

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



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2563

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

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

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

18 กุมภาพันธ์ พ.ศ.2563 (วันที่สอบสารนิพนธ์ผลปรากฏผ่าน)

นางสาวสุภาพร ศิริพันธ์
ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ดวงพร อาภาศิลป์,

Ph.D.

คณบดีวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร์โคลิกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) โดยเปรียบเทียบระหว่างก่อนและหลังที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่ามีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ในราคาหุ้นของประเทศ รัสเซียประสบความสำเร็จลงได้ด้วยการสนับสนุนและคำแนะนำที่ดีจากบุคคลหลายท่าน ผู้วิจัยขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. นริรัตน์ เตชพิรุณทอง อาจารย์ที่ปรึกษาในสารนิพนธ์เล่มนี้ที่ได้ให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะทั้งทางด้านวิชาการและให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหา ตลอดจนช่วยกำกับดูแลกระบวนการจัดทำการศึกษาฉบับนี้ให้สำเร็จตามกำหนดเวลา ทั้งนี้ยังมีผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ปิยภัทร ธาระวานิช รองศาสตราจารย์ ดร. ชาตรี จันทร โคธิกา และดร.เอกพัทธ์ มานิจจรกิจ ที่ได้ให้คำแนะนำในส่วนของเนื้อหาและการทดสอบแบบจำลองต่างๆ ตลอดระยะเวลาการศึกษา ซึ่งผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

สุดท้ายทางผู้วิจัยขอขอบคุณบิดา มารดา พี่น้อง และเพื่อนๆ ที่คอยสนับสนุนและให้กำลังใจผู้วิจัยมาโดยตลอด ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์เล่มนี้จะมีประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจ และสามารถเป็นแนวทางต่อยอดกับผู้ที่จะทำการศึกษาในเรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์เล่มนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขออภัยมา ณ ที่นี้

ผู้วิจัย

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

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

สุภาพร ศิริพันธ์ 6150029

กจ.ม.

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

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ โดยเปรียบเทียบระหว่างก่อนกับหลังที่มีประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่าการปรับขึ้น หรือปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือมีอิทธิพล ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นหรือไม่ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือประเทศรัสเซียซึ่งเป็นหนึ่งในสมาชิกของกลุ่มประเทศ BRICS โดยผู้จัดทำจะทำการศึกษาข้อมูลย้อนหลังเป็นระยะเวลา 11 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 ผลการวิจัยพบว่าทั้งการปรับขึ้น (Upgrades) และปรับลด (Downgrades) ของอันดับความน่าเชื่อถือโดยเฉพาะหุ้นกลุ่มเก็งกำไรล้วนส่งผลให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) เปลี่ยนแปลงในทิศทางบวก และทิศทางลบ ตามลำดับ นอกจากนี้ยังพบว่าอันดับความน่าเชื่อถือที่ถูกประเมินโดยสถาบันจัดอันดับที่ต่างกัน ส่งผลต่อพฤติกรรมหรือผลกระทบที่สะท้อนในอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยที่ต่างกัน เนื่องจากลักษณะกลุ่มธุรกิจของบริษัทที่ได้รับการประเมินจากแต่ละสถาบันมีความต่างกัน 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 | 23 |
| 3.3 สมมติฐานงานวิจัย | 24 |
| บทที่ 4 สูตรและขั้นตอนในการวิจัย | 28 |
| 4.1 วิธีการวิจัย | 28 |
| 4.2 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทน | 32 |
| บทที่ 5 ผลการศึกษา | 35 |
| บทที่ 6 สรุปผลการศึกษา | 51 |
| บรรณานุกรม | 54 |
| ประวัติผู้วิจัย | 56 |

สารบัญตาราง

| ตาราง | | หน้า |
|-------|---|------|
| 3.1.1 | จำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรมของประเทศไทย | 19 |
| 3.1.2 | จำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) จำแนกตามปีที่เกิดเหตุการณ์ของประเทศไทย | 20 |
| 3.1.3 | จำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) ของประเทศไทย | 21 |
| 4.1.1 | จำนวนกลุ่มตัวอย่างของประเทศไทยก่อน-หลังที่ไม่สามารถนำมาใช้ในการศึกษาได้ | 31 |
| 5.1.1 | อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับแต่ละช่วงการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) ทั้งการปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades) ของประเทศไทย | 37 |
| 5.1.2 | การจัดกลุ่มอันดับการลงทุนแบ่งตามอันดับความน่าเชื่อถือ | 37 |
| 5.1.3 | อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ต่อช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Announcement period) ทั้งการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) หรือปรับลด (Downgrades) นับตั้งแต่วันที่ประกาศและหลังวันที่เกิดเหตุการณ์ถึง 1 วัน (0,+1) ของประเทศไทย | 39 |
| 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) ของประเทศไทย | 40 |

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) ของประเทศไทย | 41 |
| 5.1.6 | อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ต่อช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Post-event period) ทั้งการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) หรือปรับลด (Downgrades) นับตั้งแต่ 2 ถึง 14 วันจากวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือ (+2, +14) ของประเทศไทย | 43 |
| 5.1.7 | ความสัมพันธ์ของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับช่วงการเกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) แบบปรับขึ้น (Upgrades) ของประเทศไทย | 45 |
| 5.1.8 | ความสัมพันธ์ของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับช่วงการเกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Event period) แบบปรับลด (Downgrades) ของประเทศไทย | 46 |
| 5.1.9 | อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับผลของการเปรียบเทียบระหว่างหุ้นในตลาดมีการคาดการณ์ล่วงหน้าและหุ้นในตลาดที่ไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า แบบปรับขึ้น (Upgrades) ของประเทศไทย | 48 |

สารบัญตาราง (ต่อ)

| ตาราง | | หน้า |
|--------|---|------|
| 5.1.10 | อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับผลของการเปรียบเทียบระหว่างหุ้นในตลาดมีการคาดการณ์ล่วงหน้าและหุ้นในตลาดที่ไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า แบบปรับลด (Downgrades) ของประเทศไทย | 49 |
| 5.1.11 | ผลหลังจากคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ ทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และปรับลด (Downgrades) ของประเทศไทย | 50 |



สารบัญรูปภาพ

| รูปภาพ | หน้า |
|--|------|
| 3.1 สัดส่วนสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยช่วงปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 | 26 |
| 4.1 ช่วงเวลาที่ใช้ในการวิจัย | 29 |
| 4.2 ช่วงเวลาที่ใช้ในการวิจัยระหว่างช่วงที่เกิดเหตุการณ์ | 30 |



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 อินเวสเทอส์ เซอร์วิสเซส (“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 นอกจากนั้นยังเห็นได้จากเหตุการณ์ล่าสุดที่เกิดขึ้นซึ่งเป็นสิ่งตอกย้ำว่านักลงทุนยังคงให้ความสำคัญกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถืออยู่

คือเหตุการณ์ในเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2562 สถาบันจัดอันดับชื่อดังอย่าง Moody's ได้ประกาศลดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัท ทาทา มอเตอร์ส (“TATA”) ลงจาก Ba2 เป็น Ba3 ส่งผลให้ราคาหุ้นของ TATA ลดลงถึงร้อยละ 2.89 หรือตกลงมาที่ราคา 154.55 รูปีอินเดีย จากราคาปิดก่อนหน้าที่ราคา 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 อินเวสต์เม้นท์ 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 ซึ่งในงานวิจัยฉบับนี้ทำการศึกษาเฉพาะกลุ่มประเทศรัสเซีย (Russia) 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

นอกจากนั้นงานวิจัยฉบับนี้ยังทำการศึกษาความสอดคล้องของผลการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (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 อันเนื่องมาจากกลุ่มธุรกิจที่ได้ทำการประเมินที่แตกต่างกันของแต่ละสถาบันจัดอันดับทำให้มีความเชี่ยวชาญรวมถึงประสบการณ์ของแต่ละสถาบันในการประเมินของแต่ละกลุ่มธุรกิจก็แตกต่างกันไปด้วยเช่นกันนั่นเอง ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับปัจจัยความซับซ้อนของธุรกิจโครงสร้างขององค์กรที่ทำการประเมินด้วยเช่นกัน

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

- นักลงทุนทุกคนล้วนเป็นอิสระต่อกันมีสิทธิในการเข้าถึงข่าวสารที่เพียงพอ มุ่งแสวงหาผลกำไรจากการลงทุนที่สูงที่สุด และสามารถเข้าถึงแหล่งข้อมูลข่าวสารของบริษัทได้อย่างเท่าเทียมกัน ทั้งนี้การตัดสินใจของนักลงทุนรายใดรายหนึ่งไม่สามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์โดยรวมได้
- ข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่สำหรับนักลงทุนนั้นถูกเผยแพร่อย่างทั่วถึงและกว้างขวาง นอกจากนั้นนักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวได้โดยปราศจากต้นทุน
- ข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นเป็นเหตุการณ์แบบสุ่ม โดยมีตัวอย่าง ดังนี้ การประท้วงของแรงงาน วิกฤตในอุตสาหกรรม และการเปลี่ยนแปลงอุปสงค์ต่อสินค้า เป็นต้น
- นักลงทุนตอบสนองต่อข่าวสารใหม่อย่างรวดเร็วและแม่นยำ ส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์มีการปรับขึ้น หรือปรับลดทันที เพื่อสะท้อนถึงราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริงของบริษัท
- จากการศึกษาเรื่องตลาดที่มีประสิทธิภาพพบว่าตลาดถูกแบ่งออกเป็น 3 ประเภท ดังนี้ 1) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak-form efficiency) ราคาของหลักทรัพย์เป็นการสะท้อนข้อมูลข่าวสารในอดีตของบริษัท และนักลงทุนไม่สามารถนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ในการคาดการณ์ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคตเพื่อใช้ในการเก็งกำไรได้ 2) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi-strong form efficiency) ราคาของหลักทรัพย์สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารของบริษัททั้งข้อมูลในอดีตและข้อมูลที่เผยแพร่สู่สาธารณะในปัจจุบัน แต่นักลงทุนยังคงไม่สามารถ

ใช้ข้อมูลดังกล่าวเพื่อคาดการณ์ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคตเพื่อใช้ในการเก็งกำไรได้ และ 3) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (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 ความคล่องตัวของกรมวนเวียนกระแสเงินสดของบริษัท และทิศทางแนวโน้มการเติบโตของบริษัทเป็นอย่างดี ในขณะที่นักลงทุนกลับทราบเพียงข้อมูลทางการเงินที่สำคัญที่เผยแพร่ในที่สาธารณะเท่านั้น ด้วยเหตุนี้การที่จ้างสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือให้มาประเมินความน่าเชื่อถือของทั้งบริษัทและตราสารหนี้ที่บริษัทต้องการจะออก 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 ผู้ถูกจ้าง

หรือสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้ทำการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทอย่างที่ควรจะเป็น หรือให้ความเห็นลำเอียงขึ้นกับจำนวนของผลตอบแทนที่ได้รับ ดังนั้นเพื่อป้องกันปัญหาดังกล่าว ในการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือแต่ละครั้ง สถาบันจัดอันดับจึงจำเป็นต้องชี้แจงอันดับความน่าเชื่อถือที่เปลี่ยนแปลงไป ว่าเกิดจากสาเหตุใด เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ สามารถนำเหตุผลดังกล่าวไปใช้ประกอบการตัดสินใจ

2.1.3 News announcement

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

2.1.4 พฤติกรรมของนักลงทุน (Investor's behavior)

พฤติกรรมของนักลงทุนที่พบในตลาดมีความหลากหลายขึ้นอยู่กับสถานการณ์ขณะนั้น ลักษณะนิสัยการลงทุน และอื่นๆ ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวสามารถอ้างอิงได้หลายทฤษฎี

Investor regret theory เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงการจัดการกับประสบการณ์ที่ได้รับจากการตัดสินใจที่ผิดพลาดในอดีต กล่าวคือนักลงทุนบางกลุ่มมีความอ่อนไหวต่อราคาหุ้น โดยนักลงทุนกลุ่มนี้มักเลือกที่จะหลีกเลี่ยงการขายหุ้นที่ขาดทุนเพื่อปกป้องความรู้สึกแย่ที่ต้องยอมรับว่าตนเองเลือกลงทุนได้ผิดพลาด ก่อให้เกิดความเสียหายต่อเงินลงทุน ซึ่งการตัดสินใจดังกล่าวเป็นสิ่งที่ผิดพลาดเพราะการหลีกเลี่ยงการขายหุ้นนั้นมักส่งผลให้นักลงทุนประสบผลขาดทุนที่มากขึ้น นอกจากนี้ยัง

มีนักลงทุนบางกลุ่มเลือกที่จะหลีกเลี่ยงความรู้สึกผิดจากผลขาดทุน โดยเลือกซื้อหุ้นที่คนส่วนใหญ่ลงทุนกัน 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 กล่าวคือเมื่อราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นนักลงทุนกลุ่มนี้ก็จะมีความหวังว่าราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้น ไปอีก ในทางตรงกันข้ามเมื่อราคาหุ้นตกลง นักลงทุนในกลุ่มนี้จะเป็นประเภทมองโลกในแง่ร้าย ให้ความสำคัญทั้งหมดไปที่เหตุการณ์ปัจจุบัน โดยไม่สนใจถึงข้อมูลในอดีตว่าที่ผ่านมามีผลการดำเนินงานเป็นอย่างไร และด้วยเหตุนี้จึงส่งผลให้ผลการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อข่าวร้ายรุนแรงมากกว่าข่าวดี

จากที่กล่าวข้างต้นทุกครั้งที่สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ จะส่งผลให้บริษัทที่ถูกประเมินเป็นบริษัทที่อยู่ในกระแสข่าวเศรษฐกิจ เป็นที่สนใจของนักลงทุน และได้รับผลกระทบจากการตอบสนองของนักลงทุนที่ต่างกันขึ้นอยู่กับสถานการณ์และลักษณะนิสัยการลงทุน

2.1.5 อันดับความน่าเชื่อถือ

อันดับความน่าเชื่อถือเป็นค่าอ้างอิงที่แสดงว่าบริษัทมีความเสี่ยงในการชำระดอกเบี้ยเงินกู้และเงินต้นมากน้อยเพียงใด รวมถึงสถานะทางการเงินและศักยภาพในการสร้างรายได้โดยรวมอีกด้วย โดยอันดับความน่าเชื่อถือจะถูกประเมินและจัดอันดับโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือผ่านสัญลักษณ์ตัวอักษร ตั้งแต่ AAA (“อันดับความน่าเชื่อถือที่สูงที่สุด”) ถึง D (“อันดับความน่าเชื่อถือที่ต่ำที่สุด”) ซึ่งสัญลักษณ์ดังกล่าวอาจมีลักษณะที่แตกต่างกันออกไปขึ้นกับสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ นอกจากนั้นยังมีการกำหนดเพิ่มเติมอีกว่าตราสารหนี้ของบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับตั้งแต่ระดับ 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 หรืออาจกล่าวได้ว่ามีความสามารถในการชำระหนี้ที่อยู่ในเกณฑ์สูงที่สุด |
| 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

เป็นการประเมินความเป็นไปได้ของทิศทาง การเปลี่ยนแปลงของอันดับ 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 ส่วนใหญ่เน้นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือกับราคาสินทรัพย์ของบริษัท อาทิเช่น Weinstein (1977) และ Cantor และ Packer (1996) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นคู่ต่อมาก็ได้มีงานวิจัยหลายงานที่ทำการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือที่มีผลต่อราคาของสินทรัพย์ทางการเงิน อาทิเช่น Binici, Hutchison และ Miao (2018) ให้ความสนใจในการศึกษาคือผลตอบแทนในอนุพันธ์ป้องกันความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของลูกหนี้ (CDS spread) ผู้วิจัยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event study) โดยรอบเวลาที่ใช้ในการศึกษานั้นครอบคลุมที่ 230 วันก่อนหน้าวันที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือถึง 14 วัน หลังจากวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-230, +14) ซึ่งผลการศึกษาพบว่าทั้งการปรับขึ้นและปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือล้วนมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของ CDS ทั้งสิ้น โดยเฉพาะสำหรับช่วงหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนักลงทุนจะยิ่งให้ความสำคัญกับการประกาศการเปลี่ยนแปลงในอันดับความน่าเชื่อถือมากกว่าปกติ และส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนของ CDS โดยผลการวิจัยนี้ได้สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตหลายฉบับ 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 นอกจากนั้นผลกระทบที่ได้จะรุนแรงเมื่อเป็นการเปลี่ยนแปลงจากกลุ่มนำลงทุน (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 ให้ผลการทดสอบว่าการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือทั้งเหตุการณ์ที่จะปรับขึ้นและปรับลดมีผลต่อการเพิ่มขึ้นและลดลงของราคาหุ้น 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 Zygo (2017) ที่เลือกบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดย Moody's ในช่วงปีพ.ศ. 2533 ถึง พ.ศ. 2543 เป็นกลุ่มตัวอย่าง จากการศึกษาข้างต้นไม่พบว่าการปรับขึ้นของอันดับความน่าเชื่อถือนั้นจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจนทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่ผิดปกติ แต่พบว่าการปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือทำให้อัตรา

ผลตอบแทนที่ผิดปกติปรับตัวไปในทิศทางลบ นอกจากนั้น Ryana, Villupuramb และ Zygo (2017) ยังชี้แจงไว้ว่าผลกระทบดังกล่าวจะชัดเจนมากในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในภาวะถดถอย โดยเฉพาะกับ กลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้ยังมีอีกหลายงานวิจัยที่สนใจศึกษาความสัมพันธ์ในลักษณะที่ คล้ายคลึงกัน 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) ซึ่งให้ผลสรุปไปในทิศทางเดียวกันว่าการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือจะมีอิทธิพล ต่อมูลค่าราคาของสินทรัพย์มากกว่าการปรับขึ้นอันดับความน่าเชื่อถือ และด้วยเหตุผลนี้ทำให้ใน หลายบริษัทจะมีการนำเสนอข่าวในทิศทางลบก่อนการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ และนำเสนอ ข่าวในทิศทางบวกก่อนการปรับขึ้นอันดับความน่าเชื่อถือ

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยบางฉบับที่ศึกษาความสัมพันธ์ในลักษณะที่คล้ายคลึงกัน แต่ ขยายขอบเขตที่สนใจ เพื่อศึกษาเพิ่มเติมถึงเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ อาทิเช่น Chakravaty, Chiyachantana และ Lee (2009) ที่ได้ศึกษาถึงข้อมูลแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือที่ ประเมินโดย Moody's ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2540 ถึง 30 กันยายน พ.ศ. 2547 และพบว่าแนวโน้ม อันดับความน่าเชื่อถือที่ประกาศก่อนจะประกาศอันดับความน่าเชื่อถือจริงมีความสอดคล้องกัน ถึง ร้อยละ 85.3 ในแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือที่จะปรับลด และร้อยละ 91.5 ในแนวโน้มอันดับ ความน่าเชื่อถือที่จะปรับขึ้น จากผลการทดสอบดังกล่าวผู้วิจัยจึงนำข้อมูลแนวโน้มอันดับความ น่าเชื่อถือมาศึกษาเพิ่มเติมว่าแนวโน้มดังกล่าวมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทหรือไม่ โดยใช้วิธีการศึกษาจากเหตุการณ์ (Event study) ผลการทดสอบพบว่าใน เหตุการณ์ที่มีการประกาศว่าอันดับความน่าเชื่อถือมีแนวโน้มจะปรับลดและอันดับความน่าเชื่อถือ ถูกปรับลดจริงในระยะเวลาต่อมา จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเปลี่ยนแปลงไปในทิศทาง ลบร้อยละ 6.31 ในทางตรงข้ามเหตุการณ์ที่มีการประกาศว่าอันดับความน่าเชื่อถือมีแนวโน้มที่จะ ปรับขึ้นและอันดับความน่าเชื่อถือมีการปรับขึ้นจริงในเวลาต่อมา จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ ผิดปกติเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกร้อยละ 1.33 สำหรับเหตุการณ์ที่ไม่ได้มีการประกาศแนวโน้ม อันดับความน่าเชื่อถือก่อนหน้า ให้ผลการทดสอบดังนี้ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเปลี่ยนแปลงไป ในทิศทางลบร้อยละ 7.00 และเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกร้อยละ 0.79 เมื่ออันดับความน่าเชื่อถือ ถูกปรับลด และปรับขึ้นตามลำดับ นอกจากนั้นผู้วิจัยยังศึกษาเพิ่มเติมโดยเปรียบเทียบผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติว่าเหตุการณ์ที่มีการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือก่อนหน้ากับ เหตุการณ์ที่ไม่มีการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือก่อนหน้าจะให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างกัน หรือไม่ ซึ่งจากการทดสอบพบว่าเหตุการณ์ที่มีการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือก่อนหน้า จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมากกว่าอย่างมีสาระสำคัญ นอกจากนั้นเพื่อศึกษา

เพิ่มเติมเกี่ยวกับการประกาศแนวโน้มของอันดับความน่าเชื่อถือและพฤติกรรมของราคาหุ้นที่เกิดขึ้นระหว่างช่วงที่มีการทบทวนอันดับความน่าเชื่อถือ Chiyachantana, Manitkajornkit และ Taechapiroontong ได้ทำการศึกษาโดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดย Moody's ย้อนหลัง 14 ปี 3 เดือน หรือตั้งแต่ 1 ตุลาคม พ.ศ. 2535 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2549 ผู้วิจัยได้ทำการจัดกลุ่มตัวอย่างโดยการจับคู่ระหว่างเหตุการณ์ประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือเข้ากับเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือจริงเป็น 1 เหตุการณ์ เรียกว่า “Linked event” ผลที่ได้จากการวิจัยพบว่าทั้งการปรับขึ้นและการปรับลดของแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือล้วนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในราคาหุ้นอย่างมีสาระสำคัญ นอกจากนี้จากงานวิจัยยังพบอีกว่าเหตุการณ์ที่มีการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือจะช่วยลดปฏิบัติการของนักลงทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือจริงได้ นอกจากนี้ผู้วิจัยยังได้ศึกษาเพิ่มเติมถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ผ่านการทำ Cross-sectional multivariate regression โดยศึกษายาน 5 ปัจจัย ได้แก่ 1) **WATCH** แทนการมีหรือไม่มีแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือ ผู้วิจัยใช้ตัวแปรหุ่นในการแทนค่า โดย 1 แทนเหตุการณ์ที่มีการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือ และ 0 สำหรับเหตุการณ์อื่น 2) **ANALYST** จำนวนสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ทำการประเมินหุ้นของบริษัทนั้น 3) **CROSS** แสดงผ่านตัวแปรหุ่น โดย 1 แทนเหตุการณ์ที่อันดับความน่าเชื่อถือมีการเปลี่ยนแปลงข้ามกลุ่มระหว่างกลุ่มนำลงทุน (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)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นเหตุการณ์การประกาศอันดับความน่าเชื่อถือและเหตุการณ์การคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือจากนักวิเคราะห์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย (Russia) 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 อันดับแรกของประเทศไทย 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 470 รายการประกอบด้วย เหตุการณ์ที่อันดับความน่าเชื่อถือปรับลด (Downgrades) และเหตุการณ์ที่อันดับความน่าเชื่อถือปรับขึ้น (Upgrades) จำนวน 223 เหตุการณ์ และ 247 เหตุการณ์ ตามลำดับ บริษัทในธุรกิจการเงินและการธนาคารและอุตสาหกรรมการผลิตเป็นบริษัทที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือสูงที่สุดอยู่ที่ 106 เหตุการณ์ รองลงมาเป็นธุรกิจพลังงาน ซึ่งมีจำนวน 103 เหตุการณ์

ตาราง 3.1.1 จำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรมของประเทศไทย

| | อันดับความน่าเชื่อถือ ปรับลด (Downgrade) | | | | อันดับความน่าเชื่อถือ ปรับขึ้น (Upgrade) | | | | รวม ทั้งหมด |
|-------------------------------|---|-------|-------|-----|---|-------|-------|-----|----------------|
| | S&P | Fitch | อื่นๆ | รวม | S&P | Fitch | อื่นๆ | รวม | |
| การเงินและการธนาคาร | 36 | 15 | 4 | 55 | 30 | 21 | - | 51 | 106 |
| สินค้าอุปโภคบริโภค | - | - | - | - | - | 2 | - | 2 | 2 |
| พลังงานไฟฟ้า | 22 | 10 | 4 | 36 | 28 | 11 | - | 39 | 75 |
| พลังงาน | 24 | 8 | 17 | 49 | 29 | 22 | 3 | 54 | 103 |
| อุตสาหกรรมการผลิต | 16 | 22 | 2 | 40 | 28 | 37 | 1 | 66 | 106 |
| บริการที่เกี่ยวข้องกับการเงิน | - | 2 | - | 2 | - | 2 | - | 2 | 4 |
| บริการ | 2 | - | - | 2 | 4 | 4 | - | 8 | 10 |
| โทรคมนาคมและการสื่อสาร | 25 | 14 | - | 39 | 21 | 4 | - | 25 | 64 |
| รวมทั้งหมด | 125 | 71 | 27 | 223 | 140 | 103 | 4 | 247 | 470 |

ตาราง 3.1.2 แสดงจำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 โดยจำแนกตามปีที่เกิดเหตุการณ์ และลักษณะของเหตุการณ์ ระหว่างการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือและการประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือ จากข้อมูลพบว่าในปี พ.ศ. 2558 มีบริษัทที่ถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือสูงถึง 87 เหตุการณ์ ซึ่งเป็นผลมาจากในช่วงปี พ.ศ. 2557 ถึง พ.ศ. 2560 ประเทศไทยเผชิญหน้ากับวิกฤตเศรษฐกิจที่รุนแรง เนื่องจากหลายเหตุการณ์ อาทิเช่น วิกฤตรูเบิล (Ruble crisis) ที่เกิดจากค่าเงินรูเบิลของรัสเซียปรับตัวอ่อนค่าลง ซึ่งการที่ค่าเงินอ่อนค่าลงทำให้เศรษฐกิจของประเทศโตเพียงประมาณปีละร้อยละ 1 เท่านั้น นอกจากนี้ในช่วงปีเดียวกันรัสเซียยังถูกลงโทษจากประเทศฝั่งตะวันตกเนื่องจากการเข้าไปล่าเส้นในประเทศยูเครน ทำให้การส่งออกสินค้าเป็นไปได้ยาก ประกอบกับเงินทุนที่เคยไหล

เข้าประเทศ กลับไหลออกเพราะการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐส่งผลให้ความต้องการของเงินรูเบิลลดลง และเงินรูเบิลอ่อนค่าลงตามลำดับ

ตาราง 3.1.2 จำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) จำแนกตามปีที่เกิดเหตุการณ์ของประเทศไทย

| | อันดับความน่าเชื่อถือ ปรับลด (Downgrades) | | | | อันดับความน่าเชื่อถือ ปรับขึ้น (Upgrades) | | | | รวม ทั้งหมด |
|------|--|-------|-------|-----|--|-------|-------|-----|----------------|
| | S&P | Fitch | อื่นๆ | รวม | S&P | Fitch | อื่นๆ | รวม | |
| 2551 | 12 | 6 | 2 | 20 | 22 | 10 | - | 32 | 52 |
| 2552 | 14 | 12 | 2 | 28 | 2 | - | - | 2 | 30 |
| 2553 | - | - | 2 | 2 | 6 | 8 | - | 14 | 16 |
| 2554 | 2 | 6 | - | 8 | 16 | 11 | 1 | 28 | 36 |
| 2555 | - | 2 | 1 | 3 | 4 | 8 | 1 | 13 | 16 |
| 2556 | 6 | 5 | - | 11 | 17 | 11 | 1 | 29 | 40 |
| 2557 | 18 | 9 | 8 | 35 | 4 | 8 | - | 12 | 47 |
| 2558 | 55 | 20 | 12 | 87 | 8 | 9 | - | 17 | 104 |
| 2559 | 4 | 9 | - | 13 | 12 | 8 | - | 20 | 33 |
| 2560 | 12 | 2 | - | 14 | 11 | 15 | - | 26 | 40 |
| 2561 | 2 | - | - | 2 | 38 | 15 | 1 | 54 | 56 |
| รวม | 125 | 71 | 27 | 223 | 140 | 103 | 4 | 247 | 470 |

ตาราง 3.1.3 แสดงจำนวนเหตุการณ์ที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยตั้งแต่ปีพ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 ว่าหลังจากที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทถูกจัดให้อยู่ในระดับใดทั้งระยะสั้นและระยะยาว โดยจำแนกตามทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ และสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ จากข้อมูลพบว่ามี 37 เหตุการณ์ที่บริษัทถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือในระยะยาวลงมาอยู่ที่ระดับ BBB- และมี 12 เหตุการณ์ที่บริษัทถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือในระยะสั้นลงมาอยู่ที่ระดับ B ในด้านของอันดับความน่าเชื่อถือที่ถูกปรับขึ้นมี 56 เหตุการณ์ที่อันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทในระยะยาวถูกปรับขึ้นมาที่ระดับ BBB- และอีก 23 เหตุการณ์ที่อันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทในระยะสั้นถูกปรับขึ้นมาที่ระดับ A-3

นอกจากนั้นยังมี 285 เหตุการณ์ที่การประกาศอันดับความน่าเชื่อถือมีการประกาศ
แนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือก่อนล่วงหน้าการประกาศจริง โดยที่แบบระยะยาวนั้นมีถึง
65 เหตุการณ์ที่มีแนวโน้มว่าอันดับความน่าเชื่อถือจะปรับลดซึ่งสอดคล้องกับผลการประกาศ
อันดับจริง ส่วนแบบระยะสั้นก็มีลักษณะที่คล้ายคลึงกับแบบระยะยาว โดยที่มีเหตุการณ์จำนวน
39 เหตุการณ์ที่อันดับความน่าเชื่อถือมีแนวโน้มว่าจะปรับลด แล้วผลการประกาศอันดับความ
น่าเชื่อถือจริงเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับเหตุการณ์ประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือ

ตาราง 3.1.3 จำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) ของประเทศ
รัสเซีย

| | อันดับความน่าเชื่อถือปรับลด (Downgrades) | | | | อันดับความน่าเชื่อถือปรับขึ้น (Upgrades) | | | | รวม ทั้งหมด |
|------------|---|-------|-------|-----|---|-------|-------|-----|----------------|
| | S&P | Fitch | อื่นๆ | รวม | S&P | Fitch | อื่นๆ | รวม | |
| | เหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ | | | | | | | | |
| แบบระยะยาว | | | | | | | | | |
| A- | - | - | 2 | 2 | - | 2 | - | 2 | 4 |
| B | 10 | 6 | - | 16 | 2 | 4 | - | 6 | 22 |
| B- | 6 | 8 | - | 14 | 4 | 1 | - | 5 | 19 |
| B+ | 12 | 4 | - | 16 | 4 | 11 | - | 15 | 31 |
| BB | 10 | 2 | - | 12 | 28 | 13 | - | 41 | 53 |
| BB- | 16 | 9 | - | 25 | 10 | 14 | - | 24 | 49 |
| BB+ | 25 | 2 | 3 | 30 | 18 | 10 | - | 28 | 58 |
| BBB | 5 | 2 | 5 | 12 | 12 | 8 | 2 | 22 | 34 |
| BBB- | 12 | 16 | 9 | 37 | 37 | 19 | - | 56 | 93 |
| BBB+ | - | - | 2 | 2 | 1 | 2 | 1 | 4 | 6 |
| C | - | 3 | - | 3 | - | - | - | - | 3 |
| CC | 4 | 5 | - | 9 | - | 1 | - | 1 | 10 |
| CCC | - | 5 | - | 5 | - | 1 | - | 1 | 6 |
| CCC+ | - | - | - | - | 2 | - | - | 2 | 2 |
| R | - | 3 | - | 3 | - | - | - | - | 3 |
| SD | 6 | - | - | 6 | - | - | - | - | 6 |
| รวม | 106 | 65 | 21 | 192 | 118 | 86 | 3 | 207 | 399 |

ตาราง 3.1.3 จำนวนเหตุการณ์ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Actual rating change) ของประเทศ
รัสเซีย (ต่อ)

| | อันดับความน่าเชื่อถือปรับลด (Downgrades) | | | | อันดับความน่าเชื่อถือปรับขึ้น (Upgrades) | | | | รวม ทั้งหมด |
|--|---|-------|-------|-----|---|-------|-------|-----|----------------|
| | S&P | Fitch | อื่นๆ | รวม | S&P | Fitch | อื่นๆ | รวม | |
| แบบระยะสั้น | | | | | | | | | |
| A-2 | - | - | - | - | 5 | 2 | - | 7 | 7 |
| A-3 | 6 | 1 | 2 | 9 | 9 | 13 | 1 | 23 | 32 |
| B | 7 | 1 | 4 | 12 | 6 | 1 | - | 7 | 19 |
| C | 4 | 3 | - | 7 | 2 | 1 | - | 3 | 10 |
| D | - | 1 | - | 1 | - | - | - | - | 1 |
| SD | 2 | - | - | 2 | - | - | - | - | 2 |
| รวม | 19 | 6 | 6 | 31 | 22 | 17 | 1 | 40 | 71 |
| รวมทั้งหมด | 125 | 71 | 27 | 223 | 140 | 103 | 4 | 247 | 470 |
| เหตุการณ์ประกาศแนวโน้มของอันดับความน่าเชื่อถือ | | | | | | | | | |
| แบบระยะยาว | | | | | | | | | |
| Positive | - | - | - | - | 49 | 20 | - | 69 | 69 |
| Stable | 6 | 9 | - | 15 | 31 | 42 | 1 | 74 | 89 |
| Negative | 35 | 26 | 4 | 65 | 2 | - | - | 2 | 67 |
| รวม | 41 | 35 | 4 | 80 | 82 | 62 | 1 | 145 | 225 |
| แบบระยะสั้น | | | | | | | | | |
| Positive | - | - | - | - | 8 | 6 | - | 14 | 14 |
| Negative | 12 | 14 | 13 | 39 | - | 1 | - | 1 | 40 |
| Developing | - | 1 | - | 1 | 2 | 3 | - | 5 | 6 |
| รวม | 12 | 15 | 13 | 40 | 10 | 10 | - | 20 | 60 |
| รวมทั้งหมด | 53 | 50 | 17 | 120 | 92 | 72 | 1 | 165 | 285 |

จากข้อมูลการจัดกลุ่มของเหตุการณ์พบว่าบริษัทในกลุ่มการเงินและการธนาคารและอุตสาหกรรมการผลิตเป็นองค์กรที่ได้รับจากประเมินอันดับความน่าเชื่อถือมากที่สุด และการประเมินพบว่าความน่าเชื่อถือของบริษัทส่วนใหญ่ถูกปรับขึ้นมาอยู่ที่ระดับ BBB- มากกว่าถูกปรับลด นอกจากนี้สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือสากลอย่าง สแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) และ

ฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Rating”) เป็น 2 สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับความนิยมสูงสุดในประเทศไทย

นอกจากนั้นในงานวิจัยฉบับนี้ยังได้ทำการศึกษาบริษัทที่ถูกประเมินจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ 2 แห่ง เพื่อดูทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือในประเทศไทยเดียวกัน โดยเลือกศึกษากลุ่มตามสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ 2 อันดับแรกของประเทศนั้นๆ เพื่อใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ของการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือในตลาดเดียวกันอีกด้วย

3.2 ตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษาวิจัย

ตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษาวิจัย สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 ส่วน ดังนี้

3.2.1 ตัวแปรอิสระ (Independent variable)

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

3.2.2 ตัวแปรตาม (Dependent variable)

อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return) คำนวณโดยใช้สมการดังนี้จะกล่าวในบทที่ 4 ต่อไป ซึ่งองค์ประกอบที่ใช้คำนวณมี ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk free rate) ใช้อัตราผลตอบแทนรายวันของพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลา 10 ปี ของประเทศไทย
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 หากราคาของหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวทิศทางเดียวกับตลาดจะมีค่าเบต้าเท่ากับ 1 แต่หากราคาของหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวน้อยกว่าตลาดจะมีค่าเบต่าน้อยกว่า 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) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศรัสเซีย เป็นระยะเวลา 11 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึง

พ.ศ. 2561 ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของประเทศสเปนที่ถูกประเมินโดยสถาบันการจัดอันดับที่น่าเชื่อถือ โดยทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือโดยเปรียบเทียบระหว่างก่อนและหลังที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่ามีผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติในราคาหุ้น ดังนี้

สมมติฐานที่ 1

การปรับขึ้นของอันดับความน่าเชื่อถือโดยเปรียบเทียบระหว่างก่อนและหลังที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่ามีผลกระทบต่อผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยในราคาหุ้นทำให้มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวก

สมมติฐานที่ 2

การปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือโดยเปรียบเทียบระหว่างก่อนและหลังที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือว่ามีผลกระทบต่อผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยในราคาหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบ

สถาบันการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency หรือ “CRA”) จะมีหน้าที่ในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทเพื่อบอกถึงศักยภาพทางการเงินโดยรวมของบริษัทและยังสะท้อนความสามารถในการชำระภาระผูกพันในอนาคต ซึ่งข้อมูลบางอย่างจะเป็นข้อมูลที่บุคคลโดยทั่วไปหรือนักลงทุนในตลาดไม่สามารถเข้าถึงได้ เช่น กลยุทธ์การลงทุน งบประมาณการรายไตรมาส 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 ซึ่งจะทำได้สามารถอธิบายสมมติฐาน (Hypothesis) ตามข้างต้นได้ถ้าหากตลาดมีประสิทธิภาพของข้อมูล (Efficient Market)

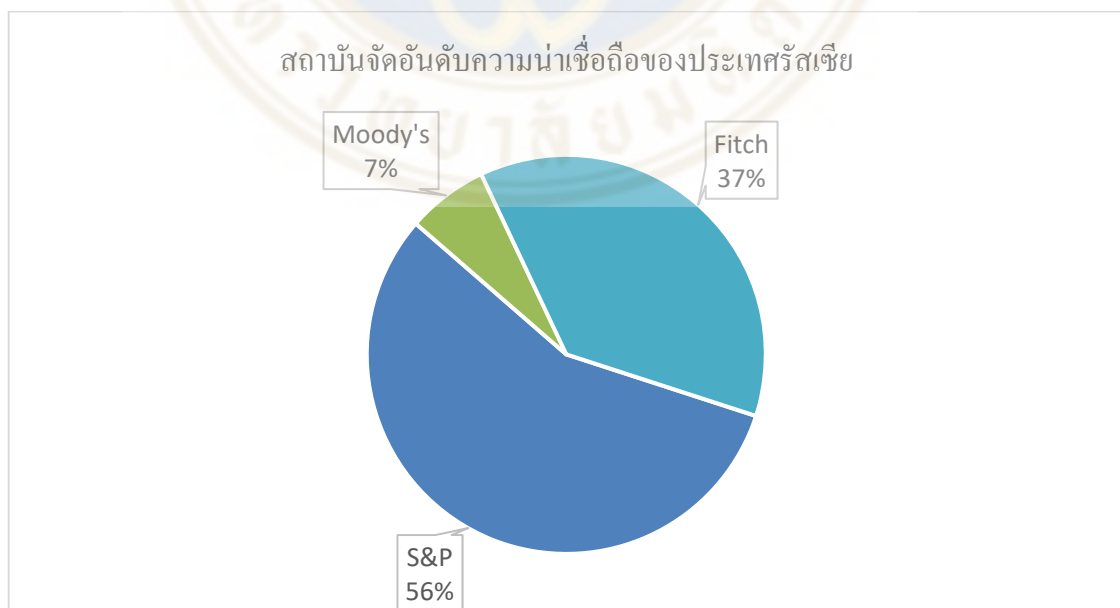
3.3.2 ความสอดคล้องของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือในตลาดเดียวกันมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return)

จากการศึกษาวิจัยก่อนหน้านี้จะเห็นได้ว่าสถาบันการจัดอันดับความน่าเชื่อถือแต่ละแห่งมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ทำให้ได้ทำการศึกษาเพื่อหาความสัมพันธ์ของสถาบันการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสองอันดับแรกของประเทศไทยศรีเซียนามาเปรียบเทียบเพื่อดูความสัมพันธ์และทิศทางการประเมินผลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในประเทศไทย

สมมติฐานที่ 3

ผลจากการประเมินของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ 2 อันดับแรกนั้นเป็นไปในทิศทางเดียวกันทั้งการปรับขึ้น (ปรับลด) ของอันดับความน่าเชื่อถือต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยทำให้เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวก (ทิศทางลบ)

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



รูปภาพ 3.1 สัดส่วนสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ประกาศแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยศรีเซียนช่วงปี 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

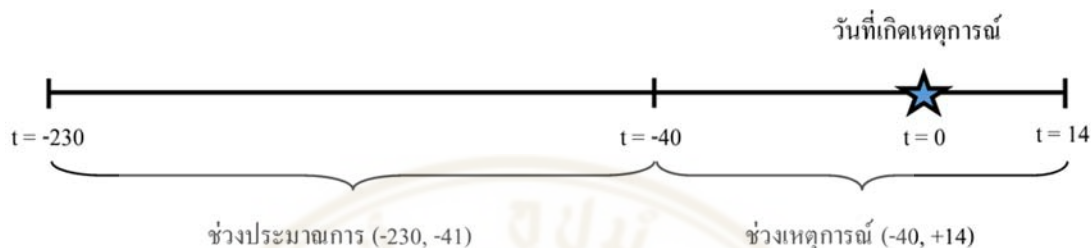
ข้อมูลอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ได้ถูกจำแนกตามบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศรัสเซีย ซึ่งถือเป็นหนึ่งในประเทศสมาชิกของกลุ่ม BRICS โดย BRICS เป็นอักษรย่อที่ใช้เรียกกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา ที่มีการพัฒนาและการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว (Emerging Market) ประกอบด้วยประเทศบราซิล (Brazil) รัสเซีย (Russia) อินเดีย (India) จีน (China) และแอฟริกาใต้ (South Africa) โดยในงานวิจัยฉบับนี้ทำการศึกษาไปที่ประเทศรัสเซีย (Russia) ซึ่งการศึกษาข้อมูลจากเหตุการณ์ (Event Study)⁴ ได้ถูกนำมาใช้ในงานวิจัยฉบับนี้เพื่อทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติของมูลค่าหลักทรัพย์ระหว่างช่วงระยะเวลาการซื้อขาย (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



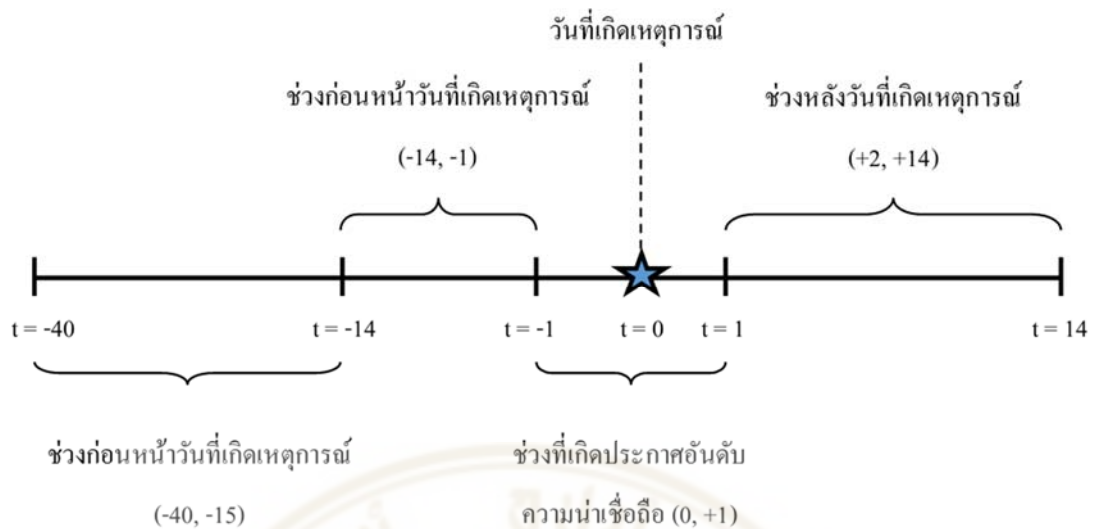
รูปภาพ 4.1 ช่วงเวลาที่ใช้ในการวิจัย

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

ข้อมูลเหตุการณ์ดังกล่าวของประเทศรัสเซียจะถูกนำมาจัดเรียงโดยคัดเลือกเฉพาะข้อมูลที่มีการเปลี่ยนแปลงเหตุการณ์การประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ 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 กลุ่มที่ไม่มีมีการประกาศการคาดการณ์แนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือมาก่อน (Surprise event) “ผลกระทบของกลุ่มที่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ (Linked event) กับ กลุ่มที่ไม่มีมีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ (Surprise event) ต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return)”

เนื่องจากผู้วิจัยต้องการศึกษาข้อมูลโดยปราศจากปัจจัยต่าง ๆ ที่จะเข้ามาทำให้เกิดการผิดพลาดในการประมวลผลเกิดขึ้นได้ ทำให้มีการคัดกรองข้อมูลของเหตุการณ์ที่มีตัวแปรอิสระและตัวแปรตามไม่สอดคล้องกัน รวมถึงตัวแปรทั้งสองที่ไม่ครบถ้วนออก เพื่อให้ผลลัพธ์ใกล้เคียงความเป็นจริงและเพื่อลดปัญหาความคลาดเคลื่อนในการแปลผลในภายหลัง ดังนั้นผู้วิจัยจึงนำข้อมูลที่มีลักษณะดังต่อไปนี้ออกจากกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา ซึ่งได้ทำการแสดงให้เห็นกลุ่มตัวอย่างทั้งก่อนและหลัง ดังนี้

ตาราง 4.1.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างของประเทศรัสเซียก่อน-หลังที่ไม่สามารถนำมาใช้ในการศึกษาได้

| | | S&P | Fitch Rating | รวมจำนวนตัวอย่างที่เหลือ |
|--|---|-----|--------------|--------------------------|
| อันดับความน่าเชื่อถือปรับลด (Downgrades) | ข้อมูลทั้งหมด | 125 | 71 | 196 |
| | ข้อมูลช่วงประมาณการไม่เพียงพอ | 22 | 4 | 26 |
| | ข้อมูลช่วงเหตุการณ์ไม่เพียงพอ | - | 2 | 2 |
| | ทั้งข้อมูลช่วงประมาณการและข้อมูลเหตุการณ์ไม่เพียงพอ | 30 | 28 | 58 |
| | รวมตัวอย่างที่ตัดออก | 52 | 34 | 86 |
| | จำนวนตัวอย่างที่เหลือ | 73 | 37 | 110 |
| อันดับความน่าเชื่อถือปรับขึ้น (Upgrades) | ข้อมูลทั้งหมด | 140 | 103 | 243 |
| | ข้อมูลช่วงประมาณการไม่เพียงพอ | 22 | 17 | 39 |
| | ข้อมูลช่วงเหตุการณ์ไม่เพียงพอ | 8 | 2 | 10 |
| | ทั้งข้อมูลช่วงประมาณการและข้อมูลเหตุการณ์ไม่เพียงพอ | 26 | 32 | 58 |
| | รวมตัวอย่างที่ตัดออก | 56 | 51 | 107 |
| | จำนวนตัวอย่างที่เหลือ | 84 | 52 | 136 |
| รวมจำนวนตัวอย่างที่เหลือทั้งหมด | | 157 | 89 | 246 |

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 ซึ่งในที่นี้คืออัตราผลตอบแทนรายวันของพันธบัตรรัฐบาลประเทศศรีสเชียที่มีอายุ 10 ปี

β คือ ค่าความชันของหลักทรัพย์ j

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนรายวันของดัชนีหลักทรัพย์ของประเทศศรีสเชีย ณ วันที่ t

ค่าความชันของหลักทรัพย์คำนวณ โดยการวิเคราะห์เชิงถดถอย (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 ช่วงเวลาตั้งแต่ t ถึง T

$CAAR_T$ คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์ i ณ ช่วงเวลาตั้งแต่ 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 การคำนวณหาค่าความมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย
 สมการ t-test ได้นำมาใช้ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของ
 หุ้นเพื่อพิจารณาว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยนั้นให้ผลที่มีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่

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

โดยที่

s(CAR) คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของแต่ละ
 ช่วงเหตุการณ์

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 ช่วงเวลาทั้งช่วงก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือและช่วงการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือโดยตารางจะแสดงเฉพาะจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่สอดคล้องกันของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามอย่างสมบูรณ์ ซึ่งจำนวนของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่สมบูรณ์และไม่สอดคล้องกันนั้นจะไม่ถูกนำมารวมในการประมวลผลในครั้งนี้ตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น โดยจำนวนของกลุ่มตัวอย่างของกลุ่มประเทศรัสเซีย (Russia) คือ 136 รายการสำหรับการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) และ 110 รายการสำหรับการเปลี่ยนแปลงแบบปรับลด (Downgrades)

จากการประมวลผลการศึกษาพบว่ากลุ่มของอันดับความน่าเชื่อถือที่ปรับขึ้น (Upgrades) ทั้ง 2 ช่วงไม่ว่าจะเป็นช่วง 40 ถึง 15 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-40, -15) หรือ 14 ถึง 1 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-14, -1) นั้นล้วนมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) โดยค่า P-Value มีค่า 0.10 และ 0.07 ตามลำดับซึ่งแสดงถึงการมีนัยสำคัญทางสถิติระดับที่ระดับร้อยละ 0.10 และร้อยละ 0.07 อันเนื่องมาจากหุ่นเหล่านี้อาจมีข้อมูลในอดีตที่สะท้อนถึงศักยภาพในการสร้างรายได้โดยรวมของบริษัทและความสามารถในการชำระภาระผูกพันในอดีตที่ผ่านมา ทำให้นักลงทุนในตลาดมีความเชื่อมั่นในการลงทุนกับหุ้นกลุ่มนี้มากเป็นพิเศษ โดยจะเห็นได้จากค่าเฉลี่ย (Mean) มีค่าร้อยละ 1

รวมถึงค่า T-Test ที่มีค่าสูงถึง 1.66 และ 1.84 ตามลำดับซึ่งสอดคล้องตามทฤษฎี Investor regret theory ที่กล่าวไว้ว่าถึงแม้จะไม่มีการประกาศหรือการคาดการณ์ล่วงหน้า แต่นักลงทุนเลือกใช้การตัดสินใจจากเหตุการณ์ในอดีตหรือข้อมูลในอดีต เช่น ราคาหุ้นที่เคยเพิ่ม หรือผลการดำเนินงานในอดีตทำให้เกิดการส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งว่าด้วยเรื่องพฤติกรรมของนักลงทุน (Investor's behavior) นั่นเอง

ส่วนช่วง 2 ถึง 14 วันหลังจากวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (+2, +14) และช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (0,+1) สำหรับการปรับขึ้น (Upgrades) นั้นจะเห็นได้ว่า P-Value มีค่า <math><0.01</math> คือ การมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสูงที่น้อยกว่าระดับร้อยละ 0.01 แสดงถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ คือ การปรับเพิ่มของอันดับความน่าเชื่อถือและตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นในตลาดรัสเซีย โดยเป็นความสัมพันธ์ที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงในทิศทางบวกของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย อันเนื่องมาจากภายหลังการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือทำให้นักลงทุนเกิดการตอบสนองอย่างรวดเร็วจนอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยในราคาหุ้นปรับตัวในทิศทางบวกตามไปด้วย ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีที่เรียกว่า News announcement โดยในที่นี้ถือว่าการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทเปรียบเสมือนตัวสะท้อนถึงศักยภาพทางการเงินและความสามารถในการชำระภาระผูกพันที่ลดลงสำหรับผู้ที่ไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลภายในได้จึงใช้ข้อมูลนี้เป็นตัวชี้วัดการลงทุนในบริษัท โดยจะเห็นได้จากค่าเฉลี่ย (Mean) ของกลุ่มตัวอย่างอยู่ที่ร้อยละ -1.57 และร้อยละ 0.61 ตามลำดับ สอดคล้องกับค่า T-Test ที่มีค่าอยู่ที่ -3.89 สำหรับช่วง 2 ถึง 14 วันหลังจากวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (+2, +14) และ 2.63 สำหรับช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (0,+1) ซึ่งจะเห็นได้ว่าในช่วง 2 ถึง 14 วันหลังจากวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (+2, +14) ค่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงในทิศทางลบซึ่งตรงกันข้ามกับการปรับขึ้น (Upgrades) โดยทำการอธิบายเหตุผลของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในทิศทางตรงกันข้ามในตาราง 5.2.5

เช่นเดียวกันกับการปรับลด (Downgrades) ของทั้ง 14 ถึง 1 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-14, -1) และช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (0,+1) ล้วนมีค่า P-Value ที่สะท้อนให้เห็นถึงความมีนัยสำคัญทั้งสิ้นซึ่งสอดคล้องตามทฤษฎี Investor regret theory ที่กล่าวไว้ว่าถึงแม้จะไม่มีการประกาศหรือการคาดการณ์ล่วงหน้า แต่นักลงทุนเลือกใช้การตัดสินใจจากเหตุการณ์หรือข้อมูลในอดีต เช่น ราคาหุ้นที่เคยเพิ่ม หรือผลการดำเนินงานในอดีตทำให้เกิดการส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งว่าด้วยเรื่องพฤติกรรมของนักลงทุน (Investor's behavior) นั่นเอง

ส่วนในช่วง 2 ถึง 14 วันหลังจากวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (+2, +14) มีค่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นในทิศทางตรงกันข้ามกับการปรับลด (Downgrades) เช่นเดียวกันกับการปรับขึ้น โดยทำการอธิบายเหตุผลของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในทิศทางตรงกันข้ามในตาราง 5.1.5

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

| ช่วงเกิดเหตุการณ์ | อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) | | | | | | | |
|-------------------|--|---------|---------|----------------|---------------------------|---------|---------|----------------|
| | ปรับขึ้น Upgrades (n=136) | | | | ปรับลด Downgrades (n=110) | | | |
| | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard Error | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard Error |
| (-40, -15) | 1.0606* | 1.6647 | 0.0983 | 7.4302 | -1.7071 | -1.2012 | 0.2323 | 14.9051 |
| (-14, -1) | 0.9146* | 1.8441 | 0.0674 | 5.7838 | -2.7411*** | -3.2821 | 0.0014 | 8.7592 |
| (0, 1) | 0.6098*** | 2.6274 | 0.0096 | 2.7065 | -0.8190** | -2.4161 | 0.0173 | 3.5552 |
| (2, 14) | -1.5706*** | -3.8894 | 0.0002 | 4.7091 | 2.0586** | 1.9951 | 0.0485 | 10.8218 |

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

นอกจากทำการศึกษาวิจัยผลโดยรวมทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) หรือปรับลด (Downgrades) แล้ว ยังได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมว่าอันดับคุณภาพการลงทุนของหุ้นมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (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) | | | | | | H | มีคุณภาพระดับสูงสุด |
| F1+ | P-1 | A-1 | AAA | Aaa | AAA | | |
| F1 | | | AA+ | Aa1 | AA+ | | |

ตาราง 5.1.2 การจัดกลุ่มอันดับการลงทุนแบ่งตามอันดับความน่าเชื่อถือ (ต่อ)

| 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 แสดงถึงสถานะของอันดับคุณภาพการลงทุนของหุ้นก่อนหน้าและอันดับความน่าเชื่อถือที่การเปลี่ยนแปลงไปทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades) โดยจากตาราง 5.1.3 เป็นช่วงของการศึกษา ณ วันที่ประกาศและ 1 วันหลังประกาศ รวมเป็น 2 วันที่ทำการซื้อขายในตลาดหุ้น พบว่า สำหรับการปรับขึ้น (Upgrades) ของหุ้นที่เหมาะสมกับการเก็งกำไร (Speculative Grades) นั้นมีค่า P-Value เท่ากับ <0.01 ซึ่งแสดงถึงการปรับเพิ่มของอันดับความน่าเชื่อถือมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉพาะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับน้อยกว่าร้อยละ 0.01 โดยจะเห็นค่า T-Test มีค่าอยู่ที่ 2.84 เนื่องจากนักลงทุนต้องการเก็งกำไรในผลตอบแทนของหุ้นที่ได้ผลตอบแทนสูงและเป็นความเสี่ยงที่ยอมรับได้ ทำให้การลงทุนในหุ้นกลุ่มเก็งกำไร (Speculative Grades) จึงเป็นกลุ่มที่เหมาะสมกับการลงทุน เนื่องจากมีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือที่เพิ่มขึ้นเป็นที่แน่นอนแล้วซึ่งสามารถขจัดความเสี่ยงในส่วน of หุ้นกลุ่มนี้ได้บางส่วนแล้ว โดยพฤติกรรมของนักลงทุนเช่นนี้เรียกว่า Over and under reacting คือพฤติกรรมของนักลงทุน (Investor's behavior) ที่มีความหวังว่าราคาหุ้นจะ

ปรับตัวสูงขึ้นไปอีกเมื่อมีข่าวดีแต่การตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อข่าวร้ายรุนแรงมากกว่าข่าวดีเช่นกัน

เช่นเดียวกันกับการปรับลด (Downgrades) ของหุ้นกลุ่มเก็งกำไร (Speculative Grades) ที่มีผลให้ค่า P-Value เท่ากับ <0.01 คือ การปรับลดความน่าเชื่อถือมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยทำให้เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับน้อยกว่าร้อยละ 0.01 โดยค่า T-Test มีค่าอยู่ที่ -4.16 และค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ -2.33 ส่วนสาเหตุที่นั้นเกิดจากนักลงทุนเกิดความเสถียรที่เพิ่มขึ้นจากการที่ปรับลดความน่าเชื่อถือลง เพราะหุ้นกลุ่มนี้เดิมถือเป็นหุ้นที่มีความเสี่ยงสูงและกำไรของหุ้นประเภทนี้จะมีความไม่แน่นอนสูง โดยปกติก็จะเกิดการผันผวนอย่างมากอยู่แล้ว สำหรับหุ้นเก็งกำไร (Speculative Grades) กลุ่มนี้แต่ถ้าหากยังมีการปรับอันดับลดลงอีกก็จะยิ่งทำให้หุ้นกลุ่มนี้มีเสถียรมากกว่าเดิม ดังนั้นนักลงทุนเลยมีปฏิริยาการตอบสนองอย่างเห็นได้ชัดกับการปรับลดในทันทีที่ทำการประกาศ โดยทั้งนี้จะเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยในการปรับลดจะมากกว่าการปรับขึ้นทั้งนี้ก็เป็นไปตามทฤษฎี Over and under reacting ที่กล่าวว่าการลงทุนจะตอบสนองต่อข่าวร้ายรุนแรงมากกว่าข่าวดีนั่นเอง

ส่วนหุ้นที่มีคุณภาพสูง (Good Credit Quality) นั้นไม่สามารถแปลผลได้เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างในการทดสอบนั้นมีจำนวนไม่ถึง 30 เหตุการณ์ นอกนั้นหุ้นกลุ่มอื่น ๆ ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในทิศทางบวกหรือทิศทางลบของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นแต่อย่างใด

ตารางที่ 5.1.3 อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ต่อช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (Announcement period) ทั้งการเปลี่ยนแปลงแบบปรับขึ้น (Upgrades) หรือปรับลด (Downgrades) นับตั้งแต่วันที่ 0 หรือวันที่นับตั้งแต่เกิดการประกาศและหลังวันที่เกิดเหตุการณ์ถึง 1 วัน (0,+1) ของประเทศรัสเซีย

| ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ | กลุ่มอันดับการลงทุนก่อนหน้า | จำนวนเหตุการณ์ | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard error |
|--|-----------------------------|----------------|------------|---------|---------|----------------|
| ปรับขึ้น | มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ | 19 | -0.2437 | -0.8054 | 0.4311 | 1.3190 |
| ปรับขึ้น | กลุ่มเก็งกำไร | 117 | 0.7484*** | 2.8413 | 0.0053 | 2.8489 |
| ปรับลด | มีคุณภาพระดับสูง | 4 | 1.5220 | 2.5838 | 0.0815 | 1.1781 |
| ปรับลด | มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ | 55 | 0.4085 | 1.1777 | 0.2441 | 2.5722 |
| ปรับลด | กลุ่มเก็งกำไร | 51 | -2.3264*** | -4.1649 | 0.0001 | 3.9889 |

* 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 ทั้งการปรับขึ้น (Upgrades) และปรับลด (Downgrades) ของหุ้นที่เหมาะสมกับการเก็งกำไร (Speculative Grades) ล้วนมีค่า P-Value อยู่ในระดับมีนัยสำคัญทั้งสิ้นเท่ากับ 0.08 และ 0.03 ตามลำดับ ซึ่งแสดงถึงการปรับเพิ่มหรือการปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือนั้นมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยทำให้เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกและลบอย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงจะเห็นได้จากค่า T-Test มีค่าอยู่ที่ 1.77 และ -2.17 เนื่องจากนักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้สูงและต้องการเก็งกำไรนั้นจะเลือกลงทุนในหุ้นกลุ่มเก็งกำไร (Speculative Grades) เพราะราคาหุ้นจะต่ำกว่าหุ้นในระดับอื่น ๆ ถึงแม้ว่าจะไม่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือก็ตาม โดยปกติแล้วนักลงทุนกลุ่มนี้จะตั้งสมมุติฐานบนความเชื่อหรือความคาดหวังว่าราคาหุ้นจะพุ่งสูงขึ้น โดยไม่มีบทวิเคราะห์ใด ๆ มารองรับก็ตาม โดยจะเห็นจากค่าเฉลี่ย (Mean) ที่เปลี่ยนแปลงไปเท่ากับร้อยละ 1.27 และร้อยละ -5.23 ตามลำดับ

นอกจากนี้หุ้นกลุ่มอื่น ๆ ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในทิศทางบวกหรือทิศทางลบของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นแต่อย่างใด

ตารางที่ 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) ของประเทศไทย

| ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ | กลุ่มอันดับการลงทุนก่อนหน้า | จำนวนเหตุการณ์ | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard error |
|--|-----------------------------|----------------|-----------|---------|---------|----------------|
| ปรับขึ้น | มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ | 19 | -0.2641 | -0.2469 | 0.8078 | 4.6628 |
| ปรับขึ้น | กลุ่มเก็งกำไร | 117 | 1.2758* | 1.7735 | 0.0788 | 7.7809 |
| ปรับลด | มีคุณภาพระดับสูง | 4 | 0.3274 | 0.1465 | 0.8928 | 4.4686 |
| ปรับลด | มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ | 55 | 1.4129 | 0.8536 | 0.3971 | 12.2749 |
| ปรับลด | กลุ่มเก็งกำไร | 51 | -5.2314** | -2.1690 | 0.0349 | 17.2244 |

* 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 สำหรับการปรับลด (Downgrades) ของหุ้นที่เหมาะสมกับการเก็งกำไร (Speculative Grades) มีค่า P-Value <0.01 แสดงถึงการมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสูงที่ระดับน้อยกว่าร้อยละ 0.01 ซึ่งแสดงถึงการปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยทำให้เปลี่ยนแปลงในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับน้อยกว่าร้อยละ 0.01 โดยจะเห็นค่า T-Test มีค่าอยู่ที่ -3.75 และมีค่าเฉลี่ย (Mean) ลดลงถึงร้อยละ -4.15 สำหรับการปรับลด เนื่องมาจากการลงทุนของกลุ่มที่ชอบเก็งกำไรซึ่งสามารถรับความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นในอนาคตถึงแม้ไม่มีรายงานใด ๆ รับรองก็ตาม

ส่วนหุ้นที่มีคุณภาพระดับเพียงพอ (Adequate Credit Quality) นั้น ไม่สามารถแปลผลได้ เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างในการทดสอบนั้นมีจำนวนไม่ถึง 30 เหตุการณ์ นอกจากนั้นหุ้นกลุ่มอื่น ๆ ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในทิศทางบวกหรือทิศทางลบของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นแต่อย่างใด

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

| ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ | กลุ่มอันดับการลงทุนก่อนหน้า | จำนวนเหตุการณ์ | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard error |
|--|-----------------------------|----------------|------------|---------|---------|----------------|
| ปรับขึ้น | มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ | 19 | 1.3586 | 1.7550 | 0.0963 | 3.3744 |
| ปรับขึ้น | กลุ่มเก็งกำไร | 117 | 0.8425 | 1.4956 | 0.1375 | 6.0932 |
| ปรับลด | มีคุณภาพระดับสูง | 4 | -0.9339 | -0.2950 | 0.7872 | 6.3323 |
| ปรับลด | มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ | 55 | -1.5618 | -1.2545 | 0.2151 | 9.2331 |
| ปรับลด | กลุ่มเก็งกำไร | 51 | -4.1545*** | -3.5730 | 0.0008 | 8.3037 |

* 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 วันจากวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือ (+2, +14) รวมเป็น 13 วันที่ทำการซื้อขายในตลาดหุ้น

พบว่าสำหรับการปรับขึ้น (Upgrades) ของหุ้นที่เหมาะสมกับการเก็งกำไร (Speculative Grades) มีความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ คือ การปรับเพิ่มของอันดับความน่าเชื่อถือและตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นในตลาดรัสเซีย โดยจะเห็นจากค่า P-Value มีค่าเท่ากับ <0.01 แสดงถึงการมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสูงที่ระดับน้อยกว่าร้อยละ 0.01 แต่จะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นในรัสเซียสวนทางกันกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เพราะทำให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบ โดยจะเห็นได้จากค่าเฉลี่ย (Mean) ที่ปรับลดลงร้อยละ -1.69 และค่า T-Test เท่ากับ -3.73

อันเนื่องมาจากในช่วงปี พ.ศ. 2557 ถึง พ.ศ. 2560 ประเทศรัสเซียเผชิญหน้ากับวิกฤตเศรษฐกิจที่รุนแรงหลายเหตุการณ์ อาทิเช่น วิกฤตรูเบิล (Ruble crisis) ที่เกิดจากค่าเงินรูเบิลของรัสเซียปรับตัวอ่อนค่าลง ซึ่งการที่ค่าเงินอ่อนค่าลงทำให้เศรษฐกิจของประเทศโตเพียงประมาณปีละร้อยละ 1 เท่านั้น นอกจากนั้นในช่วงปีเดียวกันรัสเซียยังถูกคว่ำบาตรจากประเทศฝั่งตะวันตก เนื่องจากการเข้าไปล่าเส้นในประเทศยูเครน ทำให้การส่งออกสินค้าเป็นไปได้ยาก ประกอบกับเงินทุนที่เคยไหลเข้าประเทศ กลับไหลออกเพราะการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐ ส่งผลให้ความต้องการของเงินรูเบิลลดลง และเงินรูเบิลอ่อนค่าลงตามลำดับ

โดยถ้าเข้าไปเจาะถึงประเภทของธุรกิจที่สวนทางของอันดับความน่าเชื่อถือที่ปรับขึ้น แล้วนั้นพบว่าเกิดจาก ธุรกิจประเภทสื่อสารเป็นหลัก เนื่องจากถึงแม้จะมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่เพิ่มขึ้นอันเนื่องมาจากโครงสร้างและสถานะทางการเงินของบริษัทเองก็ตาม แต่เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในเรื่องต่าง ๆ นักลงทุนโดยส่วนมากจึงรู้สึกว้าวุ่นในสถานะเศรษฐกิจเช่นนี้ ควรลงทุนกับธุรกิจที่เกี่ยวข้องปัจจัยพื้นฐานในการดำรงชีวิต เช่น ไฟฟ้า น้ำมัน พลังงานมากกว่า ทำให้เกิดความสวนทางของราคาหุ้นที่ปรับลดลงตามไปด้วย

เช่นเดียวกันกับส่วนการปรับลด (Downgrades) ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นในทิศทางตรงกันข้าม คืออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวก ในหุ้นประเภทที่มีคุณภาพในระดับเพียงพอ (Adequate Credit Quality) ที่ระดับของค่า P-Value เท่ากับ 0.05 หรือการมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสูงที่ระดับร้อยละ 0.05 โดยจะเห็นได้จากค่า T-Test มีค่าเท่ากับ 1.99 และค่าเฉลี่ย (Mean) มีค่าเท่ากับร้อยละ 3.33 ทั้งนี้อันเนื่องมาจากเหตุผลที่กล่าวมาก่อนหน้าและถ้าวิเคราะห์หลังไปถึงกลุ่มธุรกิจที่ส่งผลให้เกิด

อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ยของราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงในทิศทางบวก ประกอบไปด้วยธุรกิจไฟฟ้าและกลุ่มพลังงาน รวมถึงธุรกิจการผลิตถึงแม้ว่าเงินทุนที่เคยไหลเข้าประเทศ กลับไหลออกเพราะการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐส่งผลให้ความต้องการของเงินรูเบิลลดลง และเงินรูเบิลอ่อนค่าลงก็ตาม แต่อย่างไรก็ตามการผลิตเพื่อใช้ภายในประเทศก็ยังคงเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการดำรงชีพ เปรียบเช่นเดียวกับกลุ่มไฟฟ้า และพลังงานทำให้กลุ่มนักลงทุนก็ยังคงให้ความเชื่อมั่นในการลงทุนของกลุ่มที่เป็นปัจจัยพื้นฐานในการดำรงชีวิตเช่นเดิม ซึ่งทั้งการปรับขึ้นและการปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือที่เป็นทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ยนั้นเป็นไปตามทฤษฎีที่เรียกว่า Prospect and loss aversion ซึ่งอธิบายถึงพฤติกรรมที่นักลงทุนตัดสินใจถือหุ้นที่กำลังขาดทุนต่อ แทนการตัดสินใจขายหุ้น (cut loss) เพราะนักลงทุนกลุ่มนี้มีความคาดหวังว่าราคาหุ้นจะเด้งกลับขึ้นมาอีกครั้งเมื่อผ่านวิกฤตต่างๆ รวมถึงเชื่อมั่นว่าหุ้นในกลุ่มปัจจัยพื้นฐานก็ยังคงเป็นสิ่งจำเป็นไม่ว่าจะอยู่ในภาวะใดก็ตาม

ตารางที่ 5.1.6 อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ต่อช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Post-event period) ทั้งการปรับขึ้น (Upgrades) หรือปรับลด (Downgrades) นับตั้งแต่ 2 ถึง 14 วันหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์หรือ (+2, +14) ของประเทศรัสเซีย

| ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ | กลุ่มอันดับการลงทุนก่อนหน้า | จำนวนเหตุการณ์ | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard error |
|--|-----------------------------|----------------|------------|---------|---------|----------------|
| ปรับขึ้น | มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ | 19 | -0.7992 | -1.0949 | 0.2880 | 3.1820 |
| ปรับขึ้น | กลุ่มเก็งกำไร | 117 | -1.6958*** | -3.7347 | 0.0003 | 4.9115 |
| ปรับลด | มีคุณภาพระดับสูง | 4 | 6.2590 | 1.8043 | 0.1690 | 6.9379 |
| ปรับลด | มีคุณภาพระดับที่เพียงพอ | 55 | 3.3303* | 1.9878 | 0.0519 | 12.4250 |
| ปรับลด | กลุ่มเก็งกำไร | 51 | 0.3577 | 0.2864 | 0.7757 | 8.9185 |

* 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 อันดับแรกของประเทศรัสเซีย (Russia) 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”) ช่วงตั้งแต่ 2 ถึง 14 วันจากวันหลังเกิดเหตุการณ์ หรือ (+2, +14) มีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งมีนัยสำคัญและเหตุผลเช่นเดียวกับตาราง 5.1.1 ที่ได้กล่าวไปข้างต้น

ส่วนช่วงนับตั้งแต่ 14 วันถึง 1 วันก่อนวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือ (-14, -1) และช่วงการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือนั้น ทั้งสองสถาบันไม่ได้มีทิศทางเดียวกัน อันเนื่องมาจากการประเมินของสแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) ได้ทำการประเมินในบริษัทกลุ่มพลังงานเป็นหลัก ส่วนการประเมินจากฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Rating”) ได้ทำการประเมินไปที่บริษัทกลุ่มอุตสาหกรรม การผลิตมากกว่าสำหรับในช่วงเหตุการณ์นี้ จึงทำให้เห็นได้ว่าผลของทิศทางที่ไม่สอดคล้องกันนั้นเกิดจากลักษณะของกลุ่มธุรกิจที่ได้ทำการประเมินและความเชี่ยวชาญรวมถึงประสบการณ์ในการประเมินของกลุ่มธุรกิจที่แตกต่างกันนั่นเอง การประเมินของทั้ง 2 มีหลักการประเมินที่แตกต่างกัน นอกจากนี้ปัจจัยที่ใช้ในการประเมินทิศทางในการปรับขึ้นจะมีความละเอียดอ่อนและไม่เด่นชัดเท่ากับการปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือ อาทิเช่น ศักยภาพในการสร้างรายได้ของบริษัทที่ลดลง การชำระภาระผูกพันที่ลดลงนั่นเอง ทั้งนี้ผลของกลุ่มตัวอย่างของทั้ง 2 สถาบันมีจำนวน 73 เหตุการณ์ สำหรับสแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) และ 37 เหตุการณ์ สำหรับฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Rating”)

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

| ช่วงเกิดเหตุการณ์ | อันดับความน่าเชื่อถือปรับขึ้น | | | | | | | |
|-------------------|-------------------------------|---------|---------|----------------|----------------------|---------|---------|----------------|
| | Standard & Poor's (n=84) | | | | Fitch Ratings (n=52) | | | |
| | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard Error | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard Error |
| (-40, -15) | 1.5493** | 2.0750 | 0.0411 | 6.8431 | 0.2712 | 0.2356 | 0.8146 | 8.3005 |
| (-14, -1) | 0.5270 | 0.8057 | 0.4227 | 5.9943 | 1.5408** | 2.0482 | 0.0457 | 5.4247 |
| (0, 1) | 0.6177** | 2.2745 | 0.0255 | 2.4891 | 0.5969 | 1.4110 | 0.1643 | 3.0508 |
| (2, 14) | -1.5211*** | -3.1637 | 0.0022 | 4.4065 | -1.6505** | -2.2868 | 0.0264 | 5.2047 |

* 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”) มีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญและเหตุผลเช่นเดียวกับตาราง 5.2.1 ที่ได้กล่าวไปข้างต้น ยกเว้นช่วงประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของฟิทช์ เรตติ้งส์ (“Fitch Rating”) เกิดจากจำนวนของกลุ่มตัวมีจำนวนเหตุการณ์เพียง 37 ซึ่งอาจจะทำให้เกิดความคลาดเคลื่อนจากผลโดยรวมได้ ทั้งนี้ผลของกลุ่มตัวอย่างของทั้ง 2 สถาบันมีจำนวน 73 เหตุการณ์ สำหรับสแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ส (“S&P”) และ 37 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) ของประเทศไทย

| ช่วงเกิดเหตุการณ์ | อันดับความน่าเชื่อถือปรับลด | | | | | | | |
|-------------------|-----------------------------|---------|---------|----------------|----------------------|---------|---------|----------------|
| | Standard & Poor's (n=73) | | | | Fitch Ratings (n=37) | | | |
| | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard Error | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard Error |
| (-40, -15) | -1.7175 | -0.9143 | 0.3636 | 16.0490 | -1.6866 | -0.8175 | 0.4190 | 12.5505 |
| (-14, -1) | -2.8956*** | -2.8970 | 0.0050 | 8.5398 | -2.4362 | -1.5952 | 0.1194 | 9.2897 |
| (0, 1) | -1.0280** | -2.3241 | 0.0229 | 3.7792 | -0.4067 | -0.8051 | 0.4261 | 3.0727 |
| (2, 14) | 4.4072*** | 3.3101 | 0.0015 | 11.3758 | -2.5752* | -1.9812 | 0.0552 | 7.9064 |

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

ผลกระทบของกลุ่มที่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ (Linked event) กับ กลุ่มที่ไม่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ (Surprise event) ต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return)

จากตาราง 5.1.9 แสดงให้เห็นผลของการเปรียบเทียบระหว่างหุ้นในตลาดรัสเซียที่มีการคาดการณ์ล่วงหน้ากับหุ้นในตลาดรัสเซียที่ไม่มีการคาดการณ์มาล่วงหน้าก่อนการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ โดยจากตาราง 5.1.9 จะเป็นการเปรียบเทียบถึงผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยในอันดับความน่าเชื่อถือแบบปรับขึ้น (Upgrades) ซึ่งจากตารางจะแสดงให้เห็นออกเป็น 3 ช่วงเวลาทั้งช่วงก่อนการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงและหลังการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ รวมถึงช่วงการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ โดยจำนวนของกลุ่มตัวอย่างของกลุ่มประเทศไทย (Russia) คือ 12 รายการสำหรับการไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า (Surprise event) และ 123 รายการสำหรับการคาดการณ์ล่วงหน้า (Linked event)

เนื่องจากการปรับขึ้น (Upgrades) ของกลุ่มที่ไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า (Surprise event) มีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบจำนวนไม่ถึง 30 เหตุการณ์ ทำให้ไม่สามารถแปรผลได้ว่ากลุ่มที่ไม่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยมากกว่ากลุ่มที่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ

ในกลุ่มของการคาดการณ์ล่วงหน้า (Linked event) ให้ผลจากการวิจัยอย่างมีนัยสำคัญระดับสูงในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (Pre-Event Period) ที่ 14 ถึง 1 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-14, -1) โดยดูได้จากค่า P-Value มีค่า 0.05 แสดงถึงการมีนัยสำคัญทางสถิติระดับร้อยละ

0.05 แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของการคาดการณ์ล่วงหน้าจากนักวิเคราะห์ที่ส่งผลต่อทิศทาง การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย ทำให้เปลี่ยนแปลงในทิศทางบวก อันเนื่องมาจากหุ้นในกลุ่มนี้ได้ถูกพยากรณ์ จากเหล่านักวิเคราะห์ถึงการจัดอันดับที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งอาจเกิดจากการประเมินข้อมูลภายในองค์กร โดยบุคคลภายนอกและนักลงทุนในตลาดไม่สามารถเข้าถึงได้ ทำให้นักลงทุนส่วนมากเชื่อถือข่าวสารนี้ว่าเป็นตัวสะท้อนข้อมูลขององค์กร ดังนั้น จึงทำให้เกิดการลงทุนตั้งแต่เริ่มมีการคาดการณ์ก่อนที่จะทำการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ รวมทั้งจะเห็นได้จากค่า T-Test เท่ากับ 1.97 และค่าเฉลี่ย (Mean) ของทั้งกลุ่มนี้ก็มีค่าอยู่ที่ร้อยละ 1.02 ซึ่งถือเป็นแนวโน้มในการเปลี่ยนแปลงไปยังทิศทางบวกของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ย

ส่วนช่วงการเกิดเหตุการณ์หรือวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือนั้นก็ยังคงมีผลอย่าง มีนัยสำคัญที่ระดับสูงร้อยละ 0.01 จะเห็นได้จากค่า P-Value มีค่าเท่ากับ 0.01 และค่า T-Test มีค่าอยู่ที่ 2.55 เนื่องจากเมื่อการประกาศอันดับเพิ่มขึ้นนั้นเป็นไปการคาดการณ์ทำให้ซึ่งนักลงทุนในตลาดก็ ยังคงตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างต่อเนื่องส่งผลให้ค่าเฉลี่ย (Mean) เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.64

นอกจากนั้นช่วงนับตั้งแต่ 2 ถึง 14 วันหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์หรือ (+2, +14) พบว่า มีการเปลี่ยนแปลงการมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสูงที่ระดับน้อยกว่าร้อยละ 0.01 ซึ่งแสดงถึง ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ คือ การปรับขึ้นของอันดับความน่าเชื่อถือและตัวแปรตาม คือ อัตรา ผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นในตลาดรัสเซียที่เป็นไปในทิศทางตรงข้ามเพราะมี การปรับตัวในทิศทางลบ โดยจะเห็นได้จากค่า T-Test ที่มีค่าติดลบอยู่ที่ -4.02 และมีค่าเฉลี่ย (Mean) มีค่าติดลบ อยู่ที่ร้อยละ -1.72 เช่นกัน ทั้งนี้จะเห็นได้ว่าการปรับขึ้นของอันดับความน่าเชื่อถือมีผลใน ทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย โดยสาเหตุนี้เกิดจากเหตุผลที่ กล่าวมาก่อนหน้าในตาราง 5.1.6

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

| ช่วงเกิดเหตุการณ์ | อันดับความน่าเชื่อถือปรับขึ้น | | | | | | | |
|-------------------|-------------------------------|---------|---------|----------------|---------------------------------|--------|---------|----------------|
| | เหตุการณ์ที่มีแนวโน้ม (n=123) | | | | เหตุการณ์ที่ไม่มีแนวโน้ม (n=12) | | | |
| | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard Error | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard Error |
| (-40, -15) | 0.7623 | 1.1931 | 0.2351 | 7.0861 | 4.3123 | 1.4400 | 0.1777 | 10.3740 |
| (-14, -1) | 1.0225* | 1.9694 | 0.0512 | 5.7578 | 0.0931 | 0.0504 | 0.9607 | 6.3986 |
| (0, 1) | 0.6362** | 2.5486 | 0.0121 | 2.7686 | 0.2807 | 0.4479 | 0.6629 | 2.1713 |
| (2, 14) | -1.7227*** | -4.0173 | 0.0001 | 4.7559 | 0.2691 | 0.2307 | 0.8218 | 4.0399 |

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

จากตาราง 5.1.10 แสดงให้เห็นผลของการเปรียบเทียบระหว่างหุ้นในตลาดรัสเซียที่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า กับหุ้นในตลาดรัสเซียที่ไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้ามาก่อนการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ โดยจากตาราง 5.1.10 จะเป็นการเปรียบเทียบถึงผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยในอันดับความน่าเชื่อถือแบบปรับลด (Downgrades) ซึ่งจากตารางจะแสดงให้เห็นออกเป็น 3 ช่วงเวลาทั้งช่วงก่อนการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงและหลังการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ รวมถึงช่วงการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ โดยจำนวนของกลุ่มตัวอย่างของกลุ่มประเทศรัสเซีย (Russia) คือ 9 รายการสำหรับการไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า (Surprise event) และ 100 รายการสำหรับการคาดการณ์ล่วงหน้า (Linked event)

เนื่องจากการปรับลด (Downgrades) ของกลุ่มที่ไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า (Surprise event) มีจำนวนไม่ถึง 30 เหตุการณ์ทำให้ไม่สามารถแปรผลได้ นอกจากนั้นยังทำให้ไม่สามารถสรุปผลได้ว่ากลุ่มที่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยมากกว่ากลุ่มที่ไม่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือ

ในกลุ่มของการคาดการณ์ล่วงหน้า (Linked event) ให้ผลอย่างมีนัยสำคัญระดับสูงในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (Pre-Event Period) ที่ 14 ถึง 1 วันก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ (-14, -1) โดยดูได้จากค่า P-Value มีค่า <math>< 0.01</math> แสดงถึงการมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสูงที่น้อยกว่าร้อยละ 0.01 แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของการคาดการณ์ล่วงหน้าจากนักวิเคราะห์ที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย ทำให้เปลี่ยนแปลงในทิศทางลบ อันเนื่องมาจากหุ้นในกลุ่มนี้ได้ถูกพยากรณ์จากเหล่านักวิเคราะห์ถึงการจัดอันดับที่ลดลง ซึ่งอาจเกิดจากการประเมินข้อมูลภายในองค์กร โดยบุคคลภายนอกและนักลงทุนในตลาดไม่สามารถเข้าถึงได้ ทำให้นักลงทุน

ส่วนมากเชื่อถือข่าวสารนี้ว่าเป็นตัวสะท้อนข้อมูลขององค์กร ดังนั้น จึงทำให้เกิดการปรับเปลี่ยนการลงทุนหลังจากได้รับข่าวสารการคาดการณ์ที่จะปรับลดลง รวมทั้งจะเห็นได้จากค่า T-Test เท่ากับ -3.08 และค่าเฉลี่ย (Mean) ของทั้งกลุ่มนี้ก็มีค่าอยู่ที่ร้อยละ -2.72 ซึ่งถือเป็นแนวโน้มในการเปลี่ยนแปลงในทิศทางลบของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย

ส่วนช่วงการเกิดเหตุการณ์หรือวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือนั้นก็ยังคงมีผลอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับร้อยละ 0.02 จะเห็นได้จากค่า P-Value มีค่าเท่ากับ 0.02 และค่า T-Test มีค่าเท่ากับ -2.35 เนื่องจากเมื่อมีการประกาศอันดับลดลงซึ่งเป็นไปตามการคาดการณ์ทำให้นักลงทุนในตลาดยังคงตอบสนองอย่างต่อเนื่องกับผลการประกาศ จะเห็นได้จากค่าเฉลี่ย (Mean) ปรับลดลงร้อยละ -0.8 เช่นกัน

นอกจากนั้นช่วงนับตั้งแต่ 2 ถึง 14 วันหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์หรือ (+2, +14) พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับสูงที่ระดับร้อยละ 0.06 ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ คือ การปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือและตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นในตลาดรัสเซียที่ไปเป็นไปตามทิศทางตรงกันข้ามเพราะอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยมีการปรับตัวในทิศทางบวก โดยจะเห็นได้จากค่า T-Test ที่มีค่าเป็นบวกอยู่ที่ 1.91 และค่าเฉลี่ย (Mean) เป็นบวกเช่นเดียวกันที่ร้อยละ 2.13 ทั้งนี้จะเห็นได้ว่าการปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือมีผลในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยโดยสาเหตุนี้เกิดจากเหตุผลที่กล่าวมาก่อนหน้าในตาราง 5.1.6

ตารางที่ 5.1.10 อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) กับผลของการเปรียบเทียบระหว่างหุ้นในตลาดมีการคาดการณ์ล่วงหน้าและหุ้นในตลาดที่ไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้า แบบปรับลด (Downgrades) ของประเทศไทย

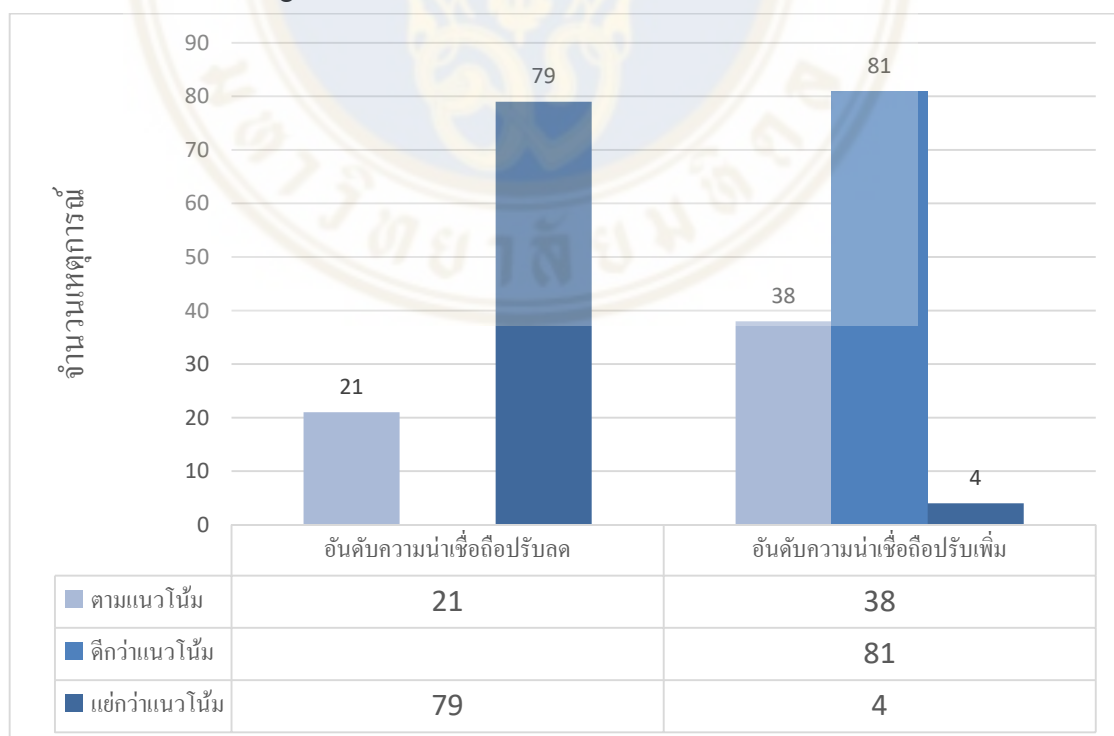
| ช่วงเกิดเหตุการณ์ | อันดับความน่าเชื่อถือปรับลด | | | | | | | |
|-------------------|-------------------------------|---------|---------|----------------|--------------------------------|---------|---------|----------------|
| | เหตุการณ์ที่มีแนวโน้ม (n=100) | | | | เหตุการณ์ที่ไม่มีแนวโน้ม (n=9) | | | |
| | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard Error | CAAR (%) | T-Test | P-Value | Standard Error |
| (-40, -15) | -1.7157 | -1.1156 | 0.2673 | 15.3795 | -1.0184 | -0.3121 | 0.7629 | 9.7885 |
| (-14, -1) | -2.7235*** | -3.0774 | 0.0027 | 8.8502 | -4.2011 | -1.6625 | 0.1350 | 7.5810 |
| (0, 1) | -0.7975** | -2.3510 | 0.0207 | 3.3923 | -1.5359 | -0.8884 | 0.4003 | 5.1867 |
| (2, 14) | 2.1298* | 1.9084 | 0.0592 | 11.1602 | 1.1570 | 0.4757 | 0.6470 | 7.2962 |

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

จากกราฟ 5.1.11 แสดงให้เห็นผลของการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของกลุ่มที่มีการคาดการณ์ไว้ โดยแสดงเปรียบเทียบให้เห็นระหว่างผลของอันดับความน่าเชื่อถือที่ประกาศนั้น เป็นไปตามที่คาดการณ์หรือไม่ได้เป็นไปตามที่คาดการณ์แต่มีอันดับที่สูงขึ้นและอันดับที่ลดลง โดยแสดงทั้งการคาดการณ์แบบปรับขึ้น (Upgrades) และการปรับลด (Downgrades)

พบว่าสำหรับการปรับขึ้น (Upgrades) มีที่เป็นไปตามคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ที่อยู่ 38 รายการ และอีกเท่าตัวหนึ่งนั้นล้วนเป็นการปรับขึ้นที่สูงกว่าการคาดการณ์ถึง 81 รายการ ส่วนการปรับลด (Downgrades) ที่เป็นไปตามคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ที่อยู่ 21 รายการและมีการปรับลดลงต่ำกว่าการคาดการณ์สูงถึง 79 รายการ ซึ่งจะเห็นได้ว่าการปรับอันดับความน่าเชื่อถือที่ต่ำกว่าการคาดการณ์มักเกิดกับกลุ่มที่คาดการณ์ไว้ว่าจะปรับลด และการปรับอันดับความน่าเชื่อถือที่สูงกว่าการคาดการณ์มักเกิดกับกลุ่มที่คาดการณ์ไว้ว่าจะปรับขึ้น ทั้งนี้จะเห็นได้ว่าการคาดการณ์เป็นเพียงส่วนหนึ่งที่ใช้ในการวิเคราะห์และพยากรณ์เท่านั้น อาจเกิดการเปลี่ยนแปลงจากที่คาดการณ์ไว้ได้เกิดขึ้นอยู่กับสถานการณ์ ณ ขณะนั้น เศรษฐกิจ สังคม การเมือง รวมถึงข่าวสารที่เปลี่ยนแปลง ณ ช่วงเวลานั้นเป็นปัจจัยภายนอกที่มีส่วนกับการประเมินด้วยเช่นกัน

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



บทที่ 6

สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยฉบับนี้ได้ทำการศึกษาผลของการเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาที่มีการพัฒนาและการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว (Emerging Market) หรือเรียกสั้น ๆ ว่ากลุ่ม BRICS ซึ่งประกอบด้วยประเทศ บราซิล (Brazil) รัสเซีย (Russia) อินเดีย (India) และจีน (China) ซึ่งงานวิจัยฉบับนี้ได้ทำการศึกษาประเทศรัสเซีย (Russia) 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 ซึ่งถือเป็นอัตราผลตอบแทนที่เกิดจากอัตราผลตอบแทนโดยทั่วไปในตลาด โดยถ้าหากมีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือแบบปรับขึ้น (Upgrades) นั้นจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวกตามไปด้วย เช่นเดียวกันถ้าหากมีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือแบบปรับลด (Downgrades) ก็จะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางลบเช่นกัน ทั้งนี้แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ คือการปรับเพิ่ม(ปรับลด)ของอันดับความน่าเชื่อถือ และตัวแปรตาม คืออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยของราคาหุ้นในตลาด โดยเป็นความสัมพันธ์ที่ส่งผลต่อการปรับตัวในทิศทางบวก (ทิศทางลบ) ของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยไปในทิศทางเดียวกันกับการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ เพราะว่าการปรับเพิ่มขึ้นของอันดับความน่าเชื่อื่อนั้นแน่นอนว่าถือเป็นข่าวดีสำหรับนักลงทุนที่ต้องการข่าวสารที่สามารถสะท้อนถึงข้อมูลภายในบริษัทเพื่อใช้ในการลงทุน และในทางกลับกันการปรับลดของอันดับความน่าเชื่อถือก็ถือเป็นข่าวร้ายสำหรับนักลงทุนเช่นกัน ทั้งนี้ตามที่ได้กล่าวไปข้างต้นว่าการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในปัจจุบันถือเป็นอีกบทบาทหนึ่งในการสะท้อนถึงศักยภาพในการสร้างรายได้และความสามารถในการชำระภาระผูกพันในอนาคตของบริษัทได้เช่นกัน จึงเปรียบเสมือนข้อมูลภายในที่นักลงทุนโดยส่วนใหญ่มักใช้เป็นการคาดการณ์การลงทุน

โดยได้ทำการศึกษาอันดับของคุณภาพของหุ้นก่อนการเปลี่ยนแปลงความน่าเชื่อถือทั้งแบบปรับขึ้น (Upgrades) และแบบปรับลด (Downgrades) ว่าหุ้นในกลุ่มไหนก่อนการปรับอันดับความน่าเชื่อถือมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม พบว่านักลงทุนส่วนมากที่ลงทุนในหุ้นกลุ่มเก็งกำไร (Speculative grades) นั้นมักตอบสนองในทิศทางเดียวกันกับการปรับขึ้น (ปรับลด) ของอันดับความน่าเชื่อถือ ยกเว้นจะมีปัจจัยภายนอกของประเทศนั้น ๆ เข้ามาร่วมด้วยเช่น รัสเซียที่มีวิกฤตเศรษฐกิจหลายเหตุการณ์ในช่วงปี พ.ศ. 2557 ถึง พ.ศ. 2560 ทำให้นักลงทุนเลยทำการเลือกลงทุนกับหุ้นที่เป็นปัจจัยพื้นฐานมากกว่า เช่น กลุ่มน้ำมัน ไฟฟ้า พลังงาน เป็นต้น

นอกจากนี้งานวิจัยฉบับนี้ยังทำการศึกษาความสอดคล้องของผลการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (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 อันเนื่องมาจากกลุ่มธุรกิจที่ได้ทำการประเมินที่แตกต่างกันของแต่ละสถาบันจัดอันดับทำให้มีความเชี่ยวชาญรวมถึงประสบการณ์ของแต่ละสถาบันในการประเมินของแต่ละกลุ่มธุรกิจก็แตกต่างกันไปด้วยเช่นกัน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับปัจจัยความซับซ้อนของธุรกิจ โครงสร้างขององค์กรที่ทำการประเมินด้วยเช่นกัน

กลุ่มสุดท้ายของการศึกษาวิจัยในเล่มนี้คือการเปรียบเทียบผลของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม โดยเฉลี่ย (Cumulative average abnormal return) จากหุ้นที่มีนักวิเคราะห์ได้ทำการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อไว้ก่อนหน้า (Linked event) กับหุ้นกลุ่มที่ไม่ได้มีการคาดการณ์ความน่าเชื่อถือแล้วมีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือออกมาในทันที (Surprise event) โดยผลของการศึกษาวิจัยพบว่าหุ้นกลุ่มเหตุการณ์ที่ไม่มีการคาดการณ์ความน่าเชื่อถือส่งผลให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมโดยเฉลี่ยเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางบวก (ทิศทางลบ) ในกรณีที่มีการปรับขึ้น (ปรับลด) อันดับความน่าเชื่อถือมากกว่ากลุ่มที่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อถือไว้ล่วงหน้า ทั้งนี้เป็นเพราะว่ากลุ่มที่มีการคาดการณ์อันดับความน่าเชื่อไว้ก่อนหน้า (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.