

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

杉原 亨

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ると、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いただきます。

草々

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、岩井代表取締役役もそのご認識を持っていた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・検討が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、当該投資法人与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でない執行役員・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「影響下でない」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が、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、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口当たり分配金は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。

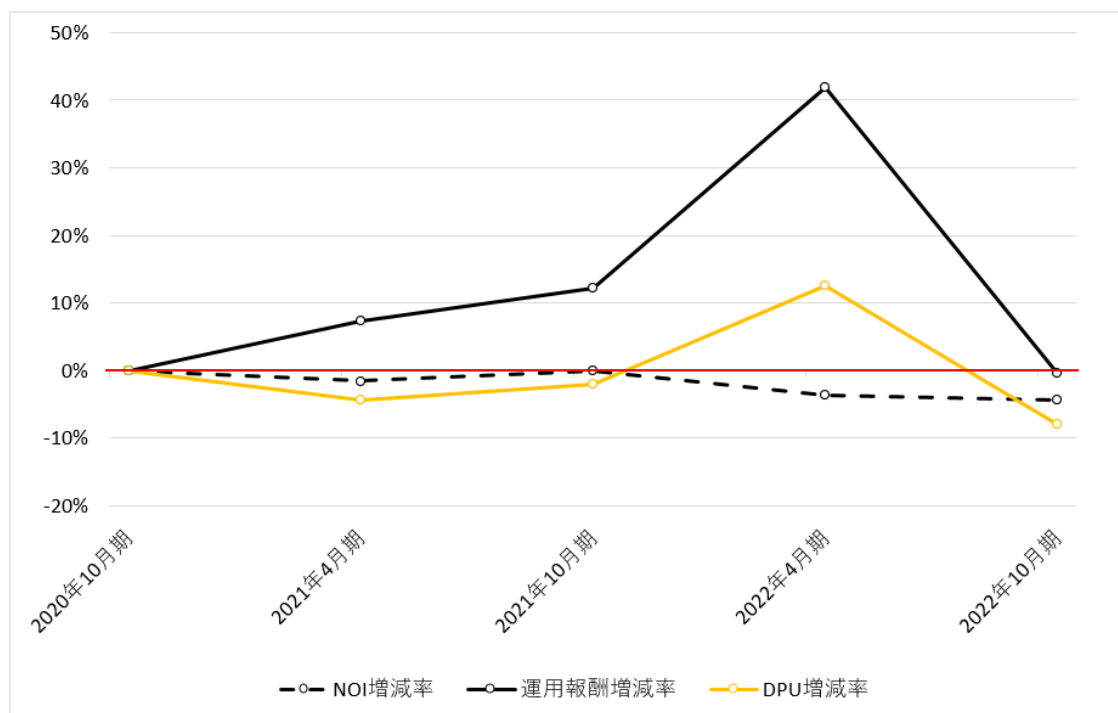
(3) 当社が提案する報酬体系が投資主利益に資する理由について(5月25日付質問書2(イ)(2))

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ます。

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

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

貴投資法人の年間分配金（DPU）の 5 年平均成長率

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

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っております。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る。

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せんが、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が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。

$$\text{Total Return} = [((1 + R(c)) * P(c)/P(o)) - 1] * 100$$

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

$$R(c) = (1 + D(1)/P(1)) * (1 + D(2)/P(2)) * \dots * (1 + D(i)/P(i)) \dots (1 + D(n)/P(n)) - 1.$$

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が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）

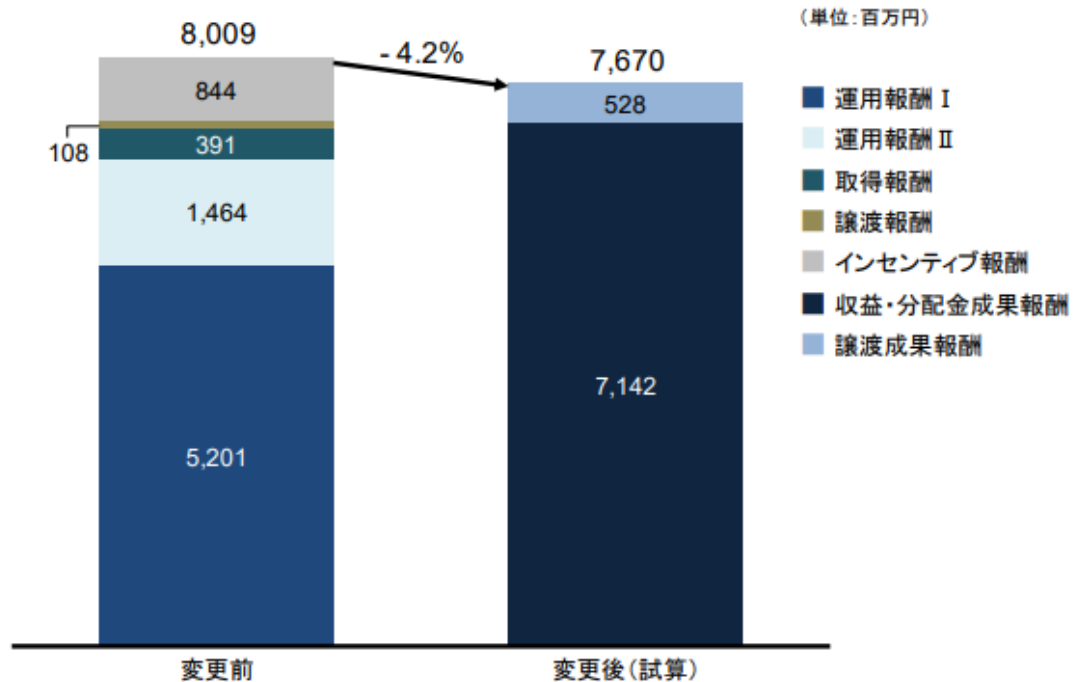
- 営業費用（賃貸事業費用除く）の増加 +60
- ・ 運用報酬の増加 : +71
 - ・ その他費用の減少 : -10

- (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」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して仮定しても、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、「公開買付け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/ca9gav0000002ri8-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け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け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

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す。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

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。

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いと、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	$\text{DPU} \times \text{NOI} \times \text{料率 (0.0054\%)}$
ご提案	$\text{DPU} \times \text{NOI} \times \text{料率 (0.0036\%)}$

■ 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	$\text{譲渡益} \times \text{料率 (15\%)}$
取得報酬	新設	$\text{取得価格} \times \text{料率 (0.5\%) (上限)}$
譲渡報酬	新設	$\text{譲渡価格} \times \text{料率 (0.5\%) (上限)}$

■ 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	$\text{被合併時 1 口当たり含み益} \times \text{発行済投資口の総口数} \times \text{料率 (15\%)}$
被買収時成果報酬	廃止	$\text{被買収時 1 口当たり含み益} \times \text{被買収投資口数} \times \text{料率 (15\%)}$
合併報酬	新設	$\text{評価額} \times \text{料率 (0.5\%) (上限)}$

以上

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