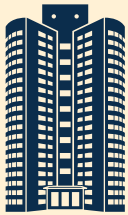




เปรียบเทียบกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (PFPO) และ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) ใหม่



Highlight

- กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (กอง REIT) มีความน่าสนใจมากกว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หรือ Property funds for public offering (กอง PFPO) เนื่องจากข้อกำหนดของทรัพย์สินที่กอง REIT สามารถลงทุนในทุกประเภทอสังหาริมทรัพย์ ไม่มีข้อจำกัดอย่างเช่นในกอง PFPO นักลงทุนมีตัวเลือกมากขึ้นในการลงทุน และกอง REIT กองเดียวกันก็สามารถกระจายความเสี่ยงได้ดีกว่า ทรัสต์และผู้จัดการกอง REIT มีบทบาทที่สำคัญมากขึ้นในการสร้างมูลค่าของกอง REIT และสร้างเสริมให้กอง REIT มีศักยภาพสูงขึ้นในการแข่งขันกับกอง REIT ของต่างประเทศด้วยเหตุนี้ จึงมีแนวโน้มว่ากอง REIT แต่ละกองจะมีอัตราการเติบโตและมีผลประกอบการในระยะยาวที่ดีกว่ากอง PFPO
- ในแง่สิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีจากรายได้ที่ได้รับจากกอง REIT มีสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีสำหรับนักลงทุนรายย่อยนั้นไม่ต่างจากที่ได้รับจากกอง PFPO แต่สำหรับนักลงทุนสถาบันจะไม่ได้รับสิทธิประโยชน์เรื่องการยกเว้นภาษีจากเงินปันผลอีกต่อไป นักลงทุนต่างชาติก็เช่นกัน จากที่เคยได้รับการยกเว้นภาษีเงินปันผลเมื่อลงทุนในกอง PFPO จะต้องเสียภาษี (หัก ณ ที่จ่าย) เมื่อได้รับเงินปันผลในอัตรา 10% เช่นเดียวกับนักลงทุนประเภทอื่น เมื่อลงทุนในกอง REIT
- ประเด็นที่ต้องพิจารณาเมื่อเลือกลงทุนในกอง REIT คือ เรื่องการลดลงของมูลค่าหน่วยทรัสต์ ที่ซื้อขายในตลาดรองเมื่อเวลาผ่านไป ซึ่งมีแนวโน้มเป็นไปในทางเดียวกันกับกอง PFPO ซึ่งนั่นหมายถึงนักลงทุนมีโอกาสขาดทุนจากการลงทุนได้ สาเหตุที่ทำให้เกิดการลดลงของมูลค่าหน่วยลงทุนนั้นมีหลายประการ ได้แก่ คุณภาพอสังหาริมทรัพย์, การขาดสภาพคล่องของตลาดกองทุนรวม, ราคาประเมินมูลค่าสินทรัพย์เมื่อเข้าลงทุนครั้งแรก และช่วงเวลาที่ทำการจดทะเบียนกองทุน ฉะนั้น เพื่อเป็นการลดโอกาสที่จะก่อให้เกิดการลดลงของมูลค่าหน่วยลงทุน ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องอันได้แก่ ผู้กำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์, ที่ปรึกษาทางการเงิน, ผู้จัดการกอง REIT และทรัสต์ ต้องมีบทบาทร่วมกันในการคัดเลือกอสังหาริมทรัพย์ที่มีคุณภาพดี และสนับสนุนให้การประเมินราคาเป็นไปอย่างเป็นกลางและสอดคล้องกับความสามารถในการสร้างรายได้ของทรัพย์สินในระยะยาว รวมทั้งมีการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพอีกด้วย

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.



กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์จะเข้ามาแทนที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กอง PFPO ในไทย จะถูกแทนที่ด้วยกอง REIT ซึ่งเป็นรูปแบบกองทุนที่มีความเป็นสากลเทียบเท่าต่างประเทศ และมีแนวทางที่มีการใช้กันอย่างแพร่หลายทั่วโลก การดำเนินงานของกอง REIT อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ตลาดของ กอง PFPO ในช่วงระยะเวลา 10 ปีที่ผ่านมามีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง และมีมูลค่าตามราคาตลาด ณ ปัจจุบันถึง 248 พันล้านบาท จากทั้งหมด 48 กองทุน ซึ่งแบ่งเป็นประเภทอสังหาริมทรัพย์ 7 ประเภท (รูปที่ 1) ทั้งนี้ นับจากปี 2557 เป็นต้นไป จะไม่มีการ จัดตั้งกอง PFPO ใหม่ และไม่สามารถเพิ่มเงินทุนให้กอง PFPO ที่มีอยู่แล้วได้ กอง PFPO จะยังคงอยู่ในตลาดรอง อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้กระตุ้นให้มีการเปลี่ยนจากกอง PFPO เป็นกอง REIT ปัจจุบันการ เปลี่ยนมาเป็นกอง REIT มีค่าใช้จ่ายค่อนข้างสูง และสิทธิประโยชน์ทางภาษีในระดับของนักลงทุนบางประเภทก็จะหายไปเมื่อ แปลงสภาพเป็นกอง REIT แต่ถึงแม้สิทธิประโยชน์ทางภาษีของนักลงทุนจะลดลง แต่สิทธิประโยชน์ทางภาษีในระดับกอง REIT ยังคงอยู่ คือ ได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้จากการจัดหารายได้ของกอง REIT ในขณะเดียวกัน นักลงทุนรายย่อยจะยังได้รับการ ยกเว้นภาษีกำไรส่วนเกินทุน (capital gain tax) เช่นเดิม

รูปแบบการลงทุนของกอง REIT ส่งเสริมให้มีอัตราการเติบโตได้ดีกว่าเนื่องจากมีหลักเกณฑ์ที่ยืดหยุ่นกว่า กอง REIT มีทางเลือกในการลงทุนได้หลายรูปแบบเพิ่มเติมมากขึ้นดังนี้ โดยสามารถกู้ยืมจากสถาบันการเงินได้ไม่เกิน 35% ของ สินทรัพย์รวม หรือไม่เกิน 60% กรณีกอง REIT มี Investment Grade Rating การกู้ยืมเงินจะช่วยให้กอง REIT มีอัตรา ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นที่สูงขึ้น อีกทั้งกอง REIT สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ยังไม่แล้วเสร็จ (green field project) ได้ไม่เกิน 10% ของสินทรัพย์รวม ในแง่ของขอบเขตการลงทุน กอง REIT สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ตั้งอยู่ในต่างประเทศได้ ซึ่งการ ลงทุนในต่างประเทศนั้นไม่เพียงแต่จะเป็นการช่วยกระจายความเสี่ยง แต่ยังช่วยให้กอง REIT ดึงดูดนักลงทุนได้ดีมากขึ้นอีกด้วย คุณสมบัติเด่นอีกประการของกอง REIT คือ สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้หลากหลายประเภทโดยไม่ถูกจำกัดอยู่ภายใต้ รายการทรัพย์สินที่ ก.ล.ต.อนุญาต ซึ่งต่างจากกอง PFPO ที่สามารถลงทุนได้ในอสังหาริมทรัพย์ 9 ประเภทที่กำหนดไว้เท่านั้น ได้แก่ สำนักงาน, ศูนย์การค้า, โรงงาน, คลังเก็บสินค้า, เซอร์วิสอพาร์ทเมนต์และที่อยู่อาศัย, โรงแรม, ศูนย์การประชุม และ ศูนย์ กระจายสินค้าขนาดใหญ่ โดยกอง REIT นั้นสามารถเพิ่มโอกาสในการลงทุนไปสู่ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ประเภทอื่นๆ ที่จะ ให้ผลตอบแทนเป็นค่าเช่าที่คงที่ ตัวอย่างเช่น ดินที่ว่างเปล่าที่สามารถนำมาพัฒนาเป็นที่จอดรถให้เช่า นอกจากนี้ การลงทุนในกอง REIT ยังสามารถทำได้ 2 รูปแบบ คือ การลงทุนทางตรงและการลงทุนทางอ้อมโดยลงทุนผ่านบริษัทที่กอง REIT นั้นถือหุ้น 99% ของหุ้นทั้งหมด ทั้งนี้ การลงทุนโดยซื้อหุ้นบริษัทที่มีทรัพย์สินมากมายมีข้อดีในการช่วยลดภาระภาษีและค่าธรรมเนียมที่เกี่ยวข้อง กับการโอนซื้ออสังหาริมทรัพย์ของนักลงทุนนั่นเอง วิธีการลงทุนในลักษณะที่กล่าวมาข้างต้นจะส่งผลให้ทรัพย์สินรวมของกอง REIT มีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นข้อดีของกอง REIT และจะเพิ่มผลตอบแทนที่ดีให้กับนักลงทุน

สิทธิประโยชน์ทางภาษีของเงินปันผลและกำไรส่วนเกินทุนจากการขายหน่วยลงทุนสำหรับนักลงทุนรายย่อย นั้นไม่มีความเปลี่ยนแปลง แต่สำหรับนักลงทุนสถาบัน สิทธิประโยชน์ทางภาษีที่หักเงินปันผลนั้นไม่ มีผลบังคับใช้อีกต่อไปแล้ว โดยนักลงทุนรายย่อยไทย จะต้องเสียภาษีหัก ณ ที่จ่าย 10% จากเงินปันผลที่ได้จากกอง PFPO และกอง REIT ณ วันที่จ่ายเงินปันผล แต่ได้รับการยกเว้นภาษีส่วนเกินทุน (capital gain tax) จากการขายหน่วยทั้งจากกอง PFPO และกอง REIT ส่วนนักลงทุนสถาบันชาวไทย การยกเว้นภาษีเงินปันผลซึ่งเดิมเคยมีผลบังคับใช้สำหรับกอง PFPO (รูปที่ 2) นั้นไม่มีผลบังคับใช้สำหรับกอง REIT อีกต่อไปแล้ว ซึ่งเป็นหนึ่งในข้อด้อยที่ส่งผลกระทบต่อนักลงทุนสถาบันชาวไทย อย่างไรก็ตาม อัตราผลตอบแทนของนักลงทุน (ROE) ที่ลงทุนในกอง REIT นั้นสามารถเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่ระดับความเสี่ยงก็สามารถลดลง ได้ด้วยการใช้เงินกู้ยืมในการลงทุนของกอง REIT ภายใต้หลักเกณฑ์ใหม่ ทั้งนี้ นักลงทุนสถาบันไทยยังคงต้องเสียภาษีจากกำไร ส่วนเกินทุนโดยคำนวณจากอัตราภาษีนิติบุคคลในอัตรา 20% สำหรับนักลงทุนต่างชาติ จะต้องเสียสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากเงิน

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.



ปันผล โดยจะต้องเสียภาษี ณ ที่จ่ายในอัตรา 10% ทั้งนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบัน โดยนักลงทุนรายย่อยต่างชาติ ได้รับการยกเว้นภาษีกำไรส่วนเกินทุนเช่นเดียวกับนักลงทุนไทย แต่นักลงทุนสถาบันชาวต่างชาติต้องเสียภาษีในอัตรา 15% (หรือในอัตราที่ระบุไว้ในอนุสัญญาภาษีซ้อน หรือ Double Tax Agreement ระหว่างไทยและประเทศต่าง ๆ)

อีไอซี มองว่ากอง REIT จะประสบปัญหามูลค่าหน่วยลงทุนที่อาจลดลงเช่นเดียวกับกอง PFPO ราคาของหน่วยลงทุนที่ลดลงต่ำกว่ามูลค่าเสนอขายครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) ซึ่งปกติอยู่ที่อัตรา 10 บาทต่อหน่วยนั้นหมายถึงการขาดทุนของนักลงทุน ทั้งนี้มีสาเหตุหลัก 3 ประการที่ทำให้มูลค่าหน่วยลงทุนลดลง ประการแรก คือ การขาดสภาพคล่องของการซื้อขายตามกลไกในตลาดหุ้น นักลงทุนบางรายซื้อหน่วยลงทุนจากกอง PFPO เพื่อเก็งกำไรในระยะสั้น แต่แท้จริงแล้วกอง PFPO และกอง REIT นั้นเป็นเครื่องมือในการลงทุนระยะยาวด้วยการสร้างรายได้อย่างต่อเนื่องตราบเท่าที่อสังหาริมทรัพย์ยังมีอายุการใช้งานอยู่ สำหรับนักลงทุนที่มองข้ามประโยชน์ของกอง PFPO ในแง่ของการลงทุนระยะยาวมักจะขายหน่วยลงทุนในราคาที่ต่ำกว่าทุนเพื่อไปลงทุนด้านอื่นแทน จึงทำให้ราคาซื้อขายหน่วยลงทุนในตลาดรองของกอง PFPO ลดลง สาเหตุประการที่สอง คือ ช่วงเวลาของการเสนอขายหน่วยลงทุนครั้งแรกอยู่ในช่วงที่ภาวะตลาดอยู่ที่จุดสูงสุด ซึ่งเป็นสาเหตุให้ราคาของหน่วยลงทุนลดลงในเวลาต่อมาตามภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง กอง PFPO ที่จดทะเบียนก่อนวิกฤติเศรษฐกิจปี 2008 ได้รับการประเมินราคาที่ค่อนข้างสูงอันเป็นผลมาจากสภาพเศรษฐกิจในขณะนั้นซึ่งที่มีทิศทางบวก แต่เมื่อสภาพเศรษฐกิจในช่วงเวลาต่อมาเข้าสู่ภาวะถดถอยจึงส่งผลให้ราคาของหน่วยลงทุนลดลงต่ำกว่าตอนเสนอขายครั้งแรก (รูปที่ 5) อย่างไรก็ตาม เรื่องของช่วงเวลาก็ไม่ใช่สาเหตุหลักที่อยู่เบื้องหลังเสมอไป เนื่องจากเมื่อมีการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์เป็นที่สันนิษฐานว่าอสังหาริมทรัพย์จะได้รับการประเมินราคาอย่างยุติธรรม (fair valuation) ก่อนจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งการประเมินราคาอย่างยุติธรรมนั้นหมายถึงการประเมินราคาอสังหาริมทรัพย์โดยประมาณการถึงความสามารถในการจัดหาผลประโยชน์ที่แท้จริงไม่เกินความเป็นจริง หรือไม่เก็งกำไรนั่นเอง โดยกอง PFPO และ กอง REIT ที่เพิ่งจดทะเบียนใหม่ กระแสเงินสดในอนาคตของทรัพย์สินอาจถูกบิดเบือนเนื่องจากสมมติฐานที่เป็นไปไม่เชิงบวกมากเกินไปในขั้นตอนการประเมินราคา ผลลัพธ์ที่ได้ คือ การประเมินราคาที่ทำให้มูลค่าสูงกว่าความเป็นจริงหรือเรียกว่า Overvaluation ซึ่งการประเมินราคาที่มีมูลค่าสูงกว่าความเป็นจริงนี้เองที่เป็นหนึ่งในสาเหตุ 3 ประการที่ทำให้ราคาของหน่วยลงทุนลดลงเนื่องจากผลประกอบการที่แท้จริงต่ำกว่าที่ประเมินไว้ ทำให้นักลงทุนผิดหวังและขายหน่วยลงทุนนั้นเพื่อไปลงทุนในทรัพย์สินประเภทอื่น อีกตัวอย่างหนึ่งที่ชัดเจนของการประเมินราคาสูงกว่าความเป็นจริง คือ กรณีกอง PFPO และ กอง REIT มีการรับประกันผลตอบแทนจากผู้เช่าซึ่งเป็นผู้เช่าเพียงรายเดียว ซึ่งโดยทั่วไปก็คือสปอนเซอร์ (หรือเจ้าของอสังหาริมทรัพย์) เมื่อสปอนเซอร์เป็นผู้จัดการทรัพย์สิน โดยเฉพาะทรัพย์สินที่เป็นประเภทโรงแรม ผู้เช่าจะต้องเช่าอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมดจากกองทุนเนื่องจากเป็นหลักเกณฑ์ที่ ก.ล.ต. กำหนดไว้ โดยผู้เช่าจะจ่ายค่าเช่าในอัตราที่สูงตามระยะเวลาที่ระบุไว้ในสัญญาซึ่งจะมีระยะเวลา 3-5 ปี ส่งผลให้เกิดความเสี่ยงกับนักลงทุนเนื่องจากรูปแบบการออกแบบโครงสร้างดังกล่าวกำหนดกระแสเงินสดในอนาคตไว้ตายตัว ไม่ได้สะท้อนถึงศักยภาพที่แท้จริงในการทำกำไรของทรัพย์สิน ถือเป็นความเสี่ยงของนักลงทุน เมื่อสิ้นสุดช่วงระยะเวลาที่กำหนดค่าเช่าไว้แล้วนั้นอัตราค่าเช่าอาจมีการปรับลดลงอย่างมากเพื่อเป็นการปรับให้เข้ากับสภาพเศรษฐกิจที่แท้จริงส่งผลให้รายรับของกอง PFPO และ กอง REIT นั้นลดต่ำลงและส่งผลกระทบต่อราคาของหน่วยลงทุนลดลงตามไปด้วย

ในบางครั้งเราอาจได้ยินนักวิเคราะห์ตลาดหุ้นอธิบายว่าสาเหตุของการที่ราคาของหน่วยลงทุนลดลงนั้นเป็นเพราะกองทุนมีขนาดไม่ใหญ่พอ หรือเป็นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์นั้นเป็นรูปแบบการเช่าระยะยาว (leasehold) ซึ่งจะทำให้มูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชีมีมูลค่าลดลงเรื่อยๆ ไปตามระยะเวลาสัญญาเช่าระยะยาวนั้นๆ โดยอีไอซีมองว่ากลไกของตลาดอสังหาริมทรัพย์นั้นย่อมดำเนินไปตามระบบ คือ อสังหาริมทรัพย์ที่มีคุณภาพดีผนวกกับการประเมินราคาอย่างเป็นกลางจะทำให้ได้ผลตอบแทนอยู่ในเกณฑ์ดีต่อเนื่องและได้รับความสนใจจากนักลงทุน ส่งผลให้มีการซื้อขายกันในราคาที่สูงขึ้นกว่ามูลค่าหน่วยลงทุนตอนที่เสนอขายครั้งแรก โดยอสังหาริมทรัพย์ที่ดีจะไม่ได้รับผลกระทบจากขนาดหรือรูปแบบการครอบครองอสังหาริมทรัพย์ เพราะหากอสังหาริมทรัพย์สามารถสร้างรายได้ที่ดีและมีเกณฑ์ที่จะสร้างผลตอบแทนเพิ่มขึ้น นักลงทุนที่เข้าตลาดก็หลังก็ยังมียินดีที่จะจ่ายค่าพรีเมียมจนกว่า

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.



ผลตอบแทนจะลดลงมาอยู่ในระดับเดียวกับผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทอื่นๆ เช่นเดียวกันกับอสังหาริมทรัพย์ที่เป็น leasehold ถ้าอสังหาริมทรัพย์นั้นสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นเรื่อยๆ จะทำให้มีการซื้อขายหน่วยลงทุนในราคาที่สูงขึ้นเรื่อยๆ จนกว่าผลตอบแทนรวมของช่วงระยะเวลาที่เหลือของสัญญาเช่าลดลงต่ำกว่ามูลค่าหน่วยลงทุน ดังนั้น จากข้อสังเกตที่กล่าวมาเกี่ยวกับราคาของหน่วยลงทุนที่ลดลงในตลาดของกอง PFPO จะเห็นได้ว่ากอง REIT ซึ่งก็อยู่ในตลาดที่มีความคล้ายคลึงกันจะประสบปัญหาเดียวกัน ซึ่งเป็นอุปสรรคที่ทำลายของตลาดกอง REIT นักลงทุนควรพิจารณาผลประโยชน์ประกอบกันที่แท้จริงว่าสอดคล้องกับรายได้ของอสังหาริมทรัพย์ก่อนการลงทุน

กอง REIT ต้องมีการบริหารจัดการควบคุมดูแลกิจการที่แข็งแกร่งจากทรัสต์และผู้จัดการกอง REIT ที่มีคุณสมบัติพร้อม โดยหลักเกณฑ์แล้วทรัสต์จะต้องเป็นสถาบันการเงินอย่างเช่น ธนาคาร หรือ บริษัทหลักทรัพย์ โดยทรัสต์ของกอง REIT มีหน้าที่หลักสำคัญ คือ เป็นเจ้าของสินทรัพย์และกำกับดูแลการดำเนินงานรวมถึงผลการดำเนินงานของกองทรัสต์และรายงานต่อผู้ถือหน่วยทรัสต์ทั้งหมด นอกจากทรัสต์แล้วผู้จัดการกอง REIT ก็เป็นอีกหนึ่งบทบาทสำคัญที่เพิ่มมาในโครงสร้างของกอง REIT โดยผู้จัดการกอง REIT จะเป็นองค์กรที่จัดการสินทรัพย์ของกอง REIT และสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจของกอง REIT ให้แก่ผู้ลงทุนทั้งหมดผ่านการลงทุนและสร้างผลประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์นั้น ผู้ที่จะเป็นผู้จัดการกอง REIT ได้จะต้องมีความพร้อมของระบบงานและบุคลากรซึ่งมีประสบการณ์ด้านการจัดการสินทรัพย์และสร้างผลประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงสามารถบริหารจัดการลงทุนตามหลักเกณฑ์ของสำนักงาน ก.ล.ต. โดยจะต้องมีประสบการณ์ดังกล่าวไม่น้อยกว่า 3 ใน 5 ปีที่ผ่านมา ซึ่งโดยส่วนใหญ่แล้วผู้จัดการกอง REIT จะเป็นบริษัทที่เจ้าของทรัพย์สินเดิมจัดตั้งขึ้นมา และถือหุ้นอยู่ เนื่องจากมีความคุ้นเคยกับผู้เช่าที่มีอยู่และมีประสบการณ์ในการจัดการอสังหาริมทรัพย์เดิมของตนอยู่แล้ว รวมถึงยังมีความรู้ในการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อีกด้วย ทั้งนี้ ตามหลักเกณฑ์ของกอง REIT จะมีข้อกำหนดการถือหน่วยทรัสต์ของกลุ่มบุคคลเดียวกันห้ามเกินกว่า 50% ของจำนวนหน่วยทรัสต์ทั้งหมด ในขณะที่กอง PFPO กำหนดว่าห้ามเกินกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมด จากการตั้งข้อกำหนดให้เจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิมสามารถรับส่วนแบ่งในอัตราที่สูงขึ้นที่ 50% ก็เพื่อเป็นแรงจูงใจให้บรรดาเจ้าของอสังหาริมทรัพย์ที่มีศักยภาพต้องการขายอสังหาริมทรัพย์ให้กับกอง REIT และบรรดาเจ้าของอสังหาริมทรัพย์ยังสามารถสนับสนุนการดำเนินงานที่ดีของกอง REIT ด้วยการเป็นผู้จัดการกอง REIT หรือผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์ (ผู้จัดการกอง REIT จะมุ่งเน้นด้านการลงทุนของกอง REIT และอาจว่าจ้างผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์ให้ดูแลการดำเนินงานของอสังหาริมทรัพย์อีกทอดหนึ่ง) ท้ายที่สุดนี้ การบริหารจัดการและควบคุมดูแลกิจการที่แข็งแกร่งจากทรัสต์จะต้องมีการเน้นย้ำเรื่องการรักษาผลประโยชน์เพื่อนักลงทุนทั่วไป พร้อมทั้งอำนาจการตัดสินใจของทรัสต์จะต้องไม่ได้รับอิทธิพลจากสปอนเซอร์ (เจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิม) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในขั้นตอนการประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ เมื่อเสนอขายในตลาดหลักทรัพย์ครั้งแรก รวมไปถึงการเข้าซื้ออสังหาริมทรัพย์ในเวลาต่อมา และการกำหนดอัตราค่าตอบแทนผู้จัดการกอง REIT และ ผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์

Implication ■ กอง REIT จะเป็นเครื่องมือในการลงทุนที่มีความน่าสนใจมากกว่ากอง PFPO เนื่องจากมีขีดความสามารถในการลงทุนที่สูงกว่า แม้จะมีข้อด้อยเรื่องสิทธิประโยชน์ทางภาษีสำหรับนักลงทุนสถาบัน เนื่องด้วยขนาดของกอง REIT สามารถขยายได้โดยหลายรูปแบบเช่นเดียวกับการขยายบริษัททั่วไป จึงไม่ใช่เรื่องแปลกที่กอง REIT จะได้รับความสนใจจากนักลงทุนหน้าใหม่ ดังนั้น กอง REIT จะมีการเติบโตมากกว่ากอง PFPO และการดำเนินการในระยะยาวของกอง REIT ก็จะมีศักยภาพมากขึ้น โดยอีไอซีคาดว่ารูปแบบการลงทุนของกอง REIT ใหม่จะช่วยขจัดหรือบรรเทาข้อด้อยเดิมๆ ของกอง PFPO ที่ส่งผลให้ราคาของหน่วยลงทุนลดลงอย่างที่ผ่านมา

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.



■ นักลงทุนควรพิจารณาหัวข้อดังต่อไปนี้เมื่อจะลงทุนในกอง PFPO และ กอง REIT

- สำหรับกอง PFPO และ กอง REIT นักลงทุนควรพิจารณาผลกำไรจากการประกอบการในอดีตและความสามารถในการอนาคตของอสังหาริมทรัพย์นั้น เช่น รายได้คงที่ของอสังหาริมทรัพย์ก่อนเสนอขายครั้งแรกอยู่ที่เท่าไร หากสポンเซอร์กอง PFPO/กอง REIT รับประกันผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาที่กำหนดไว้ แต่หลังจากพ้นช่วงระยะเวลาที่ระบุไว้แล้วอสังหาริมทรัพย์นั้นจะยังสามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีเท่าเดิมหรือไม่ โดยอัตราผลตอบแทนจากอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นการขายขาด (freehold) จะอยู่ที่ประมาณ 6-8% และประมาณ 8-10% สำหรับอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นการสิทธิการเช่าระยะยาว (leasehold) ทั้งนี้ตามหลักการอสังหาริมทรัพย์ที่เป็น leasehold จะต้องมียอดอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าเพื่อทดแทนกำไรส่วนเกินทุน (capital gain) จากการขายสินทรัพย์ในอนาคตที่ขาดหายไปเมื่อเวลาที่สัญญาเช่าสิ้นสุดลง
- สำหรับกอง PFPO/กอง REIT ที่มีอยู่เดิม นักลงทุนควรศึกษาประวัติราคาหน่วยลงทุนและเบี่ยงลิ่งของผลตอบแทนของอสังหาริมทรัพย์ โดยควรดูว่าราคาของหน่วยลงทุนมีการเพิ่มขึ้นหรือลดลง และอะไรเป็นสาเหตุที่ทำให้ราคาของหน่วยลงทุนเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ให้คำนวณอัตราเงินปันผลที่เป็นกระแสเงินสด หาด้วยราคาประเมินอสังหาริมทรัพย์ล่าสุด จะทำให้ทราบผลตอบแทนที่แท้จริงของอสังหาริมทรัพย์นั้น ไม่ใช่เพียงเปรียบเทียบมูลค่าผลตอบแทนที่มีการตีพิมพ์ประกาศ ซึ่งบางครั้งอาจดูว่าอยู่ในอัตราสูงเนื่องจากคำนวณมาจากมูลค่าหน่วยลงทุนที่ลดลงกว่าราคาเสนอขายครั้งแรก ในขณะที่เดียวกัน นักลงทุนควรเปรียบเทียบผลตอบแทนจากอสังหาริมทรัพย์ที่แท้จริงกับผลตอบแทนจากราคาที่นักลงทุนจะจ่ายในตลาดจริง (ที่อาจมีมูลค่าหน่วยลงทุนที่ลดลงกว่าราคาเสนอขายครั้งแรก) เมื่อดูแล้วผลตอบแทนจากทั้งสองวิธีเป็นไปในทิศทางเดียวกันหรือไม่
- พิจารณาผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในการบริหารสินทรัพย์ เช่น ผู้จัดการกอง REIT และทรัสต์ (หรือผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์และผู้จัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ในกอง PFPO) โดยผู้จัดการกอง REIT/ผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์ องค์กรเหล่านั้นมีความเชี่ยวชาญในการจัดการและสร้างความเติบโตให้แก่กอง PFPO/กอง REIT หรือไม่ รวมไปถึงทรัสต์และผู้จัดการกองทุนรวมอสังหาฯ ได้ทำหน้าที่ในการดูแลตรวจสอบการทำงานของผู้จัดการกอง REIT/ผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์ได้เป็นที่น่าพอใจหรือไม่
- พิจารณาประเภทของธุรกิจและสภาพเศรษฐกิจโดยรวม สภาพเศรษฐกิจส่วนภูมิภาคและสภาพเศรษฐกิจโลกมีทิศทางเป็นอย่างไร รวมทั้งพิจารณาอุตสาหกรรมโดยรวมของประเภทธุรกิจของอสังหาริมทรัพย์นั้น เช่น เป็นโรงแรม หรือเป็นคลังเก็บสินค้า เป็นต้น

More Tips

- การคาดการณ์ผลตอบแทนที่ของกอง REIT ใหม่นั้นสามารถคำนวณได้โดยใช้รายได้สุทธิจากการดำเนินงาน (Net Operating Income: NOI) ของทรัพย์สินในปีล่าสุด (แทนการใช้ตัวเลขประมาณการรายรับในอนาคต) หาด้วยมูลค่ารวมของกอง REIT ตอนเสนอขายครั้งแรก ผลลัพธ์ที่ได้ คือ ผลตอบแทนที่จะได้รับการลงทุน อสังหาริมทรัพย์ที่เป็น freehold ซึ่งควรมีอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ราว 6% ในขณะที่อสังหาริมทรัพย์ที่เป็น leasehold ควรมีอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์

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.

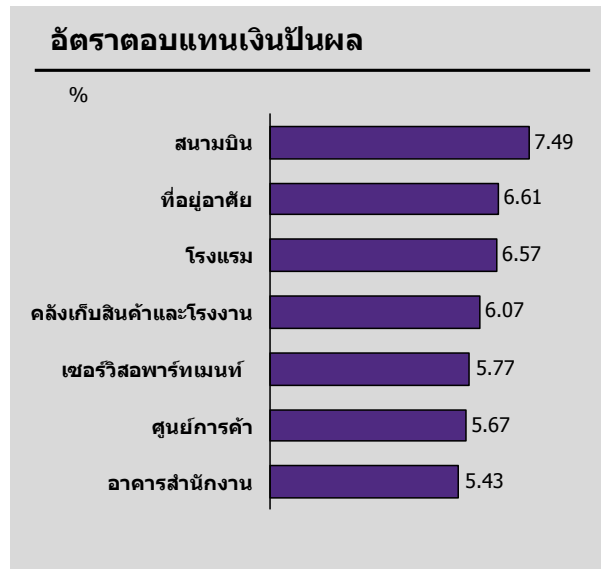
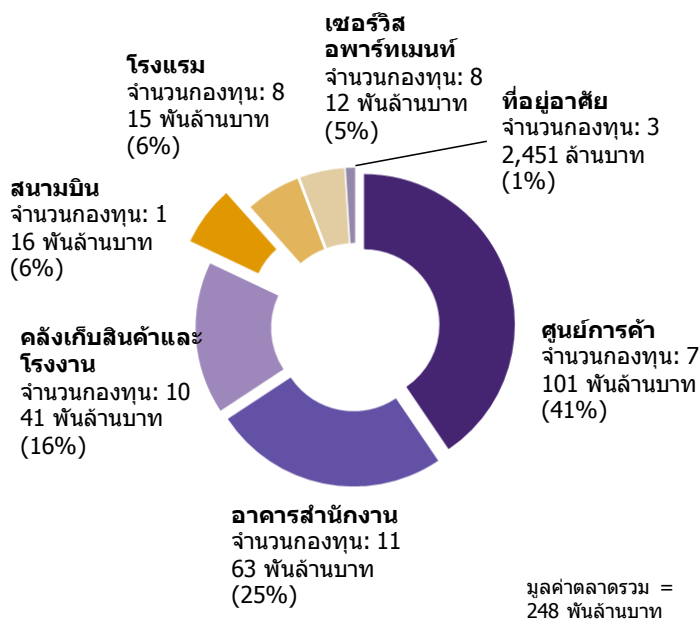
Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct.

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.



ที่ราว 8-10% ซึ่งเป็นอัตราที่สูงกว่าเพื่อเป็นการชดเชยกำไรส่วนเกินทุนที่ขาดหายไป ณ ตอนสิ้นสุดสัญญาเช่าซื้อ ทั้งนี้ รายละเอียดเกี่ยวกับรายได้สุทธิของสินทรัพย์สามารถหาอ่านได้จากหนังสือชี้ชวน (prospectus) ภายใต้หัวข้อ บทสรุปผู้บริหาร ตัวอย่าง มูลค่าลงทุนในกรรมสิทธิ์ของทรัพย์สิน (freehold) ที่กอง REIT จะเข้าซื้อมีราคาประเมินที่เป็นมูลค่าเสนอขายครั้งแรกอยู่ที่ 17,980 ล้านบาท และ 18,400 ล้านบาท โดยเป็นมูลค่าประเมินจากผู้ประเมินสองรายตามหลักเกณฑ์ของการจัดตั้งกอง REIT ทรัพย์สินทั้งหมดดังกล่าวมีรายได้สุทธิจากการดำเนินงาน (NOI) อยู่ระหว่าง 836 ถึง 1,082 ล้านบาทต่อปี สำหรับช่วงปีงบประมาณ 2011-2013 เมื่อพิจารณาจากมูลค่าประเมินและรายได้สุทธิจากการดำเนินงาน สามารถคาดการณ์ได้ว่าอัตราผลตอบแทนต่อปีของกอง REIT น่าจะอยู่ที่ราว 4.5% - 6%

รูปที่ 1: กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีอยู่ในประเทศไทยแยกตามประเภท, มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด, และอัตราเฉลี่ยผลตอบแทนแยกตามประเภทอสังหาริมทรัพย์ โดยค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนตลาดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อยู่ที่ราว 6%



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ SET, ผลตอบแทน ณ เดือนเมษายน 2557

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.

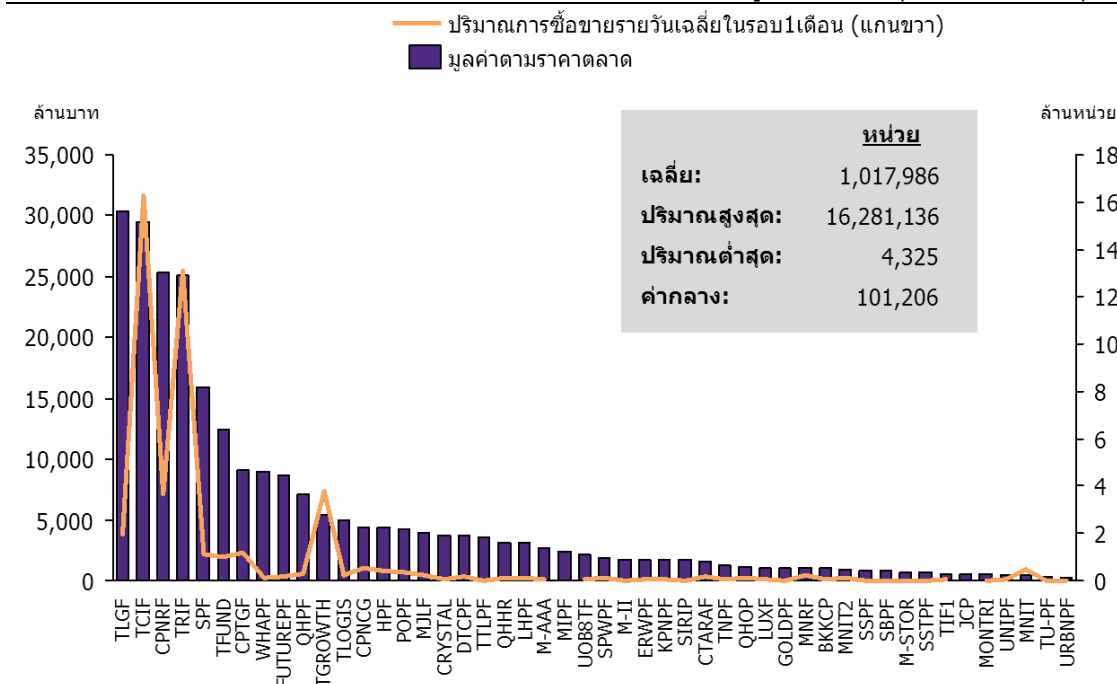
This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.

รูปที่ 2: สรุปข้อเปรียบเทียบสิทธิประโยชน์ทางภาษีของนักลงทุนระหว่างกอง PFPO และกอง REIT

ประเภทนักลงทุน	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (PFPO)		กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT)	
	กำไรส่วนเกินทุน	เงินปันผล	กำไรส่วนเกินทุน	เงินปันผล
นักลงทุนรายย่อยชาวไทย	ยกเว้น	- ภาษีหัก ณ ที่จ่าย 10% หรือสามารถเลือกรับเงินปันผลทั้งก่อน (ต้องรวมรายรับนี้ในการเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ณ สิ้นปี) - ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา	ยกเว้น	หัก ณ ที่จ่าย 10%
นักลงทุนสถาบันไทย	ภาษีเงินได้บุคคล 20%	- บริษัทจดทะเบียน : ไม่มีภาษีถ้าถือหน่วย 3 เดือนก่อนและหลังวันจ่ายเงินปันผล - บริษัททั่วไป - กรณีถือหน่วยมากกว่า 25% ไม่มีภาษีถ้าถือหน่วย 3 เดือนก่อนและหลังวันจ่ายเงินปันผล - กรณีถือหน่วยน้อยกว่า 25% นำรายได้เพียงครึ่งหนึ่งของเงินปันผลที่ได้รับมาคำนวณภาษีถ้าถือหน่วย 3 เดือนก่อนและหลังวันจ่ายเงินปันผล	ภาษีเงินได้บุคคล 20%	ภาษีเงินได้บุคคล 20% (บริษัทจดทะเบียนไม่มีภาษีหัก ณ ที่จ่ายมีเพียงภาษีเงินได้บุคคลเท่านั้น)
นักลงทุนชาวต่างชาติ	ยกเว้น	ยกเว้น	ยกเว้น	หัก ณ ที่จ่าย 10%
นักลงทุนบริษัทต่างชาติ	ยกเว้น	ยกเว้น	หัก ณ ที่จ่าย 15% หรือตามที่ระบุในอนุสัญญาภาษีซ้อน	หัก ณ ที่จ่าย 10%

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ ก.ล.ต.

รูปที่ 3: มูลค่าตลาดของแต่ละกองทุนตามลำดับจากสูงไปต่ำ และปริมาณการซื้อขายรายวันโดยเฉลี่ยของแต่ละกองทุนในรอบ 1 เดือน ทั้งนี้ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของไทยมีปริมาณการซื้อขายค่อนข้างต่ำ โดยปริมาณการซื้อขายที่ต่ำที่สุดนั้นอยู่ที่ประมาณ 4,000 หน่วยในหนึ่งวัน บางกองทุนที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดโดยรวมในระดับสูงอาจจะมีปริมาณการซื้อขายรายวันที่สูง ซึ่งก็สูงเพียง 16 ล้านหน่วยต่อวันเท่านั้น การขาดสภาพคล่องดังกล่าวนี้ส่งผลให้เกิดการลดลงของมูลค่าหน่วยลงทุน ซึ่งทำให้นักลงทุนขาดทุนนั่นเอง



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ SET

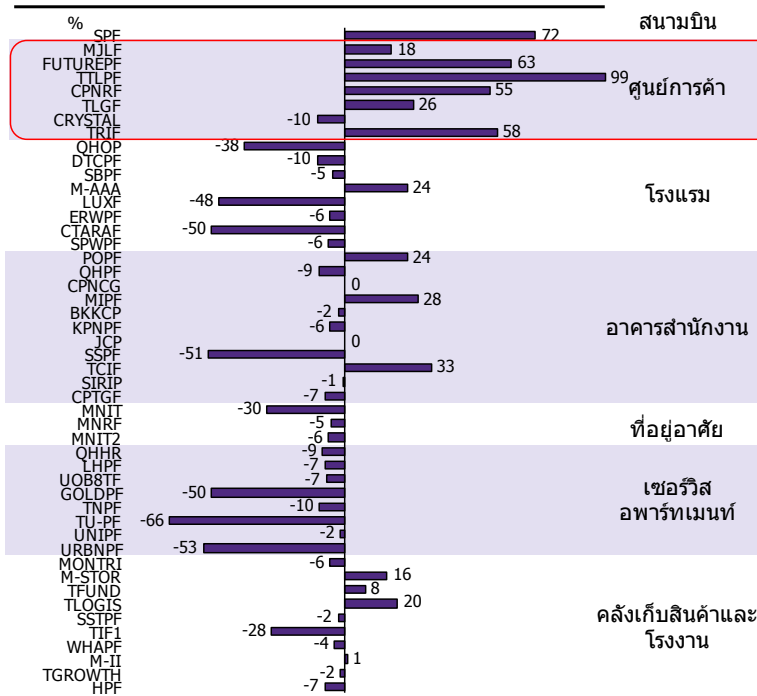
Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the 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.

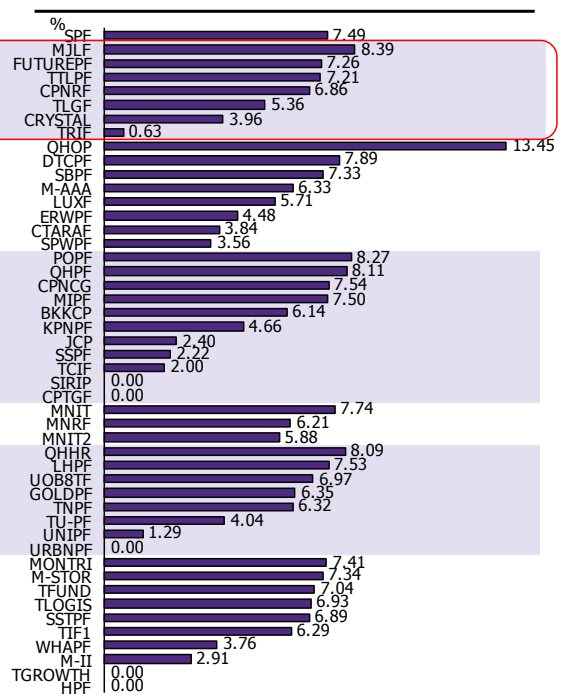
This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.

รูปที่ 4: อัตราส่วนร้อยละของการลดลง(เพิ่มขึ้น)ของมูลค่าหน่วยลงทุนที่ตราไว้ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จัดกลุ่มแยกตามประเภทอสังหาริมทรัพย์ โดยอัตราส่วนร้อยละของการลดลง(เพิ่มขึ้น)ของมูลค่าหน่วยลงทุนคำนวณจากมูลค่าหน่วยลงทุนตามราคาตลาด หาดด้วยมูลค่าหน่วยลงทุนเมื่อมีการเสนอขายครั้งแรก จากการวิเคราะห์ อสังหาริมทรัพย์ประเภทศูนย์การค้ามีความน่าสนใจที่สุดเนื่องจากให้ผลตอบแทนในอัตราที่สูงและมูลค่าของหน่วยลงทุนถูกซื้อขายอยู่ที่ระดับพรีเมียมเกือบทุกกอง

อัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหน่วยลงทุนปัจจุบันต่อมูลค่าที่ตราไว้ แยกตามประเภทอสังหาริมทรัพย์



อัตราเงินปันผลแยกตามประเภทอสังหาริมทรัพย์



หมายเหตุ: กอง PFPO ที่มีค่าอัตราเงินปันผลตอบแทนเป็น 0 คือกอง PFPO ใหม่ที่ยังไม่มีประวัติการจ่ายเงินปันผล, อัตราเงินปันผล คำนวณจากเงินปันผลหารด้วยมูลค่าหน่วยลงทุนตามราคาตลาด

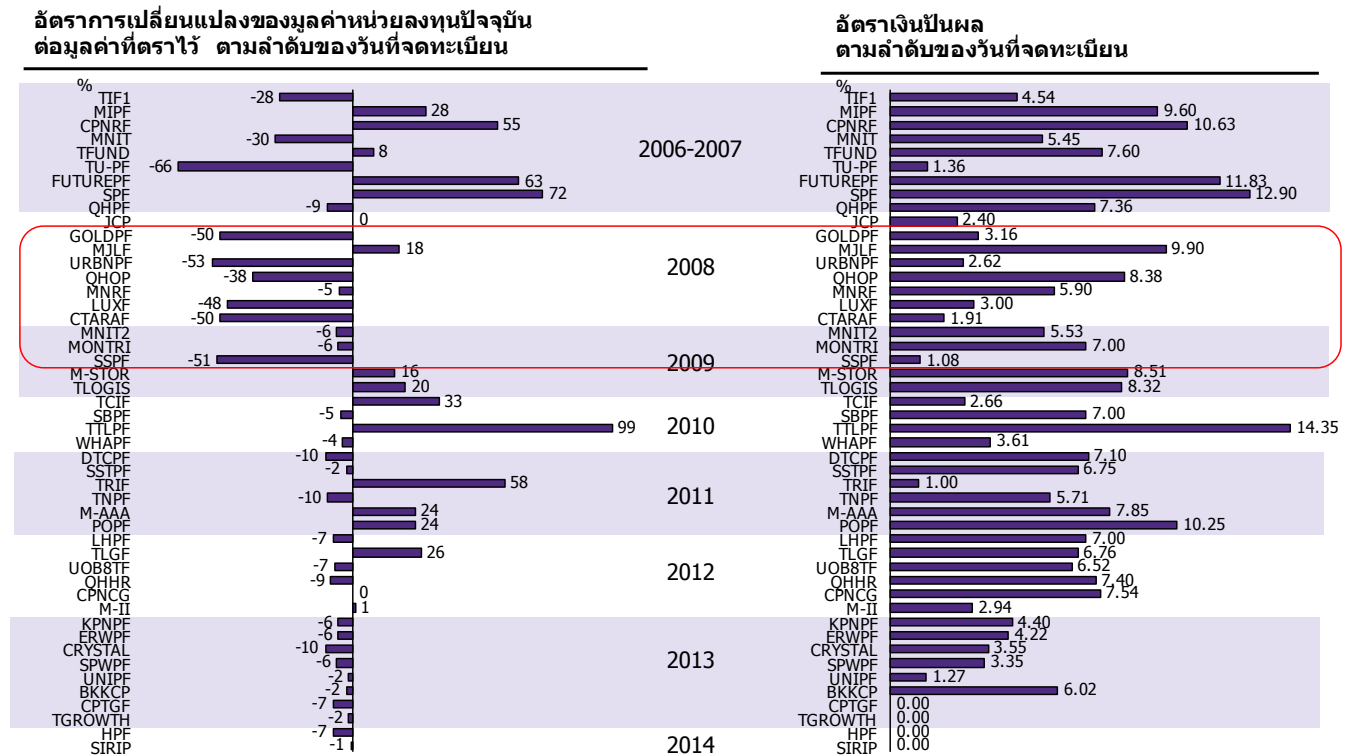
ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ SET

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 5: อัตราส่วนร้อยละของการลดลง(เพิ่มขึ้น)ของมูลค่าหน่วยลงทุนจากที่ตราไว้ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ตามลำดับของวันที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กอง PFPO ที่จดทะเบียนก่อนวิกฤติเศรษฐกิจปี 2008 มีการลดลงของมูลค่าหน่วยลงทุนเนื่องมาจากการประเมินทรัพย์สินเมื่อสภาพเศรษฐกิจในทิศทางบวกในช่วงที่เศรษฐกิจยังอยู่ในสภาวะที่ดี



หมายเหตุ : กอง PFPO ที่มีค่าอัตราเงินปันผลตอบแทนเป็น 0 คือกอง PFPO ใหม่ที่ยังไม่มีประวัติการจ่ายเงินปันผล

ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ SET

โดย : ศรินรินทร์ เผ่าพงษ์โพธิ์ (sarinarin.poudpongpaiboon@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.