

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อเสนอแนะ

การศึกษากการผลการปรับเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และ ข้อเสนอแนะ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาพบว่าผลการปรับอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้สำหรับศึกษาเหตุการณ์ต่างๆ หรือข่าวสารที่เข้ามามีผลกระทบต่อรูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ โดยเหตุการณ์ที่นำมาใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลการปรับอันดับความน่าเชื่อถือช่วงเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม 2548 ถึงเดือนมีนาคม ปี 2552 จำนวนทั้งสิ้น 47 เหตุการณ์ จากนั้นนำข้อมูลมาวิเคราะห์ ว่าข่าวที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือมีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์หรือไม่ สามารถสรุปผลการศึกษาออกมาเป็นดังนี้

ข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มหลักทรัพย์และตราสารหนี้เอกชน

จากข้อมูลพื้นฐานของหลักทรัพย์ที่ออกตราสารหนี้จะเห็นได้ว่า มีหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่กับหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กที่มีความแตกต่างกันอย่างเห็นได้ชัด ไม่ว่าจะเป็นมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ราคาปิดต่อมูลค่าทางบัญชี กำไรต่อหุ้น ราคาปิดต่อกำไรสุทธิ สินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน อัตราส่วนทางการเงินเหล่านี้จะเป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ โดยที่ขึ้นอยู่กับผู้ลงทุนจะใช้ข้อมูลส่วนใดในการตัดสินใจลงทุน

ในส่วนของคุณสมบัติตราสารหนี้เอกชนจะเห็นได้ว่า มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดยอันดับความน่าเชื่อถือสูงสุดก็คือ AAA ต่ำที่สุดก็คือ D นั่นคือไม่สามารถชำระหนี้ได้เลย เป็นการรับประกันการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ ซึ่งก็มีผลต่ออัตราดอกเบี้ยที่นำมาจ่ายให้แก่เจ้าหนี้ถ้าได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่สูงนั้นก็จ่ายในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าอันดับความน่าเชื่อถือที่ต่ำกว่าระยะเวลาในการถือครองตราสารหนี้เอกชนก็จะมีค่าเฉลี่ยประมาณ 3-5 ปี สามารถนำตราสารหนี้เอกชนไปขายได้ในตลาดรองเหมือนกับตราสารทุน

ข้อมูลเชิงปริมาณของการศึกษาผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์

จากการศึกษาผลการปรับเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการทดสอบสมมติฐานที่ว่า การปรับอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ทั้งการปรับเพิ่มอันดับและการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ ได้ผลออกมาดังนี้

การทดสอบสมมติฐานของการปรับอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยใช้การประกาศปรับอันดับความน่าเชื่อถือทั้งหมด มาทำการทดสอบทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ปรากฏว่า การปรับอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยมีผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย 2 วัน ($t = -10$) กับ ($t = -9$) มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยร้อยละ 0.78 % และ -0.69 % ตามลำดับ ในวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือนั้น ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การทดสอบการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้พบว่า เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยของเหตุการณ์ในวันก่อนการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ ($t = -2$) และวันหลังการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ ($t = 2$) มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย 0.10 % และ 1.89 % ตามลำดับ การทดสอบการปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ พบว่า เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยของเหตุการณ์ในวันก่อนการประกาศอันดับ 2 วัน ($t = -10$) กับ ($t = -3$) มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย 0.89 % และ -0.74 % ตามลำดับ

จากการทดสอบในวันที่มีการปรับอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้เอกชนต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์และวันก่อนการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ รวมถึงวันหลังการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ โดยการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) พบว่า การปรับอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ในช่วงระยะเวลาช่วงที่ทำการศึกษาหรือไม่ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ผลปรากฏว่า การปรับอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ไม่มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญในช่วงระยะเวลาที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือนั้น รวมถึงวันก่อนและหลังการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ 10 วัน และ 21 วัน อย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงการปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ แต่การทดสอบสมมติฐานทางสถิติของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ พบว่า การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ในช่วงระยะเวลา 10 วัน อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 จากตาราง 4-8

จากการศึกษาของ พัชรียา งามกิตติทรงคุณ เรื่องการศึกษาผลกระทบของการปรับอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญของผู้ออกตราสารเดียวกัน วิธีการศึกษาของคุณพัชรียานั้นได้นำผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลตอบแทนของตลาด ในช่วงระยะเวลา 90 วันมาประมาณค่าพารามิเตอร์ หลังจากนำค่าพารามิเตอร์ที่ได้ไปคำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยใช้การคำนวณผลตอบแทน CAPM ในวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือและวันถัดไป ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม(CAR) 2 วัน และได้มีการปรับเครื่องหมายของผลตอบแทนที่ผิดปกติ ซึ่งแตกต่างกับการศึกษาในครั้งนี้ที่ใช้ช่วงการประมาณค่าพารามิเตอร์ 120 วัน และใช้ช่วงการคำนวณผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม 2 ช่วงระยะเวลาคือ ($t = 1$ ถึง $t=10$) และ ($t = -10$ ถึง $t=10$)

เมื่อนำมาแยกปีที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือออกมาแต่ละปีแล้ว นำมาทดสอบสมมติฐานทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 95 ผลปรากฏว่า

ปี 2004 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือมีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในวันก่อนการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ ($t = -1$)

ปี 2005 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือไม่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ปี 2006 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือมีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในวันก่อนการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ ($t = -2$)

ปี 2007 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือไม่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ปี 2008 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือไม่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ปี 2009 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือมีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในวันก่อนการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ ($t = -3$)

หลังจากนั้นจึงมีการทดสอบสมมติฐานทางสถิติของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ของการปรับอันดับความน่าเชื่อถือในแต่ละปี เป็นการทดสอบว่า การปรับอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญในช่วงระยะเวลา ($t=1$ ถึง $t=10$) และ ($t = -10$ ถึง $t = 10$) หรือไม่ ผลปรากฏว่า

ปี 2004 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือไม่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ปี 2005 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือไม่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ปี 2006 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือไม่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ปี 2007 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือมีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ปี 2008 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือไม่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ปี 2009 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือมีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

อภิปรายผลการศึกษา

จากการที่ได้ศึกษาผลการปรับเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นคู่ต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า

1. การศึกษาเรื่องการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นคู่มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ได้ใช้แนวคิด Event Study ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้ศึกษารูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ เมื่อมีเหตุการณ์หรือข่าวสารที่ส่งผลกระทบต่อ โดยเป็นการศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) และ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) ของหลักทรัพย์ หากมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญในช่วงเวลาดังกล่าว หมายถึงว่า เหตุการณ์ที่ศึกษานั้นส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญ

จากการศึกษา ปรากฏว่าเมื่อมีการประกาศปรับเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือต่อสาธารณะชนแล้ว เหตุการณ์ดังกล่าวไม่เกิดผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ทั้งการปรับเพิ่มและลดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นคู่ เนื่องจากไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ เมื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) ผลทดสอบพบว่า การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นคู่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา ซึ่งให้ผลการศึกษตรงกันข้ามกับ การศึกษาของ พัชรียา งามกิตติทรงคุณ (2550) ที่ศึกษาเรื่องการศึกษผลกระทบการปรับอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นคู่ต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญของผู้ออกตราสารเดียวกันในช่วงเดือนมกราคม ปี พ.ศ. 2540 ถึง เดือน พฤศจิกายน ปี พ.ศ. 2547 รวมเหตุการณ์ที่ใช้ในการศึกษา 27 เหตุการณ์

2. ตามแนวคิดตลาดประสิทธิภาพได้อธิบายความหมายของตลาดประสิทธิภาพไว้ว่า ราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง จะสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่อย่างเต็มที่ หากมีเหตุการณ์ใดๆ ที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาที่เหมาะสมที่ประเมินได้ใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ จะไม่มีการปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวสารหรือเหตุการณ์ใหม่ๆ ซึ่งการทดสอบตลาดประสิทธิภาพนั้น ภาวะของตลาดจะไม่มีรูปแบบใด ๆ และทำให้ผู้ลงทุนไม่สามารถแสวงหากำไรส่วนเกินใด ๆ จากรูปแบบในตลาดหลักทรัพย์ได้ จากการศึกษานี้พบว่า ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้มีการปรับตัวสูงขึ้นก่อนการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือจนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และปรับตัวลดลงหลังจากการปรับอันดับความน่าเชื่อถือ ดังนั้น ผลตอบแทนของหุ้นสามัญไม่ได้

สะท้อนต่อข้อมูลที่บริษัทประกาศสู่สาธารณะ จึงเป็นการสรุปได้ว่า ยังไม่พบข้อมูลหรือหลักฐานที่สอดคล้องหรือ เชื่อได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีประสิทธิภาพในระดับกลาง

ข้อค้นพบที่ได้จากการศึกษา

1. ข่าวสารการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะปรับตัวสูงขึ้นจนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ก่อนประกาศอันดับความน่าเชื่อถือผลตอบแทนโดยรวมจะสูงขึ้นและลดลง หลังการปรับอันดับความน่าเชื่อถือ

2. การศึกษาเรื่องผลการปรับเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีข้อค้นพบดังนี้ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า ยังไม่พบข้อมูลที่สอดคล้องกับความมีประสิทธิภาพระดับกลางของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากแนวคิดดังกล่าวพบว่า ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่เหมาะสมต่อข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องเต็มที่แล้ว และราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ก็คือ ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถประเมินจากมูลค่าปัจจุบันของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับการถือครองหลักทรัพย์ หากมีเหตุการณ์ใดๆ ที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาที่เหมาะสมที่ประเมินได้ใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ จะไม่มีการปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวสารหรือเหตุการณ์ใหม่ๆ เข้ามากระทบเนื่องจากว่า การประกาศอันดับความน่าเชื่อถือเป็นการประกาศข้อมูลสาธารณะ ซึ่งไม่สามารถที่จะทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ควรจะขึ้นไปตามตลาด ไม่สามารถแสวงหาผลกำไรส่วนเกินได้ ราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนต่อข้อมูลข่าวสารการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือไปแล้ว

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน

เหตุการณ์การปรับอันดับความน่าเชื่อถือหุ้นกู้มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ให้ปรับตัวสูงขึ้นจนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ในช่วงที่เหตุการณ์การประกาศอันดับความน่าเชื่อถือและหลังจากการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ นักลงทุนควร

ระมัดระวังการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ซึ่งส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติได้

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาต่อไป

การศึกษาการปรับอันดับความน่าเชื่อถือควรจะใช้ข้อมูลการปรับอันดับเพิ่มมากขึ้นเพื่อความถูกต้องมากยิ่งขึ้น(ขนาดของกลุ่มตัวอย่าง)และ บริษัทที่ปรับอันดับความน่าเชื่อถือหลายๆ บริษัท ระยะเวลาการทดสอบการให้มึระยะเวลายาวกว่าเดิม อาจจะต้องใช้ปัจจัยอื่นๆ ในการศึกษาเพิ่มเติมด้วย

ข้อจำกัดในการศึกษา

- จำนวนข้อมูลการปรับเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือ บริษัทที่ทำการจัดอันดับจะเป็นผู้ประกาศและไม่สามารถทราบได้ว่าจะมีการปรับเปลี่ยนเมื่อใดและจำนวนเท่าใดในแต่ละปี
- วิธีการศึกษา การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ซึ่งมีวิธีการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติได้หลายวิธีจากการศึกษาครั้งนี้ใช้การคำนวณแบบ Market Model
- บริษัทที่ทำการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในประเทศไทยนั้นมีอยู่ 2 บริษัทซึ่งการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้บริษัท ทริส คอร์ปอเรชั่น จำกัด