

いちごオフィスリート投資法人 御中
同 執行役員 千葉 恵介様
同 監督役員 寺田 昌弘様
同 監督役員 市場 典子様

いちごオフィスリート投資法人の投資法人提案議案及び投資主提案に関する役員会
反対意見に対する意見表明

Berkeley Global, LLC
マネージャー 杉原亨

杉原 亨

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。）が2023年6月1日に公表した投資主総会参考書類には、2023年6月23日（金曜日）午後4時開催予定の本投資法人の投資主総会（以下「本投資主総会」といいます。）の付議議案（そのうち、本投資法人が提案している議案を「本投資法人提案議案」、Berkeley Global, LLC（以下「請求人」といいます。）が提案している議案を「請求人提案議案」といいます。）並びに本投資法人提案議案の提案理由及び投資主提案議案に対する役員会意見（以下「本役員会意見」といいます。）が記載されています。本投資法人の投資主である請求人は、それらに対し、以下のとおり請求人としての意見を通知いたします（以下「本意見表明②」といいます。）。

請求人は、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。）が本投資法人に対して送付した、2023年4月27日付投資主提案（以下「いちごトラストPTE提案」といいます。）に対して、反対意見をすでに通知しております（以下「本意見表明①」といいます。）¹。本投資法人提案議案は、いちごトラストPTE提案の各議案を一部の形式的な修正を加えただけでそのまま踏襲するものであることから、本意見表明②では、本意見表明①と重複する点の指摘は必要最小限にとどめるものとします。

本投資法人の執行役員・監督役員が、本意見表明①を正しく理解せずに、本投資法人提案議案の上程に至ったことは誠に遺憾と言うほかありません。本投資法人役員会におかれましては、本意見表明②を慎重にご検討頂き、真の投資主の利益保護のため、適切な対応をなされることを強く求めます。

なお、本投資法人からは、請求人に対して質問事項が通知されています。請求人は、当該質問事項について回答するとともに、本投資法人提案議案に関して、一般の投資主の皆様が疑問に思うであろう事項について、本投資法人に対し、質問をさせて頂いております。本投資法人の役員の皆様におかれましては、本投資法人提案議案について本投資法人の役員が投資主総会において説明義務を負う立場にある（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）ことを踏まえ、一般投資主による適切な議決権行使のため、請求人からの質問についてご回答を頂きますよう、お願い申し上げます。

1. はじめに

¹ https://starasiamanagement.com/assets/file/news20230519_1.pdf において公表されています。

請求人が本意見表明①で既に述べたとおり、いちごトラストPTE提案には、投信法それ自体及び投信法に基づく投資法人と資産運用会社との基本的な関係を理解していない、看過し難い誤りが含まれており、更に、一般投資主をミスリードするような記載が含まれていました。そうであるにもかかわらず、本投資法人役員会は、これらの誤りやミスリードを正確に理解し正すことなく、かえっていちごトラストPTEの誤解を踏襲する形で、いちごトラストPTE提案を本投資法人提案議案として本投資主総会に漫然と上程しています。

このような本投資法人役員会の対応からは、①2020年7月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。）の際と同様、本投資法人役員会に、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いう根本的な疑念、及び②いちごトラストPTEが、本投資法人の投資口を32.41%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筆頭投資主や筆頭投資主が支配するいちご投資顧問株式会社（以下「いちご投資顧問」といいます。）の不当な影響力が及んでおり、その結果として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の疑念を持たざるを得ません。

このように、本投資法人役員会のいちごトラストPTE提案に関する不適切な対応から、一部投資主の利益のみを重視してその他の少数投資主の利益を軽視する姿勢及びガバナンス機関としての機能不全が明確となった以上、いちごトラストPTEが推薦し、その影響下にあることが強く推認される鍵山氏・丸尾氏では、少数投資主を含む全投資主の利益を最大化する形での本投資法人役員会の運営を実現することは困難であると言うほかなく、上場不動産投資法人の資産運用実務に精通している人物として請求人が提案している、杉原氏及び藤永氏を執行役員・監督役員に選任し、ガバナンス体制を強化する必要性が飛躍的に高まったものと、請求人は考えています。

2. 本投資法人提案議案の提案理由及び本役員会意見に対する請求人の意見

本投資法人提案議案と請求人提案議案は、第8号議案を除き、その内容が相反し又は実質的に対立しており、本投資法人提案議案の提案理由と請求人提案議案に対する本役員会意見に内包される問題点には相互に関連性があります。そのため、以下では相反ないし対立する議案を対比しつつ、請求人の意見をご説明いたします。

（1）第1号議案及び第9号議案について

【議案内容の比較】

第9号議案（請求人提案議案）は、収益・分配金成果報酬料率を現行の0.0054%から0.0036%に引き下げることの内容とするものです。

これに対して、第1号議案（本投資法人提案議案）は、いちごトラストPTE提案議案と同様、収益・分配金成果報酬料率を現行の0.0054%から0.0048%に引き下げることの内容とするものです。

【請求人の意見】

本投資法人提案議案の提案理由には、0.0048%が適切な料率であるという具体的根拠が示されておらず、請求人としては、0.0036%への引下げ（J-REITにおける平均レベルへの引下げ）が投資主利益の観点から適切であると判断しています。

① 0.0048%という料率が適切であるという具体的な根拠が示されていないこと

第1号議案の提案理由として、本投資法人役員会は、「報酬体系においてより質の高い運用行為を行うことについての適切なインセンティブとなる要素を組み込むことは投資主利益の最大化の観点からも重要」であり、「資産運用会社に対し運用効率の向上を促す観点から、0.0048%という料率を設定したとしています。しかしながら、請求人提案議案の0.0036%（J-REITにおける平均レベル）ではなく0.0048%という料率を設定することが、どのように資産運用会社のインセンティブにつながるのかについて、具体的な根拠は示されていません。

加えて、「本投資法人よりもポートフォリオの平均築年数が古いか又は同程度の、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）は、概ね0.42%から0.44%程度（J-REITにおける平均レベル）」（本意見表明①4頁）であり、本投資法人が主張する「手間暇のかかる築古ビルを中心とした流動性の高い中規模オフィスをポートフォリオのメインターゲットとしている」ことは、J-REITの平均以上の料率を設定する合理的な理由となるものでないことは、本意見表明①において明示されております。そうであるにもかかわらず、本役員会意見においてこの点に関する実質的な回答はなされておらず、第1号議案は、いちごトラスト PTE 提案議案と同様、定量的な根拠を欠くものです。

② 2020年投資主総会における情報開示が不適切であったこと

本投資法人役員会は、第1号議案を含む本投資法人提案議案の前提として、2020年投資主総会後の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」ものであり、資産運用報酬が増加見込みであることは適切に開示されていたと主張しています。

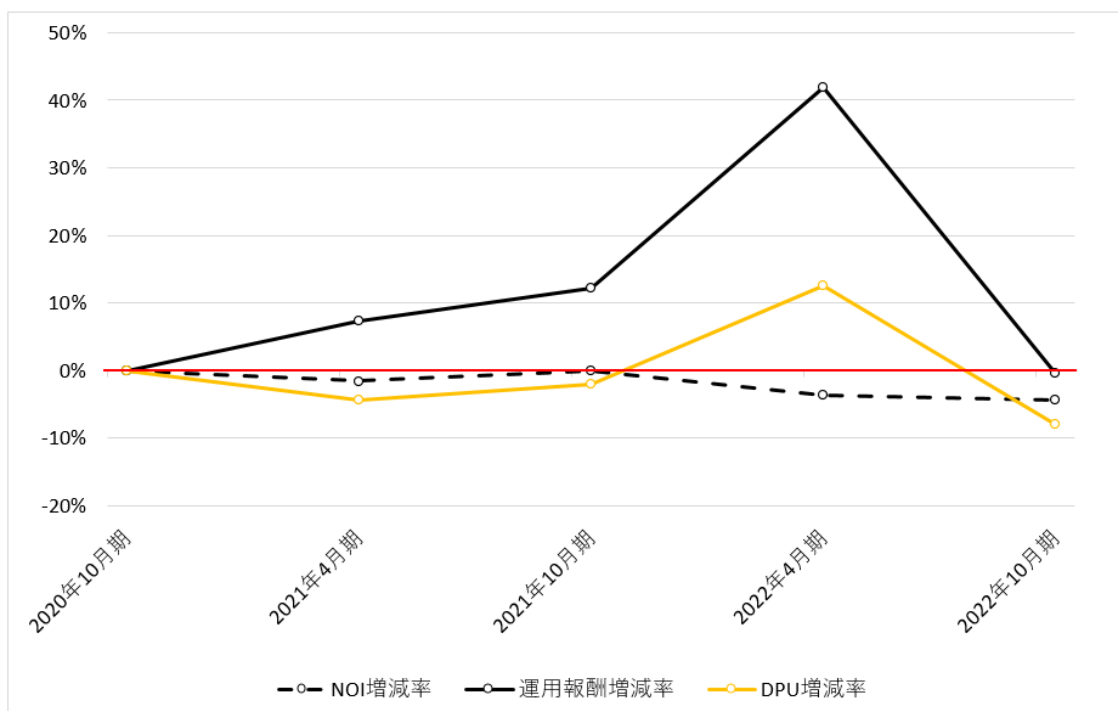
しかしながら、本投資法人役員会のこれらの主張はいずれも事実と反しています。

すなわち、資産運用報酬の増加が「本資産運用会社の運用実績が好調であったことによる」との主張が虚偽であることは、本投資法人の2021年4月期から2022年10月期に係るNOI増減率（各期について、運用報酬体系変更前の2020年10月期と比較した増減率。以下同じです。）、いちご投資顧問の運用報酬（以下「AM報酬」という場合があります。）増減率及び一口当たり分配金（以下「DPU」といいます。）増減率を示すグラフから一目瞭然です。以下の図に示すとおり、2021年4月期及び同年10月期において、本投資法人のNOI及びDPUは2020年10月期対比で減少していますが、AM報酬は増加しています。そして、2022年4月期は、収益・分配金成果報酬と譲渡成果報酬の「二重取り」により、AM報酬の増加率がDPU増加率を大幅に上回っています。最後に、2022年10月期も、NOIは2020年10月期対比で減少しているにもかかわらず、AM報酬は従前の水準を維持し、結果、DPUは2020年10月期対比で減少しています。

このように、本投資法人の資産運用会社に対する報酬は、2020年10月期対比でNOIが減少しているにもかかわらず増額となっているなど、「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は全く逆の状況となっています。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、従前と比較して、NOIが減少しても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。請求人は、2023年3月17日付の投資主総会招集請求書(以下「本投資主総会招集請求書」といいます。)において、本投資法人役員会が、2020年投資主総会にて導入された報酬体系について事後的に客観的な検証を行う姿勢を欠いていると批判しましたが、本投資主総会においても同じ過ちが引き続き繰り返されていると言わざるを得ません。

NOI・運用報酬・DPUの増減率(対2020年10月期)



	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)

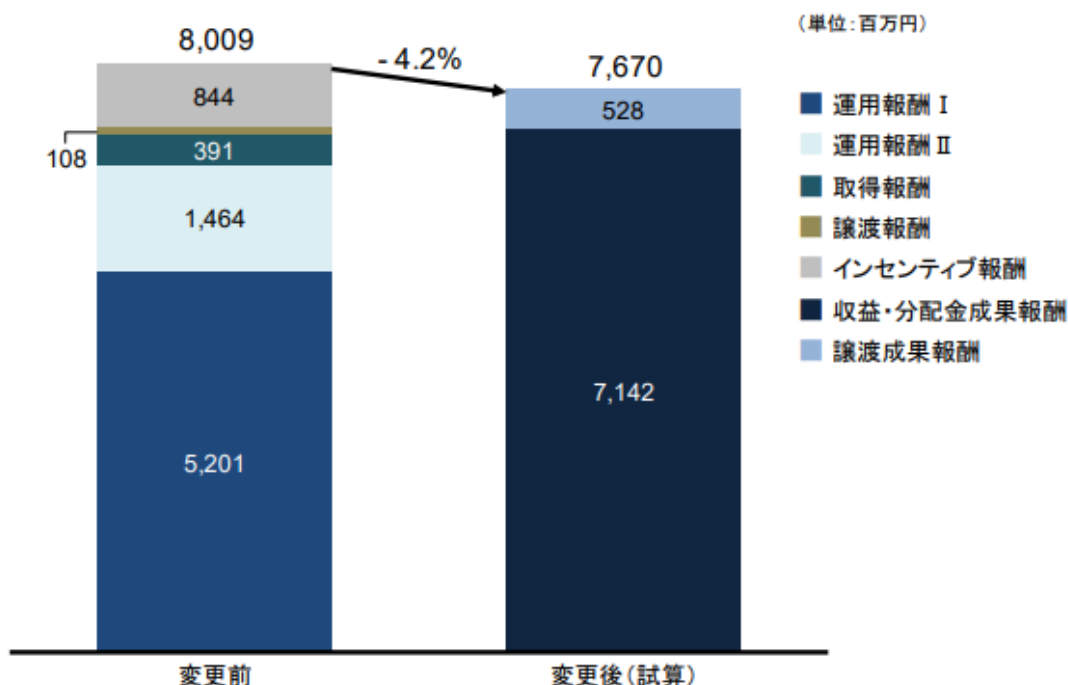
加えて、資産運用報酬が増加見込みであることは適切に開示されていたとの本投資法人役員会の主張についても、投資家をないがしろにした主張であると言わざるを得ません。すなわち、本投資法人は、投資主に対して2020年投資主総会の議案の内容を説明することを目的とした、2020年6月15日付の「規約変更および役員選任のお知らせ」と題するプレスリリース²の3ページ目において、以下のとおり、「報酬体系移行に伴う報酬比較」との表題の元に、「-4.2%」という文字とともに右肩下がりのグラフを提示しています。投資主総会の議案について関心を有する投資主がこれを読み

² https://www.ichigo-office.co.jp/news/news_file/file/IchigoOffice_20200615_AOI_Change_Directors_Corrected_JPN.pdf

ば、「報酬体系の移行」に伴い「報酬が下がる」と解釈するのが当然です。

【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)



しかるに、本投資法人は、当該プレスリリースに記載されていない、同日付の決算説明資料の記載（「運用報酬の増加：+71」とのわずか1行の記載）をもって、「資産運用報酬が増加見込みであること」について、「適切に開示も行われてい」と主張しています。

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においては右肩下がりのグラフを1ページの半分近くを占める形で記載し、投資家に対して報酬が下がるかのような期待を持たせながら、規約変更の内容を知らせるものではない別の開示資料において、導入直後の営業期間の報酬が増加する見込みであることを、たった1行記載していたことをもって、「適切に開示も行われてい」とする本投資法人役員会の主張は極めて不適切であり、上場投資法人として果たすべき、投資家への情報開示義務を根本的に軽視するものであると言わざるを得ません。請求人が本投資法人の開示姿勢に問題があると指摘したにもかかわらず、本投資法人が本投資主総会においてもこのような不適切な開示を繰り返していることは、請求人の求める執行役員・監督役員の選任の必要性をより高めるものであると、請求人は判断せざるを得ません。

このように、本投資法人役員会は、本意見表明①を受け、自らが行った不適切な開示について検証し、それを踏まえた上で報酬の改定について検討する機会を与えられていたにもかかわらず、十分な検証を行うことなく、自らの開示に問題はなかったと結論付けており、この点においても、本投資法人役員会のガバナンス機関としての機能不全が明確となっています。

③ 第1号議案はいちごトラスト PTE の独自の利益を図るものであること

本意見表明①でも指摘したとおり、いちごトラスト PTE には、いちご投資顧問に対する資産運用報酬を増額することで、他の本投資法人投資主の利益を犠牲にして、自らの利益を図るといふ利益相反が存在します。そのような利益相反状況にあるいちごトラスト PTE が、今回収益・分配金成果報酬料率引下げを提案したのは、請求人の提案を受けて、従前の極端に高い料率（0.0054%）では、およそ投資主の理解を得られないことが明白となったためであると考えられます。

このような状況下においては、本投資法人役員会は、請求人といちごトラスト PTE のいずれの提案がより投資主利益にかなうものであるかを真摯に検討し、より適切な議案に賛同すべきといえますが、今回、本投資法人役員会が示した提案理由には、上記①で述べたとおり、0.0048%の料率が適切である具体的な根拠は何ら示されておらず、何らかの検証が行われた形跡も見当たりません。

このように、本投資法人役員会が、資産運用報酬について一般投資主と利益相反の関係にあるいちごトラスト PTE が提案した料率を、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、極めて不適切と言わざるを得ません。

（２）第２号議案及び第１０号議案について

【議案内容の比較】

第１０号議案（請求人提案議案）は、譲渡成果報酬の廃止並びに取得報酬及び譲渡報酬の新設を内容とするものです。

これに対して、第２号議案（本投資法人提案議案）は、いちごトラスト PTE 提案議案と同様、譲渡成果報酬を維持しつつ、譲渡成果報酬が発生する場合に当該報酬相当額を収益・分配金成果報酬から減算することを内容とするものです。

【請求人の意見】

いちごトラスト PTE の提案内容は、本意見表明①で請求人が指摘するとおり、実質的に譲渡成果報酬を廃止するのと同様の効果をもたらすものであり、その点では、実質的に請求人の主張を受け入れるものといえ、請求人としても一定の評価ができると考えております。

しかしながら、第２号議案の提案理由には、請求人提案議案はおろか、本投資法人提案議案の内容すら十分に理解しない誤りが内包されており、本意見表明①を踏まえてもこのような提案理由を示し続けていることは、本投資法人役員会の投資法人制度への無理解や資産運用報酬体系の検証能力の重大な欠如を明確に示すものと言わざるを得ません。

① 第２号議案に対する請求人の評価

本意見表明①において述べたとおり、仮に、いちごトラスト PTE 提案及びその内容を踏襲する第２号議案のとおり、譲渡成果報酬が発生した際に当該報酬相当額を収益・分配金成果報酬から減算するという方法がとられた場合、収益・分配金成果報酬は、例外的な事象が生じない限り常に譲渡成果報酬を上回ることになるので³、譲渡成

³ 「収益・分配金成果報酬」は、大要、「1口あたり分配可能額×NOI×0.0054%」という計算式で

果報酬は、実質的に廃止されることとなります。そのため、第2号議案は、実質的に見た場合には、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し、譲渡成果報酬の廃止を求める請求人の提案を受け入れるものといえ、この観点からは、本投資法人が第2号議案の上程に至ったことについて、請求人として一定の評価をすることができると考えています。

- ② 本投資法人役員会が、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ことを正確に理解していないこと

本投資法人役員会は、第2号議案の提案理由において、「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」として、第2号議案が譲渡成果報酬の実質的な廃止であるという請求人の指摘が誤りであると主張しています。

しかしながら、すでに本意見表明①で指摘したとおり、譲渡益が増加した場合には、分配可能額の増加を通じて収益・分配金成果報酬も増加するため、単に譲渡益が増加したことのみで譲渡成果報酬が収益・分配金成果報酬を上回ることは（いかに譲渡益の金額が多額であったとしても）あり得ません。譲渡成果報酬が収益・分配金成果報酬を上回るためには、本投資法人における資産運用状況が現実的にはあり得ないほど悪化する等、譲渡益の増加以外の例外的な事情が生じなければならず、本投資法人役員会の主張は明らかに誤った理解に基づくものです。

むしろ、上記に記載したとおり、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ことは、その算定式から明らかであり、請求人は、本意見表明①において十分にそのことをご説明いたしました。

本投資法人役員会は、本意見表明①における請求人の指摘を踏まえても、自らが提案する報酬制度の構造を理解するに至らなかったと考えざるを得ず、このような基本的な報酬制度の構造すら理解できない（あるいは理解しようとしない）本投資法人役員会に、今後の適切な運用報酬の設定・検証を期待することは最早不可能であり、直ちにそのガバナンスを改善する必要があります。

- ③ 本投資法人役員会が J-REIT で一般的な報酬体系を根本的に理解していないこと

本投資法人役員会は、第2号議案の提案理由及び第10号議案に対する本役員会意見の中で、請求人が提案している取得報酬や譲渡報酬について、「運用パフォーマンスの向上とは関係のない報酬の発生を投資主が抑制できない報酬体系」、「資産価値の向上にかかわらず徒に物件の売買を実施する動機づけを資産運用会社に与えかね」な

算出されるところ、当該計算式は、「分配可能額×NOI×0.0054%÷発行済投資口総口数」に置き換えることができ、本投資法人の2022年10月期実績（NOI 約55億円及び発行済投資口の総口数1,513,367口）を上記計算式に当てはめると「分配可能額×約19.9%」が導かれます（本投資法人提案における10%程度の減額を前提としても、約18%となります。）。そして、当該算定式における「分配可能額」は、通常（譲渡益の相当部分が内部留保に回されるか、譲渡益以外の利益を全て食いつぶすほどの譲渡成果報酬が発生するといった極めて例外的な状況に陥らない限り）譲渡成果報酬控除前譲渡益を上回ることから、分配可能額の約20%という「収益・分配金成果報酬」は、分配可能額を下回る譲渡成果報酬控除前譲渡益の15%により算出される譲渡成果報酬を常に上回ることとなります。

いとして、第10号議案に反対する意見を表明しています。

しかし、本意見表明①においても説明しているとおり、請求人が提案しているのは、0.5%を上限として、本投資法人と資産運用会社とが合意した料率を乗じることであり、物件の売買ごとに報酬算定のための料率を合意することが前提となっています。したがって、資産運用会社として、売買を実施すれば機械的に手数料が入ってくる構造にはなっておらず、また、売買を行った資産の規模に比例して手数料を収受できる構造にもなっていません。

なお、この場合、個別に投資法人及び資産運用会社の間で報酬料率について決定する必要があることから、取得報酬や譲渡報酬を適切に運用するためには、投資法人と資産運用会社との間で適切な牽制機能が働くことが前提となります。しかしながら、本意見表明①において述べたとおり、請求人が提案している上限料率は J-REIT の過半数において導入されている仕組みであり、それはすなわち、(本投資法人と異なり、他の J-REIT においては) 投資法人と資産運用会社との間に健全な緊張関係が存在し、適切な牽制機能が働いていることを示すものであると言えます。

そもそも、自己の手数料収入目当てに顧客である投資法人を害するような資産の取得・売却を行うことは、資産運用会社の善管注意義務・忠実義務に反するものであるばかりか、投資運用業の登録を受けた金融商品取引業者において法令上禁止されている行為に該当するものであり、そのような行為をすれば、投資主からの信頼を失うだけでなく、監督官庁からの監督処分の対象とすらなりかねません。したがって、本投資法人役員会が指摘するような取得報酬・譲渡報酬狙いの不適切な資産売却がなされる可能性は、報酬体系いかにかわからず、極めて低いといえます。

加えて、請求人が提案している内容は、本投資法人が 2009 年以降適用していた報酬制度(ただし、本投資法人が過去に導入していた制度は報酬料率が上限料率ではなく固定料率であり、本投資法人が牽制機能を果たす余地がないものでした)であり、仮に本投資法人役員会が主張するとおり、請求人が提案している制度が「徒に物件の売買を実施する動機づけ」を与える不合理な制度なのであれば、そのような不合理な制度を 2020 年まで 10 年以上も採用し続けていた(しかも、上限料率ではなく、資産運用会社の売買の判断の可否を一切問うことなく固定の料率に基づく報酬を支払い続けていた)本投資法人役員会のガバナンスの適切性が、なおさら問われなければならないことになるものと、請求人は考えています。

このように、本投資法人役員会は、第10号議案に対する本役員会意見においても、投資法人制度に対する無理解を露呈しています。

(3) 第3号議案及び第4号議案並びに第11号議案について

【議案内容の比較】

第11号議案(請求人提案議案)は、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の廃止並びに合併報酬の新設を内容とするものです。

これに対して、第3号議案及び第4号議案(いずれも本投資法人提案議案)は、いちごトラスト PTE 提案議案と同様、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬を維持した上で、それらの一部明確化を図るための修正を加えることを内容とするものです。

【請求人の意見】

被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬は、本投資主総会招集請求書でも記載したとおり、事実上の買収防衛策としての効果を狙って導入したのではないかとの疑いを禁じ得ないものでした。いちごトラスト PTE 提案において、いちご投資顧問が資産運用会社でなくなるのがこれらの報酬の支払要件であることが明確となった結果、これらの報酬制度は外部運用の形態を採用する J-REIT における、いわゆるゴールデンパラシュートに類似する効果を持つ買収防衛策であることがより明確となり、いちごグループの自己保身のための報酬制度であることが白日の下にさらされるにいたりました。

このように、もともと事実上の買収防衛策である疑いのある被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬を、ゴールデンパラシュート類似のより「純度の高い」買収防衛策とすることを意図したいちごトラスト PTE 提案を、漫然と第 3 号議案・第 4 号議案として上程した本投資法人役員会のガバナンス機関としての機能不全は明確というほかありません。

- ① 第 3 号議案及び第 4 号議案は、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の本質が買収防衛策であることを裏付け、ゴールデンパラシュート類似の「純度の高い」買収防衛策とすることを明確にするものであること

本意見表明①においても述べたとおり、現行の被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬は、事実上の買収防衛策として機能するものであるところ、いちごトラスト PTE 提案は、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の発生要件を、資産運用会社の変更にかからしめることで、より一層、これらの報酬制度を「純度の高い」買収防衛策、具体的にはゴールデンパラシュート類似のものとして位置づけることを明確にするものです。

買収防衛策としての「ゴールデンパラシュート」とは、敵対的買収の成功等に伴う経営陣の退職時に多額の退職金を発生させる仕組みを設けることで、買収コストを増加させ、経営陣の交代を伴う敵対的買収を阻害することを意図したアレンジメントを指します。外部運用形態の採用が投信法により強制されている投資法人においては、資産の運用を受託する資産運用会社の更迭に際して多額の報酬を発生させる仕組みを設けて買収コストを高めることにより、実質的に敵対的買収を阻害することが可能となるため、資産運用報酬を高額にすることにより、買収防衛策としての「ゴールデンパラシュート」と同様の効果を発揮させることが可能となります。被合併時成果報酬や被買収時成果報酬は、本投資法人が合併又は公開買付けにより買収され資産運用会社に変更となる場合に、自動的に多額の利益（現在の NAV をベースにした請求人の試算では、60 億円以上もの、本投資法人の当期純利益（2022 年 10 月期）の 2 倍を上回る、異常に高額な金額）を本投資法人からいちご投資顧問に流出させることで本投資法人の企業価値を低下させ、買収者による買収意欲を削ぐという点で、買収防衛策としてのゴールデンパラシュートに類似する効果をもたらすものといえます。なお、このような買収防衛策としてのゴールデンパラシュートは、多額の退職金目当てに、企業価値向上に資さない買収に経営陣が協力するおそれがあることや、効率的な買収提案を阻害するおそれがあることなどから、J-REIT 市場を含む日本の市場ではほとんど用いられておらず、これに類する制度を設けている上場不動産投資法人も、いちご投資顧問が資産の運用を受託する本投資法人及びいちごホテルリート投資法人の他には存在しません。

今回、いちごトラスト PTE 提案やそれを踏襲した第 3 号議案・第 4 号議案におい

て、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の発生要件が資産運用会社の変更にかからしめられたことから、2020年投資主総会の段階で、買収防衛策としてのゴールデンパラシュート類似の機能を狙って被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬が導入されたことが強く疑われ、また、そのようなゴールデンパラシュート類似の不適切な買収防衛策を本投資法人役員会も是認していることが明確となりました。

② 第3号議案及び第4号議案に関する本投資法人役員会の説明に合理性がないこと

被合併時成果報酬・被買収時成果報酬を維持する理由について、いちごトラストPTE提案では、(合併・買収の提案の)「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」(傍点は請求人による。以下同じ)されるため、これを避けるために必要であると説明されていました。これに対して、第3号議案の提案理由では、(合併・買収の提案の)「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。」と説明されています。

本意見表明①において請求人が明確にしたとおり、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及びその投資主であって、資産運用会社ではありません。

加えて、資産運用委託契約に基づき善管注意義務・忠実義務を負担している資産運用会社が、「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、投信法第206条第2項第1号⁴により、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ます。そのため、資産運用会社が「不合理に」協力しない場合、投資法人の役員会においては、資産運用会社を更迭する(又は更迭する可能性を示唆することで資産運用会社に合理的な協力を要請する)対応こそが投信法上要請されることとなります。

それにもかかわらず、「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」可能性があることを根拠として、資産運用会社に、60億円以上という、本投資法人の当期純利益の2倍以上の金額を支払う内容のゴールデンパラシュート類似の買収防衛策を維持する内容の議案を本投資主総会に上程する本投資法人の役員会には、その根底に筆頭投資主であるいちごトラストPTEへの「付度」が存在しており、特定の投資主の利益ではなく全投資主の利益を考えるという、役員会に求められる基本的な視座が備わっていないと言わざるを得ません。本投資法人の役員会について、一刻も早いガバナンスの改善が急務であると、請求人は改めて確信しています。

なお、念のため付言すれば、本投資法人役員会は、被合併時成果報酬・被買収時成果報酬の料率について、譲渡成果報酬の料率と同率であることを唯一の根拠としてこれを正当化しようとしています。譲渡成果報酬が実質的に廃止されていることは、本意見表明①及び上記(2)②において詳細に記載したとおりです。

⁴ 登録投資法人は、資産運用会社が職務上の義務に違反し、又は職務を怠つたときは、役員会の決議により資産運用会社と締結した資産の運用に係る委託契約を解約することができるものとされています。

③ 本投資法人役員会は、実務上の対応可能性が考慮されていないいちごトラスト PTE 提案の内容を漫然と受け入れていること

請求人は、本投資主総会招集請求書において、現行の被合併時成果報酬・被買収時成果報酬の算定方法に不明瞭な部分がある旨を指摘しました。これを受け、いちごトラスト PTE 提案は、「現在の規約における被合併時成果報酬の内容には、かならずしも明確で無い部分も含まれている」、「現在の規約における被買収時成果報酬の内容には、かならずしも明確で無い部分も含まれている」として請求人の主張を全面的に認め、「内容の明確化を図る」ため変更案を提案するとしていました。このように、本投資法人の現行規約の内容は不明瞭であり、そのことは本投資法人の筆頭投資主も認めるところです。

上記経緯から明らかなおおりに、明瞭さを欠く現行規約について明確化のための変更を行う以上、いちごトラスト PTE 提案の内容を本投資法人提案議案として提出するにあたり、現行規約の該当箇所不明瞭な点がないか本投資法人役員会において確認することは、投資主に対して善管注意義務・忠実義務を負う本投資法人の各役員の責務に照らして、不可欠な作業であるといえます。それにもかかわらず、第3号議案・第4号議案は、以下に請求人が述べるとおり、いちごトラスト PTE 提案と同様、実務上の対応可能性を考慮しない不合理・不明瞭な点を内包しています。

まず、被買収時成果報酬について、第4号議案では、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（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、買収者の意向によっては、スクイーズアウト手続の完了後1か月以上が経過した後に、資産運用会社のパフォーマンスを確認して、その変更を決定することもあり得ます。この場合、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で、スクイーズアウト手続の完了時点から1か月以上が経過していることとなるため、第4号議案が承認された場合、規約に定める支払時期を遵守することは不可能となります。更に、本投資法人が現在資産運用会社と締結している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必要とされていますが、過去に上場不動産投資法人が非公開化された際のスケジュールを考慮すると、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）、同様に、第4号議案が承認された場合、規約に定める支払時期を遵守することが不可能な事態が生じ得ます。このように、第4号議案は、請求人の指摘を受けて被買収時成果報酬の明確化を図ったにもかかわらず、引き続き、実務上の対応を考慮しない不合理な点を内包しています。

次に、第4号議案では、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、請求人が本投資主総会招集請求書において指摘したとおりに、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ります。第3号議案において、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、第4号議案において、被買収時成果報酬については、引き続きこのような不合理な内容が維持されています。

更に、第3号議案においては、本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」にのみ、被合併時成果報酬が発生するとされています。しかしながら、本投資法人が存続法人となる（合併相手の投資法人が消滅法人となる）吸収合併に際して、合併相手の投資法人の資産運用会社が本投資法人の資産運用会社となる（資産運用会社の切り替えが行われる）場合には、「本投資法人の保有資産等を承継する投資法人」が存在せず、被合併時成果報酬が発生しないと解され、第3号議案は、提案理由と提案内容が首尾一貫していません。

このように、本投資法人役員会は、請求人が本投資主総会招集請求書において指摘した、実務上の対応可能性が考慮されていないという現行規約の問題点を内包したままのいちごトラスト PTE 提案の内容を、引き続き漫然と受け入れており、報酬制度についての独自の検証能力を根本的に欠いていると判断せざるを得ません。

（4）第5号議案及び第6号議案並びに第12号議案及び第13号議案について

【議案内容の比較】

第12号議案及び第13号議案（いずれも請求人提案議案）は、執行役員1名（杉原亨）及び監督役員1名（藤永明彦）の選任を内容とするものです。

これに対して、第5号議案及び第6号議案（いずれも本投資法人提案議案）は、いちごトラスト PTE 提案議案で示された候補者を、それぞれ執行役員及び監督役員として1名ずつ選任することを提案するものです。

なお、これらの議案は相反議案ではなく、全議案が可決された場合には、本投資法人の役員は、執行役員3名、監督役員4名という体制となります。

【請求人の意見】

本投資法人役員会が、請求人の主張を否定して杉原氏の選任の必要性がないとしながら、別の候補者を執行役員・監督役員に選任する議案を上程し、役員を増員しようとしている真の狙いは、いちごトラスト PTE が、本投資法人の投資口を 32.41% 保有する筆頭投資主であることへの付度、すなわち、いちご投資顧問の不当な影響力の下で、いちごトラスト PTE の影響下にある役員の人数を増加し、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考えざるを得ず、いちごトラスト PTE の影響下にある可能性が高い第5号議案・第6号議案の候補者を本投資法人の役員として選任することは適切ではないと考えられます。

また、これまでに繰り返し述べてきたとおり、今回の本投資法人役員会の対応によって、①2020年投資主総会の際と同様、本投資法人役員会に、資産運用会社の報酬体系を検証し、理解する能力が不足しているのではないか、及び②投信法・投資法人制度に関する基本的な理解が不足しているのではないかという根本的な疑念、並びに、③いちごグループへの付度から、少数投資主の利益を軽視し、投資主利益の最大化を実現するつもりがないのではないかとの疑念が生じており、かつ、本投資法人役員会のガバナンス機関としての機能不全も明確になったと請求人は判断しています。このため、請求人が提案する杉原氏及び藤永氏を役員として選任することが、本投資法人のガバナンス改善・少数投資主の利益保護の観点から必要不可欠であると、請求人は考えています。

また、本投資法人役員会が、杉原氏・藤永氏を役員として選任するべきでない理由として挙げている利益相反の点は、そもそも投資法人における執行役員・監督役員の権能を誤解するものというほかなく、杉原氏・藤永氏の選任議案に反対する理由とはなりません。むしろ、いちごトラスト PTE が推薦する鍵山氏・丸尾氏の方が、いちごトラスト PTE の意向に沿って役員会で活動する可能性が高く、かえっていちごトラスト PTE 以外の投資主との関係では利益相反のおそれが高いといえます。

① 役員増員に関する本投資法人役員会の矛盾した態度

本投資法人役員会は、本役員会意見において、「(本投資法人の提案する) 資産運用報酬体系の方がむしろ投資主の皆様利益に資する」ものであり、また、「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」として、杉原氏を執行役員として選任する根拠・必要がないと主張しています。

仮に、本投資法人役員会の主張が正しいのであれば、執行役員や監督役員を増員する必要性は全くないということになるはずですが、本投資法人役員会は、「本投資法人の投資主様(注: 請求人を指すものと考えられます。) からかかる報酬体系に関して投資主提案が提出されたという事実を真摯に受け止め」、執行役員と監督役員を増員することを第5号議案・第6号議案として上程するに至っています。このように、本投資法人役員会は、請求人の主張する報酬体系や過去の報酬体系についての情報開示に関する問題点を否定しながら、請求人からの投資主提案を「真摯に受け止めて」役員増員を提案するというおよそ理解し難い矛盾した態度をとっています。

本投資法人役員会がこのような矛盾した態度をとる理由は必ずしも明らかではありませんが、今回、まずいちごトラスト PTE 提案がなされ、その後に本投資法人役員会がいちごトラスト PTE 提案と同内容の議案を本投資法人提案議案として丸呑みしたという流れに鑑みると、鍵山氏・丸尾氏の増員は、いちごトラスト PTE (ないしいちごグループ) の強い意向、すなわちいちごトラスト PTE の影響下にある役員の人数を増加し、いちごグループの利益に沿った本投資法人の運用体制をより強固なものとする狙いがあることが強く推認され、本投資法人役員会も、そういったいちごトラスト PTE の意図を付度した上で、これに協力しているものと推測せざるを得ません。

② 本投資法人のガバナンス改善・少数投資主保護の観点からの役員増員の必要性

これまで本書で繰り返し指摘してきたとおり、本投資主総会に関する本投資法人役員会の対応からは、本投資法人役員会の以下のような問題点が明らかとなっています。

- (i) 資産運用報酬体系を検証し、理解する能力の不足を示す例
 - 収益・分配金成果報酬の料率を 0.0048% とすることの具体的根拠を示さず、いちごトラスト PTE がこのような数値を算定した根拠を検証せずに、漫然といちごトラスト PTE 提案を受け入れている(上記2(1)②参照)
 - 譲渡成果報酬に関する請求人の主張を正しく理解できないばかりか、譲渡成果報酬の仕組み自体を正しく理解せず不合理な主張を行う(上記2(2)②参照)
 - J-REIT における一般的な報酬体系を正しく理解せず、誤った理解に基づい

- て不適切な反論を展開している（上記2（2）③参照）
- 被合併時成果報酬・被買収時成果報酬に実務上看過しがたい問題点が内包されており、それを請求人に指摘されているにもかかわらず是正しない（上記2（3）③参照）
- (ii) 投信法・投資法人制度の無理解を示す例
- 投信法上の資産運用会社の善管注意義務・忠実義務や役員会に求められる役割を正しく理解せずに、不合理な前提において被合併時成果報酬・被買収時成果報酬を正当化しようとしている（上記2（3）②参照）
- (iii) 投資主利益の軽視を示す例
- 2020年投資主総会における不適切な情報開示を検証もせずに否定し、重ねて不適切な情報開示を続ける（上記2（1）③参照）
 - ゴールデンパラシュート類似の不適切な買収防衛策である被合併時成果報酬・被買収時成果報酬の維持・継続を漫然と受け入れている（上記2（3）①参照）

請求人としては、このような本投資法人役員会の対応から、本投資法人役員会に、資産運用会社の報酬体系を検証し理解する能力や、投信法・投資法人制度に関する基本的な理解が不足しているのではないかという根本的な疑念を持たざるを得ず、また、本投資法人の現役員による、一部投資主の利益を重視してその他の投資主の利益を軽視する姿勢及び本投資法人役員会のガバナンス機関としての機能不全が明確となったため、適切な役員を選任する必要性が飛躍的に高まったものと考えています。

- ③ 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こと

本投資法人役員会は、本投資法人とスターアジア不動産投資法人の間にビジネス上の利益相反があるところ、杉原氏がスターアジアグループに属していること及び藤永氏については選定経緯及び杉原氏との関係性を理由に、それぞれを役員とすることに懸念があると主張します。

しかしながら、投資法人の資産運用業務は、投信法第198条第2項に基づき資産運用会社に委託しなければならないものであり、執行役員が資産運用業務に直接関与することはできません。

したがって、本投資法人役員会の主張するような「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、本投資法人の執行役員に就任した杉原氏が行える具体的な場面というものは、そもそも存在しません。

また、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が存在するため、株主からの役員派遣が一律に問題視されているわけではありません。仮に、本投資法人役員会において杉原氏に利益相反が認められる議題・議案がある場合、杉原氏は特別利害関係役員として決議から外れるのであって、利益相反の懸念があることそれ自体は、役員への選任を否定する理由となるものではありません。

加えて、執行役員候補の杉原氏は、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、杉原氏は、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との合併協議に際して、自身が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、本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。このように杉原氏は、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。

むしろ、いちごトラスト PTE から推薦された鍵山氏・丸尾氏は、いちごトラスト PTE の意向に沿って役員としての活動を行う可能性が高いと考えられるところ、筆頭投資主として 32.41%もの議決権を有し、かつ、いちご投資顧問を通じて、本投資法人の資産運用業務をもコントロールするいちごグループの一員であるいちごトラスト PTE の影響下にある鍵山氏・丸尾氏の方が、いちごトラスト PTE 以外の投資主との関係では利益相反があるとすらいえます。

（５）第 7 号議案及び第 1 4 号議案について

【議案内容の比較】

第 1 4 号議案（請求人提案議案）は、役員全員の報酬総額について月額 109 万円を上限とするものです。

これに対して、第 7 号議案（本投資法人提案議案）は、いちごトラスト PTE 提案議案と同様、執行役員 1 人あたりの報酬について、現在の上限月額 80 万円から上限月額 72 万円に、監督役員 1 人あたりの報酬について、現在の上限月額 50 万円から上限月額 45 万円に減額し、かつ、報酬金額の決定主体を役員会から投資主総会（普通決議）に変更することを内容とするものです。

【請求人の意見】

まず、本投資法人提案議案は、請求人提案議案と矛盾するものではなく、第 7 号議案と第 1 4 号議案は両立します。本投資法人が 2023 年 6 月 1 日に公表した本投資主総会の招集通知では、第 7 号議案と第 1 4 号議案は相反議案として扱われる旨記載されていますが、請求人としてはこのような取扱いは投信法の解釈を誤るものであると考えています。しかしながら、この点を措くとしても、以下の 2 点から、請求人は、本投資法人提案議案よりも請求人提案議案が投資主利益保護の観点から適切であると判断しています。

すなわち、まず、第 1 4 号議案が可決された場合、万が一、将来の投資主総会において役員の報酬議案が否決されると、改めて投資主総会で報酬議案が可決されるまで役員は報酬を受領することができません。

役員会で報酬を決定する現状の建て付けの下においては、役員会は必要に応じて機動的に複数回開催することが可能であるため、仮に、1 度の役員会で報酬額について合意に至らなかった場合でも、投資主の皆様を追加のコスト負担を強いることなく、役員の報酬額を決定することが可能です。これに対し、上場不動産投資法人の投資主

総会は、会場の費用や電子提供措置及び招集通知発送等に要する費用、並びに、機関運営事務受託者に対する報酬を含め、多額のコストをかけて開催するもので、軽々に開催できるものではありません。特定の投資主総会において報酬金額について承認が得られなかった場合に、役員に無償で勤務することを強いることは、本投資法人役員会が変更の理由として挙げる「適切な役員報酬水準は投資主にとって極めて重要」との主張と真っ向から矛盾する事態を招来するものです。

加えて、役員報酬の総額を一定水準に抑えることが投資主利益保護の観点からは重要であるところ、請求人提案議案の方が、役員報酬の総額を低く抑えることが可能であり、より投資主利益に資すると請求人は考えています。

3. 最後に

請求人は、本意見表明①において、本投資法人の役員が、特定の投資主の利益のためではなく、本投資法人の投資主全体の利益を考慮する必要がある旨を指摘していました。そもそも、いちごトラストPTEは、請求人による本投資主総会の招集請求後に本投資法人の投資口を急速かつ大量に買い集めており、それによっていちごトラストPTEと一般投資主との潜在的な利益相反関係はより一層明確かつ強固になっていますので、いちごトラストPTE提案の内容については、いうまでもなく、本投資法人役員会における慎重な吟味検討が必要です。それにもかかわらず、本投資法人役員会が、ゴールデンパラシュート類似の買収防衛策の維持を含む、いちごトラストPTE提案を漫然と丸呑みしたことについて、請求人は大変残念に思っております。

請求人としては、本投資法人役員会の不適切な対応から、請求人が推薦する執行役員・監督役員を選任し、ガバナンス体制を強化する必要性が飛躍的に高まったものと判断しております。請求人は、特定の投資主の利益のためではなく、本投資法人の全投資主の利益のため、本投資法人のガバナンスの根本的な改善のためのアクションプランについて、引き続き検討・実行して参ります。

以上