



จรัลสุทธิ อรรถเวทวารวุฒิ
กรรมการผู้จัดการ
บริษัท เอไอเอ็ม รีท แมนเนจเม้นท์ จำกัด

ด้วยวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกัน ด้วยสถานะทางเศรษฐกิจ และด้วยสถานการณ์ของตลาดทุนที่ไม่เหมือนกัน PFPO หรือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จึงไม่ใช่เครื่องมือทางการเงินเชิงพาณิชย์ที่ดีที่สุดสำหรับการระดมทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของเจ้าของทรัพย์สิน นักลงทุนสถาบันและรายย่อยอีกต่อไป ด้วยข้อจำกัดหลักๆ หลายๆ เรื่องของ PFPO ยกตัวอย่างเช่น

1. **ประเภทของทรัพย์สินที่ถูกจำกัดในการลงทุน** โดย PFPO นั้นมีการจำกัดประเภทของทรัพย์สินที่สามารถลงทุนได้อยู่แค่ 8 ประเภท คือ อาคารสำนักงาน อาคารศูนย์การค้า อาคารโรงงานให้เช่า อาคารคลังสินค้า อาคารที่พักอาศัย โรงแรม ศูนย์ประชุมหรือศูนย์นิทรรศการ ศูนย์จำหน่ายสินค้าขนาดใหญ่ หรือสิ่งก่อสร้างอื่นที่ สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด
2. **สัดส่วนการกู้ยืมเงินและลำดับการชำระหนี้** ซึ่ง PFPO สามารถกู้ยืมเงินได้เพียงแค่ 10% ของมูลค่าทรัพย์สิน การที่ไม่สามารถก่อหนี้ในระดับที่

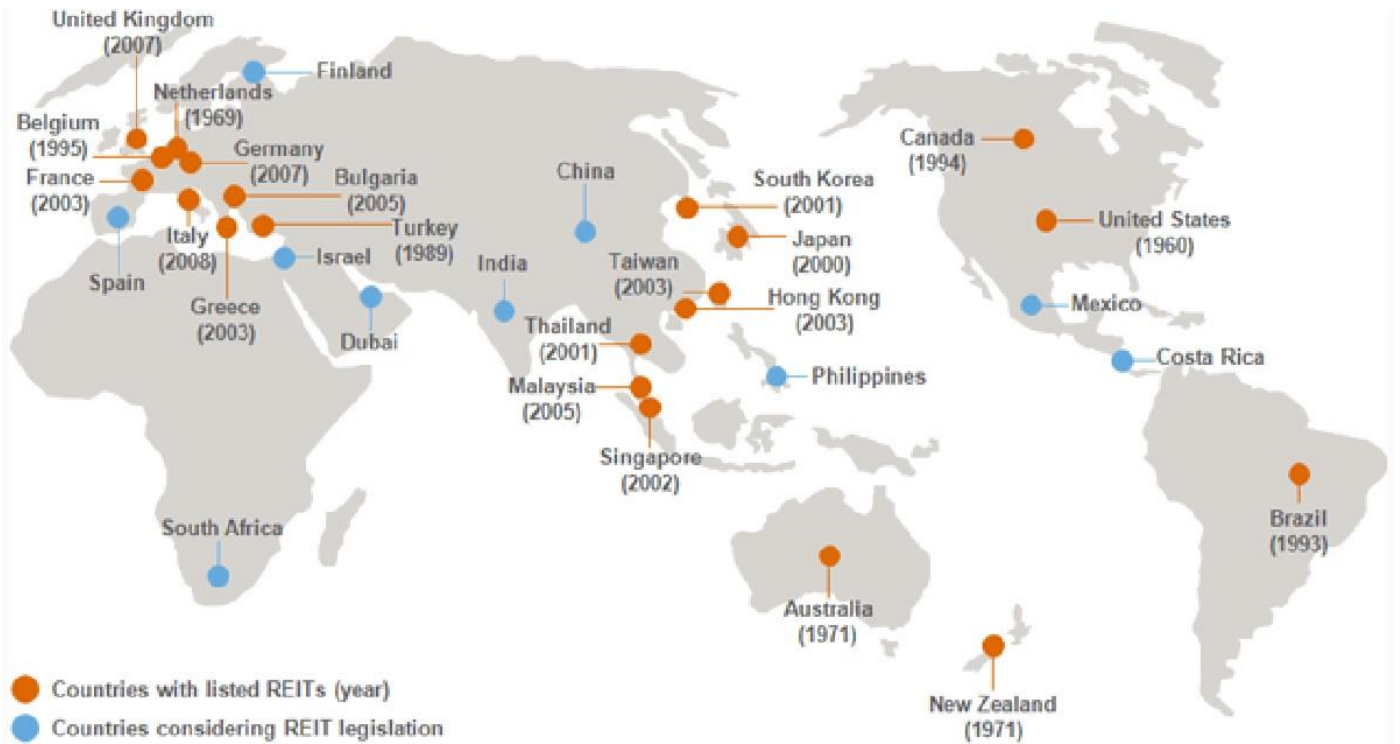
เหมาะสมอาจส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่น่าสนใจนักสำหรับเจ้าของทรัพย์สินและนักลงทุน

3. **ผู้จัดการกองทุนต้องเป็นสถาบันการเงิน (บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน) เท่านั้น** ผู้ที่จะบริหาร PFPO ได้ต้องเป็นบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเท่านั้น ในกรณีนี้บุคคลที่บริหารกองทุนซึ่งคือสถาบันการเงินอาจไม่ใช่บุคคลที่เข้าใจถึงวิธีการบริหารธุรกิจดังกล่าวเป็นอย่างดี จึงอาจเกิดมุมมองที่แตกต่างกันและขาดความทันทั่วทั้งที่ในการบริหารจัดการทรัพย์สิน
4. **ไม่สามารถลงทุนทางอ้อมและไม่สามารถลงทุนในทรัพย์สินที่อยู่ต่างประเทศได้** ซึ่งจำกัดโครงการสร้างการลงทุนที่ไม่มี ความยืดหยุ่นและโอกาสในการเติบโตของ PFPO
5. **ไม่สามารถเช่าทรัพย์สินกลับได้ โดยนิติบุคคลเดียวกัน** เพื่อป้องกันการเล่นแร่แปรธาตุของเจ้าของทรัพย์สิน และไม่ให้นักลงทุนโดนเอาเปรียบ

จึงถึงเวลาที่กลไกตลาดทุนบ้านเราต้องมองหาแบบแผนซึ่งเป็นที่ยอมรับในระดับสากล และเป็นเครื่องมือที่ใช้กันอย่างแพร่หลายทั่วโลก นั่นก็คือ REIT (Real Estate Investment Trust) หรือ **ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์** โดยเปลี่ยนจากฐานของกองทุนรวมมาเป็นกองทุนทรัสต์

แนวคิดเรื่อง REIT เกิดขึ้นและมีการพัฒนามาอย่างยาวนาน โดยเริ่มต้นในปี 1960 หรือกว่า 6 ทศวรรษ ในประเทศสหรัฐอเมริกา แนวคิดดังกล่าวยังเป็นจุดเริ่มต้นที่ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายและได้มีการพัฒนาและนำไปปรับใช้ในอีกกว่า 35 ประเทศทั่วโลก

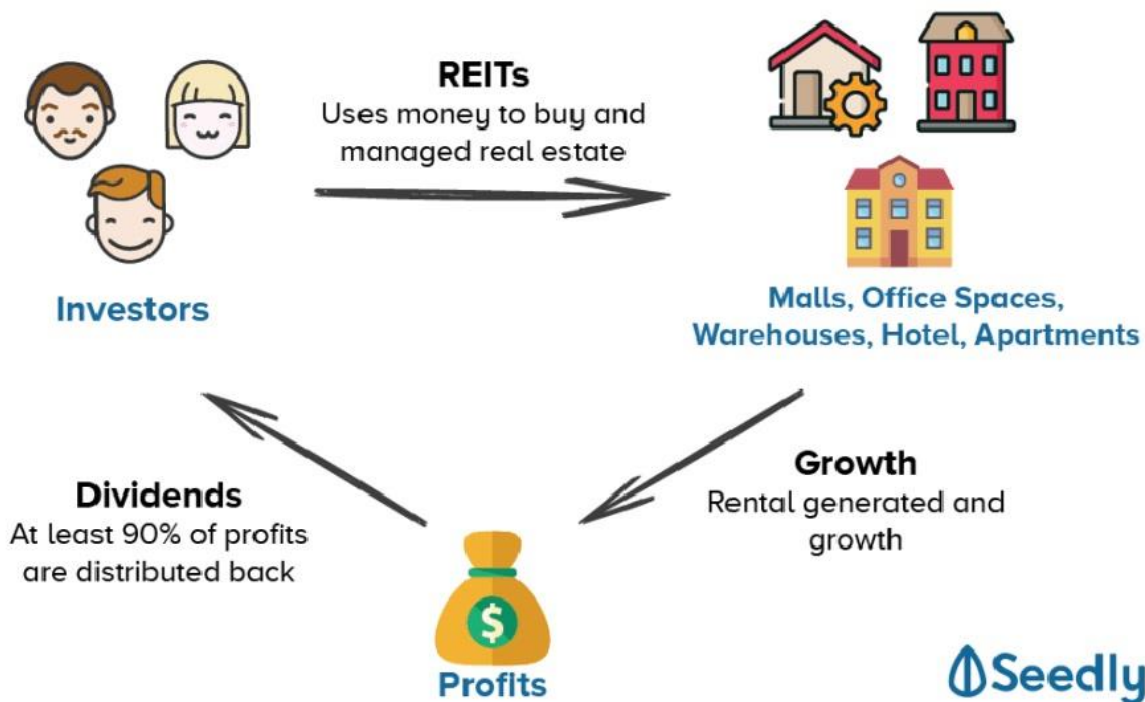
ณ วันนี้เราจึงต้องยอมรับว่า ต้องมีการปรับเปลี่ยนกลไกต่างๆ เพื่อสร้างการแข่งขันในเชิงพาณิชย์ให้ได้มากขึ้น และสามารถผลักดันเศรษฐกิจและตลาดทุนของเราให้เดินไปเทียบเคียงกับสากลให้ได้



REIT จึงเริ่มเข้ามามีบทบาทมากขึ้นในตลาดทุนบ้านเรา ซึ่งการกำหนดกฎเกณฑ์เพื่อคลายข้อจำกัดของ PFPO ให้ตอบใจทยในเชิงพาณิชย์ได้มากขึ้น และการผลักดันให้ REIT เกิดขึ้นนั้นก็หลีกเลี่ยงไม่ได้ว่า PFPO จะต้องถูกคุมกำเนิดโดยไม่อนุญาตให้สามารถออกหน่วยลงทุนเพิ่มสำหรับการซื้อทรัพย์สินเพิ่มได้ อีกทั้งมีการปรับลดผลประโยชน์ของค่าธรรมเนียมและภาษี โดยข้อกำหนดทั่วไปของ REIT มีดังต่อไปนี้

1. ไม่มีข้อจำกัดประเภทของทรัพย์สินที่ REIT สามารถลงทุนได้
2. เจ้าของทรัพย์สินสามารถถือหน่วยทรัสต์ได้ถึงไม่เกิน 50%
3. REIT สามารถกู้เงินได้ไม่เกิน 35% กรณีไม่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) และสามารถกู้เงินได้ถึง 60% กรณีมี Credit Rating ที่สูงกว่าระดับ Investment Grade หรือสูงกว่า BBB- ขึ้นไป
4. ผู้จัดการกองทรัสต์ ไม่จำกัดอยู่แค่สถาบันการเงิน แต่ต้องได้รับการอนุมัติใบอนุญาตจากสำนักงาน กลต.
5. เงินปันผลที่นักลงทุนได้รับจาก REIT ต้องเสียภาษีเงินได้
6. สามารถลงทุนทางอ้อมผ่านบริษัท และสามารถลงทุนในทรัพย์สินที่อยู่ต่างประเทศได้
7. สามารถลงทุนในทรัพย์สินที่อยู่ระหว่างก่อสร้างได้แต่ต้องไม่เกิน 10% ของมูลค่าทรัพย์สินรวม

Real Estate Investment Trusts (REITs)



ถึงแม้ REIT จะตอบโจทย์เรื่องข้อจำกัดหลักๆที่กล่าวมาข้างต้นได้ดีกว่า แต่ก็ไม่ได้หมายความว่า REIT นั้นจะดีกว่า PFPO ทั้งหมด โดยสิ่งที่จะต้องแลงมา คือ ผลประโยชน์ทางภาษีที่น้อยลง กล่าวคือ เงินปันผลของ REIT จะต้องถูกนำไปคำนวณภาษีเงินได้ ในขณะที่เงินปันผลของ PFPO นั้นได้รับการยกเว้นภาษี แต่ภาษีเงินได้ที่ได้รับการยกเว้นนั้น จำกัดแค่สำหรับในส่วนของนักลงทุนสถาบัน เท่านั้น นักลงทุนรายย่อยอย่างเราจึงไม่ได้รับผลกระทบใดๆจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างภาษีนี้

ทั้งทำก่อนจบตอนนี้ จะเห็นว่า ถึงแม้ข้อจำกัดต่างๆของ PFPO ถูกกำหนดขึ้นจากมุมมองด้านการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นสำคัญ จนทำให้บางครั้ง PFPO มีการเคลื่อนไหวที่ค่อนข้างช้า แต่ในความเข้มงวดนี้ก็ยังมีช่องว่าง และการฉวยโอกาสของผู้ที่ตั้งใจที่จะใช้ช่องว่างเอาเปรียบนักลงทุน เพื่อหาผลประโยชน์ให้ตนเองและพรรคพวก นั้นแสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่า ในที่สุดการมีกฎเกณฑ์ที่เข้มงวดเพียงอย่างเดียวคงไม่พอ ต้องมองย้อนกลับไปที่แนวคิดและจุดตั้งต้นเดิม คือ “จรรยาบรรณในการประกอบธุรกิจและวินัยทางการเงินโดยคำนึงถึงนักลงทุนเป็นสำคัญ”

ต่อไปเราจะมาพูดถึงกลไกการบริหารกองทรัสต์ REIT ให้ประสบความสำเร็จ ว่ามีปัจจัยอะไรบ้าง