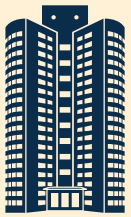




REIT ในต่างประเทศ ... ข้อคิดสำหรับการพัฒนาตลาด REIT ในไทย



Highlight

- มูลค่า REIT ทั่วโลกได้ขยายตัวอย่างต่อเนื่อง และมีตลาด REIT เกิดขึ้นแล้วในหลายประเทศ แนวทางปฏิบัติของ REIT ในต่างประเทศสามารถนำมาเป็นตัวอย่างและบทเรียนสำหรับการพัฒนาตลาดและการจัดการ REIT ที่จะเกิดขึ้นในประเทศไทยได้ ไม่ว่าจะเป็นการกำหนดค่าตอบแทนผู้จัดการ การใช้หนี้เป็นส่วนหนึ่งของเงินทุน และการประเมินและเปรียบเทียบผลประโยชน์ของการของ REIT
- อีไอซีมองว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งรวมถึงการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส และการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์จะเป็นปัจจัยสำคัญที่สร้างความมั่นใจจากผู้ลงทุน และช่วยให้ตลาด REIT ในประเทศไทยพัฒนาขึ้นได้อย่างยั่งยืน

มูลค่า REIT ทั่วโลกได้ขยายตัวอย่างต่อเนื่อง และมีตลาดเกิดขึ้นในหลายประเทศทั่วโลก ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust หรือ REIT) เกิดขึ้นครั้งแรกในสหรัฐตั้งแต่ปี 1960 จนถึงขณะนี้ ประเทศต่างๆ มีกฎหมายที่รองรับการจัดตั้ง REIT แล้วในกว่า 30 ประเทศทั่วโลก ปัจจุบัน REIT ทั่วโลกมีมูลค่าตลาดรวมมากกว่า 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือคิดเป็นประมาณ 2% ของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์รวมของทั้งโลก ตลาด REIT ที่มีขนาดใหญ่ที่สุดคือ สหรัฐ ส่วนประเทศอื่นๆ ที่มีตลาด REIT ขนาดใหญ่ได้แก่ ญี่ปุ่น ออสเตรเลีย อังกฤษ สิงคโปร์ และฮ่องกง แม้ว่า REIT ทั่วโลกจะได้รับผลกระทบจากวิกฤตซับไพรม์และวิกฤตเศรษฐกิจโลกในปี 2007 – 2008 ทำให้ราคา REIT ลดลงอย่างมากในทิศทางเดียวกับตลาดหุ้นทั่วโลก แต่หลังจากปี 2009 เป็นต้นมา ตลาด REIT ทั่วโลกฟื้นตัวกลับมาให้ผลตอบแทนที่ดี โดยเฉพาะในภูมิภาคเอเชียที่ฟื้นตัวได้เร็วกว่าตลาด REIT ของสหรัฐและยุโรป (รูปที่ 1) สำหรับประเทศไทย กฎหมายที่รองรับการจัดตั้ง REIT คือ พรบ.ทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ได้มีผลบังคับใช้แล้ว โดยอีไอซีมองว่า พรบ. ดังกล่าวและกฎเกณฑ์อื่นๆ ของ REIT ที่สำนักงาน ก.ล.ต.ของไทยประกาศออกมานั้น มีแนวทางคล้ายกับกฎเกณฑ์ REIT ของประเทศในเอเชียที่น่าจะเป็นตัวอย่างในการพัฒนาตลาด REIT ในประเทศไทยได้ดี ดังเช่น ประเทศญี่ปุ่น ฮ่องกง และสิงคโปร์ (รูปที่ 2)

จากการศึกษา REIT ในต่างประเทศอีไอซีมองว่า การจัดตั้งและการบริหาร REIT ให้ประสบความสำเร็จ มีองค์ประกอบ 4 ด้านที่สำคัญ ประเด็นที่ผู้ก่อตั้งและผู้จัดการกอง REIT ควรพิจารณาให้รอบคอบ กำหนดเป็นนโยบาย และสื่อสารให้ชัดเจนเพื่อสร้างความมั่นใจจากผู้ลงทุน ได้แก่

1. โครงสร้างการบริหารงาน (Management Structure) เช่น ใครจะมาเป็นผู้จัดการกองและทรัสต์ หน้าที่ความรับผิดชอบของผู้จัดการกองและทรัสต์เป็นอย่างไร กำหนดค่าตอบแทนของผู้จัดการ REIT และผู้ที่เกี่ยวข้องอย่างไร
2. การจัดการเงินทุน (Capital Management) เช่น นโยบายการกู้ยืม (Leverage) ของกองเป็นอย่างไร จะเป็นก่อหนี้ใน

Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner.

Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct.

This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.



ระยะสั้นเพื่อเป็นเงินทุนสำหรับซื้อสังหาริมทรัพย์ใหม่เท่านั้น หรือเพื่อใช้หนี้เป็นแหล่งเงินทุนในระยะยาว และมีเป้าหมายที่จะก่อหนี้ในสัดส่วนเท่าไร

3. การจัดการกองสินทรัพย์ (Asset Portfolio Management) เช่น กลยุทธ์ของกองจะเป็นแบบเจาะจงในธุรกิจใดธุรกิจหนึ่งระหว่างค้าปลีก (Retail) สำนักงาน (Office) ที่อยู่อาศัย (Residential) หรืออุตสาหกรรม (Industrial) หรือจะเป็นแบบกระจายการลงทุนไปในสินทรัพย์หลายประเภท (Diversified) และจะพิจารณาลงทุนในต่างประเทศหรือไม่
4. การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) รวมถึงระบบการบริหารความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน ระบบป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ระบบการควบคุมภายใน การประเมินราคาสินทรัพย์ที่ซื้อขาย ตลอดจนกระบวนการดูแลข้อร้องเรียนและข้อพิพาท เป็นต้น

1.) ในด้านโครงสร้างการบริหารงาน แนวทางปฏิบัติของ REIT ในต่างประเทศสามารถนำมาเป็นตัวอย่างและบทเรียนสำหรับการจัดการ REIT ที่จะเกิดขึ้นในประเทศไทยได้ ประเด็นที่น่าสนใจด้านหนึ่งคือ การกำหนดค่าตอบแทนของผู้จัดการกอง ในต่างประเทศ กอง REIT มีวิธีการกำหนดค่าตอบแทนของผู้จัดการกองในรูปแบบที่หลากหลาย (รูปที่ 3) โดยอาจกำหนดในรูปแบบที่เป็นอัตราส่วนของมูลค่าสินทรัพย์ (Asset value) หรืออาจแปรผันตามรายรับที่มาจากสังหาริมทรัพย์ (Property income) และอาจมีค่าตอบแทนตามผลการดำเนินงาน (Performance fee) นอกจากนี้ ในบางกรณี ยังมีการให้ค่าตอบแทนเมื่อกอง REIT ซื้อสินทรัพย์ (Acquisition fee) หรือจำหน่ายสินทรัพย์ (Disposition fee) เหตุผลของการกำหนดให้มีผลตอบแทนตามผลการดำเนินงานหรือตามธุรกรรมที่เกิดขึ้น คือเพื่อจูงใจให้ผู้จัดการพยายามบริหารกองในเชิงรุกมากขึ้น ทั้งนี้ ถือว่า การกำหนดให้ค่าตอบแทนของผู้จัดการ REIT ตามผลการดำเนินงานที่คำนวณจากกำไรสุทธิ (Net profit) โดยคำนึงต้นทุนการกู้ยืม (Cost of debt) เข้าไปด้วย น่าจะเป็นทางเลือกที่ช่วยจูงใจให้ผู้จัดการ REIT บริหารงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นหลักโดยไม่เสียค่าใช้จ่ายที่เป็นดอกเบี้ยมากเกินไป

2.) ในด้านโครงสร้างเงินทุน การใช้หนี้เป็นแหล่งเงินทุนสำหรับ REIT ควรเป็นไปด้วยความระมัดระวัง เพราะหนี้จะทำให้ราคาหน่วยลงทุนมีความผันผวนสูงขึ้น การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญจากกองทุนอสังหาริมทรัพย์ (Property fund) มาเป็น REIT คือ การอนุญาตให้สามารถกู้ยืมได้มากขึ้น (Property fund กู้ยืมได้ไม่เกิน 10% ของสินทรัพย์ ส่วน REIT ได้ไม่เกิน 35% ของสินทรัพย์รวม และไม่เกิน 60% ในกรณีที่มี Credit rating) จึงนำมาสู่คำถามที่น่าสนใจว่า คือ REIT ควรกู้ยืมหรือไม่ ในการตอบคำถามดังกล่าว มีประเด็นสำคัญอยู่ 3 ข้อด้วยกัน

- จากการเปรียบเทียบสัดส่วนหนี้ต่อเงินทุนโดยเฉลี่ยของ REIT ในประเทศต่างๆ ในเอเชีย พบว่า REIT ในญี่ปุ่นมีสัดส่วนหนี้ต่อเงินทุนสูงกว่า REIT ในประเทศฮ่องกงและสิงคโปร์ สาเหตุเพราะว่าอสังหาริมทรัพย์ในญี่ปุ่นมีผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Cap rate) ที่ค่อนข้างต่ำคือราว 2.4% (รูปที่ 4) กอง REIT ในญี่ปุ่นจึงต้องใช้การกู้ยืมในสัดส่วนที่สูงกว่าเพื่อเพิ่มอัตราเงินปันผล แต่ผลเสียของการที่มี Leverage สูงคือ ราคาของกองทุนจะมีความผันผวนสูงกว่า (อธิบายในรูปที่ 5) โดยจากสถิติจะเห็นได้ว่า REIT ของญี่ปุ่นมีความผันผวนของอัตราผลตอบแทนสูงกว่า REIT ของสิงคโปร์และฮ่องกง (รูปที่ 4 โดยเปรียบเทียบที่ค่า Monthly return standard deviation)
- REIT เป็นหน่วยธุรกิจที่ได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลอยู่แล้ว จึงไม่จำเป็นที่จะต้องก่อหนี้เพื่อให้ได้ประโยชน์ทางภาษี (Tax Shield) ดังนั้น ประโยชน์ของการใช้หนี้เป็นแหล่งเงินทุนของ REIT จึงไม่ได้มากเท่ากับประโยชน์ของหนี้ต่อกิจการทั่วไปที่ต้องเสียภาษี

Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner.

Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct.

This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.



- มีงานวิจัยออกมาว่า REIT ที่มีสัดส่วนหนี้สูง จะมีต้นทุนที่เป็น Financial Distress Cost มากขึ้น¹ โดยในช่วงวิกฤตซับไพรม์ เมื่อราคาอสังหาริมทรัพย์และราคาของ REIT ร่วงลง REIT ที่มีสัดส่วนหนี้สูงจำเป็นต้องขายสินทรัพย์ออกไปในราคาต่ำและระดมทุนในตลาดตราสารทุนด้วยต้นทุนสูงเพื่อนำเงินมาชำระดอกเบี้ยและชำระคืนเงินต้น และเมื่อวัดผลการดำเนินงานหลังจากตลาดฟื้นตัว พบว่า ผลประกอบการของ REIT ที่มีสัดส่วนหนี้สูงนั้นต่ำกว่า REIT ที่มีสัดส่วนหนี้ต่ำกว่าอย่างเห็นได้ชัด

จากข้อสังเกตทั้ง 3 ข้อนี้ อีไอซีจึงมองว่า แม้ Leverage จะเป็นวิธีที่ทำให้ REIT มีอัตราเงินปันผลสูงขึ้นและมีความน่าลงทุนมากขึ้น แต่ความเสี่ยงของ REIT ย่อมมากขึ้นตามไปด้วย ดังนั้น การที่ REIT จะใช้หนี้เป็นแหล่งเงินทุนควรเป็นไปด้วยความระมัดระวัง เพื่อไม่ให้ REIT มีราคาผันผวนมากเกินไปจนทำให้เสียฐานผู้ลงทุนที่ไม่ต้องการรับความเสี่ยงมากนัก และผู้จัดการกอง REIT ที่ต้องการใช้ประโยชน์จากการกู้ยืมแทนการระดมทุนในตลาดตราสารทุน ควรเลือกทำในช่วงเวลาที่สภาวะตลาดเอื้ออำนวย (Market timing) คือ เลือกก่อนหน้าในเวลาที่ต้นทุนของการกู้ยืม (Cost of debt) อยู่ในระดับต่ำ หรือในเวลาที่ตลาดหุ้นกำลังซบเซาซึ่งต้นทุนของส่วนทุน (Cost of equity) อยู่ในระดับสูง²

เนื่องจาก REIT สามารถกู้ยืมได้ การประเมินและการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของ REIT จึงควรดูที่อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์เป็นหลัก กฎเกณฑ์ของ Property fund อนุญาตให้กองกู้ยืมได้ไม่เกิน 10% Property fund ส่วนมากจึงกู้ยืมจึงไม่สูงนัก และทำให้อัตราเงินปันผล (Dividend yield) นั้นใกล้เคียงกับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Asset yield) การเปรียบเทียบระหว่าง Property fund ที่มีสินทรัพย์คล้ายกันโดย Dividend yield จึงใช้ได้ดีในระดับหนึ่ง แต่ในกรณี REIT ซึ่งอนุญาตให้กู้ยืมได้มากขึ้น การใช้อัตราเงินปันผลของ REIT มาเปรียบเทียบกันโดยตรงจึงไม่เหมาะสมนัก เพราะวากอง REIT ที่มี Leverage สูงอาจให้อัตราเงินปันผลสูงตามไปด้วย แต่ราคาของหน่วยลงทุนจะมีความผันผวนสูงกว่า ดังนั้น การเปรียบเทียบระหว่างกอง REIT ควรดูจากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์เป็นหลัก สำหรับมาตรฐานในต่างประเทศ ตัวเลขที่นิยมใช้เปรียบเทียบ คือ Funds from Operation: FFO³ เป็นตัวเลขที่บ่งชี้ความสามารถในการทำกำไรของสินทรัพย์ในกอง โดย Funds from Operation จะบอกได้ว่า สินทรัพย์ในพอร์ตของกอง REIT แต่ละกองนั้นสามารถสร้างผลตอบแทนเป็นเงินสดในแต่ละงวดได้เท่าไร ข้อแนะนำสำหรับผู้ลงทุน คือ เมื่อคัดกรองกอง REIT ที่มีสินทรัพย์คุณภาพดีโดยใช้สัดส่วน FFO/Total Asset ได้แล้ว จึงค่อยมาดูที่โครงสร้างทางการเงิน เช่น ดูที่สัดส่วนหนี้ต่อเงินทุน (Debt to Capital Ratio) กอง REIT ที่มีสัดส่วนของหนี้สูงจะเหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนสูงและสามารถรับความเสี่ยงด้านราคาที่สูงกว่าได้

3.) ในด้านการจัดการกองสินทรัพย์ ผู้จัดการกอง REIT สามารถเพิ่มมูลค่าให้กับกองได้จากแผนการบริหารสินทรัพย์ที่ดี จากเดิมในรูปแบบ Property fund การซื้อสินทรัพย์เพิ่มไปในกองเดิมนั้นเกิดขึ้นไม่บ่อยนัก แต่เมื่อเปลี่ยนมาเป็น REIT ผู้จัดการกองทุน REIT จะมีบทบาทมากขึ้น ในการวางกลยุทธ์และเลือกสินทรัพย์ที่จะสร้างผลตอบแทนที่ดีให้กับ REIT และ กอง REIT ที่มีขนาดใหญ่จะมีจำนวนโครงการมากขึ้นดังตัวอย่างของ REIT ในประเทศญี่ปุ่น ฮองกอก และสิงคโปร์ (รูปที่ 6) สิ่งที่ผู้ลงทุนคาดหวังจากผู้จัดการ REIT คือแผนการบริหารสินทรัพย์ที่ดีว่าจะเลือก ซื้อ (acquire) จำหน่าย (divest) พัฒนา

¹ Sun, L., Titman, S. D. and Twite, G. J. (2014), REIT and Commercial Real Estate Returns: A Postmortem of the Financial Crisis. Real Estate Economics.

² ต้นทุนของส่วนทุน (Cost of equity) คือ อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-free rate) บวกกับ ส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk premium) ในเวลาที่ตลาดหุ้นกำลังซบเซา ราคาหุ้นส่วนใหญ่ลดต่ำลงเป็นเพราะว่า ผู้ลงทุนโดยทั่วไปมีความกลัวความเสี่ยงมากขึ้น จึงต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงที่มากขึ้น จึงทำให้ต้นทุนของส่วนทุนเพิ่มสูงขึ้นในเวลาเดียวกัน

³ ค่า Funds from Operations ไม่ได้ถูกกำหนดให้เปิดเผยตามมาตรฐานทางบัญชี แต่สามารถคำนวณได้โดยใช้สูตร Funds from Operations คือ Funds from Operations = Net Income + Depreciation + Amortization - Gains on Sales of Property

Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner.

Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct.

This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.



(develop) หรือ เพิ่มมูลค่า (enhance value) ทรัพย์สินในกองทุนได้อย่างไรเพื่อเพิ่มมูลค่า REIT ให้สูงที่สุด

REIT ในเอเชียมีการซื้อสินทรัพย์ข้ามพรมแดนมากขึ้นตามลำดับ ข้อสังเกตที่น่าสนใจคือ ในตลาด REIT ของสิงคโปร์ซึ่งมีขนาดใหญ่ แต่สินทรัพย์ในประเทศมีอย่างจำกัดและมีราคาสูงเกินกว่าที่จะซื้อเข้ากอง REIT ดังนั้น REIT ของสิงคโปร์จำนวนหนึ่งจึงได้เริ่มกระจายการลงทุนไปในอสังหาริมทรัพย์ของประเทศอื่น โดยเฉพาะในประเทศจีน และทำให้ประเภทสินทรัพย์ที่ลงทุนของ REIT ในสิงคโปร์มีความหลากหลาย (รูปที่ 7) ทั้งนี้ อีไอซีมองว่า จากการที่อสังหาริมทรัพย์ในหลายประเทศ โดยเฉพาะสิงคโปร์และฮ่องกงมีราคาแพง แนวโน้มอีกด้านหนึ่งที่จะได้เห็นในตลาด REIT คือ REIT ในเอเชียมีการซื้อสินทรัพย์ข้ามพรมแดน (Cross-border acquisition) มากขึ้นตามลำดับ

4.) การสร้างมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยให้ตลาด REIT ของไทยเติบโตได้อย่างยั่งยืน มีกรณีศึกษาที่เคยเกิดขึ้นในตลาด REIT ของประเทศต่างๆ ในเอเชียอยู่หลายครั้งว่าในการบริหาร REIT นั้นความขัดแย้งทางผลประโยชน์เกิดขึ้นได้ เพราะในทางปฏิบัติโดยทั่วไป โดยเฉพาะ REIT ในเอเชีย ผู้จัดการกอง (REIT Manager) และเจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิมผู้ให้การสนับสนุนการจัดตั้งกอง (Sponsor) รวมทั้งผู้ถือหุ้นหลักของกอง (Major Shareholder) มักมีความเกี่ยวข้องหรือมีส่วนได้ส่วนเสียซึ่งกันและกัน เช่น Sponsor มีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นของ REIT หรือ ผู้จัดการกอง REIT เป็นบริษัทลูกของ Sponsor ความขัดแย้งทางผลประโยชน์นี้อาจนำไปสู่การทำธุรกรรมที่สร้างความเสียหายกับผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Minority shareholder) ได้ เช่น เมื่อผู้จัดการกอง REIT ซื้อสินทรัพย์จาก Sponsor ที่ราคาสูงเกินไป หรือขายสินทรัพย์ให้กับ Sponsor ที่ราคาต่ำเกินไป ซึ่งเหตุการณ์ในลักษณะนี้จะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนใน REIT อยู่พอสมควร นอกจากนี้ มีงานวิจัยที่สนับสนุนว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลประกอบการของ REIT⁴ ที่ผ่านมา Property fund ไม่ได้มีการซื้อขายสินทรัพย์เข้าและออกกองอยู่บ่อยนัก การกำกับดูแลกิจการจึงดูเหมือนเป็นเรื่องรองที่ไม่ได้รับความใส่ใจเท่าใดนัก แต่สำหรับ REIT น่าจะมีการซื้อสินทรัพย์และขายสินทรัพย์ได้บ่อยกว่า ดังนั้น อีไอซีจึงเห็นว่า การสร้างตลาด REIT ให้ประสบความสำเร็จในประเทศไทย จึงควรส่งเสริมให้ REIT ที่จัดตั้งขึ้นมีสร้างมาตรฐานที่ดีในการกำกับดูแลกิจการตั้งแต่เริ่มต้น โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยซึ่งมักเป็นผู้ลงทุนรายย่อย แนวทางปฏิบัติที่สำคัญ ได้แก่ การกำหนดบทบาทหน้าที่ของทรัสต์เพื่อป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์อย่างรัดกุม การกำหนดสิทธิและแนวทางปฏิบัติที่เปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยได้คัดค้านธุรกรรมที่เห็นว่าไม่ได้เป็นไปเพื่อประโยชน์ของ REIT อย่างแท้จริง รวมทั้งการกำหนดมาตรฐานการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ที่โปร่งใสและยุติธรรมในทุกครั้งที่ REIT เข้าไปทำธุรกรรมจัดหาหรือจำหน่ายสินทรัพย์ที่มีมูลค่าสูง เป็นต้น ประเด็นเหล่านี้ อาจไม่ได้ถูกกำหนดเป็นกฎหมายทั้งหมด แต่น่าจะได้รับการส่งเสริมให้เป็นแนวทางปฏิบัติร่วมกันเพื่อประโยชน์ของทุกฝ่าย

Implication ■ การพัฒนาตลาด REIT ให้เกิดได้จะส่งผลกระทบต่อดตลาดอสังหาริมทรัพย์และเศรษฐกิจ ตลาด REIT ในหลายประเทศในเอเชีย เช่น ญี่ปุ่น ฮ่องกง และ สิงคโปร์ มีส่วนช่วยให้ส่งเสริมตลาดอสังหาริมทรัพย์ตลอดจนเศรษฐกิจในประเทศไปพร้อมกัน⁵ เพราะการแปลงอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นสินทรัพย์ลงทุนได้เช่น REIT นั้นได้เพิ่มความสะดวกในการลงทุน เป็นสินทรัพย์ลงทุนที่มีสภาพคล่องจึงช่วยเพิ่มมูลค่าสินทรัพย์และทำให้เงินทุนมีความคล่องตัวและหมุนได้เร็วขึ้น สำหรับประเทศไทย การแปลงอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นสินทรัพย์ลงทุนนั้นไม่ใช่เรื่องใหม่

⁴ Sing, Tien Foo (2013), Does Corporate Governance Matter for REITs? – Re-Examining 'The REIT Effect'

⁵ Atchison, Yeung (2014), The Impact of REITs on Asian Economies. Asia Pacific Real Estate Association

Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner.

Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct.

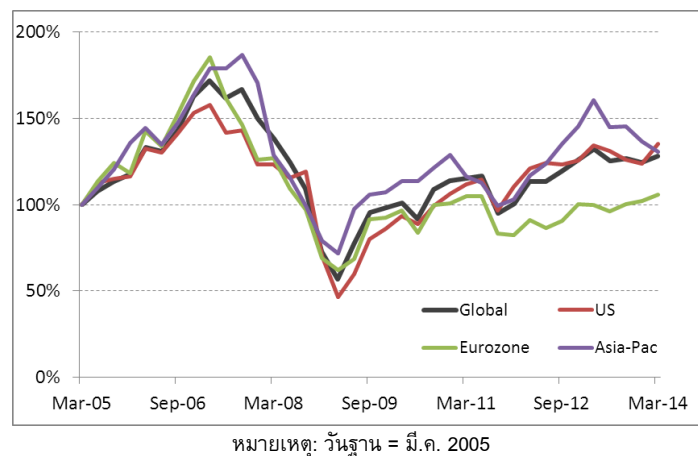
This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.



เพราะเรามี Property fund ที่เกิดขึ้นมาระยะหนึ่งแล้ว แต่การเปลี่ยนผ่านจาก Property fund มาเป็น REIT อาจต้องใช้เวลารสร้างความคุ้นเคยกับกฎเกณฑ์และแนวปฏิบัติที่เปลี่ยนแปลงไปจากเดิม ทั้งนี้ไอซียังเชื่อว่า REIT จะได้รับการตอบรับที่ดีจากผู้ประกอบการด้านอสังหาริมทรัพย์และผู้ลงทุน

- บทเรียนสำหรับการพัฒนาตลาดและการจัดการ REIT ที่จะเกิดขึ้นในประเทศไทยคือ การสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน การพัฒนาตลาด REIT ให้เกิดขึ้นอย่างประสบความสำเร็จขึ้นอยู่กับทั้งผู้จัดหาสินทรัพย์ที่จะคัดเลือกสินทรัพย์ที่มีคุณภาพ ผู้จัดการกองที่มีระบบการบริหารสินทรัพย์ที่ดีเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับกอง ตลอดจนผู้ลงทุนที่จะมีส่วนช่วยส่งเสริมสภาพคล่องในการซื้อขาย ทั้งนี้ไอซีมองว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งรวมถึงการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส เช่น ข้อมูลผลประกอบการรายสินทรัพย์ และการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่สร้างความมั่นใจจากผู้ลงทุน และ ช่วยให้ตลาด REIT พัฒนาขึ้นได้อย่างยั่งยืน

รูปที่ 1: ผลตอบแทนของตลาด REIT ในภูมิภาคต่างๆ



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner.

Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct.

This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.



รูปที่ 2: เปรียบเทียบกฎเกณฑ์ของ REIT ของประเทศไทยกับประเทศญี่ปุ่น ฮองกง และสิงคโปร์

	Japan	Hong Kong	Singapore	Thailand
Regulatory Body	FSA	SFC	MAS	SEC
Main governing law	Code on Real Estate Investment Trusts and Securities and Futures Ordinance (SFO)	Financial Instruments and Exchange Law, Investment Trust and Investment Corporation Law	Code on Collective Investment Schemes—Property Fund Guidelines, Securities and Futures Act (SFA)	Trust for Transactions in Capital Market Act B.E. 2550 (2007) and Securities and Exchange Act B.E. 2535 (1992)
REIT Legal Structure	Unit Trust or Corporate (all listed on stock exchanges are corporate)	Unit Trust	Unit Trust or Corporate (generally trusts in practice)	Trust
Management Structure	External	Internal / External	External	Internal / External
Mandatory Listing on Exchange	No	Yes	No, but due to tax treatment, all current S-REITs are listed	Yes
Geographic Restrictions	No	No	No	No
Percent of Real Estate Asset	At least 70%	Only allowed to invest in income-generating real estate	At least 75% invested in income-producing real estate	At least 75% invested in income-producing real estate
Real Estate Development	Restricted	No	<10%	<10%
Gearing Restrictions	No	<45%	<35%	<35% and <60% for investment grade credit rating
Dividend Payout Ratio	≥90%	≥90%	≥90%	≥90%

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CFA Institute และ European Public Real Estate Association

รูปที่ 3: ตัวอย่างการกำหนดค่าตอบแทนของผู้จัดการโดย REIT ในต่างประเทศ

	Nippon Building Fund Inc (Japan)	Champion REIT (Hong Kong)	Capita Commercial Trust (Singapore)
Base fee	2.50% per year based on rental income	12% of net property income (NPI) per year as long as NPI each half year is at least HK\$200 million	0.1% per year of the value of the deposited property
Performance fee	3% per year on profit	None	5.25% per year of net income
Acquisition fee	Variable depending on acquisition price; maximum of 0.5%	Up to 1% of the acquisition price	1% of the acquisition price of property acquired
Disposal or Divestment fee	None	Up to 0.5% of the sale price	0.5% of the sale price of the property divested

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CFA Institute

Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner.

Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct.

This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.

รูปที่ 4: เปรียบเทียบลักษณะของ REIT โดยเฉลี่ยในประเทศญี่ปุ่น ฮองกง และสิงคโปร์

	Japan	Hong Kong	Singapore
Cap Rate	2.4%	2.8%	3.9%
Dividend Yield	4.1%	5.5%	6.4%
Debt-to-Total-Capital ratio	48.4%	26.3%	34.9%
Monthly Return Standard Deviation	21.2%	16.8%	18.5%

หมายเหตุ: Cap Rate = Operating Income / Total Capital

Cap Rate, Dividend Yield และ Debt-to-Total-Capital ratio เป็นข้อมูล ณ 06/06/2014

Monthly return Standard Deviation คำนวณจาก TSE REIT Index, FTSE Strait Times Real Estate Index และ Hang Seng REIT Index ในช่วง 01/2009 – 05/2014

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

รูปที่ 5: คำอธิบายว่าเพราะเหตุใด REIT ที่มีสัดส่วนหนี้สูงกว่าจึงมีความผันผวนของราคาสูงกว่า

- สมมติว่าเปรียบเทียบระหว่าง REIT สองกอง คือ REIT A กับ REIT B ทั้งสองกองมีรายได้จากการดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Income) เท่ากันคือ 100 ล้านบาทต่อปี กำหนดให้ REIT A ไม่มีหนี้ ส่วน REIT B มีหนี้ 200 ล้านบาท
- ทั้งสองกองมีสินทรัพย์ที่มีคุณภาพและอัตราการเติบโตใกล้เคียงกันมาก จึงมีอัตราคิดลด (Cap rate) เท่ากัน⁶ สมมติว่าอยู่ที่ 10%
- มูลค่าของสินทรัพย์ (Asset value) ของทั้งสองกอง โดยใช้วิธีประเมินมูลค่าด้วยรายได้ เท่ากับรายได้จากการดำเนินงานสุทธิหารด้วยอัตราคิดลดหรือเท่ากับ 100 ลบ. / 10% = 1,000 ลบ.
- REIT A ไม่มีหนี้ มูลค่าของส่วนทุน (Equity value) จึงเท่ากับ 1,000 ลบ. ส่วน REIT B มีหนี้ 200 ล้านบาท มูลค่าของส่วนทุนจึงเท่ากับ 800 ลบ.
- สมมติว่าสินทรัพย์ของทั้งสองกองหารรายได้ได้น้อยลง โดยรายได้จากการดำเนินงานสุทธิลดลงเหลือ 80 ล้านบาทต่อปี มูลค่าที่เหมาะสมของสินทรัพย์ทั้งสองกองจึงเท่ากับ 80 ลบ. / 10% = 800 ลบ.
- REIT A ไม่มีหนี้ มูลค่าของส่วนทุนจึงเหลือ 800 ลบ. หรือลดลงไป = $200 / 1,000 = 20\%$ ส่วน REIT B มีหนี้ 200 ล้านบาท มูลค่าของส่วนทุนจึงเหลือ 600 ลบ. หรือลดลงไป = $200 / 800 = 25\%$
- จะเห็นได้ว่าเมื่อสินทรัพย์ REIT สองกองมีรายได้ลดลงด้วยสัดส่วนเท่ากัน REIT ที่มีหนี้มากกว่าจะมีมูลค่าของส่วนทุนลดลงมากกว่า และราคาย่อมลดลงมากกว่าด้วย กล่าวอีกนัยหนึ่ง ถ้า REIT สองกองมีสินทรัพย์ที่มีลักษณะคล้ายกันทุกประการ REIT ที่มี Leverage สูงกว่าย่อมมีมูลค่าที่ผันผวนสูงกว่า โดยสรุปได้ดังตาราง

	REIT A	REIT B		REIT A	REIT B	Remark
Net Operating Income	100	100	⇒	80	80	
Cap rate	10%	10%		10%	10%	
Asset Value	1,000	1,000		800	800	Asset value = Net operating income / Cap rate
Debt	0	200		0	200	
Equity Value	1,000	800		800	600	Equity value = Asset value – Debt
Equity value decreased by				<u>20%</u>	<u>25%</u>	

⁶ อัตราคิดลด (Cap rate) อาจมองได้ว่าเป็นต้นทุนของเงินทุน (Cost of capital) หักด้วยอัตราการเติบโต (Growth rate) ของรายได้จากการดำเนินงานสุทธิ ตามหลัก Modigliani-Miller Proposition 1 สำหรับบริษัทที่ไม่ต้องเสียภาษีเช่น REIT ไม่ว่าจะมีหนี้เท่าใด Cost of capital ยังคงเท่าเดิม กล่าวคือ การก่อหนี้ไม่สามารถทำให้ Cost of capital ของ REIT ลดลงได้ ดังนั้น REIT 2 กองที่มีสินทรัพย์ใกล้เคียงกันและมีอัตราการเจริญเติบโตเท่ากันจึงควรมีอัตราคิดลด (Cap rate) เท่ากัน

Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner.

Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct.

This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.



รูปที่ 6: ประเภท จำนวน และขนาดของ REIT ในประเทศญี่ปุ่น ฮองกง และสิงคโปร์

	Japan	Hong Kong	Singapore
Hotel & Resort REITs	2	2	4
Retail REITs	4	3	7
Office REITs	12	3	5
Diversified REITs	14	3	3
Industrial REITs	4	0	7
Residential REITs	9	0	2
Health Care REITs	0	0	2
Total REITs	45	11	30
Total Market Cap (USD bn)	79.8	23.8	48.2

หมายเหตุ: Market Cap เป็นข้อมูล ณ 06/06/2014

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

รูปที่ 7: REIT ที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 5 อันดับแรกของประเทศญี่ปุ่น ฮองกง และสิงคโปร์

Country	REIT Name	Market Cap (USD mn)	Number of Properties	Property Type	Dividend Yield
Japan	NIPPON BUILDING	8,175	71	Office REITs	2.9
	JAPAN REAL ESTAT	7,025	64	Office REITs	2.7
	JAPAN RETAIL FUND	5,006	76	Retail REITs	3.6
	UNITED URBAN	3,714	97	Diversified REITs	3.5
	NIPPON PROLOGIS	3,424	20	Industrial REITs	2.5
Singapore	CAPITAMALL TRUST	5,622	14	Retail REITs	5.1
	ASCENDAS REAL ES	4,668	105	Industrial REITs	5.8
	CAPITACOMMERCIAL	3,851	10	Office REITs	5.0
	SUNTEC REIT	3,554	10	Diversified REITs	5.2
	KEPPEL REIT	2,855	10	Office REITs	6.2
Hong Kong	LINK REIT	12,236	182	Retail REITs	3.8
	HUI XIAN REIT	2,827	N/A	Diversified REITs	7.2
	CHAMPION REIT	2,749	2	Office REITs	5.7
	FORTUNE REIT	1,622	17	Retail REITs	5.3
	YUEXIU REAL ESTA	1,318	6	Retail REITs	7.3

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

โดย : ปิยากร ชลวร (Piyakorn.chonlaworn@scb.co.th)
SCB Economic Intelligence Center (EIC)
EIC Online: www.scbeic.com

Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner.

Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct.

This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.