



ผลประกอบการของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
ในบริบทการบริหารด้วยตัวแทนทางธุรกิจ
The performance of the real estate listed on the stock exchange
in the context of management with business agents

นงนุช เฟื่องวงศ์^{1*} และระพีพรรณ ปิริยะกุล²

Nongnuch Fuangwong^{1*} and Rapeepun Piriyakul²

คณะบริหารธุรกิจ สาขาการจัดการ มหาวิทยาลัยรามคำแหง 10240^{1*}

ภาควิชาวิทยาการคอมพิวเตอร์ คณะวิทยาศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง 10240²

Faculty of Business Administration in Management, Ramkhamhaeng university, 10240^{1*}

Bachelor of Science Program in Computer Science Faculty of Science,

University Ramkhamhaeng, 10240²

*Email: nongnuch_fuang@hotmail.com

บทคัดย่อ

การทำหน้าที่ในฐานะผู้บริหารในบริบทการเป็นตัวแทนทางธุรกิจ มีส่วนที่ยังเป็นข้อสงสัยในตัวแปร ประเด็นต่างๆ เช่น ความสามารถในการกำหนดกลยุทธ์ จำนวนผู้บริหาร ผู้บริหารสตรี จำนวนการถือครองหุ้น และเงินทุนจดทะเบียน ที่ส่งผลต่อผลประกอบการธุรกิจ ซึ่งวัดโดยใช้การวิเคราะห์ปัจจัยจากตัวแปร กำไรสุทธิ ทรัพย์สินและหนี้สิน การศึกษาครั้งนี้ต้องการทดสอบอิทธิพลของตัวแปรดังกล่าวโดยใช้ข้อมูลเชิงประจักษ์ที่ได้จากตลาดหลักทรัพย์ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จำนวน 40 บริษัทจากข้อมูลปี พ.ศ. 2550- 2559 เทคนิค วิเคราะห์เชิงปริมาณใช้ 3 วิธีทางคณิตศาสตร์ ผลการวิเคราะห์พบว่าทั้ง 3 วิธีให้ผลสนับสนุนตรงกัน คือ ตัวแปรด้าน (1) กลยุทธ์ธุรกิจผสมทั้งสองแบบคือ การสร้างความแตกต่างผสมกับการมุ่งเน้นเป้าหมาย และการ เน้นต้นทุนต่ำผสมกับการมุ่งเน้นเป้าหมาย (2) จำนวนเงินทุนจดทะเบียน (3) จำนวนผู้บริหาร และ (4) ผลประกอบการในปีที่ t-1 ส่งผลเชิงบวกต่อผลประกอบการในปีที่ t ในส่วนของตัวแปร การถือครองหุ้นโดย ผู้บริหารพบว่า อัตราส่วนการถือครองหุ้นในปีที่ t ที่เพิ่มขึ้นจาก ปีที่ t-1 ส่งผลเชิงลบ ส่วนตัวแปรจำนวนสตรี ที่เป็นผู้บริหารไม่มีนัยสำคัญ

คำสำคัญ ผลประกอบการธุรกิจ, กลยุทธ์ธุรกิจ, จำนวนผู้บริหาร, การถือครองหุ้น

Abstract

According to be an executive as the business agent, there are many suspected issues such as the capacity in selecting the strategy and policy deployment. In addition, the moral and ethics in acting as the shareholder's agent are the awareness factors on the shareholder.



To study the performance of the real estate listed on the stock exchange in the context of management by business agent, we explored the relevance features from previous work. The determinant features on business performance (which conduct from factor analysis on profit, asset, and debt) are the business strategy, CEO shareholder, executives, female executives, and registered capital. However, we confirm the hypothesis based on three Mathematical techniques, and the results have shown that the female executive was not significant, the different of CEO shareholder in period t and $t-1$ has the negative effect while the other variables have the positive effects on the business performance. The investigation was conducted on 40 firms from the Thai real estate listed on the stock exchange (10 years from 2550 to 2559).

Keyword: Business Performance, Business Strategy, Executives, Shareholding

บทนำ

วิกฤตเศรษฐกิจในแต่ละช่วงของประเทศเช่น วิกฤติทางการเงินในปี พ.ศ. 2540 วิกฤติฟองสบู่ในอเมริกา ปีพ.ศ. 2552 หรือแม้กระทั่งภาวะความไม่มีเสถียรภาพในทางการเมืองในประเทศไทย ก็ล้วนแต่ส่งผลให้อุตสาหกรรมกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในการคงอยู่ของธุรกิจ ดังที่เห็นได้ชัดเจนคือในช่วง ปีพ.ศ. 2540 ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ต้องออกจากธุรกิจนี้จำนวนมากเหลือแต่ผู้ประกอบการที่มีศักยภาพเท่านั้น โดยภาพรวมธุรกิจส่วนใหญ่เป็นผู้พัฒนาโครงการเพื่ออยู่อาศัยเพื่อขายเป็นหลัก ด้วยการที่มีผู้เข้ามาแข่งขันมากขึ้น และต้องอาศัยความสามารถในการบริหาร จึงนำมาสู่การสร้างปัจจัยที่เป็นจุดแข็งของธุรกิจ 3 ประการคือ (1) ความน่าเชื่อถือขององค์กรในด้านความมั่นคง (2) การเลือกทำเลที่ตั้งในการพัฒนาที่ดิน โดยต้องตอบสนองต่อรายได้ของผู้บริโภคด้วย (3) การสร้างตราสินค้าให้เป็นที่ยอมรับในอัตลักษณ์ของบ้านที่ตอบโจทย์การใช้ชีวิตของคนยุคใหม่ในกลุ่มที่มีรายได้ดี

การประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีความเสี่ยงสูงและขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายด้านซึ่งผู้บริหารต้องใช้ความสามารถและ การพิจารณาความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในทุกช่วงเวลา เช่น ปีพ.ศ. 2560 (Advanced Business Magazine, 2018) ซึ่งมีสัญญาณเศรษฐกิจชะลอตัวส่งผลให้ “ ลูกค้าลดลงกว่าร้อยละ 50 อัตราการยกเลิกสูง $\pm 50\%$ รายรับน้อย ค่าใช้จ่ายสูง วงเงินกู้ธนาคาร เบิกไม่ได้ (เป็นผลสืบเนื่องมาจากยอดขาย) ธนาคารเข้มงวดสินเชื่อรายย่อยมาก สงครามราคา รายใหญ่ขายเท่ารายย่อย ก้าวต่อกียาก ถอยก็ไม่ได้ “ จากข้อมูลสรุปลักษณะของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่กล่าวมานี้ การที่ธุรกิจดังกล่าวจะดำรงต่อไปได้ต้องอาศัยผู้บริหารที่เป็นมืออาชีพ

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วว่าธุรกิจนี้จำเป็นต้องอาศัยการลงทุนจำนวนมากและการมีประสบการณ์ ร่วมกับการบริหารสมัยใหม่ ดังนั้นเห็นได้ว่าบริษัททั้งหลายที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มของการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มีผู้บริหารบางคนที่เคยเป็นเจ้าของธุรกิจนี้มาก่อนมาทำหน้าที่เป็นตัวแทนของบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นตัวแทนในการบริหารธุรกิจ นอกจากนี้ผู้บริหารเหล่านี้ก็ยังมีส่วนหนึ่งที่ยังถือครอง



สินทรัพย์เดิมในนามใหม่คือจำนวนหุ้นที่ถือครอง ทำให้เกิดปัญหาข้อสงสัยต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในเรื่องผลประโยชน์ทับซ้อน (conflict of interest) (Fama & Jensen, 1983; Weisbach, 1988; Cadbury, 1992) และความสามารถในการใช้กลยุทธ์ธุรกิจแบบร่วมสมัย เพื่อสร้างผลประโยชน์การให้ผลตอบแทนตามความคาดหวังของนักลงทุน

การใช้กลยุทธ์ธุรกิจในบริษัทกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ มีการเปลี่ยนแปลงตามภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งต้องอาศัยความสามารถในการกำหนดกลยุทธ์ และแปลงกลยุทธ์ไปสู่ภาคปฏิบัติได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในปี พ.ศ. 2561 มีบริษัทกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีจำนวน 59 ราย โดยแต่ละรายมีความชำนาญในธุรกิจแตกต่างกันไป ธุรกิจรายใหญ่จะดำเนินธุรกิจครบวงจร คือ มีผลิตภัณฑ์ครบทั้ง 3 แบบ คือ บ้านเดี่ยว ทาวน์เฮาส์ และคอนโดมิเนียม โดยใช้กลยุทธ์หลายแบบผสมผสาน เช่น ต้นทุนต่ำร่วมกับเน้นผู้บริโภค (low cost strategy + focus strategy) เพื่อสามารถอยู่ได้ในตลาดที่มีการแข่งขันสูงเช่นเดียวกับประเทศอื่น ๆ (Thammadee, 2017)

ปัญหาทางด้านจริยธรรมของผู้บริหารในลักษณะต่าง ๆ ตามวรรณกรรมของ McColgan (2001) แบ่งเป็น 4 ลักษณะคือ (1) ปัญหาความขัดแย้งทางจริยธรรม เกิดจากผู้บริหารมองเห็นประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก ซึ่งมีแนวโน้มที่จะเกิดมากในบริษัทขนาดใหญ่ (Jensen & Ruback, 1993) เพราะบริษัทขนาดใหญ่ มักมีความซับซ้อนของการดำเนินการมาก ส่งผลต่อการเพิ่มกรรมการตรวจสอบและเพิ่มค่าใช้จ่าย (2) ปัญหาการวัดกิจการของบริษัทโดยใช้กำไรสะสม (earnings retention agency conflicts) (Edwards & Scullion, 1982) ส่งผลให้ผู้บริหารเน้นไปที่การบริหารให้บริษัทมีผลกำไรสะสมมากกว่าจะเน้นไปที่ผู้ถือหุ้นซึ่งมีความเห็นตรงข้ามกัน การบริหารรูปแบบดังกล่าว ส่งผลให้ผู้บริหารได้รับประโยชน์จากกำไรรายได้สะสม ในขณะเดียวกันเมื่อมีกำไรสะสมมากทำให้อำนาจมากขึ้นในคณะกรรมการบริหาร ตามการเติบโตของบริษัท ตลอดจนได้รับค่าตอบแทนมากขึ้น (Jansen and Murphy, 1990 : Jensen and Ruback, 1993) นอกจากนี้ยังมีการบริหารโดยใช้แหล่งเงินภายในองค์กรมากกว่าแหล่งเงินภายนอก ซึ่งทำให้ยากแก่การตรวจสอบ (Eisenberg, Sundgren, & Wells, 1998) (3) ปัญหาความขัดแย้งในระยะยาว ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น (time horizon agency conflicts) เนื่องจากผู้บริหารมักมองผลตอบแทนระยะสั้น ดังนั้นจึงมักเน้นไปที่กระแสเงินสดของบริษัท ในขณะที่บริหารงาน มากกว่าจะเน้นไปที่โครงการที่ได้ผลตอบแทนมากกว่าในระยะยาวที่อาจจะไม่อยู่บริหารอีกแล้ว ซึ่งผลการศึกษาสนับสนุนของ Healy (1985) และ Weisbach (1988) พบว่ารายได้จากระบบบัญชีมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในปีก่อนหน้าที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) จะออกจากตำแหน่ง เพื่อแสดงให้เห็นถึงความสามารถก่อนหมดตำแหน่ง อันอาจนำมาสู่การได้การแต่งตั้งเป็นผู้บริหารต่อไป และ (4) ปัญหาจากผลตอบแทนที่กำหนดให้กับผู้บริหาร ทั้งนี้เนื่องจากผู้บริหารต้องการผลตอบแทนสูงตามความสามารถ แต่ผู้ถือหุ้นก็ต้องการผลตอบแทนสูงเช่นเดียวกัน ซึ่งเป้าหมายทั้งสองฝ่ายสวนทางกัน ในกรณีที่มีการให้ผลตอบแทนผู้บริหารตามความสามารถ ผู้บริหารก็จะบริหารโดยพยายามหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Demsetz & Lehn, 1985)

การพัฒนาที่อยู่อาศัยและรับเหมาก่อสร้างธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ มีปัจจัยที่สำคัญคือ การจัดการทางการเงิน โดย “ยอดขายที่รอรับรู้รายได้” (backlog) เป็นตัวเลขรายรับที่คาดการณ์ ว่าจะมีรายได้เข้ามาจาก



การขายโครงการ เท่าไร ดังนั้นผู้บริหารจึงต้องมีความสามารถในการบริหารเรื่อง หนี้สินต่อทุน (D/E ratio) ทั้งนี้ ถ้าหากว่าบริษัทใดที่มีภาระหนี้สูงตัวอย่างเช่น มีหนี้สินต่อทุนสูงกว่า 2 เท่าก็就会有ความเสี่ยงทางการเงินสูง เพราะถ้าหากยอดขายไม่เป็นไปตามเป้าหมาย ที่วางไว้ ก็อาจจะต้องหาเงินมาเพิ่มสภาพคล่องหมุนเวียน ซึ่งส่งผลให้อัตรากำไรของโครงการลดลงจากเดิมที่ประมาณการไว้ (Bogner & Barr, 2000) ในกลุ่มของบริษัทรับเหมาก่อสร้าง อาจต้องให้ความสำคัญกับ “อัตรากำไรขั้นต้น” (gross margin) และ “อัตรากำไรสุทธิ” (net margin) ดังนั้นถ้าหากผู้บริหารจัดการโครงการไม่มีประสิทธิภาพ ก็อาจส่งผลถึงผลตอบแทนที่ไม่เป็นไปตามที่วางแผนไว้ (Ngamkroekjot & Johri, 2003)

การศึกษาตัวแบบผลประกอบการของธุรกิจในกลุ่มที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้นงานศึกษาส่วนใหญ่ มักจะวิเคราะห์ในมิติเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยใช้ตัวแปรในเชิงมูลค่า เช่น อัตราดอกเบี้ย ราคาน้ำมัน อัตราการแลกเปลี่ยนสกุลเงิน และดัชนีในตลาดหลักทรัพย์ของธุรกิจนั้น ส่วนปัจจัยภายในที่เป็นมิติของการบริหารยังขาดการศึกษาเชิงลึก เช่น กลยุทธ์ และโครงสร้างการบริหาร เป็นต้น

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาปัจจัย กลยุทธ์ระดับธุรกิจ (business strategy) สัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้บริหาร (CEO holder) จำนวนผู้บริหาร (executives) จำนวนผู้บริหารที่เป็นสตรี (female executives) เงินทุนจดทะเบียน (registered capital) ที่มีอิทธิพลต่อผลประกอบการธุรกิจ (business performance)

ทบทวนวรรณกรรม

การทำหน้าที่เป็นผู้บริหารในการบริหารธุรกิจ ผู้บริหารหมายถึง ผู้ที่มีตำแหน่งเป็นหัวหน้าหรือผู้มีอำนาจหน้าที่และความรับผิดชอบตามที่กฎหมายกำหนด เป็นผู้ตัดสินใจแผนการระยะยาวที่เกี่ยวกับทิศทางโดยรวมขององค์กร กำหนดวัตถุประสงค์ นโยบายและกลยุทธ์ แนะนำทางการจัดการในสิ่งต่าง ๆ ทั้งหมดที่ได้กำหนดไว้ เพื่อให้องค์กรได้ประโยชน์สูงสุด เนื่องจากภาระในองค์การขนาดใหญ่ และขนาดกลางมีจำนวนมาก ดังนั้นจึงมีการจำแนกผู้บริหารออกเป็น 3 ระดับ ดังนี้ (1) ผู้บริหารระดับสูง หมายถึง ผู้ริเริ่มก่อตั้งองค์กร หรือประธานกรรมการไปจนถึงกรรมการผู้จัดการใหญ่ ซึ่งมีหน้าที่กำหนดวัตถุประสงค์ นโยบาย กลยุทธ์ (2) ผู้บริหารระดับกลาง หมายถึง ผู้อำนวยการ หัวหน้าศูนย์ ผู้จัดการแผนก หรือหัวหน้าสายงาน มีหน้าที่ดำเนินงานตามนโยบายและแผนงานที่ได้กำหนดไว้ รวมถึงการประสานงานระหว่างผู้บริหารระดับสูง และ (3) ผู้บริหารระดับล่าง ซึ่งมีหน้าที่ทำตามนโยบายที่ผู้บริหารระดับสูงและผู้บริหารระดับกลางกำหนดไว้ สร้างแรงจูงใจให้พนักงานในกลุ่ม รวมทั้งมีความสามารถรับผิดชอบผู้ที่อยู่ในแผนกเดียวกันอาจเรียกว่าเป็นผู้บริหารระดับปฏิบัติการ (Mitonga-Monga, Coetzee, & Cilliers, 2102)

การบริหารองค์การ หมายถึง การจัดการทรัพยากรขององค์การให้เกิดประโยชน์สูงสุดตามเจตนารมณ์ที่องค์การกำหนดไว้ โดยทรัพยากรในองค์การมีทั้งสิ่งที่จับต้องได้ ส่วนทรัพยากรที่จับต้องไม่ได้ (Bennett & Gabriel, 2001) โดยทรัพยากรเหล่านี้ก็มีหน้าที่ขับเคลื่อนให้องค์การไปถึงเป้าหมายที่ตั้งไว้ (Barney, 1998) นอกเหนือจากนี้แล้วผู้บริหารยังต้องมียุทธศาสตร์ประกอบอื่น ๆ เช่น การมีบุคลิกภาพที่ดี มีวิสัยทัศน์ที่กว้างไกล



รวมทั้งต้องมีมนุษย์สัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งในและนอกองค์กร การมีคุณธรรม จริยธรรม และประเด็นที่สำคัญคือสนับสนุนการสร้างนวัตกรรมในองค์กร เน้นการบริหารเชิงรุก สรุปได้ว่าความสำเร็จของผู้บริหารคือ (1) สามารถเลือกใช้กลยุทธ์ได้อย่างเหมาะสมทำให้องค์การประสบผลสำเร็จตามที่กำหนดไว้ (Feurer & Chaharbaghi, 1995) (2) มีคุณธรรมจริยธรรม ซึ่งเป็นคุณลักษณะสำคัญขององค์กรที่ดี ในมิติของการที่ผู้บริหารเป็นตัวแทนในการดำเนินการของกลุ่มผู้ที่ถือหุ้น ซึ่งใช้ปัจจัยอื่นมาแทน เช่น สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร จำนวนผู้บริหาร และ จำนวนผู้บริหารที่เป็นสตรี (Christofides, Polycarpou, & Vrachimis, 2013) และ (3) การมีทรัพยากรสนับสนุนการบริหารที่เพียงพอ ในงานวิจัยนี้จึงกำหนดในรูปแบบของเงินทุนจดทะเบียน และมูลค่าของสินทรัพย์ในตลาด (market capital)

ผลประกอบการทางธุรกิจ (business performance) คือ ผลลัพธ์จากการดำเนินงานทางธุรกิจ (Liu, Strong, & Xu, 1999) โดยส่วนใหญ่มักแสดงด้วยมูลค่าทางปริมาณที่จับต้องได้ เช่น มูลค่าทางการเงินที่ได้รับจากการทำธุรกิจ ในกรณีที่ธุรกิจอยู่ในระยะเริ่มต้น ผลประกอบการทางธุรกิจ อาจวัดได้จากยอดขาย ที่อาจจะยังไม่แสดงเป็นผลกำไรแท้จริงแต่แสดงเป็นส่วนช่วยเหลือแทน โดยทั่วไปการวัดผลประกอบการทางธุรกิจมักจะใช้ตัวชี้วัด 5 ประการคือ (1) กระแสเงินสด (2) รายรับจากการขาย ซึ่งหมายถึง รายรับจากค่าสินค้าและบริการ ที่ลูกค้าซื้อหักด้วยรายจ่ายจากการคืนสินค้าหรือสินค้าที่ไม่ได้จัดส่ง (3) กำไรสุทธิและกำไรขั้นต้น โดยตัวชี้วัด ตัวเลขกำไรขั้นต้น แสดงให้เห็นสัดส่วนของรายรับต่อต้นทุนการผลิต ส่วนกำไรสุทธิจะชี้ให้เห็นถึงระดับความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ (4) ความภักดีของลูกค้าและการรักษฐานลูกค้า ซึ่งความภักดีของลูกค้านี้เองที่มีค่ามากต่อความยั่งยืนทางธุรกิจ (Pfeifer et al., 2005) และ (5) มูลค่าระยะยาวของลูกค้า (Customer Lifetime Value--CLV) และต้นทุนการสร้างฐานลูกค้า (CAC) ในกรณีของธุรกิจที่กำลังเติบโต ต้นทุนในการสร้างฐาน ลูกค้าใหม่ (Pfeifer et al., 2005; Kamasak & Bulutlar, 2010) ในธุรกิจทุกประเภทดัชนีชี้วัดนี้เหล่านี้ถือเป็นกุญแจสำคัญที่จะช่วยสนับสนุน ให้ ธุรกิจใดธุรกิจหนึ่งให้ดำรงอยู่ได้ (Banz, 1981; Stattman, 1980) และในทางกลับกัน สำหรับนักลงทุนที่จะเข้าไปร่วมลงทุนในธุรกิจก็จะใช้ข้อมูลเหล่านี้สนับสนุนการตัดสินใจ แต่ในขณะเดียวกันธุรกิจบางประเภทที่จะต้องอาศัยการผลิตสินค้าเป็นเวลานาน และมีการลงทุนก่อนล่วงหน้าเช่นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ การประเมินค่าผลการดำเนินการธุรกิจจะต้องอาศัยการประเมินมูลค่าทางการเงินโดยใช้เวลานาน จึงมีการใช้ดัชนีชี้วัดอื่นเข้ามาประกอบ เช่น ค่าชี้วัดคุณภาพของธุรกิจในรูปแบบคะแนนตั้งแต่ 0 ถึง 10 ที่เรียกว่า Jitta Score โดยค่า 10 แสดงถึงธุรกิจที่มีศักยภาพสูงสามารถทำกำไรได้อย่างต่อเนื่อง และมีความยั่งยืนในการทำธุรกิจ (Schmidt et al., 2011; Stambaugh, Yu, & Yuan, 2012; Smith & Amoako-Adu, 1999; Smith & Goddard, 2002) หรือในบางธุรกิจที่ไม่ได้มุ่งเน้นกำไรอย่างเดียว เช่นวิสาหกิจเพื่อสังคม (social enterprise) ก็จะใช้ ดัชนีชี้วัดคือ “ผลตอบแทนทางสังคม” SROI (social + wellbeing + financial) (Mulgan, 2010)

งานวิจัยสนับสนุนเรื่องความเสี่ยงภายในองค์กรที่ส่งผลต่อผลดำเนินการขององค์กรเช่น Grandone et al. (1999) รายงานว่า ผลประกอบการมาจาก ส่วนแบ่งการตลาด โดย ส่วนแบ่งการตลาดเป็นผลสืบเนื่องจากกลยุทธ์การดำเนินงาน โดยผลสืบเนื่องอีกทางคือการมีส่วนแบ่งการตลาดมากขึ้นจากการลดต้นทุนในการ



ผลิตและดำเนินการ (Chung et al., 2007) การลดต้นทุนมาจากการใช้กลยุทธ์ต้นทุนต่ำ (Hellman & Puri, 2001)

กลยุทธ์ระดับธุรกิจ การเลือกใช้กลยุทธ์ที่เหมาะสม นั้นธุรกิจทั้งหลายต้องศึกษาข้อมูลรอบด้านตลอดเวลา เพื่อหาจุดอ่อน จุดแข็ง ภัยคุกคามและโอกาสมาประกอบการเลือก ในส่วนภายนอกองค์กรก็ต้องส่งเสริมให้สินค้าสามารถแข่งขันในตลาดการแข่งขันได้ (Porter, 1990) กลยุทธ์ระดับองค์กร นั้น เป็นการมองธุรกิจในภาพรวม แล้ววิเคราะห์อุตสาหกรรม คู่แข่ง ผลประกอบการ โดยแนวคิดที่นิยมใช้ทั่วไปแบ่งออกเป็นสามแบบคือ (1) เติบโต (growth strategies) เป็นการเลือกดำเนินธุรกิจไปในแนวทางของการทำให้ธุรกิจเติบโต ขยายตัว (2) กลยุทธ์แบบคงตัว (stability strategies) เป็นแนวทางการดำเนินธุรกิจในตลาด ที่มองว่าเป็นตลาดที่ไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลงแล้ว หรือทรัพยากรของบริษัทนั้นคงตัวโดยไม่สามารถนำไปใช้ในทางอื่นได้ และ (3) กลยุทธ์แบบหดตัว (retrenchment strategies) โดยธุรกิจถูกผลกระทบจากปัจจัยต่าง ๆ เช่น เทคโนโลยี มาทดแทนสินค้าหรือธุรกิจของตนเอง ซึ่งทำให้ต้องทำการลดแผนหรือลดจำนวนพนักงาน มาใช้เทคโนโลยีแทน มุมมองการแบ่งกลยุทธ์ระดับธุรกิจมีการแบ่งหลายแบบตามนักคิดแต่ละคน โดยวิธีการแบ่งที่นิยมกล่าวถึงมากที่สุดคือ Porter (1985) ตามแนวคิดนี้แบ่งได้ 3 แบบ ดังนี้ (1) กลยุทธ์การเป็นผู้นำด้านต้นทุน (cost-leadership) เป็นการใช้ความสามารถในการบริหารจัดการทรัพยากรเพื่อให้เกิดต้นทุนที่ต่ำกว่าคู่แข่ง เช่น การใช้เรื่อง ความสามารถในการผลิตและขายจำนวนมาก (economy of scale) (2) กลยุทธ์การสร้าง ความแตกต่าง (differentiation) เป็นการสร้างให้เกิดความแตกต่างของสินค้าหรือผลิตภัณฑ์เพื่อตอบสนองต่อความต้องการของผู้บริโภคได้ในรูปแบบที่คู่แข่งไม่สามารถทำได้ และ (3) กลยุทธ์การมุ่งเน้นลูกค้าเฉพาะกลุ่ม (focus strategy) เป็นการทำตลาดโดยมุ่งตอบสนองลูกค้าเฉพาะกลุ่มในจำนวนจำกัด ในมิติต่างเช่น พื้นที่ต่างจังหวัด หรือกลุ่มรายได้สูง ในทางปฏิบัติมีการนำกลยุทธ์เหล่านี้มาผสมกันเช่นเน้นที่กลุ่มเป้าหมาย โดยการสร้างความแตกต่าง หรือไม่ก็อาจจะเน้นเป้าหมายแต่ใช้กลยุทธ์แบบต้นทุนต่ำเข้าไปกับ

สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร การกระจายการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) เป็นส่วนสำคัญของการมีสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นของบริษัท ซึ่งจะเป็ประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทและผู้ลงทุนที่จะซื้อขายหุ้นได้อย่างคล่องตัวและได้ราคาที่เหมาะสม ทำให้เกิดความน่าสนใจลงทุนในหุ้นของบริษัท อันจะส่งผลให้บริษัทสามารถระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้โดยสะดวก ซึ่งโดยปกติธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มักจะมีเจ้าของเดิมเป็นผู้ตัวแทนในการบริหารโดยยังมีการถือครองหุ้นอยู่ ซึ่งประเด็นนี้มีทั้งมิติเชิงบวกและลบจากการศึกษาที่ผ่านมาดังนี้ ความเชื่อมั่นในสายตาของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจะมีผลต่อประสิทธิภาพการทำงานของ โดย Smith and Amoako-Adu (1999) ให้ข้อคิดเห็นว่า บริษัทร่วมหุ้นมีประสิทธิภาพน้อยลงมากกว่าบริษัทเอกชนเนื่องจาก บริษัทที่ดำเนินการโดยตัวแทนที่ผู้บริหารไม่ได้มีส่วนเป็นเจ้าของสินทรัพย์มักจะทำให้ความสนใจในการบริหารธุรกิจ เพราะไม่มีแรงจูงใจมากพอว่าเมื่อบริหารธุรกิจประสบความสำเร็จจะเกิดผลประโยชน์โดยตรงกับตน นอกจากนี้งานศึกษาในอดีตเกี่ยวกับปัจจัยของโครงสร้างการบริหารที่มีอิทธิพลต่อผลประกอบการขององค์กรในเชิงบวก (Agrawal & Knoebe, 1996; Ødegaard & Bøhren, 2003; Ki C. Han, 2012) ส่วนกลุ่มศึกษาที่พบว่า โครงสร้างการบริหารที่มีอิทธิพลต่อผลประกอบการขององค์กรในเชิงลบ เช่น Fama and Jensen (1983) และ Pedersen and Thomsen (1999) ส่วนงานศึกษาเกี่ยวกับการบริหารธุรกิจ



โดยเจ้าของ (Huddart, 1993; Cui & Mak, 2002) พบว่า การบริหารธุรกิจโดยเจ้าของมีอิทธิพลเชิงบวกกับผลประกอบการของธุรกิจ ส่วนในงานที่พบผลขัดแย้งกันคือของ Stulz (1988) ที่พบว่ากรณีที่เจ้าของไม่เป็นมืออาชีพในการบริหารส่งผลให้ผลประกอบการไม่ได้ผลดีเท่าที่ควร

จำนวนผู้บริหาร หมายถึงจำนวนผู้บริหารที่ได้รับเลือกของผู้ถือหุ้นซึ่งมักจะไปเกี่ยวข้องกับสัดส่วนของการถือหุ้น เนื่องจากธุรกิจที่มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของในสัดส่วนต่าง ๆ ส่งผลถึงการบริหาร เช่น ถ้าธุรกิจมีจำนวนสัดส่วนของผู้เป็นเจ้าของอยู่มากเกินไปก็มักจะเข้าไปบริหารเอง ในกรณีที่เจ้าของนั้น ๆ ไม่มีความชำนาญการในธุรกิจ หรือสัดส่วน โครงสร้างความเป็นเจ้าของ ของธุรกิจนั้น ๆ มีการกระจายมากก็จะมี การว่าจ้างผู้ที่มีความรู้สามารถมาดำเนินการแทนจำนวนหนึ่ง ซึ่งจำนวนผู้บริหารเกี่ยวกับการบริหารและมี ค่าใช้จ่ายเกิดขึ้นเรียกว่า ต้นทุนทำธุรกรรม (transaction cost) โดย Coase (1973) ได้พัฒนาทฤษฎีต้นทุน การทำธุรกรรม (Transaction Cost Theory--TCT) โดยทฤษฎีนี้อธิบายว่า ค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมเพื่อ ดำรงคงอยู่ของธุรกิจโดยฝ่ายบริหารต้องมีมูลค่าต่ำกว่าผลประโยชน์ที่จะได้รับโดยเทียบกับอุตสาหกรรม เดียวกัน ในช่วงปี ค.ศ. 1971 Williamson and Anderson (1971) และถัดมา ปี ค.ศ. 1975 Alchian and Demsetz (1975) ได้เสนอแนวทางที่มีประโยชน์ต่อทฤษฎีนี้โดยการนำเรื่องความล้มเหลวในทางการตลาดและ ความด้อยประสิทธิภาพ มาสังเคราะห์โดยมีบทสรุปว่า บริษัทที่มีผู้บริหารดำเนินการแทน จำเป็นจะต้อง วิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่าง ต้นทุนการทำธุรกรรมจากการดำเนินงานของบริษัทและต้นทุนการดำเนินการ ทางการตลาด ส่วน Williamson (2007) อธิบายส่วนของต้นทุนการทำธุรกรรมเกี่ยวข้องกับ ความถี่ในการทำ ธุรกรรม ความไม่คงที่ของธุรกรรม และ มูลค่าของสินทรัพย์ที่บริหาร เนื่องจากต้นทุนในการทำธุรกรรมมีความ เกี่ยวข้องกับ สินทรัพย์ทั้งในส่วนของการลงทุน หรือการฟื้นฟู โดยสินทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงก็จะมีความเสี่ยงสูงทั้ง ในด้านการต่อรอง และการดำเนินการ ดังนั้นในโครงการขนาดใหญ่และมีความซับซ้อน การมีผู้บริหารจำนวน มากก็มีส่วนของผลดีในแง่ของการดูแลและบริหารกิจการ

จำนวนผู้บริหารสตรี จำนวนผู้บริหารที่เป็นสตรีไทยอาจจะแตกต่างจากสตรีในโลกตะวันตก คือมักจะ มีบทบาทอยู่เบื้องหลัง ไม่เหมือนของต่างประเทศเช่น นางอองเกล่า แมร์เคิล นายกรัฐมนตรีหญิงคนแรกของ ประเทศเยอรมนี ที่ได้รับเลือกเข้ามาให้ช่วยแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจในประเทศเยอรมนี หรือคนอื่น ๆ ที่มีบทบาท ของนักการเมือง การเงินธนาคาร แต่ก็มีจำนวนน้อยมากเมื่อเทียบกับบุรุษ เช่น บริษัทขนาดใหญ่ระดับ Fortune 500 มีสัดส่วนผู้บริหารที่เป็นเพศหญิงอยู่ที่ประมาณร้อยละ 18 ส่วนในภาคธนาคารและการบัญชีมี จำนวนอยู่ที่ประมาณร้อยละ 30 โดยบริษัทขนาดใหญ่ระดับ Fortune 500 ที่มีสัดส่วนกรรมการที่เป็นสตรี ประมาณร้อยละ 19-44 และมีกำไรต่อยอดขายเฉลี่ยสูงกว่าบริษัทที่ไม่มีกรรมการสตรีถึงร้อยละ 16 (Katesara Mutchosri, 2557; เกศรา มัญชุศรี, 2557) งานศึกษา ความเสมอภาคด้านเพศ มีหลายมิติเช่น ศึกษาความ แตกต่างภาวะผู้นำระหว่างบุรุษและสตรี (Kellogg Insight, 2013) หรือในงานวิจัยความเหมาะสมของผู้บริหาร ในกลุ่มงานระดับล่าง ในรายงานของ Catalyst report on S & P 500 ในปี ค.ศ. 2007 พบว่า มีความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นกรรมการบริหาร และผลประกอบการทางการเงินและยอดขาย อย่างมี นัยสำคัญต่อสัดส่วนสตรีที่เป็นกรรมการบริหาร (Menguc & Auh, 2006) การศึกษาของ Opstrup & Villadsen, (2015) พบว่า การมี “gender-balanced leadership teams” มีผลดีต่อองค์กร Matsa &



Miller (2013) รายงาน บริษัทที่เจ้าของเป็นผู้ขายมักจะลดจำนวนคนงานลงในขณะที่ธุรกิจที่เจ้าของเป็นผู้หญิง การลดขนาดแรงงานจะน้อยกว่า ในด้านการจ่ายค่าจ้างกับพนักงานสตรีและบุรุษ พบว่าบริษัทที่มีสตรีเป็นผู้บริหารมากกว่าชายมีการให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกัน (Tate & Yang, 2015) โดยภาพรวม ภาพลักษณ์ของสตรีในการทำหน้าที่ผู้บริหารมีทั้งด้านบวกและลบ ดังนั้นการศึกษาจำนวนผู้บริหารสตรีในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของไทยจึงจะได้ความรู้ ในมิตินี้เพื่อนำไปสร้างความเชื่อมั่นต่อกลุ่มผู้ลงทุน

เงินทุนจดทะเบียน เงินทุน หมายถึง เงินที่องค์การจัดหา เพื่อนำมาใช้ในการดำเนินกิจการ โดยมีจุดประสงค์เพื่อให้ได้ผลตอบแทนจากการลงทุนอย่างคุ้มค่า เงินทุนมีความสำคัญต่อธุรกิจ เพราะเป็นปัจจัยในการดำเนินธุรกิจ ตั้งแต่เริ่มตั้งกิจการ และระหว่างดำเนินกิจการ เงินทุนทำให้การผลิต การซื้อขายเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและทำให้ธุรกิจขยายตัวได้อย่างรวดเร็ว เงินทุน มีประโยชน์ต่อธุรกิจ คือ เพื่อนำมาใช้จ่ายในกิจกรรมต่าง ๆ ขององค์การ ตลอดจนใช้เป็นเงินสดสำรองยามฉุกเฉิน และ เป็นการสะสมสร้างมูลค่าขององค์การ จำนวนเงินทุนจดทะเบียนมีความสำคัญต่อการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจ ในส่วนที่สามารถแสดงถึงความรับผิดชอบต่อมูลค่าหนี้สินในการทำธุรกรรมของธุรกิจ (Oxford University, 2007)

ตัวแบบในการวิจัย

$$Y = F(X_1, X_2, X_3, X_4)$$

สมมติฐานการวิจัย

กลยุทธ์ระดับธุรกิจสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (X_1 : COST, DIFF, FOC) จำนวนผู้บริหาร (X_2) จำนวนผู้บริหารที่เป็นสตรี (X_3) และ เงินทุนจดทะเบียน (X_4) มีอิทธิพลต่อผลประโยชน์ประกอบธุรกิจ (Y)

ระเบียบวิธีวิจัย

การวิจัยนี้ประกอบด้วยการศึกษา สองส่วนคือ

1. การศึกษาเชิงปริมาณจากข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนจำนวน 40 บริษัทโดยใช้ข้อมูลในตัวแปรที่ศึกษา ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550-2559 เทคนิคในการวิเคราะห์ประกอบด้วย Multiple Regression, Generalized Linear Model และ Neural Network
2. การสัมภาษณ์เชิงลึกกับตัวแปรที่ศึกษาจากผู้บริหารธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 6 ราย

ผลการวิจัย

1. สถิติภาคพรรณนาในตัวแปรที่ศึกษา



ตารางที่ 1 ผลสรุปค่าเฉลี่ยของตัวแปรที่ศึกษาของ 40 บริษัทในช่วงเวลา 10 ปี (พ.ศ. 2550-2559)

ปัจจัย	Average	Max	Min	Standard Deviation
D/E ratio	4.0	111.48	-0.85	10.85
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	661.35	9,243.80	-3,744.51	1,580.02
กลยุทธ์ผสมแบบที่ 1	110			
กลยุทธ์ผสมแบบที่ 2	205			
ใช้ทั้งกลยุทธ์ผสมแบบที่ 1 และ 2	85			
สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (ร้อยละ)	28.44	75.08	0.74	16.65
จำนวนผู้บริหาร	8	26	1	4.27
จำนวนผู้บริหารสตรี	2	9	0	1.64
เงินทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)	24,632.27	995,806.61	250.00	118,776.13

หมายเหตุ : กลยุทธ์แบบที่ 1 คือกลยุทธ์ผสมระหว่าง เน้นต้นทุนต่ำ กับ กลุ่มเป้าหมายกลยุทธ์ แบบที่ 2 คือกลยุทธ์ผสมระหว่าง สร้างความแตกต่าง กับ เน้นกลุ่มเป้าหมาย

ที่มา. วิทยุณา พัทธชัยจริยธรรมาภ (2558)

สรุปจากตารางที่ 1 ได้ว่าโดยภาพรวมค่าเฉลี่ยกำไรสุทธิในรอบ 10 ปีของธุรกิจมีค่าเฉลี่ยเพียง 661 ล้านบาท โดยมีค่าต่ำสุด คือขาดทุนสูงถึง -3,744.51 ล้านบาท และมีการกระจายข้อมูลกำไรสุทธิสูงโดยเทียบเป็นค่า $CV=1,580.02/661.35 = 2.39$ คิดเป็นร้อยละประมาณ 24 ซึ่งสูงมากในส่วนของกำไรสุทธิโดยผู้บริหารมีร้อยละของสัดส่วนต่ำสุดคือ 0.74 และสูงสุดคือ 75.08 ของบริษัท PRIN ในปี พ.ศ. 2550 ซึ่งเป็นปีเริ่มต้นที่เข้าสู่ตลาด แต่ในปี พ.ศ. 2559 เหลือเพียง 41.21 สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีลักษณะผันผวน เช่นบางบริษัทในปีแรก ๆ ที่เข้ามามีจำนวนสูงและลดลงในปี ถัดมา ในขณะที่บางบริษัท ก็เป็นไปในทางตรงกันข้าม การใช้กลยุทธ์ของบริษัท ทุกบริษัทจะมีการกล่าวถึงกลุ่มเป้าหมาย เป็นหลัก และ นำไปผสมกับ การมุ่งเน้นต้นทุนต่ำ หรือ ไปผสมกับการสร้างความแตกต่าง มีบริษัทอยู่ 85 บริษัทที่ใช้ กลยุทธ์ การมุ่งเน้นต้นทุนต่ำ ผสมกับกลุ่มเป้าหมาย ในกลุ่มประชากรที่มีรายได้น้อยที่มีลักษณะพื้นที่และการดำรงชีวิตแตกต่างกัน และขณะเดียวกัน ก็จับกลุ่มเป้าหมายระดับรายได้สูงโดยเน้นไปที่อยู่อาศัยที่มีรูปแบบแตกต่างกัน

ในส่วนของจำนวนผู้บริหารในบริษัท โดยเฉลี่ยมีจำนวน 8 คน มากที่สุดคือ 26 คน ในบริษัทขนาดใหญ่เช่น SIRI จำนวนผู้บริหารที่มีน้อยที่สุดคือ 1 คนคือ NUSA ในปี พ.ศ. 2551จำนวนผู้บริหารสตรีโดยเฉลี่ยมีจำนวนบริษัทละ 2 คนในแต่ละปี โดยจำนวนผู้บริหารสตรีที่มีมากที่สุดคือ 9 คน ซึ่งจะอยู่ในบริษัทที่มีผู้บริหารจำนวนมากเช่น LPN ที่มีผู้บริหาร ประมาณ 20 คนต่อปีในบางบริษัทเช่น SAMCO ตั้งแต่ พ.ศ. 2550-2555 ไม่มีผู้บริหารสตรีเลยและมีจำนวน 4 คนในปี พ.ศ. 2557 และลดลงเหลือ 1 คนในปีถัดมา ในด้านเงินทุนจดทะเบียน มีขนาดค่อนข้างแตกต่างกันมากโดยบริษัท POLAR มีเงินทุนจดทะเบียนสูงถึง 995,806.61 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2559 โดยในปี พ.ศ. 2550 มีเงินทุนจดทะเบียนเริ่มต้นเพียง 780 ล้านบาท

2. การทดสอบสมมติฐาน



การวิเคราะห์ครั้งนี้ได้ทำการแก้ปัญหา Multicollinearity และ Auto Correlation ไว้ทุกข้อจำกัดตามหลักการทางสถิติ ด้วย ค่า KMO, VIF และ Durbin Watson และดำเนินการแปลงตัวแปรที่ศึกษา โดยค่าผลประกอบการทางธุรกิจสร้างจากการวิเคราะห์ปัจจัย จาก หนี้สิน ทรัพย์สินและ กำไรสุทธิ

ตารางที่ 2 ผลการเปรียบเทียบทั้งสามวิธี

ตัวแปร	Regression Analysis (Time series)	GLM	NN น้ำหนักและลำดับ
COST x FOC	0.1829**	0.1325*	0.045 (6)
DIFF x FOC	0.2260**	0.2208**	0.762 (1)
@pc(X2)	-0.00084*	-0.1609**	-0.062 (5)
X3	0.0439***	0.0401***	0.464 (3)
X4	-0.0265	-0.2538	-0.007 (7)
Log(X5)	0.0463**	0.1176**	0.260 (4)
Yt-1	0.7314***	0.8074***	0.876(2)

*0.05 < p < 0.01, ** 0.01 < p < 0.001, *** p < 0.001

ที่มา. วิทยุตา พิชญชัยจรสเจริญลาภ (2558)

สรุปจากตารางที่ 2 ผลการทดสอบทั้งสามวิธีได้ว่า ผลประกอบการของบริษัทธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียน จำนวน 40 บริษัท โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2550-2559 เพื่อศึกษา ผลประกอบการ (สร้างจากการวิเคราะห์ปัจจัย กำไรสุทธิ สินทรัพย์และหนี้สิน) เป็นตัวแปรตาม โดยใช้ตัวแปรอิสระประกอบด้วย (1) การใช้กลยุทธ์แบบต้นทุนต่ำ กลยุทธ์แบบสร้างความแตกต่าง และกลยุทธ์แบบเน้นกลุ่มเป้าหมาย ในส่วนนี้พบว่า บริษัทใช้กลยุทธ์แบบผสม คือ กลยุทธ์สร้างความแตกต่างผสมกับกลยุทธ์การเน้นกลุ่มเป้าหมาย และกลยุทธ์ต้นทุนต่ำผสมกับกลยุทธ์การเน้นกลุ่มเป้าหมาย (2) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (3) จำนวนผู้บริหาร (4) จำนวนผู้บริหารสตรี (5) เงินทุนจดทะเบียน

โดยตัวแปรที่มีอิทธิพลทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ ประกอบด้วยกลยุทธ์สร้างความแตกต่างผสมกับกลยุทธ์การเน้นกลุ่มเป้าหมาย กลยุทธ์ต้นทุนต่ำผสมกับกลยุทธ์การเน้นกลุ่มเป้าหมาย จำนวนผู้บริหาร และเงินทุนจดทะเบียน ส่วนตัวแปรที่มีอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญคือสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร และตัวแปรที่ไม่มีอิทธิพล คือจำนวนผู้บริหารสตรี

สรุปผล

การตอบวัตถุประสงค์และสมมติฐาน พบว่าตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อผลประกอบการเชิงบวก คือ ผลประกอบการ ปีที่แล้วมา 1 ปี กลยุทธ์สร้างความแตกต่างผสมกับกลยุทธ์การเน้นกลุ่มเป้าหมาย กลยุทธ์ต้นทุน



ต่ำผสมกับกลยุทธ์การเน้นกลุ่มเป้าหมาย จำนวนผู้บริหาร และเงินทุนจดทะเบียน ส่วนตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อผลประกอบการเชิงลบ คือสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหาร ซึ่งผลตรงข้ามกับการสัมภาษณ์ประกอบของผู้บริหารจาก 6 บริษัทที่ให้ข้อคิดเห็นว่าการถือครองหุ้นจะทำให้ผลประกอบเป็นเชิงบวก เพราะผู้บริหารมีความตั้งใจและทุ่มเทมากขึ้น

อภิปรายผลการศึกษา

ผลการวิจัยในสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารที่มีอิทธิพลเชิงลบยังตรงกับผลการศึกษาของ ภิญญาดา พัชญชัยจรัสเจริญลาภ (Pinyada Patchaichamrat, 2558) ในงานวิจัยเรื่อง “คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดและผลการดำเนินงานของบริษัท: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100)” โดยพบว่า สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้บริหารสูงสุดและ การเป็นตัวแทนสมาชิกในครอบครัวของผู้บริหารสูงสุด มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นหมายความว่า นักลงทุนจะมองตัวแปรนี้ในมุมมองลบ ประเด็นของจำนวนคณะกรรมการผู้บริหารที่มีอิทธิพลต่อผลประกอบการ สนับสนุนผลการศึกษาของ Cadbury (1992), Fama and Jensen (1983), Weisbach (1988) รายงานว่าควรจะมีผู้บริหารหลาย ๆ คนเพื่อร่วมกันรับผิดชอบและตรวจสอบ ซึ่งงานวิจัยนี้ได้ผลของตัวแปรนี้ที่มีอิทธิพลต่อผลประกอบการ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ 0.0439 ในระดับนัยสำคัญสูงถึง 99.99 ในด้านจำนวนผู้บริหารสตรีในบริษัทธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์จากผลสรุปทางสถิติจะมีจำนวนน้อยมากโดยในปี พ.ศ. 2559 มีจำนวนผู้บริหารสตรีคิดเป็น ร้อยละ 20 ต่อผู้บริหารบุรุษเมื่อเทียบกับสถิติของผู้บริหาร NASDAQ Stockholm ซึ่งมีถึงร้อยละ 38 (AP2' s Female Representation Index for 2018 จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารให้เหตุผลว่าเนื่องจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ เป็นงานที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้าง ซึ่งโดยภาพรวมงานลักษณะนี้เหมาะกับผู้ชายมากกว่า อาจกล่าวได้ว่ายังเป็นช่องว่างของการเป็นผู้บริหารของสตรีในธุรกิจดังกล่าว ปัญหาการมีช่องว่างในการให้สิทธิสตรี ในงานลักษณะทั่วไปยังมีช่องว่างระหว่างชายและหญิงและยังเป็นอาชีพที่ต้องเน้นลักษณะทางกายภาพและการตัดสินใจที่ได้เด็ดขาดเช่นการบริหารธุรกิจก่อสร้างบางสังคมยังไม่ยอมรับ ด้วยแนวคิดและวัฒนธรรมเช่นนี้ที่มีมาตั้งแต่โบราณแล้ว (Asgari et al., 2012; Bigelow et al., 2014) งานวิจัยนี้ได้คำตอบที่ตรงกับงานศึกษาของ Lonascu (2018) ที่รายงานว่า ปัจจัยด้านเพศไม่มีผลกับผลประกอบการของบริษัทที่อยู่ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศ โรมาเนีย ส่วนงานศึกษาของ Pasaribu (2009) และ Adams and Ferreira (2007) ที่พบว่าผู้บริหารสตรีมีอิทธิพลต่อผลประกอบการของธุรกิจขนาดเล็ก แต่ในธุรกิจขนาดใหญ่ไม่มีอิทธิพล

ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

จากผลลัพธ์ของปัจจัยที่ให้ผลเชิงลบเช่น สัดส่วนการถือครองหุ้นโดยผู้บริหาร ซึ่งในสายตาของผู้ลงทุนอาจมองในแง่ความไม่โปร่งใส ดังนั้นถ้าผู้บริหารสามารถแสดงถึงเป็นธรรมาภิบาลในการบริหารได้อย่างชัดเจนจำนวน สัดส่วนการถือครองหุ้นโดยผู้บริหารก็อาจไม่ใช่ประเด็นปัญหา ถ้าผู้ลงทุนมีความเชื่อใจ ในขณะเดียวกัน



สำหรับบริษัทที่มีผู้บริหารสตรีต้องมีการสร้างภาพลักษณ์ความสามารถของสตรีในการบริหารธุรกิจธุรกิจเชิงบวก

ข้อเสนอแนะในการวิจัยในครั้งต่อไป

งานวิจัยในอนาคตที่ควรศึกษาคือขยายการศึกษาไปสู่ข้อดีข้อเสียของการถือครองหุ้นของผู้บริหารในการเปลี่ยนแปลงในแต่ละช่วงเวลา สัดส่วนการถือครองหุ้นที่เหมาะสมที่ทำให้เกิดความเชื่อใจ (Trust) ต่อการลงทุนและมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลประกอบการ รวมทั้งการศึกษาการบริหารความไว และความเสี่ยง ภายใต้มิติการบริหารด้วยตัวแทน

บรรณานุกรม

- เกศรา มัญชุศรี. (2557). *บทบาทสตรีในฐานะผู้บริหาร*. สืบค้นเมื่อ 6 สิงหาคม 2560, เว็บไซต์ <http://www.bangkokbiznews.com/blog/detail/597486>
- ภิญญาตา พัทธชัยจรสเจริญลาภ. (2558). *คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดและผลการดำเนินงานของบริษัท: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
- Advanced Business Magazine. (2018). *The survival of the real estate*. Retrieved November 6, November 2018, from Thailand real estate crisis Website <http://www.advancedbizmagazine.com/realestate/>
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1975). Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Asgari, S., Dasgupta, N., & Stout, J. G. (2012). When do counterstereotypic ingroup members inspire versus deflate: The effect of successful professional women on young women's leadership self-concept. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 38(3), 370-383.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.
- Barney, J. (1998). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Bennett, R., & Gabriel, H. (2001). Corporate reputation, trait covariance, and the averaging principle: The case of the UK mis-selling scandal. *European Journal of Marketing*,



35(3/4), 387-409.

- Bogner, W., & Barr, P. (2000). Making sense of hypercompetitive environment: A cognitive explanation for the persistence of high velocity competition. *Organization Science*, 11(2), 212-226.
- Cadbury, A. (1992). *Codes of best practice*. London: Gee Publishing.
- Ki C. Han. (2012). The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence. *Review of Financial Economics*, 7(2), 143-155
- Chung, M., Moon, J., Choe, Y. C., & Lee, C. H. (2007). Understanding producers continuing use of food traceability system. *Korean Journal of Agricultural Economics*, 48(4), 133-160.
- Christofides, L. N., Polycarpou, A., & Vrachimis, K. (2013). Gender wage gaps, 'sticky floors' and 'glass ceilings' in Europe. *Labour Economics*, 21, 86-102.
- Coase, R. H. (1973). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Cui, H., & Mak, Y. T. (2002). The relationship between managerial ownership and firm performance in high R & D firms. *Journal of Corporate Finance*, 8(4), 234-257.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Edwards, P. K., & Scullion, H. (1982). *The social organization of industrial conflict: Control and resistance in the workplace*. Oxford, United Kingdom: Blackwells.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 327-349.
- Feurer, R., & Chaharbaghi, K. (1995). Dynamic strategy formulation and alignment. *Journal of General Management*, 20(3), 76-90.
- Grandone, E., Margaglione, M., Colaizzo, D., Cappucci, G., Sciannamé, N., Montanaro, S., & et al. (1999). Prothrombotic genetic risk factors and the occurrence of gestational hypertension with or without proteinuria. *Thromb Haemost*, 81(3), 349-352.
- Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-108.
- Hellmann, T., & Puri, M. (2001). Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence. *Journal of Finance*, 57, 69-197.
- Hofstede, G. (1984). *Culture's consequences: International differences in work-related values*. (2nd ed.). Beverly Hills, CA: Sage.



- Huddart, S. (1993). The effect of a large shareholder on corporate value. *Management Science*, 39(11), 1407-1421.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1996). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1993). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Kamasak, R., & Bulutlar, F. (2010). Influence of knowledge sharing on innovation. *European Business Review*, 22(3), 306-317.
- Kellogg Insight. (2013). *Leaders do matter but when does their gender matter, too: Kellogg Insight podcast*. Retrieved August 26, 2017, from Leadership Website: https://insight.kellogg.northwestern.edu/article/leaders_do_matterbut_when_does_their_gender_matter_too
- Liu, W., Strong, N., & Xu, X. (1999). The profitability of momentum investing. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(9/10), 1043-1091.
- Lonascu, M. (2018). Women on Boards and Financial Performance: Evidence from a European Emerging Market. *Journal of Sustainability*, 10, 1-18.
- Ngamkroeckjot, C., & Johri, L. (2003). Coping with hyper-competition in the financial services industry in Thailand: environmental scanning practices of leaders and followers. *International Journal of Bank Marketing*, 21(6-7), 359-368.
- Matsa, D. A., & Miller, A. R. (2013). A female style in corporate leadership: Evidence from quotas. *American Economic Journal Applied Economics*, 5(3), 291-301.
- McColgan, P. (2001). *Agency theory and corporate governance: A review of the literature from a UK perspective*. Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde. United Kingdom.
- Menguc, B., & Auh, S., (2006). Creating a firm-level dynamic capability through capitalizing on market orientation and innovativeness. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34(1), 63-73.
- Mile, R. E., & Snow, C. C. (1978). *Organizational strategy, structure, and process*. New York: McGraw-Hill.
- Mitonga-Monga, J., Coetzee, M., & Cilliers, F. V. N. (2012). Perceived leadership style and employee participation in a manufacturing company in the democratic republic of Congo. African. *Journal of Business Management*, 6(15), 5389-5398.



- Mulgan, G. (2010). *Measuring social value*. Retrieved August 6, 2017, from Views expressed do not necessarily reflect those of the European Commission. Website: http://www.ssireview.org/articles/entry/measuring_social_value
- Pasaribu, P. (2015). *The Examinations Of Board Chairman Characteristics And Board Diversity: Evidence From The Uk Listed Firms*. Ph.D. Thesis, University of Leeds, USA.
- Ødegaard, B. A., & Bøhren, Ø. (2003). Governance and performance revisited. *ECGI-Finance Working Paper*, 28, 192-195.
- Opstrup, N., & Villadsen, A. R. (2015). The right mix: Gender diversity in top management teams and financial performance. *Public Administration Review*, 75(2), 291-301.
- Pfeifer, P. E., Haskins, M. E., & Conroy, R. M. (2005). Customer lifetime value, customer profitability, and the treatment of acquisition spending. *Journal of Managerial*, 7(1), 11-25.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive strategy*. New York: The Free Press.
- Porter, M. E. (1990). *The competitive advantage of the nations*. New York: The Free Press.
- René B. Adams a,c, Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Finance and Economy*, 94, 291-309.
- Stattman, D. (1980). *CAPM Beta, Size, Book-to-Market, and Momentum in Realized Stock Returns*. *Journal of Economics and Finance*, 60(4), 25-45.
- Smith, B. F., & Amoako-Adu, B. (1999). Management succession and financial performance of family controlled firms. *Journal of Corporate Finance*, 5(4), 341-357.
- Smith, P. C., & Goddard, M. (2002). Performance management and operational research: A marriage made in heaven. *Journal of the Operational Research Society*, 53(3), 247-255.
- Stambaugh, R. F., Yu, J., & Yuan, Y. (2012). The short of it: Investor sentiment and anomalies. *Journal of Financial Economics*, 104(2), 288-302.
- Stulz, R. M. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20(12), 25-43.
- Tate, G., & Yang, L., (2015). Female leadership and gender equity: Evidence from plant closure. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 77-97.
- Thammade, N. (2017). Particular References For Thai Youth Entrepreneurs To Start-Up A New Business. *Business Review Journal*, 9(1), 179-200.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial*, 20, 431-460
- Williams, L. J., & Anderson, S. E. (1991). Job satisfaction and organizational commitment as



predictors of organizational citizenship and in-role behaviors. *Journal of Management*, 17, 601-617.

Williamson, O. E. (2007). *Transaction cost economics: An introduction*. Retrieved March 1, 2007, from Economics Website: <http://www.file:///C:/Users/USER/Downloads/dp2007-3.pdf>