วงการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) ทั้งการปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades)

ช่วงเกิดเหตุการณ์	อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return)							
	ปรับขึ้น Upgrades (n=222)				ปรับลด Downgrades (n=395)			
	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard Error	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard Error
(-40, -15)	2.7869***	4.0954	0.0001	10.1392	0.0566	0.0568	0.9547	19.8186
(-14, -1)	1.5962***	3.0073	0.0029	7.9083	-0.2579	-0.3423	0.7323	14.9721
(0, 1)	0.2604	1.3727	0.1712	2.8269	-1.2493***	-4.3788	0.0000	5.6704
(2, 14)	1.2582**	2.5417	0.0117	7.3758	1.0858	1.5093	0.1320	14.2983

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% *** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

นอกจากทำการศึกษาวิจัยผลโดยรวมทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และปรับลด (Downgrades) แล้วยังสามารถศึกษาเพิ่มเติมว่าอันดับคุณภาพการลงทุนของหุ้นมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ด้วยหรือไม่ โดยจัดกลุ่มอันดับการลงทุนแบ่งตามอันดับความน่าเชื่อถือเป็น 3 กลุ่ม ดังนี้

ตาราง 5.1.2 การจัดกลุ่มอันดับการลงทุนแบ่งตามอันดับความน่าเชื่อถือ

ระยะสั้น			ระยะยาว			กลุ่มอันดับการลงทุน	
Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P		
กลุ่มนำลงทุน (Investment grade)							
F1+	P-1	A-1	AAA	Aaa	AAA	H	มีคุณภาพระดับสูงสุด
F1			AA+	Aa1	AA+		
F2	P-2	A-2	AA	Aa2	AA	HP	มีคุณภาพระดับสูง
			AA-	Aa3	AA-	HP	
			A+	A1	A+	HP	
			A	A2	A	HP	
			A-	A3	A-	HP	
F3	P-3	A-3	BBB+	Baa1	BBB+	AP	มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ
			BBB	Baa2	BBB	AP	
			BBB-	Baa3	BBB-	AP	

จากตาราง 5.1.3 แสดงถึงสถานะของอันดับคุณภาพการลงทุนของหุ้นก่อนหน้าและอันดับความน่าเชื่อถือที่เปลี่ยนแปลงไปทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades) โดยจากตาราง 5.1.3 เป็นช่วงของการศึกษา ณ วันที่ประกาศและ 1 วันหลังประกาศรวมเป็น 2 วันที่ทำการซื้อขายในตลาดหุ้น พบว่า สำหรับการปรับขึ้น (Upgrades) ของหุ้นที่เหมาะสมกับการเก็งกำไร (Speculative Grades) นั้นมีค่า P-Value เท่ากับ 0.07 ซึ่งแสดงถึงการปรับขึ้นของอันดับความน่าเชื่อถือมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับร้อยละ 0.07 โดยจะเห็นค่า T-Test มีค่าอยู่ที่ 1.81 เนื่องจากนักลงทุนต้องการเก็งกำไรในผลตอบแทนของหุ้นที่ได้ผลตอบแทนสูงและความเสี่ยงที่ยอมรับได้ ทำให้การลงทุนในหุ้นกลุ่มเก็งกำไร (Speculative Grades) จึงเป็นกลุ่มที่เหมาะสมกับการลงทุนเนื่องจากการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือที่เพิ่มขึ้นเป็นที่แน่นอนแล้วซึ่งสามารถชดเชยความเสี่ยงในส่วนของหุ้นกลุ่มนี้ได้บางส่วนแล้ว โดยพฤติกรรมของนักลงทุนเช่นนี้เรียกว่า Over and under reacting คือพฤติกรรมของนักลงทุน (Investor's behavior) ที่มีความหวังว่าราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นไปอีกเมื่อมีข่าวดีแต่การตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อข่าวร้ายรุนแรงมากกว่าข่าวดีเช่นกัน

เช่นเดียวกันกับการปรับลด (Downgrades) ของหุ้นกลุ่มเก็งกำไร (Speculative Grades) ที่มีผลให้ค่า P-Value เท่ากับ <0.01 คือ การปรับลดความน่าเชื่อถือส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับน้อยกว่าร้อยละ 0.01 โดยค่า T-Test มีค่าอยู่ที่ -5.00 และค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ -2.26 ส่วนสาเหตุที่นั่นเกิดจากนักลงทุนเกิดความเสียวที่เพิ่มขึ้นจากการที่ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือลง เพราะหุ้นกลุ่มนี้เดิมถือเป็นหุ้นที่มีความเสี่ยงสูงและกำไรของหุ้นประเภทนี้จะไม่แน่นอนสูงซึ่งโดยปกติก็จะเกิดการผันผวนอย่างมาก และถ้ายังมีการปรับอันดับลดลงอีกก็จะยิ่งทำให้หุ้นกลุ่มนี้มีความเสี่ยงมากกว่าเดิม นักลงทุนเลยมีปฏิกิริยาการตอบสนองอย่างเห็นได้ชัดกับการปรับลดในทันทีที่ประกาศ แต่จะเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยในการปรับลดจะมากกว่าการปรับขึ้นทั้งนี้ก็เป็นไปตามทฤษฎี Over and under reacting ที่กล่าวว่านักลงทุนจะตอบสนองต่อข่าวร้ายรุนแรงมากกว่าข่าวดีนั่นเอง

ส่วนหุ้นที่อยู่ในระดับดี (Good Credit Quality) นั้นไม่สามารถแปลผลได้เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างในการทดสอบนั้นมีจำนวนไม่ถึง 30 เหตุการณ์ นอกนั้นหุ้นกลุ่มอื่นๆ ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกหรือทิศทางลบของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นแต่อย่างใด

ตาราง 5.1.3 อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ต่อช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Announcement period) ทั้งการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) หรือปรับลด (Downgrades) นับตั้งแต่วันที่ประกาศและหลังวันที่เกิดเหตุการณ์ถึง 1 วัน (0,+1) ของประเทศบราซิล

ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ	กลุ่มอันดับการลงทุนก่อนหน้า	จำนวนเหตุการณ์	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard error
ปรับขึ้น	มีคุณภาพระดับสูง	7	-0.9790	-2.3898	0.0540	1.0839
ปรับขึ้น	มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ	59	-0.1443	0.8134	0.4193	1.3626
ปรับขึ้น	กลุ่มเก็งกำไร	156	0.4691*	1.8102	0.0722	3.2370
ปรับลด	มีคุณภาพระดับสูงสุด	3	-1.7627	-0.7845	0.5149	3.8918
ปรับลด	มีคุณภาพระดับสูง	25	-0.8475	-1.2572	0.2208	3.3707
ปรับลด	มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ	143	0.2760	0.9896	0.3241	3.3354
ปรับลด	กลุ่มเก็งกำไร	224	-2.2610***	-4.9989	0.0000	6.7694

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% *** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

จากตาราง 5.1.4 แสดงถึงสถานะของอันดับคุณภาพการลงทุนของหุ้นก่อนหน้าและอันดับความน่าเชื่อถือที่การเปลี่ยนแปลงไปทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades) โดยจากตาราง 5.1.4 เป็นช่วง 40 ถึง 15 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ หรือ (-40, -15) รวมเป็น 26 วันที่ทำการซื้อขายในตลาดหุ้น พบว่า สำหรับการปรับขึ้น (Upgrades) ของหุ้นที่เหมาะสมกับการเก็งกำไร (Speculative Grades) มีค่า P-Value เท่ากับ <0.01 ซึ่งแสดงถึงการปรับเพิ่มของอันดับความน่าเชื่อถือมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย ทำให้เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับน้อยกว่าร้อยละ 0.01 โดยจะเห็นค่า T-Test มีค่าอยู่ที่ 3.90 และค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 3.55 เนื่องจากนักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้สูงและต้องการเก็งกำไรนั้นจะเลือกลงทุนในหุ้นกลุ่มเก็งกำไร (Speculative Grades) เพราะราคาหุ้นจะต่ำกว่าหุ้นในระดับอื่น ๆ ถึงแม้ว่าจะไม่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือก็ตาม โดยปกติแล้วนักลงทุนกลุ่มนี้จะตั้งสมมติฐานบนความเชื่อหรือความคาดหวังว่าราคาหุ้นจะพุ่งสูงขึ้นโดยไม่มีบทวิเคราะห์ใด ๆ มารองรับ ซึ่งถือว่านักลงทุนในกลุ่มเก็งกำไร (Speculative Grades) นั้นมีพฤติกรรมเป็นไปตามทฤษฎีของนักลงทุน (Investor's behavior) ที่เรียกว่า Over and under reacting นั่นเอง

นอกนั้นหุ้นกลุ่มอื่น ๆ ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกหรือทิศทางลบของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นแต่อย่างใด

ตาราง 5.1.4 อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ต่อช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Pre-event period) ทั้งการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) หรือปรับลด (Downgrades) นับตั้งแต่ 40 ถึง 15 วัน ก่อนหน้าวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ หรือ (-40, -15) ของประเทศบราซิล

ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ	กลุ่มอันดับการลงทุนก่อนหน้า	จำนวนเหตุการณ์	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard error
ปรับขึ้น	มีคุณภาพระดับสูง	7	1.1722	0.3303	0.7524	9.3890
ปรับขึ้น	มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ	59	0.9621	1.3064	0.1966	5.6571
ปรับขึ้น	กลุ่มเก็งกำไร	156	3.5496***	3.9001	0.0001	11.3675
ปรับลด	มีคุณภาพระดับสูงสุด	3	3.0284	0.4722	0.6833	11.1087
ปรับลด	มีคุณภาพระดับสูง	25	1.8518	1.3076	0.2034	7.0807
ปรับลด	มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ	143	0.6004	0.6487	0.5176	11.0678
ปรับลด	กลุ่มเก็งกำไร	224	-0.5306	-0.3220	0.7478	24.6666

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% *** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

จากตาราง 5.1.5 แสดงถึงสถานะของอันดับคุณภาพการลงทุนของหุ้นก่อนหน้าและอันดับความน่าเชื่อถือที่การเปลี่ยนแปลงไปทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades) โดยจากตาราง 5.1.5 เป็นช่วง 14 ถึง 1 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ หรือ (-14, -1) รวมเป็น 14 วันที่ทำการซื้อขายในตลาดหุ้น พบว่า สำหรับการปรับขึ้น (Upgrades) ของหุ้นที่เหมาะสมกับการเก็งกำไร (Speculative Grades) และหุ้นที่มีคุณภาพระดับเพียงพอ (Adequate Credit Quality) นั้นมีค่า P-Value เท่ากับ 0.04 และ <0.01 ตามลำดับ ซึ่งแสดงถึงการปรับเพิ่มของอันดับความน่าเชื่อถือมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ยทำให้เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับร้อยละ 0.04 และน้อยกว่าร้อยละ 0.01 โดยจะเห็นค่า T-Test มีค่าอยู่ที่ 2.10 และ 2.99 ตามลำดับ เนื่องจากนักลงทุนต้องการเก็งกำไรในผลตอบแทนของหุ้นที่ได้ผลตอบแทนสูงและความเสี่ยงที่ยอมรับได้เพราะราคาหุ้นจะต่ำกว่าหุ้นตัวอื่นในตลาด ถึงแม้จะเป็นเพียงการคาดการณ์ล่วงหน้าแต่นักลงทุนกลุ่มนี้ใช้การเก็งกำไรระยะสั้นในหุ้นตัวที่ราคาต่ำเพื่อผลตอบแทนที่คาดว่าจะสูงในอนาคต เช่นเดียวกันกับการปรับลด (Downgrades) ที่หุ้นในกลุ่มคุณภาพระดับที่เพียงพอ (Adequate Credit Quality) ก็จะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงที่สูงเช่นเดียวกัน โดยดูจากค่า P-Value ที่มีค่า 0.02 เนื่องมาจากการลงทุนของกลุ่มที่ชอบเก็งกำไรซึ่งสามารถรับความเสี่ยงจากการคาดการณ์ล่วงหน้าถึงแม้ไม่มีรายงานใด ๆ รับรองก็ตาม

ส่วนหุ้นที่มีคุณภาพระดับสูง (Good Credit Quality) นั้นไม่สามารถแปลผลได้เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างในการทดสอบนั้นมีจำนวนไม่ถึง 30 เหตุการณ์ นอกนั้นหุ้นกลุ่มอื่น ๆ ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในทิศทางบวกหรือทิศทางลบของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ยของราคาหุ้นแต่อย่างใด

ตารางที่ 5.1.5 อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ต่อช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Pre-event period) ทั้งการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) หรือปรับลด (Downgrades) นับตั้งแต่ 14 วัน ถึง 1 วันก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือ (-14, -1) ของประเทศบราซิล

ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ	กลุ่มอันดับการลงทุนก่อนหน้า	จำนวนเหตุการณ์	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard error
ปรับขึ้น	มีคุณภาพระดับสูง	7	2.5954	2.6260	0.0393	2.6150
ปรับขึ้น	มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ	59	1.6622***	2.9902	0.0041	4.2698
ปรับขึ้น	กลุ่มเก็งกำไร	156	1.5264**	2.1049	0.0369	9.0573
ปรับลด	มีคุณภาพระดับสูงสุด	3	-1.9498	-1.3156	0.3189	2.5670
ปรับลด	มีคุณภาพระดับสูง	25	2.5387	3.8329	0.0008	3.3117
ปรับลด	มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ	143	-1.6551**	-2.4610	0.0151	8.0423
ปรับลด	กลุ่มเก็งกำไร	224	0.3447	0.2753	0.7833	18.7376

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% *** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

จากตาราง 5.1.6 แสดงถึงสถานะของอันดับคุณภาพการลงทุนของหุ้นก่อนหน้าและอันดับความน่าเชื่อถือที่การเปลี่ยนแปลงไปทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades) โดยจากตาราง 5.1.6 เป็นช่วงตั้งแต่ 2 ถึง 14 วันจากวันหลังเกิดเหตุการณ์ หรือ (+2, +14) รวมเป็น 13 วันที่ทำการซื้อขายในตลาดหุ้น พบว่า สำหรับการปรับขึ้น (Upgrades) ของหุ้นที่เหมาะสมกับการเก็งกำไร (Speculative Grades) หรือหุ้นที่มีคุณภาพระดับเพียงพอ (Adequate Credit Quality) ล้วนแต่มีความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ คือ การปรับเพิ่มของอันดับความน่าเชื่อถือและตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นในตลาดบราซิลทั้งสิ้น จะเห็นจากค่า P-Value มีค่าเท่ากับ 0.06 ซึ่งก็ถือเป็นไปคาดการณ์เพราะว่าเมื่อทำการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือย่อมมีผลในการกระตุ้นพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในตลาดได้ทั้งสิ้น ตามที่ได้กล่าวไปก่อนหน้านี้ว่าอันดับความน่าเชื่อถือเปรียบเสมือนการสะท้อนข้อมูลภายในบริษัท ดังนั้นเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ปรับขึ้น ทำให้เปรียบเสมือนตัวแสดงถึงศักยภาพและกลยุทธ์ที่จะเติบโตในอนาคตของบริษัทเหล่านั้น นักลงทุนจึงเกิดการตอบสนองต่อข่าวสารที่ได้รับอย่างรวดเร็ว ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวก โดยจะเห็นได้จากค่าเฉลี่ย (Mean) ที่ปรับเพิ่มขึ้นอยู่ที่ร้อยละ 1.29 และค่า T-Test เท่ากับ 1.94

ส่วนการปรับลด (Downgrades) ย่อมไม่ได้มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในทิศทางลบของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นแต่อย่างใด เพราะเมื่อทำการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือมาแล้วย่อมทำให้นักลงทุนรับทราบและปรับเปลี่ยนพฤติกรรมการลงทุนหลังจากการประกาศเรียบร้อยแล้ว

ตารางที่ 5.1.6 อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ต่อช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Post-event period) ทั้งการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) หรือปรับลด (Downgrades) นับตั้งแต่ 2 ถึง 14 วันจากวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือ (+2, +14) ของประเทศบราซิล

ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ	กลุ่มอันดับการลงทุนก่อนหน้า	จำนวนเหตุการณ์	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard error
ปรับขึ้น	มีคุณภาพระดับสูง	59	1.1834	0.8442	0.4309	3.7089
ปรับขึ้น	มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ	156	1.2943*	1.9383	0.0575	5.1293
ปรับขึ้น	กลุ่มเก็งกำไร	7	1.2479	1.9015	0.0591	8.1970
ปรับลด	มีคุณภาพระดับสูงสุด	3	-2.8812	-1.4979	0.2729	3.3316
ปรับลด	มีคุณภาพระดับสูง	25	1.6732	1.5851	0.1260	5.2780
ปรับลด	มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ	143	0.9611	1.2207	0.2242	9.4157
ปรับลด	กลุ่มเก็งกำไร	224	1.1530	0.9940	0.3213	17.3607

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% *** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

ความสอดคล้องของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือในตลาดเดียวกันมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return)

จากตาราง 5.1.7 แสดงการเปรียบเทียบผลจากการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) 2 อันดับแรกของประเทศบราซิล (Brazil) ได้แก่ สแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) และ ฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Rating”) ซึ่งตารางได้แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดทั้งการปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades) ทั้ง 3 ช่วงเวลา ทั้งช่วงก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือและช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ

โดยจะเห็นได้ว่าการปรับขึ้น (Upgrades) ของอันดับความน่าเชื่อถือทั้งสแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) และ ฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Rating”) มีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกันทั้ง 2 ช่วงก่อนการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ ไม่ว่าจะเป็นช่วง 40 ถึง 15 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-40, -15) หรือ 14 ถึง 1 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-14, -1) ซึ่งมีนัยสำคัญและเหตุผลเช่นเดียวกับตาราง 5.1.1 ที่ได้กล่าวไปข้างต้น

ส่วนช่วงตั้งแต่ 2 ถึง 14 วันจากวันหลังเกิดเหตุการณ์ หรือ (+2, +14) สำหรับฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Rating”) เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับภาพรวมของเหตุการณ์ทั้งหมดในตลาดบราซิล คือ มีนัยสำคัญระดับสูงที่ร้อยละ 0.02 (P-Value เท่ากับ 0.02) แต่สำหรับผลการประเมินของสแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับภาพรวมของตลาด เช่นเดียวกับช่วงการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Rating”) ที่สอดคล้องกับภาพรวมของเหตุการณ์ทั้งหมดในตลาดบราซิล แต่สำหรับผลการประเมินของสแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับภาพรวมของตลาด

โดยสาเหตุของการที่ไม่ได้เป็นไปในทิศทางเดียวกันนั้นเกิดจากฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Rating”) มีการประเมินการปรับขึ้น (Upgrades) โดยส่วนใหญ่ได้ทำการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือ คือ กลุ่มการเงินและการธนาคาร รวมถึงบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการเงิน ส่วนสแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) ได้ทำการประเมินในกลุ่มบริษัทการผลิตและกลุ่มการขายสินค้าเป็นหลัก ซึ่งจากที่ได้กล่าวมาก่อนหน้านี้ว่าประเทศบราซิลมีภาพรวมในการประเมินโดยส่วนใหญ่ถึงร้อยละ 38 เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและการธนาคาร ทำให้ภาพรวมของการปรับขึ้นในช่วง 40 ถึง 15 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ จึงเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการประเมินจากฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Rating”) ดังนั้นจะเห็นได้ว่าการที่ผลของทิศทางที่ไม่สอดคล้องกันนั้นเกิดจากลักษณะของกลุ่มธุรกิจที่ได้ทำการประเมินและความเชี่ยวชาญรวมถึงประสบการณ์ในการประเมินของกลุ่มธุรกิจที่แตกต่างกันนั่นเอง นอกจากนี้ปัจจัยที่ใช้ในการประเมินทิศทางในการปรับขึ้นจะมีความละเอียดอ่อนและไม่เด่นชัดเท่ากับการปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือ อาทิเช่น สักยภาพในการสร้างรายได้ของบริษัทที่ลดลง การชำระภาระผูกพันที่ลดลง นั่นเอง ทั้งนี้ผลของกลุ่มตัวอย่างของทั้ง 2 สถาบันมีจำนวนเหตุการณ์เท่ากับอยู่ที่ 111 เหตุการณ์

ตารางที่ 5.1.7 ความสัมพันธ์ของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับช่วงการเกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) แบบปรับขึ้น (Upgrades) ของประเทศบราซิล

ช่วงเกิดเหตุการณ์	อันดับความน่าเชื่อถือปรับขึ้น							
	Standard & Poor's (n=111)				Fitch Ratings (n=111)			
	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard Error	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard Error
(-40, -15)	2.6745***	2.6891	0.0083	10.4786	2.8994***	3.1061	0.0024	9.8344
(-14, -1)	1.4291**	1.9928	0.0488	7.5551	1.7633**	2.2443	0.0268	8.2774
(0, 1)	0.5934**	2.5498	0.0122	2.4518	-0.0725	-0.2437	0.8079	3.1337
(2, 14)	1.0078	1.3439	0.1817	7.9004	1.5087**	2.3246	0.0219	6.8380

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% *** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

จากตาราง 5.1.8 โดยจะเห็นได้ว่าการปรับลด (Downgrades) ของอันดับความน่าเชื่อถือทั้งสแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) และ ฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Rating”) มีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกันในช่วงวันที่ประกาศและหลังวันที่เกิดเหตุการณ์ถึง 1 วัน (0,+1) ซึ่งมีนัยสำคัญและเหตุผลเช่นเดียวกับตาราง 5.1.1 ที่ได้กล่าวไปข้างต้น นอกจากนั้นปัจจัยที่ใช้ในการประเมินทิศทางในการปรับลดของความน่าเชื่อถือมีความชัดเจนและเห็นได้ชัด อาทิเช่น ศักยภาพในการสร้างรายได้ของบริษัทหรือการชำระภาระผูกพัน เป็นต้นทำให้ทั้ง 2 สถาบันเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ทั้งนี้ผลของกลุ่มตัวอย่างของทั้ง 2 สถาบันมีจำนวน 230 เหตุการณ์ สำหรับสแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) และ 165 เหตุการณ์ สำหรับฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Rating”)

ตารางที่ 5.1.8 ความสัมพันธ์ของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับช่วงการเกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) แบบปรับลด (Downgrades) ของประเทศบราซิล

ช่วงเกิดเหตุการณ์	อันดับความน่าเชื่อถือปรับลด							
	Standard & Poor's (n=230)				Fitch Ratings (n=165)			
	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard Error	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard Error
(-40, -15)	0.1631	0.1156	0.9080	21.3838	-0.0917	-0.0674	0.9463	17.4666
(-14, -1)	-1.1808	-1.2629	0.2079	14.1798	1.0286	0.8275	0.4091	15.9663
(0, 1)	-1.1466***	-3.6837	0.0003	4.7205	-1.3925***	-2.6346	0.0092	6.7895
(2, 14)	0.5104	0.4915	0.6236	15.7502	1.8879**	2.0233	0.0447	11.9856

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% *** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

ผลกระทบของกลุ่มที่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ (Linked event) กับกลุ่มที่ไม่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ (Surprise event) ต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return)

จากตาราง 5.1.9 แสดงให้เห็นผลของการเปรียบเทียบระหว่างหุ้นในตลาดบราซิลที่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า กับหุ้นในตลาดบราซิลที่ไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้าก่อนการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ โดยจากตาราง 5.1.9 จะเป็นการเปรียบเทียบถึงผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของอันดับความน่าเชื่อถือแบบปรับขึ้น (Upgrades) ซึ่งจากตารางจะแสดงให้เห็นออกเป็น 3 ช่วงเวลาทั้งช่วงก่อนการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงและหลังการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ รวมถึงช่วงการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ โดยจำนวนของกลุ่มตัวอย่างของกลุ่มประเทศบราซิล (Brazil) คือ 32 รายการสำหรับการไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า (Surprise event) และ 190 รายการสำหรับการคาดการณ์ล่วงหน้า (Linked event)

โดยเริ่มจากการปรับขึ้น (Upgrades) ของกลุ่มที่ไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า (Surprise event) พบว่าจะมีผลต่อช่วงก่อนเหตุการณ์ (Pre-Event Period) 40 ถึง 15 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-40, -15) และช่วงหลังเหตุการณ์ (Post-Event Period) 2 ถึง 14 วันหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ (+2, +14) โดยจะเห็นได้จากค่า P-Value ที่มีค่า 0.01 และ <0.01 ตามลำดับ คือ ความมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสูงที่ระดับร้อยละ 0.01 และน้อยกว่าร้อยละ 0.01 ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ คือ การปรับเพิ่มของอันดับความน่าเชื่อถือและตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย ของราคาหุ้นในตลาดบราซิล โดยเป็นความสัมพันธ์ที่ส่งผลให้อัตรา

ผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวก สอดคล้องกับค่า T-Test ที่มีค่า 2.67 และ 3.39 ตามลำดับ อันเนื่องมาจากนักลงทุนอาจทราบถึงข่าวสาร สถานะเศรษฐกิจ หรือการส่งสัญญาณจากข่าวสารที่สามารถเข้าถึงได้ในบางส่วน ทำให้มีการเตรียมตัวสำหรับการลงทุนตั้งแต่ก่อนหน้าประกาศอันดับตามทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) และหลังที่ทำการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือแล้วก็ตาม ถึงแม้จะไม่มีผลการคาดการณ์ล่วงหน้าจากนักวิเคราะห์ก็ตามทำให้ค่าเฉลี่ย (Mean) มีค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 5.28 และร้อยละ 4.47 ตามลำดับ

ส่วนอีกกลุ่มหนึ่งคือ กลุ่มของการคาดการณ์ล่วงหน้า (Linked event) โดยมีผลอย่างมีนัยสำคัญระดับสูงทั้ง 2 ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (Pre-Event Period) ไม่ว่าจะเป็นช่วง 40 ถึง 15 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-40, -15) หรือ 14 ถึง 1 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-14, -1) โดยดูได้จากค่า P-Value มีค่า < 0.01 ทั้ง 2 ช่วงแสดงถึงการมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสูงที่ระดับน้อยกว่าร้อยละ 0.01 แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของการคาดการณ์ล่วงหน้าจากนักวิเคราะห์ที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงในทิศทางบวกของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ย อันเนื่องมาจากหุ้นในกลุ่มนี้ได้ถูกพยากรณ์จากเหล่านักวิเคราะห์ถึงการจัดอันดับที่เพิ่มขึ้น จากการประเมินข้อมูลภายในองค์กรซึ่งบุคคลภายนอกและนักลงทุนในตลาดไม่สามารถเข้าถึงได้ ทำให้นักลงทุนส่วนมากเชื่อถือข่าวสารนี้เสมือนเป็นตัวสะท้อนขององค์กรจึงทำการลงทุนตั้งแต่วินาทีแรกที่มีการคาดการณ์ก่อนที่จะทำการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ โดยจะเห็นได้จากค่า T-Test ทั้ง 2 กลุ่มมีค่าอยู่ที่ 3.29 และ 2.83 ตามลำดับ และจะเห็นได้จากค่าเฉลี่ย (Mean) ของทั้งกลุ่มก็มีค่าอยู่ที่ร้อยละ 2.37 และร้อยละ 1.49 ซึ่งแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ยในทิศทางบวกเช่นกัน

ผลที่ได้จากการวิจัยพบว่าสอดคล้องตามสมมติฐาน โดยจะเห็นได้จากกลุ่มเหตุการณ์ที่ไม่มีแนวโน้มส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ยมากกว่ากลุ่มที่มีการคาดการณ์แนวโน้ม เนื่องจากนักลงทุนในกลุ่มที่เหตุการณ์มีการประกาศแนวโน้มได้ตอบสนองถึงการปรับขึ้น (ปรับลด) รวมถึงได้ปรับเปลี่ยนพฤติกรรมการลงทุนต่อการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือไปก่อนหน้านี้แล้ว สังเกตได้จากผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยในทุกๆ ช่วงเหตุการณ์จะมีค่าน้อยกว่ากลุ่มที่ไม่มีการคาดการณ์นั่นเอง

ตารางที่ 5.1.9 อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับผลของการเปรียบเทียบระหว่างหุ้นในตลาดมีการคาดการณ์ล่วงหน้าและหุ้นในตลาดที่ไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า แบบปรับขึ้น (Upgrades) ของประเทศบราซิล

ช่วงเกิดเหตุการณ์	อันดับความน่าเชื่อถือปรับขึ้น							
	เหตุการณ์ที่มีแนวโน้ม (n=190)				เหตุการณ์ที่ไม่มีแนวโน้ม (n=32)			
	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard Error	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard Error
(-40, -15)	2.3670***	3.2887	0.0012	9.9208	5.2804**	2.6681	0.0120	11.1954
(-14, -1)	1.4862***	2.8309	0.0051	7.2364	2.2492	1.1331	0.2659	11.2287
(0, 1)	0.2166	1.1681	0.2443	2.5557	0.5210	0.7134	0.4810	4.1312
(2, 14)	0.7171	1.3651	0.1738	7.2405	4.4713***	3.3871	0.0019	7.4677

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% *** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

จากตาราง 5.1.10 แสดงให้เห็นผลของการเปรียบเทียบระหว่างหุ้นในตลาดบราซิลที่มีการคาดการณ์ล่วงหน้ากับหุ้นในตลาดบราซิลที่ไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้ามาก่อนการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ โดยจากตาราง 5.1.10 จะเป็นการเปรียบเทียบถึงผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยในอันดับความน่าเชื่อถือแบบปรับลด (Downgrades) ซึ่งจากตารางจะแสดงให้เห็นออกเป็น 3 ช่วงเวลาทั้งช่วงก่อนการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงและหลังการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ รวมถึงช่วงการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ โดยจำนวนของกลุ่มตัวอย่างของกลุ่มประเทศบราซิล (Brazil) คือ 35 รายการสำหรับการไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า (Surprise event) และ 360 รายการสำหรับการคาดการณ์ล่วงหน้า (Linked event)

โดยเริ่มจากการปรับลด (Downgrades) ของกลุ่มที่ไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า (Surprise event) พบว่ามีผลต่อช่วงหลังเหตุการณ์ (Post-Event Period) 2 ถึง 14 วันหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ (+2, +14) โดยจะเห็นได้จากค่า P-Value ที่มีค่า <math><0.01</math> แสดงถึงการมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสูงที่ระดับน้อยกว่าร้อยละ 0.01 ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ คือ การปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือและตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นในตลาดบราซิลที่ปรับตัวในทิศทางบวกสวนทางกันกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งสาเหตุที่เป็นเช่นนี้ ก็เพราะว่าถึงแม้ว่าจะมีการปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือเป็นที่แน่นอนแล้วแต่เนื่องจากธุรกิจหลักในกลุ่มนี้ คือ ธุรกิจโลจิสติกส์ซึ่งในปี พ.ศ. 2555 ปริมาณการส่งออกของประเทศบราซิลมีความโดดเด่นมากกว่าในทุกช่วงที่ได้ทำการศึกษา จึงส่งผลในทิศทางบวกต่อผลการดำเนินงานและผลประกอบการของกลุ่มธุรกิจโลจิสติกส์ ทำให้นักลงทุนในตลาดเกิดความเชื่อมั่น

และเลือกลงทุนโดยดูจากผลการดำเนินงานและทิศทางของเศรษฐกิจมากกว่าอันดับความน่าเชื่อถือเพียงอย่างเดียว ซึ่งมีผลให้ค่าเฉลี่ย (Mean) ปรับขึ้นในทิศทางบวกที่ร้อยละ 8.62 ถือเป็น การเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่สวนทางกับอันดับความน่าเชื่อถือที่ลดลง

นอกจากนั้นยังเห็นได้จากการที่กลุ่มก่อนเกิดเหตุการณ์หรือช่วง 14 ถึง 1 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-14, -1) ก็มีค่านัยสำคัญของ P-Value อยู่ที่ 0.03 และค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 2.83% สวนทางกับอันดับที่ปรับลดเช่นกัน เนื่องจากหุ้นกลุ่มนี้เป็นที่ต้องการของตลาดและ นักลงทุนเชื่อว่าการเข้ามาประเมินของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือเป็นครั้งแรกอาจเป็นสัญญาณที่บ่งบอกการเติบโตในอนาคต ถึงเป็นทิศทางตรงกันข้ามกับอันดับความน่าเชื่อถือที่ปรับลดลงก็ตาม ทั้งนี้เป็นไปตามทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) และทฤษฎีพฤติกรรมของนักลงทุน (Investor's behavior)

ส่วนอีกกลุ่มหนึ่งคือ กลุ่มของการคาดการณ์ล่วงหน้า (Linked event) โดยมีผลแค่เฉพาะช่วงการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือเท่านั้น โดยดูได้จากค่า P-Value มีค่า < 0.01 แสดงถึงการมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสูงที่ระดับน้อยกว่าร้อยละ 0.01 คือ ความสัมพันธ์ของการคาดการณ์ล่วงหน้าจากนักวิเคราะห์ที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงในทิศทางลบของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย โดยค่า T-Test มีค่าสูงถึง -4.22 และค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับร้อยละ -1.28 อันเนื่องมาจาก ถึงแม้ว่าหุ้นกลุ่มนี้จะมีการพยากรณ์จากนักวิเคราะห์ไว้ล่วงหน้าแล้วก็ตาม แต่นักลงทุนส่วนใหญ่อาจต้องการรอดูผลที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือก่อนแล้วจึงค่อยทำการปรับเปลี่ยนทิศทางการลงทุน ทำให้เห็นได้ว่าก่อนหน้าที่มีการพยากรณ์นั้น ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยแต่อย่างใด จนช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ นักลงทุนถึงค่อยตอบสนองต่อข่าวสารและตอบสนองต่อการลงทุนอย่างรวดเร็ว ซึ่งสาเหตุที่นี้อาจเกิดจากผลจากคาดการณ์ในอดีตถึงความแม่นยำที่ผ่านมาซึ่งเราได้ทำการศึกษาในวิจัยต่อไป

ผลที่ได้จากการวิจัยพบว่าสอดคล้องตามสมมติฐาน ถึงแม้การปรับลดลงของอันดับความน่าเชื่อถือจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนสะสมโดยเฉลี่ยในทิศทางตรงกันข้ามก็ตามดังเหตุผลที่กล่าวไปก่อนหน้านี้ แต่กลุ่มเหตุการณ์ที่ไม่มีแนวโน้มจะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยมากกว่ากลุ่มที่มีการคาดการณ์แนวโน้ม เนื่องจากนักลงทุนในกลุ่มที่เหตุการณ์มีการประกาศแนวโน้มได้ตอบสนองถึงการปรับขึ้น (ปรับลด) รวมถึงได้ปรับเปลี่ยนพฤติกรรมการลงทุนต่อการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือไปก่อนหน้านี้แล้ว สังเกตได้จากผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยในทุกๆ ช่วงเหตุการณ์จะมีค่าน้อยกว่ากลุ่มที่ไม่มีเหตุการณ์นั่นเอง

ตารางที่ 5.1.10 อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับผลของการเปรียบเทียบระหว่างหุ้นในตลาดมีการคาดการณ์ล่วงหน้าและหุ้นในตลาดที่ไม่มีการคาดการณ์มาล่วงหน้า แบบปรับลด (Downgrades) ของประเทศบราซิล

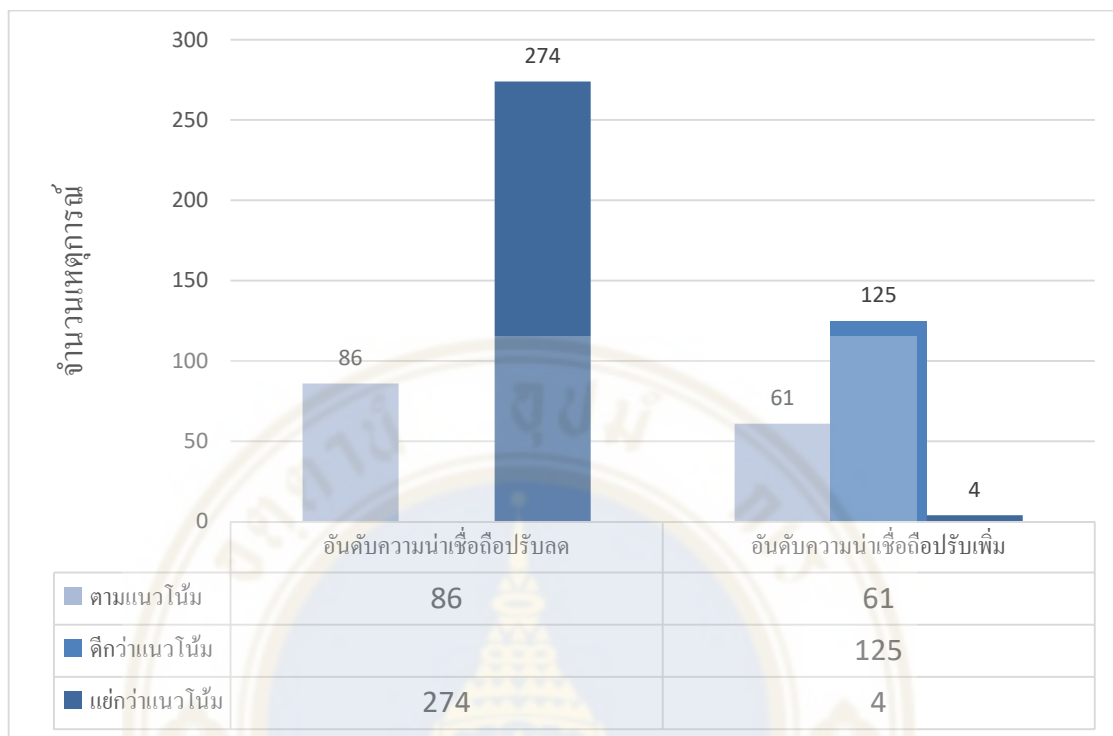
ช่วงเกิดเหตุการณ์	อันดับความน่าเชื่อถือปรับลด							
	เหตุการณ์ที่มีแนวโน้ม (n=360)				เหตุการณ์ที่ไม่มีแนวโน้ม (n=35)			
	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard Error	CAAR (%)	T-Test	P-Value	Standard Error
(-40, -15)	-0.1342	-0.1244	0.9011	20.4754	2.0199	1.0886	0.2840	10.9774
(-14, -1)	-0.5583	-0.6838	0.4945	15.4912	2.8325**	2.3019	0.0276	7.2799
(0, 1)	-1.2759***	-4.2248	0.0000	5.7302	-0.9755	-1.1359	0.2640	5.0808
(2, 14)	0.3532	0.4874	0.6263	13.7496	8.6215***	2.9025	0.0065	17.5731

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% *** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

จากตาราง 5.1.11 แสดงให้เห็นผลของการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของกลุ่มที่มีการคาดการณ์ไว้ โดยแสดงเปรียบเทียบให้เห็นระหว่างผลของอันดับความน่าเชื่อถือที่ประกาศนั้นเป็นไปตามที่คาดการณ์และไม่ได้เป็นไปตามที่คาดการณ์แล้วมีอันดับที่สูงขึ้นหรืออันดับที่ลดลง โดยแสดงการคาดการณ์ทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades)

พบว่าสำหรับการปรับขึ้น (Upgrades) มีที่เป็นไปตามคาดการณ์ของนักวิเคราะห์อยู่ 61 รายการ และอีกเท่าตัวหนึ่งนั้นส่วนเป็นการปรับขึ้นที่สูงกว่าการคาดการณ์ถึง 125 รายการ ส่วนการปรับลด (Downgrades) ที่เป็นไปตามคาดการณ์ของนักวิเคราะห์อยู่ 86 รายการและมีการปรับลดลงสูงกว่าการคาดการณ์สูงมากถึง 274 รายการ ซึ่งจะเห็นได้ว่าการปรับอันดับความน่าเชื่อถือที่ต่ำกว่าการคาดการณ์มักเกิดกับกลุ่มที่คาดการณ์ไว้ว่าจะปรับลด และการปรับอันดับความน่าเชื่อถือที่สูงกว่าการคาดการณ์มักเกิดกับกลุ่มที่คาดการณ์ไว้ว่าจะปรับขึ้น ทั้งนี้จะเห็นได้ว่าการคาดการณ์เป็นเพียงส่วนหนึ่งที่ใช้ในการวิเคราะห์และพยากรณ์เท่านั้น อาจเกิดการเปลี่ยนแปลงจากที่คาดการณ์ไว้ได้อีกขึ้นอยู่กับสถานการณ์ ณ ขณะนั้น เศรษฐกิจ สังคม การเมือง รวมถึงข่าวสารที่เปลี่ยนแปลง ณ ช่วงเวลานั้นเป็นปัจจัยภายนอกที่มีส่วนกับการประเมินด้วยเช่นกัน

ตารางที่ 5.1.11 ผลหลังจากคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ ทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และปรับลด (Downgrades) ของประเทศบราซิล



บทที่ 6

สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยฉบับนี้ได้ทำการศึกษาผลของการเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาที่มีการพัฒนาและการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว (Emerging Market) หรือเรียกสั้น ๆ ว่ากลุ่ม BRICS ซึ่งประกอบด้วยประเทศ บราซิล (Brazil) รัสเซีย (Russia) อินเดีย (India) และจีน (China) ซึ่งงานวิจัยฉบับนี้ได้ทำการศึกษาประเทศบราซิล (Brazil) โดยนำเหตุการณ์ที่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades) นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 เป็นระยะเวลา 11 ปีมาทำการศึกษา ซึ่งผลของการศึกษานั้นสำหรับการเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades) นั้นล้วนมีผลต่อราคาของหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ทั้งสิ้น ซึ่งถือเป็นอัตราผลตอบแทนที่เกินจากอัตราผลตอบแทนโดยทั่วไปในตลาด โดยถ้าหากมีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือแบบปรับขึ้น (Upgrades) นั้นจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกตามไปด้วย เช่นเดียวกันถ้าหากมีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือแบบปรับลด (Downgrades) ก็จะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบเช่นกัน ทั้งนี้แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ คือการปรับเพิ่ม(ปรับลด)ของอันดับความน่าเชื่อถือและตัวแปรตาม คืออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นในตลาด โดยเป็นความสัมพันธ์ที่ส่งผลต่อการปรับตัวในทิศทางบวก (ทิศทางลบ) ของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยไปในทิศทางเดียวกันกับการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ เพราะว่าการปรับเพิ่มขึ้นของอันดับความน่าเชื่อื่อนั้นแน่นอนว่าถือเป็นข่าวดีสำหรับนักลงทุนที่ต้องการข่าวสารที่สามารถสะท้อนถึงข้อมูลภายในบริษัทเพื่อใช้ในการลงทุน และในทางกลับกันการปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือก็ถือเป็นข่าวร้ายสำหรับนักลงทุนเช่นกัน ทั้งนี้ตามที่ได้กล่าวไปข้างต้นว่าการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในปัจจุบันถือเป็นอีกบทบาทหนึ่งในการสะท้อนถึงศักยภาพในการสร้างรายได้และความสามารถในการชำระภาระผูกพันในอนาคตของบริษัทได้เช่นกัน จึงเปรียบเสมือนข้อมูลภายในที่นักลงทุนโดยส่วนใหญ่มักใช้เป็นการคาดการณ์การลงทุน

โดยได้ทำการศึกษาระดับของคุณภาพของหุ้นก่อนการเปลี่ยนแปลงความน่าเชื่อถือทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และแบบปรับลด (Downgrades) ว่าหุ้นในกลุ่มไหนก่อนการปรับอันดับความน่าเชื่อถือมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม พบว่านักลงทุนส่วนมากที่ลงทุนในหุ้นกลุ่มเก็งกำไร (Speculative grades) นั้นมักตอบสนองในทิศทางเดียวกันกับการปรับขึ้น (ปรับลด) ของอันดับความน่าเชื่อถือ ยกเว้นจะมีปัจจัยภายนอกของประเทศนั้น ๆ เข้ามาร่วมด้วย

นอกจากนั้นงานวิจัยฉบับนี้ยังทำการศึกษาค่าคลัสเตอร์ของผลการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) 2 อันดับแรกผลของการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ของอันดับความน่าเชื่อถือแบบปรับลด (Downgrades) ของทั้ง 2 สถาบันมีผลทิศทางเดียวกัน คือ มีความสัมพันธ์ที่ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบ แต่ถ้าหากเป็นการปรับขึ้น (Upgrades) ของอันดับความน่าเชื่อื่อนั้น ผลการศึกษาของ 2 สถาบันที่จัดอันดับสูงสุดในแต่ละประเทศจะไม่สอดคล้องกัน อันเนื่องมาจากกลุ่มธุรกิจที่ได้ทำการประเมินที่แตกต่างกันของแต่ละสถาบันจัดอันดับทำให้มีความเชื่อวชาญรวมถึงประสิทธิภาพของแต่ละสถาบันในการประเมินของแต่ละกลุ่มธุรกิจก็แตกต่างกันไปด้วยเช่นกัน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับปัจจัยความซับซ้อนของธุรกิจ โครงสร้างขององค์กรที่ทำการประเมินด้วยเช่นกัน

กลุ่มสุดท้ายของการศึกษาวิจัยในเล่มนี้คือการเปรียบเทียบผลของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) จากหุ้นที่มีนักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือไว้ก่อนหน้า (Linked event) กับหุ้นกลุ่มที่ไม่ได้มีการคาดการณ์ความน่าเชื่อถือแล้วมีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือออกมาในทันที (Surprise event) โดยผลของการศึกษาวิจัยพบว่าหุ้นกลุ่มเหตุการณ์ที่ไม่มีการคาดการณ์ความน่าเชื่อถือส่งผลให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวก (ทิศทางลบ) ในกรณีที่มีการปรับขึ้น (ปรับลด) อันดับความน่าเชื่อถือมากกว่ากลุ่มที่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือไว้ล่วงหน้า ทั้งนี้เป็นเพราะว่ากลุ่มที่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือไว้ก่อนหน้า (Linked event) นักลงทุนได้มีการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมการลงทุนไว้ก่อนหน้าตามการคาดการณ์เรียบร้อยแล้วทำให้ผลกระทบที่เกิดขึ้นนั้นน้อยกว่าในกลุ่มที่ไม่ได้มีการคาดการณ์ (Surprise event)

อย่างไรก็ตามในการศึกษาวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัด เนื่องจากผู้วิจัยไม่ได้ทำการพิจารณาถึงช่วงการเกิดเหตุการณ์ของบริษัทเดียวกันว่ากลุ่มตัวอย่างที่ใช้มีช่วงเหตุการณ์ที่ซ้อนทับกับเหตุการณ์อื่นหรือไม่ ซึ่งถ้าหากเกิดการซ้อนทับจะส่งผลกระทบต่อเบต้าที่ได้จากการคำนวณผ่านการวิเคราะห์เชิงถดถอยเพื่อนำไปใช้ในการคำนวณผลตอบแทนที่คาดหวังในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ ทำให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยคลาดเคลื่อนได้ นอกจากนี้งานวิจัยฉบับนี้ได้ทำการศึกษาเพียงแค่การจัดอันดับความน่าเชื่อถือต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ซึ่งความเป็นจริงแล้วตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นว่าการจัดอันดับความน่าเชื่อถือนั้นสามารถใช้เป็นตัววัดความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ (Bond) ด้วยได้เช่นกัน ดังนั้น สำหรับการวิจัยในอนาคตสำหรับการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในตราสารหนี้ก็ยังเป็นหัวข้อที่เปิดกว้างเพื่อให้ศึกษาได้ต่อไป



บรรณานุกรม

- Afonso, A. & Furceri, D. & Gomes, P. (2012). “Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data” *Journal of International Money and Finance* 31(3): 606-638.
- Bheenick, B. & Emawtee & Brooks, R. (2015). “The credit risk–return puzzle: Impact of credit rating announcements in Australia and Japan” *Pacific-Basin Finance Journal* 35(PA): 37-55.
- Binici, M. & Hutchison, M. M. & Miao, E. W. (2018). “Are credit rating agencies discredited? Measuring market price effects from agency sovereign debt announcements” *Bank for International Settlements. Monetary and Economics Department*.
- Brooks, R. & Faff, R. & Hillier, D. & Hillier, J. (2004). “The national market impact of sovereign rating changes” *Journal of Banking & Finance* 28(1): 233-250.
- Cantor, R. & Packer, F. (1996). “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings” *FRBNY Economic Policy Review* 2(2): 37-54.
- Chakravarty, S. & Chiyachantana, C. N. & Lee, Y. T. (2008). “On the Informativeness of Credit Watch Placements” (Finance). Turin. Financial Management Association European Meeting.
- Chiyachantana, C. N. & Manitkajornkit, E. & Taechapiroontong, N. (2014). “Credit watch placement and security price behavior around bond rating revisions” *Investment Management and Financial Innovations* 11(1): 18-27.
- Fama, E. F. (1970). “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work” *The Journal of Finance* 25(2): 383-417
- Ferreira, M. & Gama, P. M. (2007). “Does sovereign debt ratings news spill over to international stock markets?” *Journal of Banking & Finance* 31(10): 3162-3182.
- Finnerty, J. D. & Miller, C. D. & Chen, R. (2013), “The impact of credit rating announcements on credit default swap spreads” *Journal of Banking & Finance* 37(6): 2011-2030.
- Gande, A. & Parsley, D. (2005). “News spillovers in the sovereign debt market” *Journal of Financial Economics* 75(3): 691-734.

- Goh, J. C. & Ederington, L. H. (1993). "Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders?" *Journal of Finance* 48(5): 2001-2008.
- Hamilton, D. T. & Cantor, R. (2004). "Rating Transition and Default Rates Conditioned on Outlooks" *Journal of Fixed Income*: 1-24.
- Hand, J. R. M. & Holthausen, R. W. & Leftwich R. W. (1992). "The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices" *Journal of Finance* 47(2): 733-752.
- Hill, P. & Faff, R. (2010). "The Market Impact of Relative Agency Activity in the Sovereign Ratings Market" *Journal of Banking & Finance* 34(6): 1327-1343.
- Hooper, V. & Hume, T. & Kim, S. J. (2008). "Sovereign rating changes--Do they provide new information for stock markets?" *Economic Systems* 32(2): 142-166.
- Micu M. & Remolona E. M. & Wooldridge P. D. (2007). "The Price Impact of Rating Announcements: Which Announcements Matter?" BIS Working Paper No. 207: 1-31.
- Pinches, G. E. & Singleton, J. C. (1978), "The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Changes" *Journal of Finance* 33(1): 29-44.
- Ryan, P. A. & Villupuram S. V. & Zygo, J. G. (2017). "The value of credit rating changes across economic cycles" *Journal of Economics and Business* 92: 1-9.
- Standard & Poor's Financial Services LLC. (2017). "S&P Global Ratings Definitions" Retrieved August 10, 2019 from www.spglobal.com/ratingsdirect.
- Weinstein, M. I. (1977). "The effect of a rating change announcement on bond price" *Journal of Financial Economics* 5(3): 329-350.