



การศึกษาประสิทธิภาพและความเสี่ยงของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลัก
ศาสนาอิสลาม : กรณีศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นายอิงครัต สีนะกิตติ

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การศึกษาประสิทธิภาพและความเสี่ยงของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลัก
ศาสนาอิสลาม : กรณีศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นายอิงครัต ลินะกิตติ



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

PERFORMANCE & RISK OF ISLAMIC PRINCIPLE-ORIENTED FIRMS:
A CASE STUDY OF THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

Mr.INGKARAT LEENAKITTI



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE
FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2016
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายอิงครัต ลีนะกิตติ

เรื่อง

การศึกษาประสิทธิภาพและความเสี่ยงของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลัก
ศาสนาอิสลาม : กรณีศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

30 ส.ย. 2560

เมื่อ วันที่

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

ศิลปพร อธิรัตน์เพชร

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ

(อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ)

คณบดี

พิภพ อุดร

(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การศึกษาประสิทธิภาพและความเสี่ยงของบริษัทที่ ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม : กรณีศึกษาบริษัท ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นายอิงครัต ลีนะกิตติ
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาประสิทธิภาพและความเสี่ยงเชิงเปรียบเทียบของหุ้นสามัญระหว่างบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามกับบริษัททั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษานี้วิเคราะห์ข้อมูลของบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 50 บริษัทแรกของแต่ละกลุ่มตั้งแต่วันที่ 22 เมษายน 2552 ถึงวันที่ 30 ธันวาคม 2559 โดยใช้วิธีการจัดกลุ่มพอร์ตโฟลิโอแบบถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าตลาด และแบบถ่วงน้ำหนักเท่ากันเพื่อวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนรายวัน และอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง และทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนการเงินต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ผลการศึกษาพบว่า จากการจัดพอร์ตโฟลิโอทั้งสองแบบนี้ ไม่พบความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของบริษัททั้งสองกลุ่ม แต่ในกรณีการจัดกลุ่มพอร์ตโฟลิโอแบบถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าตลาด การลงทุนในกลุ่มบริษัททั่วไปจะให้ผลตอบแทนแบบปรับความเสี่ยง Sharpe Ratio ที่สูงกว่า ขณะที่การจัดกลุ่มพอร์ตโฟลิโอแบบถ่วงน้ำหนักเท่ากัน การลงทุนในกลุ่มบริษัททั่วไปยังคงให้ผลตอบแทนแบบปรับความเสี่ยง Treynor Ratio และ Jensen Alpha ที่สูงกว่าเช่นกัน นอกจากนี้ยังพบว่าอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีผลในทิศทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนมากกว่าบริษัททั่วไป

คำสำคัญ: การเงินอิสลาม, ประสิทธิภาพ, ความเสี่ยง

Independent Study Title	PERFORMANCE & RISK OF ISLAMIC PRINCIPLE-ORIENTED FIRMS: A CASE STUDY OF THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Mr.Ingkarat Leenakitti
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Teerachai Arunruangsirilert, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

This study aims to observe performance and risk of common stocks between two groups—Islamic principle-oriented firms and conventional firms—in the Stock Exchange of Thailand. This study examines data from the highest 50 firms in each group from 22 April 2009 to 20 December 2016 by constructing Market Capitalization Portfolio and Equal Weighted Portfolio and analyzing daily stock in each group. Results show that both portfolios have not significant difference in average stock return in both groups. For Market Capitalization Portfolio, however, Sharpe Ratio of conventional firms is higher than Islamic principle-oriented firms; while, for Equal Weighted Portfolio, Treynor Ratio and Jensen Alpha of conventional firms are still higher than the other. Results also show that Price to Book Value (PBV) of Islamic principle-oriented firms more positively affect stock return than conventional firms.

Keywords: Islamic Finance, Performance, Risk

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษานี้คงสำเร็จไปไม่ได้หากขาดบุคคลต่างๆที่คอยให้ความช่วยเหลือและการสนับสนุนข้าพเจ้ามาโดยตลอดจนกระทั่งออกมาเป็นงานวิจัยที่สมบูรณ์ ข้าพเจ้าจึงขอใช้พื้นที่นี้ในการแสดงความขอบคุณแก่ทุกๆท่านที่มีส่วนเกี่ยวข้องดังนี้

ขอขอบคุณ อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ อาจารย์ในที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระของข้าพเจ้า และ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร คณะกรรมการผู้สอบการค้นคว้าอิสระสำหรับคำแนะนำต่างๆในการทำการศึกษานี้ จนกระทั่งงานออกมาสำเร็จลุล่วงไปด้วยดี

ขอขอบคุณ คณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่ได้ประสิทธิ์ประสาทความรู้ให้ข้าพเจ้า จนมีองค์ความรู้เพียงพอที่จะสามารถสร้างงานวิจัยฉบับนี้ออกมา และขอบคุณ พี่ๆเจ้าหน้าที่หลักสูตรควตรี-โท ทุกท่าน ที่ช่วยอำนวยความสะดวกกิจกรรมทางวิชาการแก่ข้าพเจ้ามาโดยตลอด

ขอขอบคุณ เพื่อนๆ รุ่นพี่ รุ่นน้อง ทุกคน ได้รับความช่วยเหลือและกำลังใจที่มอบให้มาตลอดเส้นทาง โดยเฉพาะบุคคลดังต่อไปนี้ ขอขอบคุณ พี่ป้อ IBMP#3 ที่ให้คำแนะนำในการทำวิจัย และการใช้โปรแกรม Datastream สำหรับดึงข้อมูลเพื่อที่จะใช้ในการศึกษานี้ ขอขอบคุณ นายชนวัฒน์ นาควิงศาสตร์ และ นายปิยะนนท์ แม้นมีศรี ได้รับความช่วยเหลือและคำแนะนำในการใช้โปรแกรม VBA สำหรับการจัดข้อมูลเพื่อใช้ในการประมวลผลการศึกษาของงานวิจัยฉบับนี้ และ ขอขอบคุณ นาย จิรปิติ ค้อสุวรรณดี สำหรับคำแนะนำต่างๆที่เป็นประโยชน์ในการศึกษาของข้าพเจ้า บุคคลที่ข้าพเจ้าได้กล่าวชื่อถือว่ามิคุณูปการต่อการทำวิจัยของข้าพเจ้าและถือเป็นส่วนหนึ่งของความสำเร็จของการศึกษานี้

และสุดท้ายและสำคัญที่สุด ขอขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ และครอบครัว ทุกคน ที่คอยหนุนหลัง คอยถามไถ่และให้กำลังใจข้าพเจ้ามาโดยตลอด จนกระทั่งงานออกมาสำเร็จไปได้ด้วยดี

นายอิงครัต ลีณะกิตติ

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(9)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	2
1.3 ขอบเขตงานวิจัย	2
1.4 ประโยชน์ของงานวิจัย	3
1.5 นิยามศัพท์	3
บทที่ 2 การลงทุนในหุ้นสามัญของชาวมุสลิม	4
บทที่ 3 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
บทที่ 4 ระเบียบวิธีวิจัย	8
4.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	8
4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลและสมมติฐาน	9

5.2.1.6 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของ Jensen Alpha	30
5.2.2 การวิเคราะห์ความแตกต่างด้วย Student t-test สำหรับ การจัดพอร์ตโฟลิโอแบบ Market Capitalization Weighted Portfolio	32
5.2.2.1 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของอัตราผลตอบแทน	33
5.2.2.2 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	33
5.2.2.3 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของเบต้า	34
5.2.2.4 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของ Sharpe Ratio	35
5.2.2.5 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของ Treynor Ratio	36
5.2.2.6 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของ Jensen Alpha	37
5.2.3 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนรายไตรมาส และอัตราส่วนทางการเงิน	37
5.2.3.1 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	37
5.2.3.2 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน และอัตราผลตอบแทนหุ้นด้วย Multiple Regression Analysis	40
บทที่ 6 สรุปผลการศึกษา ข้อจำกัดงานวิจัย และ ข้อเสนอแนะ	48
6.1 สรุปผลการวิจัย	48
6.2 ข้อจำกัดงานวิจัย	50
6.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย	50
รายการอ้างอิง	51
ประวัติผู้เขียน	54

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
5.1 ตารางแสดงผลการศึกษาสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลที่ถูกนำไปใช้พิจารณาประสิทธิภาพของบริษัทที่ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามด้วยการจัดรูปแบบ Portfolio โดยวิธี Equal Weighted Portfolio	18
5.2 ตารางแสดงผลการศึกษาสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลที่ถูกนำไปใช้พิจารณาประสิทธิภาพของบริษัทที่ไม่ได้ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามด้วยการจัดรูปแบบ Portfolio โดยวิธี Equal Weighted Portfolio	19
5.3 ตารางแสดงผลการศึกษาสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลที่ถูกนำไปใช้พิจารณาประสิทธิภาพของบริษัทที่ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามด้วยการจัดรูปแบบ Portfolio โดยวิธี Market Capitalization Weighted Portfolio	20
5.4 ตารางแสดงผลการศึกษาสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลที่ถูกนำไปใช้พิจารณาประสิทธิภาพของบริษัทที่ไม่ได้ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามด้วยการจัดรูปแบบ Portfolio โดยวิธี Market Capitalization Weighted Portfolio	21
5.5 ตารางแสดงผลการศึกษาสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลที่น่าไปใช้ในการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนรายไตรมาสของบริษัทที่ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลาม	22
5.6 ตารางแสดงผลการศึกษาสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลที่น่าไปใช้ในการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนรายไตรมาสของบริษัทที่ไม่ได้ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลาม	24
5.7 ผลการศึกษาความแตกต่างของอัตราผลตอบแทน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เบต้า Sharpe Ratio Treynor Ratio และ Jensen Alpha ของการจัดพอร์ตโฟลิโอแบบ Equal Weighted Portfolio ที่ความเชื่อมั่น 95%	26
5.8 ผลการศึกษาความแตกต่างของอัตราผลตอบแทน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เบต้า Sharpe Ratio Treynor Ratio และ Jensen Alpha ของการจัดพอร์ตโฟลิโอแบบ Market Capitalization Weighted Portfolio ที่ความเชื่อมั่น 95%	32
5.9 ตารางแสดงผลการศึกษาสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนรายไตรมาสและอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม	38

5.10	ตารางแสดงผลการศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนรายไตรมาสและอัตราส่วนทางการเงินของบริษัททั่วไป	39
5.11	ตารางแสดงผลความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนหุ้นของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม	40
5.12	ตารางแสดงผลการทดสอบ Multicollinearity ของตัวแปรอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม	41
5.13	ตารางแสดงผลความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนหุ้นของบริษัททั่วไป	42
5.14	ตารางแสดงผลการทดสอบ Multicollinearity ของตัวแปรอัตราส่วนทางการเงินของบริษัททั่วไป	43
5.15	ตารางแสดงผลการศึกษาความสัมพันธ์คัดเฉพาะ D/E Ratio EPS PBV และ ROE	43
5.16	ตารางแสดงผลความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนหุ้นของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม (วิเคราะห์ข้อมูลเฉพาะปี 2010-2016)	44
5.17	ตารางแสดงผลความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนหุ้นของบริษัททั่วไป (วิเคราะห์ข้อมูลเฉพาะปี 2010-2016)	45
5.18	ตารางแสดงผลการศึกษาความสัมพันธ์คัดเฉพาะ D/E Ratio PBV และ ROE	46

สารบัญญภาพ

ภาพที่	หน้า
4.1 กรอบงานวิจัยความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินต่ออัตราผลตอบแทน หุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม	15
4.2 กรอบงานวิจัยความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินต่ออัตราผลตอบแทน หุ้นสามัญบริษัททั่วไป	16



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนสำหรับชาวมุสลิมนั้นมีความแตกต่างจากนักลงทุนทั่วไป สาเหตุเนื่องมาจาก บทบัญญัติของทางศาสนาตามหลักชะรีอะฮ์ซึ่งจำกัดไม่ให้นักลงทุนสามารถลงทุนในช่องทางต่างๆ เหมือนนักลงทุนทั่วไปได้ เช่น การลงทุนในธนาคารพาณิชย์ การซื้อหุ้นสามัญของบางบริษัท หรือ แม้กระทั่งธุรกิจประกันภัยทั่วไป จากเหตุผลดังกล่าว จึงทำให้มีการจัดตั้งสถาบันการเงินสำหรับชาวมุสลิมโดยเฉพาะ เพื่อตอบสนองต่อความต้องการในการลงทุนของชาวมุสลิมที่มีจำนวนประมาณ 23 % ของประชากรโลก

อุตสาหกรรมการเงินอิสลามได้ขยายการพัฒนามาในส่วนของการตราสารทุน โดยในปี 1999 ทาง Dow Jones ได้มีการจัดตั้ง Dow Jones Islamic Index ซึ่งเป็นดัชนีที่ใช้วัดประสิทธิภาพของหุ้นสามัญที่มีการดำเนินธุรกิจเข้าข่ายตามหลักชะรีอะฮ์ของอิสลามและมีโครงสร้างทางการเงินในสัดส่วนที่กำหนดไว้ ทั้งนี้เพื่ออำนวยความสะดวกให้กับนักลงทุนมุสลิมและยังเป็นทางเลือกที่หลากหลายมากขึ้นให้กับนักลงทุนทั่วไป และในปี 2009 การขยายตัวดังกล่าวก็แผ่ขยายเข้ามาในประเทศไทย จากการเปิดตัวของ FTSE SET Shariah Index ซึ่งเป็นดัชนีที่ใช้ในการวัดประสิทธิภาพของหุ้นสามัญที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามโดยเฉพาะ ผ่านความร่วมมือระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและองค์กร FTSE Russell ถือเป็นการพัฒนาขึ้นอีกขั้นของอุตสาหกรรมการเงินในประเทศไทย โดยปัจจุบัน (ปี 2017) อุตสาหกรรมการเงินอิสลามมีมูลค่าอยู่ที่ประมาณ USD 2.3 Trillion (79.35 ล้านล้านบาท) และถูกคาดการณ์ว่าจะเติบโตขึ้นไปถึง USD 6.7 Trillion (231.15 ล้านล้านบาท) ในปี 2020

จากการเติบโตอย่างต่อเนื่องของอุตสาหกรรมการเงินอิสลาม จึงได้เริ่มมีงานวิจัยที่ออกมาเพื่อการศึกษาแง่มุมต่างๆของอุตสาหกรรมดังกล่าว อาทิ การศึกษาประสิทธิภาพของธนาคารอิสลาม ความเสี่ยงของการลงทุนในศุกุก (Sukuk) หรือหุ้นกู้อิสลาม การศึกษาประสิทธิภาพของการลงทุนในหุ้นสามัญอิสลาม เป็นต้น โดยเมื่อพิจารณาในส่วนของการศึกษาประสิทธิภาพของการลงทุนในหุ้นสามัญอิสลาม พบว่าในต่างประเทศได้มีการศึกษาในลักษณะดังกล่าว อาทิ การศึกษาของ Habib & ul islam (2014) ซึ่งได้ทำการศึกษาหุ้นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามเปรียบเทียบกับระหว่างประเทศมาเลเซียและประเทศอินเดีย นอกจากนี้ยังมีการศึกษาของ Abbas (2012) ซึ่งได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบประสิทธิภาพและความเสี่ยงของหุ้นสามัญอิสลามกับหุ้นสามัญบริษัททั่วไป ใน 35 ประเทศ รวมถึงการศึกษาของ Reddy , Fu (2014) ซึ่งได้ทำการศึกษาในลักษณะเดียวกันในประเทศออสเตรเลีย อย่างไรก็ตามยังไม่เคยมีงานวิจัยชิ้นใดที่ทำการศึกษาประสิทธิภาพเชิงเปรียบเทียบสำหรับหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามในประเทศไทยซึ่งมีมูลค่าตลาดเป็นจำนวนถึงประมาณ 2 ล้านล้านบาท และมีบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามเป็นจำนวนมากกว่า 100 บริษัท จากเหตุผลดังกล่าวจึงเป็นที่มาซึ่งทำให้เกิดการศึกษานี้ขึ้น เพื่อเป็นข้อมูลและประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนแก่นักลงทุนชาวไทยมุสลิม นักลงทุนมุสลิมทั่วโลก รวมถึงนักลงทุนทั่วไปที่สนใจลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามต่อไป

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาประสิทธิภาพ (Performance) เปรียบเทียบระหว่างบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามกับบริษัททั่วไป
2. เพื่อศึกษาความเสี่ยงเปรียบเทียบระหว่างบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามกับบริษัททั่วไป

1.3 ขอบเขตงานวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้จะทำการศึกษาข้อมูลในส่วนของ อัตราผลตอบแทนหุ้น ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าเบต้า อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Risk Adjusted-Return) และ อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทใน SET Index ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่วันที่ 22 เมษายน 2552 ถึงวันที่ 30 ธันวาคม 2559

1.4 ประโยชน์ของงานวิจัย

เป็นข้อมูลให้กับนักลงทุน ได้เห็นความแตกต่างของประสิทธิภาพและความเสี่ยงเชิงเปรียบเทียบของบริษัททั้ง 2 ประเภท และนำไปเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนต่อไป

1.5 นิยามศัพท์

1. ประสิทธิภาพ คือ มาตรการผลตอบแทนจากการลงทุนในพอร์ตโฟลิโอ
2. ความเสี่ยง คือ ความเสี่ยงจากการลงทุนในพอร์ตโฟลิโอ
3. บริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม คือ บริษัทที่ประกอบกิจกรรมทางธุรกิจโดยไม่ขัดกับหลักชะรีอะฮ์ของศาสนาอิสลามและมีอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นไปตามเงื่อนไขที่ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท จะถูกนำเข้าไปเพื่อใช้ในการคำนวณ FTSE SET Shariah Index
4. บริษัททั่วไป คือ บริษัทที่ประกอบกิจกรรมทางธุรกิจขัดกับหลักชะรีอะฮ์ของศาสนาอิสลาม หรือมีอัตราส่วนทางการเงินที่ไม่ได้เป็นไปตามเงื่อนไขที่ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจะถูกนำเข้าไปเพื่อใช้ในการคำนวณ FTSE SET Shariah Index

บทที่ 2

การลงทุนในหุ้นสามัญของชาวมุสลิม

ทางศาสนาอิสลามอนุญาตให้ชาวมุสลิมสามารถลงทุนในหุ้นสามัญได้ เนื่องจากการลงทุนในหลักทรัพย์ถือเป็นการปฏิบัติตามหลักมุขำเราะห์กะห์ ซึ่งว่าด้วยการเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของการดำเนินกิจการผ่านการเป็นหุ้นส่วน และหุ้นส่วนจะได้รับผลกำไรหรือผลขาดทุนตามสัดส่วนที่ตนได้ทำการลงทุนไป แต่ทั้งนี้การลงทุนในหุ้นสามัญของนักลงทุนมุสลิมก็ยังคงมีข้อจำกัดบางประการ เนื่องจากนักลงทุนมุสลิมจะต้องทำการพิจารณาก่อนว่า บริษัทที่ตนจะเข้าไปเป็นหุ้นส่วนธุรกิจได้ดำเนินกิจกรรมใดที่ขัดกับบทบัญญัติของศาสนาอิสลามหรือไม่ โดยบทบัญญัติดังกล่าวจะทำการอ้างอิงจากหลักชะรีอะฮ์ซึ่งเป็นกฎหมายที่ใช้ในประเทศมุสลิมทั่วโลก ซึ่งหลักการดังกล่าว กำหนดให้นักลงทุนมุสลิมต้องไม่เข้าไปมีความเป็นหุ้นส่วนกับบริษัทที่ดำเนินกิจกรรมดังต่อไปนี้

ธุรกิจที่มีความเกี่ยวข้องกับดอกเบี้ย: ตามหลักชะรีอะฮ์ ไม่อนุญาตให้ชาวมุสลิมทำการลงทุนใดๆที่เกี่ยวข้องกับดอกเบี้ย ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในหุ้นสามัญของทางธนาคารพาณิชย์ทั่วไป บริษัทเช่าซื้อ และทั้งนี้ยังรวมถึงการเปิดบัญชีมาร์จินซึ่งทางนักลงทุนจะต้องทำการกู้ยืมเงินจากโบรคเกอร์และทำให้ต้องยุ่งเกี่ยวกับดอกเบี้ยด้วย อย่างไรก็ตามในปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์ต่างๆก็ได้มีการอนุโลมกฎข้อนี้ในเวลาที่จะทำการพิจารณาบริษัทที่จะถูกนำเข้าไปพิจารณาเพื่อคำนวณ Islamic Index โดยอนุโลมให้มียอดดอกเบี้ยได้ในปริมาณเล็กน้อยโดยขึ้นอยู่กับเกณฑ์ที่กำหนดโดยของตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศเป็นหลัก

ธุรกิจที่ขึ้นกับความไม่แน่นอน: หลักชะรีอะฮ์ไม่อนุญาตให้นักลงทุนมุสลิมเข้าไปยุ่งเกี่ยวกับธุรกิจต่างๆที่ขึ้นกับความไม่แน่นอน เช่น บริษัทประกันภัยทั่วไป โดยหากต้องการซื้อประกัน สามารถซื้อประกันภัยตะกะฟูล ซึ่งเป็นประกันภัยที่ยึดตามหลักชะรีอะฮ์แทนได้

ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการพนัน: ห้ามนักลงทุนมุสลิมยุ่งเกี่ยวกับการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการพนัน หรือเข้าข่ายการพนัน อาทิ การลงทุนในหุ้นสามัญโดยไม่ทำการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานหรือการวิเคราะห์ทางเทคนิคซึ่งถือเป็นการลงทุนในลักษณะที่ไม่แตกต่างจากการเล่นพนัน การลงทุนในตราสารอนุพันธ์เพื่อเก็งกำไร การลงทุนในบริษัทล็อตเตอรี่ เป็นต้น

ธุรกิจอื่นๆที่ดำเนินธุรกิจขัดกับหลักของศาสนาอิสลาม: ห้ามลงทุนในหุ้นที่ขัดกับหลักศาสนาอิสลาม ประกอบด้วย ธุรกิจแอลกอฮอล์ ยาสูบ สถาบันการเงินทั่วไป สื่อลามก อาวุธ เนื้อสุกร เลือดสัตว์ การพนัน สื่อบันเทิง

นอกจากนี้แล้ว การลงทุนในหุ้นสามัญของอิสลามยังได้มีการกำหนดเกณฑ์ในการบ่งชี้ว่าบริษัทใดเป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามโดยใช้เกณฑ์อัตราส่วนทางการเงินอีกด้วย โดยตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศก็จะมีเกณฑ์เรื่องอัตราส่วนทางการเงินที่ต่างกันบ้างขึ้นอยู่กับ การพิจารณาของคณะกรรมการอิสลามในประเทศนั้นๆ โดยหลักสำคัญของการกำหนดอัตราส่วนทางการเงินเป็นไปเพื่อควบคุมไม่ให้บริษัทมีหนี้สินมากเกินไป เพราะหากมีสัดส่วนของหนี้สินมากเกินไปจะทำให้ผู้ลงทุนต้องเข้าไปมีความเกี่ยวข้องกับดอกเบี้ย โดยสำหรับประเทศไทยได้มีการจัดเกณฑ์อัตราส่วนทางการเงินของหุ้นที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามเพื่อใช้ในการประกอบการพิจารณากับหลักชะรีอะฮ์ในการเลือกบริษัทเพื่อเข้าไปใช้ในการคำนวณ FTSE SET Shariah Index โดยมีเงื่อนไขดังนี้

1. บริษัทต้องมีหนี้สินรวมน้อยกว่า 33% เมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวม
2. บริษัทต้องมีเงินสดและดอกเบี้ยรวมกันน้อยกว่า 33% เมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวม
3. บริษัทต้องมีเงินสดและลูกหนี้การค้ารวมกันแล้วน้อยกว่า 50% เมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวม
4. บริษัทสามารถมีดอกเบี้ยและรายได้ต่างๆที่ขัดกับหลักของศาสนาอิสลามได้ไม่เกิน 5% ของรายได้ทั้งหมด

บทที่ 3

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่ผ่านมาได้มีการศึกษาเปรียบเทียบประสิทธิภาพของหุ้นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและหุ้นบริษัททั่วไปทั้งการศึกษาประสิทธิภาพโดยทั่วไปและการศึกษาประสิทธิภาพเปรียบเทียบระหว่างช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ระหว่างเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน และหลังเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ทั้งนี้การศึกษาหลายการศึกษาที่ผ่านมาเลือกที่จะใช้ดัชนีของหุ้นในการศึกษาประสิทธิภาพของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม (Ahdi, et al., 2013). Nisar (2007) ซึ่งการศึกษาที่ผ่านมาได้มีการเห็นแย้งกัน โดยมีการศึกษาที่พบว่าประสิทธิภาพของหุ้นบริษัททั้งกลุ่มที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและบริษัททั่วไปในตลาดหลักทรัพย์ 35 ตลาดแทบไม่มีความแตกต่างกัน ยกเว้นในประเทศออสเตรเลีย และ อิตาลี ซึ่งค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนมีความแตกต่างกัน (Abbes , 2012) อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยที่เห็นแย้งต่างออกไป เช่น การศึกษาความเสี่ยงเปรียบเทียบระหว่าง Jakarta Islamic Stock Index (JASKISL) กับ Jakarta Composite Index (JCI) โดยใช้ GARCH Model พบว่า การลงทุนใน JASKISL มีความเสี่ยงน้อยกว่า JCI (Sukmana และ Kholid, 2012) นอกจากนี้ยังมีการศึกษาเปรียบเทียบหุ้นบริษัทที่ประกอบธุรกิจตามหลักชะรีอะฮ์กับหุ้นบริษัททั่วไปในประเทศออสเตรเลียด้วยวิธีการจัดหุ้นสามัญเป็นพอร์ตโฟลิโอ โดยศึกษาในช่วงวิกฤตการณ์ทางการเงินและในช่วงเวลาปกติ (Reddy และ Fu , 2014) โดยพิจารณาอัตราส่วนต่างๆ ประกอบด้วย Sharpe Ratio Treynor Ratio และ Jensen's Alpha รวมไปถึงอัตราส่วนที่แสดงถึงสภาพคล่องและผลการดำเนินงานทางการเงิน คือ D/E Ratio Net Profit Margin ROE EPS PE และ Price to Book Value ซึ่งการทำศึกษาผลผ่านแบบจำลอง Student T-Test The Mann Whitney U-Test และ Multiple Regression Analysis พบว่าประสิทธิภาพโดยรวมของหุ้นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามไม่มีความแตกต่างกับหุ้นสามัญบริษัททั่วไปของประเทศออสเตรเลีย อย่างไรก็ตามการศึกษานี้พบความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญในด้านของความเสี่ยงของบริษัททั้ง 2 กลุ่ม และพบว่า D/E Ratio และ ROE ของบริษัททั้ง 2 กลุ่มต่างมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้น โดยที่ D/E Ratio ของบริษัททั่วไปมีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนหุ้นมากกว่า ในขณะที่ ROE ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนหุ้นมากกว่า นอกจากนี้ยังมีการศึกษาพบอีกว่า ดัชนีอิสลาม (FTSE Islamic Index) จะมีผลตอบแทนเกินปกติที่ดีกว่าดัชนีทั่วไป (FTSE-All World Index) ในช่วง Bull Market ในขณะที่ในช่วง Bear Market ดัชนีอิสลามตลาดจะมีผลตอบแทนต่ำกว่าเมื่อเทียบกับดัชนีหุ้นสามัญบริษัททั่วไป (Hussein , 2004)

นอกเหนือจากการศึกษาเปรียบเทียบประสิทธิภาพดัชนีหุ้นสามัญแล้ว ยังมีการศึกษาเปรียบเทียบหุ้นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและหุ้นบริษัททั่วไปในลักษณะกองทุนรวม อาทิ การศึกษาประสิทธิภาพของกองทุนรวมมุสลิมเปรียบเทียบกับกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม (Social Responsible Mutual Funds : SRI) ว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ โดย Forte และ Miglietta (2007) ซึ่งจากงานวิจัยพบว่า การลงทุนในกองทุนมุสลิมเปรียบเทียบกับกองทุนที่ลงทุนแบบ SRI มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยกองทุนที่ลงทุนใน SRI มีแนวโน้มที่จะมีประสิทธิภาพที่ดีกว่า นอกจากนี้ยังได้มีการศึกษาเปรียบเทียบประสิทธิภาพของกองทุนหุ้นที่ลงทุนในหุ้นที่ปฏิบัติตามกฎของมุสลิมกับกองทุนหุ้นสามัญบริษัททั่วไปโดยตรง (Hayat และ Kraeusl , 2011) พบว่าประสิทธิภาพของทางกองทุนหุ้นบริษัททั่วไปอยู่ในเกณฑ์ที่ดีกว่าเมื่อเทียบกับกองทุนหุ้นที่ลงทุนในหุ้นที่ปฏิบัติตามกฎของมุสลิมอีกด้วย

สำหรับการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับดัชนีหุ้นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามในประเทศไทย ได้มีการศึกษาโดย Saiti (2015) ซึ่งได้ทำการศึกษาดัชนีหุ้นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามของ 5 ประเทศในอาเซียนประกอบด้วย ฟิลิปปินส์ ไทย สิงคโปร์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย โดยศึกษาว่า ดัชนีหุ้นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามทั้ง 5 ประเทศนี้มีการ Cointegration หรือไม่ และดัชนีหุ้นประเทศใดที่เป็นตัวนำขับเคลื่อนดัชนีหุ้นทั้ง 5 ประเทศนี้ โดยผลการศึกษาพบว่าการเคลื่อนไหวไปด้วยกันในระยะยาว (Long-Run Comovement) และพบว่า ดัชนีหุ้นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามของมาเลเซียเป็นตัวขับเคลื่อนดัชนีหุ้นทั้ง 5 ประเทศนี้

บทที่ 4

ระเบียบวิธีวิจัย

4.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้จะใช้ข้อมูลหุ้นสามัญของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและหุ้นสามัญของบริษัททั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากโปรแกรม Datastream ตั้งแต่วันที่ 21 เมษายน พ.ศ. 2552 จนถึงวันที่ 30 ธันวาคม 2559 เพื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนหุ้นและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ตั้งแต่วันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2552 จนถึงวันที่ 30 ธันวาคม 2559 โดยใช้ความถี่รายวัน ใช้ข้อมูลค่าเบต้าด้วยความถี่รายเดือน และใช้ข้อมูล Risk Free Rate จาก www.bot.or.th เพื่อนำมาประกอบการคำนวณค่า Sharpe Ratio ด้วยความถี่รายวัน ประกอบการคำนวณค่า Treynor Ratio ด้วยความถี่รายเดือน และใช้ข้อมูล Risk Free Rate ดังที่ได้กล่าวไปเบื้องต้นร่วมกับ Market Return ซึ่งคำนวณจากดัชนี SET TRI INDEX เพื่อใช้ในการคำนวณค่า Jensen Alpha ด้วยความถี่รายเดือนเช่นกัน โดยในส่วนของเกณฑ์การคัดเลือกหุ้นที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามจะเป็นไปตามที่ได้กล่าวไปเบื้องต้นในบทที่ 2 ซึ่งทางผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมข้อมูลบริษัทที่เข้าเกณฑ์การดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามโดยใช้ข้อมูลจากทางองค์กร FTSE Russell และจาก www.ftse.com หลังจากนั้นจึงทำการแบ่งรายชื่อหุ้นออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มหุ้นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามซึ่งได้จากการรวบรวมข้อมูลดังที่ได้กล่าวไปเบื้องต้น และกลุ่มหุ้นบริษัททั่วไป เพื่อทำการจัดพอร์ตโฟลิโอเฉพาะกลุ่มเพื่อทำการเปรียบเทียบประสิทธิภาพ โดยทางผู้วิจัยทำการจัดรายชื่อแบบรายวันตั้งแต่วันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2552 (วันแรกที่เริ่มต้นการออกใช้ FTSE SET Shariah Index และถือเป็นวันที่บริษัทที่ได้รับการรับรองให้เป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามโดยองค์กร FTSE Russell ได้ถูกนำเข้ามาในคำนวณใน FTSE SET Shariah Index) จนถึง 30 ธันวาคม 2559 หลังจากนั้นจะทำการคัดเลือกหุ้นของบริษัทในแต่ละกลุ่มเข้าไปในพอร์ตโฟลิโอโดยคัดเลือกจากหุ้นที่มี Market Capitalization สูงสุด 50 อันดับแรกของในแต่ละกลุ่มในแต่ละวัน ทั้งนี้ในบางช่วงเวลาหุ้นสามัญตัวหนึ่งอาจถูกจัดอยู่ในพอร์ตโฟลิโอกลุ่มบริษัทที่ปฏิบัติตามหลักศาสนาอิสลามและในบางช่วงเวลาก็จะถูกจัดอยู่ในพอร์ตโฟลิโอกลุ่มบริษัททั่วไปก็ได้ ขึ้นอยู่กับการประกาศนำเข้าและคัดออกหุ้นจาก FTSE SET Shariah Index ซึ่งประกาศโดย www.ftse.com ในทุกๆ 6 เดือนต่อปี หลังจากได้ทำการจัดพอร์ตโฟลิโอของทั้ง 2 กลุ่มบริษัทออกมาเรียบร้อยแล้ว นักวิชาการลงทุนในการจัดแบ่ง และเนื่องจากปริมาณการลงทุนในพอร์ตโฟลิโอของนักลงทุนแต่ละคนอาจมีความแตกต่างกันไป ทางผู้วิจัยจึงทำการนำพอร์ตโฟลิโอในแต่ละกลุ่มมาจัดแบ่งออกเป็นอีก

2 ประเภทย่อยโดยใช้เกณฑ์การถ่วงน้ำหนักของการลงทุนในพอร์ตโฟลิโอเป็นเกณฑ์ เพื่อให้ครอบคลุมกับการลงทุนในรูปแบบต่างๆ โดยประกอบด้วย

1. พอร์ตโฟลิโอแบบถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าตลาด (Market Capitalization Weighted Portfolio)

2. พอร์ตโฟลิโอแบบถ่วงน้ำหนักเท่ากัน (Equal Weighted Portfolio)

ดังนั้นพอร์ตโฟลิโอที่จะนำมาใช้ในการศึกษานี้จะประกอบไปด้วย 4 พอร์ตโฟลิโอด้วยกัน ได้แก่

1. พอร์ตโฟลิโอแบบ Market Capitalization Weighted Portfolio ของหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม

2. พอร์ตโฟลิโอแบบ Equal Weighted Portfolio ของหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม

3. พอร์ตโฟลิโอแบบ Market Capitalization Weighted Portfolio ของหุ้นสามัญบริษัททั่วไป

4. พอร์ตโฟลิโอแบบ Equal Weighted Portfolio ของหุ้นสามัญบริษัททั่วไป

หลังจากนั้นทางผู้วิจัยจะทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนหุ้นโดยนำเข้าข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน จากทางโปรแกรม Datastream ด้วยความถี่รายไตรมาส และ อัตราผลตอบแทนรายไตรมาสซึ่งคำนวณจากข้อมูลราคาหุ้นดังที่ได้กล่าวไปเบื้องต้น

ทั้งนี้ข้อมูลต่างๆที่ได้กล่าวในหัวข้อ 4.1 นี้ จะถูกนำไปประยุกต์ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลในรูปแบบต่างๆ ซึ่งจะกล่าวถัดไปในหัวข้อ 4.2

4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลและสมมติฐาน

4.2.1 การวิเคราะห์ความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหุ้นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและหุ้นสามัญบริษัททั่วไป

การวิเคราะห์ดังกล่าว จำเป็นจะต้องทราบอัตราผลตอบแทนรายวันของหุ้นเป็นอย่างไร และสามารถคำนวณได้โดยใช้ ข้อมูลราคาหุ้นมาประกอบการคำนวณตามสมการดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนรายวันของหุ้น} = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right)$$

โดยกำหนดให้

P_t = ราคาหุ้นในช่วงระยะเวลา t

P_{t-1} = ราคาหุ้นในช่วงระยะเวลา $t-1$

เมื่อคำนวณผลตอบแทนรายวันของหุ้นแล้ว จะทำการหาค่าเฉลี่ยเพื่อหาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ย ของพอร์ตโฟลิโอแบบรายวัน และค่าเบต้าเฉลี่ยแบบรายเดือน ทั้งนี้หากเป็นพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดในรูปแบบ Market Capitalization Weighted Portfolio การหาค่าเฉลี่ยของข้อมูลทั้งหมดจะคำนวณโดยวิธีการถ่วงเฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนัก หลังจากนั้นจะนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ในการวัดประสิทธิภาพและความเสี่ยงผ่านการทดสอบความแตกต่างเปรียบเทียบกันระหว่างข้อมูลของหุ้นทั้ง 2 กลุ่ม ด้วยเครื่องมือทางสถิติ Student T-Test โดยมีสมมติฐานทางสถิติดังต่อไปนี้

4.2.1.1 สมมติฐานทางสถิติในการทดสอบความแตกต่างของอัตราผลตอบแทน

H_0 : อัตราผลตอบแทนผลตอบแทนเฉลี่ยในพอร์ตโฟลิโอของหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามไม่มีความแตกต่างกับผลตอบแทนหุ้นสามัญบริษัททั่วไปอย่างมีนัยสำคัญ

H_1 : อัตราผลตอบแทนในพอร์ตโฟลิโอของหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีความแตกต่างกับผลตอบแทนหุ้นสามัญบริษัททั่วไปอย่างมีนัยสำคัญ

H_2 : อัตราผลตอบแทนในพอร์ตโฟลิโอของหุ้นสามัญบริษัททั่วไปมากกว่ากับผลตอบแทนหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามอย่างมีนัยสำคัญ

H_3 : อัตราผลตอบแทนในพอร์ตโฟลิโอของหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมากกว่าผลตอบแทนหุ้นสามัญบริษัททั่วไปอย่างมีนัยสำคัญ

4.2.1.2 สมมติฐานทางสถิติในการทดสอบความแตกต่างของความเสี่ยง

H_0 : ความเสี่ยง (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ย / ค่าเบต้าเฉลี่ย) ในพอร์ตโฟลิโอของหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามไม่มีความแตกต่างกับผลตอบแทนหุ้นสามัญบริษัททั่วไปอย่างมีนัยสำคัญ

H_1 : ความเสี่ยง (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ย / ค่าเบต้าเฉลี่ย) ในพอร์ตโฟลิโอของหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีความแตกต่างกับผลตอบแทนหุ้นสามัญบริษัททั่วไปอย่างมีนัยสำคัญ

H_2 : ความเสี่ยง (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ย / ค่าเบต้าเฉลี่ย) ในพอร์ตโฟลิโอของหุ้นสามัญบริษัททั่วไปมากกว่ากับผลตอบแทนหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามอย่างมีนัยสำคัญ

H_3 : ความเสี่ยง (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ย / ค่าเบต้าเฉลี่ย) ในพอร์ตโฟลิโอของหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมากกว่าผลตอบแทนหุ้นสามัญบริษัททั่วไปอย่างมีนัยสำคัญ

4.2.2 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return)

ทางผู้วิจัยจะทำการวิเคราะห์ประสิทธิภาพของหุ้นทั้ง 2 ประเภทโดยวัดจากอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return) อันประกอบด้วย Sharpe Ratio Treynor Ratio และ Jensen Alpha ซึ่งจะทำให้การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return) ทั้งหมดในแต่ละพอร์ตโฟลิโอโดยใช้ความถี่ข้อมูลรายวันสำหรับ Sharpe Ratio และความถี่ข้อมูลรายเดือนสำหรับ Treynor Ratio และ Jensen Alpha และจึงทำการหาค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนแต่ละประเภทในแต่ละพอร์ตโฟลิโอเพื่อนำมาใช้เปรียบเทียบกัน โดยวิธีการคำนวณอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return) ในแต่ละประเภทมีดังนี้

4.2.2.1 Sharpe Ratio

Sharpe Ratio เป็นอัตราส่วนที่นำมาวิเคราะห์เพื่อทดสอบว่าพอร์ตโฟลิโอมีประสิทธิภาพเพียงใดเมื่อทำการวัดโดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน เมื่อเทียบกับความเสี่ยง 1 หน่วย โดยทำการหา Sharpe Ratio ด้วยสมการดังต่อไปนี้

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

โดยกำหนดให้

R_p	=	อัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอในช่วงเวลาหนึ่ง
R_f	=	อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงในช่วงเวลาหนึ่ง
σ_p	=	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอในช่วงเวลาหนึ่ง

4.2.2.2 Treynor Ratio

Treynor Ratio เป็นอัตราส่วนที่นำมาวิเคราะห์เพื่อทดสอบว่าพอร์ตโฟลิโอมีประสิทธิภาพเพียงใดเมื่อทำการวัดโดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงเชิงระบบ (Systematic Risk) 1 หน่วยโดยความเสี่ยงที่ใช้ในการคำนวณจะใช้ค่าเบต้ามาพิจารณา ด้วยสมการดังต่อไปนี้

$$\text{Treynor Ratio} = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

โดยกำหนดให้

R_p	=	อัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอในช่วงเวลาหนึ่ง
R_f	=	อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงในช่วงเวลาหนึ่ง
β_p	=	ค่าเบต้าเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอในช่วงเวลาหนึ่ง

4.2.2.3 Jensen Alpha

Jensen Alpha นำมาใช้ในการวิเคราะห์ผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ของพอร์ตโฟลิโอโดยวัดจากผลตอบแทนที่ได้เกินจากผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ตามทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CapM) โดยทำการคำนวณหา Jensen Alpha ด้วยสมการดังต่อไปนี้

$$\text{Jensen } \alpha = R_p - R_f - \beta_p (R_m - R_f)$$

โดยกำหนดให้

R_p	=	อัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอในช่วงเวลาหนึ่ง
R_f	=	อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงในช่วงเวลาหนึ่ง
β_p	=	ค่าเบต้าเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอในช่วงเวลาหนึ่ง
R_m	=	อัตราผลตอบแทนของตลาด

ทั้งนี้อัตราผลตอบแทนของตลาดสามารถคำนวณได้โดยใช้ข้อมูล ข้อมูล SET TRI Index ของวันที่ t และ วันที่ $t-1$ ด้วยสมการ $R_m = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$ โดยที่ $P_t =$ SET TRI Index ณ วันที่ T และ $P_{t-1} =$ SET TRI Index ณ วันที่ $T-1$

4.2.2.4 สมมติฐานทางสถิติในการทดสอบอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return)

หลังจากคำนวณอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return) แล้วทางผู้วิจัยจะทำการทดสอบหาความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return) ของบริษัททั้ง 2 กลุ่มด้วยเครื่องมือทางสถิติ Student T-Test โดยมีสมมติฐานทางสถิติดังนี้

H_0 : อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Sharpe Ratio/Treynor Ratio/Jensen Alpha) ในพอร์ตโฟลิโอของหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามไม่มีความแตกต่างกับผลตอบแทนหุ้นสามัญบริษัททั่วไปอย่างมีนัยสำคัญ

H_1 : อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Sharpe Ratio/Treynor Ratio/Jensen Alpha) ในพอร์ตโฟลิโอของหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีความแตกต่างกับผลตอบแทนหุ้นสามัญบริษัททั่วไปอย่างมีนัยสำคัญ

H_2 : อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Sharpe Ratio/Treynor Ratio/Jensen Alpha) ในพอร์ตโฟลิโอของหุ้นสามัญบริษัททั่วไปมากกว่ากับผลตอบแทนหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามอย่างมีนัยสำคัญ

H₃ : อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Sharpe Ratio/Treynor Ratio/Jensen Alpha) ในพอร์ตโฟลิโอของหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมากกว่าผลตอบแทนหุ้นสามัญบริษัททั่วไปอย่างมีนัยสำคัญ

4.2.3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินผลตอบแทนหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและหุ้นสามัญบริษัททั่วไปที่มีต่ออัตราส่วนทางการเงินต่างๆ

ทางผู้วิจัยทำการศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นทั้ง 2 ประเภทที่มีต่ออัตราส่วนทางการเงิน ด้วยวิธีการ Multiple Regression Analysis โดยอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวิเคราะห์ประกอบไปด้วย

1. Debt to equity ratio (D/E Ratio)
2. Earnings Per Share (EPS)
3. Price to Earnings Ratio (P/E Ratio)
4. Net Profit Margin (NPM)
5. Return on Equity (ROE)
6. Price to Book Value (PBV)

และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ใช้จะอยู่ในรูปของอัตราผลตอบแทนรายไตรมาสเพื่อให้สอดคล้องกับข้อมูลของอัตราส่วนทางการเงินซึ่งออกประกาศในรูปแบบรายไตรมาสเช่นกัน โดยสามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสได้ด้วยสมการดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนรายไตรมาสของหุ้น} = \text{Ln} \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right)$$

โดยกำหนดให้

P_t = ราคาหุ้นในช่วงระยะเวลา t (ไตรมาสปัจจุบัน)

P_{t-1} = ราคาหุ้นในช่วงระยะเวลา t-1 (ไตรมาสก่อนหน้า)

หลังจากนั้น จะทำการใช้ Multiple Regression Analysis ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสของหุ้นสามัญบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามกับหุ้นสามัญบริษัททั่วไปที่มีต่ออัตราส่วนทางการเงินต่างๆ

โดยมีสมการดังนี้

โดย	R_t	=	$\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \epsilon$
			อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาส
	X_1	=	Debt to equity ratio (D/E Ratio)
	X_2	=	Earnings per Share (EPS)
	X_3	=	Price to Earnings Ratio (P/E Ratio)
	X_4	=	Net Profit Margin (NPM)

X_5 = Return on Equity (ROE)

X_6 = Price to Book value (PBV)

4.2.3.1 สมมติฐานทางสถิติทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทน

จากสมการ Multiple Regression Analysis ในหัวข้อ 4.2.3 สามารถกำหนดสมมติฐานทางสถิติออกมาได้ดังนี้

H_0 = อัตราผลตอบแทนของหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนทางการเงิน (D/E Ratio/EPS/Net Profit Margin/Return on Equity/Price to Book Value) อย่างมีนัยสำคัญ

H_1 = อัตราผลตอบแทนของหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนทางการเงิน (D/E Ratio/EPS/Net Profit Margin/Return on Equity/Price to Book Value) อย่างมีนัยสำคัญ

H_2 = อัตราผลตอบแทนของหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนทางการเงิน (D/E Ratio/EPS/Net Profit Margin/Return on Equity/Price to Book Value) อย่างมีนัยสำคัญ

H_3 = อัตราผลตอบแทนของหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนทางการเงิน (D/E Ratio/EPS/Net Profit Margin/Return on Equity/Price to Book Value) อย่างมีนัยสำคัญ

H_4 = อัตราผลตอบแทนของหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนทางการเงิน (D/E Ratio/EPS/Net Profit Margin/Return on Equity/Price to Book Value) อย่างมีนัยสำคัญ

H_5 = อัตราผลตอบแทนของหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนทางการเงิน (D/E Ratio/EPS/Net Profit Margin/Return on Equity/Price to Book Value) อย่างมีนัยสำคัญ

4.2.3.2 การเปรียบเทียบประสิทธิภาพของอัตราส่วนทางการเงินหลังจากการทดสอบความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้น

ทั้งนี้หลังจากที่ได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินต่ออัตราผลตอบแทนหุ้นของบริษัททั้ง 2 ประเภทแล้ว ในกรณีที่บริษัททั้ง 2 ประเภท มีอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นเหมือนกัน จะทำการเปรียบเทียบประสิทธิภาพของบริษัททั้ง 2 ประเภทเพิ่มเติม โดยวัดจากค่า Beta Standardized Coefficient ที่ได้จากการประมวลผลด้วย Multiple Regression Analysis เพื่อดูว่าหุ้นของบริษัททั้ง 2 กลุ่มมีขนาดและทิศทางของความสัมพันธ์กับอัตราส่วนทางการเงินต่างๆ แตกต่างกันอย่างไรและใช้สำหรับการวิเคราะห์ประสิทธิภาพเปรียบเทียบของกลุ่มบริษัททั้ง 2 กลุ่มในมิติของอัตราส่วนทางการเงินต่อไป

4.2.4 สมมติฐานงานวิจัย

ในส่วนของการทดสอบความแตกต่างของอัตราผลตอบแทน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าเบต้า ค่า Sharpe Ratio ค่า Treynor Ratio และค่า Jensen Alpha ทางผู้วิจัยตั้งสมมติฐานงานวิจัยว่าอัตราผลตอบแทน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าเบต้า ค่า Sharpe Ratio ค่า Treynor Ratio และ

ค่า Jensen Alpha ของกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและกลุ่มบริษัททั่วไปจะมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญในทุกรูปแบบการจัดพอร์ตโฟลิโอและคาดการณ์ว่าทุกมาตรวัดของกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามจะมีค่าสูงกว่าในกลุ่มบริษัททั่วไปในทุกรูปแบบการจัดพอร์ตโฟลิโอ โดยอยู่ในสมมติฐานที่ว่าบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีโครงสร้างทุนที่มีหนี้สินน้อยและมีลูกหนี้การค้าในปริมาณน้อยจึงทำให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะมีสถานะการเงินมั่นคงและมีสภาพคล่องสูงซึ่งจะเป็นที่ดึงดูดของนักลงทุนได้มากกว่า

ในส่วนของการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนหุ้น ทางผู้วิจัยได้คาดการณ์ผลการศึกษาโดยอ้างอิงจากผลการศึกษาเปรียบเทียบหุ้นสามัญที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและหุ้นสามัญทั่วไปของ Reddy, Fu (2014) เป็นหลัก ซึ่งมีผลการคาดการณ์ดังนี้

บริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม: D/E Ratio NPM และ ROE มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหุ้น และ ROE มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนหุ้น ในขณะที่ EPS และ PBV ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้น

บริษัททั่วไป: D/E Ratio และ ROE มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นในเชิงลบ ในขณะที่ EPS NPM และ PBV ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้น

ทั้งนี้ทางผู้วิจัยได้สร้างกรอบวิจัยความสัมพันธ์ของหุ้นบริษัททั้ง 2 กลุ่ม เพื่อให้เห็นภาพได้ชัดเจนยิ่งขึ้นดัง ภาพที่ 4.1 และ ภาพที่ 4.2

บทที่ 5 ผลการศึกษา

5.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จากการศึกษาข้อมูล อัตราผลตอบแทนของราคาหุ้น ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เบต้า และ อัตราส่วนทางการเงิน ดังที่กล่าวในบทที่ 4 สามารถสรุปผลการศึกษาออกมาได้ดังนี้

ตารางที่ 5.1 ตารางแสดงผลการศึกษาสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลที่ถูกนำไปใช้พิจารณาประสิทธิภาพของบริษัทที่ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามด้วยการจัดรูปแบบ Portfolio โดยวิธี Equal Weighted Portfolio

ตัวแปร	จำนวนกลุ่ม ตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ต่ำสุด	สูงสุด
อัตรา ผลตอบแทน เฉลี่ยรายวัน	1879	0.0007861	0.0104607	-0.068262	0.057017
ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน เฉลี่ยรายวัน	1879	0.0198112	0.0064561	0.008718	0.070459
ค่าเบต้า	92	1.172329	0.2989683	0.859697	2.5054
Sharpe Ratio	1879	-1.144642	0.7596282	-4.391387	1.236282
Treynor Ratio	92	-0.0169804	0.01145	-0.0463	0.0135
Jensen Alpha	92	0.0029737	0.007247	-0.0124319	0.0228862

จากการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาของบริษัทที่ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามด้วยการจัดรูปแบบ Portfolio โดยวิธี Equal Weighted Portfolio ในตารางที่ 5.1 พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0007861 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยรายวันมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ .0198112 ค่าเบต้ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.172329 Sharpe Ratio มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -1.144642 Treynor Ratio มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -0.0169804 และ Jensen Alpha มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0029737 ทั้งนี้ ค่าเบต้า Treynor Ratio และ Jensen Alpha มีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดเพียง 92 กลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากเก็บข้อมูลแบบรายเดือน

ตารางที่ 5.2 ตารางแสดงผลการศึกษาสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลที่ถูกนำไปใช้พิจารณาประสิทธิภาพของบริษัทที่ไม่ได้ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามด้วยการจัดรูปแบบ Portfolio โดยวิธี Equal Weighted Portfolio

ตัวแปร	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ต่ำสุด	สูงสุด
อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวัน	1879	0.0009467	0.0103577	-0.05755	0.050252
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยรายวัน	1879	0.0189605	0.0064662	0.007218	0.059371
ค่าเบต้า	92	1.921728	1.00095	1.513	10.56292
Sharpe Ratio	1879	-1.183566	0.7502531	-4.067341	1.135497
Treynor Ratio	92	-0.0103457	0.0067463	-0.0303	0.0038
Jensen Alpha	92	0.0256925	0.0258537	-0.0605843	0.1320365

จากการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาของบริษัทที่ไม่ได้ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามด้วยการจัดรูปแบบ Portfolio โดยวิธี Equal Weighted Portfolio ในตารางที่ 5.2 พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0009467 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

เฉลี่ยรายวันมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0189605 ค่าเบต้ามี่ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.921728 Sharpe Ratio มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -1.183566 Treynor Ratio มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -0.0103457 และ Jensen Alpha มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0256925 ทั้งนี้ค่าเบต้า Treynor Ratio และ Jensen Alpha มีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดเพียง 92 กลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากเก็บข้อมูลแบบรายเดือน

ตารางที่ 5.3 ตารางแสดงผลการศึกษาสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลที่ถูกนำไปใช้พิจารณาประสิทธิภาพของบริษัทที่ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามด้วยการจัดรูปแบบ Portfolio โดยวิธี Market Capitalization Weighted Portfolio

ตัวแปร	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ต่ำสุด	สูงสุด
อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันถ่วงน้ำหนัก	1879	0.0005566	0.0122285	-0.058673	0.05805
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยรายวันถ่วงน้ำหนัก	1879	0.0151642	0.0056516	0.004946	0.096996
ค่าเบต้า	92	0.7856115	0.2567504	0.4888522	1.426242
Sharpe Ratio	1879	-1.539807	1.097691	-5.595802	2.194593
Treynor Ratio	92	-0.0166374	0.0179937	-0.0509087	0.068136
Jensen Alpha	92	-0.0022901	0.0064965	-0.0164596	0.0239388

จากการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาของบริษัทที่ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามด้วยการจัดรูปแบบ Portfolio โดยวิธี Market Capitalization Weighted Portfolio ในตารางที่ 5.3 พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันถ่วงน้ำหนัก มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0005566 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยรายวันมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0151642 ค่าเบต้ามี่ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.7856115

Sharpe Ratio มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -1.539807 Treynor Ratio มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -0.0166374 และ Jensen Alpha มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -0.0022901 ทั้งนี้ ค่าเบต้า Treynor Ratio และ Jensen Alpha มีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดเพียง 92 กลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากเก็บข้อมูลแบบรายเดือน

ตารางที่ 5.4 ตารางแสดงผลการศึกษาสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลที่ถูกนำไปใช้พิจารณาประสิทธิภาพของบริษัทที่ไม่ได้ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามด้วยการจัดรูปแบบ Portfolio โดยวิธี Market Capitalization Weighted Portfolio

ตัวแปร	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ต่ำสุด	สูงสุด
อัตรา ผลตอบแทน เฉลี่ยรายวัน ถ่วงน้ำหนัก	1878	0.0009568	0.0118637	-0.061542	0.061485
ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน เฉลี่ยรายวัน ถ่วงน้ำหนัก	1878	0.016632	0.0055164	0.005837	0.070327
ค่าเบต้า	92	0.6513887	0.1948377	-0.0169812	2.131305
Sharpe Ratio	1878	-1.35189	0.9319612	-4.904466	1.424083
Treynor Ratio	92	-0.01062	0.0789212	-0.0817733	0.7209526
Jensen Alpha	92	-0.0035666	0.0061787	-0.024311	0.0288481

จากการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาของบริษัทที่ไม่ได้ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามด้วยการจัดรูปแบบ Portfolio โดยวิธี Market Capitalization Weighted Portfolio ในตารางที่ 5.4 พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันถ่วงน้ำหนักมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ .0009568 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยรายวันมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.016632 ค่าเบต้ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.6513887 Sharpe Ratio มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -1.35189 Treynor Ratio มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -0.01062 และ Jensen

Alpha มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -0.0035666 ทั้งนี้ ค่าเบต้า Treynor Ratio และ Jensen Alpha มีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดเพียง 92 กลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากเก็บข้อมูลแบบรายเดือน

ตารางที่ 5.5 ตารางแสดงผลการศึกษาสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลที่น่าไปใช้ในการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนรายไตรมาสของบริษัทที่ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลาม

ตัวแปร	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ต่ำสุด	สูงสุด
อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาส	1493	0.0813061	0.222942	-0.5602363	1.808511
Debt to equity ratio (D/E Ratio)	1418	0.5130121	0.3648678	3.21e-06	2.972296
Earnings Per Share (EPS)	1498	0.7064775	1.62588	-4.7885	13.1411
Price to Earnings Ratio (P/E Ratio)	1358	29.20037	172.3036	1.465135	5927.273
Net Profit Margin	1519	0.1353723	0.4020189	-2.69451	9.374695
Return on Equity (ROE)	1504	0.1723442	0.1727086	-0.6218537	1.648976
Price to Book value	1512	3.111348	3.097847	0.2231926	31.67581

จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสของบริษัทที่ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามในตารางที่ 5.5 พบว่า ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสอยู่ที่ 0.0813061 Debt to equity ratio (D/E Ratio) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.5130121 Earnings Per Share (EPS) อยู่ที่ 0.7064775 Price to Earnings Ratio (P/E Ratio) อยู่ที่ 29.20037 Net Profit Margin อยู่ที่ 0.1353723 Return on Equity (ROE) อยู่ที่ 0.1723442 Price to Book value อยู่ที่ 3.111348



ตารางที่ 5.6 ตารางแสดงผลการศึกษาสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลที่น่าไปใช้ในการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนรายไตรมาสของบริษัทที่ไม่ได้ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลาม

ตัวแปร	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ต่ำสุด	สูงสุด
อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาส	1476	0.0914615	0.2135339	-0.4010201	1.342282
Debt to equity ratio (D/E Ratio)	1392	1.222628	1.677303	7.31e-07	22.66359
Earnings Per Share (EPS)	1481	0.9346053	1.969112	-13.6339	32.0124
Price to Earnings Ratio (P/E Ratio)	1370	25.31197	66.8164	1.209412	2093.456
Net Profit Margin	1495	0.2258639	0.4020189	-2.048877	14.55001
Return on Equity (ROE)	1456	0.1731002	0.1897148	-1.300632	1.846073
Price to Book value	1482	3.462371	3.636226	0.2060588	50.87271

จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทน
เฉลี่ยรายไตรมาสของของบริษัทที่ไม่ได้ดำเนินงานตามหลักศาสนาอิสลามในตารางที่ 5.6 พบว่า
ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนรายไตรมาสอยู่ที่ 0.0914615 Debt to equity ratio (D/E Ratio) มี
ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.222628 Earnings Per Share (EPS) อยู่ที่ 0.9346053 Price to Earnings Ratio
(P/E Ratio) อยู่ที่ 25.31197 Net Profit Margin อยู่ที่ 0.2258639 Return on Equity (ROE) อยู่
ที่ 0.1731002 Price to Book value อยู่ที่ 3.462371



5.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)

5.2.1 การวิเคราะห์ความแตกต่างด้วย Student t-test สำหรับการจัดพอร์ตโฟลิโอแบบ Equal Weighted Portfolio

ตารางที่ 5.7 ผลการศึกษาความแตกต่างของอัตราผลตอบแทน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เบต้า Sharpe Ratio Treynor Ratio และ Jensen Alpha ของการจัดพอร์ตโฟลิโอแบบ Equal Weighted Portfolio ที่ความเชื่อมั่น 95%

ตัวแปร	กลุ่มตัวอย่าง		ค่าเฉลี่ย			นัยสำคัญทางสถิติ (P-value)			t- student statistics	Degree of Freedom
						H ₀				
	บริษัท อิสลาม	บริษัท ทั่วไป	บริษัท อิสลาม	บริษัททั่วไป	ผลต่าง	H ₁	H ₂	H ₃		
อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวัน	1879	1879	0.0007861	0.0009467	-0.0001606	0.6362	0.3181	0.6819	-0.4730	3756
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ย	1879	1879	0.0198112	0.0189605	0.0008507	0.0001	1.0000	0.0000	4.0357	3756
ค่าเบต้า	92	92	1.172329	1.921728	-0.749399	0.0000	0.0000	1.0000	-6.8808	182
Sharpe Ratio	1879	1879	-1.144642	-1.183566	0.0389231	0.1141	0.9429	0.0571	1.5803	3756
Treynor Ratio	92	92	-0.0169804	-0.0103457	-0.0066348	0.0000	0.0000	1.0000	-4.7886	182
Jensen Alpha	92	92	0.0029737	0.0256925	-0.0227188	0.0000	0.0000	1.0000	-8.1158	182

ทั้งนี้ สมมติฐานทางสถิติในตารางที่ 5.7 ประกอบด้วย

- H_0 : ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ยบริษัททั่วไป = 0
 H_1 : ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ยบริษัททั่วไป \neq 0
 H_2 : ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ยบริษัททั่วไป < 0
 H_3 : ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ยบริษัททั่วไป > 0

โดยจากผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของตัวแปรโดยใช้ Student t-test สามารถสรุปผลการศึกษาของแต่ละตัวแปรออกมาได้ดังนี้

5.2.1.1 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของอัตราผลตอบแทน

จากข้อมูลในตารางที่ 5.7 พบว่าผลต่างค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและค่าเฉลี่ยบริษัททั่วไปมีค่าเท่ากับ -0.0001606 โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_0 : อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยบริษัททั่วไป = 0

H_1 : อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยบริษัททั่วไป \neq 0

พบว่า ค่า p-value ของสมมติฐานดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0.6362 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก H_0 ได้ และสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของบริษัททั้ง 2 กลุ่มไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% สอดคล้องกับการศึกษาของ Abbes , 2012 ซึ่งไม่พบความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยระหว่างหุ้นของบริษัททั้ง 2 กลุ่มในตลาดหลักทรัพย์ 35 ประเทศทั่วโลก

5.2.1.2 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

จากข้อมูลในตารางที่ 5.7 พบว่า ผลต่างค่าเฉลี่ยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและของบริษัททั่วไปมีค่าเท่ากับ 0.0008507 โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_0 : ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยบริษัททั่วไป = 0

H_1 : ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยบริษัททั่วไป \neq 0

พบว่า ค่า p-value ของสมมติฐานดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0.0001 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปได้ว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของบริษัททั้ง 2 กลุ่มมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 %

หลังจากนั้นจึงพิจารณาต่อว่า ค่าเฉลี่ยของบริษัทกลุ่มใดมีค่าเฉลี่ยที่มากกว่า โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_3 : ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยบริษัททั่วไป > 0

พบว่า มีค่า p-value เท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปได้ว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีค่ามากกว่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของบริษัททั่วไปอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 % สอดคล้องกับการศึกษาของ Reddy , Fu (2014) ซึ่งพบว่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของหุ้นของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามในประเทศออสเตรเลียสูงกว่าหุ้นของบริษัททั่วไปสอดคล้องกับการศึกษาของ Seyiawan and Oktariza (2013) ซึ่งพบว่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานหุ้นของบริษัททั่วไปสูงกว่าหุ้นของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม

5.2.1.3 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเบต้า

จากข้อมูลในตารางที่ 5.7 พบว่าผลต่างค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและบริษัททั่วไปมีค่าเท่ากับ -0.749399 โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_0 : ค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเบต้าเฉลี่ยบริษัททั่วไป = 0

H_1 : ค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเบต้าเฉลี่ยบริษัททั่วไป $\neq 0$

พบว่า ค่า p-value ของสมมติฐานดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปได้ว่าค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัททั้ง 2 กลุ่มมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 %

หลังจากนั้นจึงพิจารณาต่อว่า ค่าเฉลี่ยของบริษัทกลุ่มใดมีค่าเฉลี่ยที่มากกว่า โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_2 : ค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเบต้าเฉลี่ยบริษัททั่วไป < 0

พบว่าค่า p-value เท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปได้ว่า ค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัททั่วไปมีค่ามากกว่า ค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 % โดยสามารถอธิบายผลการศึกษานี้ด้วยทฤษฎีของ Hamada (1972) ซึ่งกล่าวว่า ค่าเบต้าขึ้นอยู่กับโครงสร้างทุนของบริษัท โดยหากหนี้สินของบริษัทมากก็จะทำให้ค่าเบต้าสูง และหากหนี้สินของบริษัทต่ำก็จะทำให้ค่าเบต้าต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับลักษณะธุรกิจของทางบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามซึ่งถูกจำกัดปริมาณหนี้สินให้อยู่ในเกณฑ์ที่กำหนดไว้ จึงทำให้ค่าเบต้าต่ำเมื่อเทียบกับบริษัททั่วไปที่ไม่ได้มีข้อจำกัดเรื่องปริมาณหนี้สิน

5.2.1.4 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของ Sharpe Ratio

จากข้อมูลในตารางที่ 5.7 พบว่าค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและบริษัททั่วไปมีค่าเท่ากับ 0.0389231 โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_0 : ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัททั่วไป = 0

H_1 : ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัททั่วไป \neq 0

พบว่า ค่า p-value ของสมมติฐานดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0.1141 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ และสรุปได้ว่า ค่าเฉลี่ยของ Sharpe Ratio ของบริษัททั้ง 2 กลุ่มไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 % สอดคล้องกับการศึกษาของ Abbes (2012) ซึ่งไม่พบความแตกต่างของ Sharpe Ratio ระหว่างหุ้นของบริษัททั้ง 2 กลุ่มในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ทั่วโลก

5.2.1.5 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของ Treynor Ratio

จากข้อมูลในตารางที่ 5.7 พบว่าค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและบริษัททั่วไปมีค่าเท่ากับ -0.0066348 โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_0 : ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัททั่วไป = 0

H_1 : ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัททั่วไป \neq 0

พบว่า ค่า p-value ของสมมติฐานดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่า

0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปได้ว่า ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัททั้ง 2 กลุ่มมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

หลังจากนั้นจึงพิจารณาต่อว่า ค่าเฉลี่ยของบริษัทกลุ่มใดมีค่าเฉลี่ยที่มากกว่า โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_2 : ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัททั่วไป < 0

พบว่า มีค่า p-value เท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปได้ว่า ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัททั่วไปมีค่ามากกว่า ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 % ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาของ Ahmad, Z., & Ibrahim, H. (2002) และ Al-Khazali, O., Lean, H. H., & Samet, A. (2014) ที่ได้ทำการศึกษา Treynor Ratio ของบริษัททั้ง 2 กลุ่มเปรียบเทียบกันและพบว่าไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

5.2.1.6 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของ Jensen Alpha

จากข้อมูลในตารางที่ 5.7 พบว่าค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและบริษัททั่วไปมีค่าเท่ากับ -0.0227188 โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_0 : ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัททั่วไป = 0

H_1 : ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัททั่วไป $\neq 0$

พบว่า ค่า p-value ของสมมติฐานดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปได้ว่า ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัททั้ง 2 กลุ่มมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 %

หลังจากนั้นจึงพิจารณาต่อว่า ค่าเฉลี่ยของบริษัทกลุ่มใดมีค่าเฉลี่ยที่มากกว่า โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_2 : ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัททั่วไป < 0

พบว่าค่า p -value เท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปได้ว่า ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัททั่วไปมีค่ามากกว่า ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 % สอดคล้องกับการศึกษาของ Dharani, M., & Natarajan, P. (2011). ซึ่งพบว่า Jensen Alpha ของกลุ่มบริษัททั่วไปในประเทศอินเดียมีค่าสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม



5.2.2 การวิเคราะห์ความแตกต่างด้วย Student t-test สำหรับการจัดพอร์ตโฟลิโอแบบ Market Capitalization Weighted Portfolio

ตารางที่ 5.8 ผลการศึกษาความแตกต่างของอัตราผลตอบแทน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เบต้า Sharpe Ratio Treynor Ratio และ Jensen Alpha ของการจัดพอร์ตโฟลิโอแบบ Market Capitalization Weighted Portfolio ที่ความเชื่อมั่น 95%

ตัวแปร	กลุ่มตัวอย่าง		ค่าเฉลี่ย			นัยสำคัญทางสถิติเมื่อ			t-student statistics	Degree of Freedom
						H ₀				
	บริษัท ศาสนา อิสลาม	บริษัท ทั่วไป	บริษัท อิสลาม	บริษัท ทั่วไป	ผลต่าง	H ₁	H ₂ :	H ₃ :		
อัตราผลตอบแทน	1879	1878	0.0005566	0.0009568	-0.0004002	0.3088	0.1544	0.8456	-1.0180	3755
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	1879	1878	0.0151642	0.016632	-0.0014678	0.0000	0.0000	1.0000	-8.0551	3755
ค่าเบต้า	92	92	0.7856115	0.6513887	0.1342228	0.0001	1.0000	0.0000	3.9944	182
Sharpe Ratio	1879	1878	-1.539807	-1.35189	-0.1879172	0.0000	0.0000	1.0000	-5.6560	3755
Treynor Ratio	92	92	-0.0166374	-0.01062	-0.0060174	0.4767	0.2384	0.7616	-0.7130	182
Jensen Alpha	92	92	-0.0022901	-0.0035666	0.0012765	0.1737	0.9131	0.0869	1.3657	182

ทั้งนี้สมมติฐานทางสถิติในตารางที่ 5.8 ประกอบด้วย

H_0 : ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ยบริษัททั่วไป = 0

H_1 : ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ยบริษัททั่วไป \neq 0

H_2 : ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ยบริษัททั่วไป < 0

H_3 : ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ยบริษัททั่วไป > 0

จากผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของตัวแปรโดยใช้ student t-test สามารถสรุปผลการศึกษาของแต่ละตัวแปรออกมาได้ดังนี้

5.2.2.1 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของอัตราผลตอบแทน

จากข้อมูลในตารางที่ 5.8 พบว่าผลต่างค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและค่าเฉลี่ยบริษัททั่วไปมีค่าเท่ากับ -.0004002 โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_0 : อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยบริษัททั่วไป = 0

H_1 : อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยบริษัททั่วไป \neq 0

พบว่า ค่า p-value ของสมมติฐานดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0.3088 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก H_0 ได้ และสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของบริษัททั้ง 2 กลุ่มไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% สอดคล้องกับการศึกษาของ Abbes , 2012 ซึ่งไม่พบความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยระหว่างหุ้นของบริษัททั้ง 2 กลุ่มในตลาดหลักทรัพย์ 35 ประเทศทั่วโลก

5.2.2.2 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

จากข้อมูลในตารางที่ 5.8 พบว่า ผลต่างค่าเฉลี่ยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและของบริษัททั่วไปมีค่าเท่ากับ -0.0014678 โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_0 : ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยบริษัททั่วไป = 0

H_1 : ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของบริษัททั่วไป \neq 0

พบว่า ค่า p-value ของสมมติฐานดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปได้ว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของบริษัททั้ง 2 กลุ่มมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 %

หลังจากนั้นจึงพิจารณาต่อว่า ค่าเฉลี่ยของบริษัทกลุ่มใดมีค่าเฉลี่ยที่มากกว่า โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_2 : ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยบริษัททั่วไป < 0

พบว่า มีค่า p-value เท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปได้ว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของบริษัททั่วไปมีค่ามากกว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 %

5.2.2.3 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของเบต้า

จากข้อมูลในตารางที่ 5.8 พบว่า ผลต่างค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและบริษัททั่วไปมีค่าเท่ากับ 0.1342228 โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_0 : ค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเบต้าเฉลี่ยบริษัททั่วไป = 0

H_1 : ค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเบต้าเฉลี่ยบริษัททั่วไป $\neq 0$

พบว่า ค่า p-value ของสมมติฐานดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0.0001 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปได้ว่า ค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัททั้ง 2 กลุ่มมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 %

หลังจากนั้นจึงพิจารณาต่อว่า ค่าเฉลี่ยของบริษัทกลุ่มใดมีค่าเฉลี่ยที่มากกว่า โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_3 : ค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเบต้าเฉลี่ยบริษัททั่วไป > 0

พบว่า มีค่า p-value เท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปได้ว่า ค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีค่ามากกว่า ค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัททั่วไปอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 % โดยจากผลการศึกษานี้ขัดแย้งกับทฤษฎีของ Hamada, R. S. (1972) ซึ่งค่าเบต้าของบริษัทกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามควรจะมีค่าที่ต่ำเนื่องจากสัดส่วนหนี้สินที่ต่ำ ซึ่งเมื่อผู้วิจัยได้ทำการพิจารณาค่าเบต้าของหุ้นกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามเป็นรายบริษัทพบจุดน่าสนใจคือ หุ้นที่มี

Market Capitalization ในกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามสูงในทุกๆ การ Rebalance Portfolio จะมีหุ้นกลุ่มพลังงานเป็นส่วนประกอบเสมอ ซึ่งหุ้นกลุ่มพลังงานดังกล่าวมีค่าเบต้าที่สูง โดยถึงแม้จะมีสัดส่วนของโครงสร้างหนี้ที่ต่ำ แต่ก็มีปัจจัยอื่นๆ ซึ่งสามารถทำให้บริษัทกลุ่มพลังงานดังกล่าวมีค่าเบต้าที่สูง อาทิ ปริมาณต้นทุนคงที่ที่ค่อนข้างสูง การผันผวนของอุปสงค์ของบริษัทในกลุ่มดังกล่าว เป็นต้น (Sharpe, 1999) ซึ่งผู้วิจัยวิเคราะห์ว่า ค่าเบต้าที่สูงมาจากต้นทุนคงที่ที่สูงของบริษัทกลุ่มพลังงานเนื่องจาก บริษัทกลุ่มดังกล่าวมีการลงทุนในส่วนของแท่นขุดเจาะน้ำมัน การสำรวจทรัพยากรธรรมชาติซึ่งมีปริมาณต้นทุนคงที่ที่สูง

5.2.2.4 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของ Sharpe Ratio

จากข้อมูลในตารางที่ 5.8 พบว่าค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและบริษัททั่วไปมีค่าเท่ากับ -0.1879172 โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_0 : ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัททั่วไป = 0

H_1 : ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัททั่วไป \neq 0

พบว่า ค่า p-value ของสมมติฐานดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ และสรุปว่า ค่าเฉลี่ยของ Sharpe Ratio ของบริษัททั้ง 2 กลุ่มมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 %

หลังจากนั้นจึงพิจารณาต่อว่า ค่าเฉลี่ยของบริษัทกลุ่มใดมีค่าเฉลี่ยที่มากกว่า โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_2 : ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัททั่วไป < 0

พบว่า มีค่า p-value เท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปได้ว่า ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัททั่วไปมีค่ามากกว่า ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 % สอดคล้องกับการศึกษาของ Abbas , 2012 ซึ่งพบว่า Sharpe Ratio ของบริษัททั่วไปในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดียมีค่าสูงกว่าของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม

5.2.2.5 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของ Treynor Ratio

จากข้อมูลในตารางที่ 5.8 พบว่าค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและบริษัททั่วไปมีค่าเท่ากับ -0.0060174 โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_0 : ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัททั่วไป = 0

H_1 : ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัททั่วไป \neq 0

พบว่า ค่า p-value ของสมมติฐานดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0.4767 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ และสรุปได้ว่า ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio ของบริษัททั้ง 2 กลุ่มไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 % สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ahmad, Z., & Ibrahim, H. (2002) และ Al-Khazali, O., Lean, H. H., & Samet, A. (2014) ที่ได้ทำการศึกษา Treynor Ratio ของบริษัททั้ง 2 กลุ่มเปรียบเทียบกันและพบว่าไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

5.2.2.6 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของ Jensen Alpha

จากข้อมูลในตารางที่ 5.8 พบว่าค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและบริษัททั่วไปมีค่าเท่ากับ 0.0012765 โดยเมื่อพิจารณาค่า p-value จากสมมติฐาน

H_0 : ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัททั่วไป = 0

H_1 : ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม - ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัททั่วไป \neq 0

พบว่า ค่า p-value ของสมมติฐานดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 0.1737 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ และสรุปได้ว่า ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของบริษัททั้ง 2 กลุ่มไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 % สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ahmad, Z., & Ibrahim, H. (2002) และ Al-Khazali, O., Lean, H. H., & Samet, A. (2014) ที่ได้ทำการศึกษา Jensen Alpha ของบริษัททั้ง 2 กลุ่มเปรียบเทียบกันและพบว่าไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

5.2.3 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนรายไตรมาสและอัตราส่วนทางการเงิน

5.2.3.1 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

การศึกษาความสัมพันธ์ในหัวข้อนี้ ผู้วิจัยเริ่มต้นจากการตรวจสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ของตัวแปรแต่ละตัวเบื้องต้นเพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ที่อาจพบได้ในระหว่างตัวแปรด้วยกันหลังจากนั้นเมื่อทำการวิเคราะห์ผลการศึกษาด้วย Multiple Regression Analysis แล้ว จะทำการตรวจสอบแบบจำลองเพื่อทดสอบปัญหา Multicollinerity ที่อาจพบได้ในสมการอีกครั้ง โดยผลการศึกษาสหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ได้ผลออกมาดังนี้

ตารางที่ 5.9 ตารางแสดงผลการศึกษาสหสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนรายไตรมาสและอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม

ตัวแปร	อัตรา ผลตอบแทน รายไตรมาส	D/E Ratio	EPS	NPM	PBV	PE Ratio	ROE
อัตรา ผลตอบแทน รายไตรมาส	1.0000						
D/E Ratio	-0.0754	1.0000					
EPS	-0.0705	0.1071	1.0000				
NPM	0.0084	-0.1128	0.1168	1.0000			
PBV	0.0773	0.0027	-0.0109	0.0466	1.0000		
PE Ratio	-0.0246	0.0147	-0.0379	-0.0562	-0.0084	1.0000	
ROE	0.0055	-0.0486	0.0998	0.1586	0.6099	-0.0928	1.0000

จากตารางที่ 5.9 พบว่าตัวแปรทุกตัวมีค่า Correlation อยู่ต่ำกว่า 0.7 จึงสามารถสรุปผลค่าสหสัมพันธ์โดยอ้างอิงจาก Anderson et al (2002) สามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรต่างๆของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามแทบจะไม่มีสหสัมพันธ์ระหว่างกัน

ตารางที่ 5.10 ตารางแสดงผลการศึกษาสหสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนรายไตรมาสและอัตราส่วนทางการเงินของบริษัททั่วไป

ตัวแปร	อัตรา ผลตอบแทน รายไตรมาส	D/E Ratio	EPS	NPM	PBV	PE Ratio	ROE
อัตรา ผลตอบแทน รายไตรมาส	1.0000						
D/E Ratio	0.0053	1.0000					
EPS	-0.0197	-0.1022	1.0000				
NPM	-0.0359	-0.1699	0.0787	1.0000			
PBV	0.0361	0.0060	-0.0602	0.0416	1.0000		
PE Ratio	-0.0175	0.0259	-0.0825	-0.0838	0.0528	1.0000	
ROE	0.0078	0.0662	-0.0007	0.2429	0.5289	-0.1060	1.0000

จากตารางที่ 5.10 พบว่าตัวแปรทุกตัวมีค่า Correlation อยู่ต่ำกว่า 0.7 จึงสามารถสรุปผลค่าสหสัมพันธ์โดยอ้างอิงจาก Anderson et al (2002) สามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรต่างๆของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามแทบจะไม่มีสหสัมพันธ์ระหว่างกัน

5.2.3.2 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนหุ้นด้วย Multiple Regression Analysis

ตารางที่ 5.11 ตารางแสดงผลความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนหุ้นของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม

	Coefficient	Std.Error	t-stat	p-value	Beta Standardized Coefficient
Constant	0.0953773	0.013625	7.00	0.000	
D/E Ratio	-0.041304	0.0165626	-2.49	0.013	-0.071262
EPS	-0.0074494	0.0037494	-1.99	0.047	-0.0571535
NPM	0.0068929	0.0185852	0.37	0.711	0.0107185
PBV	0.0083681	0.0025376	3.30	0.001	0.1180159
PE Ratio	-0.0000369	0.0000343	-1.08	0.282	-0.0304911
ROE	-0.0941691	0.0499803	-1.88	0.060	-0.0687342
F-Value	0.0006				
R-Square	0.0190				
Adjusted R-Square	0.0142				
Observation	1247				

ในการศึกษาความสัมพันธ์ในหัวข้อนี้ ทางผู้วิจัยได้ทำการตัดชุดข้อมูลที่มีตัวแปรไม่ครบทุกตัวแปรออกไป โดยจากข้อมูลในตารางที่ 5.11 ผลการศึกษา Multiple Regression Analysis ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามพบว่า D/E Ratio EPS PBV และ ROE มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% โดยหลังจากศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าว ทางผู้วิจัยได้ทำการทดสอบปัญหา Multicollinearity เพื่อให้มั่นใจว่าแบบจำลองดังกล่าวไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยกัน

ตารางที่ 5.12 ตารางแสดงผลการทดสอบ Multicollinearity ของตัวแปรอัตราส่วนทางการเงินของ
บริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม

ตัวแปร	VIF	ค่า Tolerance
D/E Ratio	1.03	0.968871
EPS	1.05	0.956056
NPM	1.06	0.947241
PBV	1.62	0.617693
PE Ratio	1.01	0.985807
ROE	1.68	0.594465
Mean VIF	1.24	

โดยจากการทดสอบ Multicollinearity ของแบบจำลอง พบว่า ตัวแปรทุกตัวมีค่า VIF น้อยกว่า 10 (Kurtner, 2004) และ ค่า Tolerance เข้าใกล้ 1 (Williams , 2015) จึงสรุปได้ว่าไม่พบปัญหา Multicollinertity ในแบบจำลองนี้

ตารางที่ 5.13 ตารางแสดงผลความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนหุ้น
ของบริษัททั่วไป

	Coefficient	Std.Error	t-stat	p-value	Beta Standardized Coefficient
Constant	0.0920599	0.012376	7.44	0.000	
D/E Ratio	-0.0002781	0.0046714	-0.06	0.953	-0.0017342
EPS	-0.0016566	0.0028794	-0.58	0.565	-0.0165055
NPM	-0.0239417	0.0195742	-1.22	0.222	-0.0367436
PBV	0.0027631	0.0022182	1.25	0.213	0.0423107
PE Ratio	-0.0000751	0.0000867	-0.87	0.387	-0.0249948
ROE	-0.010747	0.0462205	-0.23	0.816	-0.0081935
F-Value	0.6228				
R-Square	0.0035				
Adjusted R-Square	-0.0013				
Observation	1247				

จากข้อมูลในตารางที่ 5.13 ซึ่งได้ทำการตัดชุดข้อมูลที่ตัวแปรไม่ครบสมบูรณ์ออกไปแล้ว ผลการศึกษา Multiple Regression Analysis ของบริษัททั่วไปพบว่าทุกตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาส อีกทั้งเมื่อพิจารณาค่า F-Value พบว่า แบบจำลองดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% โดยหลังจากศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าว ทางผู้วิจัยได้ทำการทดสอบปัญหา Multicollinearity เพื่อให้มั่นใจว่าแบบจำลองดังกล่าวไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยกัน

ตารางที่ 5.14 ตารางแสดงผลการทดสอบ Multicollinearity ของตัวแปรอัตราส่วนทางการเงินของบริษัททั่วไป

ตัวแปร	VIF	ค่า Tolerance
D/E Ratio	1.06	0.947199
EPS	1.02	0.976370
NPM	1.12	0.890470
PBV	1.44	0.696538
PE Ratio	1.04	0.964698
ROE	1.55	0.647151
Mean VIF	1.20	

โดยจากการทดสอบ Multicollinearity ของแบบจำลอง พบว่า ตัวแปรทุกตัวมีค่า VIF น้อยกว่า 10 (Kurtner, 2004) และ ค่า Tolerance เข้าใกล้ 1 (Williams , 2015) จึงสรุปได้ว่าไม่พบปัญหา Multicollinertity ในแบบจำลองนี้

ตารางที่ 5.15 ตารางแสดงผลการศึกษาความสัมพันธ์คัดเฉพาะ D/E Ratio EPS PBV และ ROE

ตัวแปร	Islamic			Conventional		
	Beta Standardized Coefficient	t-stat	p-value	Beta Standardized Coefficient	t-stat	p-value
D/E Ratio	-0.071262	-2.49	0.013	-0.0017342	-0.06	0.953
EPS	-0.0571535	-1.99	0.047	-0.0165055	-0.58	0.565
PBV	0.0423107	3.30	0.001	0.0423107	1.25	0.213
ROE	-0.0687342	-1.88	0.060	-0.0081935	-0.23	0.816

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาส ดังตารางที่ 5.11 และ ตารางที่ 5.13 จึงสรุปได้ว่า D/E Ratio EPS PBV ROE มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม

ในขณะที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสของบริษัททั่วไปไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนทางการเงิน ดังแสดงในตาราง 5.15 ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการแสดงผลข้อมูลโดยเลือกเฉพาะตัวแปร D/E Ratio EPS PBV ROE ซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม ซึ่งพบว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวกลับไม่พบในกลุ่มของบริษัททั่วไป

จากข้อมูลดังกล่าวจึงไม่สามารถนำตัวแปรของบริษัททั้ง 2 กลุ่มมาใช้ในการพิจารณาถึงประสิทธิภาพเปรียบเทียบกันได้ ดังนั้นทางผู้วิจัยจึงได้พิจารณาในการศึกษาผลความสัมพันธ์ของแบบตัวแปรดังกล่าวใหม่โดยเลือกศึกษาเฉพาะตั้งแต่ ปี 2010-2016 และพิจารณาตัดข้อมูลปี 2009 ออกในสมมติฐานที่ว่าข้อมูลตัวแปรของต่างๆอาจมีความผันผวนเนื่องจากเป็นช่วงเวลาที่ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่งเริ่มต้นการใช้ FTSE SET Shariah Index โดยปรากฏผลการศึกษาออกมาดังนี้

ตารางที่ 5.16 ตารางแสดงผลความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนหุ้นของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม (วิเคราะห์ข้อมูลเฉพาะปี 2010- 2016)

	Coefficient	Std.Error	t-stat	p-value	Beta Standardized Coefficient
Constant	0.0670779	0.013235	5.07	0.000	
D/E Ratio	-0.0296483	0.0158611	-1.87	0.062	-0.0552065
EPS	-0.0052652	0.0036001	-1.46	0.144	-0.0435463
NPM	0.0096947	0.0175994	0.55	0.582	0.0164497
PBV	0.0129274	0.0024376	5.30	0.000	0.198341
PE Ratio	-0.0000334	0.0000321	-1.04	0.299	-0.0304691
ROE	-0.1481577	0.0480245	-3.09	0.002	-0.1176676
F-Value	0.0000				
R-Square	0.0311				
Adjusted R-Square	0.0260				
Observation	1151				

จากข้อมูลในตารางที่ 5.16 ผลการศึกษา Multiple Regression Analysis ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามพบว่า D/E Ratio PBV และ ROE มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

ตารางที่ 5.17 ตารางแสดงผลความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนหุ้นของบริษัททั่วไป (วิเคราะห์ข้อมูลเฉพาะปี 2010-2016)

	Coefficient	Std.Error	t-stat	p-value	Beta Standardized Coefficient
Constant	0.0550186	0.0116963	4.70	0.000	
D/E Ratio	-0.0000495	0.0043304	-0.01	0.991	-0.0003469
EPS	0.0002687	0.0026372	0.10	0.919	0.0030441
NPM	-0.0135578	0.0178702	-0.76	0.448	-0.0237286
PBV	0.0055496	0.0020238	2.74	0.006	0.0964495
PE Ratio	0.0964495	0.0000783	-0.25	0.806	-0.0073859
ROE	0.0047958	0.0420632	0.11	0.909	0.0041606
F-Value	0.0749				
R-Square	0.0100				
Adjusted R-Square	0.0048				
Observation	1145				

จากข้อมูลในตารางที่ 5.17 ผลการศึกษา Multiple Regression Analysis ของบริษัททั่วไปพบว่า PBV มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

ตารางที่ 5.18 ตารางแสดงผลการศึกษาความสัมพันธ์คัดเฉพาะ D/E Ratio PBV และ ROE

ตัวแปร	Islamic			Conventional		
	Beta Standardized Coefficient	t-stat	p-value	Beta Standardized Coefficient	t-stat	p-value
D/E Ratio	-0.0552065	-1.87	0.062	-0.0003469	-0.01	0.991
PBV	0.198341	5.30	0.000	0.0964495	2.74	0.006
ROE	-0.1176676	-3.09	0.002	0.0041606	0.11	0.909

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาส ดังตารางที่ 5.16 และ ตารางที่ 5.17 จึงสรุปได้ว่า D/E Ratio EPS PBV มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม ในขณะที่ PBV มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสของบริษัททั่วไป

ทั้งนี้ทางผู้วิจัยได้ทำการแสดงตารางเปรียบเทียบความสัมพันธ์โดยเลือกเฉพาะตัวแปรที่พบความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสในกลุ่มบริษัทใดบริษัทหนึ่ง หรือในบริษัททั้ง 2 กลุ่ม โดยจากข้อมูลในตารางพบว่า มีเพียง PBV ที่พบความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสในบริษัททั้ง 2 กลุ่ม โดยพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกสอดคล้องกับการศึกษาของ Martani, D., & Khairurizka, R. (2009) ซึ่งพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่าง PBV กับอัตราผลตอบแทนหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ดังนั้นจากข้อมูลในตารางที่ 5.18 การศึกษานี้จึงสามารถเปรียบเทียบประสิทธิภาพของอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสได้เฉพาะ PBV เท่านั้น ซึ่งเมื่อพิจารณา ค่า Beta Standardized Coefficient ของบริษัททั้ง 2 กลุ่มแล้วสามารถสรุปได้ดังนี้

บริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม : เมื่อค่า PBV ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามเพิ่มขึ้น 1 หน่วยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสของหุ้นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม จะเพิ่มขึ้น 0.198341 หน่วย

บริษัททั่วไป : เมื่อค่า PBV ของบริษัททั่วไปเพิ่มขึ้น 1 หน่วยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสของหุ้นบริษัททั่วไป จะเพิ่มขึ้น 0.0964495 หน่วย

และเมื่อพิจารณาจากผลดังกล่าวจึงสรุปได้ว่า PBV ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีประสิทธิภาพดีกว่า PBV ของ บริษัททั่วไป เนื่องจากสามารถเพิ่มอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสหุ้นของบริษัทได้มากกว่า



บทที่ 6

สรุปผลการศึกษา ข้อจำกัดงานวิจัย และ ข้อเสนอแนะ

6.1 สรุปผลการวิจัย

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวัดประสิทธิภาพและความเสี่ยงของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามเปรียบเทียบกับบริษัททั่วไป โดยการศึกษาได้ถูกแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ

1. การวัด อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และ อัตราผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงแล้วเปรียบเทียบโดยทำการศึกษาทั้งในรูปแบบ Equal Weighted Portfolio และ Market Capitalization Weighted Portfolio

2. วัดความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นรายไตรมาสและทำการเปรียบเทียบว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนทางการเงินของทั้ง 2 กลุ่มส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นรายไตรมาสในทิศทางและขนาดเท่าใดซึ่งจากการศึกษาพบว่า ในส่วนของการวัด อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และ อัตราผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงแล้ว ได้ผลออกมาดังนี้

จากผลการศึกษาการจัดพอร์ตโฟลิโอในรูปแบบ Equal Weighted Portfolio ไม่พบความแตกต่างของ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย และ ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ระหว่างหุ้นกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและหุ้นกลุ่มบริษัททั่วไป อย่างไรก็ตามส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีค่าสูงกว่าของกลุ่มบริษัททั่วไป ในขณะที่ ค่าเบต้าเฉลี่ย ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio และ ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของหุ้นกลุ่มบริษัททั่วไปมีค่าสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม จากผลการศึกษาดังกล่าว สามารถเป็นข้อมูลเสนอแนะให้นักลงทุนได้ว่าในการจัดพอร์ตโฟลิโอแบบ Equal Weighted Portfolio นักลงทุนสามารถลงทุนในกลุ่มหุ้นแบบใดก็ได้ เนื่องจากมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย และ Sharpe Ratio ที่ไม่แตกต่างกัน อย่างไรก็ตามหากนักลงทุนเป็นผู้ที่ชอบความเสี่ยง (Risk-Lover) ก็สามารถเลือกที่จะลงทุนในกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามได้ เนื่องจากมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่สูงกว่ากลุ่มบริษัททั่วไป และหากนักลงทุนต้องการที่จะลงทุนโดยต้องการผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดก็สามารถที่จะเลือกลงทุนในหุ้นกลุ่มบริษัททั่วไป เนื่องจากมีค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ที่สูงกว่ากลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม และในส่วนของ ค่าเบต้าเฉลี่ย และ ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio สามารถใช้เป็นข้อมูลให้นักลงทุนได้ว่า หุ้นของบริษัททั่วไปมีความเสี่ยงเชิงระบบ (Systematic Risk) ที่สูงกว่าหุ้นของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามเนื่องจากมีค่าเบต้าเฉลี่ยที่สูงกว่า ในขณะที่อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงเชิงระบบที่สูงกว่า (Treynor Ratio) ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม

จากผลการศึกษาการจัดพอร์ตโฟลิโอในรูปแบบ Market Capitalization Weighted Portfolio ไม่พบความแตกต่างของ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio และ ค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ระหว่างหุ้นกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามและหุ้นกลุ่มบริษัททั่วไป อย่างไรก็ตามส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มบริษัททั่วไป และ ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio มีค่าสูงกว่าของกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม ในขณะที่ ค่าเบต้าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีค่าสูงกว่ากลุ่มบริษัททั่วไป จากผลการศึกษาดังกล่าว สามารถเป็นข้อมูลเสนอแนะให้นักลงทุนได้ว่าการจัดพอร์ตโฟลิโอแบบ Market Capitalization Weighted Portfolio ถึงแม้ว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นในบริษัททั้ง 2 กลุ่มจะไม่มี ความแตกต่างกัน แต่การลงทุนในบริษัททั่วไปจะให้ผลตอบแทนแบบปรับความเสี่ยงที่สูงกว่า เนื่องจาก ค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio ของบริษัทกลุ่มดังกล่าวมีค่าสูงกว่า นอกจากนี้หากนักลงทุนเป็นผู้ที่ ชอบความเสี่ยง (Risk Lover) ก็ควรจะลงทุนในกลุ่มบริษัททั่วไปด้วยเช่นกัน แต่หากต้องการลงทุนให้ ได้ผลตอบแทนมากกว่าตลาดสามารถลงทุนในหุ้นกลุ่มใดก็ได้ เนื่องจากค่าเฉลี่ย Jensen Alpha ของหุ้นทั้ง 2 กลุ่มไม่แตกต่างกัน และในส่วนของค่าเบต้าเฉลี่ย และ ค่าเฉลี่ย Treynor Ratio สามารถใช้ เป็นข้อมูลให้นักลงทุนได้ว่าหุ้นของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีความเสี่ยงเชิงระบบ (Systematic Risk) ที่สูงกว่า เนื่องจากมีค่าเบต้าเฉลี่ยที่สูงกว่า ในขณะที่อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงเชิงระบบที่สูงกว่า (Treynor Ratio) ไม่มี ความแตกต่างกัน

ในส่วนของความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นรายไตรมาส พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสและ D/E Ratio EPS PBV ROE ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามโดยใช้ข้อมูลระหว่างปี 2009-2016 และพบ ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสและ D/E Ratio PBV ROE เมื่อใช้ ข้อมูลระหว่างปี 2010-2016 ในขณะที่บริษัททั่วไปกลับไม่พบความสัมพันธ์ใดๆระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสและอัตราส่วนทางการเงินเมื่อใช้ข้อมูลระหว่างปี 2009 -2016 แต่อย่างไรก็ตามเมื่อทำการวิเคราะห์ผลความสัมพันธ์โดยการใช้ข้อมูลระหว่างปี 2010 – 2016 กลับพบ ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสและ PBV ซึ่งจากการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าว จึงสามารถพิจารณาประสิทธิภาพของอัตราส่วนการเงินของบริษัททั้ง 2 กลุ่มได้แค่ใน ส่วนของ PBV เท่านั้น โดยใช้ข้อมูลการศึกษาจากปี 2010-2016 ในการพิจารณา ซึ่งพบว่า PBV ของบริษัททั้ง 2 กลุ่มมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาส โดยที่ PBV ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีประสิทธิภาพมากกว่า เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของ PBV ของกลุ่มบริษัทดังกล่าวสามารถสร้างการเปลี่ยนแปลงต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสได้มากกว่า ซึ่งอาจสรุปเป็นนัยได้ว่าในมิติของ PBV นักลงทุนมีความเชื่อมั่นต่อหุ้นของกลุ่มบริษัทที่

ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมากกว่าหุ้นของกลุ่มบริษัททั่วไป โดยอาจสันนิษฐานได้ว่ามาจากเหตุผลที่ทางกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลามมีปริมาณหนี้สินที่ต่ำซึ่งทำให้ความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทในกลุ่มดังกล่าวมีน้อยลง ประกอบกับมีข้อจำกัดที่ทำให้ทางกลุ่มบริษัทดังกล่าวมียอดลูกหนี้การค้าได้ไม่มาก ทำให้บริษัทมีสภาพคล่องที่สูง แสดงให้เห็นถึงแนวโน้มการมีสถานะการเงินที่มั่นคงของทางกลุ่มบริษัท และทำให้นักลงทุนเชื่อมั่นที่จะซื้อหุ้นในกลุ่มบริษัทดังกล่าว

6.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

การศึกษานี้ทำการศึกษามาตรวัด ค่าเบต้า ค่า Treynor Ratio และ ค่า Jensen Alpha โดยใช้ความถี่รายเดือนแทนที่จะเป็นความถี่รายวันเนื่องจากข้อจำกัดในการเข้าถึงข้อมูล ซึ่งหากทำการศึกษาด้วยข้อมูลความถี่รายวัน จะทำให้เห็นค่าความต่างระหว่างตัวแปรของบริษัททั้ง 2 กลุ่มได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

6.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย

งานวิจัยด้านการเงินอิสลามในประเทศไทยยังมีจำนวนอยู่ไม่มาก ดังนั้นในอนาคตทางผู้ศึกษาจึงขอเสนอให้ลองขยายการศึกษาไปยังด้านอื่นๆ เช่น การศึกษาประสิทธิภาพของกองทุนที่ลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจตามหลักศาสนาอิสลาม การศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์อิสลามในช่วงเวลาการประกาศรายซื้อเข้าออกของบริษัทต่างๆ จาก FTSE SET Shariah Index เป็นต้น

รายการอ้างอิง

Articles

- Abbes, M. (2012). Risk and Return of Islamic and Conventional Indices. *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, 5(1), 1-23.
- Ahdi, A., Shawkat H., Duc, N. & Soodabeh, S. (2013). How strong are the casual relationships between Islamic stock markets and conventional financial systems? Evidence from linear and nonlinear tests. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 28.
- Ahmad, Z., & Ibrahim, H. (2002). A study of performance of the KLSE Syariah index. *Malaysian Management Journal*, 6(1&2), 25-34.
- Al-Khazali, O., Lean, H. H., & Samet, A. (2014). Do Islamic stock indexes outperform conventional stock indexes? A stochastic dominance approach. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, 29-46.
- Buerhan Saiti. (2015). Cointegration of Islamic Stock Indices: Evidence from Five ASEAN Countries. *International Journal of Scientific & Engineering Research*, Volume 6, Issue 7, 1392-1405.
- Forte, G. & Miglietta, F. (2007). Islamic mutual funds as faith-based funds in a socially responsible context. Working Paper, Bocconi University.
- Habib & ul islam. (2014). Performance of Shariah Compliant Index: A Comparative Study of India and Malaysia. *International Journal of Interdisciplinary and Multidisciplinary Studies (IJIMS)*, Vol 1, No.6, 231-241.
- Hamada, R. S. (1972). The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. *The Journal of Finance*, 27(2), 435-452.
- Hayat, R. Kraussl, R. (2011). Risk and return characteristics of Islamic equity funds. *Emerging Markets Review*, 12, 189-203.
- Hussein, K. A. (2004) Ethical Investment: Empirical Evidence from FTSE Islamic Index. *Islamic Economics Studies*, 12(1), 21-40

- L-Khazali, O., Lean, H. H., & Samet, A. (2014). Do Islamic stock indexes outperform conventional stock indexes? A stochastic dominance approach. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, 29-46.
- Martani, D., & Khairurizka, R. (2009). The effect of financial ratios, firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return. *Chinese Business Review*, 8(6), 44..
- Nisar, S. (2007). Islamic norms for stock screening. *Islamic Banking and Finance Magazine*, 12, 95-113
- Reddy, Fu. (2014). Does Shariah Compliant Stocks Perform Better than the Conventional Stocks? A Comparative Study of Stocks Listed on the Australian Stock Exchange. *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol 6, No.2, 155-170
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- Sukmana, R. & Kolid, M. (2012). Impact of global financial crisis on Islamic and conventional stocks in emerging market: an application of ARCH and GARCH method. *Journal of Accounting and Finance*

Books

- Anderson, D., Sweeney, D., and Williams, T. (2002). *Statistics for Business and Economics*. Thomson South-Western. Australia
- Kutner, M. H.; Nachtsheim, C. J.; Neter, J. (2004). *Applied Linear Regression Models* (4th ed.). McGraw-Hill Irwin
- Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Bailey, J. V. (1999). *Investments* (Vol. 6). Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall.

Online Sites

- FTSE Russell. (2016). FTSE SET Shariah Index. [Online]. Retrived 25 September 2016 from <http://www.ftse.com/Analytics/FactSheets>

- Investopedia. (n.d.). Risk-Adjusted Return. [Online] Retrieved 18 October 2016 at <http://www.investopedia.com/terms/r/riskadjustedreturn.asp>
- Mohan Guruswamy . (2014). Turmoil in the world of Islam. [Online]. Retrieved 25 September 2017 from <http://www.deccanchronicle.com/140614/commentary-op-ed/article/turmoil-world-islam>
- Richard Williams . (2015). Multicollinearity. [Online]. Retrieved 27 May 2017 from <https://www3.nd.edu/~rwilliam/stats2/l11.pdf>
- S&P Global Ratings . (2016). Islamic Finance Outlook 2017 Edition. [Online]. Retrieved 17 May 2017 from <https://www.spratings.com/documents/20184/0/Islamic+Finance+Outlook+2017/5abbe572-c826-4622-bd13-1aba725281fc>
- Thomsons Reuters Zawya . (2017). Islamic finance would be an ideal remedy to address the banking crises of Azerbaijan: Zubair Mughal. [Online]. Retrieved 17 May 2017 from http://www.zawya.com/mena/en/story/AlHuda_CIBE_sign_an_agreement_with_Studying_Economics_Resources_SER_for_the_Development_of_Islamic_Finance_in_Azerbaijan-ZAWYA20170515120900/

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นายอิงครัต สีนะกิตติ

วันเดือนปีเกิด

7 กันยายน พ.ศ. 2537

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2558: บริหารธุรกิจบัณฑิต
(การจัดการธุรกิจแบบบูรณาการ) เกียรตินิยมอันดับ 1
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

