

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

หลักการหาผลกระทบที่เกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือนั้นมีพื้นฐานแนวคิด เพื่อหาว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น มีการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนที่ผิดไปจากความเป็นจริงมากน้อยเพียงใด หรือไม่ส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งต่อไปนี้เป็นแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง แนวคิดที่เกี่ยวกับความเป็นมาของตลาดหุ้นกู้เอกชน บริษัทอันดับความน่าเชื่อถือ การปรับเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือ ประสิทธิภาพของตลาด ข้อมูลการปรับเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือ การศึกษาเหตุการณ์ ผลตอบแทนส่วนเกิน การวัดความผิดปกติของผลตอบแทนส่วนเกิน

#### แนวคิดและทฤษฎี

##### ความเป็นมาของตลาดหุ้นกู้เอกชน

ตลาดหุ้นกู้เอกชน(สมาคมตราสารหนี้ไทย ,2552) ปี พ.ศ. 2535 ได้มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ขึ้น เป็นการเปิดโอกาสให้บริษัทเอกชนต่างๆ สามารถระดมทุนได้โดยตรงจากประชาชนทั้งในการระดมเงินทุนจากส่วนของเจ้าของและการก่อหนี้ โดยใช้เครื่องมือทางการเงิน ซึ่งได้แก่การออกตราสารทุน เช่น หุ้นสามัญ และการออกตราสารหนี้ เช่น หุ้นกู้ แต่เดิมนั้น จะเปิดโอกาสให้แต่บริษัทจำกัด (มหาชน) ที่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ที่สามารถออกตราสารหนี้ได้

ผลที่เกิดขึ้นจากการออกพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นั้น ทำให้เกิดบทบาทสำคัญมากขึ้นในการออกหุ้นกู้ภาคเอกชน และการออกพันธบัตรของรัฐวิสาหกิจ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ตระหนักถึงความจำเป็นในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ จึงมอบหมายให้สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ ทำหน้าที่เป็นแกนนำในการรวมกลุ่มผู้ค้าตราสารหนี้ เพื่อจัดตั้งชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (Bond Dealers Club) ในปี พ.ศ. 2537 มีวัตถุประสงค์ร่วมกันสร้างมาตรฐานการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรอง 3 ปีถัดมา ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ได้ปรับโครงสร้างองค์กรและขออนุญาตต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อจดทะเบียนเป็นศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (The Thai Bond Dealing Centre - ThaiBDC)

ThaiBDC พยายามดำเนินแผนการเพิ่มประสิทธิภาพและความโปร่งใสในการเปิดเผย และรวบรวมข้อมูลเกี่ยวข้องกับตราสารหนี้และผู้ออกตราสารหนี้ โดยเป็นการซื้อขายโดยการตกลง ระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย (Over the Counter – OTC) ซึ่งมีผู้ค้าหลักเพียงบริษัทเงินทุนและธนาคารพาณิชย์เท่านั้น วิธีการซื้อขายแบบ OTC ซึ่งไม่มีข้อมูลทั้งทางด้านราคาและปริมาณการซื้อขายอย่าง โปร่งใส จึงทำให้การตัดสินใจในการลงทุนสำหรับนักลงทุนทั้งในระดับนักลงทุนทั่วไป และนัก ลงทุนสถาบัน เป็นไปได้ยาก ทำให้ไม่เป็นที่นิยมของนักลงทุนโดยทั่วไป จากข้อมูลของปี พ.ศ. 2546 ตราสารหนี้ทั้งหมดภายในประเทศมีมูลค่ารวม 2.52 ล้านล้านบาท แต่ในขณะที่มูลค่าการซื้อขาย ทั้งหมดอยู่ที่ 2.61 ล้านล้านบาท หรือเพียงแค่ 1.04 เท่าของมูลค่ารวมของตราสารหนี้ ทั้งหมด

เพื่อให้เกิดความสอดคล้องกับนโยบายภาครัฐ และยังเป็นการเพิ่มทางเลือก และสร้าง ประโยชน์ต่อผู้ลงทุนรายย่อยในการลงทุน ในการบริหารการลงทุนของตนเองเพื่อกระจายน้ำหนัก การลงทุนในตราสารการเงิน รวมทั้งการกระจายความเสี่ยงของการลงทุน คณะกรรมการตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงมีมติในการกำหนดนโยบายส่งเสริมการลงทุนในตราสารหนี้ของนัก ลงทุนรายย่อย โดยจัดตั้งตลาดตราสารหนี้ (Bond Electronic Exchange: BEX) ขึ้นและได้เปิดให้ สามารถทำการซื้อขายตราสารหนี้อย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 26 พฤศจิกายน 2546 เป็นต้นมา และ ในปัจจุบันตลาดตราสารหนี้ BEX เองนั้นเป็นตลาดรองที่ทำการซื้อขายตราสารหนี้เช่นพันธบัตร ตัว เงินคลัง หุ้นกู้ มีข้อมูลข่าวสาร ราคาซื้อขาย มูลค่าการซื้อขาย และอันดับความน่าเชื่อถือของแต่ละ บริษัท มูลค่าคงค้าง Outstanding ในหุ้นกู้ในปัจจุบันมีมูลค่า 6 แสนล้านบาท โดยมีสัดส่วนเป็น อันดับสามของการซื้อขายตราสารหนี้ทั้งหมด จะเห็นได้ว่าการซื้อขายหุ้นกู้ทั้งในตลาดแรกและ ตลาดรองก็มีส่วนสำคัญที่ช่วยเพิ่มสภาพคล่องและเพิ่มความสะดวกให้แก่นักลงทุน

### **บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือในประเทศไทย**

การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

หุ้นกู้ที่ออกเสนอขายจะต้องได้รับการจัดอันดับเครดิต หรือจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากบริษัทจัด อันดับเครดิตในประเทศ ตามกฎเกณฑ์ของสำนักงาน กสท. เพื่อเป็นข้อมูลที่สำคัญให้แก่ลงทุน โดยเป็นด่านแรกของเครื่องมือวัดความเสี่ยงด้านเครดิตของหุ้นกู้ ในกรณีที่เป็นนักลงทุนสถาบันที่มี บุคลากรเฉพาะด้าน อาจมีหน่วยงานวิเคราะห์ด้านความเสี่ยงของฐานะทางการเงินของหุ้นกุนั้นๆ อีกชั้นหนึ่ง แต่สำหรับนักลงทุนทั่วไปสามารถใช้อันดับเครดิตนี้ในการประเมินความเสี่ยงที่ตนเอง สามารถรับได้ ทั้งนี้ นักลงทุนมีหน้าที่ต้องติดตามฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ อย่าง ใกล้ชิด ตลอดระยะเวลาที่ลงทุน อันดับเครดิตเป็นค่าอ้างอิงที่แสดงว่าผู้ออกหุ้นกู้มีความเสี่ยงที่จะ

ไม่สามารถชำระดอกเบี้ย และเงินต้นตามกำหนด โดยหุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิตดีหรือสูง หมายความว่ามีความเสี่ยงที่จะไม่ชำระเงินตามกำหนดในระดับต่ำ และมีความมั่นคงทางการเงินในระดับสูง และหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำ มีความหมายในทางตรงข้าม คือ มีความเสี่ยงที่จะชำระเงินตามกำหนดไม่ได้ในระดับสูง เนื่องจากความมั่นคงทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ อันดับเครดิตของหุ้นกู้ที่ประกาศโดยสถาบันจัดอันดับเครดิตในประเทศไทยมี 2 ราย คือ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด และ บริษัท ฟิทซ์ เรทติ้ง (ประเทศไทย) จำกัด

กระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ได้ผลักดันให้มีการจัดตั้งสถาบันจัดอันดับเครดิต เพื่อให้เป็นผู้ประเมินความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ สำหรับเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยได้มอบหมายให้ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทยเป็นแกนนำคณะทำงานจัดตั้ง บริษัท ไทยเรทติ้งแอนด์อินฟอร์เมชันเซอร์วิส จำกัด หรือทริส (TRIS) ขึ้นและได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ให้เป็นสถาบันจัดอันดับเครดิตแห่งแรกของไทย โดยเริ่มดำเนินการอย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 27 กรกฎาคม 2536 บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ก่อตั้งโดยสถาบันจัดอันดับเครดิตแห่งแรกของประเทศไทย คือ บริษัท ทริส คอร์ปอเรชั่น จำกัด (ทริส) เพื่อแยกงานด้านจัดอันดับเครดิตซึ่งมีประสบการณ์นาน 15 ปีออกมาดูแลโดยเฉพาะ โดยได้โอนย้ายทีมบุคลากรเดิมมาจากทริส และให้บริการอย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 3 มิถุนายน 2545

บริษัทฟิทซ์ เรทติ้งส์ (ประเทศไทย) บริษัทในเครือของ ฟิทซ์ อิบคา บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถืออันดับ 3 ของโลก ได้ถือกำเนิดขึ้น เมื่อวันที่ 21 กุมภาพันธ์ 2544 ฟิทซ์ เรทติ้งส์ เป็นสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือแห่งที่สอง ของประเทศไทย ด้วยทุนจดทะเบียน 50 ล้านบาท

### การปรับอันดับความน่าเชื่อถือ

การปรับอันดับความน่าเชื่อถือ(ตลาดตราสารหนี้ ,2552) เป็นการเพิ่มหรือลดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดยเกิดจากการวิเคราะห์ข้อมูลภายในของบริษัท เป็นการประเมินความสามารถของลูกหนี้ในการชำระหนี้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยตามเวลาที่กำหนด ทั้งนี้เพื่อช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนในการซื้อขายตราสารหนี้ การปรับอันดับความน่าเชื่อถือเกิดจากเจ้าหน้าที่วิเคราะห์ของแต่ละบริษัททำการปรับปรุงข้อมูลที่ได้มาจากการเงินหรือการสำรวจ สัมภาษณ์ภายในอุตสาหกรรม บริษัทสามารถเปรียบเทียบระดับความเสี่ยงในแต่ละอุตสาหกรรมได้ แล้วนำมาวิเคราะห์ประมวลผลข้อมูลต่างๆ แล้วนำมาเปรียบเทียบกับของเดิมว่ามีผลอย่างไร แล้วจึงมีการปรับอันดับความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้นหรือลดลง

### ประสิทธิภาพของตลาด ( Market Efficiency

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2548 : 107-112) คือ ตลาดที่มีนักลงทุนจำนวนมาก โดยที่แต่ละคนล้วนแต่มีข้อมูลข่าวสารครบถ้วนสมบูรณ์เหมือนกัน ราคาหลักทรัพย์นั้นได้สะท้อนถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดแล้ว สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดยังมีความหมายครอบคลุมไปถึงความเชื่อที่ว่า ไม่มีทางที่นักลงทุนจะสามารถเอาชนะตลาดได้อย่างต่อเนื่อง จากแนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้น การประกาศปรับเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือจะสะท้อนอยู่ในราคาของหลักทรัพย์ทันที จะทำให้ไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้เนื่องจากนักลงทุนเมื่อได้ทราบถึงการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือแล้ว จึงเข้าไปทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้นๆ ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาไปสู่ราคายุติธรรม เป็นการบ่งชี้ถึงการสะท้อนของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ต่อการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร จึงเกิดผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงในทันที

ดังนั้นจากเรื่องที่ทำการศึกษาในครั้งนี้คือ ผลการปรับเปลี่ยนอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นผู้เอกชนต่อการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของหุ้นสามัญนั้น เราจะเห็นได้ว่าการจัดอันดับความน่าเชื่อถือหรือการปรับอันดับความน่าเชื่อถือเป็นการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารให้นักลงทุนทุกท่านได้รับข้อมูลดังกล่าวได้อย่างถูกต้องและพร้อมเพรียงกัน ไม่มีใครได้รับข้อมูลข่าวสารก่อนกัน ทำให้ผลตอบแทนของหุ้นสามัญสะท้อนถึงการได้รับข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมด จะไม่เกิดโอกาสในการทำกำไรที่เกินปกติ เนื่องจากการซื้อขายจะเป็นไปตามกลไกของราคาตามหลักอุปสงค์อุปทานเมื่อทุกคนซื้ออย่างเดียวกันและขายอย่างเดียวกัน ผลักดันให้ราคาที่ผิดปกติเข้าสู่ราคาที่เหมาะสมจากสมมติฐานของตลาดประสิทธิภาพ การประกาศปรับอันดับความน่าเชื่อถือน่าจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงทิศทางผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่เกิดจากการวิเคราะห์และความเชื่อของนักลงทุนเกี่ยวกับความเสี่ยงในอนาคต เมื่อได้รับรู้ข้อมูลข่าวสารอย่างเท่าเทียมและทั่วถึงทำให้ไม่เกิดการบิดเบือนของราคา แต่จะเป็นไปตามทิศทางที่ความหวังเหมือนกัน ดังนั้นเมื่อได้รับข้อมูลการปรับอันดับเครดิต นักลงทุนจะเกิดพฤติกรรมการซื้อขายที่เป็นไปในทิศทางที่ตรงตามการวิเคราะห์ จะทำให้ไม่เกิดการผิดปกติของผลตอบแทน หรือ การทำกำไรเกินปกติ

### ข้อมูลการปรับอันดับความน่าเชื่อถือ

ข้อมูลการปรับอันดับความน่าเชื่อถือ (ตลาดตราสารหนี้ ,2552) เป็นข้อมูลที่บริษัทจัดความน่าเชื่อถือได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงิน ความสามารถในการชำระหนี้ ความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร ทั้งความเสี่ยงและผลตอบแทนโดยที่นำข้อมูลทางการเงินของบริษัทต่างๆ ที่จะออกหุ้นกู้มาประเมินทั้งในเชิงคุณภาพและปริมาณ วัดความน่าเชื่อถือทางการเงินของลูกหนี้ โดยอาศัยการวิเคราะห์ดังกล่าว รวมทั้งวิเคราะห์ข้อมูลและผลประกอบการของอุตสาหกรรมเดียวกันด้วย ดังนั้นข้อมูลการปรับอันดับความน่าเชื่อถือจะช่วยให้นักลงทุนสามารถที่จะนำไปประกอบการตัดสินใจลงทุนได้

### ผลตอบแทนส่วนเกิน

ผลตอบแทนส่วนเกินคือ ผลตอบแทนที่คำนวณจาก ผลต่างของผลตอบแทนหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งกับอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง ซึ่งก็หมายถึงผลตอบแทนที่ได้นำส่วนของผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง โดยตราสารที่จะนำมาใช้ในการคำนวณนั้นเป็นตราสารที่ปราศจากความเสี่ยง ถือว่าไม่มีความเสี่ยง หรือ ความเสี่ยงเท่ากับศูนย์ เพื่อที่จะได้นำค่าผลตอบแทนส่วนเกินนำไปเข้าสู่สมการถดถอยตัวแปรเดียว แล้วเราจะได้ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ และผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นที่เป็นค่าเฉลี่ยเฉพาะกิจการเมื่อผลตอบแทนส่วนเกินของตลาดเป็นศูนย์

### การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study)

การศึกษาเหตุการณ์ (Eugene F. Fama , 1969: 1-21.) เป็นเครื่องมือการทดสอบวิจัยเชิงประจักษ์ ที่สามารถใช้ประเมินผลกระทบของเหตุการณ์ใดๆ ต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาด เช่น นักวิเคราะห์หลักทรัพย์อาจต้องการประเมินผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ การศึกษาเหตุการณ์ช่วยให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จากผลการศึกษานี้ควบคู่ไปกับการได้ข้อมูลเชิงลึกของการจ่ายเงินปันผล ทำให้นักวิเคราะห์สามารถลงทุนที่ได้รับผลตอบแทนเหนือกว่าตลาดได้ ในการวิเคราะห์ผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์นั้น ปัจจัยที่ทำให้การจ่ายเงินปันผลมีหลายประการด้วยกัน จึงอาจมีหลายขั้นตอน วิธีที่นำมาใช้ในการทดสอบผลกระทบนั้น เป็นการนำแนวคิดที่เชื่อว่าอัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กับปัจจัยหนึ่ง ซึ่งได้แก่ปัจจัยตลาด ถ้าสามารถกำหนดรูปแบบความสัมพันธ์ได้ ก็สามารถนำรูปแบบดังกล่าวมาพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่ควรจะได้ รูปแบบ



ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนกับปัจจัยตลาดมีอยู่หลายแบบ แต่ที่นิยมนำมาใช้คือแบบจำลอง market model ซึ่งเป็นผลที่มาจากแนวคิดที่ทฤษฎี CAPM

### การวัดผลตอบแทนที่ผิดปกติ

ผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นค่าของผลตอบแทนเหนือความคาดหวังที่เกิดจากการคำนวณจากตัวแบบดัชนี นำค่าของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ต้องการจะศึกษา รวมถึงผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ค่าพารามิเตอร์ที่ได้จากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยการประมาณค่าสมการถดถอย เมื่อนำค่าเหล่านี้มาคำนวณตามสมการตัวแบบดัชนีแล้ว เราจะได้ผลตอบแทนที่คาดการณ์ไว้ในวันที่เกิดเหตุการณ์ ผลต่างของผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงกับที่ได้จากการคำนวณจะเป็น ผลตอบแทนที่ผิดปกติ แต่บางครั้งเมื่อเราศึกษาเหตุการณ์บางเหตุการณ์อาจจะมี ความซับซ้อน ดังนั้นถ้าเราใช้ผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่เกิดเหตุการณ์อาจจะไม่สามารถเห็น ผลกระทบได้ชัดเจน จึงต้องมีการใช้ค่าผลตอบแทนผิดปกติสะสม สามารถคำนวณได้จากค่าสะสม ของผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเวลาที่ศึกษาตามที่ผู้ศึกษาสนใจ แล้วทำการทดสอบสมมติฐาน ทางสถิติเพื่อความถูกต้อง เป็นการทดสอบตลาดโดยรวม เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงการเคลื่อนไหว

### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Holthausen and Leftwich (1986) พบว่าผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะสะท้อนในทางลบต่อการประกาศลดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ โดย Moody's และ Standard and Poor 's โดยการศึกษาเป็นการทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วง 2 วัน คือ วันประกาศผลอันดับความน่าเชื่อถือและหลังวันประกาศความน่าเชื่อถือ 1 วัน การศึกษาต่อมา 1992 ได้มีการศึกษาเพิ่ม ในกรณีการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า การปรับอันดับความน่าเชื่อถือนั้น ไม่มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ แต่ยังคงยืนยันผลการศึกษาดังเดิมในเรื่องการลดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ที่มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

Kim and Nabar (2003) ได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ของการลดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้กับราคาของหุ้นสามัญ โดยได้ทำการทดสอบ 2 สมมติฐาน คือ การทดสอบว่า สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เป็นแหล่งข้อมูลภายในของแต่ละองค์กรผ่านการปรับอันดับความน่าเชื่อถือหรือไม่ และการปรับอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ส่งผลต่อต้นทุนการกู้ยืมเงินทุนบริษัทหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่าสถาบันการจัดอันดับความน่าเชื่อถือเป็น

แหล่งข้อมูลที่สำคัญของนักลงทุนรายย่อยและการปรับอันดับความน่าเชื่อถือมีผลต่อต้นทุนการกู้ยืม  
เงินทุนของบริษัทด้วย

เรวัต วงศ์การณีย์ (2545) ได้ทำการศึกษา การทดสอบเพื่อวัดประสิทธิภาพของตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยแบบจำลอง ARIMA พบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมี  
ประสิทธิภาพในระดับที่สูงกว่าหรือเทียบเท่ากับประสิทธิภาพในระดับต่ำ ปัจจัยนี้อาจส่งผลให้ผล  
การวิจัยถึงความสัมพันธ์ระหว่างการปรับอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้กับผลตอบแทน  
ของหุ้นสามัญในประเทศไทยแตกต่างจากผลการวิจัยในต่างประเทศ เป็นเหตุให้ทำการศึกษาถึง  
ความสัมพันธ์ของการปรับอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญใน  
ประเทศไทยเพื่อเปรียบเทียบผลและนำการศึกษาไปปรับใช้กับการลงทุนเพื่อนำให้การลงทุนเกิด  
ประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

พัชรียา งามกิตติทรงคุณ (2547) ได้ทำ การศึกษาผลกระทบของปรับอันดับความ  
น่าเชื่อถือของหุ้นกู้ต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญของผู้ออกตราสารเดียวกัน พบว่า การเปลี่ยนแปลง  
อันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ไม่ว่าจะเป็นการ  
พิจารณาโดยรวมทั้งการปรับเพิ่มและลดอันดับความน่าเชื่อถือ การปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ  
หรือการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งเป็นผลขัดแย้งกับการศึกษาในอดีตในต่างประเทศ ที่ผล  
การศึกษาว่า การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ  
แต่ไม่มีผลในกรณีการปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ ผลการทดสอบนี้สะท้อนให้เห็นว่าผลของการ  
ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ นั้น ไม่ได้สะท้อนผ่านทางราคาของตราสารหนี้  
ไปก่อนหน้านั้นแล้ว

สุทธนุช พันธุ์บูรณานนท์ (2550) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ผลของการแตกหุ้นต่อราคาซื้อ  
ขายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาประสิทธิภาพของ  
ตลาดหลักทรัพย์จากเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น พบว่า ช่วงระยะเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์  
ประกาศข่าวการแตกหุ้นได้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม  
มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามลำดับ ในวันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศ ข่าวการแตกหุ้นมีอัตราผลตอบแทนที่  
ผิดปกติเกิดขึ้นในอัตราที่ไม่สูงมาก และช่วงระยะเวลาหลังเกิดเหตุการณ์ประกาศข่าวการแตกหุ้น  
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมกลับมีแนวโน้มลดลง ซึ่งเมื่อนำผลการศึกษาที่ได้เปรียบเทียบกับ  
แนวคิดเรื่องประสิทธิภาพของตลาด จึงได้ข้อสรุปว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังเป็นตลาด  
ที่ไม่มีประสิทธิภาพระดับกลาง