

不動產證券化專題研討第七次上課紀錄

時間：民國九十四年四月一日（上午 9:00~12:00）

地點：政大綜合院館南棟 270622

授課：張金鶚教授

主講人：洪子茵

紀錄：陳香妃

出席人員：田揚名、張乃文、李芳怡、曾瀝儀、鄒欣樺、陳香妃、曾翊璋、
李奕農、李昀叡、陳詩薇

台灣 REIT 富邦一號案例

張老師：很高興子茵能來到這裡跟大家分享有關台灣 REITs 富邦一號的來龍去脈，以及現在的表現如何，也很高興能有這樣面對面的機會，讓實務界與學術界有一個對話的情形，讓我們鼓掌歡迎子茵。

洪子茵：由於先前已將相關資料寄給大家，我就大致按照 PP 的流程跟大家介紹富邦一號，然後針對重要的部分跟大家作一些討論，並回應同學們提出的問題。

富邦的不動產證券化小組是負責商品從無到有的設計過程，包括商品設計、申購募集與上市發行三個部分，在商品上市之前的這些工作都是由證券化小組來負責的。

富邦為什麼會想要做這樣的商品？其實在不動產證券化條例通過之後，由於富邦有很多的不動產事業群，還有證券、銀行等，對富邦來說，發行不動產證券化是有利基與誘因的：第一個誘因是富邦金控希望能藉由這次不動產證券化的參與，來提升商業銀行與證券商發展投資銀行的實力。對富邦建經來說也有很大的誘因，因為富邦建經以前都在作履約保證還有估價，但是現在有不動產信託，所以在市場上履約保證已越來越少採用，而由於不動產估價師法的規定，在今年十月後富邦建經也不能再作估價的案子，為了緩衝富邦建經在這兩方面業務量所受到的影響，開始思考轉型成不動產的專業管理機構，創造新的營運模式，這是第二個誘因。另外，而對發起人（不動產所有權人）來說，他們是想要拿到一些現金，因為他們有其他的投資案，甚至想要往大陸發展，因為有這個投資的目的，所以想要把這三棟大樓賣掉以獲得取現金，改善財務結構，所以這是第三個誘因。

張老師：在這邊是指誰需要現金？

洪子茵：就是這三棟大樓的不動產所有權人。

張老師：這些不動產所有權人是？

洪子茵：以最大棟的人壽大樓來說，所有權人是「道盈實業」與「明東實業」，他們都是富邦投資的事業。

張老師：為什麼他們需要現金？

洪子茵：因為他們有其他的開發案與投資案，在大陸方面也有一些投資計畫，所以需要現金的週轉。

張老師：那既然都是富邦的相關事業，為什麼不直接跟富邦金控週轉？

洪子茵：因為銀行與證券都有各自的業務項目與職責，富邦金控會在這方面做控管，所以還是要按照規定來進行，不能私下融通。

張老師：那另外兩棟不動產的所有權人是誰？

洪子茵：都是富邦建設。

張老師：那現在這三棟大樓是移轉給誰？

洪子茵：移轉給基金（富邦一號）。

張老師：所以所有權人現在是基金？

洪子茵：是的，目前這三棟大樓是登記在基金的名下，當初我們在進行產權移轉登記時也遇到一些問題，稍後再跟大家分享。

洪子茵：在介紹初始的誘因與動機後，由於架構的部分在於上禮拜已經有同學報告過，所以在這邊就不花太多時間介紹。但是有一點大家要特別注意，就是發行機構的釐清，富邦一號的發行機構是土地銀行，不是富邦。雖然大家都知道土地銀行是受託機構，但是在發行人的部分，就像一般公司發行基金一樣，這檔基金的發行人是土地銀行，而且也是由土地銀行向主管機關申請、送件的。

富邦的證券化小組主要三大來源是富邦銀行、富邦證券以及富邦建經，屬於跨單位的編組，其中，富邦建經為管理機構，富邦銀行與富邦證券是安排機構（arrangers），而發行機構是土地銀行，主管機關發核准函的對象也是土地銀行。

當初富邦有考慮要找德意志銀行擔任受託機構，但是由於基金的決策權在受託機構身上，必須對台灣的不動產有相當程度的瞭解，所以後來決定找土地銀行。

張老師：所以土地銀行是受託機構與發行機構。那現在發行的工作已經完成，受託機構的部分則是土地銀行，那麼土地銀行是否真的擁有決策權？

洪子茵：上市之後的事務大部分由富邦建經在執行，再提供建議給土銀，例如 leverage 要購買的標的物、三棟 building 在每個時點可能發生的 cash-flow 預測與安排，土地銀行會參考管理機構（富邦建經）的意見，最後的決策權仍是土地銀行，而非富邦。所以像不動產的點交、過戶，甚至尋找新的投資標的、向銀行融資等作業，都是由管理機構與受託機構一起在做的，二者有很密切的關係（然而不可否認的，因為這三棟 building 原本都是富邦的，故在本案例裡，富邦建經的態勢比土銀略強

點)。現在富邦證券與富邦銀行都已經退場，只是有時候土地銀行需要跟主管機關協調溝通時，會透過富邦的協助，因為富邦證券和富邦銀行與主管機關的互動有較好的經驗。不過，為了維持富邦 1 號的地位與品質、以及陸續要推出的富邦其他號 REIT，富邦證券現在有積極思考研擬 IR 策略 (investment relationship)，透過與富邦建經的關係企業關係，給予其建議與諮詢

洪子茵：接下來跟大家講富邦一號的募集金額 (58.3 億)。當初我們在送件時，大家都會問：「為什麼你們要定 58.3 億？」我們原本的想法是，因為估價公司估出這三棟樓的價值就是 58.3 億，那我們原本的政策是希望把基金百分之百的錢都拿去投資這三棟樓，所以募集的金額要 58.3 億。

張老師：那這 58.3 億是由估價公司先估出來的？還是富邦自己要求的價格？

洪子茵：當初我們自己有先規劃基金的規模大小，大約要 50 億，因為有規定 30 億以上才能夠上市，20 億才能夠上櫃，所以我們在規劃商品時，希望增加流動性所以欲藉上市的手段，因此基本門檻就要在 30 億以上；然後又考慮到這是第一檔商品，不知道大家的接受度高不高，所以也不能把規模定得太高 (如 100 億)，因此才會大概訂出 50 億~60 億的原則。

後來請估價公司幫我們估這三棟樓的價錢，平均值是 58.3 億，而因為我們這檔基金的政策方案是希望基金的百分之百拿來投資不動產 (相關規定是 75% 以上)，在公開說明書上也有說到募集的金額將百分之百拿來投資，所以估價公司估出來的 58.3 億就成為我們所需要的募集金額。

但是，在向主管機關送件與解釋時，主管機關並不接受這個理由，因為銀行局不認為我們的募集金額要這樣推算，他們認為募集金額的推算應該要看這三棟樓的合理收益率，來反推應該募集多少錢。而合理的收益率 (R) 在理論上應該由資本資產定價法 (CAPM) 求出。

所以我們就重新推算募集金額，先求出以辦公室為主的不動產證券化商品的合理收益率 (R)，大概在 3.8%~4.3% 之間 (以十年期公債殖利率 2.4% 當成無風險利率的指標，再加碼 150 至 200 個 bp，作為 spread)，而目前這三棟辦公室年租金 (A) 收益合計約在 2 億~3 億之間，以 A/R 這個式子求出價格 (P)，獲得一個價格的範圍約 53 億~68 億，而我們的 58.3 億在這個範圍中間，所以主管機關可以接受我們提出的募集金額。而這個經驗也讓我們體認到合理收益率 (R) 的推算是非常重要的。

張老師：所以這裡面非常關鍵的是合理收益率的範圍，從 3.8% 到 4.3% 算出來的金額其實差滿多的。

洪子茵：當然主管機關也不是要求我們一定要算出一個精準的募集金額，而是要求這個募集金額應該要在一個合理的接受範圍內，所以我們是先概略地

算出一個辦公室為主 REIT 的合理收益範圍，實際上由於個案的不同而有些差異。另外，也就是關於富邦一號所投資的不動產，它們的品質都是不錯的，像近來聽說有些即將推出 REITs 商品的公司，他們所投資的不動產都是比較老舊的，而且有些不動產本身有違規使用的問題。相反的，富邦這一次是把好的不動產拿出來，建物沒有違規使用，而且都是滿租的情況，租約也都很长，拿出好商品來打出第一號的信心。

張老師：這也是我們常在問的，為什麼好東西要拿出來跟大家分享？通常都是保留好的給自己，把壞的丟出來。（因為第一檔通常具有指標意義，就像是日本第一檔 NBF 迄今仍為最受矚目的 REIT，雖然其收益率略低，但是因為是第一檔，通常會盡善盡美，我們的富邦 1 號也是這樣的理念）

李亦農：在計算合理收益率時，以無風險利率再加碼，其中加碼的範圍是怎麼來的，有沒有什麼標準？

洪子茵：我們是先參考各國的經驗，例如美國、新加坡、日本等國家，他們都有 REITs 商品，就參考他們的收益大概是多少，然後考量台灣這幾年的經濟發展與不動產市場情況下去調整。

張老師：雖然國外的經驗較豐富，但應該以台灣的情況為主，像台北縣市辦公大樓的租金收益率不是沒有，不能直接拿來計算嗎？

洪子茵：因為我們在計算合理收益率時，是用 CAPM 的理論來求出，亦即，在計算合理收益率時，背後要有一定的理論與邏輯。而以台北市租金收益率約 4%~5% 來說，它們背後的結構是什麼？相較於國外經驗，似乎較缺乏理論在支撐；而且國內在不動產證券化這方面才剛起步，所以才會先參考國外的相關案例與經驗，再配合台灣的不動產市場情況，來求出合理收益率。

洪子茵：再來跟大家介紹富邦一號投資標的物之選取標準。第一個原則是先從富邦集團內挑選，因為跟業主溝通的時間可以縮短；第二個考量的是不動產的帳面成本，因為我們在勘估標的物之價值時，一定是先評估它的租金收益，然後再跟業主提出的價格比較，看看是否合理、是否適合作為不動產證券化的投資標的。若跟集團外的業主合作時，除了要計算不動產的收益率合不合理外，還要特別注意不動產本身是否有違規使用的情形，也就是它的合法性，因為現在不僅受託機構、連發起人（原不動產業主）及安排機構都要對所揭露的資料負責，是故若遇到有違法使用的 building 不可隱匿要在公開說明書上詳列，然而一旦接露資料後，這檔 REIT 就會令投資人失去信心。

上禮拜有同學在 e-mail 中問到為什麼要選擇辦公大樓作為投資標的物？其原因也就是辦公大樓相對於其他不動產如工業用地、購物中心等

較為安全，較少有違建等非法使用，而且辦公大樓的租約是長期的，不像旅館那麼短（以天來計算），所以選擇辦公大樓有其好處，較能增加現金流的穩定度，只是，這當中有利也有弊，因為若從投資人的角度來看，有些人可能會希望投資其他用途的不動產。目前我們也在規劃其他類型的不動產包成 REIT，以讓不同偏好的投資人都能從我們提供的產品線得到滿足。

張老師：這樣看來，不管選擇集團內或集團外的不動產作為投資標的，都各有優缺點與風險，如果選擇集團內的不動產，則會讓人擔心是否有高估價格（over pricing）的情況，但若選擇集團外的不動產，就要考慮不動產的品質還有合法性。

若從投資者的角度來看，我會覺得選擇集團外的不動產比較適當，因為這樣創始機構就會比較審慎地檢核不動產的各項條件，也比較不會有道德風險上的疑慮。而這也像我們之前討論的管理機構要選擇委外經營或委內經營的問題一樣，兩者各有利弊。另外，像富邦一號的報酬率算出來是 3.84%，跟現在的利率水準能夠做什麼樣的討論？

洪子茵：我們當初是希望基金的表現能夠比定存、債券好，比股票差一點，報酬率界在股債之間，為中風險中報酬的投資工具。

張老師：那這樣你們主要還是證券化小組在 handle，那證券化小組背後隱含的意思是？

洪子茵：證券化小組是富邦內部跨單位的任務編組，包括了富邦銀行、富邦證券與富邦建經。

張老師：那這樣證券化小組是創始機構嗎？

洪子茵：創始機構（originator）這個名詞通常是用在金融資產證券化，在不動產證券化我們通常是用「sponsor」（發起人）來表示，通常就是原來的不動產所有權人，而證券化小組是 arranger（負責商品規劃設計），和 sponsor 不一樣。¹

張老師：整個過程的核心人物就是 arranger，因為要負責商品的設計與安排，也最常接觸到不動產證券化過程中各方面的人，所以這個角色非常重要。那土地銀行這個導管體是在不動產證券化過程的後端才出現，可是卻顯的不那麼重要，為什麼？

洪子茵：其實土地銀行（受託機構）一直都很重要，只是這個角色是出現在後端，和管理機構一樣。因為基金在後續的發展，主要是由管理機構和信託機構來做經營與決策，這時候受託機構和管理機構是最重要的。現在由於商品剛推出，又出現超額熱賣，故短期內大家焦點都還在如何搶時機設

¹ 發行人則是 issuer。

計新商品，所以大家都會覺得 arranger 非常重要，等到商品在市場上的發展已經穩定時，就要看管理機構與受託機構如何經營與維護，讓這個商品能更好。上市後的 REIT 要能維持地位與品質而達成永續發展目標，就必須仰賴受託機構與管理機構

張老師：我是覺得現在有一點困惑，就是我們在講創始機構、發行者、發起人時，常常容易搞混。

洪子茵：那主要是在金融資產證券化中的用語，因為不動產證券化有很多都是參考金融資產證券化的經驗，但是這裡面有一個很大的差異，就是金融資產證券化的標的都是債權的觀念，所以跟我們不動產這種所有權(物權)的觀念是不一樣的，所以用詞上也會不一樣。

像這次不動產證券化條例在修法，有三大修法方向，除了加入開發型以及 reopen (追加發行)的相關規定外，另外還有一個很重要的就是增加對 sponsor 和 arranger (發起人與安排機構)的規範，因為原本法規對於這兩個人幾乎沒有什麼要求，主要都在規範管理機構與受託機構，所以現在在修法把發起人與安排機構拉進來，並規範安排機構對於公開說明書所揭露的事項不得有虛偽、詐欺或不實等行為，否則要負一些刑責。

洪子茵：再來是有關估價方面的討論。上次有一個同學提到，為什麼市價比較法所佔的權重比較大？其實是因為同學只看到中山大樓的部分，但在其他兩棟的估價，這三種估價方法所佔的權重都不太一樣，所以並不像同學所想像的三個大樓的估價都是把市價比較法的權重設定成一樣。

另外，像老師覺得 DCF 法才是最適合的方法，但是以估價公司的估價報告書來看，他們有說明為什麼給 DCF 法的權重稍微比收益法的權重小一點，那是因為 DCF 法本身有較多的不確定性，可能要用的參數比較多，而要預測的時間比較長，不像收益法那樣直接把收益當作是無限期來還原求出價格，DCF 法是每一年都要去計算，例如美國都是用 10 年來計算。我那時候有個疑問就是為什麼美國他們 DCF 法只有算到 10 年，第 11 年就計算它的處分價格回來？因為像我們這一檔基金不是永續嗎？為什麼要這樣計算？

張老師：這也是我所關心的問題之一，這一檔 REITs 是永續的意思是指？

洪子茵：永續就是指它不會下市，除非它的價格跌到資本市場對下市的規範時才會離開市場，否則它會一直在市場上，會賣大樓，但是當我們找到更好的投資標的時才會把這三棟大樓處賣掉，來買更好的大樓。

目前我們在公開說明書裡面有說明 3 年內不賣這三棟大樓，可是沒有說 3 年內不 leverage，換句話說，這三棟大樓在這 3 年內屬於基金的固定

資產，但是我們有 35% 的 leverage 額度，大概是 20 億~30 億左右，可以再去買第四棟大樓，那這第四棟大樓的收益率一定是在 3.84% 以上，而且是很好的不動產，我們才會把它買進來。至於資本利得的部分，就是 3 年以後的事了，但 3 年以後我們可以開始處分這三棟大樓時，也是要看市場的狀況，如果房地產市場景氣，出售辦公大樓能獲得資本利得時，我們就會把這三棟大樓賣掉，賣掉的目的是在買其他更好的大樓，假設我們這三棟大樓目前值 58.3 億，3 年後以 60 億賣掉，這中間的資本利得就照比例分給投資人。

張老師：所以賣掉的時候還會去買不動產。

洪子茵：是的，賣的時候一定會附帶要買其他的，不會說賣掉之後就把 58.3 億放在那邊。然而賣出買進的時間點是否完全一制而沒有落差，就不一定了。

張老師：所以不是大樓賣掉的時候基金就結束了。

洪子茵：目前我們對富邦一號的定位是這樣，未來也有可能用 merge 的方式把她納進二號、三號，不會讓它結束，而是讓它用另一種方式留在市場上，讓二號、三號的規模更大，不過這些都是很久以後的事情，因為目前我們還在探討其可行性。

張老師：期限的問題一直是我所關心的，因為它背後隱含著資本利得的期限。富邦一號有訂期限嗎？它能不能夠 close？

洪子茵：我們送件時在說明書上就沒有說它有期限，但像國外的 REITs 也可以訂期限，沒有說一定得永續下去。

張老師：關於國外的 REITs，就我們所看過的文獻與資料顯示它們大概平均在 8 年的時候結束掉，所以它們的期限大概都在 8 年左右。那麼大致上 REITs 還是有期限的，因為它們最後還是會把不動產處分掉，那這樣沒有期限的 REITs 可以處分掉它的資產嗎？

洪子茵：可以，但是還要再買，還要再買其他更好的不動產，也就是說，基金會一直在市場上，只是它的投資標的可能會換來換去，像有的人也會問：「如果辦公大樓變舊了、價值跌了，那麼投資這檔基金不就虧了？」那暫時先不談管理維護那方面的話，我們為了保護投資人，我們會趕快把舊的大樓脫手，去買更新更好的大樓。

張老師：也就是說基金可以存在，大樓可以不存在，基金的期限與不動產的處分是不衝突的。

洪子茵：是的。而且其實投資不動產證券化商品的收益可以分成兩個部分，一個是買賣股票所獲得的報酬，另一個是經營或處分不動產的報酬。在股票跌的時候，其實投資人的報酬率更高，假設現在 3.84%（租金報酬率）

用 10 元去換算 (0.0384/10)，一旦跌到 7 塊錢的時候，投資人去買這檔基金時 (假設它的租金報酬率還是 3.84%)，這時候投資人所得到的實質報酬率是用 3.84% 去除 7 塊錢 (0.0384/7)，比 10 元時買進更高。

張老師：但是當租金報酬率有變動時，投資人的實質報酬率就不會那麼高了。

洪子茵：通常有重大事件影響或經濟真的非常不景氣時，才會讓房地產的價格下跌，但是租金的話卻比較不容易有太大的波動，它是比較穩定的，因為有簽訂租任契約，所以大家在買 REITs 時也要看它所投資的不動產，其租金收益是否穩定，因為不是所有的投資標的它的租金收益都是穩定的。

上次剛好也有同學問到：「中山大樓與天母大樓都只有一個承租戶，這樣富邦一號的租金收益會不會有風險？」其實這樣的情況不太會發生，因為這二棟大樓的租金比附近市場的租金水準要低，因為是 SARS 期間承租的，所以承租人不會無緣無故就解約，沒有理由說能用較低的租金租到好的辦公大樓卻不租。雖然信評公司在評估我們這三棟大樓時，也有把這一點列為我們的缺點，但是大家要瞭解背後的原因，對承租人來說並沒有誘因促使他解約。

===== 中間休息 =====

洪子茵：信評公司在評等 REITs 時，第一個是針對營運單位的市場地位、不動產的品質與屋齡、租戶結構、出租狀況等給予評分；第二個是看這檔 REITs 的財務狀況，例如它的獲利率、債務比率、財務運用的彈性等。信評的含意主要就是要加強投資人的信心，信評的等級可分成投資或投機二個部分來看，通常評等結果在 BB 以上的投資工具是較穩健而低風險，屬於投資等級；而評等結果在 BB 以下的通常較不穩定、風險相對較高，屬於投機等級。雖然各家信評公司的評等不太一樣，例如 Moodys 是分成 A1.tw→A2.tw→A3.tw，S&P 是 A+→A→A-，但是一般來說，評等在 A 級以上都是不錯的。大家要注意到，信評公司在評等 REAT 時，是把它視為債券性質，評它的債券票息；但評等 REITs 時，是評它的發行體，以及整個基金未來的營運狀況，所以對於 REITs 來說，基金能否募集成功，其信評是極大的關鍵。加上許多金融機構法人在投資商品的規範上，通常要求只能投資 BBB 以上的評等商品，是故為符合 IPO 短期決戰的情況，將商品盡量設計成所有投資人皆可購買，進行信評並取得好評等，是會影響銷售的關鍵之一

像這次信評公司在對我們這檔基金做評等時，也有提出一些問題要我們注意。一個是台灣的辦公大樓市場是否穩定？其實辦公大樓相對於其他不動產是比較穩定的，比較不容易直接受到景氣波動的影響 (受到的影

響較小因為租賃契約簽訂的期間相對其他類型的不動產租賃契約長)。第二個是我們投資的風險集中，投資的區位、類型都是比較集中的，例如在區位方面都集中在台北市，類型則都是集中在辦公大樓，但其實背後是有一些原因的，就類型來說，之前已說明辦公大樓的穩定性與使用上的單純性，所以我們選擇辦公大樓作為投資標的，而在區位上，台灣的辦公大樓市場，是以台北市的表現最好最穩定，所以我們比較沒有理由去選別的地區的辦公大樓，而且，除了租金水準較市場行情低之外，租約的到期日也都分散，未集中在同一個時間點到期。

張老師：那台北 101 對你們投資的辦公大樓有沒有什麼衝擊？

洪子茵：由於台北市有不同的商圈，台北 101 主要影響信義區附近，我們投資的這三棟大樓是位在不同的商圈，所以至少在這一、二年內不會有太大的衝擊，因為辦公大樓還是有市場區隔存在，而且台北 101 會吸引進駐的不一定都是 A 級辦公室。

張老師：那在分析討論的背後是否能有足夠的證據？因為投資人關心的是房地產市場的狀況，所以應該要持續注意市場動態。

洪子茵：接下來跟大家討論富邦一號投資計畫的財務預測，我們主要是用二個情境去模擬未來 3 年的財務狀況：第一個情境是募集 58.3 億成立後，未來 3 年內不借入款項，那整個基金的收益情況（每單位受益權預期收益率）分別為民國 94 年 3.84%、95 年 3.86%、96 年 4.03%；第二個情境是募集 58.3 億成立後，當年即借入款項 20 億元購買新大樓，目前富邦一號也沒有規定說只能買 office，所以雖然基金不能夠贖回，但是能夠藉由貸款融資而變得更大，那由第二個情境預測未來 3 年的收益率分別是民國 94 年 4.21%、95 年 4.23%、96 年 4.45%。

再來是申購募集的部分，大家可以看到 PP 上的時程規劃表，在今年的 3 月 1 日式基金成立日，在基金成立後，我們就要開始跟證交所洽商上市日期，並且進行三動不動產的產權移轉登記，我們是依照土地登記規則第九章（土地權利信託登記）的相關規定，登記原因用信託，登記在「不動產投資信託基金受益人等」的名義下。此外，在買賣這三棟大樓時也有繳土地增值稅，但如果建物比較舊，則增加基金的成本，另外，地價稅的計算是採用累進稅率，亦即同一個投資計劃裡的所有標的要合併計算地價，在這方面是比較不公平的（因為證券化後，這三棟 building 的所有權人其實是 3000 多個投資人，產權反而分散開來，當初平均地權要設計累進地價稅，是為了防弊土地過於集中）。

另外，在投資人結構的部分，我們當初規劃法人 40%、自然人 60%，是希望市場活潑，也希望能創造 REITs 的訴求，但是現在富邦自己持有

的約 24%，其他法人機構約 18%，個人投資人則占了 58%，與當初規劃的不太一樣，可能也是我們在規劃時有些疏忽，目前是希望投資人結構能慢慢地調整，希望其他法人機構的持有比例能提高。

李亦農：法人持有比例提高對 REITs 有什麼影響？

洪子茵：因為 REITs 的本意是要穩定收益，法人投資機構通常持有的期間較長，會讓基金比較穩定，如果有很多的散戶持有，則他們可能在一開始時就拋售賺取價差，或者進出市場頻繁，使基金較不穩定。

洪子茵：上禮拜有同學質疑管理機構再收一次續租的服務費是否合理，其實大型商場來說，管理機構應該能收這個報酬，因為商場的管理較一般大樓不同，所以有些商場在續租時也會再收一次服務費，此外，這個服務費是由基金支付的，所以它是影響到基金的成本，佔用到投資人可分配的收益，不會影響到租戶。

我在這邊也順便跟大家介紹一下富邦投信推出的「富邦全球不動產基金」與富邦一號的不同，第一個是收益的部分，大家都知道富邦一號是 REITs，它的收益主要是來自投資不動產的穩定收益，但富邦全球不動產基金的收益有部份是股票買賣的資本利得，另部份是債券的固定配息；第二個不同投資的對象，富邦一號是投資不動產，而富邦全球不動產基金是在投資 REITs 衍生出來的各種產品，算是一種組合型基金（fund of fund 的概念專門投資別人的基金）。