



กลยุทธ์การลงทุนในหลักทรัพย์จากแบบจำลองอัตราผลตอบแทนรวม
(T-Model) : กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นายธนัฐภัทร สุขศรีชวลิต

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

กลยุทธ์การลงทุนในหลักทรัพย์จากแบบจำลองอัตราผลตอบแทนรวม
(T-Model) : กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นายธนัฐภัทร สุขศรีชวลิต

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



STOCK SELECTION STRATEGY USING TOTAL RETURN MODEL
(T-MODEL) : A CASE STUDY OF STOCK EXCHANGE
OF THAILAND

BY

MISTER THANATPHAT SUKSRICHAVALIT

AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF
MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2015
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายธนัฐภัทร สุขศรีชวลิต

เรื่อง

กลยุทธ์การลงทุนในหลักทรัพย์จากแบบจำลองอัตราผลตอบแทนรวม (T-Model) :
กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

เมื่อ วันที่ 12 4 เม.ย. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร. มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร. ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	กลยุทธ์การลงทุนในหลักทรัพย์จากแบบจำลองอัตราผลตอบแทนรวม (T-Model) : กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นายธนัฐภัทร สุขศรีสวัสดิ์
ชื่อปริญญา	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะ/มหาวิทยาลัย	คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

แนวความคิดประเมินผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับที่นิยมอย่างแพร่หลายคือ แบบจำลองคิดลดเงินปันผล (Dividend Discount Model) อย่างไรก็ตามแนวคิดดังกล่าวยังไม่อาจสะท้อนผลตอบแทนที่แท้จริงได้ทั้งหมด เนื่องจากในความเป็นจริงการจ่ายปันผลมีหลายปัจจัยเข้ามาเกี่ยวข้อง ต่อมาได้มีการพัฒนาแบบจำลองขึ้นมาหลายรูปแบบที่จะช่วยลดปัญหาข้างต้น หนึ่งในนั้นคือแนวความคิดการประเมินจากผลตอบแทนรวม หรือ T-Model นำเสนอโดย Estep (1985) โดยแนวคิดดังกล่าว มีข้อดีคือทำให้ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับเป็นอิสระต่อนโยบายเงินปันผลหรือเงินปันผลเพียงปีใดปีหนึ่ง ซึ่งทำให้มีความสมเหตุสมผลมากขึ้น จึงเป็นที่มาของงานวิจัยชิ้นนี้ ที่จะทดสอบประสิทธิภาพของแบบจำลองดังกล่าว ว่าสามารถนำมาใช้ในการคัดเลือกหลักทรัพย์ในการลงทุนจริงในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เช่นเดียวกับในต่างประเทศหรือไม่

ในการศึกษาครั้งนี้ มีการเก็บข้อมูลของกลุ่มตัวอย่าง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545-2558 โดยทำการจัดกลุ่มและถือครองพอร์ตโฟลิโอดังกล่าวเป็นระยะเวลา 1 เดือน เพื่อวัดประสิทธิภาพของการลงทุนด้วย T-Model โดยจะแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็น 5 กลุ่ม เรียงลำดับตามอัตราผลตอบแทนรวม หรือ T-Factor ที่คำนวณได้ ผลการวิจัยพบว่า ประสิทธิภาพในการคัดเลือกหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลอง T-Model สามารถสร้างผลตอบแทนที่เหนือกว่าตลาดได้ โดยพบว่ากลุ่มที่ถูกคัดเลือกจาก T-Factor ที่สูงจะให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่ากลุ่มที่มี T-Factor ต่ำกว่า ไม่เพียงเท่านั้นจะยังมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่ากลยุทธ์ดังกล่าวยังสามารถสร้างกำไรมากกว่าปกติ (Abnormal Return) ได้

นอกจากนี้หากนำปัจจัยด้านอื่นๆ อย่างเช่น ผลกระทบด้านขนาด (Size effect) มาใช้ร่วมในการคัดกรองหลักทรัพย์ตามมูลค่ากิจการ ผลวิจัยพบว่า หลักทรัพย์ขนาดเล็ก (Small Cap

Stocks) ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (Big Cap Stocks) การนำปัจจัยดังกล่าวมารวมเป็นเกณฑ์จะทำให้กลยุทธ์การลงทุนดังกล่าวมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

คำสำคัญ: กลยุทธ์การลงทุน, อัตราผลตอบแทน, T-Model, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



Independent Study Title	STOCK SELECTION STRATEGY USING TOTAL RETURN MODEL (T-MODEL) : A CASE STUDY OF STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Mr. Thanatphat Suksrichavalit
Degree	Master of Business Administration
Faculty/University	Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Somchai Supattarakul, Ph.D.
Academic Year	2015

ABSTRACT

The concept of return evaluation that is popular in investors' circle is Dividend Discount Model. However, the concept cannot completely show real return due to the fact that dividend payment depends on many factors. Later, there are different styles of model development that can solve the problem above. One of them is the concept of evaluation from total return or T-Model presented by Estep (1985). The advantage of the concept is that investors' return is free from dividend policy or dividend of either year that is more rational. As a result, it is the reason why conducts this research. The purpose of the research is to examine the performance of the model whether it can be used in stock selection of investment in the stock exchange of Thailand as in abroad.

The data collection of sample was from 2002 to 2015. The sample was grouped, and the portfolio duration was for a month to measure the performance of investment with T-Model. The stock was divided into 5 groups sorted by countable total return or T-Factor. The findings of the research revealed that the performance of stock selection with T-Model can earn better return. Furthermore, it was found that the group selected by high T-Factor will give better return than the group having less T-Factor. There is also the risk, which is lower than the strategy, can much more earn return or called Abnormal Return. If the factor like size effect is used in stock selection with value of business, it shows that small-cap stocks give better return

than big-cap one. The factor used as measurement makes the investment strategy more effective.

Keywords: Stock selection strategy, total return model, T-model, Stock Exchange of Thailand



กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยฉบับนี้สามารถดำเนินการได้อย่างลุล่วงและประสบผลสำเร็จได้ เนื่องมาจากความอนุเคราะห์ของ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทรกุล ที่ได้สละเวลามาให้คำปรึกษาและข้อแนะนำซึ่งเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อการศึกษาวิจัย และการประยุกต์ในการนำไปใช้ในการดำเนิน รวมถึง รองศาสตราจารย์ ดร. มนวิภา ผดุงสิทธิ์ ที่ได้ให้เกียรติเป็นกรรมการในงานวิจัย ซึ่งให้คำแนะนำและข้อเสนอแนะเพิ่มเติมที่เป็นประโยชน์ต่องานวิจัยฉบับนี้เป็นอย่างยิ่ง จึงขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณผู้มีอุปการะทุกท่าน ที่ช่วยให้งานวิจัยในครั้งนี้ประสบผลสำเร็จ ทั้งผู้ให้ข้อคิดเห็นและคำแนะนำเพิ่มเติมในการวิจัย รวมถึงพี่ๆ เจ้าหน้าที่โครงการ MBA ที่คอยให้การสนับสนุนด้านต่างๆ ตลอดมา และบุคคลอื่นๆ ที่มีได้กล่าวถึง ที่กรุณาสละเวลาในการทำงานและถ่ายทอดความรู้ที่เป็นประโยชน์ในการทำวิจัยฉบับนี้ รวมถึงกำลังใจและความช่วยเหลือต่างๆ จากเพื่อนๆ ทุกคนในหลักสูตรบริหารธุรกิจ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี ตลอดจนการสนับสนุนจากครอบครัวที่ทำให้งานวิจัยฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี

ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า งานวิจัยฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนตราสารทุนอย่างยิ่งในอนาคต อนึ่งหากงานวิจัยฉบับนี้มีความผิดพลาดหรือข้อบกพร่องประการใด ผู้วิจัยต้องขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

นายธนัฐภัทร สุขศรีสวัสดิ์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญตาราง	(9)
สารบัญภาพ	(10)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	2
1.3 ขอบเขตของงานวิจัย	2
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1.1 แนวคิดประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองคิดลดเงินปันผล	4
2.1.1.2 แนวคิดประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองผลตอบแทน	4
คาดหวังรวม (T-Model)	
2.1.1.3 แนวคิดเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน	5
(1) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น	5
(Price to book ratio หรือ P/BV ratio)	
(2) อัตราส่วนกำไรต่อผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	5
(Return on Equity หรือ ROE)	

	(7)
2.1.4 ผลกระทบด้านขนาดของกิจการ	5
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	8
3.1 วิธีการรวบรวมข้อมูลและข้อมูลในการทำวิจัย	8
3.2 ขั้นตอนการศึกษา	8
3.2.1 การจัดกลุ่มหลักทรัพย์	8
3.2.1.1 ศึกษาผลตอบทดแทนก่อนและหลังปรับค่าความเสี่ยงของ กลุ่มหลักทรัพย์ด้วยวิธี T-model	8
3.2.1.2 ศึกษาผลกระทบของขนาดของกิจการ (Size effect) ที่มีต่อ การประเมินมูลค่าด้วยอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตาม แบบจำลอง T-model	8
3.2.2 การวัดอัตราผลตอบแทน	9
บทที่ 4 ผลการวิจัยและการอภิปรายผล	10
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	10
4.2 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนแบบโดยรวม	11
4.3 การวิเคราะห์ผลตอบแทนแบบอนุกรมเวลา (Time Series)	13
4.4 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนจากผลของขนาด	15
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	18
5.1 สรุปผลงานวิจัย	18
5.1.1 ประสิทธิภาพในการคัดเลือกหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลอง T-Model ว่า สามารถสร้างผลตอบแทนที่เหนือกว่าตลาดได้หรือไม่	18
5.1.2 ปัจจัยด้านขนาด (Size effect) ที่ส่งผลกระทบต่อการประเมินมูลค่าด้วย แบบจำลอง T-Model หรือไม่	18
5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย	19
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	19

รายการอ้างอิง

20

ประวัติผู้เขียน

22



สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
4.1	ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) ของกลุ่มตัวอย่าง ในช่วง พ.ศ. 2545-2558	10
4.2	ค่าสถิติของผลตอบแทนจำแนกตามเปอร์เซ็นต์ไทล์ของ T-Factor พ.ศ. 2545 – 2558	11
4.3	อัตราผลตอบแทนตามอนุกรมเวลาของแต่ละพอร์ตโฟลิโอจำแนกตาม T-Factor พ.ศ. 2545 – 2558	12
4.4	ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (Big Cap Stocks) พ.ศ. 2545 – 2558	15
4.5	ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลาง (Mid Cap Stocks) พ.ศ. 2545 – 2558	16
4.6	ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็ก (Small Cap Stocks) พ.ศ. 2545 – 2558	16

สารบัญญภาพ

ภาพที่	หน้า
4.1 กราฟเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเมื่อเทียบตลาด (Market-Adjusted Return) ของแต่ละพอร์ตโฟลิโอเมื่อจำแนกตามเปอร์เซ็นต์ของค่า T-Factor ในช่วง พ.ศ. 2545 – 2558	12
4.2 กราฟเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนรายปี (Annual Return) ระหว่างพอร์ตโฟลิโอที่มีค่า T-Factor สูงสุด (T_High) และ พอร์ตโฟลิโอที่มี T-Factor ต่ำสุด (T_Low) เทียบกับผลตอบแทนของตลาด (Market Return) ตลอดช่วงที่ทำการศึกษา	14
4.3 กราฟผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนรายปี (Annual Return) ระหว่างพอร์ตโฟลิโอที่มีค่า T-Factor สูงสุดกับต่ำที่สุด (T_High – T_Low) ตลอดช่วงที่ทำการศึกษา	14
4.4 กราฟเปรียบเทียบมาตรวัดชาร์ป (Sharpe Ratio) ทั้ง 15 พอร์ตโฟลิโอ เมื่อจำแนกตามลำดับเปอร์เซ็นต์ตามค่า T-Factor และมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ในช่วงที่ทำการศึกษา	17

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนเชิงปัจจัยพื้นฐาน เป็นการตัดสินใจลงทุนในตราสารทุนสามารถเปรียบเสมือนกับการเป็นเจ้าของในธุรกิจนั้น กล่าวคือ ผู้ครอบครองหลักทรัพย์ หรือ หุ้น จะมีสิทธิความเป็นเจ้าของในกิจการ และมีส่วนได้เสียในทรัพย์สินและผลการดำเนินงาน ผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับจะมีระดับที่แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับปัจจัยที่เข้ามากระทบต่อสถานะการดำเนินงานของกิจการ ยกตัวอย่างเช่น ความสามารถทางการแข่งขันในธุรกิจ สภาพแวดล้อมของเศรษฐกิจโดยรวมและในอุตสาหกรรม

การวิเคราะห์ปัจจัยดังกล่าวจะทำให้ให้นักลงทุนสามารถคาดการณ์และเข้าใจปัจจัยที่จะเข้ามากระทบตัวกิจการ ข้อมูลดังกล่าวได้ถูกสะท้อนลงมาในงบการเงิน ซึ่งเป็นข้อมูลที่แสดงสถานภาพ ความสามารถของบริษัท ออกมาในรูปของตัวเลขทางบัญชี ข้อมูลเหล่านี้มีความสำคัญในการที่จะนำไปวิเคราะห์เพื่อประเมินระดับของผลตอบแทนที่จะขึ้นจากผลการดำเนินงาน ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ ดังนั้นแนวคิดการประเมินมูลค่าจึงเกิดขึ้นเพื่อประเมินระดับของความเสี่ยง และหาผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ สิ่งที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนจะอยู่ในรูปของผลตอบแทน (Yield) ได้แก่ เงินปันผล (Dividend Yield) และกำไรจากส่วนต่างของราคา (Capital Gain)

หนึ่งในแนวคิดที่ได้รับการยอมรับคือ การประเมินหลักทรัพย์จากมูลค่าปัจจุบันโดยประเมินจากสิ่งทีนักลงทุนได้รับจากเงินปันผล หรือ แบบจำลองคิดลดเงินปันผล (Dividend Discount Model) ซึ่งเป็นกระแสเงินสดในอนาคตที่จะถูกจ่ายออกมาจากบริษัทตามผลการดำเนินงาน และนโยบายการจ่ายปันผลของบริษัท แบบจำลองดังกล่าวได้ถูกพัฒนาต่อและนำเสนอโดย Gordon (1962) เรียกว่า Gordon Growth Model อย่างไรก็ตามแนวคิดดังกล่าวยังไม่อาจสะท้อนผลตอบแทนที่แท้จริงทั้งหมด อัตราการเติบโตที่อิงกับเงินปันผลตามแบบจำลองของกอร์ดอนนั้น ไม่สอดคล้องกับความเป็นจริงและไม่คงที่เพียงค่าใดค่าหนึ่งตลอดเวลา เนื่องจากในการจ่ายปันผลมีหลายปัจจัยเข้ามาเกี่ยวข้อง ปัญหาในการนำไปใช้ยังคงมีอยู่หากนำไปประเมินมูลค่าบริษัทที่การจ่ายเงินปันผลมีความผันผวนสูงหรือไม่จ่ายปันผล การจ่ายเงินปันผลในปีใดปีหนึ่งที่สูงอาจทำให้ผลนักลงทุนเกิดอคติต่อเงินปันผลได้ (Yield bias)

แนวคิดการประเมินมูลค่าจากผลตอบแทนรวม หรือ T-Model ถูกนำเสนอโดย Estep (1985) ได้ต่อยอดแนวคิดของ Gordon Growth Model ที่ผลตอบแทนรวมที่จะได้รับเกิดจากอัตราผลตอบแทน ณ ปัจจุบันรวมกับอัตราการเติบโตในอนาคตของกิจการ เทียบกับแบบจำลองในอดีตที่สะท้อนผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับเมื่อลงทุนเท่านั้น

แนวคิดใหม่นี้มิได้ประเมินมูลค่าจากมูลค่าปัจจุบันของหลักทรัพย์ แต่จะประเมินจากระดับของผลตอบแทนรวมที่นักลงทุนจะได้รับซึ่งจะเกิดกับ 3 ส่วนคือ อัตราผลตอบแทนของเงินปันผล ณ ช่วงเวลานั้นๆ รวมกับอัตราผลตอบแทนจากกระแสเงินสดส่วนเกิน และสุดท้ายการเปลี่ยนแปลงของราคาที่สูงขึ้นตามอัตราส่วนราคาต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Price-to-Book ratio) ในช่วงเวลาต่างๆ ข้อดีคือทำให้การประเมินมูลค่าเป็นอิสระต่อนโยบายเงินปันผลหรือเงินปันผลเพียงปีใดปีหนึ่ง ทำให้มีความสมเหตุสมผลมากขึ้น ในกรณีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่กำลังอยู่ในช่วงกำลังเติบโต และมีการจ่ายปันผลลดลงเพื่อนำไปใช้ลงทุนต่อที่จะทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเติบโตได้อย่างรวดเร็วแทน

งานวิจัยชิ้นนี้จะทำการศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนผ่านการประเมินมูลค่าอัตราผลตอบแทนรวม หรือ T-Model ตามแนวคิดของ Estep (1985) เพื่อเปรียบเทียบประสิทธิภาพของแบบจำลองดังกล่าว ว่าสามารถนำมาใช้ในการคัดเลือกหลักทรัพย์ในการลงทุนจริงในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เช่นเดียวกับในต่างประเทศหรือไม่ และกลยุทธ์ดังกล่าวจะทำให้ให้นักลงทุนมีผลตอบแทนที่เหนือกว่าผลตอบแทนของตลาดได้หรือไม่ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนตราสารทุนอย่างยิ่งในอนาคต

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนจากการคัดเลือกหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองอัตราผลตอบแทนรวม (T-Factor) และอัตราผลตอบแทนเมื่อเปรียบเทียบกับตลาด (Market-Adjusted Return)
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับปัจจัยด้านขนาดของหลักทรัพย์ (Size effect) ที่มีผลต่อวิธีการคัดเลือกหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองอัตราผลตอบแทนรวม (T-Factor)

1.3 ขอบเขตของงานวิจัย

งานศึกษาอิสระนี้จะทำการศึกษาผลตอบแทนย้อนหลังของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยระยะเวลาที่ทำการศึกษาอยู่ในช่วงตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2545 - 2558 โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ที่ผ่านมาในอดีตเพื่อทดสอบประสิทธิภาพของกลยุทธ์การเลือกหลักทรัพย์

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานศึกษาอิสระครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนโดยเฉพาะนักลงทุนตราสารทุน โดยเฉพาะผู้ที่ตัดสินใจลงทุนโดยพิจารณาจากปัจจัยพื้นฐานของกิจการ ที่นำข้อมูลทางการเงินที่เปิดเผยต่อสาธารณะมาใช้ทำการวิเคราะห์เพื่อคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะสร้างผลตอบแทนเหนือกว่าหลักทรัพย์อื่นๆ สะท้อนผ่านตัวแปรที่เรียกว่า T-Factor กลยุทธ์ดังกล่าวจะช่วยให้การลงทุนนั้นมีประสิทธิภาพทั้งในด้านอัตราผลตอบแทนคาดหวังที่เหนือกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดและในระดับของความเสี่ยงที่เหมาะสม

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 แนวคิดประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองคิดลดเงินปันผล

ที่ผ่านมาแนวคิดที่ถูกคิดขึ้นมามากมายเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เพื่อใช้ในการลงทุน พื้นฐานแนวคิดที่ได้รับการยอมรับมาอย่างยาวนาน คือ การประเมินจากอัตราเงินปันผลของบริษัท ตามแนวคิดของ J.B. William (1938) เพราะเงินปันผล คือ กระแสเงินสดในอนาคตที่นักลงทุนจะได้รับ การคำนวณมูลค่าต้องนำเงินปันผลดังกล่าวนี้คิดลดกลับมาเพื่อหามูลค่ายุติธรรมของหลักทรัพย์นั้น เพื่อนำมาเปรียบเทียบกับราคา ณ ปัจจุบัน ตามสมการ

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_{t+i}}{(1+r)^i}$$

จากรากฐานแนวคิดดังกล่าว ได้ถูกนำมาพัฒนาเพื่อให้เหมาะสมกับการใช้มากขึ้น เนื่องจากเงินปันผลที่กิจการจ่ายสามารถเติบโตได้ตามกิจการ และมีการจ่ายอย่างต่อเนื่องตามนโยบายที่ได้ถูกตั้งไว้ ดังนั้น Gordon (1962) ได้นำเสนอแบบจำลองที่ได้รวมปัจจัยการเติบโตเข้าไปในแบบจำลอง หรือที่เรียกว่า Gordon Growth Model ที่เป็นไปตามสมการ

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_{t+i}}{k-g}$$

โดย P = ราคา ณ ปัจจุบัน

D = เงินปันผล

k = อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น

g = อัตราการเติบโตของเงินปันผล

2.1.1.2 แนวคิดประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลองหาผลตอบแทน

คาดหวังรวม (T-Model)

Estep (1985) ได้นำเสนอแนวคิดที่แตกต่างออกไปจากแนวคิดของแบบจำลองคิดลดเงินปันผลที่จะต้องใช้ตัวแปรต่างๆในการพยากรณ์หาเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต ซึ่งจะมีข้อจำกัดในการใช้งานจริง เนื่องจากสามารถประเมินมูลค่าได้เฉพาะบริษัทที่จ่ายเงินปันผลได้เท่านั้น อีกข้อจำกัดหนึ่งคือ นโยบายการจ่ายเงินปันผลหรืออัตราเติบโตนั้นมีโอกาสเปลี่ยนแปลงได้ในอนาคต การกำหนดเป็นค่าคงที่จึงอาจไม่เหมาะสม ดังนั้น กล่าวคือ อัตรา

ผลตอบแทนทั้งหมดที่นักลงทุนจะได้รับมาจากผลรวมของอัตราผลตอบแทนปันผลบวกกับอัตรากา
เติบโต ในแบบจำลองหาผลตอบแทนคาดหวัง สมมติฐานเกี่ยวกับการเติบโตนั้นเกิดจาก

$$T = g + \frac{ROE - g}{PB} + \frac{\Delta PB}{PB(1 + g)}$$

โดย T = อัตราผลตอบแทนรวมที่นักลงทุนจะได้รับ (T-Factor)

g = การเติบโตของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือ Book Value

ROE = อัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

PB = อัตราส่วนราคาต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

2.1.1.3 แนวคิดเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน

อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio) เป็นเครื่องมือสำคัญที่ใช้ในการวิเคราะห์ ประเมินสถานภาพ ฐานะทางการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัท หรือหลักทรัพย์ เป็นข้อมูลที่ผ่านการวิเคราะห์มาจากข้อมูลดิบจากงบการเงินที่เปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งช่วยให้นักลงทุนสามารถตีความหมาย เปรียบเทียบข้อมูลดังกล่าวได้ดียิ่งขึ้น

(1) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (Price to book ratio หรือ P/BV ratio)

เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการเปรียบเทียบ ราคาตลาดของหลักทรัพย์กับมูลค่าทางบัญชี โดยคำนวณจากราคา ณ วันปิดทำการสุดท้ายหารด้วยมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของหลักทรัพย์ เป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกถึงราคาที่ผู้ลงทุนให้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท

$$P/B \text{ ratio} = \text{ราคา ณ วันปิดทำการ} / \text{มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น}$$

(2) อัตราส่วนกำไรต่อผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity หรือ ROE)

เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดผลตอบแทนที่ได้รับเทียบกับเงินลงทุนของผู้ถือหุ้น โดยคำนวณจากกำไรสุทธิในรอบการดำเนินงานหารด้วยจำนวนส่วนของผู้ถือหุ้น หากอัตราส่วนมีค่าสูง ย่อมแสดงประสิทธิภาพของการลงทุนที่สูง

$$ROE = \text{กำไรสุทธิ} / \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}$$

2.1.4 ผลกระทบด้านขนาดของกิจการ

งานศึกษาของ Basu (1983) ขนาดของกิจการที่วัดโดยมูลค่าบริษัท (Market value) มีผลต่อผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยง ที่จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าจากการลงทุนในกิจการที่มีมูลค่าต่ำกว่า ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ Berk (1995 and 1997) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้าน Physical size ที่วัดจากมูลค่าทางบัญชีของบริษัท กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

พบว่า หลักทรัพย์ที่มีมูลค่าบริษัทใกล้เคียงกันนั้น การลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์สูงกว่าจะให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงกว่า และยังค้นพบอีกว่า หลักทรัพย์ที่มีมูลค่าทางบัญชีของบริษัทสูงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากระแสเงินสดที่คาดหวังของบริษัท ซึ่งให้ผลลัพธ์ไปในทางเดียวกันกับผลการศึกษาของ Garza-Gomez et al. (1998)

ผลจากการทบทวนงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับแบบจำลองอัตราผลตอบแทนรวม หรือ T-Model พบว่า งานศึกษาของ Estep (1985) ภายหลังจากการพัฒนาแบบจำลองได้นำไปทำการวิจัยกับกลุ่มตัวอย่างใน S&P 500 ในช่วงปี ค.ศ.1975-1984 เพื่อทำการศึกษาเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกจัดลำดับตามค่า T-Factor พบว่า กลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนรวม หรือ T-Factor สูงกว่าสามารถสร้างผลตอบแทนที่เหนือกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า T-Factor ต่ำกว่าได้

สอดคล้องกับงานวิจัยของ Estep (1987) ที่ได้นำแบบจำลอง T-Model ไปใช้ในการวิเคราะห์และคัดเลือกหลักทรัพย์ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากตลาดหลักทรัพย์ Dow Jones ด้วยข้อมูลในปี ค.ศ.1985 รวมทั้งนำผลตอบแทนรวมหรือ T-Factor ที่ได้คาดการณ์จากแบบจำลองมาเปรียบเทียบกับผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจริง งานวิจัยดังกล่าว พบว่า ผลลัพธ์จากการประมาณและที่เกิดขึ้นจริงนั้นสามารถอธิบายความสัมพันธ์ดังกล่าวได้ถึง 94% นอกจากนี้ยังได้ทำการวิจัยกลุ่มตัวอย่างใน S&P500 เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนจากกลุ่มตัวอย่างในช่วงปี ค.ศ. 1982-1985 พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่มีอัตราการเติบโตสูงมีความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนคาดการณ์กับผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเนื่องจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงมากที่สุด ในขณะที่กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กให้ผลตอบแทนที่ดี เนื่องมาจากอัตราการเติบโตของส่วนผู้ถือหุ้นอยู่ในระดับที่สูง หรือกล่าวได้ว่าปัจจัยด้านขนาด (Size effect) มีผลต่อผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้นเมื่อประเมินมูลค่าด้วยแบบจำลอง T-Model

อย่างไรก็ตามแนวคิดดังกล่าวได้ถูกนำมาพิสูจน์ว่าสามารถสร้างผลตอบแทนมากกว่าปกติ (abnormal return) ได้หรือไม่ ด้วยข้อมูลในอดีตซึ่งจะขัดแย้งกับทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Theory) จากงานศึกษาของ H.J.Dwyer และ R.Lynn (1992) ที่ใช้กลุ่มตัวอย่างจากหลักทรัพย์ใน S&P 500 นำผลการดำเนินงานรายปีย้อนหลังระหว่างปี ค.ศ. 1975-1988 โดยแบ่งตัวอย่างเป็นสองกลุ่มในการจัดพอร์ตโฟลิโอด้วยค่า T ที่คำนวณได้ พบว่า พอร์ตโฟลิโอที่มีค่า T สูงกว่านั้นมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า แต่จากผลการศึกษาที่มีทั้งปีที่ผลตอบแทนแตกต่างกันและไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญควบคู่กัน แสดงให้เห็นว่าแบบจำลองดังกล่าวแม้จะสามารถนำมาใช้ในการประเมินและคัดเลือกหลักทรัพย์ได้ แต่ช่วงเวลาที่ในการประเมินนั้นยังมีผลกระทบต่อประสิทธิภาพของแบบจำลอง

ส่วนงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนนั้นมีข้อมูลเชิงประจักษ์ทั้งในและต่างประเทศ โดยงานวิจัยของ เตือนศิริ ดวงแก้ว (2556)

ที่ทำการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์ mai กับอัตราส่วนทางการเงิน พบว่า อัตราส่วนบางตัวสามารถอธิบายผลตอบแทนที่เกิดขึ้นได้ ดังเช่น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สอดคล้องกับงานวิจัยของ มาโนช สุอำพัน (2552) ที่ทำการศึกษา SET 50 เพื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์ดังกล่าว พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี (Price to Book Ratio) และ กำไรสุทธิต่อหุ้น (Earning per Share)

อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันยังไม่มีการวิจัยเกี่ยวกับการประยุกต์ใช้แบบจำลอง T-Model มากนัก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศไทย สะท้อนถึงแนวคิดดังกล่าวอาจจะยังไม่เป็นที่แพร่หลายมากนัก รวมทั้งข้อสงสัยเกี่ยวกับประสิทธิภาพของแบบจำลอง ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จะใช้การทดสอบประสิทธิภาพของแบบจำลองตามแนวคิดของ Estep (1985) เป็นหลัก โดยจะทำการทดสอบประสิทธิภาพของกลยุทธ์ดังกล่าวกับหลักทรัพย์ในประเทศไทย เพื่อศึกษาผลตอบแทนและความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้กลยุทธ์นี้

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

งานศึกษาอิสระนี้ มีจุดประสงค์เพื่อวัดประสิทธิภาพในการสร้างผลตอบแทนในการลงทุนจากการพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนรวมตามแบบจำลอง T-model ของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ เพื่อนำมาคัดกรองและเป็นหลักเกณฑ์ในการเลือกลงทุน ในการวัดอัตราผลตอบแทนที่เกิดจากการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอที่มีค่า T-Factor ที่แตกต่างกันมาเปรียบเทียบกับ รวมทั้งศึกษาผลกระทบอันเกิดจากขนาดของกิจการ (Size effect) ที่มีผลต่อแบบจำลองดังกล่าว

3.1 วิธีการรวบรวมข้อมูลและข้อมูลในการทำวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ การเก็บข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบได้มาจาก www.setsmart.com และฐานข้อมูลจาก Bloomberg ที่เป็นฐานข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยในช่วงระยะเวลา 18 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545-2558 เพื่อนำมาคำนวณค่า T-Factor ของแต่ละหลักทรัพย์เป็นรายเดือนก่อนที่จะนำมาจัดเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ตามเกณฑ์ที่พิจารณา

3.2 ขั้นตอนการศึกษา

3.2.1 การจัดกลุ่มหลักทรัพย์

3.2.1.1 ศึกษาผลตอบแทนก่อนและหลังปรับค่าความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ด้วยวิธี T-model

การจัดกลุ่มหลักทรัพย์จะพิจารณาจากค่าที่คำนวณได้จากข้อมูลทางการเงินในวันปิดวันทำการสุดท้ายของเดือนของแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่างนำมาจัดอันดับตามค่า T-Factor และแบ่งออกเป็น 5 กลุ่ม สัดส่วนกลุ่มละ 20% ของจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดของกลุ่มตัวอย่างตามลำดับเปอร์เซ็นต์ไทล์

3.2.1.2 ศึกษาผลกระทบของขนาดของกิจการ (Size effect) ที่มีต่อการประเมินมูลค่าด้วยอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตามแบบจำลอง T-model

การจัดกลุ่มหลักทรัพย์จะพิจารณาจากค่าที่คำนวณได้จากข้อมูลทางการเงินในวันปิดวันทำการสุดท้ายของเดือนของแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่างนำมาจัดอันดับโดยเรียงตามมูลค่าตลาด (Market cap) และแบ่งออกเป็น 5 กลุ่ม สัดส่วนกลุ่มละ 20% ของจำนวน

หลักทรัพย์ทั้งหมดของกลุ่มตัวอย่างตามลำดับเปอร์เซ็นต์ไทล์ ก่อนที่จะทำการจัดกลุ่มอีกครั้งโดยการใช้ค่า T-Factor เป็นเกณฑ์ในการแบ่งออกเป็นอีก 5 พอร์ตโฟลิโอย่อย

3.2.2 การวัดอัตราผลตอบแทน

เมื่อทำการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามเกณฑ์ที่ใช้พิจารณา จากนั้นจะถือครองแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ แล้ววัดอัตราผลตอบแทนของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ ณ วันทำการสุดท้ายของเดือนดังกล่าว จากนั้นจะทำการคำนวณค่า T-Factor ใหม่จากข้อมูลชุดถัดไป พร้อมกับการจัดกลุ่มและวัดผลใหม่ จนกระทั่งครบช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

ก) วัดผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจากการลงทุนเป็นระยะเวลา 1 เดือนแล้วนำไปเปรียบเทียบกับผลตอบแทนจริงที่เกิดขึ้น โดยให้น้ำหนักแบบ Equally-weighted

ข) นำผลลัพธ์ที่ได้ในแต่ละเดือนมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือน, อัตราผลตอบแทนรายปี และ อัตราผลตอบแทนเมื่อเปรียบเทียบกับตลาด (Market Adjusted Return) เพื่อคำนวณหาค่าเฉลี่ยของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ก่อนนำมาเปรียบเทียบระหว่างกัน

ค) ศึกษาผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ด้วยมาตรวัด Sharpe ซึ่งมีการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{(R_p - R_f)}{SD}$$

เมื่อ R_p = ผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ

R_f = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไร้ความเสี่ยง

(ผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี)

SD_p = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ตโฟลิโอ

บทที่ 4

ผลการวิจัยและการอภิปรายผล

ในงานค้นคว้าอิสระครั้งนี้ จะทำการศึกษาเพื่อวัดประสิทธิภาพของการลงทุนด้วยการคัดเลือกหลักทรัพย์ตามแบบจำลองอัตราผลตอบแทนรวม หรือ T-Model ตามแนวคิดของ Estep (1985) โดยจะแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็น 5 กลุ่ม เรียงลำดับตามอัตราผลตอบแทนรวม หรือ T-Factor ที่คำนวณได้ และนำข้อมูลที่มีมาประมวลผลตามเงื่อนไขที่กำหนดตามวัตถุประสงค์ เพื่อวัดประสิทธิภาพของกลยุทธ์การลงทุนดังกล่าวจากผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในอดีต ผู้วิจัยจะรายงานผลโดยแบ่งออกเป็น 4 ส่วน คือ

- 4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา
- 4.2 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนโดยรวม
- 4.3 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนแบบอนุกรมเวลา
- 4.4 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนจากผลของขนาด

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จากข้อมูลที่ใช้ในการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ ได้ใช้กลุ่มตัวอย่างคือ หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยใช้ข้อมูลย้อนหลัง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542-2558 ใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน และทำการตัดหลักทรัพย์ที่ข้อมูลไม่ครบออก หลังจากนั้นนำมาจัดเรียงตามลำดับเปอร์เซ็นต์ โดยแบ่งเป็น 5 กลุ่ม คือ T_Low, T_MedLow, T_Med, T_MedHigh และ T_High โดยมีเกณฑ์เปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 0-20, 20-40, 40-60, 60-80 และ 80-100 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.1

ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) ของกลุ่มตัวอย่าง ในช่วง พ.ศ. 2545-2558

	T_Low	T_MedLow	T_Med	T_MedHigh	T_High
g (%)	1.11%	1.24%	0.95%	0.96%	4.15%
ROE (%)	-33.18%	2.60%	12.25%	13.26%	10.94%
PB (เท่า)	3.34	4.24	1.80	1.23	1.20
Avg. T-Factor (%)	-21.51%	6.98%	12.39%	13.47%	12.42%
T_SD (%)	12.64%	8.92%	11.69%	32.12%	42.30%

จากตารางที่ 4.1 แสดงค่าเฉลี่ย (Mean) ของแต่ละตัวแปรของกลุ่มตัวอย่าง คือ อัตราการเติบโตของมูลค่าทางบัญชี (g) อัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ อัตราส่วนราคาปิดต่อมูลค่าทางบัญชี (PB) ตามลำดับ ตัวแปรดังกล่าวส่งผลต่อตัวแปรอิสระ หรือ อัตราผลตอบแทนรวม (T-Factor) ที่คำนวณได้ตามแบบจำลอง และนำมาใช้เป็นเกณฑ์ในการจัดกลุ่ม แม้ว่าบางพอร์ตโฟลิโอจะมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่ากลุ่มที่มีเปอร์เซ็นต์ไทล์สูงกว่า (ยกตัวอย่างเช่น กลุ่ม T_MedHigh ที่มีค่าเฉลี่ยสูงกว่า T_High) ซึ่งเป็นผลมาจากลักษณะของข้อมูลที่มีการกระจายตัวในแต่ละพอร์ตโฟลิโอที่ต่างกัน สังเกตได้จากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ของอัตราผลตอบแทนรวม

4.2 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนแบบโดยรวม

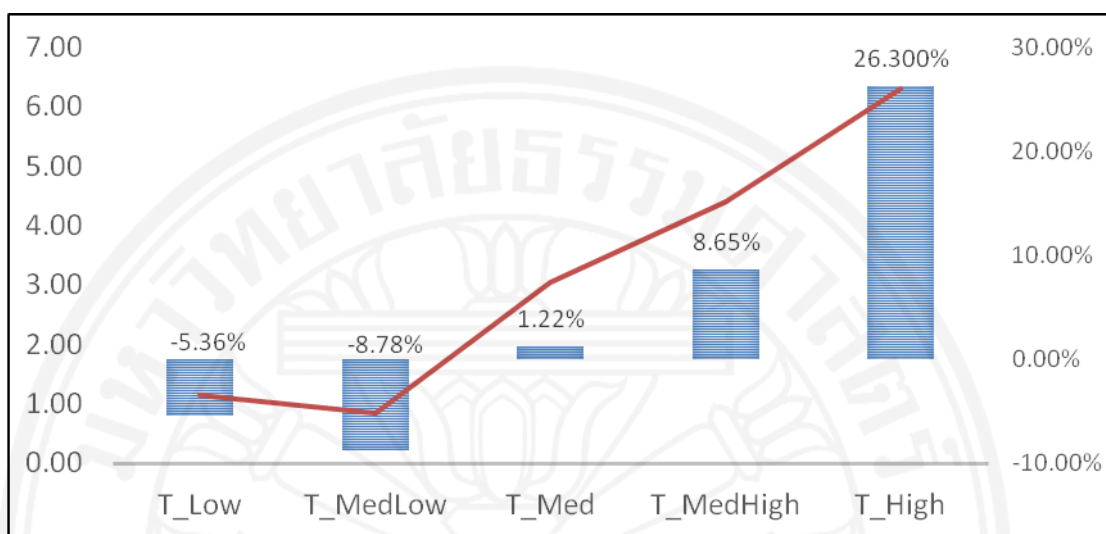
ตารางที่ 4.2

ค่าสถิติของผลตอบแทนจำแนกตามเปอร์เซ็นต์ไทล์ของ T-Factor พ.ศ. 2545 - 2558

	T_Low	T_MedLow	T_Med	T_MedHigh	T_High
Avg. Return (%)	0.92%	0.66%	1.40%	1.92%	3.04%
Annualized Return (%)	11.58%	8.16%	18.16%	25.59%	43.24%
Market Adjusted Return (%)	-5.36%	-8.78%	1.22%	8.65%	26.30%
SD (%)	7.12%	5.70%	4.86%	5.04%	6.33%
Risk-free rate(%)	3.40%				
Sharpe ratio	1.15	0.84	3.04	4.40	6.29

จากตารางที่ 4.2 แสดงถึงระดับของผลตอบแทนเมื่อนำ T-Factor มาทำการจัดพอร์ตโฟลิโอตามลำดับของเปอร์เซ็นต์ไทล์ และทำการถือครองเป็นระยะเวลา 1 เดือน พบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนที่เกิดขึ้นของพอร์ตโฟลิโอเรียงลำดับจากมากไปน้อยตามค่า T-Factor เท่ากับร้อยละ 0.92, 0.66, 1.40, 1.92 และ 3.04 ตามลำดับ และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 7.12, 5.70, 4.86, 5.04 และ 6.33 ตามลำดับ หากทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยง (Risk Adjusted Return) โดยใช้อัตราส่วนชาร์ป (Sharpe Ratio) โดยกำหนด ผลตอบแทนที่ไม่

มีความเสี่ยง (Risk-free Rate) เท่ากับ 3.40% จากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี จะได้ค่าเท่ากับ 1.15, 0.84, 3.04, 4.40, 6.29 ตามลำดับ



ภาพที่ 4.1 กราฟเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเมื่อเทียบตลาด (Market-Adjusted Return) ของแต่ละพอร์ตโฟลิโอเมื่อจำแนกตามเบอเซ็นไทล์ของค่า T-Factor ในช่วง พ.ศ. 2545 - 2558

เมื่อนำผลตอบแทนของตลาดมาใช้ในการเปรียบเทียบ พบว่า ผลตอบแทนเฉลี่ยรายปีเมื่อเปรียบเทียบกับตลาด (Market Adjusted Return) ที่เกิดขึ้นของพอร์ตโฟลิโอเรียงลำดับตามค่า T-Factor เท่ากับร้อยละ -5.36, -8.78, 1.22, 8.65 และ 26.30 ตามลำดับ สามารถพิจารณาแนวโน้มได้จาก ภาพที่ 4.1 ข้อมูลดังกล่าวจะแสดงความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่าง อัตราผลตอบแทนรวมที่คำนวณได้ (T-Factor) ที่ใช้เป็นเกณฑ์ในการจัดพอร์ตโฟลิโอ กับอัตราผลตอบแทนจริงที่เกิดขึ้นเมื่อเทียบกับตลาด กล่าวได้ว่า พอร์ตโฟลิโอที่คัดเลือกด้วย T-Factor ที่สูงจะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าพอร์ตโฟลิโอที่มีค่า T-Factor ต่ำ

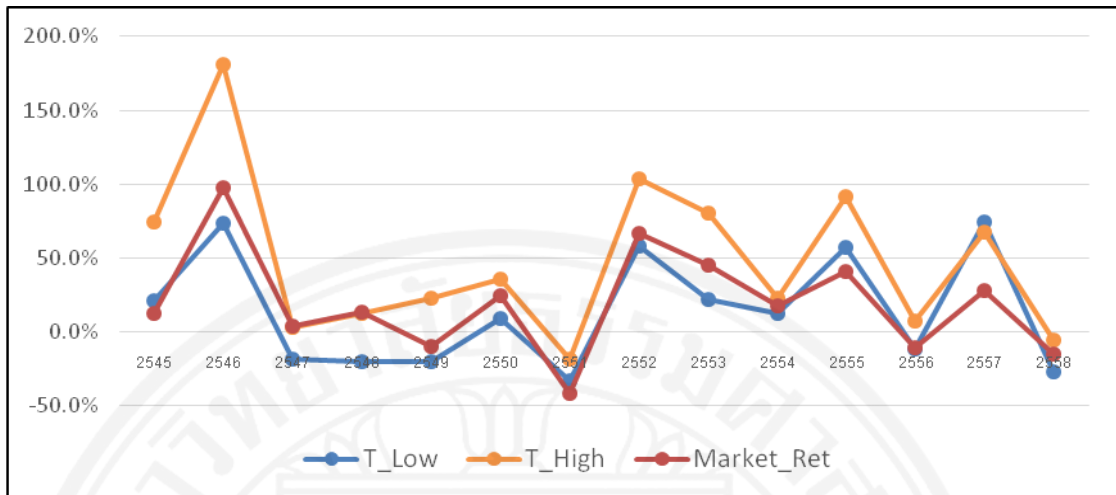
4.3 การวิเคราะห์ผลตอบแทนแบบอนุกรมเวลา (Time Series)

ตารางที่ 4.3

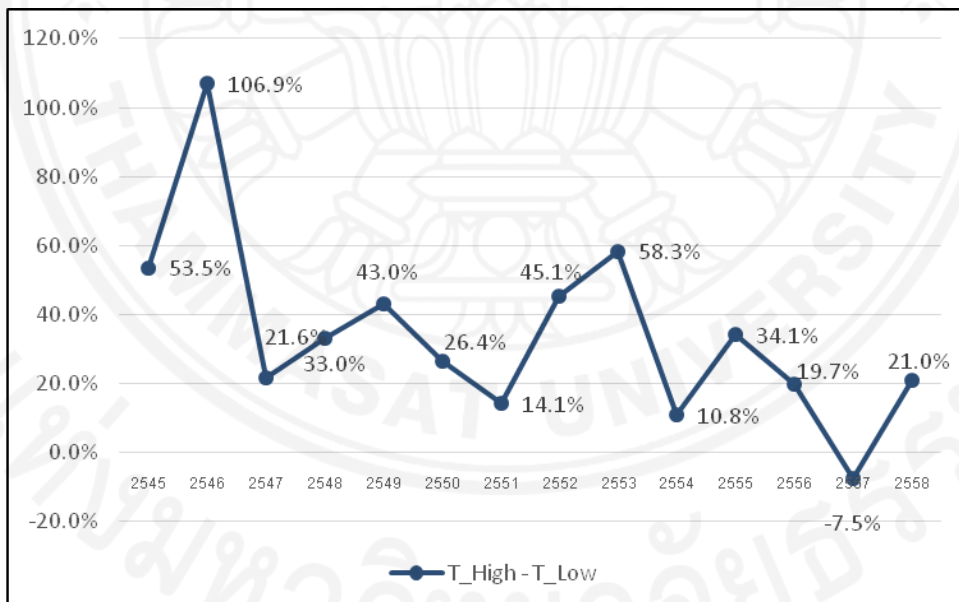
อัตราผลตอบแทนตามอนุกรมเวลาของแต่ละพอร์ตโฟลิโอจำแนกตาม T-Factor พ.ศ. 2545 - 2558

Year	T_Low	T_MedLow	T_Med	T_MedHigh	T_High	T_High - T_Low
2545	21.1%	9.4%	25.3%	36.8%	74.6%	53.5%
2546	73.8%	64.0%	65.9%	107.6%	180.7%	106.9%
2547	-18.5%	-4.6%	-2.2%	0.2%	3.0%	21.6%
2548	-20.9%	-9.8%	1.0%	6.9%	12.2%	33.0%
2549	-20.1%	-7.0%	1.5%	10.4%	22.9%	43.0%
2550	9.0%	1.5%	6.9%	9.3%	35.4%	26.4%
2551	-33.1%	-36.7%	-24.5%	-29.8%	-19.0%	14.1%
2552	58.0%	44.1%	52.1%	59.8%	103.2%	45.1%
2553	22.0%	20.2%	49.3%	62.5%	80.3%	58.3%
2554	12.2%	5.6%	17.2%	22.9%	23.0%	10.8%
2555	57.0%	46.3%	54.9%	76.3%	91.1%	34.1%
2556	-12.2%	-17.2%	-5.4%	-1.4%	7.5%	19.7%
2557	74.6%	33.4%	42.8%	44.1%	67.1%	-7.5%
2558	-26.9%	-17.1%	-9.4%	-4.7%	-5.9%	21.0%

จากตารางที่ 4.3 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2545 - 2558 ระหว่างพอร์ตโฟลิโอที่จัดกลุ่มตามลำดับของค่า T-Factor จำนวน 5 พอร์ตโฟลิโอ และมีการถือครองเป็นระยะเวลา 1 เดือน เพื่อวัดอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้น ผลการวิจัยที่พบได้แสดงให้เห็นว่าการเปรียบเทียบพอร์ตโฟลิโอที่มีค่า T-Factor สูงสุด (T_High) จะมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าพอร์ตโฟลิโอที่มีค่า T-Factor ต่ำสุด (T_Low) และผลตอบแทนของตลาด (Market Return) แต่ทิศทางของผลตอบแทนทั้งสามยังมีทิศทางที่สอดคล้องกันตลอดช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาดังภาพที่ 4.2



ภาพที่ 4.2 กราฟเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนรายปี (Annular Return) ระหว่างพอร์ตโฟลิโอที่มีค่า T-Factor สูงสุด (T_High) และ พอร์ตโฟลิโอที่มี T-Factor ต่ำสุด (T_Low) เทียบกับผลตอบแทนของตลาด (Market Return) ตลอดช่วงที่ทำการศึกษา



ภาพที่ 4.3 กราฟผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนรายปี (Annual Return) ระหว่างพอร์ตโฟลิโอที่มีค่า T-Factor สูงสุดกับต่ำที่สุด (T_High - T_Low) ตลอดช่วงที่ทำการศึกษา

หากเปรียบเทียบระหว่างผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่มีค่า T-Factor สูงที่สุดและต่ำที่สุด (T_High - T_Low) ดังภาพที่ 4.3 พบว่า ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นหลังทำการปรับค่าเป็นอัตราผลตอบแทนรายปี (Annualized return) ของทั้งสองพอร์ตโฟลิโอมีค่าเป็นบวก แต่

จากแนวโน้มของผลต่างดังกล่าวแสดงให้เห็นว่ามีขนาดของผลต่างลดลงเมื่อเวลาผ่านไป ในขณะที่ผลตอบแทนยังมีความผันผวนในแต่ละปี จนทำให้ผลต่างในปี พ.ศ. 2557 มีค่าติดลบที่ -7.5%

4.4 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนจากผลของขนาด

ผู้วิจัยได้นำตัวแปรด้านขนาดมาใช้เป็นเกณฑ์เพิ่มเติมในการจัดกลุ่มเพิ่มเติม เพื่อนำมาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นของแต่ละพอร์ตโฟลิโอ ว่าเป็นปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของแบบจำลองที่ใช้ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์หรือไม่ โดยผู้วิจัยจะทำการจัดลำดับของหลักทรัพย์ตามมูลค่าตลาด (Market Cap) โดยแบ่งเป็น 3 กลุ่ม ก่อนทำการจัดลำดับแต่ละหลักทรัพย์ภายในกลุ่มตามอัตราผลตอบแทนรวม (T) เป็น 5 พอร์ตโฟลิโอย่อย สามารถแบ่งได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4.4

ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (Big Cap Stocks) พ.ศ. 2545 - 2558

Year	T_Low	T_MedLow	T_Med	T_MedHigh	T_High
Annualized Return (%)	0.59%	10.76%	15.71%	21.37%	30.52%
Avg. Return (%)	0.05%	0.86%	1.22%	1.63%	2.24%
SD (%)	8.56%	6.72%	5.66%	6.17%	7.75%
Risk-free rate (%)	3.40%				
Sharpe ratio	-0.33	1.10	2.17	2.91	3.50

ตารางที่ 4.5

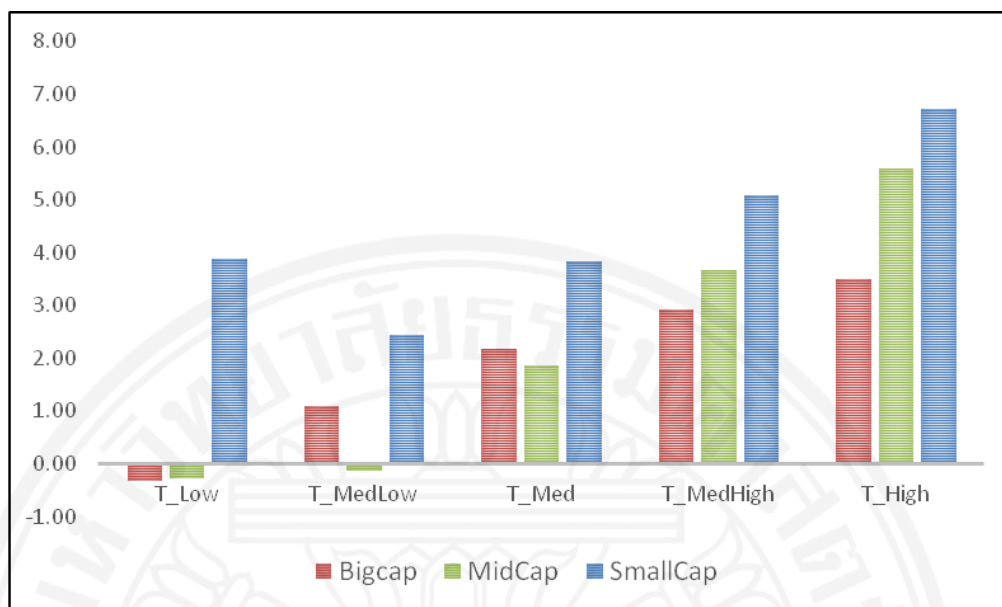
ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลาง (Mid Cap Stocks) พ.ศ. 2545 - 2558

Year	T_Low	T_MedLow	T_Med	T_MedHigh	T_High
Annualized Return (%)	0.89%	2.60%	13.56%	24.02%	41.78%
Avg. Return (%)	0.07%	0.21%	1.07%	1.81%	2.95%
SD (%)	8.86%	6.23%	5.46%	5.62%	6.86%
Risk-free rate (%)	3.40%				
Sharpe ratio	-0.28	-0.13	1.86	3.67	5.59

ตารางที่ 4.6

ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็ก (Small Cap Stocks) พ.ศ. 2545 - 2558

Year	T_Low	T_MedLow	T_Med	T_MedHigh	T_High
Annualized Return (%)	33.97%	20.56%	29.71%	38.64%	66.28%
Avg. Return (%)	2.47%	1.57%	2.19%	2.76%	4.33%
SD (%)	7.89%	7.04%	6.86%	6.92%	9.35%
Risk-free rate (%)	3.40%				
Sharpe ratio	3.88	2.44	3.84	5.09	6.73



ภาพที่ 4.4 กราฟเปรียบเทียบมาตรวัดชาร์ป (Sharpe Ratio) ทั้ง 15 พอร์ตโฟลิโอ เมื่อจำแนกตามลำดับเปอร์เซ็นต์ไทล์ตามค่า T-Factor และมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ในช่วงที่ทำการศึกษา

เช่นเดียวกับการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนรวมในหัวข้อ 4.2 แสดงให้เห็นว่า แบบจำลองการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ตามแบบจำลองอัตราผลตอบแทนรวม หรือ T-model มีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของทั้งสามกลุ่มหลักทรัพย์แม้ว่าจะจำแนกตามขนาด สังเกตได้จากอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่มีค่า T-Factor สูงกว่า จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า พอร์ตโฟลิโอที่มีค่า T-Factor ต่ำกว่า ซึ่งจะเห็นได้จาก แนวโน้มอัตราผลตอบแทนรายปี (Annualized Return) ในทั้งสามกลุ่มที่จำแนกตามมูลค่าตลาด (Market Capitalization)

เมื่อนำข้อมูลจาก ตารางที่ 4.4, 4.5 และ 4.6 เพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นมาทำการเปรียบเทียบดังภาพที่ 4.4 พบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก มีผลตอบแทนสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ สังเกตได้จาก อัตราผลตอบแทนรายปีของพอร์ตโฟลิโอที่มีอัตราผลตอบแทนรวมอยู่ในเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่สูง (T-High) ระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (Big Cap Stocks) และกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลาง (Mid Cap Stocks) และขนาดเล็ก (Small Cap Stocks) มีค่าอยู่ที่ร้อยละ 30.52, 41.78 และ 66.28 ตามลำดับ และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เท่ากับ 7.75, 6.86 และ 9.35 ตามลำดับ หากแสดงในรูปของ อัตราส่วนผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return) ในรูปของมาตรวัดชาร์ป (Sharpe Ratio) จะเท่ากับ 3.50, 5.59 และ 6.73 ตามลำดับ กล่าวคือ กลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็ก (Small Cap Stocks) สามารถสร้างผลตอบแทนได้เหนือกว่า ในขณะที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า เมื่อเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลงานวิจัย

วัตถุประสงค์ของงานวิจัยฉบับนี้ต้องการวัดประสิทธิภาพในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เพื่อลงทุนโดยใช้แบบจำลองอัตราผลตอบแทนรวม หรือ T-Model ตามแนวคิดของ Estep (1985) ว่าสามารถนำมาใช้เป็นกลยุทธ์ในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้หรือไม่ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากข้อมูลทางการเงินในอดีต โดยทำการจัดกลุ่มและถือครองพอร์ตโฟลิโอดังกล่าวเป็นระยะเวลา 1 เดือนเพื่อวัดอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้น และทำการจัดกลุ่มใหม่ตามตัวแปรอิสระสามารถสรุปประเด็นตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัย ออกมาได้ดังนี้

5.1.1 ประสิทธิภาพในการคัดเลือกหลักทรัพย์ด้วยแบบจำลอง T-Model ว่าสามารถสร้างผลตอบแทนที่เหนือกว่าตลาดได้หรือไม่

จากการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของแต่ละพอร์ตโฟลิโอ เมื่อทำการจัดลำดับและแบ่งเป็น 5 พอร์ตโฟลิโอเพื่อเปรียบเทียบ พบว่า กลุ่มที่ถูกคัดเลือกจาก ค่าอัตราผลตอบแทนรวม หรือ T-Factor ที่สูงจะให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่ากลุ่มที่มีคัดเลือกโดยมี T-Factor ต่ำกว่า ตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษาในช่วง พ.ศ. 2545 - 2558 ไม่เพียงเท่านั้นจะยังมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่า จากการวิเคราะห์ด้วยมาตรวัด Sharpe นอกจากนี้กลยุทธ์ดังกล่าวสามารถสร้างกำไรมากกว่าปกติ (Abnormal Return) ได้ เมื่อเทียบผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโอกลุ่มที่มีค่า T-Factor ที่สูงกับผลตอบแทนตลาดสอดคล้องตามแนวคิดของ Estep (1985) อย่างไรก็ตามกลยุทธ์ดังกล่าวยังมีความผันผวนเมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในแต่ละปี ดังนั้นการใช้ปัจจัยอื่นเข้ามาร่วมพิจารณาจะสามารถลดความผันผวนที่เกิดขึ้นได้

5.1.2 ปัจจัยด้านขนาด (Size effect) ที่ส่งผลกระทบต่อการประเมินมูลค่าด้วยแบบจำลอง T-Model หรือไม่

จากข้อสรุป 5.1.1 แบบจำลองอัตราผลตอบแทนรวม หรือ T-Model เป็นกลยุทธ์ที่มีประสิทธิภาพในการนำมาใช้เป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกหลักทรัพย์เพื่อลงทุนและให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าตลาด อย่างไรก็ตามมีปัจจัยภายนอกที่ส่งผลกระทบต่อการประเมินมูลค่าที่มีได้ถูกพิจารณาในตัวแบบจำลอง ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบปัจจัยด้านขนาด (Size effect) ที่จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่จะได้รับเข้าไปในแบบจำลองเพื่อศึกษาผลกระทบ พบว่า ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า T-Factor ใกล้เคียงกัน หลักทรัพย์ที่มีขนาดมูลค่ากิจการต่ำ ให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าหลักทรัพย์ที่มีมูลค่ากิจการสูง ทั้ง

จากการวิเคราะห์ด้วยผลตอบแทนเมื่อเปรียบเทียบระหว่างทั้งสามกลุ่ม และด้วยมาตรวัด Sharpe ผลการวิจัยดังกล่าว ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Basu (1983) ที่พบว่า ขนาดของกิจการที่วัดโดยมูลค่าบริษัท (Market value) มีผลต่อผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยง ที่จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าจากการลงทุนในกิจการที่มีมูลค่าต่ำกว่า การนำปัจจัยอื่นเข้ามาช่วยในการคัดเลือกหลักทรัพย์เพื่อลงทุนจะสามารถเพิ่มประสิทธิภาพของกลยุทธ์ดังกล่าวได้อีกด้วย

5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้นำข้อมูลทางการเงินที่เปิดเผยต่อสาธารณะมาใช้ในการคำนวณตามแบบจำลองอัตราผลตอบแทนรวม (T-Model) ซึ่งประกอบด้วยอัตราส่วนทางการเงินต่างๆ ที่บันทึกด้วยกฎเกณฑ์ และเงื่อนไขทางบัญชี ซึ่งอาจไม่สะท้อนกับความเป็นจริง ยกตัวอย่างเช่น กำไรจากรายการพิเศษที่อาจเกิดขึ้นโดยไม่ได้มาจากความสามารถ หรือผลจากกิจกรรมทางธุรกิจของบริษัทเอง เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีปัจจัยภายนอกอื่นๆอีกมากมายที่ส่งผลกระทบต่อความแม่นยำของแบบจำลองดังกล่าว เช่น สภาพเศรษฐกิจโดยรวม วัฏจักรของอุตสาหกรรม ลักษณะของกิจการ ความถูกต้องของหลักทรัพย์โดยรวมในตลาด เป็นต้น

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

5.3.1 ผู้ที่สนใจจะทำการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับรายงานชิ้นนี้ สามารถที่จะทำการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับช่วงเวลาที่เหมาะสมในการใช้กลยุทธ์ดังกล่าว ยกตัวอย่างเช่น เปรียบเทียบผลตอบแทนระหว่างปีที่ดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวขึ้นและลง (Market Timing)

5.3.2 ผู้วิจัยสามารถที่จะขยายขอบเขตการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

5.3.3 ผู้วิจัยอาจกำหนดกลุ่มตัวอย่างใหม่เพื่อลดผลกระทบจากตัวแปรภายนอก เช่น การเปรียบเทียบระหว่างบริษัทที่มีลักษณะการทำธุรกิจใกล้เคียงกัน

5.3.4 ผู้วิจัยอาจจะใช้กลยุทธ์อื่นๆเพื่อเปรียบเทียบประสิทธิภาพในการทดสอบแบบจำลอง เช่น Piotroski (F-score), Altman (Z-score)

รายการอ้างอิง

การค้นคว้าอิสระ

เดือนศิริ ดวงแก้ว. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI. (สารนิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

Books

John, D. (1962). *Equity Asset Valuation*. John Wiley & Sons, Inc.

Mark, K. (2001). *Rational exuberance: the fundamentals of pricing firm*. Federal Reserve Bank of Atlanta.

Shannon, P. (2002). *Cost of Capital: Estimation and Applications*. John Wiley & Sons, Inc.

William, N. (1938). *The Equity Risk Premium: Essays and Explorations*. Oxford University.

Articles

Basu, S. (1983). The Relationship between earnings' Yield. Market value and return for NYSE common Stocks. *Journal of Financial Economics*, 12.

Dimson, E. (1979, June). Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics*, 197-226.

Estep, P. W. (1985 Nov.-Dec) A new Method For Valuing Common Stock. *Financial Analysts Journal*, 26-33.

Estep, T. (1987) Security Analysis and Stock Selection: Turning Financial Information into Return Forecasts. *Financial Analysts Journal* (43), 34-43.

Fielitz, B.D. (1985, Nov.-Dec.) A Simplified Approach To Common Stock Valuation. *Financial Analysts Journal*, 35-41.

Gibbons, M.R. (1982, March). Multivariate tests of financial models: A new approach.

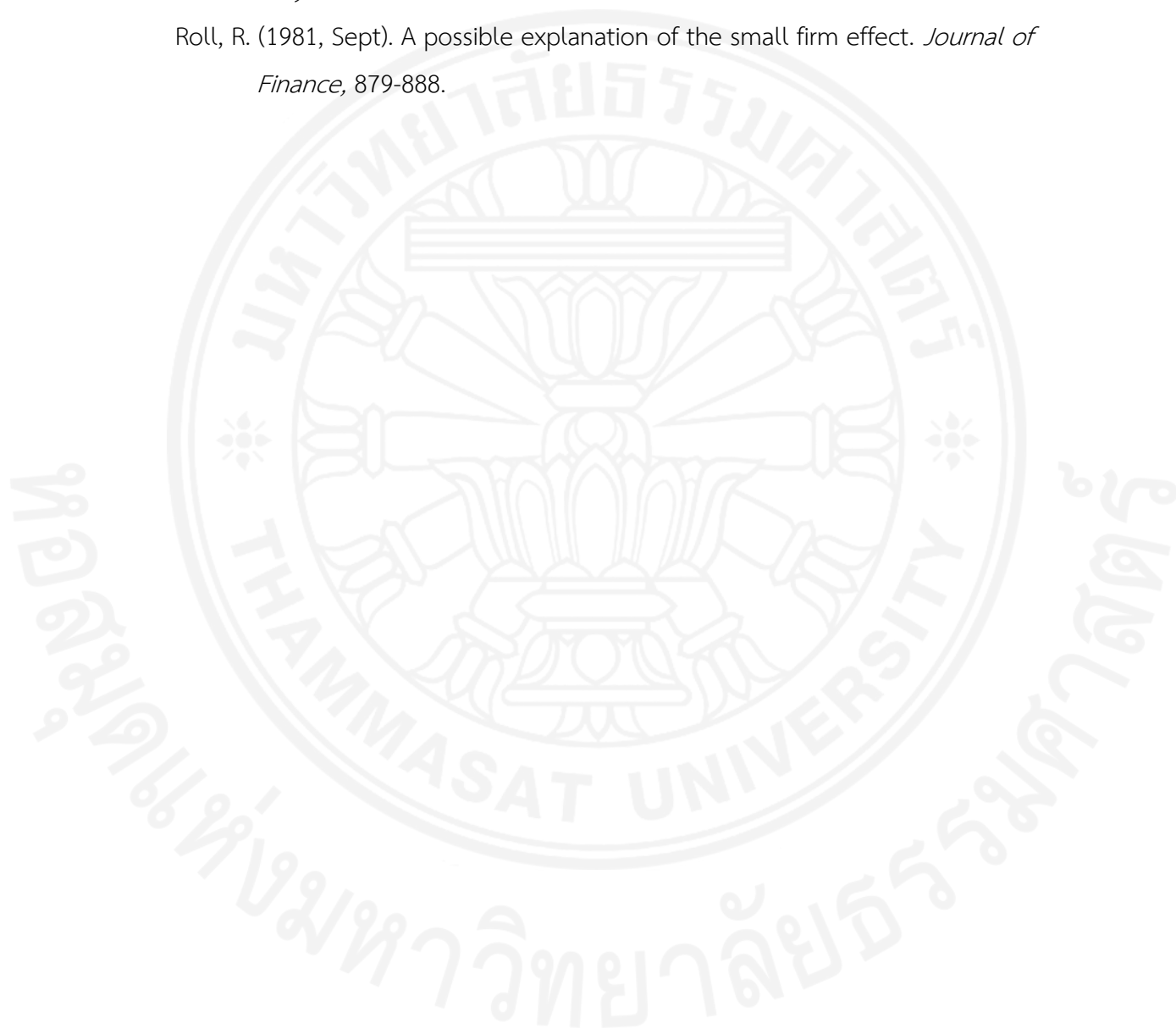
Journal of Financial Economics, 3-27.

Jonathan, & Dose, B. (1997. September-October). Size Really Matter? *Financial*

Analysts Journal. 12-18.

Roll, R. (1981, Sept). A possible explanation of the small firm effect. *Journal of*

Finance, 879-888.



ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นายธนัฐภัทร สุขศรีชวลิต
วันเดือนปีเกิด	28 สิงหาคม 2532
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2555: วิศวกรรมศาสตรบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ตำแหน่งงาน	นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ แผนกวิจัย บริษัท หลักทรัพย์ ฟิลลิป (ประเทศไทย) จำกัด
ประสบการณ์ทำงาน	2558-ปัจจุบัน: นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ แผนกวิจัย บริษัท หลักทรัพย์ ฟิลลิป (ประเทศไทย) จำกัด 2555-2558: วิศวกร แผนกควบคุมคุณภาพ บริษัท โตโยต้า มอเตอร์ เอเชีย แปซิฟิก จำกัด