

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามลักษณะเฉพาะ และผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามผลตอบแทนที่ผ่านมา ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนี้ สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล มีข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ ดังรายละเอียดดังต่อไปนี้

สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาเปรียบเทียบผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามลักษณะเฉพาะ และผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามผลตอบแทนที่ผ่านมา ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนี้ สามารถสรุปผลการศึกษาตามช่วงของระยะเวลาทำการศึกษา แบ่งออกเป็น 2 ช่วงเวลาดังนี้

1. ช่วงเวลาการจัดอันดับกลุ่มหลักทรัพย์

1.1 ข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษา

ในการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามลักษณะเฉพาะ และ ผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามผลตอบแทนที่ผ่านมา ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้ได้ข้อมูลผลสรุปที่จำแนกตามหมวดอุตสาหกรรม ในช่วงระยะเวลาในการจัดอันดับกลุ่มหลักทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2543 ถึง 2545 ดังตารางที่ 5-1

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

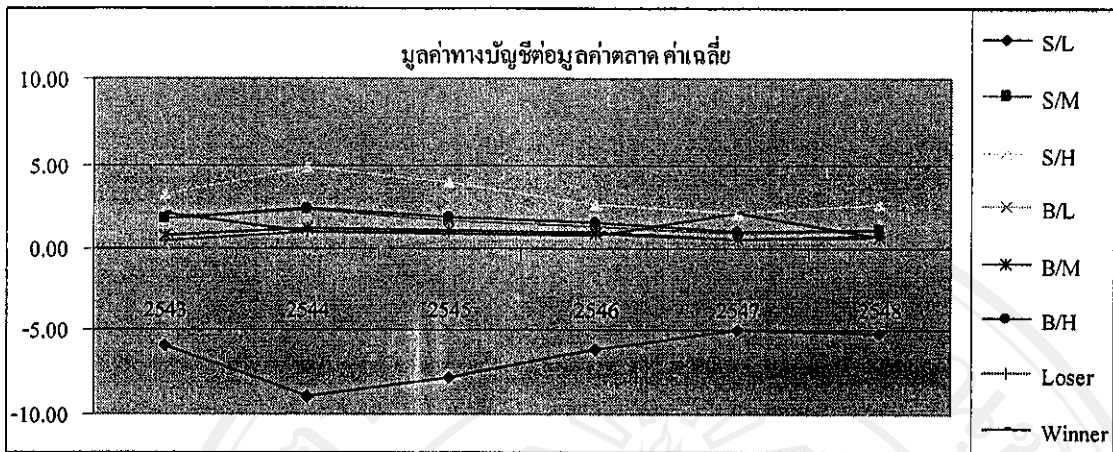
Copyright© by Chiang Mai University

All rights reserved

ตารางที่ 5-1 แสดงผลสรุปค่าเฉลี่ยการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

สรุปผลค่าเฉลี่ยการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา								
อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ								
	S/L	S/M	S/H	B/L	B/M	B/H	Loser	Winner
2543	4.35%	2.50%	-0.50%	13.77%	6.60%	-2.01%	-10.19%	4.00%
2544	-1.16%	1.04%	-4.14%	-4.50%	0.19%	-1.92%	-3.61%	8.20%
2545	-0.70%	1.74%	3.40%	5.23%	4.77%	3.70%	-3.38%	9.72%
2546	-6.51%	-2.14%	-2.79%	-1.36%	-3.38%	-2.14%	-1.30%	14.11%
2547	-3.93%	-3.38%	-4.03%	13.91%	5.54%	0.72%	-7.44%	1.88%
2548	-3.42%	-1.70%	-0.74%	0.44%	-0.63%	1.27%	-8.48%	4.64%
ขนาดกิจการ (มูลค่าตลาด: ล้านบาท)								
	S/L	S/M	S/H	B/L	B/M	B/H	Loser	Winner
2543	404.77	570.76	321.99	32,169.21	17,946.76	4,758.22	7,469.57	880.26
2544	280.82	364.84	224.66	18,811.94	4,045.82	3,492.83	6,789.87	1,099.79
2545	351.18	522.19	335.74	21,255.99	7,047.18	2,929.94	7,057.73	6,104.03
2546	569.45	759.90	453.35	20,494.97	11,567.38	4,774.48	8,907.55	7,861.00
2547	1,359.41	1,407.00	684.21	49,273.35	26,231.38	12,554.32	8,978.91	3,099.88
2548	1,084.06	1,180.28	582.97	46,709.21	27,323.95	8,488.28	7,635.91	787.00
มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (B/M Ratio)								
	S/L	S/M	S/H	B/L	B/M	B/H	Loser	Winner
2543	-5.91	1.61	3.19	0.15	0.68	1.67	0.42	1.95
2544	-8.89	2.22	4.89	-0.56	1.07	2.26	0.87	0.88
2545	-7.89	1.54	3.88	-0.40	0.98	1.78	0.93	0.83
2546	-6.18	1.24	2.49	0.34	0.81	1.42	0.87	0.65
2547	-4.97	0.83	2.02	0.18	0.49	0.87	0.46	1.98
2548	-5.17	1.05	2.54	0.25	0.59	1.05	0.68	0.55

จากตารางที่ 5-1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา พบว่าค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ในปี 2543 กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ผลตอบแทนมากที่สุดคือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และ B/M ratio ต่ำ (B/L) ซึ่งมีค่าเท่ากับ 13.77% กลุ่มที่ได้ผลตอบแทนน้อยที่สุดคือกลุ่มหลักทรัพย์ขาดทุน (Loser) ซึ่งเท่ากับ -10.19% ปี 2544 กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ผลตอบแทนมากที่สุด



จากภาพที่ 5-1 จะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญมีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกันยกเว้นกลุ่มหลักทรัพย์กำไร (Winner) แต่แน่นอนว่าจะจะเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนมากเนื่องจากจัดกลุ่มตามผลตอบแทนที่ผ่านมา เมื่อทำการจัดกลุ่มด้วยขนาดของกิจการพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่และมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (B/L) มีค่าสูงที่สุดและในส่วนของค่าเฉลี่ยมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดกลุ่มที่มีค่าต่ำที่สุด คือกลุ่มขนาดเล็กและมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ (S/L)

1.2 ข้อมูลประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ในช่วงการจัดอันดับกลุ่มหลักทรัพย์

จากข้อมูลประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่วัดได้ในช่วงการจัดอันดับกลุ่มหลักทรัพย์ คือ ช่วงเวลาตั้งแต่ ปี 2543-2545 ได้สรุปประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาคือ

2. ช่วงเวลาการทดสอบประสิทธิภาพ

ในช่วงเวลาการทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ เพื่อการศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามลักษณะเฉพาะ และ ผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามผลตอบแทนที่ผ่านมา ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สรุปได้ว่า

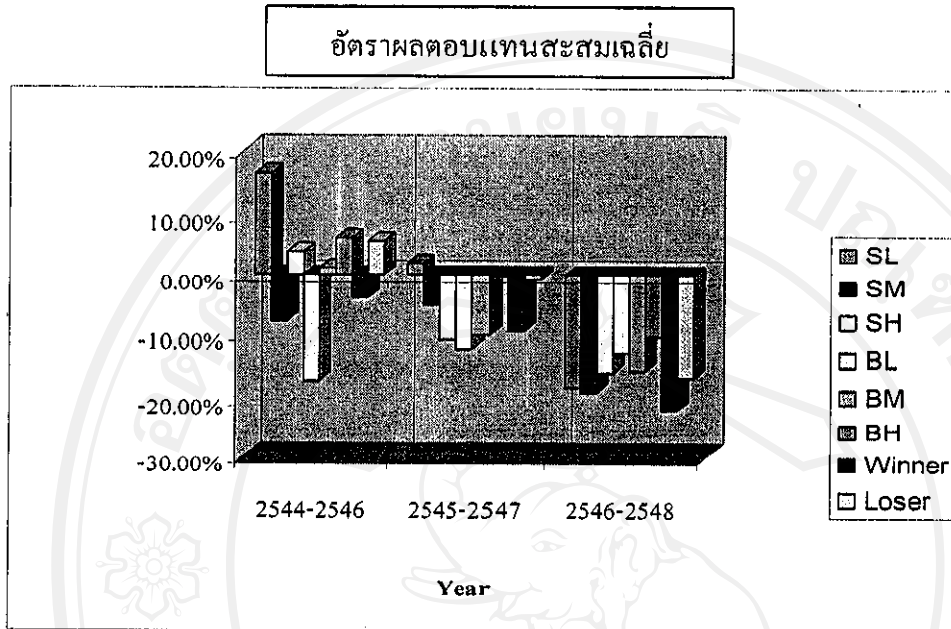
ตารางที่ 5-2 แสดงผลสรุปค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้การศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามลักษณะเฉพาะ และ ผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามผลตอบแทนที่ผ่านมา ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาทดสอบประสิทธิภาพ (Test Period)

Portfolio	ลักษณะเฉพาะ						ผลตอบแทนที่ผ่านมา	
	SL	SM	SH	BL	BM	BH	Winner	Loser
Average ACARs	0.24%	-10.70%	-7.57%	-14.02%	-8.16%	-1.38%	-11.72%	-3.83%

เมื่อพิจารณาถึงผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมในช่วงทดสอบประสิทธิภาพคือ ตั้งแต่ปี 2544 ถึง 2548 จะพบว่า ประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามลักษณะเฉพาะ มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กและ B/M ratio ต่ำ (S/L) เท่ากับ 0.24%

กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กและ B/M ratio ปานกลาง (S/M) เท่ากับ -10.70% กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กและ B/M ratio สูง (S/H) มีค่าเท่ากับ -7.57% กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และ B/M ratio ต่ำ (B/L) เท่ากับ -14.02% กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และ B/M ratio ปานกลาง (B/M) เท่ากับ -8.16% และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และ B/M ratio สูง (B/H) เท่ากับ -1.38% และประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามผลตอบแทนที่ผ่านมา มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์กำไร (Winner) มีค่า เท่ากับ -11.72% กลุ่มหลักทรัพย์ขาดทุน (Loser) มีค่าเท่ากับ -3.83%

ภาพที่ 5-2 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ในช่วงเวลาการทดสอบประสิทธิภาพ



จากภาพที่ 5-2 จะเป็นได้ว่าในช่วงเวลาทดสอบปี 2544-2546 กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนมากที่สุดคือ กลุ่มขนาดเล็กและมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ผลตอบแทนน้อยที่สุดคือ กลุ่มขนาดใหญ่และมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ ช่วงเวลาทดสอบปี 2545-2547 กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนมากที่สุดคือ กลุ่มขนาดเล็กและมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ผลตอบแทนน้อยที่สุดคือ กลุ่มขนาดใหญ่และมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ ช่วงเวลาทดสอบปี 2546-2548 กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนมากที่สุดคือ กลุ่มขนาดใหญ่และมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ผลตอบแทนน้อยที่สุดคือ กลุ่มขนาดใหญ่และมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ

อภิปรายผลการศึกษา

จากการที่ได้ศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามลักษณะเฉพาะ และ ผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามผลตอบแทนที่ผ่านมา ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี 2543-2548 ทำให้พบว่า

1. จากแนวความคิดตลาดประสิทธิภาพได้อธิบายความหมายของตลาดประสิทธิภาพไว้ว่า ราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง จะสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่อย่างเต็มที่ ซึ่งการทดสอบ

ตลาดประสิทธิภาพนั้น ภาวะของตลาดจะไม่มีรูปแบบใด ๆ และทำให้ผู้ลงทุนไม่สามารถแสวงหากำไรส่วนเกินใด ๆ จากรูปแบบในตลาดหลักทรัพย์ได้ จากการศึกษาในครั้งนี้พบว่า ราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาในการศึกษาคือ ตั้งแต่ปี 2543-2548 มีการปรับตัวตามค่าผลตอบแทนสะสม ของทั้งหมด 8 กลุ่มหลักทรัพย์ พบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กและ B/M ratio ต่ำ (S/L) มีความแตกต่างจากกลุ่มหลักทรัพย์อื่นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในทิศทางบวก คือพบว่าเมื่ออัตราผลตอบแทนมากกว่ากลุ่มอื่นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และ B/M ratio ต่ำ (B/L) มีความแตกต่างจากกลุ่มหลักทรัพย์อื่นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในทิศทางลบ คือพบว่าเมื่ออัตราผลตอบแทนน้อยกว่ากลุ่มอื่นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้กลุ่มหลักทรัพย์อื่นไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในปี 2545-2547 ที่ทำการทดสอบพบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และ B/M ratio ต่ำ (B/L) มีความแตกต่างจากกลุ่มหลักทรัพย์อื่นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในทิศทางลบ คือพบว่าเมื่ออัตราผลตอบแทนน้อยกว่ากลุ่มอื่นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์อื่นไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และในปี 2546-2548 ที่ทำการทดสอบพบว่า ไม่มีกลุ่มหลักทรัพย์ใด ที่มีความแตกต่างจากกลุ่มหลักทรัพย์อื่นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากการศึกษาทำให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีรูปแบบบางอย่างที่ทำให้เกิดผลตอบแทนส่วนเกิน จึงแสดงว่าผลจากการศึกษานั้น ไม่สอดคล้องกับแนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ

2. แนวความคิดแบบจำลอง 3 ปัจจัย (3 Factor Model) ได้อธิบายความสำคัญของขนาดกิจการ (Size of the Firm) ว่า ผลตอบแทนในหลักทรัพย์หุ้นสามัญของกิจการขนาดเล็ก จะมีผลตอบแทนสูงกว่ากิจการขนาดใหญ่ ในขณะที่เดียวกัน ผลตอบแทนหลักทรัพย์หุ้นสามัญที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Book to Market Value of Equity) สูงก็จะมีผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญของกิจการที่มีมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ เนื่องจากหุ้นสามัญที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงจะมีความเสี่ยงสูงกว่า นอกจากนี้ยังมีการทดสอบของ ณัฐพงศ์ รุ้เชื้อ (2547) ได้ทำการทดสอบแบบจำลองสามปัจจัยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าขนาดของกิจการและ อัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีนัยสำคัญต่อการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่ จากผลการศึกษาครั้งนี้พบว่า ขนาดของกิจการเท่านั้น ที่มีผลต่อการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ แต่มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ไม่มีผลต่อการจัดกลุ่มหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทน ผลที่แตกต่างกันนี้ ทำให้เห็นว่า แนวคิดจากแบบจำลองสามปัจจัยยังคงต้องมีการศึกษาเพิ่มเติมก่อนที่จะนำมาใช้ในทางปฏิบัติ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. ตามแนวความคิดการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามผลตอบแทนที่ผ่านมา ตามแนวความคิดการเงินเชิงพฤติกรรม ได้อธิบายไว้ว่า ราคาหรือผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่เกิดการเปลี่ยนแปลงไปนั้น จะมีส่วนหนึ่งที่เกิดจากอิทธิพลทางด้านประสบการณ์ในอดีต จิตวิทยา ความเชื่อส่วนบุคคล ลักษณะพฤติกรรมการลงทุนเฉพาะของนักลงทุน ปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้จะส่งผลให้นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ มีการคาดเดาหรือคาดการณ์ระดับราคา มูลค่าการลงทุนที่ตลาดเคลื่อนไปจากระดับราคาที่แท้จริง และการศึกษาของ De Bondt และ Thaler (1985) ที่ได้ศึกษาพบการตอบสนองเกินจริงของข่าวสารที่ได้รับ คือผลการดำเนินงานของการลงทุนสวนทางกับที่เคยเกิดขึ้น ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเองก็มีผู้ที่ได้ศึกษาเรื่องอัตราผลตอบแทนเกินจริง คือ ธนวัช ปัญญาโกษา (2547) และ กอบสุข สายสิงห์ทอง (2546) ซึ่งเป็นการศึกษาผลตอบแทนระยะยาว และมนต์เดช ชุ่มอินทร์จักร์ และ คณะ (2547) ที่ศึกษาในระยะสั้น ก็พบอัตราผลตอบแทนเกินจริงเช่นกัน นอกจากนี้ยังมี Dheerapat (1997) ที่ศึกษาพฤติกรรมผลตอบแทนเกินจริงแบบรายเดือน ซึ่งจากผลการศึกษาแบบอิสระในครั้งนี้มีความสอดคล้องกับแนวความคิดตอบสนองเกินจริง และพบว่าแนวความคิดการเงินเชิงพฤติกรรม กับผลการศึกษา มีความสอดคล้องกันเนื่องจากผลการทดสอบชี้ให้เห็นว่าการเคลื่อนไหวของระดับราคาของหุ้นสามัญที่จะให้ผลตอบแทนที่เกิดจากการกำหนดราคาของนักลงทุนในการลงทุนที่เกินกว่าระดับของดัชนีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงที่มีการคาดเดาระดับราคาที่ตลาดเคลื่อนไปจากระดับราคาที่แท้จริง และมีแนวโน้มจะเกิดอัตราผลตอบแทนเกินจริง

ข้อค้นพบที่ได้จากการศึกษา

การศึกษาเรื่องการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามลักษณะเฉพาะ และผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามผลตอบแทนที่ผ่านมา ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีข้อค้นพบดังนี้

1. ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยปัจจัยพื้นฐาน ยังไม่มีปัจจัยหรือแนวทางการลงทุนใดที่มีประสิทธิภาพเหนือกว่าอย่างต่อเนื่อง ได้ทุกช่วงเวลา
2. การวัดประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ผลตอบแทนสะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 8 กลุ่มในช่วงระยะเวลาในการศึกษา คือปี 2543-2548 โดยมีช่วงระยะเวลาการทดสอบแต่ละช่วงย่อยเท่ากับ 1 ปี ไม่สามารถบอกได้ว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามลักษณะเฉพาะหรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามผลตอบแทนที่ผ่านมา จะทำให้ได้อัตราผลตอบแทนมากที่สุด หรือเหมาะสมที่สุดในการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ แต่พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ไม่ควรลงทุนคือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ

3. ตัวแปรอธิบายผลตอบแทนตามทฤษฎีแบบจำลองสามปัจจัย ยังไม่สามารถนำมาใช้อธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้อย่างสมบูรณ์

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะสำหรับผู้ลงทุนในหลักทรัพย์

1.1 การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามลักษณะเฉพาะ เช่น ตามขนาดของกิจการ หรือ ตามมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด ยังไม่ควรนำมาใช้จัดกลุ่มหลักทรัพย์ เนื่องจากผลการทดสอบในการค้นคว้าอิสระนี้ ไม่สามารถยืนยันได้ว่าผลการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามลักษณะเฉพาะจะได้ผลตอบแทนเหนือกว่าผลตอบแทนตลาดทุกช่วงเวลา

1.2 การจัดกลุ่มหลักทรัพย์จากผลตอบแทนที่ผ่านมา ยังไม่สามารถนำมาใช้ใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ ดังนั้น กลยุทธ์การลงทุนตามแนวคิดการตอบสนองเกินจริง ที่จัดกลุ่มหลักทรัพย์จากผลตอบแทนระยะยาว จึงไม่สามารถใช้ได้โดยมีประสิทธิภาพ

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาต่อไป

การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามแนวคิดปัจจัยพื้นฐานยังมีการศึกษาที่มีจำนวนน้อยเมื่อเทียบกับการศึกษาตามแนวคิดปัจจัยทางเทคนิค อย่างไรก็ตามการ จัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามแนวคิดปัจจัยพื้นฐาน ยังสามารถจัดกลุ่มหลักทรัพย์ได้อีกหลายรูปแบบเช่น การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามโมเมนตัมที่ 3 การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามโมเมนตัมที่ 4 ซึ่งสมควรที่จะนำมาศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

Copyright© by Chiang Mai University

All rights reserved