Make More Sustainable
サステナブルインフラの「いちご」

2023年6月6日

各　位

不動産投資信託証券発行者名
東京都千代田区内幸町一丁目1番1号
いちごオフィスリート投資法人
代表者名　執行役員　千葉　恵介
（コード番号 8975） www.ichigo-office.co.jp
資産運用会社名
いちご投資顧問株式会社
代表者名　代表取締役社長執行役員　岩井　裕志
問合せ先　常務執行役員オフィスリート本部長
加茂　勇次
（電話番号　03-3502-4891）

Berkeley Global, LLCからの「回答書兼質問書」受領のお知らせ

いちごオフィスリート投資法人（以下、「本投資法人」という。）は、2023年5月25日付「Berkeley Global, LLCに対する「質問書」送付のお知らせ」に記載のとおり、Berkeley Global, LLC（以下、「BG」という。）に対し、2023年6月23日（金曜日）に開催予定の臨時投資主総会（第14回投資主総会、以下、「本投資主総会」という。）の開催請求に関連する「質問書」（以下、「本投資法人質問書」という。）を送付しております。

これに対しBGより、2023年6月2日付で、本投資法人質問書に対する回答とともに、本投資法人が2023年5月25日付で公表した「（開示事項の経過）投資主提案の取り下げならびに臨時投資主総会の付議議案（規約変更および役員選任）および投資主提案に対する本投資法人の意見のお知らせ」における本投資法人の意見に対する質問事項が掲載された「回答書兼質問書」（以下、「BG回答・質問書」という。）を受領しましたので、これらについてお知らせするとともに、本投資法人ウェブサイトに掲載いたします。

以　上

【ご参考資料】
・2023年5月25日付開示　本投資法人質問書
・2023年6月1日付開示　投資主総会参考資料
・2023年6月2日付受領　BG回答・質問書

2023 年 5 月 25 日

Berkeley Global, LLC 御中

いちごオフィスリート投資法人
執行役員　　千　葉　　恵　介

貴社が、2023 年 3 月 17 日付で行った投資主総会招集請求（以下、「本請求」といいます。）を受け、本投資法人では、本日、臨時投資主総会（以下、「本臨時投資主総会」といいます。）を 2023 年 6 月 23 日午後 4 時から開催することを決定しました。本臨時投資主総会には、本請求により貴社から提案された議題（以下、「本投資主提案」といいます。）に加え、本投資法人からの提出議題を上程する予定です。また、本投資法人の全役員は、本投資法人の資産運用会社であるいちご投資顧問株式会社および同社が属するいちごグループから独立しています。この独立性が担保されたガバナンス体制の下、本投資法人役員会は、本投資主提案の内容を慎重に検討いたしましたが、本投資主提案は投資主の皆様の利益に資するものではないと判断し、本投資主提案に係る全ての議題について、全会一致で反対しております。詳細については、本投資法人による本日付公表の「投資主提案の取り下げならびに臨時投資主総会の付議議案（規約変更および役員選任）および投資主提案に対する本投資法人の意見のお知らせ」をご参照ください。

さて、本投資主総会における投資主様の議決権行使の参考にしていただくべく、本投資法人では、貴社に対し、本請求等に関連し、以下の各事項についてご質問させていただきますので、ご回答いただきますようお願い申し上げます。以下の質問事項および貴社からのご回答内容については、本投資法人ウェブサイト等で公表させていただくことがあります。

1.　本請求に至る経緯について

貴社は、昨年 8 月、投資主総会招集請求に必要である発行済投資口の 3%以上の投資口の貴社名義口座への移管を完了されました。その後、沈黙を貫かれておりましたが、本年 2 月、本投資法人の資産運用会社であるいちご投資顧問株式会社（以下、「本資産運用会社」といいます。）に対して突然コンタクトを開始し、2 回目の面談日である 2 月 24 日の面談中に、一方的に回答期限を設定した上で、運用報酬の変更を、詳細な根拠の説明もなく、提案されました。これを受け、本資産運用会社は、本投資法人の役員会にも貴社提案内容を共有した上で、3 月 10 日、貴社に対して当該提案に対する見解をお伝えしております。その際、「報酬体系は、投資主価値向上という観点から不断に検討していくことが重要であると考えております。本投資法人の投資主様である貴社からは、本資産運用報酬体系の改善に関するものを含め、引き続き忌憚ないご意見を頂ければと考えております。」と書面にてお伝えし、本投資法人の投資主価値向上に向けた貴社との継続的な協議を希望する旨もお伝えさせていただきました。

ところが、残念なことに、その後、貴社との間の建設的な対話の道は一方的に閉ざされ、3 月 17 日、本請求にかかる内容証明郵便が送付されてまいりました。

① 貴社は、本投資法人と競合するスターアジア投資法人の運用会社であるスターアジア投資顧問株式会社と同様、スターアジアグループに属しますが、どのような理由で競合する本投資法人の投資口の保有を開始されたのかご説明ください。また、なぜ投資主総会招集請求に必要である 3%を僅かに超える投資口を取得されたのかについてもご説明ください。

② これだけ大量の投資口を有している主要投資主であり、今回、本請求に至っているにもかかわらず、2022 年 4 月期の決算公表後も、また 2022 年 10 月期の決算公表後も全くコンタクトしてこなかった理由をご説明ください。

③ 逆に、主要投資主となってから全くコンタクトされなかったにもかかわらず、投資主総会招集請求が可能となる 6 か月間の継続保有期間の経過直後から、突然コンタクトを開始された理由をご説明ください。

④ 貴社は、投資主総会招集請求に必要である 6 か月の保有期間の経過後、初めて面談に臨み、その後僅か 1 か月で対話を一方的に切り上げ、本請求に至っております。6 か月という期間待機されていたにもかからず、急に短期で結論を求められている理由につき、ご説明ください。

⑤ 通常、企業価値向上を求めて建設的な対話を求める場合、投資家サイドでも詳細な分析資料を予め準備し、議論に深みを持たせ、建設的な議論を目指すケースが多いと理解しております。ところが、貴社からは、そういった分析資料の提示を受けたことはありません。特に、貴社の場合、本請求直後に貴社見解を纏めた 24 頁にも及ぶプレゼン資料を公表しているわけですから、面会当時、貴社の見解の詳細な根拠を説明することは可能であったと理解しておりますが、そのような資料に基づくご説明をいただけなかった理由につき、ご説明ください。

2. 本請求に関連する事項について

(ア) 執行役員候補について

執行役員候補として貴社マネージャーの杉原氏をご提案いただいておりますが、貴社が属するスターアジアグループが運用するスターアジア不動産投資法人（以下、「SAR」といいます。）と本投資法人は投資対象が競合しており、両者には利益相反関係があるものと理解しております。また、杉原氏は、SAR の運用会社であるスターアジア投資顧問株式会社において直前まで経営者として SAR の運用にも関与されてきたと理解しており、SAR との強い利害関係を有しているものと推察されます。このような事情を考慮すると、杉原氏が本投資法人執行役員に選任された場合、本投資法人の投資主価値を毀損させ得る危険性のある立場にあると考えておりますが、この点についてのお考えをご教示ください（本投資法人役員との面談にて、杉原氏にご質問させていただいた内容と重複いたしますが、本書冒頭記載の目的のため、改めて貴社のご見解をご教示ください。）。

(イ) 報酬体系について

(1) 貴社が掲げる「投資主利益と連動性の高い報酬」という考えは、本投資法人および本資産運用会社の考えと一致しており、本投資法人の投資主価値向上に連動する完全成果報酬はそれを具現化したものです。貴社が「完全成果報酬」は「投資主利益と連動性の高い報酬」ではないと考える根拠をご教示ください。

(2) 貴社は本投資法人の報酬が高いと主張されておられますが、本投資法人の報酬は利益に連動する完全成果報酬であり、高いパフォーマンスの際は上がり、低いパフォーマンスの際は下がります。一方、貴社のご提案であり、かつ SAR も採用する報酬体系は、利益の有無を問わず報酬が発生し、収益性ではなく資産規模に連動するものです。本投資法人が考える「投資主利益」とは逆の結果をもたらすものと思料いたしますが、このご提案がなぜ貴社が考える「投資主利益」に沿うものであるか、その根拠について具体的にご説明ください。

(ウ) 公募増資について

(1) 貴社は本投資法人が 7 年にわたり公募増資を行わなかったことをご批判しておられます。本投資法人では、投資主価値向上は、単純に公募増資の有無で決せられるものではなく、最終的には投資主の皆様の利益成長（特に 1 口当たりの利益）がもっとも重要であると考えております。この点、SAR は上場後、計 5 回の公募増資を行われていますが、2017 年 7 月期～2023 年 1 月期における年間分配金（DPU）の 5 年平均成長率は−6.94%となり、希薄化を考慮しない公募増資の帰結として、投資主の価値を毀損する運用を行ってきたようにも見えます。一方、ほぼ同期間の本投資法人の 2017 年 4 月期～2022 年 10 月期における年間分配金の 5 年平均成長率は+3.43%です。これらを踏まえた上でも、公募増資の有無を重視されることの合理性をご教示ください。

(2) 本投資法人の投資主価値最大化の取り組みについては、2016 年 5 月の公募増資以降、公募増資を伴わずとも 16 物件計 43,490 百万円（+22.8% / 2016 年 10 月期比）の物件取得を行っており、足元の資産規模は取得価格ベースで 2016 年 10 月比+21,149 百万円（+11%）、鑑定評価ベースで+48,263 百万円（+23%）となっております。加えて、格付けの取得、A+への格上げも獲得し、グローバル・インデックスへの組み入れもなされ、投資法人としての利益向上と成長を着実に推し進めていると認識しております。この投資主価値向上の取り組みが奏功し、以下のとおり、本投資法人の長期的なリターンは東証リート指数を大きく上回っております。

本投資法人のトータルリターン（投資主総利回り）および超過リターン

	1年	3年	10年
本投資法人　トータルリターン	+9.73%	+46.97%	+129.23%
超過リターン（対東証リート指数）	+13.11%	+17.16%	+62.52%

（注1）貴社による臨時投資主総会の招集請求開示時点（2023年3月17日）

（注2）トータルリターン（投資主総利回り）：投資により得られた収益（配当とキャピタルゲイン）を投資額（投資口価格）で割った比率（配当再投資）

出所：ブルームバーグ

本投資法人としては、投資主価値の最大化は本投資法人の使命であると考えておりますが、上記本投資法人の実績にかかわらず、投資主価値を毀損し得る公募増資をすべきと主張される理由を今一度ご教示ください。

以　上

一期一会
ICHIGO

投資主総会参考資料

June 1, 2023

いちごオフィスリート投資法人(8975)
Ichigo Office REIT Investment Corporation
いちご投資顧問株式会社
Ichigo Investment Advisors Co., Ltd.

いちご
ESG

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

本資料は、いちごオフィスリート投資法人が2023年5月25日に公表した

「（開示事項の経過）投資主提案の取り下げならびに臨時投資主総会の付議議案

（規約変更および役員選任）および投資主提案に対する本投資法人の意見のお知らせ」

についての補足資料です。

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

Make More Sustainable

サステナブルインフラの「いちご」

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

いちごオフィス（8975）の投資主の皆様へ

平素は格別のご高配を賜り誠にありがたく厚くお礼を申し上げます。

本投資法人が採用する**「完全成果報酬」**は、
投資主利益に完全に連動する**投資主本位の報酬体系**です。

**すべての投資主の皆様のご期待は「1口当たり分配金と投資口価値の最大化」であり、
それを実現することが、本投資法人の使命です。**

本投資法人の長期的なリターンは東証リート指数を大きく上回っておりますが、
この実績は、**本投資法人と資産運用会社間のしっかりとした信頼・協力関係と、
本投資法人の役員による監督・牽制機能が適切に発揮された証左**であると考えております。

本投資法人では、投資主である Berkeley Global, LLC（以下、「BG」という。）および
いちごトラスト・ピーティーイー・リミテッド（以下、「いちごトラスト」という。）からのご提案を
真摯に検討した結果、2020年の投資主総会でご承認をいただきました「完全成果報酬」を
継続しつつ、資産運用会社に運用効率の向上を促し報酬水準を見直すことで、
その成果を投資主の皆様に還元することが適切であるとの結論に至りました。

投資主の皆様への深い感謝をもって、今後も投資主価値の最大化に全力を尽くしてまいりますので、
引き続き、今後とも何卒ご指導、ご鞭撻のほどよろしくお願い申し上げます。

いちごオフィスリート投資法人
執行役員　千葉恵介

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

目次

□ いちごオフィスの成長軌跡

- ✓ 東証リート指数を大きくアウトパフォームする長期リターン
- ✓ 「分配金」の着実な成長
- ✓ 「1口当たりNAV」の着実な成長
- ✓ 財務基盤の着実な向上 ：価値創造による時価LTVの低減
- ✓ 財務基盤の着実な向上 ：格付の継続的な格上げ
- ✓ 強力な「サステナビリティ」推進 ①：Jリート初の再生可能エネルギーへの切り替え
- ✓ 強力な「サステナビリティ」推進 ② ：外部機関からの高い環境評価

□ いちごオフィスの徹底した投資主目線と価値創造

- ✓ 不断の価値創造による投資主価値向上
- ✓ 投資主利益連動型「完全成果報酬」
- ✓ 価値創造を支える強固なガバナンス体制：全役員が独立性のある役員
- ✓ 日本初の優待制度「いちごJリーグ株主・投資主優待」

□ 投資主総会における本投資法人議案について

- ✓ 投資主総会までの経緯
- ✓ BGによるエンゲージメントの不在
- ✓ 本投資法人議案説明（第1号議案～第8号議案）
- ✓ BG議案反対理由（第12・13号議案）
- ✓ 投資主の皆様へのお願い
- ✓ 投資法人概要

□ Appendix

参考「スターアジア不動産投資法人との実績対比」

一期一会
ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

いちごオフィスの成長軌跡

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

東証リート指数を大きくアウトパフォームする長期リターン

本投資法人の投資主総利回りは、東証リート指数に対し、中長期的に大きく超過し、超過リターンは、東証リート指数対比（10年）で +62.52% を実現

【投資主総利回り】
（分配金および投資口価格成長）

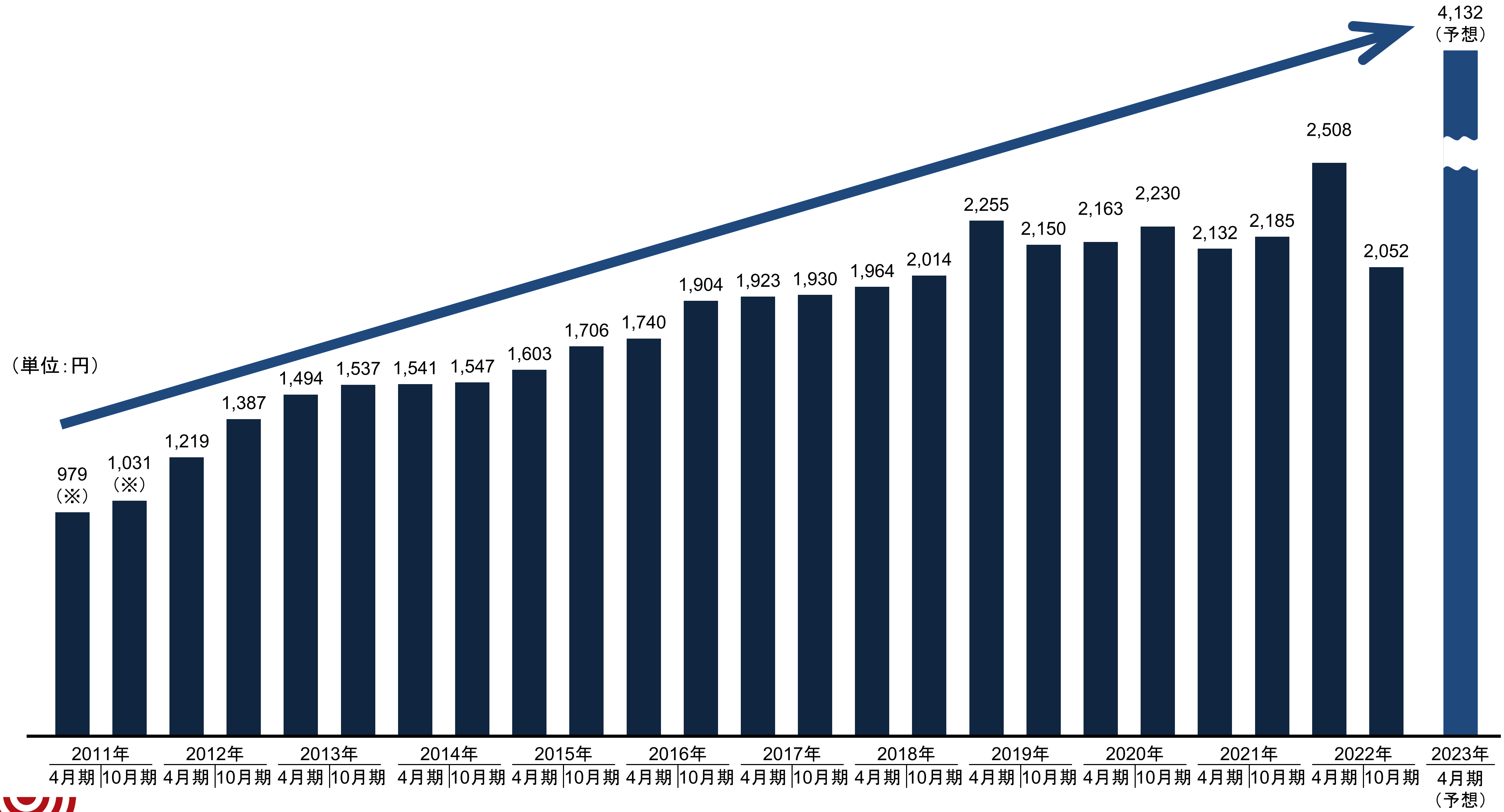
	1年	3年	10年
本投資法人	**+9.73%**	**+46.97%**	**+129.23%**
超過リターン（対東証リート指数）	**+13.11%**	**+17.16%**	**+62.52%**

※ 投資主総利回り（トータルリターン）：投資により得られた収益（配当とキャピタルゲイン）を投資額（投資口価格）で割った比率（配当再投資）。BGによる臨時投資主総会の招集請求開示時点（2023年3月17日）

出所 ブルームバーグ

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

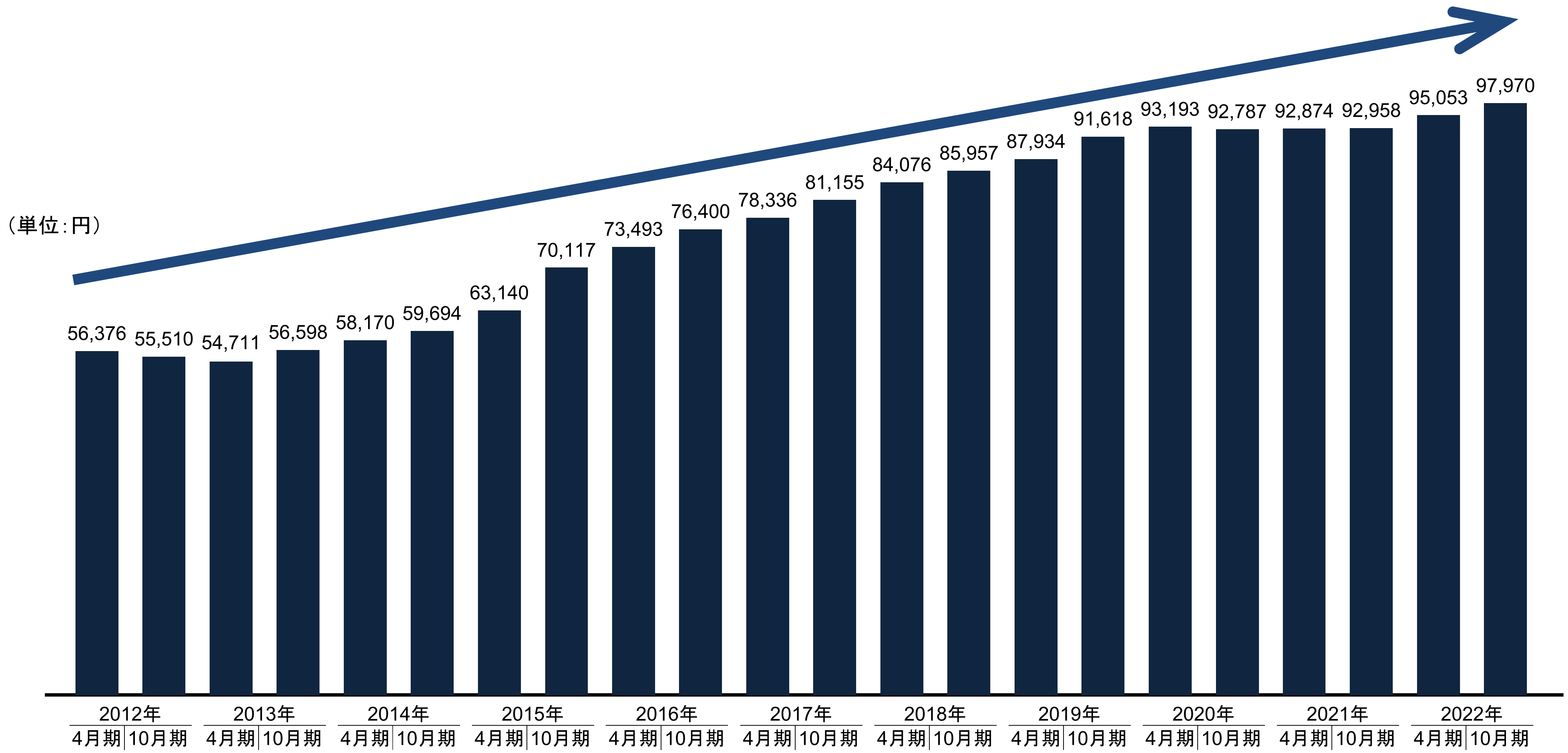
「分配金」の着実な成長



※ 2011年11月1日付の合併時に実施した投資口分割(7分割)を考慮し、分配金を7で除した上で円単位未満を切り捨てた試算値(本投資法人ベース)

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

「1口当たりNAV」の着実な成長



※ 1口当たりNAV＝（分配金控除後純資産額 ＋ 不動産含み損益）÷ 期末時点発行済投資口数

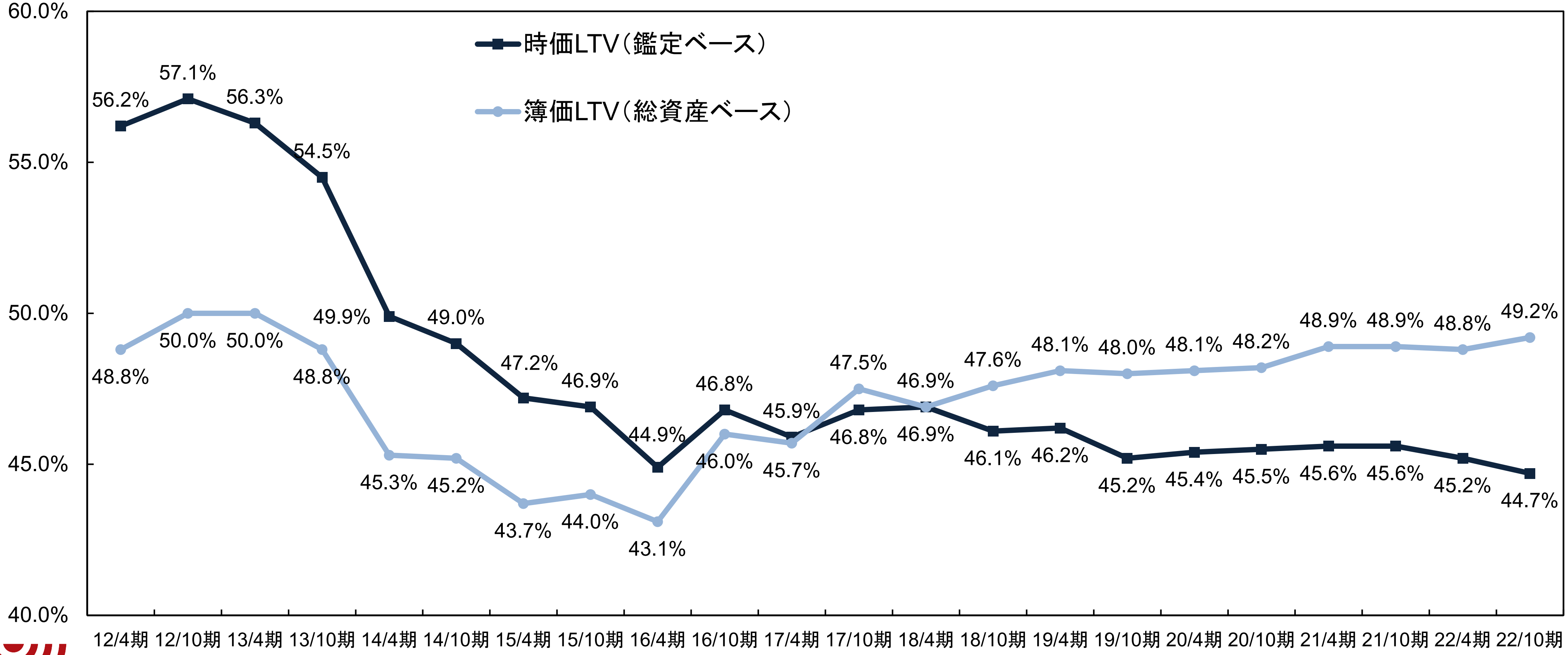
注：合併後のNAVのみを掲載
（2011年11月1日付合併）

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

財務基盤の着実な向上: 価値創造による「時価LTV」の低減

本投資法人が重視する「時価LTV」は、価値創造による実質的な資産価値向上により、継続的に低減し、金融機関、格付け機関から高い評価を獲得

【有利子負債比率の推移】



簿価LTV（総資産ベース）：有利子負債 ÷ 総資産額

時価LTV（鑑定ベース）　：有利子負債 ÷ 鑑定評価額合計

注：合併後のLTVのみを掲載（2011年11月1日合併）

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

財務基盤の着実な向上：格付の継続的な格上げ

2015年6月「A−」（安定的）→ 2022年10月「A+」（安定的）

【格付の推移】 株式会社日本格付研究所（JCR）

格付時期	2015年6月	2017年8月	2018年8月	2021年9月	2022年10月
格付	**A−** （安定的）	**A−** （ポジティブ）	**A** （安定的）	**A** （ポジティブ）	**A+** （安定的）

■ 現格付の評価の主なポイント

① 収益およびキャッシュフローの安定性

- 物件およびテナント分散、コロナ環境下でのNOI利回りや稼働率の維持

② 財務の安定性

- 資産総額ベースの簿価LTVの安定的なコントロール、含み益の確保

③ 資金調達の安定性

- メガバンクを中心としたレンダーフォーメーション、起債実績、借入残存期間長期化、返済期限の分散化

一期一会
ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

強力な「サステナビリティ」推進 ①：Jリート初の再生可能エネルギーへの切り替え

■ RE100（脱炭素宣言）

・本投資法人では、**Jリート初の全保有物件**における再生可能エネルギーへの切り替えを完了（2022年4月期）

・いちごグループは、事業活動で消費する電力を100%再生可能エネルギーとすることを目指す国際的なイニシアティブである「RE100」に加盟し、**2025年までに**事業活動で消費する電力を100%再生可能エネルギーとする

※ 区分所有、共有物件等を除く

一期一会
ICHIGO

強力な「サステナビリティ推進」②：外部機関からの高い環境評価

■ GRESBリアルエステイト評価

・GRESBレーティング**「3 Star」**を
5年連続取得

・ESG推進のための方針や組織体制、
保有物件の環境パフォーマンスや
テナントとの取り組みにおいて高い
評価を受け、**「Green Star」**を
6年連続獲得

GRESB
★★★☆☆ 2022

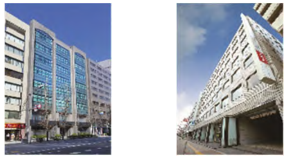
■ 各種環境認証の取得

・環境認証獲得件数　**19件（18物件）**
・賃貸可能面積（オフィス）合計の **31.1%**

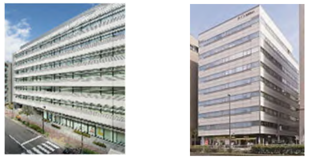
【CASBEE】
Sランク（3物件）

Aランク（7物件）

【BELS】
2つ星★★　1つ星★



【DBJ Green Building】
2つ星★★　1つ星★



【東京都中小低炭素モデルビル】
A2+

A1+
（3物件）

A1

一期一会
ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

いちごオフィスの徹底した投資主目線と価値創造

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

不断の価値創造による投資主価値向上 ①

- 継続的な「価値創造CAPEX」により、資産価値向上、収益拡大を実現
- ROI（投資収益率）は高水準を継続

■ 主な事例

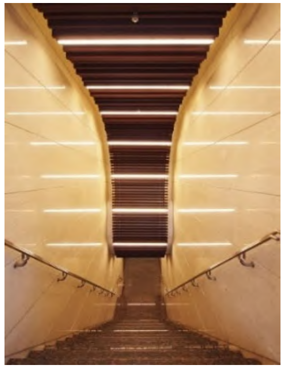
【いちご神宮前ビル】

2016年4月期～2021年4月期

主な価値創造CAPEX

- 空調更新
- B1Fアプローチ階段
- 館内共用部
- エレベーター更新
- エントランスホール
- ファザード
- エントランス

■ B1Fアプローチ階段



■ エントランスホール

■ ファザード

投資総額：104百万円

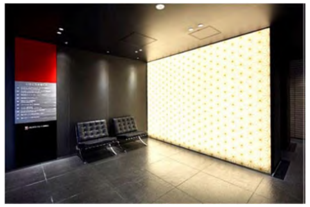
ROI　33.9%

【いちご乃木坂ビル】

2019年10月期～2020年10月期

主な価値創造CAPEX

- 貸室内、共用部
- 外壁
- エントランスホール
- 化粧室移設、拡張
- いちごラウンジmini



投資総額：87百万円

ROI　18.3%

【いちご九段二丁目ビル】

2022年10月期

主な価値地創造CAPEX

- エントランス
- エントランスホール
- 各階通路

■ エントランス

従前賃料単価

+38.5%

の新規入居獲得

■ エレベーターホール

■ 各階通路

投資総額：34百万円

ROI　71.2%

一期一会 ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

不断の価値創造による投資主価値向上 ②

□ 独自のサービス提供によりテナント満足度を向上
□ 保有ビルの収益性向上、早期リースアップを実現

■ 主な事例

【いちご東池袋ビル】 2018年4月期

「いちごラウンジ」

入居いただくテナント様の利便性を追求するため、「いちごラウンジ」を設置し、快適性の高い共用部空間を提供し、投資効率に見合う賃料収入増を実現

■ 外観

■「いちごラウンジ」フロアレセプション

■「いちごラウンジ」室内

投資総額 ： 29百万円

ROI 32.4%

【いちご内本町ビル】 2019年4月期

「いちごラウンジ」

・入居いただくテナント様 の満足度向上を目指し、「いちごラウンジ」を設置
・快適なコミュニケーション空間を提供

新たな貸室の整備による収益の創出

コミュニケーション活性化を目指したラウンジ

入居テナント専用の会議室を2室設置

投資総額 ： 19百万円

ROI 35.1%

【いちご内神田ビル】 2019年4月期

「いちごレイアウトオフィス」

デザイン性の高い受付や可動式什器を事前に造作し初期費用を抑え、スタートアップ企業等のテナント様の成長を支援

■ 外観

交流を促進させる打ち合わせスペース

自由なレイアウトが可能な会議室

投資総額 ： 24百万円

ROI 25.2%

一期一会 ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

投資主利益連動型「完全成果報酬」①

「完全成果報酬」は、1口当たりの投資口価値の向上を基準とする報酬であり、いちご投資顧問の「徹底した投資主目線」を体現した仕組み

完全成果報酬	→	中長期的な投資主価値の最大化
		投資法人の保有資産に対する「価値創造」
		投資主様と資産運用会社の利害の一致

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

投資主利益連動型「完全成果報酬」②

- コロナの環境下という先行き不透明な時期に、投資主様からの声を受け、導入した報酬体系
- 不合理に資産残高に応じた役務としての報酬という慣例から脱却し、投資主価値向上の実現に応じて報酬が発生する「**投資主本位の報酬体系**」

【本投資法人の報酬体系】

報酬連動項目	内容
収益・分配金	**運用パフォーマンスに応じて収受**
譲渡益	**創出した譲渡益部分のみに応じて収受**
被合併時成果	**投資法人（保有不動産）の価値の向上のみに対し収受**
被買収時成果	**投資法人（保有不動産）の価値の向上のみに対し収受**

一期一会
ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

価値創造を支える強固なガバナンス体制：全役員が独立性のある役員

- 投資法人役員は、全員、資産運用会社、スポンサーグループから独立した役員とし、強固なガバナンスを構成
  - ✓ 資産運用会社、スポンサーグループから独立した役員のみで構成される投資法人は、本投資法人、いちごホテルを含め、3投資法人のみ

- 本投資主総会において本投資法人提案として、追加選任を提案している、執行役員、監督役員の両候補者も同様に独立性を担保

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

日本初の優待制度 「いちごJリーグ株主・投資主優待」

- 2つの日本初となる優待制度
  - ① 株主・投資主の合同優待（4発行体の総対象人数 約70,000名）
  - ② Jリーグの全クラブと全試合が対象

- いちごは、株主・投資主様と一緒にJリーグ全クラブを応援し、地域創生への貢献を目指します

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

投資主総会における本投資法人議案について

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

投資主総会までの経緯

日程	内容
2023年2月9日	・Berkeley Global, LLC（BG）による初取材 ・BGから「**質問書**」着
2023年2月17日	・BGに「**回答書①**」送付
2023年2月24日	・BGから「**提案書**」受領（3月10日までの書面回答要請）
2023年3月10日	・BGに「**回答書②**」送付（期日内回答） 【回答書②文末抜粋】 当社としては、投資主様と資産運用会社の利害を一致させている本資産運用報酬体系の内容や上記の投資主様からご承認をいただいた経緯等からすれば、既にご説明させていただきましたとおり、本資産運用報酬体系は適切な内容であると考えておりますが、他方で、資産運用会社の報酬体系は、投資主価値向上という観点から不断に検討していくことが重要であると考えております。 IORの投資主様である貴社からは、本資産運用報酬体系の改善に関するものを含め、引き続き忌憚ないご意見を頂ければと考えております。更なるご意見を頂戴した場合には、当該ご意見についても真摯に検討の上、貴社と協議させていただきたく考えておりますので、今後ともご指導のほど、よろしくお願い申し上げます。
2023年3月17日	継続協議の意向を示す回答に対し、BGからのコンタクトはないまま、 ・BGから「**投資主総会招集請求書**」「**投資主名簿閲覧謄写請求書**」着 ・BGより「当社の提案を真摯に検討する姿勢は見られませんでした。」と投資主の皆様に誤解を生じる表現を公表
2023年5月25日	・いちごオフィスより**本投資法人議案にかかる** 「**本投資主総会に係る付議議案およびBG提案に対する意見**」を公表

一期一会
ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

BGによるエンゲージメントの不在

2022年8月 BGによる本投資法人の投資口3%以上の取得

2022年					2023年					
8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月

BGからのコンタクト・対話は一切なし

6か月間

- **BG 3%以上取得**
- 2/9 **BGの初取材**
- 17 いちご投資顧問 質問書に回答
- 24 **BGから提案受領**
- 3/10 いちご投資顧問 回答・継続的な協議を提案
- 17 **BGより投資主総会招集請求書を受領**
- 29 いちごトラストによるBG提案の反対表明
- 4/27 いちごトラストより投資主提案書受領
- 5/12 BGによるいちごトラスト提案の反対表明
- 25 本投資法人 投資主総会の招集と議案を決議
- 6/23 **投資主総会**

> 投信法により3%以上の投資口を6か月前から継続保有する投資主に対し、投資主総会の招集請求権が発生

一期一会
ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

第1号議案　収益・分配金成果報酬料率（本投資法人提案）

投資主利益の創出に資する**適正な報酬水準**の設定が必要であるが、
運用効率向上を図り、**約11%報酬引き下げ**を提案

現行規約 : 収益・分配金成果報酬控除前1口当たり分配金 × NOI × 0.0054%

第1号議案（本投資法人提案）

変更点 : **収益・分配金成果報酬控除前1口当たり分配金 × NOI × 0.0048%**

【提案理由】

- 2020年投資主総会により導入された「完全成果報酬」は料率設定から約3年が経過したタイミングにおいて、本投資法人のポートフォリオや投資運用環境の現況等を踏まえ、投資主であるBGおよびいちごトラストの提案を受け、報酬水準を検証し、資産運用会社と協議を行った結果、資産運用会社の運用効率の向上に取り組むという観点から、約11%の料率引き下げを提案
- テナント満足度や顧客第一主義を前提とする、徹底した現場主義の運用には一定のコストがかかると思料されるが、さらなる成果を追求可能な運用・管理体制について資産運用会社と確認し、引き下げ水準を設定
- 今後も、適切なタイミングで運用効率の向上の成果を報酬料率の引き下げとして投資主に還元

一期一会
ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

第2号議案　譲渡成果報酬の変更（本投資法人提案）

投資主利益の創出に資する**適正な報酬水準**の設定が必要であるが、
第1号議案にかかる収益・分配金成果報酬との**調整による引き下げ**を提案

現行規約 ： 譲渡成果報酬控除前譲渡益 × 15%

第2号議案（本投資法人提案）

変更点 ： **「譲渡成果報酬」発生時、「収益・分配金成果報酬」の額から、「譲渡成果報酬」に相当する額だけ減算**

【提案理由】

- 「資産譲渡」により発生する譲渡益は、日々の運用による資産価値向上の成果が顕在化したものであり、「完全成果報酬」の報酬体系において、中長期的な投資口価値向上への適正なインセンティブ付与のため、当該成果に連動した報酬を支払うことは必要
- 現行制度導入に際し、旧報酬体系の報酬を上回らない水準で譲渡成果報酬を設定していたが、収益・分配金成果報酬の報酬水準見直しにあたり、収益・分配金成果報酬から譲渡成果報酬金額を控除することで引き下げ
- 譲渡成果報酬は、分配、内部留保に関わらず、成果の顕在化に対して支払う報酬であり「完全成果報酬」の理念に合致するもの

一期一会
ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

第3号議案　被合併時成果報酬の変更（本投資法人提案）

価値創造（1口当たりの価値向上）に対する対価として、
合併時投資口価値を前提に含み益に応じた報酬を設定

現行規約：被合併時1口あたり含み益 × 発行済投資口数 × 15%

第3号議案（本投資法人提案）

主な変更点：
被合併契約締結時1口あたり含み益 × 発行済投資口数（被合併契約締結時） × 15%

【提案理由】

- 「譲渡成果報酬」同様、合併により資産運用会社が変更となる際、全資産について中長期的な運用の成果が一挙に顕在化したものと評価し、合併契約締結時点で算定される含み益に連動して支払われる報酬
- 「譲渡成果報酬」と同様、中長期的な投資口価値向上への適正なインセンティブの付与を目的としているため、譲渡成果報酬と同じ報酬料率を維持
- 投資主利益に資する合併・買収提案に対して、運用会社において積極的に取り組むことを促す仕組みであり、買収防衛策とはむしろ逆の効果を有する制度
- 現行規約において不明瞭な箇所を明確化

一期一会 ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

第4号議案　被買収時成果報酬の変更（本投資法人提案）

<u>価値創造</u>（1口当たりの価値向上）に対する対価として、
被買収時投資口価値を前提に含み益に応じた報酬を設定

現行規約 ： 被買収時1口あたり含み益 × 被買収投資口数 × 15%

第4号議案（本投資法人提案）

変更点 ： **報酬発生の要件等につき明確化**

【提案理由】

- 「譲渡成果報酬」同様、買収により資産運用会社が変更となる際、全資産について中長期的な運用の成果が一挙に顕在化したものと評価し、公開買付期間の末日時点で算定される含み益に連動して支払われる報酬
- 「譲渡成果報酬」と同様、中長期的な投資口価値向上への適正なインセンティブの付与を目的としているため、譲渡成果報酬と同じ報酬料率を維持
- 投資主利益に資する合併・買収提案に対して、運用会社において積極的に取り組むことを促す仕組みであり、買収防衛策とはむしろ逆の効果を有する制度
- 現行規約において<u>不明瞭な箇所を明確化</u>

一期一会
ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

第5･6号議案　執行役員･監督役員の選任（本投資法人提案）

- 現役員による監督･牽制機能の発揮は、本投資法人のパフォーマンスに現れており、現ガバナンス体制は投資口価値の向上に寄与するものと思料
- 加えて、投資主の皆様のための価値最大化に向けて不断の努力を継続すべく、新たに豊富な経験とスキルを有する執行役員、監督役員を選任し、さらなる価値創造に努める

第5号議案（本投資法人提案）

執行役員　鍵山卓史選任の件

【提案理由】
本投資法人の「完全成果報酬」の理念を理解し、不動産･金融分野に知見を有するエキスパートとして、鍵山卓史氏を執行役員として選任。国内外の資本市場に精通し、豊富な経験と幅広い知識を有するグローバル経営者。**投資主価値最大化への貢献に加え、グローバル･ベスト･プラクティスの実践を期待した優良な長期投資家による投資家の呼び込みに対する大きな貢献にも期待**。

第6号議案（本投資法人提案）

監督役員　丸尾友二選任の件

【提案理由】
本投資法人の主な投資対象である中規模物件の開発、売買、リーシングに一貫して取り組み、不動産マーケットと実務に精通し、豊富な経験を有するプロの不動産経営者。**不動産のプロフェッショナルとしての視点を追加して、モニタリング機能の実効性をさらに高め、投資主価値の最大化に資するものと期待**。

一期一会
ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

第7･8号議案　役員報酬･役員人数上限設定(本投資法人提案)

- **適切な役員報酬水準**は、投資主において極めて重要であり、役員報酬の透明性･客観性の確保を目的として、**投資主総会決議事項**へと変更し**<u>上限額も1割削減</u>**
- 役員増員による役員報酬の負担が課題とならない配慮として、役員会の機能を十分かつ適切に発揮可能と考えられる**5名以内を役員数の上限**として設定

第7号議案(本投資法人提案)

役員報酬上限引き下げおよび投資主総会決議要件の付加

【変更内容】

･役員報酬上限
　執行役員(月額80万円 → 月額72万円)、監督役員(月額50万円 → 月額45万円)

･決議機関　　役員会 → 投資主総会(普通決議)

･本投資主総会の次の投資主総会日より適用

第8号議案(本投資法人提案)

役員人数上限設定

【変更内容】

･役員上限人数(新設)　5名以内

･本投資主総会の次の投資主総会日より適用

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

第12･13号議案　執行役員･監督役員の選任（BG提案）

BG提案は、投資主の皆さまの利益に資するものではないと判断し、「**反対**」

【反対の理由】

第12号議案（BG提案）

執行役員　杉原亨選任の件

【反対理由】 以下理由により**第12号議案に反対**いたします。

・本投資法人の**「徹底した投資主目線の運用哲学」を理解せず**、持論を展開している
・杉原氏は、2015年よりスターアジアグループに所属しており、BGのManagerを現任
・スターアジアグループが運用する投資法人（Appendix ： 参考「スターアジア不動産投資法人との実績対比」参照） は、本投資法人と競合しており、**利益相反関係**がある
・本投資法人より得られた様々な情報を本投資法人の投資主の皆様の利益よりもスターアジアグループの利益や意向に配慮する形で利用する懸念がある
・役員報酬額を月額1万円とし、経済的にも**スターアジアグループに依存**していると思われる
・本投資法人において、適切な役員追加選任議案を提示している（第5号議案）

第13号議案（BG提案）

監督役員　藤永明彦選任の件

【反対理由】 以下理由により**第13号議案に反対**いたします。

・藤永氏の選定経緯、および杉原氏との関係性に照らし、本投資法人と利益相反が懸念される**杉原氏の意向を偏重する可能性**を払拭できない
・本投資法人において、適切な役員追加選任議案を提示している（第6号議案）

一期一会
ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

投資主の皆様へのお願い

平素は格別のご高配を賜り誠にありがたく厚くお礼を申し上げます。

本投資法人の全役員は、いちごグループから独立した役員です。
この独立性が担保されたガバナンス体制の下、本投資法人役員会では、
BGからの提案内容を慎重に検討した上で、BG提案は投資主の皆様の利益に資するものではないと判断し、全会一致で全てのBG提案に反対し、「本投資法人提案」を提示しております。

本投資法人は、投資主価値の最大化に向け不断の価値創造に努め、前述のとおり、長期的なリターンは東証リート指数を大きく上回っております。
投資主の皆様への深い感謝をもって、今後も投資主価値の最大化に全力を尽くしてまいります。

本投資法人の考えにご賛同いただける投資主様におかれましては、
<u>第1号から第8号議案に「賛成」、第9号から第14号議案までに「反対」</u>
の事前の議決権行使をいただきますよう、心よりお願い申し上げます。

本投資法人提案	**：**	**第1号 ～ 第8号**	**「賛成」**
BG提案	**：**	**第9号 ～ 第14号**	**「反対」**

一期一会
ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

投資法人概要

2023年6月1日時点

■ 投資法人

名称	いちごオフィスリート投資法人
証券コード	8975
所在地	東京都千代田区内幸町1-1-1
執行役員	千葉　恵介
保有物件数	88物件
ポートフォリオ規模	2,121億円（取得価格ベース）
決算期	4月期（11月1日～4月30日）および10月期（5月1日～10月31日）

■ 資産運用会社

会社名	いちご投資顧問株式会社
代表取締役社長執行役員	岩井　裕志
登録・加入協会	金融商品取引業 関東財務局長（金商）第318号 （投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業） 一般社団法人投資信託協会会員

一期一会
ICHIGO
© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

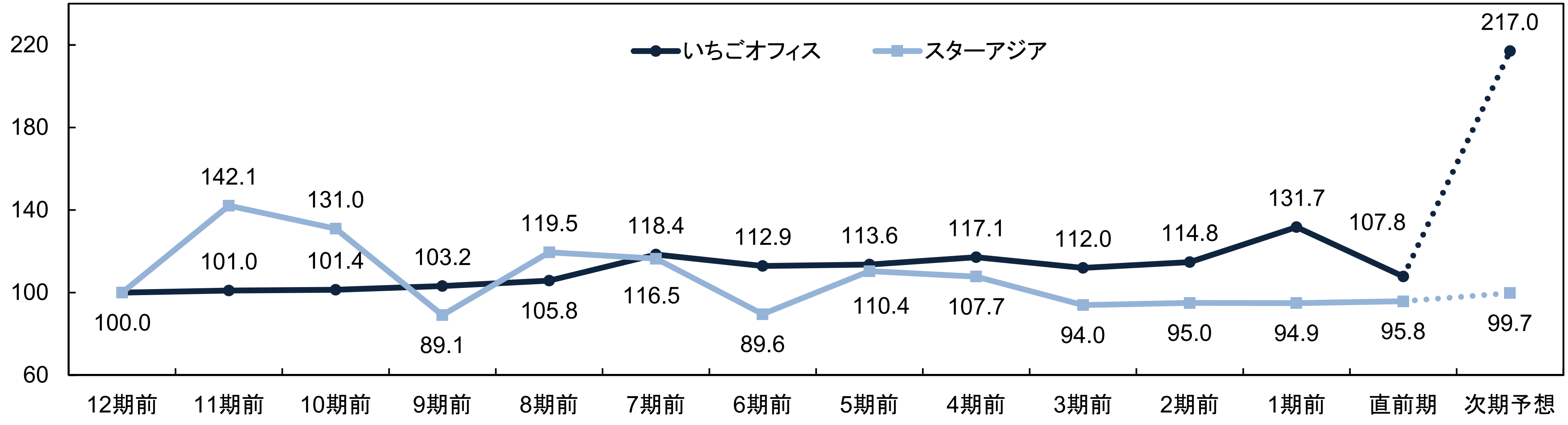
Appendix：参考「スターアジア不動産投資法人との実績対比」

一期一会
ICHIGO
© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

1口当たり価値の推移

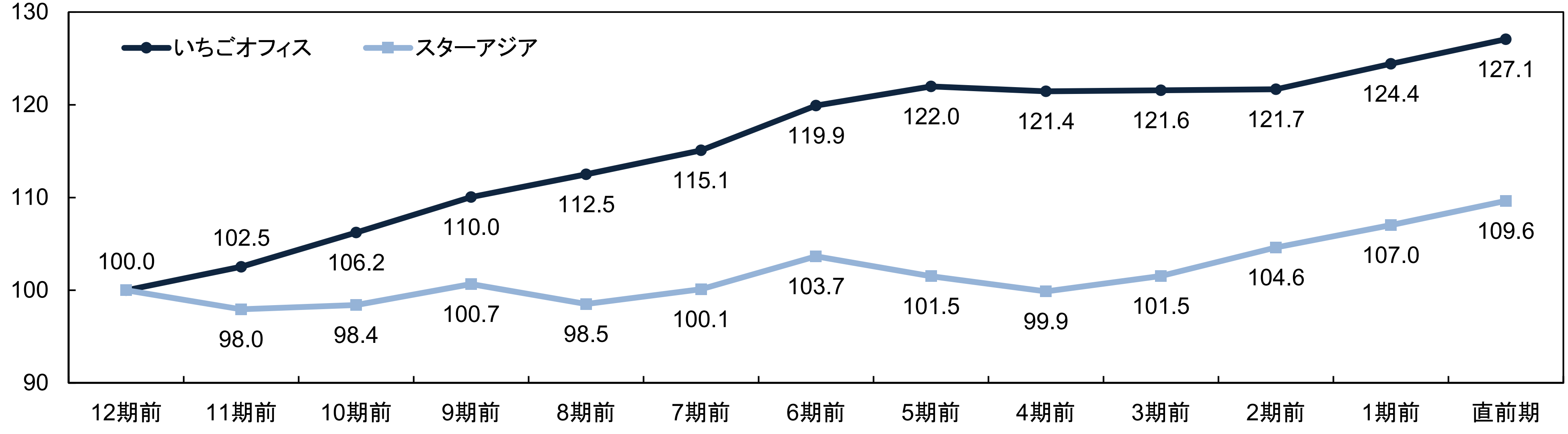
■ 1口当たり分配金（12期前の実績値を100とし、指数化）

（直前期）いちごオフィス：2022年10月期、スターアジア：2023年1月期



■ 1口当たりNAV（12期前の実績値を100とし、指数化）

（直前期）いちごオフィス：2022年10月期、スターアジア：2023年1月期



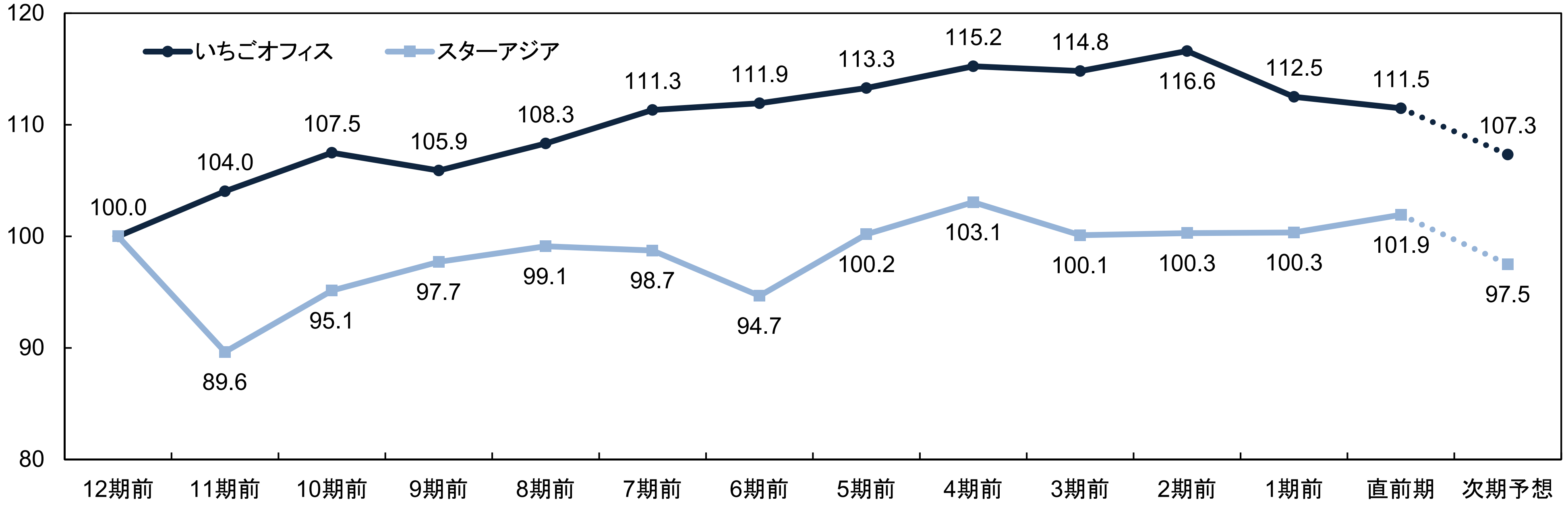
出典 ブルームバーグ、日経バリューサーチのデータをもとに資産運用会社作成

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

1口当たり価値の推移

■ 1口当たりNOI（12期前の実績値を100とし、指数化）

（直前期）いちごオフィス：2022年10月期、スターアジア：2023年1月期



出典　ブルームバーグ、日経バリューサーチのデータをもとに資産運用会社作成

■ PBR（株価純資産倍率）　2023年5月31日時点

いちごオフィス	1.35倍
スターアジア	1.07倍

出典　ブルームバーグ

一期一会
ICHIGO

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

- 本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の商品の募集・勧誘・営業等を目的としたものではありません。本投資法人の投資証券のご購入に当たっては、各証券会社にお問い合わせください。
- 本資料の内容については、将来の予測に関する記述が含まれていますが、こうした記述は、将来の本投資法人の業績、経営成績、財政状態等を保証するものではありません。また、本資料の実際の業績は、さまざまな要素により、本説明会資料における見通しとは大きく異なる可能性があります。よって、これら見通しのみに全面的に依拠することはお控えいただくようお願いします。
- 本資料は弊社が信頼するに足りると思われる各種情報に基づいて作成しておりますが、弊社はその正確性および完全性を保証するものではありません。
- 予告なしに内容が変更または廃止される場合がありますので、予めご了承下さい。
- なお、弊社の事前の承諾なしに、本資料に掲載されている内容の複製、転用等を行うことを禁止いたします。

一期一会
ICHIGO

Make More Sustainable
サステナブルインフラの「いちご」

【お問合せ】
いちご投資顧問株式会社
いちごオフィスリートIRデスク
TEL：03-3502-4891
IR_Office@ichigo.gr.jp
www.ichigo-office.co.jp

いちご ESG

© Ichigo Investment Advisors Co., Ltd. Ichigo Office REIT Investment Corporation All rights reserved.

2023年6月2日

東京都千代田区内幸町一丁目1番1号
いちごオフィスリート投資法人
執行役員　千葉　恵介　殿

回答書　兼　質問書

Berkeley Global, LLC
マネージャー　杉原亨
（署名）

前略

Berkeley Global, LLC（以下「当社」といいます。）は、貴投資法人からの2023年5月25日付書簡（以下「5月25日付質問書」といいます。）に対して、下記I.のとおりご回答申し上げます。

また、貴投資法人が2023年5月25日付で公表された「（開示事項の経過）投資主提案の取り下げならびに臨時投資主総会の付議議案（規約変更および役員選任）および投資主提案に対する本投資法人の意見のお知らせ」（以下「5月25日付適時開示」といいます。）に記載の貴投資法人の意見に関して、一般投資主が疑問に思うであろう点等を質問事項（以下「当社質問事項」といいます。）として、下記II.のとおりとりまとめております。

当社質問事項は、一般投資主が2023年6月23日（金曜日）午後4時開催予定の貴投資法人の投資主総会（以下「本投資主総会」といいます。）における議決権行使について判断する上で必要となるであろう点を質問させて頂いているものであり、一般投資主が十分な情報開示を受けて適切に議決権行使をすることができるよう、ご回答を頂きたいと考えております。また、投資主の理解の促進のために、当社質問事項及び当社質問事項への貴投資法人のご回答につきまして、本書における当社のご回答と併せて公表して頂けますと、より一般投資主の便宜に資するのではないかと当社としては考えております。ご対応方、何卒よろしくお願い申し上げます。

最後に、5月25日付適時開示において、貴投資法人は、いちごトラスト・ピーティーイー・リミテッド（以下「いちごトラストPTE」といいます。）の2023年4月27日付の投資主提案（以下「いちごトラストPTE提案」といいます。）の内容を、1か月近くの検討期間を経て、貴投資法人自身の提案として採用し、本投資主総会に付議することを決定されています。また、当社質問事項は、いずれも、貴投資法人自身が本投資主総会に提案する議案についての質問です。そして、貴投資法人の執行役員及び監督役員は、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」といいます。）第94条第2項が準用する会社法第314条に基づき、貴投資法人の提出する議案についての質問である当社質問事項に関し、本投資主総会において説明義務を負う立場にあること（言い方を変えれば、「いちごトラストPTEから提案されたものである」ことを理由に回答を拒絶することは法令上認められていないこと）を、念のため申し添えさせて頂きます。

草々

記

I.　5月25日付質問書に対するご回答

1. 当社が2023年3月17日付で投資主総会招集請求を行った経緯について（5月25日付質問書1）

(1) 貴投資法人の投資口取得の経緯について（5月25日付質問書1①）

スターアジアグループ（以下「SAG」といいます。）は、これまで日本の不動産関連資産への投資を含む様々な投資活動を通じて、投資家の皆様にご満足頂けるリターンを提供してきました。SAGは、このような投資活動の中で、様々なアセットクラスの不動産に対する知見を培ってきたと考えております。このような知見に基づき、SAGとしては、貴投資法人の投資口価格が、現物不動産マーケットでの保有資産の評価と比べて著しく低く、将来の投資口価格上昇が期待できると考え、当社を通じて貴投資法人の投資口への投資を開始したものです。

なお、貴投資法人の投資口にどの程度の金額を投資するかは、SAG内部の投資判断の結果決まったものですが、投信法上、発行済総投資口数の3%以上の投資口を6か月以上保有する投資主に対しては一定の権利が与えられることも投資判断の要素であったことは事実です。当社としては、貴投資法人自らが投資口価格の向上策を実行することを期待しておりましたが、万が一、何らの策も講じられなかった場合に備え、一定の権利が付与される発行済総投資口数の3%以上の投資口を取得したものです。

(2) 貴投資法人に対する過去の接触について（5月25日付質問書1②）

当社において分析した結果、上記(1)でご回答した貴投資法人における現物不動産マーケットでの保有資産の評価と投資口価格との乖離が生じている原因は、貴投資法人が、2020年7月の投資主総会（以下「2020年投資主総会」といいます。）において改悪された資産運用報酬体系（改悪前でも上場不動産投資法人の中で高い運用報酬水準でありました。）に基づいて、上場不動産投資法人の中で最も高い運用報酬（対総資産ベースの資産運用報酬比率）を貴投資法人の資産運用会社であるいちご投資顧問株式会社（以下「IIA」といいます。）に対して支払っていることによるものと判断しました。当社としては、投資口価格向上のためには、分配金増に繋がる施策を講じることが必要であり、具体的には、上場不動産投資法人の中で最も高い資産運用報酬を引き下げることが最も有力な方策の一つであると考えておりました。

貴投資法人及びIIAにおいてもかかる問題点及び方策は当然に認識されているものと理解しておりましたが、2022年7月開催の投資主総会において自ら資産運用報酬体系を是正し資産運用報酬を引き下げる等の対策がとられることはなく、投資口価格の改善もみられませんでした。そこで、当社として、投資口に対する投資リターンを向上させる方策を検討し始め、2023年1月に、当社自らが貴投資法人に対して改善策をご提案差し上げることが最善であるとの結論に至りました。

(3) 貴投資法人に対する接触を開始した経緯について（5月25日付質問書1③）

上記(2)のとおり、当社として貴投資法人に係る方針を決定したのが2023年1月であり、また、投信法上、投資主として一定の権利が付与される発行済総投資口数の3%以上の投資口を6か月以上保有した状態であれば、貴投資法人に対する投資口価格向上策に係るご提

案について、当社として真摯に検討していることがお分かり頂けると考え、下記(4)のとおり、2023年2月に、IIAに対して接触を開始するに至りました。

(4) 当社が2023年3月17日付で投資主総会招集請求を行った経緯について（5月25日付質問書1④）

当社は、発行済総投資口数の3%以上の投資口を6か月以上保有した状態になるまで、貴投資法人との接触を待っていたわけではなく、貴投資法人自らが投資口価格向上策（例えば資産運用報酬の引下げ）を実行されることを期待しておりました。しかしながら、自浄作用が働かなかったため、上記(2)のとおり、当社として採り得る方策を検討するに至りました。

2023年2月1日に、当社よりIIAにご連絡申し上げ、面談を申し込んだところ、面談日は、申込みから1週間以上先の2023年2月9日というご指定でした。2023年2月9日の面談においては、IIAの岩井代表取締役に当社としての認識、すなわち、貴投資法人の資産運用報酬がJ-REIT中で最も高いことをお伝えし、岩井代表取締役もそのご認識を持っていらっしゃることが確認できました。なお、当該面談においてご回答頂けなかった事項について、別紙1「いちごオフィスリート投資法人の運用報酬体系に係るご質問事項」を提出し、ご回答頂けるようにお願いしており、それに対するご回答は、別紙2「いちごオフィスリート投資法人の運用報酬体系に係るご質問について」のとおりでした。

かかるご回答を受け、2023年2月24日に、貴投資法人に対して、当社としての資産運用報酬引下げに係るご提案を提出し、第2回目の面談の場を持ちました（当該提案に係る提案書については、別紙3「いちごオフィスリート投資法人との資産運用委託契約における資産運用報酬体系に係るご提案」をご参照ください。）。面談の際には、岩井代表取締役より、当社の提案内容について、当社に対して質問をすることの可否を確認するご発言もあり、当然質問頂ければ回答する旨もその場でお伝えいたしました。同年3月2日には貴投資法人の前執行役員の福永氏とも面談し、提案内容をお伝えするとともに資産運用報酬がJ-REIT中で最も高いことを是正すべきであるとお伝えしました。福永氏からも岩井代表取締役と同様に回答前に質問することの可否を確認するご発言がありました。しかしながら、その後結局、回答期限までに貴投資法人及びIIAいずれからも何らの質問もなく、当社からの提案について一切受諾しかねる旨のご回答を頂きました（当該ご回答については、別紙4「いちごオフィスリート投資法人との資産運用委託契約における資産運用報酬体系に係るご提案に対するご回答」をご参照ください。）。

かかるご回答を拝見し、当社として、貴投資法人においては少数投資主の提案を真摯に受け止める姿勢が見られないと判断し、いたずらに交渉に時間をかけるのではなく、全ての投資主の皆様に当社のご提案についてご判断頂くのがよいとの結論に至ったものです。

なお、当社は、投信法上、投資主総会の開催を請求する権利を有しておりますが、貴投資法人において臨時に投資主名簿を確定させることなどの（最終的には投資主の負担となる）費用が生じないように配慮し、通常の決算期である2023年4月末から8週間以内での投資主総会の招集請求（以下「本投資主総会招集請求」といいます。）を行いました。当社が本投資主総会招集請求を公表した後、いちごトラストPTEは、当社の投資主提案に対して、反論及び意見表明をせずに投資口の買集め行為を行い、いちごグループで貴投資法人の発行済総投資口の3分の1以上を保有するに至り、いちごグループが反対する規約変更が不可能になってしまったこと、及び貴投資法人役員会がこのような対応をとったいちごトラストPTE提案を丸のみしたことは大変遺憾であり、非常に残念な思いでございます。

(5) 当社とIIAとの面談時における分析資料の提示の要否について（5月25日付質問書1⑤）

当社としては、貴投資法人がIIAに対して支払っている資産運用報酬の「際立った」高さをご説明し、その点については、岩井代表取締役及び面談当時の執行役員もご認識されておりましたので、当然のことながら、貴投資法人及びIIAにおいてご検討、ご検証の上、IIAが提供している役務が、貴投資法人が支払っている報酬額と見合っていることを示すための、説得力ある根拠・反論をご準備されているものと考えておりました。

当社は、貴投資法人及びIIAよりも情報量が格段に少ない状況（公表資料のみ保有している状況）において検証を行い、ご指摘のプレゼン資料を作成したものです。当然のことながら、貴投資法人及びIIAは一般投資主には公表されていない詳細な情報をお持ちであり、資産運用報酬制度について不断の分析・検討を行われているものと理解しており、貴投資法人及びIIAにおかれては、当社と同様の分析は既に実施済みであるか、又は、当社からの分析資料の共有がなくとも、短時間で同様の分析・検討を実行できるものと考えておりました。

なお、貴投資法人は、当社が準備した分析資料をあらかじめ示さなかったことを非難するかのような質問をされていますが、当社は貴投資法人に買収提案をしているわけでもなく、単に投資主として、問題のある資産運用報酬制度を改善するよう求めているに過ぎません。加えて、J-REIT各社の資産運用報酬は資産運用報告その他の開示資料において公表されており、かつ、J-REITの上場銘柄は60銘柄程度であり、特殊なリサーチをせずとも資産運用報酬の水準について調査することは可能です（ましてや、貴投資法人の支払う資産運用報酬については、貴投資法人及びIIAが最もよくご存知のはずです。）。

貴投資法人及びIIAにおいては、当社から指摘されるまで自社の資産運用報酬の妥当性について検証されたことがなかったということでしょうか。

2. 当社が2023年3月17日付で行った投資主総会招集請求の内容について（5月25日付質問書2）

(1) 執行役員候補について（5月25日付質問書2（ア））

執行役員候補の杉原は、上場不動産投資法人の執行役員に課せられている、全投資主に対する善管注意義務及び忠実義務をよく理解しており、その職責を自らが最も優先しなければならないことを理解しております。具体的には、過去、杉原は、さくら総合リート投資法人（以下「SSR」といいます。）の執行役員在任中に、当該投資法人とスターアジア不動産投資法人（以下「SAR」といいます。）との合併協議に際して、自身がSSRと利益相反関係にあるとして、自ら第三者委員会の設置を提案し、当人の意向が反映されない（自身が議決権を持たない）第三者委員会を組織しました。当該第三者委員会においては、真にSSRの投資主の皆様にとって最善の策は何かが議論されました。このように杉原は、執行役員としての善管注意義務・忠実義務を深く理解しており、執行役員になった暁には、正に貴投資法人の投資主の皆様のために活動することができるものと確信しております。

なお、貴投資法人はいちごトラストPTE及びその関係者に発行済投資口数の3分の1以上を保有されており、いちごトラストPTE以外の一般投資主の利益保護の観点から、いちごトラストPTE及びその関係者の影響下にない執行役員・監督役員を選任する必要性は、ますます高まっているものと当社としては考えております（この点に関連して、貴投資法人は、「本投資法人の役員は全員、資産運用会社であるいちご投資顧問株式会社および同社が属するいちごグループから独立した役員です」と公表されていますが、貴投資法人の各役員の皆様におかれましては、役員への就任に際して、IIAの役職員からコンタクトを受けて役員として就任することを内諾されたものと拝察しており、その意味で、いちごトラストPTEの「影響下にない」とはいえず、真の意味での「独立性」は確保されていないと考

えております。また、今回貴投資法人が提案されている執行役員候補の鍵山氏及び監督役員候補の丸尾氏についても、いちごトラストPTEの推薦による人物であることから、同様に「独立性」があるとはいえません。この点について一般投資主の理解の便宜に資するべく、貴投資法人の各役員の皆様におかれまして、役員への就任に際して、IIAの役職員からコンタクトを受けた事実の有無及びその概要をご回答ください。)。

(2) 完全成果報酬が投資主利益と連動性の高い報酬ではないと考える根拠について(5月25日付質問書2(イ)(1))

貴投資法人は、当社の提案を誤読されているのではないかと拝察しており、大変残念に思います。当社からの提案をよくご覧頂ければ明らかなように、当社は、収益・分配金成果報酬の算定式そのものの修正をご提案しているわけではありません。当社は、収益・分配金成果報酬の引下げのため、料率変更をご提案するとともに、譲渡成果報酬については、収益・分配金成果報酬との二重取りであるとして、これを撤廃し、物件の取得・譲渡については、上限料率を設定した上で、個別に料率を定めることをご提案しております(二重取りの撤廃については、貴投資法人におかれましても、当社の主張が正当なものであると認め、これを事実上撤廃する内容のいちごトラストPTE提案を投資法人提案として採用されたものと理解しております。)。

当社の提案を一言で申し上げれば、他のJ-REITの大部分が採用しているのと同様に、成果報酬と、役務提供に対する報酬という両輪のバランスをとった報酬体系とし、かつ、報酬の絶対額を下げるというものとなります。このような、他のJ-REIT各社と同様の報酬体系を採用し、かつ、報酬の絶対額を他のJ-REIT各社と同水準まで下げるとの当社の提案が不適切とお考えなのであれば、むしろその理由を貴投資法人の方から、投資主に対して説明すべきなのではないでしょうか。また、加えて付言させて頂くと、貴投資法人は「完全成果報酬」というフレーズを多用されておりますが、実際の算式とはかけ離れており、このようなミスリーディングな表記は控えて頂くことが一般投資主の理解に資すると考えます。すなわち、貴投資法人の収益・分配金成果報酬は、資産規模が拡大し、NOIの絶対金額が増加すれば、機械的に資産運用報酬額も増額となる(1口当たり分配金が一切増加しなかったとしても、NOIさえ増加すれば増額となる)仕組みになっています。このように、貴投資法人の現行報酬体系について、「完全成果報酬」というフレーズを用いることは実態と乖離した表記であり、不適切な表現と言わざるを得ません。

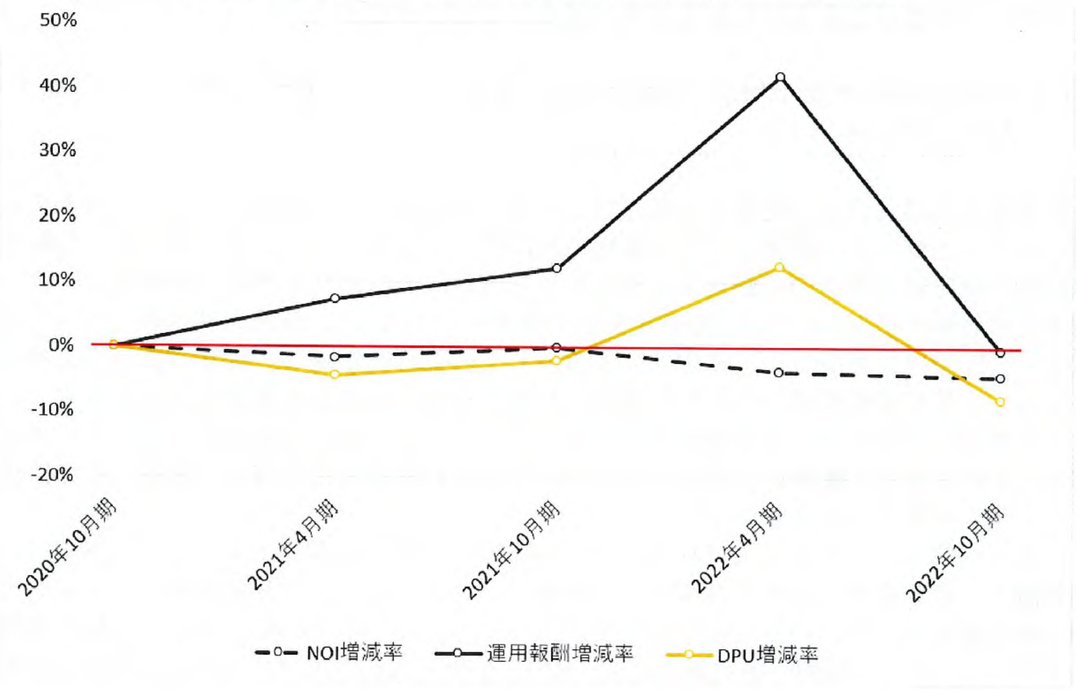
(3) 当社が提案する報酬体系が投資主利益に資する理由について(5月25日付質問書2(イ)(2))

ご質問の趣旨を測りかねておりますが、当社からのご提案は、収益・分配金成果報酬を否定しているものではありません。「一方」以下でご質問頂いている事項は、取得報酬、譲渡報酬及び合併報酬を指しているものと推察しますが、いずれも上限を設定しているのみであり、個別に投資法人役員会と資産運用会社間で料率を設定することを前提とする体系となっております。

なお、貴投資法人における2020年10月期から2022年10月期に係るNOI増減率(2020年10月期対比。以下同じです。)、IIAの運用報酬増減率及びDPU増減率を示すグラフを以下にご提示いたします。以下のグラフ及び実績値から明らかなように、貴投資法人がIIAに対して支払う報酬は、「高いパフォーマンスの際は上がり、低いパフォーマンスの際は下がります。」という貴投資法人のご説明とは全く逆の状況となっております。すなわち、2020年投資主総会にて変更された収益・分配金成果報酬は、2021年4月期以降、変更前の2020年10月期と比較して、NOIが減少しているにもかかわらず報酬が上昇するものとなってお

り、結果として、新たに導入された報酬体系がDPUを引き下げている（投資主利益に反している）ことは明らかです。

NOI・運用報酬・DPUの増減率（対2020年10月期）



2021年4月期・2021年10月期　：　NOIは減少しているが、AM報酬は増加、DPUは減少

2022年4月期　：　収益・分配金成果報酬と譲渡成果報酬の「二重取り」により、DPU増加率を大幅に上回る増加率でAMフィーが増加。

2022年10月期：　NOIは減少しているが、AM報酬は従前の水準を維持し、DPUは減少している。

	2020年10月期	2021年4月期	2021年10月期	2022年4月期	2022年10月期
NOI	5,848百万円	5,754百万円	5,844百万円	5,638百万円	5,587百万円
NOI増減率		-1.6%	-0.1%	-3.6%	-4.5%
運用報酬	777百万円	834百万円	872百万円	1,103百万円	774百万円
運用報酬増減率		7.4%	12.2%	41.9%	-0.4%
DPU	2,230円	2,132円	2,185円	2,508円	2,052円
DPU増減率		-4.4%	-2.0%	12.5%	-8.0%

(NOI増減率・運用報酬増減率・DPU増減率は、2020年10月期対比)

(4) 公募増資について（5月25日付質問書2（ウ）(1)）

まず、最初に申し上げておきたいのは、当社は貴投資法人の投資主であり、SARの実績について、コメントする立場にありません。しかしながら、公開の書面にてご質問頂きましたので、敢えて回答させて頂くとするならば、貴投資法人が算出された数値は以下の計算方法で算出されたものであると認識しております。

SARの年間分配金（DPU）の5年平均成長率

$$=\left(\frac{2022\text{年}7\text{月期DPU実績}+2023\text{年}1\text{月期DPU実績}}{2017\text{年}7\text{月期DPU実績}+2018\text{年}1\text{月期DPU実績}}\right)^{\frac{1}{5}}-1$$

貴投資法人の年間分配金（DPU）の5年平均成長率

$$=\left(\frac{2022\text{年}4\text{月期DPU実績}+2022\text{年}10\text{月期DPU実績}}{2017\text{年}4\text{月期DPU実績}+2017\text{年}10\text{月期DPU実績}}\right)^{\frac{1}{5}}-1$$

その上で、SARについて「2017年7月期～2023年1月期における」と記載しながら、なぜ①2017年7月期及び2018年1月期のDPU実績値と②2022年7月期及び2023年1月期のDPU実績値を使用し、算出したものを「5年平均成長率」とされているのか不明ですが、①については資産入替に伴う多額の譲渡益が含まれている一方で、②については譲渡益による増加はありません。このように、譲渡益がDPUに含まれている計算期間と、譲渡益がDPUに含まれていない計算期間をあえて選択して、①及び②の比較により5年平均成長率を算出し、SARの分配金成長率が下落しているとの印象を植え付けようとするのは、投資家に対して不誠実な開示であると当社としては考えております。

一方で、貴投資法人の5年平均成長率を算出される際に使用した、①2017年4月期及び2017年10月期には、37百万円の譲渡益が含まれるのみであるのに対し、②2022年4月期及び2022年10月期には、940百万円もの譲渡益（譲渡成果報酬控除前。譲渡成果報酬控除後に換算すると799百万円。）が含まれています。貴投資法人は、多額の譲渡益を含む計算期間（②）と、わずかな譲渡益しか含まれない計算期間（①）の比較による5年平均成長率を算出し、+3.43%との数値を導いています。

そこで当社としては、SAR及び貴投資法人について公平な比較をする観点から、譲渡益の影響を差し引いた調整後のDPUを用い、上記と同様の算式にて「5年平均成長率」を算出したところ、SARは+5.84%、貴投資法人は+1.04%となりました。

本投資主総会招集請求を行った当初から感じておりましたが、貴投資法人の開示は、2020年投資主総会で使用した新旧資産運用報酬比較においても、自らに都合が良い数値のみを活用されており、このような形で自らの運用の正当性を主張するのは投資家の不信感を醸成するのみでありますので、お控えになられた方がよろしいかと考えております。

なお、万が一、貴投資法人の役員会の皆様において、いちごトラストPTE又はIIAが作成した数値を信じた（独自の検証をされなかった）結果として、このようなミスリーディングな開示が投資家に対して行われたということであれば、そのような状況こそが問題の根幹であり、当社が改善を訴えている「ガバナンスの機能不全」に他ならないことを、早急にご理解頂きたいと思います。当社としては、貴投資法人の執行役員はわずか1か月ほど前に就任されたばかりであり、かつ、弁護士としての本業をお持ちの状況において、いちごトラストPTE又はIIAが起案した質問書に記載の数値について、独自に検証するだけの時間が無かったのではないかと思料しております（監督役員の皆様においても同様に、弁護士・公認会計士としての本業をお持ちの状況で、独自に検証することができなかったのではないかと思料しております。）。

貴投資法人におかれましては、強力なスポンサーサポートを謳っており、当然のことながら当該サポートを受け、外部成長の必要条件であるパイプライン（すなわち取得可能物件群）は整っていたものと考えられます。しかるに、投資口価格がNAV1倍を超える水準であった環境下でも増資を行わず、近年では投資口価格の低迷のため、公募増資を行うことができず、当該パイプラインを活用することなく、漫然と7年間が経過したものと思われます。

上場不動産投資法人役員会の構成メンバーの皆様には自明のことと思われますが、公募増資を伴う物件取得の実行により、投資口の流動性が向上し、また運用ポートフォリオの強化にも繋がります（ポートフォリオの分散効果による収益の安定性の向上が図られます。）。また、タイミングを捉えた外部成長により一口当たり分配金の増額にも繋げられると考えています。更に、公募増資により時価総額を増大させることで、各種インデックスへの組入れが実現し、インデックスへの組入れ比率の上昇に伴い投資口需要の増大が更なる投資口価格の上昇をもたらすという好循環につながります。当社としては、この好循環を創り出すことこそが、スポンサーであるいちご株式会社と IIA に求められている、投資主全体の利益の最大化のための運営にほかならず、これらの好循環の創出も、資産運用報酬の対価の一部を構成すると考えております（実際、貴投資法人が IIA に委託している業務には、「本投資法人が行う資金調達に係る業務」も含まれています。）。

このような、投資口の流動性向上、運用ポートフォリオの強化（及びこれに伴う収益の安定性向上）、一口あたり分配金の増額、及びインデックス組入れに伴う投資口需要の増大は、いずれも投資口の投資商品としての価値向上につながるものであり、投資主利益の増大に寄与するものであることはいうまでもありません。

(5) 貴投資法人の実績に照らした公募増資の必要性について（5 月 25 日付質問書 2（ウ）(2)）

トータルリターンの計算式は以下のとおりと認識しており、分配金を単純に複利計算して得られる数値となります。よって、配当利回りが高い（すなわち、投資家から、リスクが高いとみなされ、より高い利回りを求められる）投資法人、資産入替などにより譲渡益が発生し一時的に分配金が増加した投資法人のトータルリターンが高い数値となる傾向があることをご認識頂く必要があるものと考えております。よって、トータルリターンは J-REIT を評価する上での一つの指標ではあるものの、絶対的な評価軸ではないと認識しております。

Total Return = [((1 + R(c)) * P(c)/P(o)) - 1] * 100
P(o) = 期間スタート日における銘柄価格
P(c)＝銘柄の直近価格
P(i)＝日付 i における銘柄価格
D(i)＝日付 i における配当金額
R(c) = (1 + D(1)/P(1)) * (1 + D(2)/P(2)) *...*(1 + D(i)/P(i))..*(1 + D(n)/P(n)) - 1.

ご参考のため、以下のとおり、J-REIT における 1 年、3 年及び 10 年のトータルリターンランキングをそれぞれお示しいたしますので、ご確認頂ければと存じます。

トータルリターンランキング（1年）

ランキング	Ticker	略称	(%)
1	8963	インヴィンシブル投資法人	32.54
2	3463	いちごホテルリート投資法人	31.28
3	8985	ジャパン・ホテル・リート投資法人	21.82
4	8966	平和不動産リート投資法人	14.67
5	3455	ヘルスケア＆メディカル投資法人	12.31
⋮			⋮
7	8975	いちごオフィスリート投資法人	9.73

トータルリターンランキング（3年）

ランキング	Ticker	略称	(%)
1	3287	星野リゾート・リート投資法人	134.37
2	8985	ジャパン・ホテル・リート投資法人	108.79
3	3463	いちごホテルリート投資法人	103.10
4	3487	CRE ロジスティクスファンド投資法人	99.19
5	8963	インヴィンシブル投資法人	93.99
⋮			⋮
18	3468	スターアジア不動産投資法人	56.62
⋮			⋮
26	8975	いちごオフィスリート投資法人	46.97

トータルリターンランキング（10年）

ランキング	Ticker	略称	(%)
1	8963	インヴィンシブル投資法人	562.04
2	3278	ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人	204.31
3	8966	平和不動産リート投資法人	198.52
4	8985	ジャパン・ホテル・リート投資法人	182.41
5	8975	いちごオフィスリート投資法人	129.23

※出所：ブルームバーグの情報を元に作成

Ⅱ．貴投資法人に対するご質問

1. 5月25日付適時開示に関するご質問

5月25日付適時開示冒頭の以下の記載に関し、(1)～(3)にご回答ください。

> 本投資法人の役員は全員、資産運用会社であるいちご投資顧問株式会社（以下、「本資産運用会社」という。）および同社が属するいちごグループから独立した役員です。この独立性が担保されたガバナンス体制の下、本投資法人役員会は双方の提案内容を慎重に検討を行った結果、いちごトラスト提案の内容に賛同し、本投資法人の議案（以下、「投資法人提案」という。）として本投資主総会に付議する方針に至りました。
> また、本投資法人は、本投資法人の方針を前提として、本日付で、いちごトラストより、いちごトラスト提案を取り下げる旨の書面を受領いたしました。
> 以上を踏まえ、本投資法人では、本日開催の役員会において、以下の各議案を本投資主総会に付議することを決定いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします。

(1) 貴投資法人は、上記方針を決定した貴投資法人役員会の開催日と同日である2023年5月25日に、いちごトラストPTEから投資主提案を取り下げる旨の書面を受領したとされています。①いちごトラストPTEは、貴投資法人の役員会が2023年5月25日に開催されることを知っていて、あらかじめ同日付で到着するように投資主提案取下書を発送し、②貴投資法人の全役員は、いちごトラストPTEから投資主提案取下書を受領することをあらかじめ認識した上で、当日の役員会に臨んだとの理解でよろしいでしょうか。

(2) 2023年5月25日の役員会に、IIAの役職員が同席していたか否か、同席していた場合は同席者の氏名及び役職名をご教示ください。

(3) 5月25日付適時開示は2023年5月25日午前11時50分にTD-netにおいて開示されているところ、当該適時開示は32頁にも亘っており、かつ、5月25日付適時開示と同日に公表された5月25日付質問書の内容には定量的なデータの分析が必要なものも含まれています。5月25日付適時開示及び5月25日付質問書について、草案を作成したのはIIAの役職員との理解でよろしいでしょうか。

2. 2020年投資主総会当時の経緯に関するご質問

第3号議案及び第4号議案は、2020年に被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬を導入した当時の文言から、大幅に変更を行うものとなっています。これは、当社の指摘を受けて、反論の余地がなく、修正せざるを得ないと判断したために修正を行うこととなったものと理解しております。2020年投資主総会の際の経緯（役員会における議論の状況を含む）について、(1)～(4)にご回答ください。

(1) 当社が指摘し、第3号議案及び第4号議案において訂正が図られた問題点（貴投資法人が消滅法人となる場合における算定式が不明瞭である点、被合併時成果報酬につき、純資産額の確定のため、合併契約承認決議時における計算書類を作成し監査を受ける手続等が必要となる可能性がある点、合併報酬の発生時期について不明確な記載となっている点）について、2020年当時、役員会で議論はされていたのでしょうか。

(2) 上記(1)についてYesである場合、役員会でどのような議論がされた結果、現在の文言

となったのか、ご教示ください。

(3) 2020年投資主総会の際に、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の素案を作成したのはIIA又は当時の貴投資法人の役員のいずれであるか、ご教示ください。

(4) 2020年投資主総会の際に、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の素案について、貴投資法人から法律顧問・会計顧問・税務顧問に検討を依頼された事実はありますでしょうか。

3. 第1号議案に関するご質問

(1) 貴投資法人は、第1号議案の提案の理由において「資産運用報酬の増加は、本資産運用会社の運用実績が好調であったことによる」と主張し、5月25日付質問書においても、貴投資法人がIIAに対して支払う報酬は「高いパフォーマンスの際は上がり、低いパフォーマンスの際は下がります。」と説明されています。しかしながら、上記I.2.(3)に記載のとおり、貴投資法人においては、2020年10月期比でNOIが減少しているにもかかわらず、資産運用報酬は増額となっており、貴投資法人の上記ご説明とは全く逆の状況となっていると、当社は考えております。このように、新たに導入された報酬がDPUを引き下げているという当社の指摘について、貴投資法人として、正しいとお考えになるか否か、ご教示ください。

(2) 第1号議案の提案理由において、以下のような記載がありますが、これについて、(i)～(ii)にご回答ください。

試算結果の公表と同日で公表した 2020 年総会の直前期（2020 年 4 月期）の決算説明資料および 2020 年総会当日に配付した資料においては、2021 年 4 月期業績予想として、運用報酬が増加する見込みであることを明示しており、適切に開示も行われています。

(i) 当社において開示資料を確認した限りでは、資産運用報酬が増加見込みである旨の記載は以下の箇所であると思われるところ、上記の「適切な開示」とはこちらの記載を指しているとの理解でよろしいでしょうか。

2021 年 4 月期予想 P/L の主な差異要因（2020 年 10 月期予想比）
■ 営業費用（賃貸事業費用除く）の増加　　+60
・運用報酬の増加 : +71
・その他費用の減少 : -10

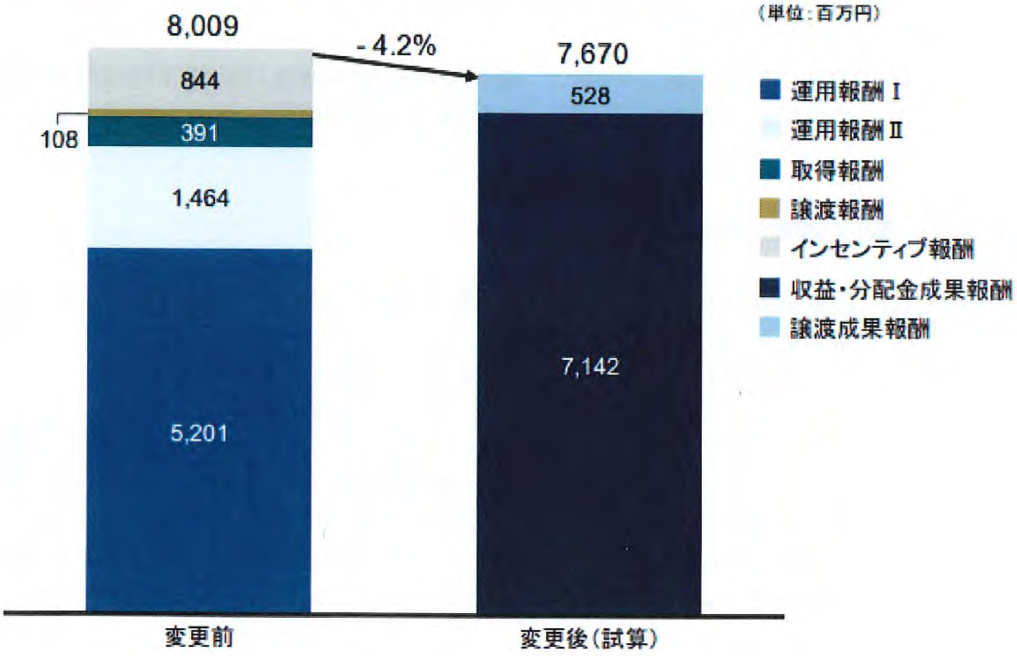
(ii) 規約変更の内容について投資家に知らせるためのプレスリリースとして公表された貴投資法人の2020年6月15日付「規約変更および役員選任のお知らせ」[1]の「報酬体系移行に伴う報酬比較」と題するページにおいては、2015年10月期～2020年4月期の5年間報酬額合計の比較が掲載されており、「-4.2%」と記載されています。2021年4月期において、資産運用報酬の増加が見込まれていたにもかかわらず、規約変更の内容について知らせるための適時開示ではこの点に言及されなかった理由をご教示ください。

---

1 https://www.ichigo-office.co.jp/news/news_file/file/IchigoOffice_20200615_AOI_Change_Directors_Corrected_JPN.pdf

[報酬体系移行に伴う報酬比較]

■ 報酬体系の比較（2015年10月期～2020年4月期、5年間の合計値）



4. 第2号議案に関するご質問

第2号議案の提案理由の中で、貴投資法人は、譲渡成果報酬に関する当社の指摘について、以下のとおり説明されています。これに関して、以下の質問にご回答ください。

> BGは（中略）実質的には、譲渡成果報酬の廃止を提案しているものであると主張しておりますが、かかる主張は、収益・分配金成果報酬が譲渡成果報酬を常に上回ることを前提としているものの、かかる前提は誤りであり、資産運用会社の運用努力の結果、多額の譲渡益が生じた場合には、譲渡成果報酬が収益・分配金成果報酬を上回ることもあり、この場合には譲渡成果報酬が支払われることになります。

「多額の譲渡益が生じた場合」には、「譲渡成果報酬が収益・分配金成果報酬を上回ることもあ」るとのことですが、譲渡益の絶対値は、譲渡成果報酬が収益・分配金成果報酬を上回るかどうかとは無関係であり、このことは、資産運用報酬の計算式から疑義の余地はないと考えております。貴投資法人として、どのような状況下で譲渡成果報酬が発生し得るとお考えでいらっしゃるのか、ご教示ください。

5. 第3号議案・第4号議案に関するご質問

(1) 被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬について、当社は、2023年3月17日付投資主総会招集請求書において、異常に高額な報酬となる旨を指摘しています。しかしながら、貴投資法人は、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の料率については、これを廃止しないばかりか、料率についても一切の減額を拒絶されております。この点について、(i)～(iii)にご回答ください。

(i) 貴投資法人は、収益・分配金成果報酬については、第1号議案において当

社の求めた減額幅よりは小さいものの10%程度の減額を提案し、譲渡成果報酬については、第2号議案において当社が指摘した二重取りであるとの指摘を受け入れて実質廃止する（この点については、上記4.をご参照ください。）議案を上程しています。これに対して、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の料率については一切減額をしていませんが、貴投資法人の執行役員又は監督役員のいずれかから、「収益・分配金成果報酬及び譲渡成果報酬について減額・廃止するのであれば、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬についても、同様に減額等の対応を検討すべきではないか」との意見が呈されたか、そのような意見はどなたからも呈されなかったのか、ご教示ください。

(ii) 上記(i)について、意見を呈された役員がいらっしゃる場合、その役員のお名前をご教示ください。

(iii) 貴投資法人の役員会として、譲渡成果報酬について、収益・分配金成果報酬から同額を控除する形で減額しつつ、被合併時成果報酬・被買収時成果報酬について、一切減額しないことで差し支えないと判断された理由について、ご教示ください。

(2) 被合併時成果報酬・被買収時成果報酬を維持すべきとする理由について、いちごトラストPTE提案と貴投資法人の提案理由にはそれぞれ以下のとおり記載があります。

＜いちごトラスト PTE 提案記載の提案理由＞
かかる提案の受諾は（中略）資産運用会社にとって投資法人という運用サービスの提供先を失うことを意味するため、徹底的に抗戦することが予想されます。
＜貴投資法人の第 3 号議案の提案理由＞
かかる提案の受諾は（中略）資産運用会社にとって投資法人という運用サービスの提供先を失うことを意味するため、投資主利益に資する合併提案や買収提案であっても不合理にかかる提案の検討又は実行に協力しないマイナスの動機づけを与える状況が生じます。

上記の記載に関して、(i)～(iii)にご回答ください。

(i) 貴投資法人として、「投資主利益に資する合併提案や買収提案」につき「不合理にかかる提案の検討又は実行に協力しない」対応をとることが、資産運用会社において許容されているとお考えであるか、ご教示ください。

(ii) 上記(i)について許容されていないとの回答である場合、資産運用会社として当然実施すべき対応を資産運用会社が行うことの対価として、60億円を遙かに上回る報酬（算定根拠については、当社の2023年3月17日付投資主総会招集請求書の21～23頁をご参照ください。）を支払うことの合理性について、貴投資法人の役員会として、どのように分析・検討されているのかをご教示ください。

(iii) 仮に、合併提案や買収提案について、資産運用会社の協力が得られない可能性があると仮定しても、60億円を遙かに上回るような金額の報酬を支払わずとも、投資法人役員会が、独自に証券会社その他の専門家を起用して合併提案や買収提案について検証することは可能であるようにも思われますが[2]、そのような検証を貴投資法人役員会において行われたか否かにつ

[2] 一例ですが、資産規模が 1 兆円を上回る規模となる合併案件であった、日本リテールファンド投資法人及び MCUBS MidCity 投資法人の合併において、資産運用会社に対する報酬が 10 億円であるのに対し、その他の FA

いてご教示ください。

(3) 被買収時成果報酬について、公開買付け以外の場合（例えば市場買付けの場合）を除外されていますが、市場買付けの場合について、被買収時成果報酬を支払う必要がないと整理された理由をご教示ください。

(4) 被合併時成果報酬について、貴投資法人の資産運用会社が、「当該合併時に本投資法人の保有資産等を承継する投資法人の資産運用会社とならない場合」に発生するものとされていますが、貴投資法人が存続法人となり、他の投資法人が消滅法人となる吸収合併に際して、貴投資法人の資産運用会社ではなく、他の投資法人の資産運用会社が資産運用会社となる場合には、「本投資法人の保有資産等を承継する投資法人」が存在しませんので、合併報酬は発生しないことになるように思われます。貴投資法人として、上記のような場合に被合併時成果報酬が支払われるとお考えになるか否か、ご教示ください。

(5) いちごトラストPTE提案を貴投資法人提案として提出されるにあたり、（いちごトラストPTEの顧問ではなく）貴投資法人の法律顧問・会計顧問・税務顧問によるレビューを経たかについて、ご教示ください。

(6) 被買収時成果報酬について、その支払時期が、「現資産運用会社が本投資法人の資産運用会社の地位を喪失した時点（中略）で発生するものとし、その支払時期は、（中略）現資産運用会社が本投資法人の資産運用会社の地位を喪失した時点（ただし、被買収時成果報酬のうち被スクイーズアウト投資口に対応する部分については、スクイーズアウト手続の完了時点）から1か月以内」とされています。しかしながら、現行の資産運用会社との間の資産運用委託契約において、解約に際しては6か月以上前の通知が義務づけられています。このことと、過去の上場不動産投資法人の非公開化のスケジュールとを併せ考えると、スクイーズアウト手続の完了時点から1か月が経過した時点においては、資産運用委託契約の解約が完了しておらず（すなわち「現資産運用会社が本投資法人の資産運用会社の地位を喪失した時点」が到来しておらず）、被買収時成果報酬のうち被スクイーズアウト投資口に対応する部分について、スクイーズアウト手続の完了時点から1か月以内に被買収時成果報酬を支払うことは不可能となるように思われます。貴投資法人の役員会において、このような場合があり得るのではないかとの議論がなされたか否かについて、ご教示ください。

(7) 被買収時成果報酬について、「公開買付期間の末日における本投資法人の純資産額」に基づき算出するものとされていますが、当社が2023年3月17日付投資主総会招集請求書において指摘したとおり[3]、純資産額は決算期時点において計算されることが通常であるため、別の時点における純資産額の確定のためには貴投資法人において計算

報酬・専門家報酬等の諸費用の合計額は 3.5 億円程度です（https://www.jmf-reit.com/ea9gav0000002ri8-att/phccuf00000018up.pdf の 27 頁）。

[3] 当社は、「合併契約承認決議時又は公開買付期間の末日時点における本投資法人の純資産額の算定が必要となります。しかし、純資産額は決算期時点において計算されることが通常であるため、別の時点における純資産額の確定のためには本投資法人において計算書類を作成し監査を受ける手続等が必要となる可能性が否定できません。他方で、これらの報酬は合併契約承認決議時又は公開買付期間の末日時点という早期の段階で発生することとされており、このような時点で上記のような手続を実施して純資産の額を確定させること、そしてその額を前提として合併や買収を実施することには、そのための費用に照らして多大な疑問があります」と指摘しています。

書類を作成し監査を受ける手続等が必要となります。貴投資法人の提出議案においても、当社の指摘を受け、被合併時成果報酬については、「純資産額」の概念を用いないこととされていますが、被買収時成果報酬についてのみ、引き続きこのような追加の工数・費用がかかる手続を実施することとされた理由をご教示ください。

6. 第5号議案・第6号議案に関するご質問

第 12 号議案に対する反対意見の中で、貴投資法人は、杉原を執行役員に選任すべきでない理由として、以下のように記載しています。この点について、(1)～(2)にご回答ください。

> 本投資法人の資産運用報酬体系の方がむしろ投資主の皆様の利益に資するものであることは第 1 号議案の説明の中で述べたとおりですし、2020 年投資主総会における本投資法人の情報開示に問題がなかったことも、第 1 号議案の説明の中で述べたとおりです。したがって、そもそも、本議案における候補者である杉原亨氏（以下、「杉原氏」という。）を本投資法人の執行役員に迎える根拠はなく、その必要はないといえます。なお、それにもかかわらず、本投資法人は、投資主利益の更なる向上のための体制を構築するため、執行役員および監督役員を 1 名ずつ追加することとし・・・

(1) 貴投資法人の資産運用報酬体系が投資主利益に合致し、かつ、過去の情報開示にも問題がないのであれば、貴投資法人として資産運用報酬体系を見直す必要もなく、また、役員会についても現在の構成を維持されれば足りるのではないかと考えられます。この点を踏まえ、貴投資法人として、現在の執行役員1名・監督役員2名では、ガバナンス体制として不十分であると判断されたとの理解でよいか、ご教示ください。

(2) 単に役員会のガバナンスを強化するだけであれば、監督役員を増員すれば足りるものと考えられますが、あえて執行役員の増員をも提案している理由をご教示ください。

以上

別紙 1

いちごオフィスリート投資法人の運用報酬体系に係るご質問事項

（次頁以下のとおり）

2023年2月9日

いちご投資顧問株式会社 御中

Berkeley Global, LLC
杉原　亨

いちごオフィスリート投資法人の運用報酬体系に係るご質問事項

拝啓　貴社におかれましては、益々ご清祥のこととお慶び申し上げます。本日は、お忙しいところお時間をいただきましてありがとうございました。面談において弊社より質問させていただきました事項のうちご回答いただけなかった点について、以下のようにまとめております。ご多用の折、大変恐縮ではございますが、2023年2月17日までにご回答頂けますと幸いです。

なお、インサイダー取引規制上の重要事実に該当し、又は該当するおそれのある情報につきましては、回答されないようお願い致します。

敬具

記

■ 2020年7月開催の投資主総会で承認された運用報酬体系の変更について
- 旧運用報酬体系に対する課題認識と、新運用報酬体系の策定に際して採られた考え方（どのような点で新運用報酬体系の方が投資主価値向上に資すると判断したのかという点、並びに、貴社内及び投資法人役員会での議論、検証の経過を含む）
- 収益・分配金成果報酬の算定式の料率を0.0054%に設定した根拠
- 譲渡成果報酬の算定式（料率を15%に設定したことを含む）の根拠（貴社内及び投資法人役員会での議論、検証の経過を含む）
- 被合併時成果報酬、被買収時成果報酬の導入目的とその背景、算定式（料率を15%に設定したことを含む）の根拠（貴社内及び投資法人役員会での議論、検証の経過を含む）

以上

別紙2

いちごオフィスリート投資法人の運用報酬体系に係るご質問について

（次頁以下のとおり）

2023年2月17日

Berkeley Global, LLC 御中

いちご投資顧問株式会社
代表取締役社長執行役員
岩井　裕志

いちごオフィスリート投資法人の運用報酬体系に係るご質問について

拝啓 時下ますますご清栄のこととお慶び申し上げます。平素は格別のご高配を賜り、誠にありがとうございます。

さて、2023年2月9日付貴信を拝見いたしました。下記の通りご回答申し上げますので、ご査収ください。

敬具

記

1. 旧運用報酬体系に対する課題認識

金融庁が2017年3月に公表した「顧客本位の業務運営に関する原則」において、「手数料の明確化」が示されました。これらの考えに則り、いちごオフィスリート投資法人（「IOR」）における資産運用報酬を、どのようなサービスの対価に関するものかを明確にすることを検討し、旧運用報酬体系における以下の点の改善を企図いたしました。

- 「運用報酬Ⅰ」、「取得報酬」、「譲渡報酬」および「合併報酬」は資産規模に連動する報酬であり、必ずしも投資主の利益に直結するものではない場合も想定される。
- 「経常キャッシュフローベース」部分と「分配金総額ベース」部分により構成される「運用報酬Ⅱ」とキャッシュフローの6期連続増加等の条件で発生する「インセンティブ報酬」は、条件や基準が複雑である。

2. 新運用報酬体系の策定に際して採られた考え方

「顧客本位の業務運営に関する原則」における「手数料の明確化」の原則を追求するため、運用成果に直接的に連動する報酬に一本化することを考えました。このような成果に対する報酬の考えは、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）でも、2018年に運用報酬の新しいスキームを導入し、資産運用会社の基本報酬を引き下げる一方で、成功報酬に対する上限を撤廃している例がございました。IOR も投資法人と運用会社の利害を一致させるため、報酬額の下限となり得る資産規模連動の報酬体系を撤廃し、成果がある場合にのみ報酬が発生する仕組みとすることで、報酬の対価を明確化でき、投資主本位を徹底させることができると考えました。

その結果、投資主価値の向上に連動する「完全成果報酬」へと移行させていただいたものです。

この考え方を検証し、期中の利益の増減だけでなく、ディスカウント増資、プレミアム増資等の場合でも投資主の利益と一致する動きをするか等運用成果と運用報酬の相関性を確認するなどの検討をした上で、IOR 役員会および IOR 投資主総会に諮ったものです。

また、ISS にも議案の内容を説明し、議決権行使推奨レポートにて FOR（賛成）の推奨を得ました。投資主総会においては、99.7%の賛成票を獲得し、みなし賛成を除いても議決権の 3 分の 2 を超える 8 割以上の賛成と、非常に高い支持を得ております。

3. 収益・分配金成果報酬の算定式の料率を 0.0054%に設定した根拠

IOR の旧運用報酬額をベースに料率を設定いたしました。旧運用報酬体系による報酬額は、既に投資主のご理解を得られているもので、その前提でご投資いただき、増資もさせていただいております。また、比較するにあたり、短期間の比較では、一時的な状況に左右される恐れがあるため、中長期的な比較を行わせていただきました。IOR は、2015 年 10 月期より、オフィス特化型リートへ転換いたしました。よって、新報酬体系の策定にあたり、オフィス特化型リートへ転換した 2015 年 10 月期から、運用報酬体系の変更の決議をした直近の実績期である 2020 年 4 月期までの運用報酬の合計値で比較を行い、旧報酬体系と同水準（旧報酬体系比-4.2%）になる 0.0054%を料率に設定させていただきました。

今後、運用成績が同期間よりも良い場合は運用報酬が高くなる一方、運用成績が同期間よりも悪い場合は運用報酬は低くなり、IOR 投資主と運用会社の利害が一致いたします。

4. 譲渡成果報酬の算定式（料率を 15%に設定したことを含む）の根拠

成果にコミットする他のファンドの報酬の料率を参考に検討をいたしました。公表されている事例としては、国内の金融機関による投資信託において完全成功報酬の商品があり、その報酬料率は運用益の 30%でございます。

当社は、心築※を強みとしており、物件購入後に心築技術を駆使して価値を向上させていくということを意識しております。よって、物件取得時のアップフロントの報酬は設定せず、売却時に価値の向上が実現した際に、その対価に対する報酬を受領できる報酬体系とさせていただいております。

料率については、事例は利益の 20%から 30%という水準でしたが、それらよりも低い 15%に設定させていただきました。ファンド事例の他、不動産売買取引の報酬のベンチマークとなるのが不動産仲介手数料と考え、その点も考慮いたしました。例えば、購入後の価値向上により、アセットの売却額が簿価比+25%となると、売却益の 15%

は、売却価格の概ね3%と不動産仲介手数料と同等水準になります（ここでは売却益に売却コストは考慮しておりません）。+25%は、リート全体の含み益率の推移を見ても高い水準であり、この水準まで評価を上げ、利益を確定させた場合に不動産仲介手数料と同等水準の報酬をお支払いいただく設定としております。当然、それ以上の評価が出た売却の場合は、報酬が上がり、それ以下の場合は報酬が下がる（ゼロもある）という報酬体系になりますので、「物を動かせば報酬となる」取得報酬や譲渡報酬とは異なり、より安いものを取得し、より高い評価で売却するインセンティブになり、また、取得以降より良い価値向上施策を実施するインセンティブになると思っております。

なお、資産の譲渡を検討する場合は、保有継続の場合と売却した場合のメリットを比較、検証のうえ、投資主の利益を第一に意思決定を行います。IORの報酬体系は、譲渡成果報酬と収益・分配金成果報酬があることで、物件売却のみにインセンティブがあるのではなく、売却益と投資法人の中長期的な利益との比較において、より利益貢献の高い、投資主の利益と一致した選択に対してインセンティブが働く体系になっていると考えております。また、収益・分配金成果報酬は、足元では利益への貢献はあるものの、将来的に資産価値が大きく棄損する恐れのあるアセットなど中長期的な収益・分配金の向上という観点からは保有し続ける意義に乏しい競争力の低いアセットを果敢に入れ替えるなどの、保有資産の売買の面においても最善の判断に繋がる報酬体系であると考えております。

つまり、収益・分配金成果報酬を設けたことで、短期的な利益だけでなく、中長期的な収益・分配金の上昇という投資主の利益に直結する運用をより心がける動機が醸成されやすくなっております。

5. 被合併時成果報酬、被買収時成果報酬の導入目的とその背景、算定式（料率を15%に設定したことを含む）の根拠

アセットの売却と平仄を合わせる報酬であり、上記と同様の考えで、投資法人の簿価（BPU）から、投資口がどれくらいのプレミアムを獲得したかを運用会社の報酬の基準とし、譲渡成果報酬と同様のロジックで同水準の料率としました。リートの投資口価格は保有不動産の評価として試算ができます。例えば他リートとの合併や他リートによるIORの吸収が前向きかつ現実的な選択肢として検討対象となった場合、不動産を売却するのか、投資法人そのものを売却する（又は合併させる）のか、どちらのほうが投資主の利益に適うのかを検討し判断することになりますが、もし本報酬（合併成果報酬）がない場合、運用会社は不動産を売却する方が報酬を受領できるため、そちらを選択するインセンティブが働きかねません。よって、どちらを選択しても同程度の報酬を得られる体系とし、投資主の利益を第一に考える報酬体系といたしました。

以 上

※心築（しんちく）について

心築とは、いちごの不動産技術とノウハウを活用し、一つ一つの不動産に心を込めた丁寧な価値向上を図り、現存不動産に新しい価値を創造するものです。ストックの最有効活用により、省資源かつサステナブルにも寄与する、社会的意義の大きな取り組みです。

別紙3

いちごオフィスリート投資法人との資産運用委託契約における
資産運用報酬体系に係るご提案

（次頁以下のとおり）

2023年2月24日

いちご投資顧問株式会社 御中

Berkeley Global, LLC
杉原　亨

いちごオフィスリート投資法人との資産運用委託契約における資産運用報酬体系に係るご提案

拝啓　貴社におかれましては、益々ご清祥のこととお慶び申し上げます。

この度は、弊社との対話に応じて下さるとともに、2023年2月9日付「いちごオフィスリート投資法人の運用報酬体系に係るご質問事項」について、速やかにご回答を頂いたことについて御礼申し上げます。

さて、弊社より貴社にご照会させて頂いている、貴社と「いちごオフィスリート投資法人」（以下「貴投資法人」といいます。）との間の資産運用委託契約における資産運用報酬（以下、「現行報酬体系」といいます。）についてですが、2023年2月9日のご面談でも申し上げたとおり、弊社としては、現行報酬は明らかに高額であり、また、投資主利益の観点から合理的な説明が困難な報酬が含まれており、妥当性を欠くと考えております。つきましては、投資主価値向上の観点から、報酬の引下げをして頂きたく、弊社としては、可及的速やかに、下記のとおり資産運用報酬をご変更いただきたいと考えております。弊社からのご提案は、J-REIT各社の運用報酬水準を参考にしながら慎重に検討をしたもので、過度な水準の要望ではないと考えており、必ずや投資主価値の向上に資するものと確信しておりますので、貴社及び貴投資法人においてご検討いただき、何卒ご対応のほど、よろしくお願い申し上げます。

なお、ご検討の結果及び資産運用報酬の変更時期について、お忙しいところ大変恐縮ですが、2023年3月10日までに、書面にてご回答いただけますようお願い致します。

最後に、ご回答に際しましては、インサイダー取引規制上の重要事実に該当し、又は該当するおそれのある情報につきましては、回答されないようお願い致します。

敬具

記

■　収益・分配金成果報酬の料率変更

現行	DPU×NOI×料率（0.0054%）
ご提案	DPU×NOI×料率（0.0036%）

■　譲渡成果報酬の廃止、取得報酬及び譲渡報酬の新設

報酬名	ご提案	報酬算定式
譲渡成果報酬	廃止	譲渡益×料率（15%）
取得報酬	新設	取得価格×料率（0.5%）（上限）
譲渡報酬	新設	譲渡価格×料率（0.5%）（上限）

■　被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の廃止、合併報酬の新設

報酬名	ご提案	報酬算定式
被合併時成果報酬	廃止	被合併時１口当たり含み益×発行済投資口の総口数×料率（15%）
被買収時成果報酬	廃止	被買収時１口当たり含み益×被買収投資口数×料率（15%）
合併報酬	新設	評価額×料率（0.5%）（上限）

以上

別紙4

いちごオフィスリート投資法人との資産運用委託契約における
資産運用報酬体系に係るご提案に対するご回答

（次頁以下のとおり）

2023年3月10日

Berkeley Global, LLC 御中

いちご投資顧問株式会社
代表取締役社長執行役員
岩井　裕志

いちごオフィスリート投資法人との資産運用委託契約における
資産運用報酬体系に係るご提案に対するご回答

拝啓　貴社いよいよご清栄のこととお慶び申し上げます。日頃は大変お世話になっております。

この度は、いちごオフィスリート投資法人（以下「IOR」といいます。）と当社の間の資産運用委託契約における現在の資産運用報酬の体系（以下「本資産運用報酬体系」といいます。）について、IOR の投資主価値向上の観点からご検討いただき、ご提案を賜ったことにつき IOR の資産運用会社として御礼申し上げます。ご提案いただいた内容については、IOR の役員会にも共有しております。

本資産運用報酬体系は、IOR の投資主価値向上に向け、資産運用会社の報酬を投資主価値向上に連動する「完全成果報酬」とするため、IOR の 2020 年 7 月 18 日開催の第 12 回投資主総会において多数の投資主様のご賛同を得て承認され、2021 年 4 月期より 4 期に亘って適用してきております。当社としては、投資主様と資産運用会社の利害を一致させている本資産運用報酬体系の内容や上記の投資主様からご承認をいただいた経緯等からすれば、既にご説明させていただきましたとおり、本資産運用報酬体系は適切な内容であると考えておりますが、他方で、資産運用会社の報酬体系は、投資主価値向上という観点から不断に検討していくことが重要であると考えております。

IOR の投資主様である貴社からは、本資産運用報酬体系の改善に関するものを含め、引き続き忌憚ないご意見を頂ければと考えております。更なるご意見を頂戴した場合には、当該ご意見についても真摯に検討の上、貴社と協議させていただきたく考えておりますので、今後ともご指導のほど、よろしくお願い申し上げます。

敬具