

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ ของตราสารหนี้

ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์

ผู้อำนวยการโครงการปริญญาโททางการบัญชี (MAP) และผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

บทนำ: ข้อมูลส่วนหนึ่งที่นักลงทุนใช้ในการประเมินความน่าเชื่อถือของ
กิจการเพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารหนี้คืออันดับความ
น่าเชื่อถือหรืออันดับเครดิต (Credit Rating) โดยจะบ่งชี้ถึงความเสี่ยงอันเนื่อง
มาจากการที่ผู้ออกตราสารผิดนัดชำระหนี้ (Default Risk) ไม่สามารถชำระหนี้ทั้งใน
ส่วนดอกเบี้ยหรือเงินต้นได้ตามกำหนด ซึ่งนักลงทุนสามารถพิจารณาความเสี่ยง
ประเภทนี้จาก Credit Rating ที่ออกโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เช่น Standard
and Poor's Corporation (S&P) Moody's Investor Service (Moody's) หรือ
บริษัททริสเรตติ้ง จำกัด (TRIS) งานวิจัยส่วนหนึ่งใช้ Credit Rating เป็นตัวชี้วัด
สภาพทางการเงินและการดำเนินงานขององค์กร อย่างไรก็ตาม ยังคงมีข้อสงสัยว่าบริษัท
จัดอันดับความน่าเชื่อถือได้ให้ข้อมูลที่ข่าวสารใหม่ที่ผู้ลงทุนยังไม่ทราบและให้ประโยชน์
ต่อการตัดสินใจหรือไม่ หรือ Credit Rating นั้นเป็นเพียงข้อมูลที่ผู้ลงทุนทราบกัน
อยู่แล้ว

งานวิจัยที่ใช้ในการศึกษาคำตอบของข้อสงสัยดังกล่าวแบ่งเป็น 2 ด้าน ด้านแรก
จะใช้สมมติฐานที่เกี่ยวข้องกับประสิทธิภาพของตลาดทุน (Efficient Market Hypothesis)
ซึ่งมีแนวคิดที่ว่า นักลงทุนจะได้รับข้อมูลข่าวสารที่เปิดเผยจากตลาดทุนเท่าเทียมกัน ไม่มี
นักลงทุนใดที่สามารถทำกำไรในอัตราที่สูงกว่ากำไรที่ควรได้รับหรือกำไรปกติ ดังนั้น
ตามสมมติฐานนี้ การเปลี่ยนแปลงใน Credit Rating จึงไม่น่าจะมีผลกระทบต่อราคา
ของตราสารหนี้เนื่องจากบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือทำการประเมินความน่าเชื่อถือ
โดยใช้ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ เช่น งบการเงิน ซึ่งเป็นข้อมูลที่นักลงทุนทราบอย่าง
เท่าเทียมกัน งานวิจัยของ Weinstein (1977) ได้ค้นพบข้อสนับสนุนสมมติฐานดังกล่าว
นั่นคือ สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือไม่ได้ให้ข้อมูลข่าวสารใหม่ที่เป็นประโยชน์ต่อ

วารสารวิชาชีพบัญชี นักลงทุน

ปีที่ 2 เล่มที่ 2

(ฉบับที่ 4)

(กันยายน 2549)

หน้า 28-41

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยอีกด้านหนึ่งกลับพบว่า Credit Rating ที่กำหนดโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือนั้น ให้ข้อมูลข่าวสารใหม่เพิ่มเติมภายใต้สถานการณ์บางอย่าง เช่น จากการวิจัยของ Ederington and Goh (1993) พบว่าการลดลงของ Credit Rating นั้นไม่ได้หมายความว่า จะเป็นสิ่งที่ไม่ดีเสมอไปในมุมมองของนักลงทุน เฉพาะ การลดลงของ Credit Rating ที่เกิดจากการประเมิน โอกาสทางการเงินของธุรกิจซ้ำหลังจากที่เคยประเมินไป แล้วเท่านั้นจึงจะถือเป็นข่าวที่ไม่ดีต่อตลาดทุน ซึ่งแสดงว่า นักลงทุนมองว่า Credit Rating แสดงสัญญาณที่มี คุณค่าต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับสภาพทางการเงินและ การดำเนินงานของกิจการ นอกจากนี้ งานวิจัยของ Ederington and Goh ที่ศึกษาเพิ่มเติมในปี ค.ศ. 1998 ยังพบว่า ราคาของหุ้นได้ลดลงในกรณีที่สถาบันจัดอันดับ ความน่าเชื่อถือได้ลดอันดับ Credit Rating ของบริษัทลง แต่ราคาหุ้นกลับไม่มีการเปลี่ยนแปลงในกรณีที่ Credit Rating มีอันดับเพิ่มขึ้น ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าว สอดคล้องกับงานวิจัยของ Holthausen and Leftwich (1986)

งานวิจัยเชิงประจักษ์ในอดีตส่วนใหญ่พบหลักฐานที่ สอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ได้ให้ข้อมูลข่าวสารบางอย่างเพิ่มเติมแก่นักลงทุน Copeland and Weston (1988) เสนอแนวคิดที่ว่า โดยทั่วไปแล้ว Credit Rating เป็นแหล่งข้อมูลที่เพียงพอต่อการ ตัดสินใจถ้าสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือประเมินความ เสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ (Default Risk) โดยไม่มีอคติ งานวิจัยฉบับนี้ได้ทำการศึกษายิ่งอิงจากแนวคิดของ Copeland and Weston (1988) และได้ศึกษาเพิ่มเติม ถึงปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของกิจการ

งานวิจัยนี้ได้พบหลักฐานที่สอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าทั้ง นักวิเคราะห์การเงิน (Financial Analysts) และ สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้ให้ข้อมูลข่าวสารใหม่แก่นักลงทุนในตลาด นอกจากนี้ยังพบว่าการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะยาว (Bond) มี

ความสัมพันธ์ที่เสริมสร้างกัน (Reciprocal Relationship หรือ Two-Way Relationship) กับการปรับปรุงราคา การอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาว อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ที่เสริมสร้างกันดังกล่าวไม่เกิดขึ้นเสมอไป ที่ เป็นการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ ระยะสั้น (Commercial Paper)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

นักลงทุนบางส่วนใช้อันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ที่กำหนดโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือในการประเมินความน่าเชื่อถือของกิจการที่จะลงทุน เป็น เพราะเชื่อว่า Credit Rating ให้ข้อมูลข่าวสารใหม่ที่เป็น ประโยชน์ต่อการตัดสินใจแก่นักลงทุนเนื่องจากในการ จัดอันดับ Credit Rating นั้น สถาบันจัดอันดับความ น่าเชื่อถือจะใช้ทั้งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชนและข้อมูล ภายในบริษัทที่ไม่ได้เปิดเผยกันทั่วไป Watts and Zimmerman (1986) ได้สรุปผลจากงานวิจัยในอดีตว่า สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือใช้ข้อมูลทางบัญชีใน การเงินที่เปิดเผยโดยกิจการในการกำหนดและการ เปลี่ยนแปลง Credit Rating งานวิจัยของ Sengupta (1998) ค้นพบว่า Credit Rating ของตราสารหนี้ ระยะยาวหรือพันธบัตรให้ข้อมูลที่สะท้อนถึงความเสี่ยง ที่เกิดจากการผิดนัดชำระหนี้ของกิจการ นอกจากนี้ Ederington et.al. (1987) ได้พบว่า ในการจัดอันดับ ความน่าเชื่อถือนั้น สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้ใช้ ข้อมูลภายในที่ไม่ได้เปิดเผยสู่สาธารณชนด้วย เช่น รายงาน การประชุมของคณะกรรมการ รายงานการวิเคราะห์กำไร แยกตามสายผลิตภัณฑ์ และแผนการออกผลิตภัณฑ์ใหม่

ตลาดตราสารหนี้ระยะสั้นเป็นอีกแหล่งทางการเงิน ที่สำคัญ งานวิจัยของ Diamond (1991) แสดงให้เห็นว่า ชื่อเสียงของบริษัทที่ต้องการกู้ยืมเงินมีผลต่อวิธีการกู้ยืม เงินว่าบริษัทจะกู้ยืมโดยตรงหรือผ่านตัวแทน เช่น ตลาด ตราสารหนี้ Crabbe and Post (1994) ใช้โมเดลของ Diamond ในการศึกษาผลกระทบของการลดอันดับ Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นที่มีการซื้อขายใน

ตลาดการเงิน และพบว่าก่อนการลดลงของ Credit Rating ราคาของตราสารหนี้ระยะสั้นไม่ได้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ราคาดังกล่าวกลับลดลงอย่างรวดเร็วภายในระยะเวลาอันสั้นหลังจากการลดลงของ Credit Rating แสดงให้เห็นว่าการลดลงของ Credit Rating ได้ให้ข้อมูลใหม่แก่นักลงทุน นอกจากนี้ Nayar and Rozeff (1994) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นกับราคาหุ้น และพบว่าตราสารหนี้ระยะสั้นที่มี Credit Rating อยู่ในระดับสูงจะมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ จึงอธิบายว่าสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้ให้ข้อมูลที่แสดงถึงโอกาสในการเจริญเติบโตในอนาคตของกิจการที่ต้องการกู้ยืมระยะสั้น นอกจากนี้ ยังพบว่า ผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะลดลงถ้า Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นลดลง อย่างไรก็ตาม การเพิ่มขึ้นของ Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นไม่ได้ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

นักวิเคราะห์ทางการเงินประเมินมูลค่าของกิจการและให้ความเห็นเกี่ยวกับกิจการแก่นักลงทุนซึ่งอาจจะเป็นกลุ่มที่มีลักษณะที่แตกต่างกับนักลงทุนที่ใช้ข้อมูล Credit Rating งานวิจัยจำนวนไม่น้อยแสดงให้เห็นว่านักวิเคราะห์ทางการเงินได้ให้ข้อมูลข่าวสารใหม่แก่นักลงทุน เช่น งานวิจัยของ Francis and Soffer (1997) ที่พบว่าหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ทางการเงินแนะนำและซื้ออยู่ประมาณการกำไรสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนส่วนเกินที่สะสมก่อนและหลังวันที่มีการเปิดเผยข้อมูลประมาณ 5%

สมมติฐานของงานวิจัย

งานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับ Credit Rating มักจะศึกษาผลกระทบของ Credit Rating และการเปลี่ยนแปลงที่มีต่อตลาดหุ้น อย่างไรก็ตามงานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาเพิ่มเติมถึงสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงของ Credit Rating หรืออีกนัยหนึ่ง งานวิจัยนี้จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของ Credit Rating และข้อมูล

ทางการเงินที่น่าจะมีความเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว

งานวิจัยนี้ได้แบ่งกลุ่มของตราสารหนี้ออกเป็น 2 กลุ่ม คือ ตราสารหนี้ระยะสั้นและตราสารหนี้ระยะยาว ในงานวิจัยนี้จะใช้ตราสารหนี้ระยะสั้น (Commercial Paper) เป็นตัววัดความน่าเชื่อถือของกิจการในระยะสั้น ซึ่งตราสารดังกล่าวเป็นตั๋วสัญญาใช้เงินที่ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกันที่ออกโดยกิจการ โดยทั่วไปแล้วอายุของตราสารหนี้ระยะสั้นจะน้อยกว่า 270 วัน ส่วนพันธบัตรหรือหุ้นกู้ (Bond) นั้นจะใช้เป็นตัววัดความน่าเชื่อถือของกิจการในระยะยาวสำหรับตัวแปรทางการเงินซึ่งศึกษาในงานวิจัยนี้ และความสัมพันธ์กับ Credit Rating ประกอบด้วย

1. ประมาณการอัตราดอกเบี้ยของกำไรในระยะยาว

ถ้านักวิเคราะห์ทางการเงินได้ให้ข้อมูลข่าวสารใหม่แก่นักลงทุน การปรับประมาณการของนักวิเคราะห์ที่น่าจะส่งผลให้ Credit Rating มีการเปลี่ยนแปลง อย่างไรก็ตามงานวิจัยในอดีตได้ค้นพบว่า Credit Rating เองก็ได้ให้ข้อมูลใหม่แก่นักลงทุน ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงของ Credit Rating ก็น่าจะมีผลให้นักวิเคราะห์ปรับประมาณการของตน งานวิจัยของ Ederington and Goh (1998) ค้นพบว่า นักวิเคราะห์ทางการเงินใช้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ในการประมาณกำไร และในทางกลับกันสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้ใช้ข้อมูลการปรับประมาณการกำไรในการเปลี่ยนแปลง Credit Rating

สำหรับตัวแปรทางการเงินซึ่งเป็นตัวแปรนอกระบบ (Exogenous Variables) ที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์กับประมาณการอัตราดอกเบี้ยของกำไรในระยะยาวนั้น จะอ้างอิงจากงานวิจัยของ Lev and Thiagarajan (1993) และ Abarbanell and Bushee (1997) ซึ่งได้วิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานที่ใช้ในการกำหนดตัวแปรทางการเงินที่นักวิเคราะห์จัดว่าเป็นประโยชน์ในการประเมินผลการดำเนินงานและประมาณกำไรในอนาคตของกิจการ ตัวแปรดังกล่าวมีดังนี้

1.1 การเปลี่ยนแปลงของสินค้าเปรียบเทียบกับยอดขาย นักวิเคราะห์มักจะมองว่า การเพิ่มขึ้นที่ไม่ได้สัดส่วนกันของสินค้าเมื่อเปรียบเทียบกับยอดขายเป็นสัญญาณเชิงลบ ซึ่งสอดคล้องกับแรงจูงใจในการตกแต่งไม่ให้อุด การผลิมีการเปลี่ยนแปลงมากนัก Lev and Thiagarajan (1993) คำนวณตัวแปรนี้โดยหาผลต่างระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินค้าและอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย¹ และพบว่า การเปลี่ยนแปลงของสินค้าเปรียบเทียบกับยอดขายมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของหุ้น ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงคาดว่า การเพิ่มขึ้นของสินค้าคงเหลือที่ไม่ได้สัดส่วนกับการเพิ่มขึ้นของยอดขายจะมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาว

1.2 การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้เปรียบเทียบกับยอดขาย Lev and Thiagarajan (1993) เสนอว่า ในมุมมองของนักวิเคราะห์ทางการเงินนั้น ยอดลูกหนี้ที่เพิ่มขึ้นแต่ไม่ได้สัดส่วนกับยอดขายที่เพิ่มขึ้นเป็นสัญญาณเชิงลบ เช่น อาจแสดงถึงการตกแต่งกำไร ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงคาดว่า การเพิ่มขึ้นของยอดลูกหนี้ที่ไม่เป็นสัดส่วนสอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของยอดขายจะมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาว

1.3 การเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้นเปรียบเทียบกับยอดขาย

กำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นไม่เป็นสัดส่วนที่สอดคล้องกับยอดขาย ซึ่งคำนวณจากผลต่างระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขายกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้น มักจะถูกมองว่าเป็นสัญญาณเชิงลบ Lev and Thiagarajan (1993) มีข้อสังเกตว่า โดยทั่วไปแล้วการเปลี่ยนแปลงในองค์ประกอบของกำไรขั้นต้นจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวของกิจการ ดังนั้น จึงถือว่าเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการประเมินความยั่งยืนของกำไรและมูลค่า

ของกิจการ ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงคาดว่ากำไรขั้นต้นที่ลดลงไม่ได้สัดส่วนกับยอดขายน่าจะมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาว

1.4 การเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเปรียบเทียบกับยอดขาย

งานวิจัยของ Lev and Thiagarajan (1993) ค้นพบว่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่เพิ่มขึ้นไม่ได้สัดส่วนกับยอดขายที่ขายเพิ่มขึ้นแสดงถึงการบริหารจัดการที่ไม่มีประสิทธิภาพ ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงคาดว่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่เพิ่มขึ้นจะมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาว

1.5 การเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้น

นักวิเคราะห์ทางการเงินมักจะใช้กำไรในอดีตในการพยากรณ์ผลตอบแทนของหุ้นและกำไรในอนาคต เห็นได้จากการใช้การเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นในสมการถดถอยระหว่างผลตอบแทนของหุ้นและกำไร ปัจจัยดังกล่าวจึงน่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาว เนื่องจากกำไรเป็นตัวชี้วัดผลการปฏิบัติงานที่มาจากระบบบัญชี การเปลี่ยนแปลงกำไรจึงแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานขององค์กร ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงคาดว่า การเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นน่าจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวและการเปลี่ยนแปลงของ Credit Rating

งานวิจัยนี้เลือกใช้ประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวเนื่องจากผลกระทบของตัวแปรดังกล่าวต่อ Credit Rating ของกิจการน่าจะมีความแตกต่างกันขึ้นอยู่กับอายุของตราสารหนี้ นั่นคือ ประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวน่าจะส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้

¹ อัตราการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรทางการเงินจะคำนวณโดยที่ค่าบวกจะแสดงถึงสัญญาณที่ผู้ลงทุนรับรู้ว่าเป็นข่าวสารเชิงลบ

ระยะยาวมากกว่าการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้น ซึ่งเขียนในรูปของสมมติฐานทางเลือก (Alternative Hypotheses) ได้ ดังนี้

สมมติฐานที่ 1: การปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวมีผลต่อการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานที่ 2: การปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวมีผลต่อการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะยาวมากกว่าการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้น

2. โครงสร้างเงินทุนของกิจการ (Capital Structure)

โครงสร้างเงินทุนของกิจการมีผลต่อความน่าเชื่อถือเนื่องจากโครงสร้างดังกล่าวส่งผลต่อความเป็นไปได้ที่กิจการอาจผิดนัดชำระหนี้หรือเกิดการล้มละลาย ซึ่งจะส่งผลต่อ Credit Rating โครงสร้างเงินทุนคำนวณโดยการเปรียบเทียบหนี้สินระยะยาวกับส่วนของผู้ถือหุ้น โดยทั่วไปแล้ว กิจการที่มีสัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงจะมีความเสี่ยงมากขึ้นในกรณีที่เกิดเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบ เช่น เศรษฐกิจถดถอยทำให้ความต้องการสินค้าลดลง ดังนั้น จึงสรุปเป็นสมมติฐานของงานวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 3: การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน (ระดับการก่อหนี้) มีความสัมพันธ์ในทางลบกับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานที่ 4: ค่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน (ระดับการก่อหนี้) กับ การเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะยาวมีค่ามากกว่าค่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน (ระดับการก่อหนี้) กับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้น

3. สภาพคล่อง (Liquidity)

สภาพคล่องจะบ่งชี้ถึงความสามารถของกิจการในการจ่ายชำระหนี้ระยะสั้น งานวิจัยนี้เลือกใช้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) และกระแสเงินสด (Cash

Flow) เป็นตัวแปรที่ใช้วัดสภาพคล่องของกิจการ งานวิจัยของ Nayar and Rozeff (1994) ค้นพบว่ากิจการที่มี Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นสูงจะเป็ลตอบแทนของหุ้นมากกว่ากิจการที่มี Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นต่ำ เนื่องจากกิจการที่มี Credit Rating สูงสามารถกู้ยืมเงินได้โดยมีต้นทุนที่ต่ำกว่า จึงสรุปเป็นสมมติฐานของงานวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 5: การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนและกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานที่ 6: ค่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนและกระแสเงินสดกับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นจะมีค่ามากกว่าค่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนและกระแสเงินสดกับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะยาว

4. อัตราการเติบโต (Growth)

อัตราการเจริญเติบโตของกิจการเป็นส่วนหนึ่งของข้อมูลที่สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือใช้ในการประเมินความน่าเชื่อถือของกิจการ บริษัทที่มีแนวโน้มที่จะเจริญเติบโตสูงก็จะเป็นไปได้ในการจ่ายชำระหนี้มากกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตต่ำกว่า งานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นตัวชี้วัดอัตราการเติบโต โดยมีสมมติฐานในการวิจัยดังนี้

สมมติฐานที่ 7: การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานที่ 8: ค่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีกับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะยาวจะมีค่ามากกว่าค่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลง

อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีกับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้น

5. ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

งานวิจัยนี้ใช้อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Return on Asset) เป็นตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินธุรกิจหลัก และใช้อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Time Interest Earned) เป็นตัวชี้วัดว่ากิจการสามารถทำกำไรได้เพียงพอต่อการจ่ายดอกเบี้ยหรือไม่ สรุปเป็นสมมติฐานงานวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 9: การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

วิธีการวิจัยและกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ทั้งระยะสั้นและระยะยาว ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมและสมมติฐานข้างต้น สามารถเขียนสรุปเป็นสมการได้ดังนี้

$$\Delta BOND_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta GF_t + \beta_2 \Delta EPS_t + \beta_3 \Delta DE_t + \beta_4 \Delta CR_t + \beta_5 \Delta CF_t + \beta_6 \Delta MB_t + \beta_7 \Delta ROA_t + \beta_8 \Delta INT_t + \beta_9 LASSET_{t-1} + \nu \quad (1)$$

$$\Delta CP_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta GF_t + \beta_2 \Delta EPS_t + \beta_3 \Delta DE_t + \beta_4 \Delta CR_t + \beta_5 \Delta CF_t + \beta_6 \Delta MB_t + \beta_7 \Delta ROA_t + \beta_8 \Delta INT_t + \beta_9 LASSET_{t-1} + \nu \quad (2)$$

โดยที่

$\Delta BOND_t$ = การเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะยาวในปี t ซึ่งข้อมูลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้มาจากฐานข้อมูล Compustat ซึ่งได้รวบรวม Credit Rating ของ S&P ผู้วิจัยได้กำหนดรหัสให้กับ Credit Rating และคำนวณการเปลี่ยนแปลงจากผลต่างระหว่างกำลังสองของรหัส Rating ในปีปัจจุบันกับกำลังสองของรหัส Rating ของปีที่แล้ว $((Rating_t)^2 - (Rating_{t-1})^2)$ การใช้กำลังสองเนื่องจากเพื่อให้เห็นระดับของการเปลี่ยนแปลง เช่น การลดลงจากระดับ AAA เป็น AA น่าจะมีผลน้อยกว่าการลดลงจากระดับ C เป็น D

ΔCP_t = การเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นในปี t ซึ่งมีขั้นตอนการคำนวณเช่นเดียวกับการหนี้ของตราสารหนี้ระยะยาว

ΔGF_t = การเปลี่ยนแปลงประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวในปี t $((GF_t - GF_{t-1}) / GF_{t-1})$

ΔEPS_t = การเปลี่ยนแปลงอัตรากำไรต่อหุ้นในปี t $((EPS_t - EPS_{t-1}) / EPS_{t-1})$

ΔDE_t = การเปลี่ยนแปลงอัตราหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในปี t $((DE_t - DE_{t-1}) / DE_{t-1})$

ΔCR_t = การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนในปี t $((CR_t - CR_{t-1}) / CR_{t-1})$

ΔCF_t = การเปลี่ยนแปลงระดับของกระแสเงินสดในปี t $((CF_t - CF_{t-1}) / CF_{t-1})$

ΔMB_t = การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีในปี t $((MB_t - MB_{t-1}) / MB_{t-1})$

ΔROA_t = การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ในปี t $((ROA_t - ROA_{t-1}) / ROA_{t-1})$

ΔINT_t = การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยในปี t $((INT_t - INT_{t-1}) / INT_{t-1})$

$LASSET_{t-1}$ = Natural Log ของสินทรัพย์รวม ณ ต้นปี ซึ่งงานวิจัยนี้ใช้เป็นตัวแปรที่ควบคุมขนาดของกิจการ
 ν = ค่าความคลาดเคลื่อน

■ บทความวิจัย

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการเปลี่ยนแปลง Credit Rating อาจมีความสัมพันธ์ที่เสริมสร้างกันกับการปรับประมาณการอัตราดอกเบี้ยของกำไรในระยะยาว (Reciprocal Relationship) งานวิจัยนี้จึงใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุดสองขั้น (Two-Stage Least Squares) เพื่อลดปัญหา Simultaneity ที่อาจเกิดขึ้น โดยในขั้นแรกผู้วิจัยได้ใช้การวิเคราะห์

ถดถอยความสัมพันธ์ระหว่างการปรับประมาณการอัตราดอกเบี้ยของกำไรในระยะยาวกับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating และตัวแปรนอกระบบ (Exogenous Variables) อื่นที่อาจส่งผลต่อการปรับประมาณการของนักวิเคราะห์ ดังสมการที่ 3

$$\Delta GF_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta RATE_t + \beta_2 \Delta INV_t + \beta_3 \Delta AR_t + \beta_4 \Delta GM_t + \beta_5 \Delta SA_t + \beta_6 \Delta EPS_t + \beta_7 LASSET_{t-1} + u \quad (3)$$

โดยมีคำอธิบายของตัวแปรเพิ่มเติมดังนี้

- $\Delta RATE_t$ = $\Delta BOND_t$ สำหรับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะยาวในปี t
- = ΔCP_t สำหรับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นในปี t
- ΔINV_t = การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือเปรียบเทียบกับยอดขายในปี t ($\% \Delta INT_t - \% \Delta Sales$ โดยที่ $\% \Delta INT_t = (INT_t - E(INT_t)) / E(INT_t)$ และ $E(INT_t) = 1/2 (INT_{t-1} + INT_{t-2})$)
- ΔAR_t = การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้เปรียบเทียบกับยอดขายในปี t ($\% \Delta AR_t - \% \Delta Sales$)*
- ΔGM_t = การเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้นเปรียบเทียบกับยอดขายในปี t ($\% \Delta Sales - \% \Delta GM_t$)*
- ΔSA_t = การเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเปรียบเทียบกับยอดขายในปี t ($\% \Delta SA_t - \% \Delta Sales$)*
- u = ค่าความคลาดเคลื่อน

* มีวิธีการวัดค่าเช่นเดียวกับตัวแปรสินค้าคงเหลือ

ค่าสัมประสิทธิ์ของ ΔGF_t ที่ได้จากสมการที่ 3 จะนำไปใช้ในสมการที่ 1 และ 2 เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ต่อไป

กลุ่มบริษัทตัวอย่างที่นำมาศึกษาเป็นบริษัทที่มีข้อมูล Credit Rating ของตราสารหนี้ในฐานข้อมูล Compustat ระหว่างช่วงเวลาดังแต่เดือนเมษายน ค.ศ. 1988-เดือนเมษายน ค.ศ. 1998 สาเหตุที่เลือกเดือนเมษายนเนื่องจากเพื่อให้มั่นใจว่าสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้ใช้ข้อมูลจากงบการเงินที่เปิดเผยแพร่ออกไป ส่วนข้อมูลประมาณการอัตราดอกเบี้ยของกำไรในระยะยาวในช่วงเวลาเดียวกันได้มาจากฐานข้อมูล IBES ข้อมูลอื่นๆ ได้มาจากฐานข้อมูล Compustat หลังจากที่ได้ดัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนหรือข้อมูลที่มีความผิดปกติไปจากกลุ่มแล้ว จะมีกลุ่มตัวอย่างเท่ากับ 267 รายการ (หน่วยเป็น Firm-Year) สำหรับ

บริษัทที่ Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะยาวมีการเปลี่ยนแปลงในช่วงเวลาปี ค.ศ. 1989-1998 และมีกลุ่มตัวอย่าง 65 รายการ (หน่วยเป็น Firm-Year) สำหรับบริษัทที่ Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นมีการเปลี่ยนแปลงในช่วงเวลาดังกล่าว ข้อมูลทางสถิติเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างทั้ง 2 กลุ่มสรุปได้ดังตารางที่ 1 และ 2 โดยเฉลี่ยแล้ว Credit Rating ของตราสารหนี้ทั้งระยะสั้นและระยะยาวได้ลดลงในช่วงเวลาปี ค.ศ. 1989-1998 ในทางตรงกันข้าม ในช่วงเวลาเดียวกันนักวิเคราะห์ทางการเงินได้ปรับประมาณการอัตราดอกเบี้ยของกำไรในระยะยาวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ยังไม่สามารถสรุปได้

ตารางที่ 1 แสดงค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดของตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย
(กลุ่มตัวอย่างตราสารหนี้ระยะยาว)

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
$\Delta BOND_t$	-0.142	13.000	40.609	-168.00	200.00
ΔGF_t	0.004	0.000	0.212	-0.87	0.93
ΔEPS_t	0.362	-0.050	6.777	-20.10	58.00
ΔDE_t	0.356	-0.010	1.492	-2.60	10.96
ΔCR_t	0.038	-0.020	0.630	-0.81	9.59
ΔCF_t	-0.204	0.060	6.202	-88.12	31.67
ΔMB_t	0.155	0.030	1.155	-7.00	12.58
ΔROA_t	0.327	-0.120	7.283	-26.31	87.00
ΔINT_t	-0.532	-0.090	4.063	-47.71	8.70
ΔINV_t	-0.020	-0.020	0.292	-1.21	1.48
ΔAR_t	-0.005	-0.010	0.234	-0.93	1.63
ΔGM_t	-0.947	0.030	13.164	-209.69	4.58
ΔSA_t	0.006	0.010	0.222	-0.63	0.39
$LASSET_{t-1}$	7.687	7.670	0.258	4.13	11.36

ตารางที่ 2 แสดงค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดของตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย
(กลุ่มตัวอย่างตราสารหนี้ระยะสั้น)

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
ΔCP_t	-25.354	-26.000	239.488	-627.00	408.00
ΔGF_t	0.003	0.010	0.141	-0.53	0.32
ΔEPS_t	-0.301	-0.130	1.695	-6.76	5.32
ΔDE_t	0.465	0.020	1.777	-1.75	9.18
ΔCR_t	-0.020	0.000	0.179	-0.65	0.30
ΔCF_t	0.030	0.050	1.113	-4.27	4.66
ΔMB_t	0.178	0.100	0.978	-2.79	0.92
ΔROA_t	0.397	-0.18	1.646	-6.48	5.31
ΔINT_t	0.096	-0.090	1.578	-5.53	8.70
ΔINV_t	0.014	-0.010	0.266	-0.42	1.48
ΔAR_t	-0.018	-0.010	0.240	-0.93	0.84
ΔCM_t	0.336	0.020	0.923	-0.14	4.58
ΔSA_t	0.010	0.020	0.100	-0.31	0.39
$LASSET_{t-1}$	8.258	8.000	0.964	6.54	11.3

■ บททความวิจัย

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้

จากข้อมูลทางสถิติเบื้องต้นว่าการเปลี่ยนแปลง Credit Rating มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวเนื่องจากข้อมูลดังกล่าวเป็นค่าเฉลี่ยของช่วงระยะเวลา 10 ปี

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ตารางที่ 3 แสดงผลของการวิเคราะห์สมการถดถอยขั้นแรกระหว่างการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวกับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะยาวและตัวแปรนอกระบบต่างๆ จะเห็นได้ว่าการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะยาวของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวของนักวิเคราะห์ทางการเงินที่ระดับนัยสำคัญ 1% ซึ่งอาจจะตีความได้ว่านักวิเคราะห์

ทางการเงินได้ใช้ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือในการประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรระยะยาว นอกจากนี้ ยังพบว่าการลดลงของกำไรระยะยาวที่ไม่สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของยอดขายมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวที่ระดับนัยสำคัญ 1% ซึ่งมีค่าได้ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Lev and Bhagarajan (1993) ที่เสนอว่าข้อมูลกำไรระยะยาวเป็นสัญญาณที่มีคุณค่าต่อการตัดสินใจและนักวิเคราะห์การเงินได้ใช้ข้อมูลดังกล่าวในการประเมินผลการดำเนินงานและประมาณกำไรในอนาคตของกิจการ อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ไม่ได้พบหลักฐานที่สนับสนุนว่าการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้ และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเปรียบเทียบกับยอดขาย และกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 3 แสดงผลของการวิเคราะห์สมการถดถอยขั้นแรกของสมการที่ 3 (กลุ่มตัวอย่างตราสารหนี้ระยะยาว)

$$\Delta GF_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta BOND_t + \beta_2 \Delta INV_t + \beta_3 \Delta AR_t + \beta_4 \Delta GM_t + \beta_5 \Delta SA_t + \beta_6 \Delta EPS_t + \beta_7 LASSET_{t-1} + u \quad (3)$$

ตัวแปร	ทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดไว้	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าสถิติ t
Intercept		-0.126	-1.583
$\Delta BOND_t$	+	0.001	3.216***
ΔINV_t	-	-0.030	-0.668
ΔAR_t	-	-0.017	-0.307
ΔGM_t	-	0.003	2.980***
ΔSA_t	-	-0.030	-0.280
ΔEPS_t	+	0.101	0.539
$LASSET_{t-1}$		0.017	1.633

Adjusted $R^2 = 0.058$

*** ระดับนัยสำคัญที่ $\alpha < 0.01$

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยขั้นที่สองของสมการที่ 1 (กลุ่มตัวอย่างตราสารหนี้ระยะยาว)

$$\begin{aligned}\Delta BOND_t = & \beta_0 + \beta_1 \Delta \hat{G}F_t + \beta_2 \Delta EPS_t + \beta_3 \Delta DE_t + \beta_4 \Delta CR_t + \beta_5 \Delta CF_t + \beta_6 \Delta MB_t \\ & + \beta_7 \Delta ROA_t + \beta_8 \Delta INT_t + \beta_9 LASSET_{t-1} + \nu\end{aligned}$$

ตัวแปร	ทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดไว้	ค่าสัมประสิทธิ์	t-Statistic
Intercept		84.337	7.742***
$\Delta \hat{G}F_t$	+	512.158	17.061***
ΔEPS_t	+	-1.647	-0.461
ΔDE_t	-	-0.887	-0.664
ΔCR_t	+	6.880	2.618***
ΔCF_t	+	1.114	4.272***
ΔMB_t	+	-3.607	-2.071**
ΔROA_t	+	0.830	0.250
ΔINT_t	+	0.969	2.412**
$LASSET_{t-1}$		-16.545	-7.533***

Adjusted $R^2 = 0.575$

*** ระดับนัยสำคัญที่ $\alpha < 0.01$ และ ** ระดับนัยสำคัญที่ $\alpha < 0.05$

จากตารางที่ 4 ซึ่งแสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยขั้นที่สองระหว่างการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะยาวกับค่าสัมประสิทธิ์ของการปรับประมาณการอัตราดอกเบี้ยของกำไรระยะยาว ($\Delta \hat{G}F_t$) ที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยขั้นแรกและตัวแปรอื่นที่ใช้ในงานวิจัย พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของ $\Delta \hat{G}F_t$ มีค่าเป็นบวกที่ระดับนัยสำคัญ 1% ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Ederington and Goh (1998) ที่ว่าการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือเป็นข้อมูลที่นักวิเคราะห์ใช้ในการพยากรณ์กำไร และในทางกลับกันประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ก็เป็นข้อมูลที่สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือใช้ในการกำหนด Credit Rating ซึ่งผลการวิจัยที่ได้สนับสนุนสมมติฐานที่ 1

การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนและการเปลี่ยนแปลงของระดับกระแสเงินสดซึ่งในที่นี้ใช้เป็นตัวชี้วัดสภาพคล่องมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกที่ระดับนัยสำคัญ 1% สนับสนุนสมมติฐานที่ 5 แสดงว่าสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้พิจารณาสภาพคล่องของกิจการในการประเมินความน่าเชื่อถือของกิจการดังกล่าว การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกที่ระดับนัยสำคัญ 5% สนับสนุนสมมติฐานที่ 9 (เฉพาะในส่วนของอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย) ซึ่งสอดคล้องกับข้อสังเกตของ Hermanson et.al. (1998) ที่ว่าเจ้าหนี้โดยเฉพาะอย่างยิ่งเจ้าหนี้ระยะยาวต้องการทราบว่าผู้กู้ยืมมีความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยเมื่อครบกำหนดการจ่ายดอกเบี้ยหรือไม่

■ บทความวิจัย

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้

อย่างไรก็ตาม ค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีกลับมีค่าเป็นลบที่ระดับนัยสำคัญ 5% ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ 7 ขนาดของกิจการซึ่งวัดโดยค่า Natural Log ของยอดสินทรัพย์ต้นงวดก็มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของ Credit Rating และได้พบหลักฐานที่สนับสนุนสมมติฐานที่ 3 (โครงสร้างเงินทุน) และ 9 (เฉพาะในส่วนของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์) นอกจากนี้ ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าคงที่มีค่าเป็นบวกที่ระดับนัยสำคัญ 1% แสดงว่าอาจจะมีปัจจัยอื่นที่ไม่ได้รวมอยู่ในโมเดลการวิจัยที่สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือใช้ในการประเมินความน่าเชื่อถือของกิจการ

ผลของการวิเคราะห์สมการถดถอยขั้นแรกระหว่างการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวกับการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นและตัวแปรนอกระบบต่างๆ แสดงในตารางที่ 5 จะเห็นว่าการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นไม่ได้มีความสัมพันธ์กับการปรับประมาณการ

อัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าในการประมาณอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวนั้น นักวิเคราะห์ทางการเงินอาจจะมองช่วงเวลาที่แตกต่างกันจากช่วงเวลาที่ตั้งสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือพิจารณา ซึ่งอาจจะเน้นช่วงเวลาในระยะสั้นในการกำหนด Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้น นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงในกำไรต่อหุ้นเป็นเพียงระบบนอกระบบเพียงตัวแปรเดียวที่มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวที่ระดับนัยสำคัญ 10%

ตารางที่ 6 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยขั้นที่สองระหว่าง การเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นกับค่าสัมประสิทธิ์ของการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาว ($\Delta \hat{G}F_t$) ที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยขั้นแรกและตัวแปรอื่นที่ใช้ในการวิจัย จะเห็นได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์ของ $\Delta \hat{G}F_t$ มีค่าเป็นบวกที่ระดับนัยสำคัญ 1% สนับสนุนสมมติฐานที่ 1

ตารางที่ 5 แสดงผลของการวิเคราะห์สมการถดถอยขั้นแรกของสมการที่ 3 (กลุ่มตัวอย่างตราสารหนี้ระยะสั้น)

$$\Delta GF_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta CP_t + \beta_2 \Delta INV_t + \beta_3 \Delta AR_t + \beta_4 \Delta GM_t + \beta_5 \Delta SA_t + \beta_6 \Delta EPS_t + \beta_7 LASSET_{t-1} + u \quad (3)$$

ตัวแปร	ทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าสถิติ t
Intercept		-0.106	-0.664
ΔCP_t	+	0.000	1.375
ΔINV_t	-	0.091	1.236
ΔAR_t	-	-0.108	-1.347
ΔGM_t	-	0.020	1.027
ΔSA_t	-	0.024	0.126
ΔEPS_t	+	-0.019	-1.739*
$LASSET_{t-1}$		0.012	0.600

Adjusted $R^2 = 0.02$

* ระดับนัยสำคัญที่ $\alpha < 0.10$

ตารางที่ 6 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยขั้นที่สองของสมการที่ 2 (กลุ่มตัวอย่างตราสารหนี้ระยะสั้น)

$$\Delta CP_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \hat{GF}_t + \beta_2 \Delta EPS_t + \beta_3 \Delta DE_t + \beta_4 \Delta CR_t + \beta_5 \Delta CF_t + \beta_6 \Delta MB_t + \beta_7 \Delta ROA_t + \beta_8 \Delta INT_t + \beta_9 LASSET_{t-1} + \nu$$

ตัวแปร	ทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดไว้	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าสถิติ
Intercept		351.803	5.506
$\Delta \hat{GF}_t$	+	3667.340	5.390***
ΔEPS_t	+	86.506	0.594
ΔDE_t	-	-6.068	-0.316
ΔCR_t	+	414.18	2.627**
ΔCF_t	+	11.014	0.351
ΔMB_t	+	-25.877	-0.692
ΔROA_t	+	-1.919	-0.014
ΔINT_t	+	22.985	1.003
$LASSET_{t-1}$		-42.528	-1.516

Adjusted R² = 0.338

*** ระดับนัยสำคัญที่ $\alpha < 0.01$ และ ** ระดับนัยสำคัญที่ $\alpha < 0.05$

ซึ่งอาจเป็นได้ว่าการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวของนักวิเคราะห์ส่งผลให้สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือมีการปรับ Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้น และเมื่อเปรียบเทียบกับผลในตารางที่ 1 แล้วจะเห็นได้ว่าผลสนับสนุนสมมติฐานที่ 2 ซึ่ง การปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาวมีผลต่อการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะยาวมากกว่าการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้น นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงในอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนขึ้นเพียงตัวแปรเดียวที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ระดับนัยสำคัญ 5% ซึ่งสอดคล้องกับที่คาดการณ์ไว้เนื่องจากสภาพคล่องเป็นข้อมูลที่สำคัญที่สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือใช้ในการประเมินความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้หรือความน่าเชื่อถือในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม ค่าความสัมพันธ์ดังกล่าวมีค่ามากกว่าในกรณีอื่นการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้

ระยะยาว และโดยรวมแล้วปัจจัยทางการเงินที่นำมาศึกษานั้นส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะยาวมากกว่าการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้น

สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ของตราสารหนี้ทั้งระยะสั้น (Commercial Paper) และระยะยาว (Bond) โดยใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุดสองขั้น (Two-Stage Least Squares) เพื่อลดปัญหา Simultaneity ที่อาจเกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลง Credit Rating อาจมีความสัมพันธ์ที่เสริมสร้างกันกับการปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะยาว (Reciprocal Relationship) ผลการวิจัยที่ได้สนับสนุนสมมติฐานหลัก คือ การปรับประมาณการอัตราการเติบโตของกำไรในระยะ

ยาวมีผลต่อการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ซึ่งมีนัยสำคัญ และความสัมพันธ์ดังกล่าวในกรณีตราสารหนี้ระยะยาวจะมีค่าสูงกว่าความสัมพันธ์ในกรณีตราสารหนี้ระยะสั้น ผลการศึกษาที่ได้นี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ederington and Goh (1998) ที่สรุปว่านักวิเคราะห์ที่ใช้ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของ Credit Rating ของตราสารหนี้ในการประมาณอัตราดอกเบี้ยของกำไรในระยะยาว และในขณะเดียวกัน สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือก็มองว่าการปรับประมาณการอัตราดอกเบี้ยของกำไรในระยะยาวเป็นข้อมูลใหม่ที่มีประโยชน์ต่อการประเมิน Credit Rating นอกจากนี้ นักวิเคราะห์และสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือยังคงข้อมูลทางบัญชีอื่นๆ ในการวิเคราะห์มูลค่าของกิจการ อย่างไรก็ตาม การศึกษาครั้งนี้ไม่ได้พบหลักฐานที่แสดงว่าการเปลี่ยนแปลง Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นมีผลต่อการปรับประมาณการอัตราดอกเบี้ยของกำไรในระยะยาวของนักวิเคราะห์ทางการเงินแต่อย่างใด

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ยังคงมีข้อจำกัดอันเนื่องมาจากการเก็บตัวอย่าง Credit Rating ของเดือนเมษายนในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา โดยมีข้อสมมติฐานว่าในช่วงเวลาดังกล่าว สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือและนักวิเคราะห์ทางการเงินน่าจะได้ใช้ข้อมูลที่กิจการได้เปิดเผยสู่ตลาด ซึ่งผลการวิจัยที่ได้อาจจะเปลี่ยนแปลงไปขึ้นอยู่กับเวลาที่เลือกศึกษา นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ไม่ได้มุ่งว่าการเปลี่ยนแปลง Credit Rating นั้นเป็นการเพิ่มขึ้นหรือลดลง ซึ่ง Ederington and Goh (1998) เสนอว่าการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของ Credit Rating น่าจะส่งผลที่แตกต่างกันต่อกำไรในปีนั้นๆ Crabbe and Post (1994) ยังได้ค้นพบว่าการลดลงของ Credit Rating ของตราสารหนี้ระยะสั้นมีผลต่อราคาของตราสารหนี้ระยะสั้นอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคตคือการศึกษาในกลุ่มตัวอย่างที่มีการเปลี่ยนแปลง Credit Rating เพิ่มขึ้นและลดลงเพื่อให้ผลการวิจัยมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น

บรรณานุกรม

- Abarbanell, J.S., and Bushee B.J. (1997), "Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices", **Journal of Accounting Research**, Vol.35, No.1: 1-14.
- Copeland, T.E. and Weston J.F. (1988), **Financial Theory and Corporate Policy**, 3rd ed. New York: Addison-Wesley.
- Crabbe, L. and Post. M.A. (1994), "The Effect of a Rating Downgrade on Outstanding Commercial Paper", **Journal of Finance**, Vol.49, No.1: 39-56.
- Diamond, D.W. (1991), "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt", **Journal of Political Economy**, Vol.99: 689-721.
- Ederington, L.H. and Goh J.C. (1993), "Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders?", **Journal of Finance**, Vol.48, No.5: 2001-2008.
- . (1998), "Bond Rating Agencies and Stock Analysts: Who Knows What When?", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.33, No.4: 569-585.
- Ederington, L.H., Yawitz, J.B. and Roberts B.E. (1987), "The Information Content of Rating Changes", **Journal of Financial Research**, Vol.10: 211-226.
- Francis, J. and Soffer, L. (1997), "The Relative Informativeness of Analysts' Stock Recommendations and Earnings Forecast Revisions", **Journal of Accounting Research**, Vol.35, No.2: 193-211.
- Hermanson, R.H., Edwards J.D. and Maher M.W. (1998), **Accounting: A Business Perspective**, 7th ed. New York: McGraw-Hill.

- Holthausen R.W. and Leftwich R.W. (1986), "The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices", **Journal of Financial Economics**, Vol.17, No.1: 57-89.
- Lev, Baruch, and Thiagarajan S.R. (1993), "Fundamental Information Analysis", **Journal of Accounting Research**, Vol.31, No.2: 190-215.
- Nayar, Nandkumar, and Rozeff M.S. (1994), "Ratings, Commercial Paper, and Equity Returns", **Journal of Finance**, Vol.49, No.4: 1431-1449.
- Previts, G.J., Bricker, R.J., Robinson, T.R., and Young, S.J. (1994), "A Content Analysis of Sell-Side Financial Analyst Company Reports", **Accounting Horizons**, Vol.8: 55-70
- Sengupta, P. (1998), "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt", **Accounting Review**, Vol.73, No.4: 459-474.
- Watts, R. L., and Zimmerman J.L. (1986), **Positive Accounting Theory**. New Jersey: Prentice-Hall.
- Weinstein, M. I. (1977), "The Effect of Rating Change Announcement on Bond Price", **Journal of Financial Economics**, Vol.6: 329-350.



JAP