

รูปแบบธุรกิจของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดเล็กที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย: การปรับตัวหลังสถานการณ์โควิด-19 พ.ศ. 2566¹

Business Model of Small Real Estate Companies Listed in Stock Exchange of Thailand: Adaptation after COVID-19 Pandemic in 2023

รับบทความ 03/11/2568

แก้ไขบทความ 08/01/2569

ยอมรับบทความ 15/01/2569

บุษรา โพวาทอง

ภาควิชาเคหการ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Bussara Povatong

Department of Housing, Faculty of Architecture, Chulalongkorn University

Bussara.S@Chula.ac.th

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษารูปแบบธุรกิจของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดเล็ก (บริษัทขนาดเล็ก) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 24 บริษัท รวบรวมข้อมูลปี พ.ศ. 2566 จากรายงาน 56-1 One-Report ใช้วิธีวิเคราะห์เนื้อหาและข้อมูลทางการเงิน ผลการศึกษาพบว่า บริษัทมีโครงสร้างรายได้จากธุรกิจ 12 ประเภท แต่มีรายได้หลักจากการขายอสังหาริมทรัพย์เฉลี่ยร้อยละ 81 ของรายได้รวม ผลจากวิกฤตโควิด-19 ทำให้มีบริษัทร้อยละ 33 ปรับตัวและกระจายความเสี่ยงไปยังธุรกิจอื่น 4 รูปแบบ คือ กระจายการลงทุนในสินทรัพย์ที่สร้างรายได้จากหลายแหล่ง กระจายการลงทุนตามประเภทอสังหาริมทรัพย์นอกเหนือจากการขายบ้าน กระจายการลงทุนตามทำเลที่ตั้งทั้งกรุงเทพมหานครและปริมณฑล และจังหวัดที่มีศักยภาพด้านการท่องเที่ยว และกระจายการลงทุนตามราคาอสังหาริมทรัพย์ให้มีราคาที่หลากหลาย ในด้านผลการดำเนินงานปี พ.ศ. 2566 พบว่า จำนวนบริษัทขนาดเล็กที่มีผลกำไรสุทธิเป็นบวกมีเพียงร้อยละ 50 ทั้งนี้ บริษัทที่มีรายได้ตั้งแต่ 4 พันล้านบาทขึ้นไป มักมีอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิเป็นบวก มีต้นทุนทางการเงินต่ำ และมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยสูงกว่าบริษัทที่มีรายได้ต่ำกว่า ส่วนบริษัทที่มีรายได้ต่ำกว่า 2 พันล้านบาท มีอัตราต้นทุนทางการเงินสูงมักมีอัตรากำไรสุทธิติดลบ และบางบริษัทที่มีรายได้ต่ำกว่า 2 พันล้านบาท แม้มีการกระจายธุรกิจมากกว่าร้อยละ 50 ของรายได้รวม แต่ยังคงประสบปัญหาขาดทุนเนื่องจากต้นทุนทางการเงินสูง ผลการศึกษานี้จะช่วยให้เกิดความเข้าใจการปรับตัวของธุรกิจ รวมถึงปัจจัยทางการเงิน ที่ส่งผลต่อการดำเนินงาน ซึ่งจะเป็นบทเรียนและประโยชน์ต่อการนำไปปรับกลยุทธ์ของบริษัทอื่นต่อไปในอนาคต

คำสำคัญ: บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ รูปแบบธุรกิจ การกระจายความเสี่ยงธุรกิจ กลยุทธ์องค์กร โควิด-19

¹ บทความนี้ถือเป็นส่วนหนึ่งของงานวิจัยเรื่อง บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดเล็กที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: รูปแบบธุรกิจและการปรับตัวช่วง พ.ศ. 2554–2566 (Small Real Estate Companies Listed in Stock Exchange of Thailand: Business Model and Adaptation during 2001–2023) โดยได้รับทุนวิจัยจากภาควิชาเคหการ ปีงบประมาณ 2568

Abstract

This research aims to study the business models of small-sized real estate development companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET), totaling 24 companies. Data for 2023 was collected from the 56-1 One-Report. The methodology used was content analysis and financial data analysis. The study found that the revenue structure consists of 12 categories, with real estate sales serving as approximately 81% of total income. As the result of COVID-19 crisis, 33% of companies have adapted their business models into four key areas. These include investing in assets that generate multiple income streams and expanding portfolios into various property types beyond residential sales. Furthermore, these firms are expanding their geographic reach in BMA and potential tourism provinces, while also broadening their property across various price segments. Regarding the 2023 operating results, only 50% of small-sized firms reported a positive net profit. Companies with revenues of 4 billion baht or more maintained positive gross and net profit margins, benefited from lower financing costs, and demonstrated a higher interest coverage ratio. Meanwhile, firms with revenues below 2 billion baht faced high financing costs, leading to net losses. Notably, some firms in this lower revenue bracket that diversified their business for more than 50% of total income, many still experienced losses due to high financial costs. The findings provide a deeper understanding of business adaptive strategies, and the financial factors impacting their performance. These findings offer lessons learned that other firms can leverage to adapt their strategies in the future.

Keywords: *real estate development companies, business model, business diversification, corporate strategy, COVID-19*

บทนำ

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นภาคเศรษฐกิจจริงที่สำคัญของประเทศไทย มีดัชนีชี้วัดที่ต้องติดตามต่อเนื่องในรายงานการประเมินเสถียรภาพระบบการเงินปี พ.ศ. 2565 ของธนาคารแห่งประเทศไทยระบุว่า กิจกรรมที่เกี่ยวข้องทั้งหมดของภาคอสังหาริมทรัพย์ส่งผลต่อ GDP ในสัดส่วนเกือบร้อยละ 10 (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2568) อย่างไรก็ตาม จากสถานการณ์โควิด-19 นับจากปี พ.ศ. 2562-2566 ทำให้รายได้ภาคอสังหาริมทรัพย์ขยายตัวลดลง เช่น ในไตรมาส 4 ปี พ.ศ. 2566 ขยายตัวลดลงร้อยละ 15 จากช่วงเดียวกันของปีก่อน ขณะที่ไตรมาส 4 ปี พ.ศ. 2565 ขยายตัวเพิ่มร้อยละ 46 จากช่วงปีก่อนซึ่งเป็นผลจากนโยบายรัฐ นอกจากนี้ ในรายงานประเมินเสถียรภาพระบบการเงินไทยปี พ.ศ. 2565 ยังระบุว่า ภาคอสังหาริมทรัพย์มีความเสี่ยงระดับปานกลาง ลดลงจากปี พ.ศ. 2564 ซึ่งความเสี่ยงระดับสูง ทั้งนี้ ผลจากโควิด-19 ทำให้ธุรกิจฟื้นตัวช้า ประกอบกับประชาชนมีกำลังซื้อน้อยและหนี้ปัญหารั่วเรื้อน (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2566) ประกอบกับข้อมูลจำนวนที่อยู่อาศัยจดทะเบียนลดลงตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562-2566 เช่น อาคารชุดจดทะเบียนทั่วประเทศในปี พ.ศ. 2562 จดทะเบียน 70,841 หน่วย แต่ในปี พ.ศ. 2566 เหลือ 55,944 หน่วย ส่วนที่อยู่อาศัยจดทะเบียนในกรุงเทพฯ และปริมณฑลจากปี พ.ศ. 2562 จำนวน 117,965 หน่วย เหลือในปี พ.ศ. 2566 จำนวน 99,370 หน่วย (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2568) มีแนวโน้มลดลงซึ่งสะท้อนให้เห็นตลาดอสังหาริมทรัพย์ไทยต้องเผชิญ ซึ่งเป็นผลจากวิกฤตโควิด-19

จากการทบทวนงานศึกษาที่ผ่านมา มีการศึกษาการปรับตัวของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์อยู่หลายมิติ เช่น งานของนิอาชีรา นิสาเฮาะ และบุษรา โพวาทอง (2568) ศึกษาการปรับตัวของบริษัทขนาดใหญ่ 2 แห่ง และบริษัทขนาดกลาง 8 แห่ง ซึ่งพบประเด็นด้านการปรับตัวที่ต่างกันของบริษัททั้งสองขนาดหรืองานของพิมพ์มาดา ขำมีศักดิ์ (2567) ที่ศึกษาเฉพาะกรณีบริษัท ดังนั้นในงานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดเล็ก 24 บริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กมีมากถึงร้อยละ 70 (จากจำนวน 34 แห่งที่พัฒนาที่อยู่อาศัยเป็นหลัก) ทั้งนี้ ในการศึกษาจะกำหนดขอบเขตช่วงปี พ.ศ. 2566 ซึ่งเป็นช่วงรอยต่อระหว่างโควิด-19 และการเป็นโรคประจำถิ่นนับจากปี พ.ศ. 2566 เป็นต้นมา การศึกษารั้จะช่วยให้เกิดความเข้าใจสถานการณ์และทิศทางตลาดอสังหาริมทรัพย์ไทยโดยเฉพาะภาพรวมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ทุกขนาด เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กมีทุน รายได้และลักษณะการประกอบการต่างจากบริษัทขนาดกลางและใหญ่ บริษัทจึงต้องปรับตัวเพื่อความอยู่รอดและแข่งขันได้ในปัจจุบัน

วัตถุประสงค์การวิจัย

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดเล็กที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 24 แห่ง ดังนี้

1. เพื่อศึกษาวิสัยทัศน์และรูปแบบการดำเนินธุรกิจของบริษัทพัฒนาฯ ขนาดเล็ก
2. เพื่อศึกษาลักษณะโครงสร้างรายได้และอัตราผลตอบแทนของบริษัทพัฒนาฯ ขนาดเล็ก
3. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์การปรับตัวและการกระจายธุรกิจของบริษัทพัฒนาฯ ขนาดเล็กหลังโควิด-19

การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การปรับตัวของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในช่วงโควิด-19 ในงานของภุชงค์ สิริพิพัฒนกุล (2563) พบว่า ช่วงสถานการณ์โควิด-19 เมื่อปี พ.ศ. 2563 ทำให้บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ต้องปรับตัว 5 ด้าน ได้แก่ การวางแผน การตลาด การเงิน การทำงานองค์กร และการป้องกันโควิด-19 โดยบริษัทขนาดใหญ่ กลาง และเล็ก ต้องปรับแผนการตลาดและแผนการลงทุน เน้นพัฒนาโครงการแนวราบ ปรับราคาขาย และกระจายพื้นที่ลงทุน ขณะที่พิมพ์มาดา ขำมีศักดิ์ (2567) พบว่า ระหว่าง พ.ศ. 2562-2566 บมจ.เสนาดีเวลลอปเม้นท์มีการปรับตัวโดยการกระจายธุรกิจ ซึ่งเกิดจากปัจจัยความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ สถานการณ์การแพร่ระบาดโควิด-19 ตลอดจนการเปลี่ยนแปลงของโลกที่ส่งผลกระทบต่อวิถีชีวิตและการดำเนินงาน รวมถึงปัจจัยสภาพแวดล้อมอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันสูงขึ้นในตลาดอสังหาริมทรัพย์ ส่วนนิอาชีรา นิสาเฮาะ และบุษรา โพวาทอง (2568) พบว่า วิกฤตจากโควิด-19 ส่งผลต่อบริษัท

พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่และขนาดกลางที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการปรับตัวทางธุรกิจ โดยบริษัทขนาดใหญ่ มุ่งเน้นการเติบโตโดยกระจายธุรกิจแบบเกาะกลุ่มเพื่อเสริมความแข็งแกร่งของธุรกิจหลัก ขณะที่บริษัทขนาดกลางกระจายธุรกิจไปสู่ธุรกิจใหม่ที่ไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจเดิมรวมทั้งมุ่งเน้นต่อยอดจากธุรกิจเดิม ส่วนงานของ สุทธิณันท์ มั่นคง (2566) พบว่า บริษัทอสังหาริมทรัพย์ ประเภท SME ขนาดเล็กจำนวน 508 แห่งที่จดทะเบียนในกรุงเทพฯ และปริมณฑล มีการใช้แหล่งทุนจากหนี้สินมากกว่าส่วนของเจ้าของ และมีรายได้รวมแนวโน้มลดลงนับตั้งแต่วิกฤตการณ์โควิด-19 ในปี พ.ศ. 2564

การกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจของอสังหาริมทรัพย์ ทำได้หลายวิธี เช่น ปรับพอร์ตโฟลิโอให้มีสินทรัพย์หลายประเภท เช่น พันธบัตร อสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น นอกจากนี้ ยังกระจายความเสี่ยงภายในประเภทอสังหาริมทรัพย์เอง เช่น การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หลายประเภทหรือในหลายพื้นที่ เพื่อประเมิผลตอบแทนสูงสุดภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ (Seiler et al., 1999) โดยการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ทำเลที่แตกต่างกัน สามารถกระจายและลดความเสี่ยงได้ ดังกรณีการกระจายความเสี่ยงทางภูมิศาสตร์ภายในแอฟริกาใต้ ที่บริษัทอสังหาริมทรัพย์จดทะเบียนส่วนใหญ่นิยมใช้ (Akinsomi et al., 2015) นอกจากนี้ งานวิจัยของไอค์โฮลท์ซ์ (Eichholtz) (1996) และเฉิงและแบล็ค (Cheng and Black) (1998) ยังชี้ให้เห็นการกระจายการลงทุนอสังหาริมทรัพย์กับผลตอบแทน พบว่า การลงทุนตามประเภททรัพย์สินมักให้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงได้ดีกว่าการกระจายตามทำเลที่ตั้งตามภูมิศาสตร์เพียงอย่างเดียว ทั้งนี้ อสังหาริมทรัพย์มีความเสี่ยงเชิงระบบต่ำ เนื่องจากราคาอสังหาริมทรัพย์ไม่สัมพันธ์กับตลาดโดยรวมมากนัก การขึ้นลงของราคาหุ้นหรือพันธบัตรอาจไม่ได้ส่งผลกระทบต่อราคาอสังหาริมทรัพย์โดยตรง มูลค่าของอสังหาริมทรัพย์จะได้รับอิทธิพลจากปัจจัยเฉพาะเจาะจงมากกว่า เช่น ที่ตั้ง สภาพของอาคาร อุปสงค์และอุปทานในพื้นที่ ดังนั้นการมีความเสี่ยงเชิงระบบต่ำทำให้อสังหาริมทรัพย์เป็นตัวเลือกที่นักลงทุนสนใจ (Hartzell et al., 1986) ดังกรณีของบริษัทจดทะเบียนในจีนจำนวนมากกระจายการลงทุนเข้าสู่อสังหาริมทรัพย์ในช่วงตลาดที่อยู่อาศัยเฟื่องฟู ส่งผลเชิงบวกต่ออัตราส่วนหนี้สิน เพราะหนี้สินส่วนใหญ่เพิ่มขึ้นจากหนี้ระยะสั้นไม่ใช่หนี้ระยะยาว ทั้งนี้ บริษัทที่กระจายการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์จะได้รับผลกระทบจากต้นทุนการเงินลดลง เนื่องจากบริษัทจะใช้อสังหาริมทรัพย์เป็นหลักประกันการกู้ยืมจึงกู้ได้มากขึ้น (Huang & Rong, 2017) สำหรับการลงทุนในประเภทอสังหาริมทรัพย์ (property types) ทางเลือกจะช่วยลดความเสี่ยง เช่น ดาด้าเซ็นเตอร์ อสังหาริมทรัพย์ด้านสุขภาพ พื้นที่รับฝากของ ผลการศึกษาของบล็อก (Block) (2011) พบว่า อสังหาริมทรัพย์ทางเลือกเหล่านี้มีวงจรเศรษฐกิจที่แตกต่างจากสำนักงานหรือห้างสรรพสินค้า ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงเชิงระบบได้ ส่วนการกระจายความเสี่ยงในสินทรัพย์ทางการเงิน เช่น REITs ในงานวิจัยของมัลล์ และโซเนน (Mull and Soenen) (1997) พบว่า ในระยะเวลาด้าน ผลตอบแทนของ REITs จะเคลื่อนไหวตามตลาดหุ้น ส่วนระยะยาว 5-10 ปี ผลตอบแทนจะเปลี่ยนตามปัจจัยพื้นฐานของอสังหาริมทรัพย์ เช่น ทำเลที่ตั้ง การจัดการทรัพย์สิน ความยืดหยุ่นในการใช้งาน เป็นต้น

กล่าวโดยสรุป การกระจายความเสี่ยงในการลงทุนอสังหาริมทรัพย์ทำได้ทั้งที่เป็นอสังหาริมทรัพย์พื้นฐานและสินทรัพย์ทางการเงิน ทั้งนี้ การกระจายตามประเภทอสังหาริมทรัพย์และทำเลที่ตั้งช่วยลดความเสี่ยงได้ ทั้งนี้ การศึกษาในบริษัทในไทยยังมีการศึกษาเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่และกลาง อย่างไรก็ตาม การศึกษาบริษัทพัฒนาขนาดเล็กยังไม่ปรากฏในงานวิจัยที่ผ่านมา ดังนั้นจึงเกิดช่องว่างทางการวิจัยที่งานวิจัยนี้จะศึกษาเพื่อให้เห็นภาพตลาดที่อยู่อาศัยไทยได้ครบถ้วนมากขึ้น

ระเบียบวิธีวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นงานวิจัยเชิงคุณภาพ มุ่งศึกษารูปแบบธุรกิจหลังสถานการณ์โควิด-19 ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยศึกษาบริษัทพัฒนาขนาดเล็ก (บริษัทขนาดเล็ก) มีกรอบแนวคิด 4 ส่วน คือ วิสัยทัศน์ของบริษัทและผลิตภัณฑ์ โครงสร้างรายได้บริษัท ผลตอบแทนและต้นทุนทางการเงิน และการกระจายความเสี่ยงธุรกิจ โดยใช้ข้อมูลปี พ.ศ. 2566 นอกจากนี้ ยังพิจารณารายได้รวมระหว่างปี พ.ศ. 2554-2566 ซึ่งสะท้อนให้เห็นสถานการณ์และวิกฤตที่ส่งผลต่อรูปแบบธุรกิจในปัจจุบันของบริษัทขนาดเล็ก

กลุ่มตัวอย่างวิจัย คือบริษัทขนาดเล็ก 24 บริษัท คัดเลือกโดยเปรียบเทียบขนาดสินทรัพย์รวมของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 34 บริษัท ณ ปี พ.ศ. 2566 จากนั้น ใช้วิธีการจัดลำดับตามอันดับราคาชั้น 3 กลุ่ม คือ ขนาดใหญ่ (2 บริษัท) ขนาดกลาง (8 บริษัท) และขนาดเล็ก (24 บริษัท) ซึ่งมีขนาดสินทรัพย์รวมไม่เกิน 50,000 ล้านบาท ประกอบด้วย บมจ. QH ซึ่งมีสินทรัพย์มากที่สุดรวม 43,442.10 ล้านบาท รองลงมาคือ บมจ. ANAN, LPN, NOBLE, SENA, MK, MJD, CGD, LALIN, NUSA, NVD, A, CI, PRIN, CMC, RI, ESTAR, AKS, EVER, SAMCO, NCH, BROCK, KC และบมจ. PRECHA ซึ่งมีสินทรัพย์น้อยที่สุดในกลุ่ม ตามลำดับ

การรวบรวมข้อมูล จากแหล่งทุติยภูมิ 2 ส่วนคือ 1) การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องทั้งเอกสารและงานวิจัย และ 2) รายงานแบบ 56-1 One Report ของบริษัทพัฒนาขนาดเล็กจำนวน 24 แห่ง ณ ปี พ.ศ. 2566 โดยรวบรวมข้อมูล 3 กลุ่ม คือ ประวัติและวิสัยทัศน์บริษัท ลักษณะผลิตภัณฑ์ และข้อมูลด้านการเงิน เช่น สินทรัพย์รวม รายได้ กำไร และต้นทุนทางการเงิน เป็นต้น โดยผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลและจัดเก็บแยกรายบริษัทลงในตารางเพื่อนำไปวิเคราะห์ผลต่อไป

การวิเคราะห์ข้อมูล แบ่งเป็น 3 ส่วน ดังนี้ 1) ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับประวัติและวิสัยทัศน์และลักษณะผลิตภัณฑ์ใช้วิธีวิเคราะห์เนื้อหาโดยประยุกต์ใช้แนวคิดของ Kolb's learning cycle (Kolb, 1984) เพราะสามารถสรุปบทเรียนจากการดำเนินงานของบริษัทจากข้อมูลในอดีตได้ ในงานวิจัยนี้ได้วิเคราะห์ข้อมูลทุติยภูมิจากรายงานประจำปีบริษัท โดยนำข้อมูลแต่ละบริษัทมาแยกแยะตามประเภทข้อมูลและตัวแปร จากนั้นหารูปแบบ (pattern) จากข้อมูล หาประเด็นหลักโดยพิจารณาจากความหมายด้วยการเน้นข้อความและพิจารณารูปแบบที่เกิดขึ้น ต่อมาคือหาใจความหลัก (key theme) ของประเด็นที่เกิดขึ้น เพื่อสร้างกรอบแนวคิดแบบย่อสรุปรูปแบบทางธุรกิจและทบทวนกับแนวคิดทฤษฎี 2) วิเคราะห์ข้อมูลการเงิน เช่น สัดส่วนรายได้แต่ละประเภท อัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรสุทธิ อัตราความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย โดยวิเคราะห์สัดส่วนรวมและอัตราส่วนการเงิน 3) วิเคราะห์การกระจายและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของธุรกิจที่กระจายด้วยค่า Specialization Ratio (SR) ซึ่งวัดความเข้มข้นของการพึ่งพารายได้หลักของบริษัท และค่า Relatedness Ratio (RR) ซึ่งวัดการขยายธุรกิจและความเกี่ยวข้องกับธุรกิจเดิมว่าอยู่ในระดับใด (Rumelt, 1974) ทั้งค่า SR และ RR จะทำให้เห็นการขยายตัวของธุรกิจ ซึ่งจะสะท้อนการเปลี่ยนแปลงและปรับตัวของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ผลการศึกษา

ลักษณะของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดเล็ก สรุปได้ดังนี้

ระยะเวลาดำเนินกิจการของบริษัท พบว่า มีการจดทะเบียนใน SET เป็นจำนวนมาก 3 ช่วงคือ ช่วงปี พ.ศ. 2533–2539 ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจไทย รองลงมาคือ ช่วงปี พ.ศ. 2545–2548 และช่วงปี พ.ศ. 2552–2558 ซึ่งเกิดวิกฤตการณ์การเมืองและน้ำท่วมใหญ่ ปี พ.ศ. 2554 โดยมีระยะเวลาเฉลี่ยที่จดทะเบียนใน SET ระหว่าง 9–31 ปี ซึ่งร้อยละ 33 อยู่ใน SET ตั้งแต่ 30 ปี ขึ้นไป อีกร้อยละ 33 อยู่ตั้งแต่ 20 ปี-ต่ำกว่า 30 ปี โดย บริษัทร้อยละ 80 มีอายุดำเนินการตั้งแต่ 30 ปี ขึ้นไป (นับถึงปีพ.ศ. 2566) สะท้อนให้เห็นประสบการณ์ยาวนาน (ตาราง 1)

ตาราง 1 เปรียบเทียบขนาดสินทรัพย์รวม ระยะเวลาก่อตั้ง และวิสัยทัศน์บริษัทขนาดเล็ก

ขนาดสินทรัพย์รวม (ล้านบาท)	จำนวนบริษัท และรายชื่อ	ระยะเวลาก่อตั้งและเวลา ใน SET (ค่าต่ำสุด สูงสุด)	วิสัยทัศน์บริษัท ปี พ.ศ. 2566 (สรุปสาระสำคัญของกลุ่มบริษัท)
กลุ่ม L มากกว่า 25,000 ล้านบาทขึ้นไป (เฉลี่ย 28,839 ล้านบาท)	5 บมจ. ดังนี้ QH, ANAN, LPN, NOBLE และ SENA	ระยะเวลาก่อตั้ง 25-41 ปี (เฉลี่ย 33 ปี) โดยจดทะเบียน เป็น บมจ.มาแล้ว 12-31 ปี (เฉลี่ย 22 ปี)	การพัฒนาคุณภาพชีวิตและความสุขของผู้อยู่อาศัย /การพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่มีนวัตกรรมและเทคโนโลยี /คุณภาพของบ้าน ทำเลที่เหมาะสม/การพัฒนา อย่างยั่งยืน
กลุ่ม M 12,000–24,000 ล้านบาท (เฉลี่ย 15,479 ล้านบาท)	9 บมจ. ดังนี้ MK, MJD, CGD, LALIN, NUSA, NVD, A, CI, PRIN	ระยะเวลาก่อตั้ง 24-68 ปี (เฉลี่ย 46 ปี) โดยจดทะเบียน เป็น บมจ.มาแล้ว 9-31 ปี (เฉลี่ย 20 ปี)	คุณภาพชีวิต/การส่งมอบคุณค่าของผลิตภัณฑ์/ ความสุขของผู้อยู่อาศัย คำนึงถึงความยั่งยืน/ <u>การ เติบโตของบริษัท</u>
กลุ่ม S 5,000–11,000 ล้านบาท (เฉลี่ย 6,675 ล้านบาท)	7 บมจ. ดังนี้ CMC, RICHY, ESTAR, AKS, EVER, SAMCO, KCH	ระยะเวลาก่อตั้ง 22-54 ปี (เฉลี่ย 38 ปี) โดยจดทะเบียน เป็น บมจ. 11-31 ปี (เฉลี่ย 21 ปี)	คุณภาพชีวิต/ความสุขของผู้อยู่อาศัย/ <u>ราคา ผลิตภัณฑ์ที่เหมาะสม/ความยั่งยืน</u>
กลุ่ม SS ต่ำกว่า 5,000 ล้านบาท (เฉลี่ย 1,172 ล้านบาท)	3 บมจ. ดังนี้ BROCK, KC, และ PRECHA	ระยะเวลาก่อตั้ง 34-54 ปี (เฉลี่ย 44 ปี) โดยจดทะเบียน เป็น บมจ. 18-28 ปี (เฉลี่ย 23 ปี)	คุณภาพชีวิตของผู้อยู่อาศัย/การพัฒนาผลิตภัณฑ์/ ความยั่งยืน/ <u>ไม่กำหนดวิสัยทัศน์เรื่องการเติบโตของ องค์กร</u>

ที่มา : ผู้วิจัย

วิสัยทัศน์ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดเล็ก หากแบ่งตามขนาดสินทรัพย์รวม ณ ปี พ.ศ. 2566 พบว่า มี 4 กลุ่ม คือ กลุ่ม L กลุ่ม M กลุ่ม S และกลุ่ม SS และเมื่อพิจารณาร่วมกับวิสัยทัศน์ของบริษัท พบว่า ทุกกลุ่มมีวิสัยทัศน์เรื่องการพัฒนาคุณภาพชีวิตและการพัฒนาอย่างยั่งยืน ส่วนที่แตกต่างกัน เช่น กลุ่ม L ให้ความสำคัญกับการพัฒนาผลิตภัณฑ์และนวัตกรรมและคุณภาพบ้าน ขณะที่กลุ่ม M ให้ความสำคัญกับการเติบโตขององค์กร ส่วนกลุ่ม S เน้นการตั้งราคาที่เหมาะสมของผลิตภัณฑ์ และกลุ่ม SS เน้นการพัฒนาคุณภาพชีวิตผู้อยู่อาศัย แต่ยังไม่เน้นการเติบโตขององค์กร ทั้งนี้ บริษัทกลุ่ม L เช่น บมจ. LPN เน้นการเติบโตขององค์กรและเน้นความยั่งยืน ขณะที่ NOBLE และ SENA เน้นเรื่องคุณภาพชีวิตของผู้อยู่อาศัยและการเติบโตขององค์กร ส่วนกลุ่ม M เช่น บมจ. CGD เน้นเรื่องการเติบโตขององค์กร ขณะที่ NVD, A, CI เน้นวิสัยทัศน์ด้านคุณภาพชีวิต การพัฒนาผลิตภัณฑ์ การพัฒนาอย่างยั่งยืน และการเติบโตขององค์กร ขณะที่กลุ่ม S มีข้อสังเกตว่า บมจ. AKS เน้นเรื่องการเติบโตขององค์กร ส่วน บมจ. CMC, RICHY, ESTAR, EVER และ SAMCO เน้นวิสัยทัศน์ด้านคุณภาพชีวิต การพัฒนาผลิตภัณฑ์และการพัฒนาอย่างยั่งยืน (ตาราง 1)

ลักษณะผลิตภัณฑ์ของบริษัทขนาดเล็ก พบว่า บริษัทขนาดเล็กส่วนใหญ่พัฒนาโครงการแนวราบและอาคารชุดเป็นหลัก มีบางบริษัทที่พัฒนาอสังหาริมทรัพย์อื่นบ้าง เช่น คลังสินค้า โรงพยาบาล สนามกอล์ฟ โรงแรม เป็นต้น ทั้งนี้ บริษัทกลุ่ม L มีการพัฒนาอาคารชุดเป็นหลัก ในทุกระดับราคา ตั้งแต่อาคารชุดระดับราคา 1 ล้านบาทขึ้นไป ยกเว้น QH ที่เริ่มราคา 3 ล้านบาทขึ้นไป ในโครงการแนวราบมักเน้นระดับราคาปานกลางถึงราคาสูง ส่วนบริษัทกลุ่ม M เน้นพัฒนาโครงการแนวราบชานเมืองและต่างจังหวัดในพื้นที่ท่องเที่ยว ระดับราคากลางขึ้นไปตั้งแต่ 2 ล้านบาทขึ้นไป แต่มีการพัฒนาอาคารชุดไม่มาก รวมถึงพัฒนาโครงการอื่น เช่น

โรงแรม โรงเรียนนานาชาติ บ้านพักตากอากาศ เป็นต้น กลุ่มบริษัท S เน้นพัฒนาโครงการแนวราบระดับราคาปานกลาง 3-5 ล้านบาท ในพื้นที่รอบนอกกรุงเทพฯ และปริมณฑล ทำเลที่ตั้งของอุตสาหกรรม เช่น ระยอง หรือพื้นที่ต่างจังหวัด มีบางกลุ่มพัฒนาบ้านในระดับราคาสูง 20 ล้านบาทขึ้นไป ส่วนการพัฒนาอาคารชุดยังมีจำนวนไม่มาก กลุ่มบริษัท SS เน้นการพัฒนาโครงการแนวราบราคา ระดับล่างถึงปานกลาง ตั้งแต่ 1-6 ล้านบาท โดยพัฒนาโครงการชานเมืองกรุงเทพฯ และปริมณฑล (ตาราง 2)

ตาราง 2 เปรียบเทียบประเภทผลิตภัณฑ์บริษัทขนาดเล็กแบ่งตามขนาดสินทรัพย์ปี พ.ศ. 2566

ขนาดสินทรัพย์รวม (ล้านบาท)	จำนวนบริษัท และรายชื่อ	วิสัยทัศน์บริษัท ปี พ.ศ. 2566 (สรุปสาระสำคัญของกลุ่มบริษัท)	ประเภทผลิตภัณฑ์และบริการหลัก
กลุ่ม L มากกว่า 25,000 ล้านบาทขึ้นไป (เฉลี่ย 28,839 ล้าน บาท)	5 บมจ. ดังนี้ QH, ANAN, LPN, NOBLE และ SENA	การพัฒนาคุณภาพชีวิตและความสุข ของผู้อยู่อาศัย/การพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่ มีนวัตกรรมและเทคโนโลยี/คุณภาพ ของบ้าน ทำเลที่เหมาะสม/การพัฒนา อย่างยั่งยืน	<u>พัฒนาอาคารชุดเป็นหลักในทุกระดับราคา</u> ตั้งแต่ 1 ล้านบาทขึ้นไป <u>ส่วนแนวราบมัก</u> <u>พัฒนาระดับราคาปานกลางถึงราคาสูง</u>
กลุ่ม M 12,000-24,000 ล้านบาท (เฉลี่ย 15,479 ล้าน บาท)	9 บมจ. ดังนี้ MK, MJD, CGD, LALIN, NUSA, NVD, A, CI, PRIN	เน้นคุณภาพชีวิต/การส่งมอบคุณค่า ของผลิตภัณฑ์/ความสุขของผู้ อาศัย/คำนึงถึงความยั่งยืน/การเติบโต ของบริษัท	พัฒนาโครงการแนวราบชานเมืองและ ต่างจังหวัดในพื้นที่ท่องเที่ยว ระดับราคากลาง ขึ้นไป ตั้งแต่ 2 ล้านบาทขึ้นไป มีการพัฒนา อาคารชุดแต่ไม่มาก รวมถึงพัฒนาโครงการ อื่น เช่น โรงแรม โรงเรียนนานาชาติ บ้านพัก ตากอากาศ เป็นต้น
กลุ่ม S 5,000-11,000 ล้าน บาท (เฉลี่ย 6,675 ล้านบาท)	7 บมจ. ดังนี้ CMC, RICHY, ESTAR, AKS, EVER, SAMCO, KCH	เน้นคุณภาพชีวิต/ความสุขของผู้ อาศัย/ราคาผลิตภัณฑ์ที่เหมาะสม/ ความยั่งยืน	พัฒนาโครงการแนวราบระดับราคาปานกลาง 3-5 ล้านบาท ในพื้นที่รอบนอกกรุงเทพฯ และปริมณฑล รวมถึงทำเลที่ตั้งของ อุตสาหกรรม เช่น ระยอง หรือพื้นที่ ต่างจังหวัด มีบางกลุ่มพัฒนาบ้านในระดับ ราคาสูง 20 ล้านบาท
กลุ่ม SS ต่ำกว่า 5,000 ล้าน บาท (เฉลี่ย 1,172 ล้านบาท)	3 บมจ. ดังนี้ BROCK, KC, และ PRECHA	คุณภาพชีวิตของผู้อยู่อาศัย/การ พัฒนาผลิตภัณฑ์/ความยั่งยืน ยังไม่กำหนดวิสัยทัศน์เรื่องการเติบโต ขององค์กร	พัฒนาโครงการแนวราบราคาระดับล่างถึง ปานกลาง ตั้งแต่ 1-6 ล้านบาท โดยพัฒนา โครงการชานเมืองกรุงเทพฯ และปริมณฑล

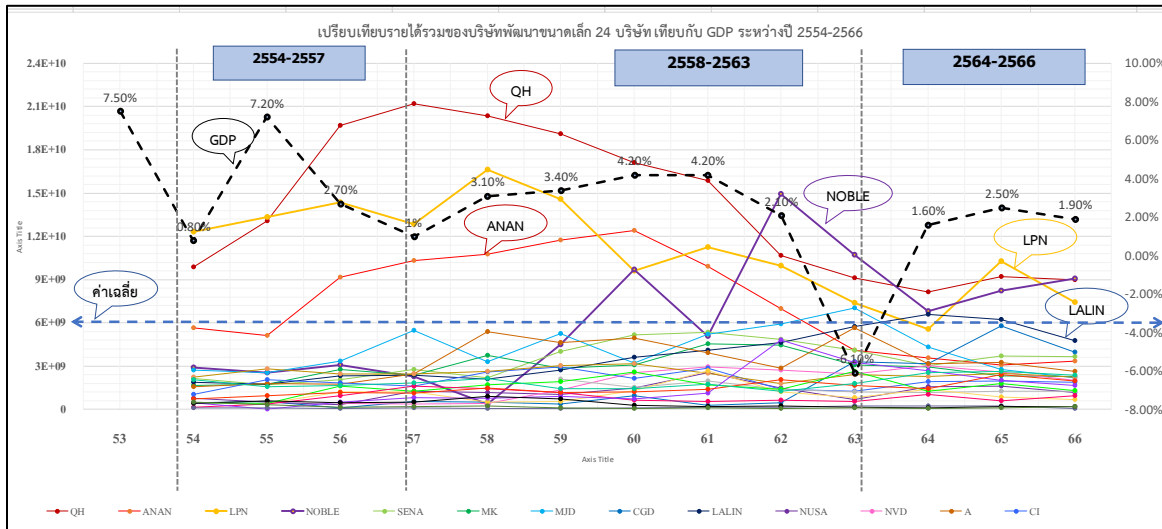
ที่มา : ผู้วิจัย

หมายเหตุ ในงานวิจัยนี้พิจารณาช่วงของราคาของข้อมูลบริษัท ระดับราคาสูง หมายถึงราคาตั้งแต่ 10 ล้านบาทขึ้นไป ส่วนระดับราคาปานกลาง หมายถึง ราคาตั้งแต่ 3 ล้านขึ้นไป แต่ต่ำกว่า 10 ล้านบาท ส่วนระดับราคาต่ำหรือราคาที่ย่ำแย่คือต่ำกว่า 3 ล้านบาท

สถานการณ์การเปลี่ยนแปลงรายได้ของบริษัทพัฒนาขนาดเล็กในช่วงปี พ.ศ. 2554-2566 สรุปได้ดังนี้

ภาพรวมสถานการณ์เศรษฐกิจสังคมไทยระหว่างปี พ.ศ. 2554-2566 มีดังนี้ ปี พ.ศ. 2554 เกิดมหาอุทกภัยตามด้วยเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในปี พ.ศ. 2556-2557 รัฐประหารปี พ.ศ. 2557 การบริหารประเทศด้วยรัฐบาล คสช. ต่อเนื่องจากปี พ.ศ. 2557-2562 และการแพร่ระบาดของโควิด-19 ในปี พ.ศ. 2563-2565 เหตุการณ์ดังกล่าวส่งผลต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ทั้งนี้ พบว่า การเปลี่ยนแปลงรายได้รวมของบริษัทขนาดเล็ก 24 แห่ง ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2566 มี 2 ลักษณะ คือ 1) บริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงรายได้มาก ได้แก่ บริษัทที่มีรายได้ตั้งแต่ 6,000 ล้านบาทต่อปีขึ้นไป มักจะพัฒนาผลิตภัณฑ์หลายรูปแบบในทุกระดับราคา เปิดขายโครงการจำนวนมาก เช่น QH, ANAN, LPN, NOBLE, LALIN, MJD เป็นต้น ดังกรณี QH มีรายได้ลดลงต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 และค่อยฟื้นตัวในปี พ.ศ. 2565 ขณะที่ LPN

รายได้ลดลงต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 และค่อยฟื้นตัวในปี พ.ศ. 2565 และ ANAN รายได้ลดลงต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 นอกจากนี้ MJD, LALIN, A มีรายได้สูงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ช่วงหลังปี พ.ศ. 2554-2563 ส่วนช่วงปี พ.ศ. 2558-2563 ซึ่ง GDP มีแนวโน้มลดลง แต่ NOBLE ทำรายได้เพิ่มขึ้นโดดเด่นในช่วงปี พ.ศ. 2558-2560 และเพิ่มขึ้นในปี พ.ศ. 2562-2563 สูงมากกว่าทุกบริษัท 2) กลุ่มที่มีการเปลี่ยนแปลงรายได้ค่อนข้างน้อย คือบริษัทที่มีรายได้เฉลี่ยต่ำกว่า 6,000 ล้านบาทต่อปี แบ่งเป็น 2 แบบคือ กลุ่มที่พัฒนาผลิตภัณฑ์แตกต่างกัน เช่น เน้นสินค้าระดับราคาสูง เน้นกลุ่มลูกค้าต่างชาติที่มีกำลังซื้อสูง หรือพัฒนาและลงทุนในโครงการอื่น อาทิ CMC, CI, AKS และกลุ่มที่พัฒนาโครงการบ้านแนวราบในทำเลชานเมือง เน้นระดับราคากลางถึงกลางบน เช่น KC และ PRECHA การศึกษาการเปลี่ยนแปลงรายได้นี้ เพื่อนำไปสู่การอธิบายลักษณะการดำเนินงานหลังโควิด-19 เป็นต้นมา (ภาพ 1)



ภาพ 1 ภาพรวมการเปลี่ยนแปลงรายได้ของบริษัทพัฒนาขนาดเล็กจำนวน 24 บริษัทช่วงปี พ.ศ. 2554-2566

ที่มา: จากการวิเคราะห์ของผู้วิจัย

รายได้ ลักษณะผลิตภัณฑ์ และอัตรากำไรของบริษัทพัฒนาขนาดเล็ก สรุปได้ดังนี้

โครงสร้างรายได้และลักษณะผลิตภัณฑ์ ผู้วิจัยใช้ข้อมูลปี พ.ศ. 2566 เพื่อวิเคราะห์โครงสร้างรายได้ ลักษณะผลิตภัณฑ์ และผลดำเนินงานด้านการเงิน พบว่า บริษัทขนาดเล็กมีรายได้รวม 12 ประเภท ดังนี้ 1) รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ 2) รายได้จากการเช่า 3) รายได้จากการบริการ 4) รายได้จากโรงแรม 5) รายได้จากการบริหารจัดการ 6) รายได้จากการรับเหมาก่อสร้าง 7) รายได้ค่านายหน้า 8) รายได้จากการให้บริการด้านสุขภาพ 9) รายได้จากธุรกิจโซล่าเซลล์ 10) รายได้จากธุรกิจยานพาหนะ 11) รายได้ดอกเบี้ยรับจากการลงทุน และ 12) รายได้อื่น ๆ นอกจากนี้ โครงสร้างรายได้รวมปี พ.ศ. 2566 ของบริษัทพัฒนาขนาดเล็ก แบ่งเป็น 3 กลุ่มคือ กลุ่ม S(R-L) จำนวน 4 บริษัทมีรายได้ตั้งแต่ 4 พันล้านบาทขึ้นไป ขณะที่กลุ่ม S(R-M) จำนวน 9 บริษัท มีรายได้ระหว่าง 2-4 พันล้านบาท และกลุ่ม S(R-S) จำนวน 11 บริษัท มีรายได้ต่ำกว่า 2 พันล้านบาท ทั้งนี้ ทุกกลุ่มมีรายได้หลักประเภทที่ 1 (ขายอสังหาริมทรัพย์) เป็นหลัก โดยในกลุ่ม S(R-L) กลุ่ม S(R-M) และกลุ่ม S(R-S) มีรายได้ในกลุ่มนี้ร้อยละ 79, 81 และ 83 ตามลำดับ หรือมีค่าเฉลี่ยของทั้ง 24 บริษัท คือร้อยละ 81 โดยในแต่ละกลุ่มมีจำนวนประเภทรายได้ในกลุ่มละ 2-3 ประเภท โดยเฉพาะกลุ่ม S(R-M) และ S(R-S) มีรายได้จากธุรกิจประเภทอื่นหลายรายการ (ตาราง 3)

ตาราง 3 เปรียบเทียบประเภทรายได้ของบริษัทพัฒนาขนาดเล็กแบ่งตามรายได้ 3 กลุ่ม S(R-L) S(R-M) และ S(R-S)

กลุ่ม S(R-L)	รายได้รวม (บาท) ปี 2566	ประเภท	รายได้ 1	รายได้ 2	รายได้ 3	รายได้ 4	รายได้ 5	รายได้ 6	รายได้ 7	รายได้ 8	รายได้ 9	รายได้ 10	รายได้ 11	รายได้ 12
1 NOBLE	9,053,953,058	2	61%	39%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2 QH	8,968,215,638	3	85%	1%	0%	14%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
3 LPN	7,406,507,088	3	69%	4%	0%	0%	27%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
4 LALIN	4,772,669,419	1	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
เฉลี่ย	7,550,336,301	2	79%	11%	0%	3%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
กลุ่ม S(R-M)	รายได้รวม (บาท) ปี 2566	ประเภท	รายได้ 1	รายได้ 2	รายได้ 3	รายได้ 4	รายได้ 5	รายได้ 6	รายได้ 7	รายได้ 8	รายได้ 9	รายได้ 10	รายได้ 11	รายได้ 12
1 CGD	3,963,258,213	1	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2 SENA	3,661,184,271	4	58%	35%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	2%	0%	0%
3 ANAN	3,355,129,592	5	76%	3%	4%	0%	10%	0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%
4 MK	2,935,864,000	6	53%	14%	0%	0%	6%	0%	0%	5%	0%	0%	9%	13%
5 A	2,639,110,704	2	80%	0%	0%	0%	0%	20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
6 NCH	2,353,904,687	2	98%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
7 PRIN	2,247,369,770	2	98%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
8 MJD	2,163,569,202	4	76%	8%	0%	12%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
9 NVD	2,003,855,288	2	89%	0%	0%	0%	0%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
เฉลี่ย	2,813,693,970	3	81%	7%	0.00	1%	2%	3%	1%	1%	1%	0.00	1%	1%
กลุ่ม S(R-S)	รายได้รวม (บาท) ปี 2566	ประเภท	รายได้ 1	รายได้ 2	รายได้ 3	รายได้ 4	รายได้ 5	รายได้ 6	รายได้ 7	รายได้ 8	รายได้ 9	รายได้ 10	รายได้ 11	รายได้ 12
1 SAMCO	1,980,013,659	4	89%	4%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
2 CI	1,888,153,543	4	42%	4%	0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%
3 EVER	1,657,573,543	1	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
4 ESTAR	1,282,952,629	3	92%	3%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5 CMC	1,262,421,047	4	73%	0%	17%	0%	0%	9%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
6 NUSA	1,150,010,345	5	47%	1%	26%	0%	0%	0%	0%	20%	0%	0%	0%	6%
7 AKS	954,028,000	5	73%	0%	0%	15%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	8%	3%
8 RI	676,478,573	1	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
9 KC	201,465,334	1	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
10 PRECHA	170,624,897	1	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
11 BROCK	72,170,900	1	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
เฉลี่ย	1,026,899,315	3	83%	1%	5%	6%	0%	1%	0%	2%	0%	0%	1%	1%

ที่มา: ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลรายได้ปี พ.ศ. 2566 จากรายงาน One-Report ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 24 แห่ง และนำมาวิเคราะห์ประเภทรายได้ และจัดทำตารางเปรียบเทียบ

ลักษณะผลิตภัณฑ์และอัตรากำไร พบว่า กลุ่มรายได้ S(R-L)) มีรายได้ตั้งแต่ 4 พันล้านบาทขึ้นไป เน้นพัฒนาโครงการแนวราบและอาคารชุด ส่วนผลิตภัณฑ์อื่น ๆ มีค่อนข้างน้อย ทั้งนี้ NOBLE, QH, และ LPN จะเน้นการพัฒนาอาคารชุดมากกว่าโครงการแนวราบราคาปานกลางถึงสูง ขณะที่ LALIN จะพัฒนาโครงการแนวราบมากกว่าอาคารชุดราคาปานกลาง กลุ่ม S(R-L) มีอัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit: GP) เฉลี่ยร้อยละ 30 อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit: NP) เฉลี่ยร้อยละ 15 ส่วนกลุ่มรายได้ S(R-M) มีรายได้ระหว่าง 2-4 พันล้านบาท เน้นการพัฒนาโครงการแนวราบและอาคารชุด และผลิตภัณฑ์อื่น เช่น โรงแรม โรงเรียน โกดังสินค้า สำนักงานให้เช่า เป็นต้น บริษัทกลุ่มนี้พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยทุกระดับราคา ทั้งนี้ CGD เน้นการพัฒนาอาคารชุดและโรงแรมระดับ 5 ดาว โรงเรียนนานาชาติ คาเฟ่เซ็นเตอร์ ส่วน SENA พัฒนาทั้งแนวราบ อาคารชุด คอมมูนิตีมีอลล์ โกดังสินค้า กลุ่มนี้มีอัตรากำไร GP เฉลี่ยร้อยละ 31 แต่อัตรากำไร NP เฉลี่ยติดลบร้อยละ 3 และกลุ่มรายได้ S(R-S) มีรายได้ต่ำกว่า 2 พันล้านบาท เน้นการพัฒนาโครงการแนวราบ มีการพัฒนาอาคารชุดแต่ไม่มาก รวมถึงมีการพัฒนาโครงการอื่น เช่น คอมมูนิตีมีอลล์ สำนักงานให้เช่า โรงพยาบาล สนามกอล์ฟ อาคารพาณิชย์ เป็นต้น บริษัทกลุ่มนี้พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย ในทุกระดับราคา ตั้งแต่ 1 ล้าน-100 ล้านบาท

แต่ส่วนใหญ่บ้านแนวราบเริ่มต้นที่ 2 ล้านบาท อาคารชุดเริ่มต้นที่ประมาณ 1 ล้านบาท กลุ่มนี้มี GP เฉลี่ยร้อยละ 25 แต่อัตรานำ NP เฉลี่ยติดลบร้อยละ 19 (ตาราง 4)

ตาราง 4 ลักษณะผลิตภัณฑ์และรายได้รวมของบริษัท ณ ปี พ.ศ. 2566 ของกลุ่ม S(R-L) กลุ่ม S(R-M) และกลุ่ม S(R-S)

	กลุ่ม S(R-L)	รายได้รวม (บาท) ปี 2566	อัตรากำไรขั้นต้น		ผลิตภัณฑ์หลักของบริษัท (ราคาประมาณ)		
			(GP)	(NP)	ราคาบ้านแนวราบ	ราคาอาคารชุด	อื่นๆ
1	NOBLE	9,053,953,058	25%	10%	7-100 MB	1.5 - 20 MB	community mall
2	QH	8,968,215,638	34%	28%	3 - 20 MB	3-20 MB	hotel
3	LPN	7,406,507,088	22%	5%	2 - 90 MB	0.8-5 MB	
4	LALIN	4,772,669,419	39%	17%	2 - 12 MB	2 MB	
	เฉลี่ย	7,550,336,301	30%	15%			
	กลุ่ม S(R-M)	รายได้รวม (บาท) ปี 2566	อัตรากำไรขั้นต้น		ผลิตภัณฑ์หลักของบริษัท (ราคาประมาณ)		
			(GP)	(NP)	ราคาบ้านแนวราบ	ราคาอาคารชุด	อื่นๆ
1	CGD	3,963,258,213	35%	6%	ยังไม่ได้ผลิต	2 - 4 MB. / 32 MB	hotel/data center/international school
2	SENA	3,661,184,271	31%	12%	2 - 15 MB	1 - 10 MB	shophouse/ retail / hotel / warehouse
3	ANAN	3,355,129,592	16%	-26%	2 - 35 MB	1.4 - 20 MB, / 100 MB	
4	MK	2,935,864,000	39%	-23%	2 - 8 MB	1 - 45 MB	
5	A	2,639,110,704	23%	-13%	3 - 20 MB	1.5 - 30 MB	
6	NCH	2,353,904,687	32%	6%	2 - 15 MB	1.59 - 3.8 MB	
7	PRIN	2,247,369,770	40%	11%	5 - 24 MB	1.59 - 3.8 MB	
8	MJD	2,163,569,202	35%	-15%	8 - 130 MB	3 - 200 MB	
9	NVD	2,003,855,288	31%	11%	3 - 105 MB	2 - 300 MB	retail/office for rent
	เฉลี่ย	2,813,693,970	31%	-3%			
	กลุ่ม S(R-S)	รายได้รวม (บาท) ปี 2566	อัตรากำไรขั้นต้น		ผลิตภัณฑ์หลักของบริษัท (ราคาประมาณ)		
			(GP)	(NP)	ราคาบ้านแนวราบ	ราคาอาคารชุด	อื่นๆ
1	SAMCO	1,980,013,659	26%	3%	3- 20 MB	2.39 up MB	retail
2	CI	1,888,153,543	26%	-16%	50-125 MB	2-31 MB	office/market/spa/restaurant
3	EVER	1,657,573,543	21%	-21%	2.59-6 MB	1.29-15 MB	hospital
4	ESTAR	1,282,952,629	30%	3%	2.69-12 MB	1.99-5.8 MB	space for rent
5	CMC	1,262,421,047	22%	-15%	5-7 MB	1.5 - 15 MB	
6	NUSA	1,150,010,345	17%	-65%	4-16 MB	2-21 MB	retail/ health business/golf club/theme park
7	AKS	954,028,000	-6%	-41%	3-40 MB	1.99-3.2 MB	
8	RI	676,478,573	39%	-9%	2.79-4.4 MB	1.6-24 MB	shophouse
9	KC	201,465,334	23%	-34%	0.89-16 MB	N/A	
10	PRECHA	170,624,897	30%	1%	2.39-22.9 MB	4.25-5.30 MB	office for rent
11	BROCK	72,170,900	43%	-13%	1.89-4 MB	N/A	
	เฉลี่ย	1,026,899,315	25%	-19%			

ที่มา: ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลรายได้ปี พ.ศ. 2566 จากรายงาน One-Report ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 24 แห่ง และนำมาวิเคราะห์ประเภทผลิตภัณฑ์และอัตรากำไรพร้อมจัดทำตารางเปรียบเทียบ

ต้นทุนทางการเงินและความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของบริษัทขนาดเล็ก พบว่า กลุ่ม S(R-L) มีรายได้เฉลี่ยประมาณ 7.55 พันล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยร้อยละ 30 อัตรากำไรสุทธิเฉลี่ยร้อยละ 15 มีอัตราต้นทุนทางการเงินเทียบรายได้เฉลี่ยร้อยละ 2.22 และความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยอยู่ระหว่าง 3.54-75.93 เท่า แสดงให้เห็นว่า กลุ่ม S(R-L) มีต้นทุนทางการเงินต่ำและมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยสูง ส่วนกลุ่ม S(R-M) มีรายได้เฉลี่ยประมาณ 2.81 พันล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยร้อยละ 31 อัตรากำไรสุทธิเฉลี่ยร้อยละ ติดลบ 3 มีอัตราต้นทุนทางการเงินเทียบรายได้เฉลี่ยร้อยละ 16.10 (ยกเว้น NCH) และความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยอยู่ระหว่างติดลบ 2.34 ถึง 6.21 เท่า แสดงให้เห็นว่ากลุ่ม S(R-M) มีต้นทุนทางการเงิน

ค่อนข้างสูง ขณะที่มีย่อยละ 50 ที่มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ย ทั้งนี้ กลุ่ม S(R-S) มีรายได้เฉลี่ยประมาณ 1.02 พันล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยร้อยละ 25 อัตรากำไรสุทธิเฉลี่ยร้อยละ ติดลบ 19 ทั้งนี้ มีอัตราต้นทุนทางการเงินเทียบรายได้เฉลี่ยร้อยละ 20.40 ส่วนบริษัท S(R-S) มีเพียงร้อยละ 30 ที่มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ย ที่เหลือคือมีความเสี่ยงด้านชำระดอกเบี้ย เมื่อพิจารณาในภาพรวมพบว่า ทั้ง 3 กลุ่ม มีอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยใกล้เคียงกันคือ ร้อยละ 25-31 ส่วนอัตรากำไรสุทธิเฉลี่ยแตกต่างกันมาก เนื่องจากกลุ่ม S(R-L) มีอัตรากำไรสุทธิเฉลี่ยเป็นบวก ส่วนอีก 2 กลุ่มขาดทุนร้อยละ 3-19 นอกจากนี้ กลุ่ม S(R-S) มีอัตราต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่ม S(R-L) และกลุ่ม S(R-M) 9.18 และ 7.25 เท่า ตามลำดับ ทั้งนี้ กลุ่ม S(R-S) มีอัตราต้นทุนการเงินสูง รายได้เฉลี่ยต่ำ ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งที่ส่งผลต่ออัตรากำไรสุทธิติดลบเป็นที่สังเกตว่า บริษัทที่อัตรากำไรสุทธิเป็นบวก มักมีอัตราต้นทุนทางการเงินต่ำกว่าบริษัทที่มีผลกำไรสุทธิติดลบ

การกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจของบริษัทพัฒนาขนาดเล็ก สรุปได้ดังนี้

การวัดค่า Specialization Ratio (SR) และค่า Relatedness Ratio (RR) ค่า SR ตอบเรื่อง “บริษัทพึ่งพารายได้จากธุรกิจหลักมากน้อยเพียงใดหรือวัดระดับการมุ่งเน้น (concentration)” ส่วนค่า RR ตอบเรื่อง “ธุรกิจอื่นที่บริษัทกระจายไปนั้นมีความเกี่ยวข้องกันหรือไม่หรือวัดระดับความสัมพันธ์ (relatedness)” พบความสัมพันธ์ดังนี้ (ตาราง 5)

ตาราง 5 ความสัมพันธ์ระหว่างค่า SR และ RR ของบริษัทพัฒนาขนาดเล็กในการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ ในปี พ.ศ. 2566

No.	บริษัท	ขนาดบริษัท	รายได้รวม 2566 (บาท)	อัตรา GP	อัตรา NP	จำนวนประเภทรายได้	(SR)	(SR)	(RR)	(RR)
1	LALIN	S-L	4,772,669,419	39%	17%	1	1.00	Single business	X	X
2	BROCK	S-S	72,170,900	43%	-13%	1	1.00	Single business	X	X
3	PRECHA	S-S	170,624,897	30%	1%	1	1.00	Single business	X	X
4	KC	S-S	201,465,334	23%	-34%	1	1.00	Single business	X	X
5	RI	S-S	676,478,573	39%	-9%	1	1.00	Single business	X	X
6	EVER	S-S	1,657,573,543	21%	-21%	1	1.00	Single business	X	X
7	PRIN	S-M	2,247,369,770	40%	11%	2	0.98	Single business	X	X
8	NCH	S-M	2,353,904,687	32%	6%	2	0.98	Single business	X	X
9	ESTAR	S-S	1,282,952,629	30%	3%	3	0.92	Dominant business	X	X
10	NVD	S-M	2,003,855,288	31%	11%	2	0.89	Dominant business	X	X
11	CGD	S-M	3,963,258,213	35%	6%	2	0.89	Dominant business	X	X
12	SAMCO	S-S	1,980,013,659	26%	3%	4	0.89	Dominant business	X	X
13	QH	S-L	8,968,215,638	34%	28%	3	0.85	Dominant business	X	X
14	A	S-M	2,639,110,704	23%	-13%	2	0.80	Dominant business	X	X
15	ANAN	S-M	3,355,129,592	16%	-26%	5	0.76	Dominant business	X	X
16	MJD	S-M	2,163,569,202	35%	-15%	4	0.76	Dominant business	X	X
17	CMC	S-S	1,262,421,047	22%	-15%	4	0.73	Dominant business	X	X
18	AKS	S-S	954,028,000	-6%	-41%	5	0.73	Dominant business	X	X
19	LPN	S-L	7,406,507,088	22%	5%	3	0.69	Diversified business	0.27	Unrelated diversification
20	MK	S-M	2,935,864,000	39%	-23%	6	0.69	Diversified business	0.31	Unrelated diversification
21	NOBLE	S-L	9,053,953,058	25%	10%	2	0.61	Diversified business	0.39	Unrelated diversification
22	SENA	S-M	3,661,184,271	31%	12%	4	0.58	Diversified business	0.42	Unrelated diversification
23	CI	S-S	1,888,153,543	26%	-16%	4	0.50	Diversified business	0.54	Unrelated diversification
24	NUSA	S-S	1,150,010,345	17%	-65%	5	0.47	Diversified business	0.47	Unrelated diversification

ที่มา : ผู้วิจัย

หมายเหตุ X ในช่อง RR หมายถึง การที่บริษัทยังไม่มีกระจายธุรกิจไปสู่ธุรกิจอื่น (ค่า SR มากกว่า 0.7)

ทั้งนี้ หากค่า SR มากกว่า 0.95 เป็น Single business เป็นธุรกิจเดี่ยวพึ่งพารายได้จากธุรกิจหลักอย่างเดียว ส่วนค่า SR ระหว่าง 0.7–0.95 เป็น Dominant business พึ่งพารายได้จากธุรกิจหลักเป็นส่วนใหญ่ และค่า SR ต่ำกว่า 0.7 เป็น Diversified business ธุรกิจมีการกระจายหลากหลาย กรณีค่า RR ต่ำกว่า 0.7 เป็นการกระจายที่ไม่เกี่ยวเนื่องกัน (unrelated diversification) แต่หาก RR สูงกว่า 0.7 เป็นการกระจายเกี่ยวเนื่องกับธุรกิจเดิม ผลการวิเคราะห์พบว่า บริษัทขนาดเล็กร้อยละ 25 มีการกระจายธุรกิจ อีกร้อยละ 42 เริ่มกระจายธุรกิจอื่นบ้างแล้ว และอีกร้อยละ 33 ที่พึ่งพารายได้หลักจากธุรกิจเดียว ส่วนบริษัทที่มีการกระจายธุรกิจ แม้มีความหลากหลายแต่ธุรกิจส่วนใหญ่ไม่มีความเกี่ยวข้องกัน (unrelated business) เช่น บมจ. NOBLE มีการทำคอมมูนิตี้มอลล์ ส่วน บมจ. SENA ทำธุรกิจโซล่าเซลล์ คลังสินค้า เป็นต้น ซึ่งบริษัทดังกล่าวกระจายธุรกิจแล้วยังสามารถมีกำไรสุทธิเป็นบวก มีบางบริษัทที่แม้จะมีการกระจายธุรกิจ แต่อัตรากำไรสุทธิติดลบ เช่น บมจ. CI, NUSA เป็นต้น หรือบางบริษัทที่ไม่ได้กระจายธุรกิจ แต่สามารถทำอัตรากำไรสุทธิเป็นบวก เช่น บมจ. LALIN PRIN NCH เป็นต้น ซึ่งบริษัทดังกล่าวพัฒนาที่อยู่อาศัยเป็นหลัก

อภิปรายผลการศึกษา

ผลการศึกษาสะท้อนรูปแบบธุรกิจรวมถึงผลการดำเนินงานของบริษัทพัฒนาขนาดเล็กในปี พ.ศ. 2566 ซึ่งเป็นผลจากวิกฤตโควิด-19 ซึ่งร้อยละ 33 พึ่งพิงการขายที่อยู่อาศัยเป็นหลักที่เหลือมีการกระจายธุรกิจบ้างแล้ว อย่างไรก็ตาม รายได้หลักยังมาจากขายอสังหาริมทรัพย์ เฉลี่ยร้อยละ 81 บริษัทมีรูปแบบธุรกิจและโครงสร้างรายได้ในปี พ.ศ. 2566 จำนวน 12 ประเภท มีการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ 4 รูปแบบ คือ 1) กระจายการลงทุนตามที่มาของรายได้ เป็นกลยุทธ์การสร้างรายได้จากหลายแหล่งแทนการหารายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์อย่างเดียว 2) กระจายการลงทุนตามประเภททรัพย์สิน เช่น คอนโดมิเนียม บ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์เฮาส์ โรงแรม คลังสินค้า โรงเรียน สำนักงานให้เช่า เป็นต้น 3) กระจายการลงทุนตามทำเลที่ตั้งทั้งในกรุงเทพมหานครและปริมณฑล ไกล่ระบบขนส่งมวลชน และชานเมือง ในต่างจังหวัดเลือกพื้นที่ด้านการท่องเที่ยว 4) กระจายการลงทุนตามราคาอสังหาริมทรัพย์ โดยกำหนดราคาสินค้าที่หลากหลาย อาทิ คอนโดมิเนียมราคาตั้งแต่ระดับ 70,000–300,000 บาทต่อตารางเมตร ราคาขายตั้งแต่ 1–300 ล้านบาท ขณะที่บ้านเดี่ยวมีราคาตั้งแต่ 2–100 ล้านบาท ขึ้นอยู่กับกลยุทธ์การพัฒนาสินค้าของแต่ละบริษัท การกระจายความเสี่ยงดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของพิมพ์มาดา ขำมีศักดิ์ (2567) ที่พบว่า บริษัทกรณีตัวอย่างมีการกระจายธุรกิจด้านพื้นที่ก่อสร้าง รวมถึงงานวิจัยของนิอาชีรา นิสาเฮาะ และบุษรา โปหาทอง (2568) ที่พบว่า บริษัทขนาดใหญ่และกลางปรับตัวโดยกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ ซึ่งกลยุทธ์ดังกล่าวถือเป็นการปรับตัวของธุรกิจเมื่อเกิดสถานการณ์ที่กระทบต่อรายได้ อย่างไรก็ตาม ในด้านผลการดำเนินงานปี พ.ศ. 2566 พบว่า มีบริษัทเพียงร้อยละ 50 ที่มีผลกำไร และอีกร้อยละ 50 มีผลขาดทุน ซึ่งปัจจัยส่วนหนึ่งมาจากต้นทุนการเงินสูง สอดคล้องกับงานวิจัยของสุทธินันท์ มั่นคง (2566) ที่พบว่า บริษัทขนาดเล็กมักใช้แหล่งทุนจากหนี้เป็นส่วนใหญ่ ทั้งนี้ บางบริษัทที่ถึงแม้จะมีการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจก็ยังขาดทุน ส่วนบางบริษัทที่ไม่กระจายธุรกิจก็พบปัญหาขาดทุนเช่นกัน ปัจจัยสำคัญคือ ลักษณะผลิตภัณฑ์และต้นทุนทางการเงิน

ผลการศึกษาสะท้อนให้เห็นว่า นับจากวิกฤตโควิด-19 เป็นต้นมาส่งผลต่อการปรับตัวของบริษัทพัฒนาขนาดเล็ก แม้จะยังพึ่งพารายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก แต่บริษัทเริ่มมีการกระจายความเสี่ยงไปพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อื่น เพื่อลดการพึ่งพารายได้หลักจากการขายอสังหาริมทรัพย์เพียงอย่างเดียว อย่างไรก็ตาม ผลประกอบการปี พ.ศ. 2566 ของบริษัทร้อยละ 50 ที่ขาดทุน ส่วนหนึ่งมาจากปัจจัยต้นทุนการเงินที่สูงและลักษณะผลิตภัณฑ์ที่ทำอยู่เดิม ผลการศึกษาดังกล่าวทำให้เกิดความเข้าใจต่อสถานการณ์ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในไทย ซึ่งสามารถเป็นข้อมูลเพื่อพิจารณาปรับกลยุทธ์การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทในสถานการณ์ปัจจุบัน และอนาคตต่อไป

บรรณานุกรม

- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2566, 20 ธันวาคม). รายงานการประเมินเสถียรภาพระบบการเงินปี 2565.
<https://www.bot.or.th/th/statistics/real-sector.html>
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2568, 20 ธันวาคม). สถิติและข้อมูลเผยแพร่ภาคอสังหาริมทรัพย์.
<https://www.bot.or.th/th/statistics/real-sector.html>
- นิอาชีว์รา นิสาสะ และบุษรา โปหาทอง. (2568). กลยุทธ์การปรับตัวของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่และขนาดกลาง
 ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : การวิเคราะห์เปรียบเทียบในช่วงสถานการณ์โควิด-19
 ระหว่างปี 2562–2566. *สารศาสตร์ วารสารสถาปัตยกรรมและการออกแบบ*, 8(4), 1072–1084.
- พิมพ์มาดา ชำมีศักดิ์. (2567). การดำเนินธุรกิจภายใต้กลยุทธ์การกระจายธุรกิจของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย
 กรณีศึกษา บริษัท ออริจิ้น พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) และบริษัท เสนา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ระหว่าง พ.ศ. 2562
 ถึง พ.ศ. 2566 [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย].
 Chulalongkorn University Theses and Dissertations (Chula ETD).
<https://digital.car.chula.ac.th/chulaetd/74127>
- ภูษงค์ สิริพิพัฒนกุล. (2563). กลยุทธ์การปรับตัวต่อผลกระทบจากโควิด-19 ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียน
 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง พ.ศ. 2563 [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย].
 Chulalongkorn University Theses and Dissertations (Chula ETD).
<https://digital.car.chula.ac.th/chulaetd/4119>
- สุทธินันท์ มั่นคง. (2566). แหล่งเงินทุนในการประกอบกิจการอสังหาริมทรัพย์ของผู้ประกอบการขนาดเล็กในเขตพื้นที่
 กรุงเทพมหานครและปริมณฑล [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย]. Chulalongkorn
 University Theses and Dissertations (Chula ETD). <https://digital.car.chula.ac.th/chulaetd/12638>
- Akinsomi, O., Pahad, R., Nape, L., & Margolis, J. (2015). Geographic diversification issues in real estate
 markets in Africa. *Journal of Real Estate Literature*, 23(2), 259–295.
- Block, R. L. (2011). Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts. *Journal of Real Estate Portfolio
 Management*, 17(3), 255–260.
- Cheng, P., & Black, R. T. (1998). Geographic diversification and property-type diversification in
 residential real estate. *Journal of Real Estate Research*, 15(3), 271–288.
<https://doi.org/10.1080/10835547.1998.12090933>.
- Eichholtz, P. M. (1996). Does international diversification work better for real estate than for stocks
 and bonds? *Financial Analysts Journal*, 52(1), 28–36. <https://doi.org/10.2469/faj.v52.n1.1962>
- Hartzell, D., Hekman, J., & Miles, M. (1986). Diversification categories in investment real estate. *Real
 Estate Economics*, 14(2), 230–254.
- Huang, J., & Rong, Z. (2017). Housing boom, real estate diversification, and capital structure: Evidence
 from China. *Emerging Markets Review*, 32, 74–95.
- Kolb, D. A. (1984). *Experiential learning: Experience as the source of learning and development*. Prentice-Hall.

Mull, S. R., & Soenen, L. A. (1997). U.S. REITs as an asset class in international investment portfolios.

Financial Analysts Journal, 53(2), 55–61. <https://doi.org/10.2469/faj.v53.n2.2072>

Rumelt, R. P. (1974). *Strategy, structure, and economic performance*. Harvard University Press.

Seiler, M. J., Webb, J. R., & Myer, F. C. N. (1999). Diversification issues in real estate investment.

Journal of Real Estate Literature, 7(2), 177–215.