

2023年6月16日

Berkeley Global, LLC 御中

貴社からの本投資法人提案に対するご意見に対する本投資法人役員会の見解について

いちごオフィスリート投資法人
執行役員 千葉 恵介

いちごオフィスリート投資法人（以下「本投資法人」といいます。）の役員会は、本投資法人提案に対して、これまでに貴社からご提示されているご意見（以下「貴社意見」といいます。）について、以下のとおり、本投資法人役員会の見解をご連絡申し上げます。

第1. 総論

貴社は、本投資法人が一般投資主をミスリードするような開示を行っている旨を主張されておりますが、かかる主張は、貴社が本投資法人役員会の説明または見解を正しく理解していないことによるものであって、むしろ貴社によるそのような主張が投資主の皆様を誤導するものであることについて、本投資法人役員会は大変懸念しております。

また、貴社は、①本投資法人役員会について、資産運用会社の報酬体系を独自に検証し、理解する能力が不足しているのではないかとという根本的な疑念があること、および、②いちごトラスト・ピーティイー・リミテッド（以下「いちごトラスト」といいます。）が、本投資法人の投資口の32.41%を保有する筆頭投資主であることへの付度、すなわち、本投資法人役員会の決定においてもいちごトラストや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「IIA」といいます。）の不当な影響力がおよんでおり、一般投資主の利益がないがしろにされているのではないかとという疑念があることを指摘されていますが、いずれも事実と反するものです。

以下、本投資法人提案に係る個別の議案についての貴社意見に対する本投資法人役員会の見解を説明する中で、その理由を述べます。

第2. 各議案についての貴社の意見に対する本投資法人の見解

1. 第1号議案について

貴社は、収益・分配金成果報酬料率について、貴社が第9号議案で提案する0.0036%がJ-REITにおける平均レベルであること（どのような意味でJ-REITにおける平均レベルというご趣旨であるのかは明らかではありませんが、各J-REIT銘柄について、それぞれの総資産を分母、報酬実額を分子として算定した数値の単純平均というご趣旨でしょうか。）、また、オフィス系の上場不動産投資法人の運用報酬料率（総資産ベースの運用報酬料率）が概ね0.42%から0.44%であることと比較して、本投資法人が第1号議案で提案する0.0048%が適切ではないと主張しております。そもそも、J-REITにおける平均レベルに揃えることが正しいという考え方自体、本投資法人役員会の考え方と異なるものですが、より実質的にも、本投資法人は完全成果報酬の報酬体系を採用しており、資産規模ベースで算出した報酬の平均と比較しても何の意味もありません。本投資法人の採用する完全成果報酬の報酬体系の下では、資産運用会社による運用パフォーマンスが高い際には報酬額が上がり、運用パフォーマンスが低い際には報酬額が下がるものです。収益・分配金成果報酬の料率設定においては、運用成果を残せなければ報酬額が低くなるリスクを負担しているという点も考慮する必要があり、コンセプトの異なる報酬体系に基づき算出された報酬額を含めた平均と比較しても、報酬体系の実質的な評価はできません。

なお、貴社からは収益・分配金成果報酬についてその算定要素にNOIが含まれていることから資産規

模に連動している面があるとの指摘もされています。しかし、収益・分配金成果報酬は、NOIと1口当たり分配金を乗じて報酬額を算定するものであることから、資産規模が拡大しNOIが増大した場合であっても、1口当たり分配金が減少するケースにおいては、収益・分配金成果報酬は増加するとは限らず、かえって減少する可能性も十分に含んだ報酬体系となっています。このような報酬体系は、1口当たり分配金の増加につながるNOIの上昇を志向する本投資法人の基本方針と整合するものです。

次に、貴社は、2020年7月開催の本投資法人の投資主総会（以下「2020年投資主総会」といいます。）に際しての本投資法人による情報開示が不適切であったと繰り返し主張しています。しかし、別途、2023年6月13日付「2023年6月2日付BG回答書兼質問書に対する本投資法人による回答」（以下「2023年6月13日付回答」といいます。）にてご説明しておりますとおり、貴社が批判する2020年6月15日付「規約変更および役員選任のお知らせ」においては、変更前と変更後の報酬体系を客観的に比較するため、過去の確定した実績値に基づき試算を行った結果を正確に掲載しており、かかる開示に何ら不適切な点はありません。なお、この期間は本投資法人のオフィス特化型リート移行後の全期間であり、かかる試算は報酬体系変更の決定に際して本投資法人およびNIAが実際に基礎としたものです。これに加え、旧報酬体系が適用されていた2020年10月期と新報酬体系が適用されることとなった2021年4月期との間の運用報酬の比較は、それぞれの期の業績が異なるため両報酬体系の比較とはならず、比較のための情報としては意味がないものと考えております。したがって、当時の本投資法人の開示が不適切であったということはありません。

さらに、2023年6月13日付回答にも記載したとおり、貴社は、2020年投資主総会の決議による変更前の旧報酬体系が適用される「2020年10月期」の実績を基準として、変更後の新報酬体系が適用される「2021年4月期」以降の各期の実績を比較し、NOIが減少しているにもかかわらず、資産運用報酬が増額となっていることをもって、新報酬体系が「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。」という本投資法人の説明と全く逆の状況になっていると主張しています。しかし、それぞれの報酬体系の下で算出される報酬額は異なる算定要素の影響を受けるため、異なる設計の報酬体系の間で報酬額の増減を比較しても、新報酬体系の適切性を正確に評価することはできません。新報酬体系が適用された最初の決算期である「2021年4月期」の実績を基準として比較すれば、新運用報酬はNOIおよびDPUに連動して増減しており、まさに本投資法人が説明した「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。」のとおりとなっております。また、貴社は、2022年4月期の運用報酬の増加率がDPU増加率を大幅に上回っていると主張しています。この点、貴社は、DPUが増加した状況のみを取り上げていますが、本投資法人の採用する報酬体系においては、逆にDPUが減少した場合には、通常NOIも減少することになることから、DPUの減少率を上回る割合で報酬額が減少することになる点を看過しています。そもそも、新報酬体系への移行時においては、収益・分配金成果報酬と譲渡成果報酬の総額が旧報酬体系に基づく報酬総額と同水準になるように各報酬の内容を決定していることから、収益・分配金成果報酬と譲渡成果報酬を併せて設定することより、資産運用会社が必要以上に報酬を得る仕組みを構築しているという批判は当たりません。資産運用会社に支払うべき報酬総額の妥当性については不断の見直しが必要となりますが、この点についても、本投資法人は、後記「2. 第2号議案について」で述べるとおり、直近の譲渡実績を踏まえた調整を提案しているところです。

これらの点からも分かるのとおり、貴社の主張は、貴社の都合の良いように事実を切り取った偏った内容であり、むしろ貴社の情報開示は、本投資法人の投資主の皆様に誤解を与えるおそれがある不適切なものであると考えております。

なお、貴社は、本投資法人役員会がいちごトラストにより提案された料率を、その算定根拠も検証しないまま漫然と受け入れて本投資法人提案議案としたことは、極めて不適切であると批判されてい

ますが、本投資法人役員会では、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IIAと協議を行った結果、今回ご提案した料率への引き下げが、投資主還元と運用会社の運用・管理体制の両立の観点から適切であると判断したものであり、貴社の上記批判も根拠の無いものです。

2. 第2号議案について

貴社は、第2号議案が実質的に譲渡成果報酬を廃止するものであると繰り返し主張しています。しかし、別途、2023年6月8日付「(開示事項の経過) 投資主提案議案一部取下書に対する本投資法人の対応のお知らせ」に記載のとおり、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ますが、この前提は正しくなく、第2号議案は譲渡成果報酬を実質的に廃止するものではありません。例えば、多額の譲渡益が生じた場合等において、租税特別措置法第65条の7「特定の資産の買換えの場合の課税の特例」等を活用し、譲渡益の多くを中長期的な投資主価値向上のため戦略的に内部留保した場合等に加え、自然災害や感染症拡大等の影響によりNOIが大幅に減少した場合等には譲渡成果報酬が収益・分配金成果報酬の額を上回ることも想定されます。

また、貴社は、第2号議案に係る規約一部変更は、譲渡成果報酬と収益・分配金成果報酬の二重取りを問題視する貴社の主張を受け入れるものであるとも主張しています。しかし、第2号議案における収益・分配金成果報酬からの譲渡成果報酬の控除は、2022年4月期および2023年4月期において、一般的には破格な水準の譲渡価格による譲渡益を実現したことにより、これらの期において、結果として当初想定したより遥かに高額な譲渡益の影響を受けた成果報酬部分が厚くなり、報酬総額への影響も大きくなったことも踏まえ、収益・分配金成果報酬の水準を検討するにあたり、投資主利益を最大化するための最適な報酬体系を追求する観点から、収益・分配金成果報酬から譲渡成果報酬を控除する形で報酬総額を調整することが適切であると判断したために行うものです。

さらに、貴社は、第2号議案と相反する貴社提案の第10号議案について、売買価格の0.5%を上限として、物件の売買ごとに1取引ずつ報酬算定のための料率を都度合意することが前提になっているとして、本投資法人役員会がJ-REITで一般的な報酬体系を理解していないと主張しています。しかし、報酬料率について規約で上限料率を定める場合、通常、投資法人と資産運用会社との間で事前に(当該規約の上限の範囲内で)具体的な適用料率について別途合意することが一般であり、売買ごとに都度個別に料率について協議することは行われていないと理解しています。貴社が主張する売買ごとに個別に適用料率を協議する方法は、個別の売買の料率をどのように定めるのか基準が明確ではなく、実務上、個別の案件ごとに当事者間でどのような観点からいかなる協議を行えば適切な料率を設定することが可能なのか、その実務的な対応可能性については甚だ疑問があるところです。売却時については投資主価値への貢献の大小、すなわち譲渡益の大小を勘案するという事は考えられますが、それは結局本投資法人の現行報酬体系と哲学を同じくするという事を意味しますし、取得時についてはそのような指標がにわかには思い当たりません。それに加えて、損失補填の禁止(金商法第42条の2第6号)や特別の利益の提供の禁止(金商法第38条第9号・金商業等府令第117条第1項第3号)といった法令との関係で、投資法人の業績を見ながら都度報酬額を定めるような方法は問題が生じる可能性もあると理解しています。このように、むしろ貴社の方が、投資法人制度および資産運用報酬額の決定に関する実務についての理解が不足していると言わざるを得ません。

また、貴社は、折に触れ善管注意義務・忠実義務を根拠に形式的・観念的な主張をされており、第2号議案に対する反対意見においても、資産運用会社に課される善管注意義務・忠実義務を根拠に、取得報酬・譲渡報酬狙いの不適切な資産の売買はなされない旨を主張しています。資産運用会社が善管注意義務・忠実義務に従った運用行為を行うことは当然の前提であると考えていますし、IIAがこれに反する行為をとることを懸念しているわけではありませんが、ある特定の運用行為が資産運用会社に

課された善管注意義務・忠実義務に違反するか否かは一義的に明らかになるものではなく、かつ、事後的な検証や責任の追及も容易ではないため、実務上、資産運用会社に課された善管注意義務・忠実義務が全ての局面で適切かつ十分に機能しているといえるかは疑問です。一方で、資産運用会社に適切なインセンティブを与えれば、そのような問題のある行動をとる可能性が減ることは明かです。この点、本投資法人が採用する譲渡成果報酬は、資産運用会社が業務提供先である投資法人に対して善管注意義務・忠実義務を負うことは当然の前提としつつ、さらに進んで、投資主の利益を最大化させるために何が適切かを考え、資産運用会社に対して譲渡益の実現に対するインセンティブを付与することにより運用効率の向上を目指すものです。したがって、第2号議案で提案する譲渡成果報酬の方が、善管注意義務・忠実義務のみに依拠して資産運用会社による資産運用の在り方をコントロールする方法よりも実効性が高いことは明かであり、投資主利益に資する制度であると考えられます。

3. 第3号議案および第4号議案について

貴社は、被合併時成果報酬および被買収時成果報酬について、資産運用会社に変更される場合に、自動的に多額の利益を流出させるものであり、ゴールデンパラシュート類似の買収防衛策であると主張しています。しかしながら、本投資法人の採用する報酬制度にあります被合併時成果報酬および被買収時成果報酬は、その時点までに資産運用会社として本投資法人の投資口1口当たりの価値向上に貢献した度合い（具体的には、不動産関連資産の投資口1口当たりの含み益）に応じて支払われる報酬であり、資産運用会社が既に行った資産運用業務に対する正当な対価であり、合併または買収が行われず、資産運用会社が不動産関連資産を売却して譲渡益を実現していれば得られたであろう、本来支払うべき報酬であるといえます。したがって、被合併時成果報酬および被買収時成果報酬は、資産運用会社のそれまでの業務に対する正当な報酬であって、「自動的に多額の利益」を支払うものではなく、合理的な理由なく多額の退職金が支払われるゴールデンパラシュートとは趣旨や性質が全く異なるものであると考えております。

被合併時成果報酬および被買収時成果報酬は、合併・買収を契機に資産運用会社に変更される場合において、それまでに中長期的な観点から実施されていた運用行為の果実を報酬という形で支払うものであり、資産運用会社の変更を前提とした買収や合併提案に備えて、日頃から投資主のために1口当たり投資口価値を最大化するためのインセンティブを資産運用会社に対して付与することを目的として導入しているものです。貴社は資産運用会社に高額な報酬を支払わなくても、本投資法人役員会が、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と主張していますが、被合併時成果報酬および被買収時成果報酬に、上述のような運用パフォーマンスの向上に対するインセンティブ付与の目的が込められていることを意図的に無視しています。また、報酬額についても、資産運用会社の運用パフォーマンスが低ければ当然に低くなりますので、一時点の合併・買収が行われたと仮定して算出した報酬額のみを取り出して高額であるとの主張は適切ではありません。

そして、貴社は、ここでも、形式的・観念的に、資産運用会社が善管注意義務・忠実義務を負うことを根拠に、被合併時成果報酬および被買収時成果報酬が不適切であるかのような主張をしています。しかし、2023年6月13日付回答でも記載したとおり、資産運用会社が善管注意義務・忠実義務に従った運用行為を行うことは当然の前提と考えておりますし、IIAがこれに反する行為をとることを懸念しているわけではありませんが、合併提案や買収提案が投資主利益に資するものであるか否かは一義的に明確になるものではないところ、資産運用会社が善管注意義務・忠実義務に違反しているか否かについても一義的には明確にならない中で、資産運用会社に不合理に合併提案・買収提案の検討または実行に協力しないマイナスの動機づけを与えない構造を作っておくことには意義があると考えております。

また、貴社は、資産運用会社が、「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」場合は、投信法第206条第2項第1号に基づき、役員会限りで資産運用会社を更迭することが認められている（そのため、被合併時成果報酬または被買収時成果報酬によって、資産運用会社に不合理に合併提案・買収提案の検討又は実行に協力しないマイナスの動機付けを与えない構造を作ることは不要である）旨も主張しています。しかし、資産運用会社を更迭するとなれば、新たに資産運用会社となる会社を事前に探索しておく必要があり、資産運用会社の変更に伴う資産価値への悪影響が生じる合理的なおそれがあります。また、資産運用会社の変更には相応の時間やコストもかかります。合併提案や買収提案が投資主利益に資するか否かについての評価は容易ではなく、合併や買収に関する経営判断を速やかに行うことが求められる中で、投資法人役員会限りでの資産運用会社の更迭が、合併提案・買収提案に対する資産運用会社の非協力に対する実効的な解決になると真剣に考えていらっしゃるのでしょうか。

なお、貴社は、本投資法人の合併・買収について決定するのは本投資法人およびその投資主であって、資産運用会社ではない旨を改めて主張しています。そのようなことは本投資法人としても当然の前提としていますが、投資法人の構造上、資産運用会社の適切な協力が、投資主利益に資する合併・買収の円滑な遂行にとって重要であることは明かです。このような主張をすること自体、貴社が投資法人の実務を理解せず、形式的な主張に終始していることを表しているといえます。

最後に、貴社は、第3号議案および第4号議案について細かい技術的な問題が複数あると指摘し、実務上の対応可能性が考慮されていないなどと主張しています。しかしながら、貴社が指摘している事項は、いずれも貴社の主張と異なる解釈も可能なものばかりであることに加え、報酬制度に関する本質的な指摘であるとは思えません。このような貴社の主張を基にして、本投資法人役員会が報酬制度について独自の検証能力を根本的に欠いているなどと主張することは、前提を誤っているだけではなく、明らかに飛躍した主張であり、このような不適切な主張は控えていただくよう強く要請いたします。

4. 第5号議案および第6号議案について

貴社は、第5号議案および第6号議案の執行役員候補者および監督役員候補者が、当初いちごトラストが提案した候補者であることの一事をもって、役員増員の真の狙いが、いちごトラストへの付度、すなわち、よりいちごグループの利益に沿った本投資法人の運営体制を確立することにあると飛躍した主張を展開しています。

しかしながら、執行役員候補者および監督役員候補者は、そもそも、客観的な事実として、いちごトラストあるいはいちごグループから完全に独立した方々です。加えて、本投資法人役員会は、第5号議案および第6号議案に係る候補者の決定に際して、各人との面談等を通じて各人の適性やいちごトラストおよびいちごグループからの独立性に問題がないことを確認の上、役員候補者を選定したものであり、貴社が考えているような懸念は全くありません。

他方、杉原氏については、本投資法人と投資対象が競合するスターアジア不動産投資法人を運用するスターアジアグループに所属しており、かつ、経済的にも当該グループに依存していると思われる。杉原氏が本投資法人の執行役員に選任された場合には、その立場を通じて得られる様々な情報等を、同氏が本投資法人および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のために活用することや、本投資法人の意思決定・業務執行において、杉原氏がスターアジアグループの利益や意向に配慮した判断・行動をとる合理的な懸念が存在します。

この点、貴社は、本投資法人役員会の主張する利益相反の懸念は、杉原氏を執行役員に選任しない理由とはならない旨主張しています。しかし、杉原氏がかかる利益相反に適切に対応できることの根拠として挙げられているのは、同氏による、執行役員の投資法人に対する善管注意義務・忠実義務に

対する理解のみであり、本投資法人の執行役員に選任された場合にとるべき具体的な利益相反解消措置については説明が一切なされていません。

なお、貴社は、事業会社において、(同種事業を行っている)株主から役員が派遣されていることはよく見られ、利益相反が生じる場面においては特別利害関係取締役として取締役会決議から外れる等の法的な手当てが存するため、利益相反関係にある者を役員として選任することも問題ではないと主張するようです。しかし、会社法上の特別利害関係取締役の範囲は限定的に解釈する見解が有力であり、本投資法人が貴社自体と直接取引をするような極めて例外的な場合はともかく、スターアジアグループと実質的な利益相反が存するような事象に対して、会社法上の特別利害関係取締役の制度で十分な手当てになるとは考えられません。また、貴社は、さくら総合リート投資法人与スターアジア不動産投資法人との合併協議の際に講じた利益相反解消措置について言及しています。しかし、かかる事案は、スターアジアグループに属する杉原氏が合併を行うことを掲げてさくら総合リート投資法人の執行役員に選任された中で、合併条件を決定するものであり、高い利益相反性があつたことは明白ですから、かかる状況を踏まえれば、第三者委員会を設置し、杉原氏が決定に関与しないとしたことは当然の対応といえます。一方で、本件においては、本投資法人の上場は維持される前提であり、さまざまな局面で一般投資主との間で利益相反の問題が生じることが予想され、上記の事案とは状況が全く異なるため、当該事案における対応は、杉原氏の選任を正当化する理由にはなりません。

5. 第7号議案について

まず、第7号議案と第14号議案が相反し、内容において両立しない議案であることは明らかなです。貴社は、第7号議案における役員報酬上限額と第14号議案における役員報酬総額が形式的に両立し得ることをもって、第7号議案および第14号議案が相反議案にはならないと主張しているものと思われます。しかしながら、第7号議案は規約第20条第1号および同条第2号の内容を一部変更し、役員個々の報酬の金額の上限を変更する(一方で総額について別個の上限を設けないことは当然の前提となっています。)という内容である一方、第14号議案は規約第20条第1号および同条第2号の内容は変更せず、すなわち、役員個々の報酬の金額の上限は変更しない一方で第3号を付加し役員報酬総額について別個の上限を設けようとするものであり、形式的にも両立しないものであることは明らかなです。更に言えば、第14号議案における役員報酬総額は、本投資法人とは別の組織に経済的に依存した者が役員に加わることを前提とした内容となっております。第7号議案はそのような者が役員に加わることを想定しておらず、役員報酬総額を月額1,090,000円に設定することは、本投資法人による提案の意図と異なります。

また、貴社は、投資主総会で役員報酬額についての議案が否決された場合という理論的な可能性を持ち出して、第7号議案が投資主の皆様利益にならないと主張しています。しかし、役員報酬の決定権限を投資主総会に移管するという投資主本位の決定プロセス自体が有益であることは明らかなです。また、投資主の皆様におかれましても、適切な役員人材の確保のためには適切な報酬額が必要であることは当然にご理解いただけるはずであり、投資主の皆様にご理解の得られる適切な報酬額を提案するとともに、その理由を十分に説明することによって、投資主総会で否決されるリスクは極小化できると考えております。

以上