ผลกระทบของการประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจธนาคารของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน

EFFECT OF RATING CHANGE ANNOUNCEMENT ON RETURNS OF STOCKS IN THE BANKING SECTOR OF ASEAN STOCK MARKETS

ศดานันท์ ลิมปานุวัฒน์[*] และรวี ลงกานี[**]

บทคัดย่อ

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ ศึกษาการประกาศความน่าเชื่อถือของธนาคารในกลุ่มประเทศตลาดกำลังพัฒนาในกลุ่มประเทศอาเซียนว่าจะส่งผลกระทบอย่างไรกับผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ การเลือกหลักทรัพย์ที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงินโดยเฉพาะธนาคาร เนื่องจากหุ้นธนาคารถือเป็นหุ้นที่มีมูลค่าตลาดขนาดใหญ่ ยังมีการจ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมอ ทำให้หุ้นกลุ่มนี้ถือได้ว่าเป็นหุ้นที่มีความมั่นคงในระดับสูงและสร้างผลตอบแทนได้ต่อเนื่อง ส่งผลให้เมื่อมีปัจจัยที่มากระทบหุ้นกลุ่มธนาคาร ผลกระทบมักส่งต่อไปยังหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ อีกด้วย ส่วนการประกาศความน่าเชื่อถือจะเป็นส่วนช่วยในการวิเคราะห์ภาพรวมของธนาคารที่บริษัทจัดอันดับให้คะแนนไว้ ซึ่งผลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทจัดอันดับควรจะมีผลสอดคล้องกับผลตอบแทน ถ้าบริษัทประกาศความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้นผลตอบแทนของหลักทรัพย์ควรจะมีผลต่อการตัดสินใจของนักลุงทุนที่เพิ่มขึ้น ในทางตรงกันข้าม หากบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือจัดอันดับความน่าเชื่อของธนาคารลดลงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก็ควรจะลดลงเช่นกัน ในการศึกษานี้จะใช้สมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพในระดับกลาง ตามทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาดทุนโดยจะศึกษาแบบการศึกษาเหตุการณ์ ซึ่งดูจากปัจจัยของผลตอบแทนผิดปกติและทำการหาผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติเฉลี่ยสะสม

จากผลการศึกษาพบว่าการเพิ่มขึ้นของอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารในกลุ่มประเทศอาเซียนบวกสามไม่เกิดเหตุการณ์ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนผิดปกติสะสมทั้งช่วงก่อน ระหว่าง และหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคาร แต่กรณีที่มีการลดลงของอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารพบว่าช่วงวันประกาศการลดลงของอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารเกิดผลตอบแทนผิดปกติ และนอกจากนี้การเพิ่มหรือลดอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารในกลุ่มประเทศอาเซียนบวกสามเกิดผลตอบแทนผิดปกติสะสมก่อนประกาศการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคาร 60 วัน ถึง 1 วันเพิ่มขึ้น ซึ่งหมายถึงการเกิดเหตุการณ์ไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลการปรับอันดับเครดิตของธนาคารในกลุ่มประเทศอาเซียนบวกสามช่วงก่อนการประกาศเพิ่มหรือลดอันดับเครดิตทำให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติสะสม ซึ่งจะหมายถึงนักลงทุนมีการคาดการณ์ผลตอบแทนที่จะมีการประกาศความน่าเชื่อถือเกิดขึ้น ซึ่งโดยปกติแล้วธนาคารจะมีการประกาศผลดำเนินการออกมาก่อนและบริษัทจัดอันดับจะใช้ข้อมูลที่เปิดเผยสู่สาธารณะมาทำการประเมินทำให้การประเมินการจัดอันดับความน่าเชื่อถือมักจะออกหลังจากผลดำเนินงานของธนาคาร

[*] นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

[**] รองศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ABSTRACT

This study aims to examine the impact of the credit rating announcement of banks in developing markets within the ASEAN Plus Three region on the stock returns, particularly focusing on stock within the financial industry, especially banking stocks. This is because bank stocks are considered large-cap stocks with a significant Market Cap. They also provide regular dividend payments, making them reliable and consistent stocks in terms of generating returns. Consequently, when factors affect bank stocks, the impact often extends to stocks in other industries as well. The credit rating announcement serves as an analytical tool for evaluating the overall picture of a bank, as assigned by rating agencies. The credit rating should correspond to the returns. If a rating agency announces an increased credit rating, the stock returns should be affected, influencing the investment decisions of investors in a positive manner. Conversely, if the credit rating decreases, the returns on the stock should also decline. In this study, the efficient market hypothesis will be employed, specifically the semi-strong form market efficiency, following Fama's theory of capital market efficiency. The event study approach will be utilized, focusing on abnormal returns and calculating the Cumulative Abnormal Return _to analyze the abnormal return factors.

Based on the study's findings, it was observed that there were no abnormal average return events before, during, and after the change in the bank rating in the ASEAN Plus Three group. However, in cases where there was a decrease in the bank rating, it was found that the period of announcing the decrease resulted in abnormal returns.

The increase or decrease in bank rating in the ASEAN Plus Three group had a cumulative abnormal return effect before the announcement of the change in bank rating, ranging from 60 days to 1 day prior. This indicates that there were unequal events in the credit rating adjustment data of banks in the ASEAN Plus Three group before the announcement of the increase or decrease in the credit rating, resulting in cumulative abnormal return. Typically, banks make operational result announcements first, and rating agencies use publicly disclosed information to assess and assign credit rating. As a result, the assessment of credit rating by rating agencies often occurs after the bank's operational results have been released.

บทนำ

การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารเป็นวิธีหนึ่งที่ใช้ในการอ้างอิงว่าธนาคารนั้น ๆ มีความเสี่ยงที่จะไม่สามารถชำระหนี้สินตามเวลาที่กำหนดมากน้อยเพียงใด โดยอันดับความน่าเชื่อถือที่สูงหมายความว่าธนาคารมีความเสี่ยงที่จะไม่ชำระหนี้ต่ำ และมีความมั่นคงทางการเงินสูง นอกจากนี้การจัดอันดับของธนาคารยังเป็นแหล่งข้อมูลหนึ่งที่ใช้วัดคุณภาพและความนิยมของหลักทรัพย์ของบริษัทจำพวกตราสารหนี้ เป็นต้น แม้ว่าการจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากธนาคารจะไม่ใช่คำแนะนำการลงทุนโดยตรงแต่นักลงทุนสามารถนำไปใช้ตัดสินใจในการลงทุนได้ การศึกษานี้จะมุ่งเน้นศึกษาผลกระทบของการประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารที่มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดทุน คือ นักลงทุนจะสามารถทำกำไรเกินปกติได้จากข้อมูลข่าวสารที่มีการเปิดเผยออกมาได้หรือไม่ โดยขึ้นอยู่กับสมมติฐานประสิทธิภาพตลาด

จากงานวิจัยของ (Fama, Fisher, Jensen, & Roll, 1969) และ (Fama, 1976) ได้กล่าวว่า เมื่อตลาดเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาหุ้นจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงเมื่อตลาดมีข้อมูลข่าวสารใหม่ ๆ เกิดขึ้น และที่สำคัญไปกว่านั้นสำหรับบริษัทใด ๆ การเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ที่ต่างกันควรมีการเคลื่อนไหวที่ไม่แตกต่างกัน นั่นคือ ตลาดตราสารทุนและตลาดตราสารหนี้ควรมีการตอบสนองต่อข้อมูลต่าง ๆ ในลักษณะที่สอดคล้องสำหรับหลักทรัพย์ของบริษัทเดียวกัน ซึ่งเป็นการทดสอบสมมติฐานดังกล่าวจึงได้มีการศึกษาจาก (Weinstein, 1977) (Ederington & Goh, 1998) ได้มีการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ พบว่าอันดับความน่าเชื่อถือที่ลดลงกับราคาหลักที่ลดลงมีความสอดคล้องกัน แต่สำหรับการเพิ่มขึ้นของการเปลี่ยนแปลงความน่าเชื่อถือไม่พบการเปลี่ยนแปลงของราคาอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ด้านการศึกษาการเปลี่ยนแปลงความน่าเชื่อถือของธนาคารที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และการศึกษาของ (Goh & Ederington, 1999) ได้ศึกษาเพิ่มเติมอีกว่าหากไม่มีการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือล่วงหน้าจะทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติในวันที่การเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือมากโดยเฉพาะการลดอันดับความน่าเชื่อถือ ตัวอย่างเช่น จาก B2 ไป B3 จะมีผลมากกว่า A2 ไป A3 และ Aa3 ไป A3 ทำให้เกิดผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติน้อยกว่าการปรับลดความน่าเชื่อถือจาก B1 ไป B3 (Alsakka, Gwilym, & Vu, 2014) พบว่า การประกาศความน่าเชื่อถือของธนาคารส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ และการปรับลดความน่าเชื่อถือจะส่งผลมากกว่าการปรับเพิ่มขึ้นของความน่าเชื่อถือของธนาคาร ซึ่งแนวคิดของ (Alsakka, Gwilym, & Vu, 2014) เชื่อว่าราคาหุ้นจะตอบสนองต่อข่าวร้ายรวดเร็วและรุนแรงมากกว่าข่าวดี ซึ่งมีงานวิจัยที่ขัดแย้งกับแนวคิดนี้คืองานวิจัยของ (Lobão, Pacheco, & Campos, 2018) โดยจะแบ่งข้อมูลเป็นสองกลุ่มคือการลดอันดับความน่าเชื่อถือเป็นข่าวร้าย ส่วนการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือเป็นข่าวดี พบว่าการประกาศความน่าเชื่อถือของธนาคารส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ และการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือส่งผลมากกว่าการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการลดอันดับความน่าเชื่อถือไม่ผลต่อความรู้สึกของนักลงทุนซึ่งขัดแย้งกับแนวคิดดังกล่าว

งานวิจัยที่เกี่ยวมาข้างต้นนี้เป็นงานวิจัยที่ศึกษาในกลุ่มประเทศที่มีการพัฒนาทางตลาดการเงินแล้ว โดยงานวิจัยส่วนใหญ่มักใช้กลุ่มตัวอย่าง จากบริษัทในสหรัฐอเมริกา หรือ สหภาพยุโรป ดังนั้นจึงมีการทดสอบเปรียบเทียบระหว่างประเทศที่มีการพัฒนาตลาดการเงินแล้วกับประเทศที่เป็นตลาดเกิดใหม่ผลลัพธ์อย่างไร งานวิจัยของ Han et al. (2008) ได้ทดสอบปฏิกิริยาของตลาดหลักทรัพย์กับการเปลี่ยนแปลงของความน่าเชื่อถือบริษัทที่จัดอยู่ในประเทศตลาดเกิดใหม่ 26 ประเทศ โดยอ้างอิงข้อมูลตลาดเกิดใหม่จากดัชนี MSCI ซึ่งการศึกษานี้จะมีการเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงความน่าเชื่อถือมีผลต่อตลาดหุ้นแต่ละประเภท ซึ่งประเภทแรกคือ ตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้สกุลเงินท้องถิ่น และ ประเภทที่สอง ตลาดใบรับฝากหุ้นประเทศสหรัฐอเมริกา (สกุลเงิน US Dollar) โดยในตลาด ADR จะสมมติให้บริษัทต้องมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดยบริษัทจัดอันดับที่มีชื่อเสียง ได้แก่ Moody's และ S&P ทำให้มีการสะท้อนข้อมูลข่าวสารในการตัดสินใจแก่นักลงทุนเพิ่มมากขึ้น ซึ่งผลการศึกษาพบว่าในตลาด ADR การเพิ่มและลดความน่าเชื่อถือจะทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติสะสมมีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในด้านตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้สกุลเงินท้องถิ่นพบว่าการเพิ่มขึ้นของอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทในตลาดนี้สามารถทำให้ผลตอบแทนเกินปกติสูงขึ้นหรือลดลงก็ได้ เนื่องจากเกิดความแตกต่างของทิศทางในตอบสนองของการลงทุนจากนักลงทุน ดังนั้นเพื่อเป็นการตรวจสอบงานวิจัยดังกล่าวงานวิจัยนี้จะเลือกกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอาเซียนบวกสามมาใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

แนวคิดและทฤษฎี

ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ

งานวิจัยในอดีตของ (Fama, 1970) ได้กล่าวว่า นักลงทุนใช้ข้อมูลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในการตัดสินใจเข้าลงทุนในหลักทรัพย์ โดยในงานวิจัยได้กล่าวว่าตลาดที่มีประสิทธิภาพจะมีราคาที่สะท้อนข้อมูลทุกอย่าง สิ่งนี้จะบ่งบอกว่านักลงทุนควรมีข้อมูลแบบเดียวกัน และไม่สามารถเก็งกำไรจากการใช้ข้อมูลได้ ดังนั้นจึงจำเป็นต้องทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติ เพื่อทดสอบการเปลี่ยนแปลงของราคาว่ามีนัยสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารหรือไม่

ตามแนวคิดสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis : EMH) มีความเชื่อว่าในตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-Strong form Market Efficient) ผู้ลงทุนจะตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่มีการเปิดเผยอย่างรวดเร็วและเต็มที่ โดยการตอบสนองนั้นจะสะท้อนให้เห็นจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุน (Fama, 1970)

สมมติฐานการส่งสัญญาณข้อมูลข่าวสาร (Information Signaling Hypothesis)

สมมติฐานการส่งสัญญาณข้อมูลข่าวสาร สมมติฐานมาของตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง ราคาของหลักทรัพย์จะถูกหรับให้สอดคล้องกับข่าวสารและปัจจัยพื้นฐานที่เปลี่ยนแปลงไป เมื่อมีการประกาศเปลี่ยนแปลงความน่าเชื่อถือของธนาคาร ข่าวสารเหล่านี้จะเผยแพร่ออกมาสู่สาธารชน นักลงทุนจะมีการประเมินมูลค่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และราคาหุ้นของหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงทันที

วิธีการดำเนินการวิจัย

การค้นคว้าแบบอิสระเรื่องนี้เป็นการศึกษาแบบ Event Study โดยดูปัจจัยของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Returns : $AR_{i,t}$) แล้วทำการหา Cumulated Abnormal Returns ($CAR_{i,t+k}$) โดยใช้ช่วงข้อมูลราคาปิดรายวัน (Daily Data) ระหว่างปี 1 มกราคม 2548 ถึง 31 ธันวาคม 2565 และแบ่งการทดสอบเป็น 2 ส่วน

ส่วนที่ 1 ในการทดสอบการผลกระทบของการประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจธนาคารของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน (ASEAN +3) ได้มีวิเคราะห์แบบ Event Study โดยใช้ค่า Student's t

ส่วนที่ 2 การอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ด้วยวิธีวิเคราะห์ถดถอย

ในการศึกษาครั้งนี้ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลประเภทข้อมูลภาคตัดขวางซึ่งศึกษาจาก 8 ประเทศในอาเซียน (ASEAN +3) ได้แก่ ประเทศไทย ประเทศมาเลเซีย ประเทศฟิลิปปินส์ และประเทศอินโดนีเซีย ประเทศเวียดนาม ญี่ปุ่น เกาหลี จีน นอกจากนี้ประเทศเหล่านี้มีการพัฒนาตลาดรองและสามารถหาข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์ธนาคารได้ ขอบเขตของข้อมูลจะแบ่งออกเป็นสองส่วน ข้อมูลทั้งสองส่วนสามารถสืบค้นได้จากฐานข้อมูล S&P Capital IQ ได้แก่

1. จำนวนเหตุการณ์การประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารในอาเซียนบวก 3ของบริษัท S&P Capital IQ
2. ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ธนาคารในตลาดหลักทรัพย์ในอาเซียนบวกสาม 8 ประเทศ

สมมติฐาน

การทดสอบสมมติฐานของผลกระทบของการประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจธนาคารของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอาเซียน มีสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ทดสอบการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงหรือไม่

H_a: การประกาศการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงในวันประกาศ

สมมติฐานนี้ทดสอบด้วยการทำ Event study โดยมีการแบ่งช่วงในการทดสอบเป็นดังนี้

ช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ Announcement Window เป็นวัน +1 Preannouncement คือ -1 ถึง -60 เพื่อเผื่อให้ครอบคลุมผลกระทบจากการรั่วไหลของเหตุการณ์และ Post announcement Window คือ +2 ถึง +30 เพื่อรอให้นักลงทุนทำการซื้อขายหลักทรัพย์

ต่อมาจะทำการคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพื่อใช้ในการหาค่า Abnormal Returns (AR) โดยใช้สมการ Market Model $AR_{i,t} = R_{i,t} - \left(\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}\right)$ เพื่อนำมาหาคำนวณค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของหลักทรัพย์แล้วทดสอบสมมติฐานว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยที่เกิดขึ้นในช่วงเหตุการณ์นั้นมีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยตรวจสอบความสัมพันธ์ใช้การกระจายแบบ Student's t

สมมติฐานที่ 2 จากงานวิจัยของ Goh and Ederington (1999) ที่กล่าวว่าโดยทั่วไปแล้วตลาดจะมีตอบสนองกับการลดอันดับความน่าเชื่อถือมากกว่าการเพิ่มความน่าเชื่อถือ โดยถ้าหากเกิดการคาดการณ์ของตลาดล่วงหน้าจะส่งผลต่อตลาดก่อนที่จะมีการประกาศเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ โดยเชื่อว่าถ้าหากไม่มีการคาดการณ์ล่วงหน้าจะก่อให้เกิดผลตอบเกินปกติมีผลรุนแรงมากขึ้น จึงเป็นสมมติฐานที่ว่า หากไม่มีคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือล่วงหน้าจะส่งผลต่อผลตอบแทนเกินปกติที่รุนแรง

H_a: หากไม่มีคาดการณ์การจัดอันดับความน่าเชื่อถือในช่วงก่อนประกาศ (Pre-Announcement) จะส่งผลต่อให้เกิดผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมในช่วงประกาศ (Announcement Event)

ผลการศึกษา การอภิปรายผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

ผลการศึกษาส่วนที่ 1 ได้ข้อสรุปดังนี้การเพิ่มขึ้นของอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารในกลุ่มประเทศ ASEAN+3 ไม่เกิดเหตุการณ์ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนผิดปกติสะสมทั้งช่วงก่อน ระหว่าง และหลังการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคาร แต่กรณีที่มีการลดลงของอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารพบว่าช่วงวันประกาศการลดลงของอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารเกิดผลตอบแทนผิดปกติขึ้น

การศึกษาส่วนที่ 2 การเพิ่มหรือลดอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารในกลุ่มประเทศ ASEAN+3 ค่า CAR(-60,-1) ของธนาคารในกลุ่มประเทศ ASEAN+3 มีความสัมพันธ์กับ CAR(0,1) อย่างไรพบว่าการเกิดเหตุการณ์ไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลการปรับอันดับเครดิตของธนาคารในกลุ่มประเทศ ASEAN+3 ช่วงก่อนการประกาศเพิ่มหรือลดอันดับเครดิตทำให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติสะสม นอกจากนี้ยังพบอีกว่าการเพิ่มขึ้นของอันดับเครดิตของธนาคารส่งผลให้ผลตอบแทนผิดปกติสะสมลดลงในทางกลับกันหากอันดับเครดิตของธนาคารลดลงส่งผลให้ผลตอบแทนผิดปกติสะสมเพิ่มขึ้น แต่ทั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผิดปกติกับขนาดและระดับของ Initial Rating อยู่ในระดับน่าลงทุนหรือระดับเก็งกำไร หรือกล่าวได้ว่า

การมีอันดับความน่าเชื่อถือก่อนหน้าอยู่ในระดับทั้งน่าลงทุนและเก็งกำไรไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนผิดปกติสะสมของเหตุการณ์เพิ่มหรือลดอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคาร

สามารถอภิปรายผลได้ว่า การศึกษานี้มีความสอดคล้องกับการศึกษาของ Goh and Ederington (1999) ที่พบว่าตลาดมีตอบสนองกับการลดอันดับความน่าเชื่อถือมากกว่าการเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ และสอดคล้องกับการศึกษาของ Goh and Ederington (1993) ที่การศึกษาพบว่าการตอบสนองเชิงลบของหุ้นที่มีนัยสำคัญต่อการลดระดับความน่าเชื่อถือของบริษัท แต่ขัดแล้วกับการศึกษาของ Schweitzer, Szewczyk, and Varma (1992) ที่พบว่าการประกาศลดอันดับความน่าเชื่อถือจะมีผลต่อราคาหุ้นทำให้ผลตอบแทนสูงขึ้น 0.53 % ในช่วงวันประกาศการเปลี่ยนแปลงการ นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับการศึกษาของ Barron, Clare, and Thomas (1997) ที่พบว่าการประกาศลดอันดับความน่าเชื่อถือส่งผลเชิงลบต่อบริษัท แต่ขัดแย้งกรณีที่อันดับความน่าเชื่อถือที่เพิ่มขึ้นส่งผลเชิงบวกต่อบริษัทซึ่งการศึกษานี้ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว

บรรณานุกรม

Alsakka, R., Gwilym, O. a., & Vu, T. N. (2014). *Bank and sovereign credit ratings during the European debt crisis*. Retrived from ttps://www.efmaefm.org/0efmameetings/efma%20annual%20meetings/2013-Reading/papers/Alsakka-R.pdf

Barron, M. J., Clare, A. D., & Thomas, S. H. (1997). The Effect of Bond Rating Changes and New Ratings on UK Stock Returns. *Journal of Business, Finance and Accounting, 24*(3), 497-509.

Ederington, L. H., & Goh, J. C. (1998). Bond Rating Agencies and Stock Analysts: Who Knows What When? *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 33*(4), 569-585.

Elayan, F., Hsu, W., & Meyer, T. (2003). The Informational Content Of Credit Rating Announcements for Share Prices in a Small Market. *Journal Of Economics and Finance, 27*, 337–355.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital market: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance, 25*(2), 383-417.

Fama, E. F. (1976). Efficient Capital Markets: Reply. *The Journal of Finance, 31*(1), 143-145.

Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Price to New Information. *International Economic Review, 1*(1), 1-20.

Goh, J. C., & Ederington, H. L. (1993). Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders? *Journal of Finance, 48*(5), 2001-2008.

Goh, J. C., & Ederington, L. H. (1999). Cross-sectional variation in the stock market reaction to bond rating changes. *The Quarterly Review of Economics and Finance, 39*(1), 101-112.

Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics, 60*, 187–243. .

Hau, H., Langfield, S., & Marques-Ibanez, D. (2013). Bank ratings: what determines their quality? *Economic Policy, 28*(78), 289–333.

Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. (1986). The effect of bond rating changes on common stock prices. *Journal of Financial Economics, 17*(1), 57-89.

Jorion, P., & Zhang, G. (2007). Information Effects of Bond Rating Changes: The Role of the Rating Prior to the Announcement. *Journal of Fixed Income, 16*(4), 45–58.

Lobão, J., Pacheco, L., & Campos, S. (2018). Stock price effects of bank rating announcements: An application to European Union countries. *International Journal of Finance & Economics, 24*(1) 1-16.

Schweitzer, R., Szewczyk, S. H., & Varma , R. (1992). Bond rating agencies and their role in bank market discipline. *Journal of Financial Services Research, 6*, 249–263.

Weinstein, M. I. (1977). The effect of a rating change announcement on bond price. *Journal of Financial Economics, 5*(3), 329-350.

Wong, W., & Deng, Q. (2016). Efficiency analysis of banks in ASEAN countries. *Benchmarking An International Journal, 23*(7), 1798-1817.