

2023年6月15日

いちごオフィスリート投資法人の投資主の皆様

当社回答書兼質問書に対する IOR の 2023 年 6 月 13 日付回答について

Berkeley Global, LLC
マネージャー 杉原亨



Berkeley Global, LLC（以下「当社」といいます。）は、当社の 2023 年 6 月 2 日付回答書兼質問書（以下「6/2 回答書兼質問書」といいます。）に対するいちごオフィスリート投資法人（以下「IOR」といいます。）の 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「6/13 回答書」といいます。）について、当社としての考えを下記のとおり表明致します。

記

1. はじめに

6/13 回答書は、以下に述べるとおり、①投資家にとって理解が容易な、投資家本意の開示ができているかを真摯に検討し、改善する意思があるか、及び、②投資主利益に資する買収を妨げる施策への対応を含め、投資主利益本位の対応を主体的に・能動的に実施しているか、という当社の提示した IOR 役員会の本質的な問題点に目を向けることなく、弥縫的な回答でもって、回答した体を装ってやり過ごそうとするものに他なりません。

6/13 回答書における説明の変遷を含む IOR の一連の対応から、当社は、6/13 回答書において IOR 自身が認めているとおり、IOR は追加の役員の選任が必要な状況にあると判断しており、かつ、追加の役員としては、一般投資主の利益の最大化を最優先に活動することができる、杉原氏及び藤永氏の選任が最善かつ必須であるとの確信を更に深めています。

更に申し添えれば、IOR の現行役員会は、2011 年 10 月から監督役員を務めている寺田監督役員の他には、市場監督役員（2022 年 7 月就任）と、千葉執行役員（2023 年 5 月就任）という在任期間が 1 年に満たない役員しかおらず、過去の投資法人役員会の状況を知悉しているのは寺田監督役員のみとなっています。しかるに、寺田監督役員は、IOR の監督役員に就任後の 11 年近くの間、いちごグループを代理して、実に 280 件近くもの大量保有報告書及びその変更・訂正報告書を提出しています。スポンサーからの独立性が最も重視されなければならない監督役員において、スポンサーであるいちごグループを 280 回近くも代理している（それに伴う報酬も受領していると推察される）監督役員が存在すること自体が極めて不適切である上、そのような独立性に疑義のある監督役員以外はほぼ新任の役員のみという状況で、当社が指摘した問題点を IOR 役員会が適切に検討したとは考えられません。

2. IOR 回答書の問題点

(1) 開示の姿勢の問題

当社は、2020 年 7 月開催の投資主総会（以下「2020 年総会」といいます。）において決議された IOR における規約変更に関し、2020 年 10 月期対比で実質的な増額提案であった

にもかかわらず、それとわからないように、AM報酬が下がるかのごとく見える（その部分だけを強調した）開示を行ったことが問題であると指摘しました。この点に関し、6/13回答書において、投資家が理解し納得できる説明は一切なされていません。

6/13回答書では突如として2021年4月期からの比較が示されていますが、報酬体系の変更を2020年総会に上程しているのですから、その時点における現行報酬体系下の水準（2020年10月期の水準）と、変更後の報酬体系下の水準（2021年4月期以降の水準）を比較するのは当然です。

IORの説明がどれほど不合理な変遷を遂げてきたかをわかりやすく示すため、時系列に沿って、IORの説明を以下に示します。

(i) 2023年5月25日付IOR適時開示より抜粋

「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」

(ii) 6/2回答書兼質問書

「本資産運用会社の運用実績」が、新報酬体系導入後の2021年4月期以降、2020年10月期対比で「不調」であったにもかかわらず、「資産運用報酬が増加」していることを指摘

(iii) 6/13回答書

「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」とのIOR招集通知における文言が正しい記載であるかについての説明は一切なく、「資産運用報酬の増加」について「開示」をしていたとの説明にすり替え

当社としては、2020年総会当時の開示について、「旧報酬体系下に比して増額となる側面があるにもかかわらず、減額方向の開示のみを行ったことについて、不適切な側面があったことは否めず、改善を図る必要性を感じている」といった回答がIORから行われることを期待していました。しかしながら、6/13回答書によって、そのような考え方をIORの役員のうち誰も持っていないことが明らかとなりました。

加えて、当社は、6/2回答書兼質問書において、IORの報酬体系は資産規模が増大しNOIが増加すれば、1口当たり分配金が一切増加せずとも機械的に報酬が増加する点で、「完全成果報酬」と呼称できるようなものではないと指摘しましたが、その点についても、IORから投資家が満足するような説明は一切ありません。

このようなIORの開示姿勢からすれば、「資産運用報酬については、（中略）不断の検討が必要」という6/13回答書の文言も、中身を伴わないうわべだけの取り繕いと断ぜざるを得ません。明らかに不誠実な開示について反省することのない役員会に、自浄作用を期待することは困難であり、このような不合理な説明に終始する6/13回答書の内容は、IORの役員会に改革が必要であることを如実に示すものです。

(2) ガバナンス機能不全の問題

当社は、IORの現行規約の内容を「明確化」するはずの被合併時・被買収時成果報酬に係る規約変更議案が、引き続き「不明確」な内容を含んでいる点を指摘しました。これに対して、6/13回答書においては、被合併時成果報酬につき、「本投資法人の資産を承継する投資法人」に「本投資法人」が含まれるとする等、検証不足を露呈するかのよう回答がされており、被買収時成果報酬についても、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。）からの提案後1か月以上の検証期間があったにもかかわらず、「今回は、現行規約の文言を維持する（中略）ただし、（中略）今後も検討してまいります」と回答し、2023年6月23日（金曜日）午後4時開催予定のIORの投資主総会（以下「本投資主総会」といいます。）までの検証を実質的に放棄しています。

IORは、いちごトラストPTEが提案した、不明確な文言を含む被合併時・被買収時成果報酬の修正案につき、投資法人提案として提出する際に疑義の余地無く明確化することが

可能であったにもかかわらず、これを怠っているとわざわざを得ません。また、6/13 回答書においては「不断の検討」という言葉が繰り返し用いられていますが、これまで、当社が指摘した問題点に関し、IOR が能動的に対応したことは一度もありません（本投資主総会は当社の請求に「応じて」開催されるものであり、IOR 提案はいちごトラスト PTE から提案された内容を丸呑みしたものです）。

実際に、ISS 社が公表した議決権行使推奨レポートにおいても、IOR 役員会の対応は Reactive（受動的）であると指摘されており、能動的な対応を一切行っていないことが、第三者専門家である議決権行使助言機関からも指摘されています。このような受動的姿勢からくるガバナンスの機能不全も、IOR の役員会に改革が必要であることを如実に示しています。

（3）不合理な説明により買収防衛策を正当化しているという問題

被合併時・被買収時成果報酬について、当社は、6/2 回答書兼質問書において、60 億円を超える、IOR の当期純利益の 2 倍以上にわたる巨額の報酬を設定する必要性がどこにあるのかを質問しました。しかしながら、この点について、IOR から、投資主が理解できるような説明は一切ありませんでした。

6/13 回答書には、被合併時・被買収時成果報酬の目的について「日頃から（中略）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」を与えるためとありますが、当期純利益の 2 倍を超える 60 億円以上の報酬を受領する前提でない限り 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が働かないとすれば、IOR のような報酬制度が存在しない他の J-REIT の資産運用会社には、1 口当たり投資口価値を最大化するインセンティブは一切働いていないということになります。J-REIT 市場においては、IOR のような報酬制度が存在せずとも、1 口当たり投資口価値の最大化を目指した合併・買収が行われたケースが数多く存在しており、「かかる報酬制度がなければ 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が働かない」という IOR の主張には全く根拠がありません。6/13 回答書の内容を踏まえても、他の J-REIT において一切採用されておらず、かつ、60 億円を超える当期純利益の 2 倍以上にわたる巨額の資産運用報酬を支払う仕組みを導入しておかなければならない必要性は、一切説明されていないとわざわざを得ません。

上記より、当社は、6/2 回答書兼質問書において説明したとおり、被合併時・被買収時成果報酬は、いちごトラスト PTE が支配するいちご投資顧問の利益最大化のために設けられたものであり、投資主利益に資する買収提案・合併提案を妨げるゴールデンパラシュート類似の買収防衛策に他ならないと判断しています。

また、6/13 回答書においては、資産運用会社が不合理に合併提案や買収提案の検討又は実行に協力しないことは、理論的には許容されないことを認めたとうえで、「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」と主張しています。この主張が意味するところは必ずしも判然としませんが、仮に、投資主利益に資するか否かについての判断が、役員会と資産運用会社との間で異なる場合に、資産運用会社がサボタージュを行うことは許されると考えているのであれば、そのような考えは、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。）や投資法人制度を根本的に誤解するものに他なりません。すなわち、合併提案や買収提案がされたときに、それが投資主利益に資するか否かを第一次的に判断するのは投資法人役員会であって、投資法人役員会がその判断を第三者に委ねることは投信法上許容されておらず、資産運用会社の出る幕はありません。IOR 役員会が、「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」という趣旨不明の回答で被合併時・被買収時成果報酬を正当化しようとしていることそのものが、上記（2）で指摘した、IOR としてのスタンス（能動的な対応を一切行わない、Reactive（受動的）なスタンス）を如実

に示しています。

3. 最後に

本書に記載のとおり、6/13 回答書の内容は、当社の請求している杉原氏・藤永氏の役員への選任の必要性を否定するどころか、むしろ基礎づけるものでありました。実際、当社が別途公表¹しているとおり、ISS 社のレポートにおいても、IOR の現行の役員会につき、監督機能の改善のために増員が必要であると指摘されており、当社の指摘が正当なものであることが同社のレポートからも裏付けられています。

上記より、当社は、IOR 役員会が、投資主利益本位の対応を主体的かつ能動的に実施できるようにするために、杉原氏及び藤永氏の選任が必須と考えております。

¹ <https://starasiamanagement.com/assets/file/news20230609.pdf>