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

2023年5月25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）

# （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

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3月17日付「投資主による臨時投資主総会の招集請求のお知らせ」に記載のとおり、本投資法人の投資主様であるBerkeley Global, LLC（以下、「BG」または「請求人」という。）より投資主提案（以下、「BG提案」という。）を受領しており、これを受け、2023年4月25日付「（開示事項の経過）臨時投資主総会の開催日時のお知らせ」に記載のとおり、2023年6月23日（金曜日）に臨時投資主総会（第14回投資主総会）（以下、「本投資主総会」という。）を開催することを決定しております。

また、2023年4月28日付「投資主提案書の受領のお知らせ」に記載のとおり、本投資法人の投資主様であるいちごトラスト・ピーティーイー・リミテッド（以下、「いちごトラスト」という。）からも本投資主総会に関連して投資主提案書（以下、「いちごトラスト提案」という。）を受領しております。

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。

なお、本投資主総会においては、BG提案についても付議されますが、本投資人役員会では、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提案に反対することを決定しております。

記

1. 本投資主総会の付議議案
   (1) 本投資法人提案（第1号議案から第8号議案まで）
   第1号議案　規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の引き下げ）の件
   第2号議案　規約一部変更（譲渡成果報酬の変更）の件
   第3号議案　規約一部変更（被合併時成果報酬の変更）の件
   第4号議案　規約一部変更（被買収時成果報酬の変更）の件
   第5号議案　執行役員　鍵山卓史選任の件
   第6号議案　監督役員　丸尾友二選任の件

第7号議案　規約一部変更（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）の件
第8号議案　規約一部変更（役員人数上限設定）の件

(2) Berkeley Global, LLCからの投資主提案（第9号議案から第14号議案まで）
第9号議案　規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の変更）の件
第10号議案　規約一部変更（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）の件
第11号議案　規約一部変更（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）の件
第12号議案　執行役員　杉原亨選任の件
第13号議案　監督役員　藤永明彦選任の件
第14号議案　規約一部変更（役員報酬上限設定）の件

2. 投資法人提案の概要
(1) 第1号議案　規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の引き下げ）の件
変更の理由
本投資法人は、すべての投資主の希望は「1口当たり分配金（DPU）と投資口価値の最大化」であると考えております。そして、本投資法人は、資産運用会社は投資主が本投資法人に出資した資金を預かり、当該資金を投資主のために運用する業務の対価として報酬を受領する以上、資産運用会社に支払われる報酬について、運用資産の規模、また取得・譲渡の取引価格に連動する報酬体系ではなく、むしろ投資主が享受できる利益に連動させる報酬体系を構築することが投資主の利益に適うと考えております。具体的には、資産運用会社が投資口1口当たりの価値をどれだけ向上させたか（どれだけの成果を出せたか）を基準に報酬を払う仕組みとすべきであり、2020年７月の本投資法人の投資主総会（以下、「2020年総会」といいます。）で導入された、中長期的な投資主価値の最大化を目的とした本投資法人の「完全成果報酬」の資産運用報酬体系（以下、「新報酬体系」ということがあります。）は、本投資法人および本資産運用会社の投資主目線の運用哲学の表れであり、上記の基本コンセプトを体現した仕組みとなっているものと考えています。したがって、この運用哲学と報酬体系を維持し、投資主と資産運用会社の目線を同一とすることは、投資主全体の利益に資すると本投資法人は考えています。
実際、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います。現にBGによる臨時投資主総会の招集請求に関する書面を受領した2023年3月17日時点において、本投資法人の1年、3年、10年のトータルリターン（投資主総利回り（※））は、それぞれ+9.73%、+46.97%、+129.23%となっています。また、同期間における東証リート指数に対する超過リターンは、それぞれ+13.11%、+17.16%、+62.52%と、大幅にアウトパフォームしており、これは「完全成果報酬」の有用性と適切性を裏付けています。
なお、BG提案において、2020年総会に際して本投資法人がプレスリリースにおいて開示した2015年10月期から2020年4月期までの5年間の実績に基づき行った試算によれば新報酬体系の方がそれ以前の報酬体系に比べて資産運用報酬額が減少するものとされているにもかかわらず、2021年4月期から2022年10月期までの実績によれば、新報酬体系の方がそれ以前の報酬体系よりも資産運用報酬が高額となっているという指摘がなされています。しかし、上記試算に誤りはなく、また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、また、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。
また、資産運用報酬の水準はDPUの多寡に影響を与えますが、不動産のように個別性が高く、資産価値の経年劣化が前提となる資産クラスでは、適切な手数料率に基づく報酬を支払うことにより手間をかけたきめ細かい資産運用を行わせることが資産価値の維持・向上に重要であるものと考えています。特に、本投資法人においては、他上場不動産投資法人との差別化を図るため、価値向上のポテンシャルの高い物件を取得し、スポンサー企業であるいちご株式会社の不動産分

野における専門的なノウハウに基づく価値向上力を活用しながら、本資産運用会社において丁寧に価値向上のための諸施策を実施しております。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以上、資産運用会社がその業務の提供先である投資法人に対して善管注意義務・忠実義務を果たすことは当然の前提として、運用品質を維持した上で、上記のとおり丁寧に諸施策を実施し、より質の高い運用行為を実施するために資産運用会社に対し適正な水準の運用報酬を支払うこと、およびその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なことと認識しています。

一方、機関投資家を中心とした投資主の皆様との対話を踏まえ、本投資法人としては、運用効率の向上に取り組むという観点から、資産運用会社に対し運用効率の向上を促し、適切なタイミングでその効率性向上の成果を報酬料率の引き下げとして投資主に還元することが適切であるとも考えています。

かかる観点から、現行規約における収益・分配金成果報酬について、その料率設定から約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本資産運用会社と協議を行った結果、資産運用会社が成果を追求できる運用・管理体制を引き続き遂行できること等を確認の上、収益・分配金成果報酬の料率を0.0054%から約10%引き下げ、0.0048%とすることをご提案するものです。

（※）トータルリターン（投資主総利回り）とは、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）を指す　＜出所：ブルームバーグ＞

変更の内容

変更の内容は以下のとおりです。

（下線は変更部分を示します。）

| 現行規約 | 変更案 |
|---|---|
| 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br>1. 収益・分配金成果報酬<br>「本投資法人の当該決算期における収益・分配金成果報酬控除前分配可能金額（以下で定義される。）を当該決算期における発行済投資口の総口数で除した金額（以下「収益・分配金成果報酬控除前1口当たり分配金」という。）」に、「当該決算期に係る営業期間における不動産賃貸収益の合計から不動産賃貸費用（減価償却費及び固定資産除却損を除く。）の合計を控除した金額（以下「NOI」という。）」を乗じ、更に<u>0.0054%</u>を乗じた金額を収益・分配金成果報酬とする。すなわち、以下の計算式で算出される。<br><br>収益・分配金成果報酬＝収益・分配金成果報酬控除前1口当たり分配金×NOI×<u>0.0054%</u><br><br>（以下現行のとおり） | 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br>1. 収益・分配金成果報酬<br>「本投資法人の当該決算期における収益・分配金成果報酬控除前分配可能金額（以下で定義される。）を当該決算期における発行済投資口の総口数で除した金額（以下「収益・分配金成果報酬控除前1口当たり分配金」という。）」に、「当該決算期に係る営業期間における不動産賃貸収益の合計から不動産賃貸費用（減価償却費及び固定資産除却損を除く。）の合計を控除した金額（以下「NOI」という。）」を乗じ、更に<u>0.0048%</u>を乗じた金額を収益・分配金成果報酬とする。すなわち、以下の計算式で算出される。<br><br>収益・分配金成果報酬＝収益・分配金成果報酬控除前1口当たり分配金×NOI×<u>0.0048%</u><br><br>（以下現行のとおり） |

(2) 第2号議案　規約一部変更（譲渡成果報酬の変更）の件

変更の理由

本投資法人の現行の譲渡成果報酬は、第1号議案でご説明した理念の下、譲渡益が計上される場合にのみ発生し、投資主と資産運用会社の利益を一致させる本投資法人の「完全成果報酬」の報酬体系を具現化するものとして2020年総会で承認され導入したものです。資産運用会社が本投資法人の保有資産に対する価値向上に積極的に取り組むことが資産運用会社に求められている役割です。物件売却に際してもかかる役割を果たせた場合にのみ、その成果の度合いに応じて報酬が発生する現行の譲渡成果報酬の体系の維持は投資主価値の最大化に資するものと考えております。

その上で、第1号議案同様の観点から、現行規約における譲渡成果報酬の設定から約3年が経過したことから、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本資産運用会社と協議を行いました。その結果、不透明な運用環境においても、投資主様とのセイムボートとして、価値創出の対価である譲渡益に対する譲渡成果報酬の継続は完全成果報酬のポリシーに照らし適切であると判断し、現行の料率を維持することといたしました。他方で、譲渡益が発生し分配金が上昇した場合においては、かかる価値創出の成果を投資主様に分配した際、収益・分配金成果報酬の上昇という形で考慮されるため、収益・分配金成果報酬水準を検討するにあたり、今後は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とし、その旨の規約変更をご提案するものです。

なお、BGは、かかる変更により、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ので、本投資法人の完全成果報酬という理念に沿うものです。

また、BGより対案として提案されている取得報酬・譲渡報酬（第10号議案参照）は、それぞれ取得価格・譲渡価格に対し0.5%を上限として本投資法人と資産運用会社が別途合意する料率を掛けるものであり、利益の有無に関係なく、対象となる資産の多寡に応じて報酬が発生することとなり、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であると考えます。例えば、売却損が生じる譲渡をすることとなった場合、投資主が損失を被るにもかかわらず、資産運用会社に報酬が発生するという投資主価値と連動性のない報酬体系であり、本投資法人の投資主価値最大化に資するものではありません。

変更の内容

変更の内容は以下のとおりです。

（下線は変更部分を示します。）

| 現行規約 | 変更案 |
|---|---|
| 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br><br>2. 譲渡成果報酬<br>本投資法人が当該決算期に係る営業期間において不動産関連資産を譲渡し、譲渡成果報酬の控除前に譲渡益が発生した場合において、当該譲渡成果報酬控除前譲渡益に15%の料率を乗じて得た金額。すなわち、以下の計算式で算出される。 | 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br><br>2. 譲渡成果報酬<br>本投資法人が当該決算期に係る営業期間において不動産関連資産を譲渡し、譲渡成果報酬の控除前に譲渡益が発生した場合において、当該譲渡成果報酬控除前譲渡益に15%の料率を乗じて得た金額。すなわち、以下の計算式で算出される。 |

| | |
|---|---|
| 譲渡成果報酬＝譲渡成果報酬控除前譲渡益×15%<br><br>ただし、当該決算期以前（当該決算期を含む。）に行ったすべての不動産関連資産の譲渡により計上した譲渡益を加算し、譲渡損を減算した累計金額が負となる場合は 0 とする。<br><br>（新設）<br><br>支払時期は、本投資法人の当該営業期間の決算期から3か月以内とする。 | 譲渡成果報酬＝譲渡成果報酬控除前譲渡益×15%<br><br>ただし、当該決算期以前（当該決算期を含む。）に行ったすべての不動産関連資産の譲渡により計上した譲渡益を加算し、譲渡損を減算した累計金額が負となる場合は 0 とする。<br><br>なお、本項に基づき譲渡成果報酬が発生した場合には、第1項「収益・分配金成果報酬」において算出される当該決算期における収益・分配金成果報酬の額を当該譲渡成果報酬に相当する額だけ減算するものとする。<br><br>支払時期は、本投資法人の当該営業期間の決算期から3か月以内とする。 |

(3) 第3号議案　規約一部変更（被合併時成果報酬の変更）の件

変更の理由

収益・分配金成果報酬や譲渡成果報酬は、決算期毎にその期中に顕在化し、投資主が享受した運用成果をベースに支払われる報酬となります。そのため、資産運用会社が中長期的視点から実施した様々な運用行為（例えば、将来の売却益を目指して、より安価な価格で物件を仕入れるソーシング行為や、物件価値を高めるための効率的な資本的支出、最適なタイミングおよび価格での物件売却等）による成果のうち、当期においてその成果が顕在化しないものに対する報酬は支払われておりません。

もっとも、本資産運用会社が、継続的に本投資法人の運用を担っている限り、かかる中長期的観点で実施された運用行為による潜在的な成果も、いずれかのタイミングで顕在化され、収益・分配金成果報酬や譲渡成果報酬が所定の算定式に従い支払われることになります。

他方で、合併や買収というイベントを通じて、本資産運用会社が変更される場合、当該中長期的観点からの運用行為の成果が報酬という形で本資産運用会社へ支払われる前に、本投資法人と本資産運用会社の契約関係は終了することとなります。このような場合に、中長期的観点から実施された運用行為の果実が潜在的に存在しつつも、報酬化すべき事象（例えば、運用の成果として含み益が増加した不動産関連資産の売却）が実施されていないために、当該資産運用会社に対し成果報酬が支払われない仕組みを放置することは、資産運用会社が中長期的観点から運用努力を継続するインセンティブの構築という観点からは一貫性を欠くものと考えています。なお、中長期的な観点から実施された運用行為の果実は、投資法人が解散する場合や公開買付けによらない買収においても顕在化しないこととなりますが、合併や公開買付けに基づく買収については、報酬算定に際する客観的な指標の策定が可能であり、かつ、本投資法人が今後も存続していくことを前提とした場合に、運用行為の果実を顕在化すべきイベントとして発生する蓋然性の高いものであることから、合併や公開買付けに基づく買収の場合を想定したインセンティブの付与を行う報酬体系を定めることとしております。

2020年総会で承認され導入された被合併時成果報酬は、投資主全体の利益を図るため、合併を通じて資産運用会社が変更される場合において、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、合併にかかる合意成立時点で本投資法人が保有する不動産関連資産の投資口1口当たりの含み益）に応じて払われる報酬です。したがって、実際に運用成果が上がっておらず、含み損が発生している場合には、かかる報酬は発生しません。

他方、投資口1口当たりの含み益を増加させる具体的方法としては、不動産関連資産を可能な限り安く購入し、そのポテンシャルを見極めて一定の資本的投資を実行し、投資対象不動産の価値を高めるしかありませんが、被合併時成果報酬を導入・維持することで、投資口１口当たりの価値を高めるべく、このような中長期的な努力を継続することに対するインセンティブを本資産運用会社に与えることが可能となります。

一方、BGが提案している報酬体系は、被合併時成果報酬および被買収時成果報酬が資産運用会社の役務提供との関連性を欠くとの理由から、本投資法人が2020年総会において変更する前に採用していた古い合併報酬に類似する報酬体系です（第11号議案参照）。しかし、当該報酬体系は、投資主の利益ではなく運用資産の規模拡大に連動する報酬体系であり、運用の成果、例えば、将来の売却益を目指して、より安価な価格で物件を仕入れているか否かにかかわらず、拡大した運用資産の評価額に連動した報酬を利益の有無とは関係なく得られる報酬体系です。そもそも被合併時成果報酬は、このような運用資産の規模に連動する報酬体系の弊害を回避し、運用成果（投資口1口当たりの価値向上）に着目して設定された報酬体系です。被合併時成果報酬は、中長期的観点からの運用成果（投資口1口当たりの価値向上）に着目して設定された報酬体系であり、BGの批判は当たらないものと考えています。

加えて、BGは被合併時成果報酬および被買収時成果報酬を買収防衛策であると指摘していますが、本投資法人は、本報酬体系の効果はむしろ逆であると考えております。通常、資産運用会社の変更を前提とした合併提案や買収提案を受けた場合、かかる提案の受諾は対象となる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。しかし、現行の被合併時成果報酬および被買収時成果報酬は、含み益に対して15%の報酬の実現を予め保証する資産運用報酬体系を設定しているため、かかる仕組みが組み込まれていないケースとは異なり、本資産運用会社が本投資法人に対して不合理に合併提案や買収提案に反対するよう提案したり、本投資法人によるこれらの検討又は実行を阻害し、あるいは非協力的な行為をしたりするマイナスの動機づけを与える構造にはなりません。かかる仕組みが予め組み込まれていることにより、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効果が得られるものです。また、報酬の水準（料率）は、譲渡成果報酬と同一となっており適切な水準であると考えています。

以上のとおり、投資口1口当たりの価値向上という運用成果に対して報酬を支払うという本投資法人の被合併時成果報酬の報酬体系は維持されるべきと考えております。他方で、現行規約における被合併時成果報酬の内容の明確化を図るため、被合併時成果報酬について以下のとおり変更することをご提案するものです。

① 被合併時成果報酬は、合併を機に、資産運用会社の本投資法人の企業価値向上に対する長期にわたる貢献を評価することを目的とした報酬という位置づけであるため、現行規約の「合併提案に応じて」の元々の意図するところは、合併を機に、資産運用会社が変更される場合を想定しております。そこで、端的に、その点を明確化するため、「合併提案に応じて」というコンセプトを削除し、合併を機に資産運用会社が変更される場合に被合併時成果報酬が支払われるという趣旨を明確化いたします。

② 現行規約上、被合併時成果報酬は、不動産関連資産の含み益の15%相当額を報酬額とする趣旨であり、投資口1口当たりの価値向上という中長期的な運用成果達成に向けたインセンティブを資産運用会社に与えるという報酬目的に照らして合理的な水準であると本投資法人は考えております。他方、現在の規約上「合併比率（割当比率）に基づき算出される本投資法人の投資口価格」と規定されている部分については、必ずしも一義的に価格が明らかではありません。そこで、上記趣旨を勘案し、計算基準の明確性を確保するため、あらたに「被合併契約締結時1口当たり投資口価値」という概念に置き換え、以下のとおり定義し直しております。

「被合併契約締結時1口当たり投資口価値」とは、「相手方との合併交渉に際して取得する算定書の基礎とされた資料に基づき算出される『（被合併時成果報酬控除前の純資産額＋不動産関連資産の含み益－不動産関連資産の含み損）÷合併契約締結時点の発行済投資口数』」

ここから「被合併契約締結時1口当たり純資産額」を減じたものを「被合併契約締結時1口当たり含み益」とすることにより、本投資法人の保有する不動産関連資産全体の含み益が算定の基礎となることを明確化しております。

なお、上記計算式において、算定の基準となるタイミングを合併の効力発生時点ではなく、合併契約締結時点とした理由は、実務上は、合併契約が締結されてから、実際に合併の効力が発生するまで、一定の期間を要することとなり、その間、両投資法人の資産状況は変化しえるものの、投資主は、その後の両投資法人の資産状況の変化にかかわらず合併契約締結時に決定された合併比率に基づき、合併の果実を享受することとなります。そこで、本投資法人の投資主の享受する利益と本資産運用会社が取得する報酬を連動させることで、所謂セイムボートと言われる状況を実現するために導入した成果報酬である以上、合併比率が決定された時点での含み益を基準に報酬額を算定することが公平であると考え、合併比率算定書の基礎資料に基づき算出することといたしました。

③ 最後に、合併にともなう成果報酬である以上、合併の効力が発生しなければ、当然に報酬が支払われないことは明らかでありますが、かかる点をさらに明確化すべく、合併の効力発生を報酬発生の停止条件と明記いたします。この結果、合併契約を締結したにもかかわらず、何らかの事情や状況変化によって最終的に合併の効力が発生しなかった場合には、被合併時成果報酬は発生しないという点が明確化されます。

変更の内容
変更の内容は以下のとおりです。

（下線は変更部分を示します。）

| 現行規約 | 変更案 |
|---|---|
| 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br><br>3. 被合併時成果報酬<br>本投資法人が他の投資法人によって合併される場合（以下で定義される。）において、当該合併に係る合併契約において定められる合併比率（割当比率）に基づき算出される本投資法人の投資口価格から被合併時1口当たり純資産額（以下で定義される。）を減じた金額（以下「被合併時1口当たり含み益」という。）に、当該合併に係る合併契約を承認する本投資法人の投資主総会の決議がなされた時点における本投資法人の発行済投資口の総口数を乗じ、かかる金額に15%の料率を乗じて得た金額。すなわち、以下の計算式で算出される。 | 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br><br>3. 被合併時成果報酬<br>本投資法人が他の投資法人によって合併される場合（以下で定義される。）において、当該合併に係る合併契約において定められる合併比率（割当比率）の交渉に際して本投資法人が第三者から取得し、当該合併にかかる開示書類においてその算定結果が記載される合併比率算定書の算定の基礎とされた資料（以下「本算定資料」という。）に基づき算出される「被合併契約締結時1口当たり投資口価値」（以下に定義される。）から「被合併契約締結時1口当たり純資産額」（以下で定義される。）を減じた金額（以下「被合併契約締結時1口当たり含み益」という。）に、当該合併に係る合併契約締結時点における本投資法人の発行済投資口の総口数（以下「発行済投資口の総口数（被合併契約締結時）」という。）を乗じ、かかる金額に15%の料率を乗じて得た金額。すなわち、以下の計算式で算出される。 |

| | |
|---|---|
| 被合併時成果報酬＝被合併時1口当たり含み益×発行済投資口の総口数×15%<br>　ただし、被合併時1口当たり含み益が負となる場合は0とする。 | 被合併時成果報酬＝「被合併契約締結時 1 口当たり含み益」×「発行済投資口の総口数（被合併契約締結時）」×15%<br>　ただし、「被合併契約締結時1口当たり含み益」が負となる場合は0とする。 |
| 　ここで「本投資法人が他の投資法人によって合併される場合」とは、本投資法人が他の投資法人からの合併提案に応じて新設合併又は吸収合併（本投資法人が吸収合併存続法人である場合及び吸収合併消滅法人となる場合を含む。）をする場合をいうものとする。また、「被合併時1口当たり純資産額」とは、当該合併に係る合併契約を承認する本投資法人の投資主総会の決議がなされた時点における本投資法人の純資産額を同時点における本投資法人の発行済投資口の総口数で除した金額をいうものとする。 | 　ここで「本投資法人が他の投資法人によって合併される場合」とは、本投資法人と他の投資法人との合併（新設合併及び吸収合併を含む）のうち、当該合併にかかる合併契約締結時点における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をいうものとする。 |
| 　なお、被合併時成果報酬は、本投資法人が他の投資法人によって合併される場合において、当該合併に係る合併比率（割当比率）算定の基礎とされた本投資法人の不動産関連資産の評価額の合計（被合併時成果報酬控除前の金額とする。）が同時点における当該不動産関連資産の帳簿価額の合計を超過する場合に、当該超過額の15%相当額を資産運用会社の報酬とする趣旨であり、被合併時成果報酬の金額についてはかかる趣旨を考慮して算定するものとする。 | （削除） |
| （新設） | 　また、「被合併契約締結時1口当たり投資口価値」とは、「本算定資料」に基づき算定される本投資法人の純資産額（ただし、被合併時成果報酬を控除する前の金額をいう。以下、同じ。）に、不動産関連資産の含み益を加算し、不動産関連資産の含み損を減算した上で、「発行済投資口の総口数（被合併契約締結時）」で除した金額をいうものとする。<br>　さらに、「被合併契約締結時 1 口当たり純資産額」とは、「本算定資料」に基づき算定される本投資法人の純資産額を発行済投資口の総口数（被合併契約締結時）で除した金額をいうものとする。 |
| 　被合併時成果報酬は、当該合併に係る合併契約を承認する本投資法人の投資主総会の決議がなされた時点で発生するものとし、その支払時期は、当該合併の効力発生日から1か月以内とする。 | 　被合併時成果報酬は、当該合併に係る合併契約締結時点において、当該合併が発効することを停止条件として発生するものとし、その支払時期は、当該合併の効力発生日から1か月以内とする。 |

(4) 第4号議案　規約一部変更（被買収時成果報酬の変更）の件

変更の理由

本投資法人の資産運用会社に対する報酬は、投資口1口当たりの価値向上を実現させたことに対する対価という理念に基づき設計されており、この点は2020年総会で承認され導入された被買収時成果報酬においても変わることはありません。被買収時成果報酬も、買収を通じて本資産運用会社が変更される場合において、その時点までに本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、買収される時点で本投資法人が保有する不動産関連資産の投資口1口当たりの含み益）に応じて払われる報酬です。したがって、実際に運用成果が上がっておらず、含み損が発生している場合には、かかる報酬は発生しません。不動産関連資産を可能な限り安く購入し、そのポテンシャルを見極めて価値向上の取組みを実行することで、資産価値を高め、もって投資主価値の向上が果たせます。被買収時成果報酬は、投資口1口当たりの価値を高めるべく、本資産運用会社に対して、このような中長期的な努力を継続することにインセンティブを与え、投資主と本資産運用会社の価値を一致させる報酬体系です。

他方、BGは、被買収時成果報酬が、資産運用会社の役務提供との関連性を欠く（具体的には、公開買付け時に資産運用会社が役務を提供するわけではない）こと、ならびに本投資法人および資産運用会社が公開買付けの当事者でないことから被買収時成果報酬が不合理であるとの批判を展開しております（第11号議案参照）。しかしながら、そもそも被買収時成果報酬は、公開買付け時点の役務の提供に着目して設定されたものではなく、上記のとおり中長期的観点からの運用成果（投資口1口当たりの価値向上）に着目して設定された報酬体系として、投資主価値の最大化に資する制度であること、買収防衛策としての性質を有するものではなく、むしろ資産運用会社の変更に関わらず、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適切なインセンティブを資産運用会社に対して与えるものであること、その報酬水準は適切なものであることは既に述べたとおりです。

以上から、本投資法人は、被買収時成果報酬のコンセプトは維持されるべきと考えております。他方で、現行規約における被買収時成果報酬の内容の明確化を図るため、被買収時成果報酬について以下のとおり変更することをご提案するものです。

① まず、被合併時成果報酬と同様に、買収を機に、資産運用会社が変更される場合にのみ被買収時成果報酬が発生する内容であることを明確化いたします。投資口1口当たりの価値向上に対する報酬というコンセプトの下、本投資法人の投資口の一部又は全部が公開買付けを通じて買収され、かつその時点の資産運用会社が当該買収を機に本投資法人の資産運用会社とならなくなる場合にのみ被買収時成果報酬が発生するものといたします。

② 次に、買収者により公開買い付け後にスクイーズアウト手続が実施される可能性を考慮し、同手続が実施される場合には被スクイーズアウト投資口を追加的報酬計算の基準に含める点、および当該追加報酬の発生もスクイーズアウト手続の完了時点とする旨を明確化いたします。

変更の内容

変更の内容は以下のとおりです。

（下線は変更部分を示します。）

| 現行規約 | 変更案 |
|---|---|
| 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br><br>4. 被買収時成果報酬<br>本投資法人が買収される場合（以下で定義される。）において、当該買収に係る公開買付価格から被買収時1口当たり純資産額（以下で定義される。）を減じた金額（以下「被買収時1 | 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br><br>4. 被買収時成果報酬<br>本投資法人が買収される場合（以下で定義される。）において、当該買収に係る公開買付価格から被買収時1口当たり純資産額（以下で定義される。）を減じた金額（以下「被買収時1 |

| | |
|---|---|
| 口当たり含み益」という。）に、当該買収に係る公開買付けにより買収された本投資法人の投資口の総口数（以下「被買収投資口数」という。）を乗じ、かかる金額に15%の料率を乗じて得た金額。すなわち、以下の計算式で算出される。 | 口当たり含み益」という。）に、当該買収に係る公開買付けにより買収された本投資法人の投資口（ただし、当該公開買付け完了後に少数投資主保有の投資口に係るスクイーズアウト手続（以下「本スクイーズアウト手続」という。）を実施することが予定されている場合においては、本スクイーズアウト手続を通じてキャッシュアウトされる投資口（以下「被スクイーズアウト投資口」という。）を含む）の総口数（以下「被買収投資口数」という。）を乗じ、かかる金額に15%の料率を乗じて得た金額。すなわち、以下の計算式で算出される。 |
| 被買収時成果報酬＝被買収時1口当たり含み益×被買収投資口数×15% | 被買収時成果報酬＝被買収時1口当たり含み益×被買収投資口数×15% |
| ただし、被買収時1口当たり含み益が負となる場合は0とする。 | ただし、「被買収時1口当たり含み益が負となる場合は0とする。 |
| ここで「本投資法人が買収される場合」とは、公開買付けの方法により本投資法人の投資口が本投資法人又は資産運用会社以外の第三者によって取得される場合（当該公開買付けにより当該第三者が現に本投資法人の投資口を取得した場合に限る。）をいうものとする。また、「被買収時1口当たり純資産額」とは、当該買収に係る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を同時点における本投資法人の発行済投資口の総口数で除した金額をいうものとする。 | ここで「本投資法人が買収される場合」とは、公開買付けの方法により本投資法人の投資口が本投資法人又は本投資法人の資産運用会社以外の第三者によって取得され、当該公開買付期間の末日時点における本投資法人の資産運用会社（以下「現資産運用会社」という。）が当該公開買付けの終了後に変更される場合をいうものとする。また、「被買収時1口当たり純資産額」とは、当該買収に係る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（ただし、被買収時成果報酬を控除する前の金額をいう。）を同時点における本投資法人の発行済投資口の総口数で除した金額をいうものとする。 |
| なお、被買収時成果報酬は、本投資法人が買収される場合において、当該買収に係る公開買付価格算定の基礎とされた本投資法人の不動産関連資産の評価額の合計（被買収時成果報酬控除前の金額とする。）が同時点における当該不動産関連資産の帳簿価額の合計を超過する場合に、当該超過額の15%相当額を資産運用会社の報酬とする趣旨であり、被買収時成果報酬の金額についてはかかる趣旨を考慮して算定するものとする。<br><br>被買収時成果報酬は、当該買収に係る公開買付期間の末日時点で発生するものとし、その支払時期は、当該公開買付期間の末日から1か月 | 被買収時成果報酬は、当該買収に係る公開買付期間の末日後、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、本スクイーズアウト手続が予定されている場合には、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、本スクイーズアウト手続の完了時点）で発生するものとし、その支払時期は、当該公開買付期間の末日後、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、本スクイーズアウト手続の完了時点）から1か月以内とする。 |

| | |
|---|---|
| 以内とする。 | |

(5) 第5号議案　執行役員　鍵山卓史選任の件

選任の理由は以下のとおりです。

BGは、本投資法人の現行報酬制度には問題があり、投資主価値を毀損しており、資産運用会社と交渉しうる知見と経験を有する者を新たに執行役員、監督役員に加えることを提案しておりますが、本投資法人は、第1号議案から第4号議案までの提案の理由に述べたとおり、現行報酬制度には合理性があり、かかる報酬制度を維持することが他の投資法人との差別化、投資口価値の向上に寄与するものと考えております。

他方、我が国のREIT市場において前例がない新しい報酬体系である以上、投資主価値向上という観点から不断の検討が必要であると同時に、投資主の皆様のご理解を得るための努力も必要であると考えております。

この点、本投資法人の投資主様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、本投資法人役員会に新たに執行役員および監督役員を追加し、各役員の多様な知見および経験により、本資産運用会社に対する監督・牽制機能を強化した上で、第1号議案から第4号議案に基づき見直しを行った報酬体系の下、本資産運用会社が投資主目線での運用行為を積極的に実施することにより、投資主利益のさらなる向上に邁進できる体制を構築することが適切であると判断いたしました。つきましては、本投資法人の完全成功報酬という理念を理解し、かつ、不動産・金融分野に知見を有するエキスパートとして、鍵山卓史氏を本投資法人の執行役員としての選任をお願いするものです。

鍵山卓史氏は、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です。資本市場、コーポレート・ファイナンス、資産運用業、ESGおよびコンプライアンスに関する高い見識の下、投資主が本投資法人に期待する投資主価値の最大化を強力に推進するという観点から、執行役員としての職責を担うことが期待できます。

とりわけ、投資家ニーズと投資業務への深い理解、優れたコミュニケーション能力、ネイティブ並みの英語力を活かし、国内投資家のみならず、本投資法人の投資口の大半を保有する海外機関投資家と直接コミュニケーションを取ることも可能であり、投資家のニーズを把握した上で執行役員としての職責を担うことが期待されます。

その結果、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本投資法人への投資の呼び込みにも大きく貢献できるものと期待いたしております。

不動産投資信託におけるフィデューシャリー・デューティー（受託者責任）は、投資主の信頼に応え、最善の投資リターンを追求することであり、本投資法人のリターンの維持・向上とESG重視の運用の一層の強化のため、本投資法人の執行役員として同氏の選任をお願いするものです。

本議案において、執行役員の任期は、本投資法人現行規約第19条第3項に基づき、現執行役員の任期の満了と同時にその任期を満了させるべく、選任後本投資法人現行規約第9条第2項に基づき招集する投資主総会終結の時までとします。

なお、本議案は、2023年5月25日開催の役員会において、本投資法人の監督役員全員の同意によって提出された議案です。

（候補者略歴）

| 氏名（生年月日） | 略歴、地位および重要な兼職<br>（招集ご通知発送予定日現在） | |
|---|---|---|
| 鍵 山　卓 史<br>（1956年4月17日） | 1981年12月 | アーサー・アンダーセン・アンド・カンパニー |
| | 1984年8月 | カリフォルニア州公認会計士 |
| | 1985年6月 | 株式会社熊谷組　北米支店 |
| | 1990年5月 | ベアリング証券会社　東京支店 |
| | 1994年6月 | リーマン・ブラザーズ証券会社　東京支店 |

| | | |
|---|---|---|
| | 1996年5月 | D.E.ショー証券会社　東京支店 |
| | 1998年6月 | モルガン・スタンレー証券会社　東京支店<br>チーフ・オペレーティング・オフィサー |
| | 2001年1月 | 同社　マネージング・ディレクター |
| | 2003年1月 | 同社　株式統括本部営業部門長 |
| | 2005年10月 | 同社　株式統括本部長 |
| | 2006年4月 | モルガン・スタンレー証券株式会社　代表取締役 |
| | 2010年5月 | 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（出向）<br>執行役員　業務本部副本部長（特命担当） |
| | 2011年4月 | 同社（出向）執行役員　業務運営本部・営業本部・法人本部副総括（特命担当） |
| | 2020年4月 | 同社　出向解除 |
| | 2021年8月 | UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社<br>監査役（非常勤）（現任） |

上述の執行役員候補者は、本投資法人の投資口を有していないとともに、本投資法人との間に特別の利害関係はありません。

(6) 第6号議案　監督役員　丸尾友二選任の件

選任の理由は以下のとおりです。

第5号議案と同様の理由から、本投資法人は、監督役員として丸尾友二氏の選任をお願いするものです。

丸尾友二氏は、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です。

丸尾友二氏は、環境にも配慮したサステナビリティ重視の不動産の重要性が世界的に注目される10年以上前から、建物の省エネルギー化、長寿命化に着目し、断熱性能の高度化を主軸にした高環境物件を技術的に追求しており、経済性、居住性を総合した物件を開発し続けた実績は、メディアにおいても度々取り上げられてまいりました。このような同氏の実績は、本投資法人の投資方針、ESG重視、成長戦略と極めて合致するものです。

また、丸尾友二氏の上場企業における豊富な経営経験、会社設立後の個人投資家への不動産コンサルティング経験は、本投資法人の運用、コンプライアンスおよびリスクマネジメントにおいて、投資主本位のガバナンスに大きく寄与するものと期待いたしております。

長年にわたる経験に裏付けされた丸尾友二氏の不動産プロフェッショナルとしての多角的な視点は、本投資法人における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考え、本投資法人の監督役員として同氏の選任をお願いするものです。

本議案において、監督役員の任期は、本投資法人現行規約第19条第3項に基づき、現監督役員の任期の満了と同時にその任期を満了させるべく、選任後本投資法人現行規約第9条第2項に基づき招集する投資主総会終結の時までとします。

（候補者略歴）

| 氏名（生年月日） | 略歴、地位および重要な兼職<br>（招集ご通知発送予定日現在） | |
|---|---|---|
| 丸 尾　友 二<br>（1971年8月21日） | 1994年4月 | 株式会社フジタ |
| | 2002年10月 | 株式会社明豊エンタープライズ |
| | 2006年8月 | 同社　執行役員　シェルゼ第1事業部長 |
| | 2007年4月 | 同社　執行役員　シェルゼ事業本部副本部長兼シェルゼ第1事業部長 |
| | 2007年8月 | 同社　常務執行役員　シェルゼ事業本部副本部長兼シェルゼ事業部長 |

| | | |
|---|---|---|
| | 2008年8月 | 同社　執行役員　シェルゼ事業部長 |
| | 2008年10月 | 同社　取締役執行役員　シェルゼ事業部長 |
| | 2009年2月 | 同社　取締役執行役員　シェルゼ事業部長兼シェルゼ販売事業部長 |
| | 2009年11月 | 同社　取締役執行役員　営業本部長兼事業開発部長 |
| | 2010年11月 | 同社　取締役常務執行役員　営業本部長兼事業開発部長 |
| | 2012年3月 | 株式会社サンクレール　執行役員 |
| | 2014年10月 | 株式会社エクイティ・パートナーズ　代表取締役（現任） |
| | 2015年6月 | 株式会社サンクレール　専務取締役 |
| | 2018年6月 | 同社　代表取締役（現任） |

上述の監督役員候補者は、本投資法人の投資口を有していないとともに、本投資法人との間に特別の利害関係はありません。

(7) 第7号議案　規約一部変更（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）の件

変更の理由

本投資法人は、規約第20条を次のとおり変更し、また、以下の附則を追加することをご提案するものです。

まず、適切な役員報酬水準は投資主にとって極めて重要です。役員報酬の透明性・客観性の確保を目的として、役員報酬の金額の決定を本投資法人の役員会ではなく投資主総会の決議事項とすることをご提案するものです。

また、執行役員および監督役員の報酬上限額をそれぞれ1割削減し、執行役員については上限月額72万円、監督役員については上限月額45万円とすることをご提案するものです。

上記の提案により、役員報酬は投資主本位の決定プロセスとなり、投資主が投資主総会で物価・賃金動向や本投資法人の実績を考慮しつつ、適切な役員報酬を決定・承認する権利を有することとなります。また、変更後の報酬上限額については、役員に期待される職務を踏まえても適正な水準であるものと判断しております。

また、現時点では、既存役員もいることから、次回の投資主総会以降、かかる新ルールを適用する前提で変更させていただきたく附則を追加するものです。

本変更案が承認可決された場合、次回投資主総会に本規定に基づく報酬議案を上程する予定です。

変更の内容

変更の内容は以下のとおりです。

（下線は変更部分を示します。）

| 現行規約 | 変更案 |
|---|---|
| 第 20 条（役員の報酬の支払基準）<br><br>本投資法人の役員の報酬の支払基準及び支払の時期は、次の通りとする。<br>(1) 各執行役員の報酬は、一人当たり月額80万円を上限とし、一般物価動向、賃金動向等に照らして合理的と判断される金額として役員会で決定する金額を、毎月、当月分を当月末日までに支払う。なお、ある執行役員がその任期満了前に合併その他の組織再編を理由として執行役員としての地位を失い、かつ、当該執行役 | 第 20 条（役員の報酬の支払基準）<br><br>本投資法人の役員の報酬の支払基準及び支払の時期は、次の通りとする。<br>(1) 各執行役員の報酬は、一人当たり月額72万円を上限とし、一般物価動向、賃金動向等に照らして合理的と判断される金額として投資主総会の普通決議で決定する金額を、毎月、当月分を当月末日までに支払う。なお、ある執行役員がその任期満了前に合併その他の組織再編を理由として執行役員としての地位を失い、 |

| | |
|---|---|
| 員が当該組織再編に関連して同等の地位に就任しない場合には、当該執行役員に対し、退職慰労金として、当該執行役員に対して 2 年間の任期中に支払われる予定であった月額報酬の総額と、当該執行役員に対して執行役員としての地位を失うまでに本投資法人より現実に 支払われた報酬の総額との差額を支払う。ただし、当該執行役員が法令に従いその職務を遂行することができないことを理由に解任された場合にはこの限りでない。 | かつ、当該執行役員が当該組織再編に関連して同等の地位に就任しない場合には、当該執行役員に対し、退職慰労金として、当該執行役員に対して 2 年間の任期中に支払われる予定であった月額報酬の総額と、当該執行役員に対して執行役員としての地位を失うまでに本投資法人より現実に 支払われた報酬の総額との差額を支払う。ただし、当該執行役員が法令に従いその職務を遂行することができないことを理由に解任された場合にはこの限りでない。 |
| (2)各監督役員の報酬は、一人当たり月額50 万円を上限とし、一般物価動向、賃金動向等に照らして合理的と判断される金額として役員会で決定する金額を、毎月、当月分を当月末日までに支払う。なお、ある監督役員がその任期満了前に合併その他の組織再編を理由として監督役員としての地位を失い、かつ、当該監督役員が当該組織再編に関連して同等の地位に就任しない場合には、当該監督役員に対し、退職慰労金として、当該監督役員に対して 2 年間の任期中に支払われる予定であった月額報酬の総額と、当該監督役員に対して監督役員としての地位を失うまでに本投資法人より現実に支払われた報酬の総額との差額を支払う。ただし、当該監督役員が法令に従いその職務を遂行することができないことを理由に解任された場合にはこの限りでない。 | (2)各監督役員の報酬は、一人当たり月額45万円を上限とし、一般物価動向、賃金動向等に照らして合理的と判断される金額として投資主総会の普通決議で決定する金額を、毎月、当月分を当月末日までに支払う。なお、ある監督役員がその任期満了前に合併その他の組織再編を理由として監督役員としての地位を失い、かつ、当該監督役員が当該組織再編に関連して同等の地位に就任しない場合には、当該監督役員に対し、退職慰労金として、当該監督役員に対して 2 年間の任期中に支払われる予定であった月額報酬の総額と、当該監督役員に対して監督役員としての地位を失うまでに本投資法人より現実に支払われた報酬の総額との差額を支払う。ただし、当該監督役員が法令に従いその職務を遂行することができないことを理由に解任された場合にはこの限りでない。 |
| （新設） | （附則その1）<br>本規約第20条の変更は、2023年6月開催予定の投資主総会の次に開催される投資主総会（以下「次回投資主総会」という。）の日からその効力を生ずるものとする。本附則は、次回投資主総会の日をもってこれを削除する。 |

⑻ 第8号議案　規約一部変更（役員人数上限設定）の件

変更の理由

本投資法人は、本投資主総会において、役員選任議案が可決された場合、役員が増員することとなりますが、本投資法人の役員報酬の負担が過大とならないよう配慮する必要があるとも考えております。この点、本投資法人のポートフォリオの規模、他の上場投資法人における役員人数等も考慮し、本投資法人役員会において検討を行った結果、5名の役員が確保できれば、執行役員、監督役員および役員会の機能を十分かつ適切に発揮することができるものと考えています。

上記のような観点から、次回の投資主総会以降は、役員の人数を合計5名以内とする変更案をご提案するものです。

変更の内容

変更の内容は以下のとおりです。

（下線は変更部分を示します。）

| 現行規約 | 変更案 |
|---|---|
| 第18条（役員の員数及び役員会の構成）<br><br>本投資法人の執行役員は1名以上、監督役員は2名以上（ただし、執行役員の数に1を加えた数以上とする。）とし、すべての役員（執行役員及び監督役員をいう。以下同じ。）は役員会を構成する。<br>（新設）<br><br>（新設） | 第18条（役員の員数及び役員会の構成）<br><br>本投資法人の執行役員は1名以上、監督役員は2名以上（ただし、執行役員の数に1を加えた数以上とする。）とし、すべての役員（執行役員及び監督役員をいう。以下同じ。）は役員会を構成する。<br>本投資法人の役員は5名以内とする。<br><br>（附則その2）<br>本規約第18条の変更は、2023年6月開催予定の投資主総会の次に開催される投資主総会（以下「次回投資主総会」という。）の日からその効力を生ずるものとする。本附則は、次回投資主総会の日をもってこれを削除する。 |

3. BG提案の概要

第9号議案から第14号議案については、2023年3月17日付でBGより受領した「投資主総会招集請求書」に記載の「議案の要領および提案の理由」を、議案番号等に係る形式的な調整のみを行った上で、転記しております。なお、新旧対照表は、当該請求書には記載されていませんが、当該投資主の要請に従い当該投資主から提供されたものを掲載しております。

(1) 第9号議案　規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の変更）の件

・議案の要領

本投資法人の規約の別紙「資産運用会社に対する資産運用報酬」第１項「収益・分配金成果報酬」中の「0.0054%」を「0.0036%」に変更する。

変更の内容は以下のとおりです。

（下線は変更部分を示します。）

| 現行規約 | 変更案 |
|---|---|
| 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br>1. 収益・分配金成果報酬<br>「本投資法人の当該決算期における収益・分配金成果報酬控除前分配可能金額（以下で定義される。）を当該決算期における発行済投資口の総口数で除した金額（以下「収益・分配金成果報酬控除前1口当たり分配金」という。）」に、「当該決算期に係る営業期間における不動産賃貸収益の合計から不動産賃貸費用（減価償却費及び固定資産除却損を除く。）の合計を控除した金額（以下「NOI」という。）」を乗 | 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br>1. 収益・分配金成果報酬<br>「本投資法人の当該決算期における収益・分配金成果報酬控除前分配可能金額（以下で定義される。）を当該決算期における発行済投資口の総口数で除した金額（以下「収益・分配金成果報酬控除前1口当たり分配金」という。）」に、「当該決算期に係る営業期間における不動産賃貸収益の合計から不動産賃貸費用（減価償却費及び固定資産除却損を除く。）の合計を控除した金額（以下「NOI」という。）」を乗 |

| | |
|---|---|
| じ、更に0.0054%を乗じた金額を収益・分配金成果報酬とする。すなわち、以下の計算式で算出される。<br><br>収益・分配金成果報酬＝収益・分配金成果報酬控除前1口当たり分配金×NOI×0.0054%<br><br>（以下記載省略） | じ、更に0.0036%を乗じた金額を収益・分配金成果報酬とする。すなわち、以下の計算式で算出される。<br><br>収益・分配金成果報酬＝収益・分配金成果報酬控除前1口当たり分配金×NOI×0.0036%<br><br>（以下記載省略） |

・提案の理由

本投資法人は、2020年7月開催の投資主総会（以下「2020年投資主総会」といいます。）において、資産運用報酬体系を全面的に変更し（以下「本報酬変更」といいます。)、「収益・分配金成果報酬」、「譲渡成果報酬」、「被合併時成果報酬」、「被買収時成果報酬」からなる資産運用報酬体系を新設しました（以下、本報酬変更前の資産運用報酬体系を「旧報酬体系」、本報酬変更後の資産運用報酬体系を「新報酬体系」といいます。）。

しかし、新報酬体系は、本「(1) 第9号議案　規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の変更）の件」並びに下記「(2) 第10号議案　規約一部変更（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）の件」及び「(3) 第11号議案　規約一部変更（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）の件」にて変更をご提案するとおり、投資主価値の向上に資するものではありません。

加えて、下記「(4) 第12号議案　執行役員杉原亨選任の件」の「提案の理由」のアのとおり、新報酬体系の導入に際して本投資法人が行った開示は、投資主の誤解を招く内容であり、投資主において、新報酬体系を導入した場合に本投資法人が支払うこととなる報酬水準を適切に理解できる内容とはなっていなかったと請求人としては考えています。

詳細は下記ア乃至ウのとおりですが、本議案にて料率の変更をご提案する「収益・分配金成果報酬」は、非常に高額な水準となっており、本投資法人の外部成長が著しく停滞している状況でこのような高額な資産運用報酬が支払われることは、それ自体が不適切であることに加え、本投資法人の外部成長を妨げうる要因となります。したがって、請求人は、「収益・分配金成果報酬」を適切な水準まで引き下げ、外部成長が行いやすい環境を作るため、「収益・分配金成果報酬」の料率の変更が必要であると考えます。

ア　本投資法人の外部成長が停滞していること

本投資法人は、2016年5月の公募増資を最後に、7年間にわたって公募増資を伴う外部成長の実績がなく、資産規模の拡大が実現されておりません。2016年5月以降の公募増資を伴う外部成長が実現できていない上場不動産投資法人は、本投資法人を含めて三投資法人のみであり（なお、その内の一投資法人は合併を行っています。）、本投資法人の外部成長は、他の上場不動産投資法人との対比でも著しく停滞しております。

イ　資産運用報酬が極めて高額な水準であること

上記アのような状況にもかかわらず、請求人が算定したところによれば、本投資法人がそ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。）に対して支払っている資産運用報酬は、対総資産比（2022年10月末までの直近4計算期間における各期の本投資法人の損益計算書に記載された資産運用報酬額を2倍し、各期の期末総資産で除した数値の平均）で約0.78%、対NOI比（2022年10月末までの直近4計算期間における各期の損益計算書に記載された資産運用報酬額を、各期のNOIで除した数値の平均）で約15.7%となっています。これらは、他の上場不動産投資法人の資産運用報酬の対総資産比の平均値である約0.46%及び対NOI比の平均値である約10.2%（いずれも直近上場銘柄については直前2計算期間の資産運用報酬額

を使用）に比べて明らかに高額な水準であり、対総資産比の報酬料率は、上場不動産投資法人60銘柄中最高の比率となっています。

ウ　「収益・分配金成果報酬」の比率の変更により報酬額の適正化及び外部成長機会の確保につながること

外部成長が長期にわたり行われていない状況において、本資産運用会社に対して、上場不動産投資法人の平均を大幅に上回る高額な資産運用報酬が支払われていることは、それ自体到底正当化できるものではありません。また、高額な資産運用報酬は、投資口価格の低迷を引き起こし、公募増資を行いづらい環境を醸成する要因になりうるという観点からも、適切でないといわざるを得ません。

本投資法人の現行の報酬体系上、物件の譲渡や合併等の事象が発生しない限り、資産運用報酬の大部分を占めるのは「収益・分配金成果報酬」であり、「収益・分配金成果報酬」の料率が高く設定されていることが、資産運用報酬の高額化の主な原因であると考えられます。したがって、「収益・分配金成果報酬」の料率を引き下げることで資産運用報酬を適正化すること、及び、それによって分配原資を確保し、投資口価格の上昇圧力を生じさせ、外部成長が行いやすい環境を本投資法人自らが作り出すことが、全ての投資主にとって必要かつ適切であると考えます。請求人の試算によれば、「収益・分配金成果報酬」の料率を0.0054%から0.0036%に引き下げた場合、2022年10月期の本投資法人の財務諸表を基にした試算によれば分配原資が約239百万円増加し、その全てが配当に充てられたと仮定したとき（資産運用報酬の減少分はそのまま投資法人の利益の増加につながるため、投資法人の配当性向を考慮すれば、このような仮定は現実的なものであると請求人は考えます。）、2022年10月期の分配金が投資口１口あたり約158円増額される試算となります。

・本投資法人の意見

本投資法人は、以下の理由により、投資主の皆様の利益に資するものではないと判断し、本議案には「反対」いたします。

本投資法人においては、他上場不動産投資法人との差別化を図るため、価値向上のポテンシャルの高い物件を取得し、スポンサー企業であるいちご株式会社の専門的ノウハウと不動産価値向上力を活用しながら、本資産運用会社において丁寧に価値向上のための諸施策を実施しております。このように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以上、運用品質の維持・向上のために本資産運用会社に対し適正な水準の運用報酬を支払うことは投資主利益の最大化の観点からも重要なことと認識しています。

資産運用会社に対し運用効率の向上を促し、適切なタイミングでその効率性向上の成果を報酬料率の引き下げとして投資主に還元するということも重要ではありますが、過度に報酬料率を引き下げ、資産運用会社における運用体制の健全性が損なわれ、同社のより質の高い資産運用に対するインセンティブが損なわれてしまえば、本投資法人の差別化戦略が奏功せず、投資主価値の向上に資さない結果になりかねません。

中長期的な投資主価値の最大化を実現するためには、報酬料率の引き下げによる投資主還元を視野に入れつつ、資産運用会社における運用体制の健全性・資産運用に対するインセンティブの維持を図るバランスのとれた報酬料率の設定が必要不可欠であり、この観点から本投資法人が第１号議案でご提案している内容が適切であると考えております。

(2) 第10号議案　規約一部変更（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）の件

・議案の要領

本投資法人の規約の別紙「資産運用会社に対する資産運用報酬」を、以下のとおり変更する。

ア　第2項「譲渡成果報酬」を削除する。

イ　第2項及び第3項として、以下の項目を新設する。

2. 取得報酬

本投資法人が不動産等又は不動産対応証券の特定資産を取得した場合（合併による承継を除く。）において、その売買価格に0.5%を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。ただし、資産運用会社の利害関係者取引規程に定める利害関係者からの特定資産の取得については、その売買価格に0.25%を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。

支払時期は、当該資産を取得した日（所有権移転等の権利移転の効果が発生した日）の月末から1か月以内とする。

3. 譲渡報酬

本投資法人が不動産等又は不動産対応証券の特定資産を譲渡した場合において、その売買価格に0.5%を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。ただし、資産運用会社の利害関係者取引規程に定める利害関係者への特定資産の譲渡については、その売買価格に0.25%を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。

支払時期は、当該資産を譲渡した日（所有権移転等の権利移転の効果が発生した日）の月末から1か月以内とする。

変更の内容は以下のとおりです。

（下線は変更部分を示します。）

| 現行規約 | 変更案 |
|---|---|
| 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br><br>2. 譲渡成果報酬<br>本投資法人が当該決算期に係る営業期間において不動産関連資産を譲渡し、譲渡成果報酬の控除前に譲渡益が発生した場合において、当該譲渡成果報酬控除前譲渡益に15%の料率を乗じて得た金額。すなわち、以下の計算式で算出される。<br><br>譲渡成果報酬＝譲渡成果報酬控除前譲渡益×15%<br><br>ただし、当該決算期以前（当該決算期を含む。）に行ったすべての不動産関連資産の譲渡により計上した譲渡益を加算し、譲渡損を減算した累計金額が負となる場合は 0 とする。<br><br>支払時期は、本投資法人の当該営業期間の決算期から3か月以内とする。 | 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br><br>（削除） |
| （新設） | 2. 取得報酬<br>本投資法人が不動産等又は不動産対応証券の特定資産を取得した場合（合併による承継を除く。）において、その売買価格に0.5% |

| | |
|---|---|
| | を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。ただし、資産運用会社の利害関係者取引規程に定める利害関係者からの特定資産の取得については、その売買価格に0.25%を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。<br><br>支払時期は、当該資産を取得した日（所有権移転等の権利移転の効果が発生した日）の月末から1か月以内とする。 |
| （新設） | 3. 譲渡報酬<br>本投資法人が不動産等又は不動産対応証券の特定資産を譲渡した場合において、その売買価格に0.5%を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。ただし、資産運用会社の利害関係者取引規程に定める利害関係者への特定資産の譲渡については、その売買価格に0.25%を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。<br>支払時期は、当該資産を譲渡した日（所有権移転等の権利移転の効果が発生した日）の月末から1か月以内とする。 |

・提案の理由

詳細は下記ア乃至ウのとおりですが、「譲渡成果報酬」は、その料率が１５％と極めて高く設定されており、資産譲渡により譲渡益（原則として、売却価格から帳簿価格を控除することによって得られます。）が発生した場合、本投資法人は、極めて高額な報酬を負担しなければなりません。また、本投資法人に譲渡益が生じる場合には同時に「収益・分配金成果報酬」が増額されるため、本投資法人は「譲渡成果報酬」の発生と「収益・分配金成果報酬」の増額という２つの負担を負うこととなります。このため、請求人は、「譲渡成果報酬」を廃止し、上場不動産投資法人における一般的な報酬体系である取得報酬及び譲渡報酬を新設することが必要であると考えます。

加えて、下記「(4) 第12号議案　執行役員杉原亨選任の件」の「提案の理由」のアのとおり、新報酬体系の導入に際して本投資法人が行った開示は、投資主の誤解を招く内容であり、投資主において、新報酬体系を導入した場合に本投資法人が支払うこととなる報酬水準を適切に理解できる内容とはなっていなかったと請求人としては考えます。

ア　資産譲渡時に「譲渡成果報酬」及び「収益・分配金成果報酬」の2つの報酬に影響が生じること

本投資法人が資産を売却しこれにより譲渡益が発生した場合、下記イのとおり、譲渡益の15%という極めて高額な「譲渡成果報酬」が発生しますが、それに加え、譲渡益の発生により1口当たり分配金が上昇し、その分増額された「収益・分配金成果報酬」も報酬として支払うことになります。すなわち、本投資法人は、資産売却により譲渡益が発生した場合、「譲渡成果報酬」及び増額された「収益・分配金成果報酬」の2種類の報酬を、本資産運用会社に支払うことになります。

一つの事象によって2種類の報酬に影響が生じることのみをもって直ちに不適切であるとは評価できないものの、2種類の報酬に影響が生じることで運用報酬の総額が高額になり得ると見込まれることから、「譲渡成果報酬」の料率を定めるにあたっては、その料率について慎重な検討が必要となります。しかしながら、そのような慎重な検討が行われたとは言い難いのではないかと、請求人としては考えます（実際、本投資法人と類似の譲渡成果報酬を導入している他の2つの不動産投資法人においては、本投資法人のように２種類の報酬に影響が生じる投資法人は本投資法人以外に1社のみです。）。

イ　「譲渡成果報酬」が極めて高額な水準であること

投資法人の保有資産に係る譲渡益は、本来保有資産に係るリスクを負担している投資主に帰属すべきものです。したがって、譲渡益が生じた際に資産運用会社に支払われる運用報酬が適正なものと評価されるためには、「役務」に対する報酬として合理的な範囲に収まる水準になければならないと請求人は考えます。しかるに、「譲渡成果報酬」は、譲渡益に対して15%を乗じた金額とされており、この非常に高い料率設定によって、「譲渡成果報酬」は極めて高額な水準となります。例えば、本投資法人は2022年4月期に「いちご赤坂五丁目ビル」を売却し、それにより譲渡益9億4011万円が発生しましたが、そのうち約1億4000万円が「譲渡成果報酬」として本資産運用会社に支払われました。また、本投資法人は、2023年４月期に「いちご池之端ビル」の売却を予定しており、これにより約51億6700万円（本投資法人が公表した譲渡成果報酬控除後の売却益43億9200万円を85（100-15）%で除したもの）の譲渡益が発生するため、「譲渡成果報酬」として約7億7500万円（上記51億6700万円に15%を乗じたもの）が支払われる予定です。

ウ　ご提案する報酬体系

上記アのとおり、「譲渡成果報酬」の料率を定めるにあたっては、慎重な検討が必要であったにもかかわらず、上記イのとおり、「譲渡成果報酬」の水準がそれのみでも妥当性を欠くほどに極めて高額に設定されていることに加え、譲渡益の発生により「収益・分配金成果報酬」が増額されることを併せ考えれば、「譲渡成果報酬」が合理性を欠いたものであることは明らかです。

そこで、「譲渡成果報酬」を廃止し、業績連動報酬としての「収益・分配金成果報酬」と、物件の取得・譲渡に係る資産運用会社の役務に対する報酬としての「取得報酬」及び「譲渡報酬」との両輪の報酬を、バランスの取れた水準で設定することが必要であると考え、上記「議案の要領」のとおり提案するものです。

・本投資法人の意見

<u>本投資法人は、以下の理由により、投資主の皆様の利益に資するものではないと判断し、本議案には「反対」いたします。</u>

本投資法人は、「1口当たり分配金（DPU）と投資口価値の最大化」という投資主の期待に応えるためには、取得・譲渡の取引に連動して利益の有無とは関係なく報酬が発生する報酬体系ではなく、報酬の有無およびその金額を投資主が享受できる利益に連動させる報酬体系の構築が不可欠であると考えております。

第10号議案のように取得・譲渡の取引に連動して利益の有無とは関係なく報酬が発生する報酬体系を設定してしまえば、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ません。そうなった場合には、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つつ、価値向上のポテンシャルの高い物件を取得し、スポンサー企業であるいちご株式会社の専門的ノウハウと不動産価値向上力も活用しながら、本資産運用会社において丁寧に保有物件の価値向上のための諸施策を実施するという本投資法人の差別化戦略が奏功しなくなる懸念があります。

これに対し、本投資法人が第2号議案でご提案している内容は、報酬の有無およびその金額を投資主が享受できる利益に連動させるというコンセプトを維持しつつ、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て報酬金額が過度にならないように工夫された適切な内

容になっております。

(3) 第11号議案　規約一部変更（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）の件

・議案の要領

本投資法人の規約の別紙「資産運用会社に対する資産運用報酬」を、以下のとおり変更する。

ア　第3項「被合併時成果報酬」及び第4項「被買収時成果報酬」を削除する。

イ　第4項として、以下の項目を新設する。

4. 合併報酬

本投資法人が行う新設合併又は吸収合併（本投資法人が吸収合併存続法人となる場合及び吸収合併消滅法人となる場合を含む。以下同じ。）（以下、総称して「合併」という。）において、資産運用会社が本投資法人の合併の相手方の保有資産等の調査及び評価その他の合併に係る業務を実施し、当該合併の効力が発生した場合には、当該相手方が保有する不動産等又は不動産対応証券のうち当該新設合併の新設合併設立法人又は当該吸収合併の吸収合併存続法人が承継し又は保有するものの合併時における評価額（以下「評価額」という。）に0.5%を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。ただし、資産運用会社の利害関係者取引規程に定める利害関係者に該当する投資法人又は利害関係者がその資産の運用を受託している投資法人との合併については、評価額に0.25%を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。

支払時期は、本投資法人と資産運用会社が別途協議して決定する。

変更の内容は以下のとおりです。

（下線は変更部分を示します。）

| 現行規約 | 変更案 |
|---|---|
| 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br><br>3. 被合併時成果報酬<br>本投資法人が他の投資法人によって合併される場合（以下で定義される。）において、当該合併に係る合併契約において定められる合併比率（割当比率）に基づき算出される本投資法人の投資口価格から被合併時1口当たり純資産額（以下で定義される。）を減じた金額（以下「被合併時1口当たり含み益」という。）に、当該合併に係る合併契約を承認する本投資法人の投資主総会の決議がなされた時点における本投資法人の発行済投資口の総口数を乗じ、かかる金額に15%の料率を乗じて得た金額。すなわち、以下の計算式で算出される。<br><br>被合併時成果報酬＝被合併時1口当たり含み益×発行済投資口の総口数×15%<br><br>ただし、被合併時1口当たり含み益が負となる場合は0とする。<br><br>ここで「本投資法人が他の投資法人によ | 別紙<br>資産運用会社に対する資産運用報酬<br><br>（削除） |

| | |
|---|---|
| って合併される場合」とは、本投資法人が他の投資法人からの合併提案に応じて新設合併又は吸収合併（本投資法人が吸収合併存続法人である場合及び吸収合併消滅法人となる場合を含む。）をする場合をいうものとする。また、「被合併時1口当たり純資産額」とは、当該合併に係る合併契約を承認する本投資法人の投資主総会の決議がなされた時点における本投資法人の純資産額を同時点における本投資法人の発行済投資口の総口数で除した金額をいうものとする。<br>　なお、被合併時成果報酬は、本投資法人が他の投資法人によって合併される場合において、当該合併に係る合併比率（割当比率）算定の基礎とされた本投資法人の不動産関連資産の評価額の合計（被合併時成果報酬控除前の金額とする。）が同時点における当該不動産関連資産の帳簿価額の合計を超過する場合に、当該超過額の15%相当額を資産運用会社の報酬とする趣旨であり、被合併時成果報酬の金額についてはかかる趣旨を考慮して算定するものとする。<br><br>　被合併時成果報酬は、当該合併に係る合併契約を承認する本投資法人の投資主総会の決議がなされた時点で発生するものとし、その支払時期は、当該合併の効力発生日から1か月以内とする。<br><br>4. 被買収時成果報酬<br>　本投資法人が買収される場合（以下で定義される。）において、当該買収に係る公開買付価格から被買収時1口当たり純資産額（以下で定義される。）を減じた金額（以下「被買収時1口当たり含み益」という。）に、当該買収に係る公開買付けにより買収された本投資法人の投資口の総口数（以下「被買収投資口数」という。）を乗じ、かかる金額に15%の料率を乗じて得た金額。すなわち、以下の計算式で算出される。<br><br>被買収時成果報酬＝被買収時1口当たり含み益×被買収投資口数×15%<br><br>　ただし、被買収時1口当たり含み益が負となる場合は0とする。 | （削除） |

| | |
|---|---|
| ここで「本投資法人が買収される場合」とは、公開買付けの方法により本投資法人の投資口が本投資法人又は資産運用会社以外の第三者によって取得される場合（当該公開買付けにより当該第三者が現に本投資法人の投資口を取得した場合に限る。）をいうものとする。また、「被買収時1口当たり純資産額」とは、当該買収に係る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を同時点における本投資法人の発行済投資口の総口数で除した金額をいうものとする。<br><br>被買収時成果報酬は、当該買収に係る公開買付期間の末日時点で発生するものとし、その支払時期は、当該公開買付期間の末日から1か月以内とする。 | |
| （新設） | 4. 合併報酬<br>本投資法人が行う新設合併又は吸収合併（本投資法人が吸収合併存続法人となる場合及び吸収合併消滅法人となる場合を含む。以下同じ。）（以下、総称して「合併」という。）において、資産運用会社が本投資法人の合併の相手方の保有資産等の調査及び評価その他の合併に係る業務を実施し、当該合併の効力が発生した場合には、当該相手方が保有する不動産等又は不動産対応証券のうち当該新設合併の新設合併設立法人又は当該吸収合併の吸収合併存続法人が承継し又は保有するものの合併時における評価額（以下「評価額」という。）に0.5％を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。ただし、資産運用会社の利害関係者取引規程に定める利害関係者に該当する投資法人又は利害関係者がその資産の運用を受託している投資法人との合併については、評価額に0.25%を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。<br>支払時期は、本投資法人と資産運用会社が別途協議して決定する。 |

・提案の理由

詳細は下記ア乃至エのとおりですが、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は、資産運用会社の役務提供との関連性を欠く報酬体系となっています。また、その金額は極めて高額となり得る一方で、その算定に不明瞭な部分がある等、およそ報酬体系としての合理性を欠いており、その実際上の効果としても、投資主価値の向上に資する提案を阻害する効果を有するもの

です。そのため、請求人は、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」を廃止し、上場不動産投資法人における一般的な報酬体系である合併報酬を新設することが必要であると考えます。

加えて、下記「(4) 第12号議案　執行役員杉原亨選任の件」の「提案の理由」のアのとおり、新報酬体系の導入に際して本投資法人が行った開示は、投資主の誤解を招く内容であり、投資主において、新報酬体系を導入した場合に本投資法人が支払うこととなる報酬水準を適切に理解できる内容とはなっていなかったと請求人としては考えます。

ア　「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は、資産運用会社の役務と結びつかない、合理性を欠く報酬体系であること

「被買収時成果報酬」は、本投資法人の投資口が公開買付けの方法によって第三者により取得された場合に生じるものとされています。しかしながら、そもそも、本投資法人の投資口に対する公開買付けが行われる場合において、資産運用会社が何らかの役務提供を求められるものではありません。加えて、公開買付けは、公開買付けを実施する買付者と、当該公開買付けに応募する投資主（公開買付けに係る投資口の買付け等の申込みに対する売付け等の申込みをする投資主）との間で行われる投資口の売買取引であり、資産運用委託契約の当事者である投資法人及び資産運用会社は、いずれも、公開買付けの当事者ではありません。

また、「被合併時成果報酬」は、本投資法人が合併後に存続するか否かにかかわらず、本投資法人が他の投資法人からの合併提案に応じて合併する場合に限り生じるものとされており、自らが合併を提案した場合には報酬が生じないことになります。しかし、投資法人同士の合併が行われる場合、合併契約を締結する前提として、（本投資法人が消滅法人となるか存続法人となるかにかかわらず）相手方に対するデュー・ディリジェンス等の事務が発生し、これの事務は、従業員のいない本投資法人に代わって資産運用会社が行うことが実務上一般的です。すなわち、本投資法人が合併しようとする場合、合併を提案するのがいずれの投資法人側であるかにかかわらず、資産運用会社には一定の役務が発生します。それにもかかわらず、「被合併時成果報酬」によれば、合併がいずれの投資法人から提案されたかによって資産運用会社の報酬が無償となるか（後述するように）莫大な金額となるかという極端な差異が生じる仕組みとなっており、資産運用会社の提供する役務とおよそ結びつかない不合理な報酬体系となっているといえます。

以上から、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」はいずれも合理性を欠く報酬体系であり、むしろ下記イのとおり投資主価値の向上に資する合併や買収を阻害する効果を持つことからすれば、事実上の買収防衛策としての効果を狙って導入されたものではないかとの疑いを禁じ得ないところです。

イ　「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」の額が莫大な金額となるものであること

「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は、下記ウに詳述するとおり、その計算式に不明瞭な部分が存在します。しかし、そのような不明瞭な部分を前提としても、これらの報酬は莫大になると考えられます。

例えば、「被合併時成果報酬」を、本投資法人公表の2022年10月期の経営指標等（ただし、合併比率に基づき算出される投資口価格については同期の1口当たりNAV（Net Asset Value））を用いて請求人が算定したところ、合併時の報酬額は約6735百万円（（合併比率に基づき算出される投資口価格（2022年10月期の1口当たりNAVと同額であると仮定して算出）－1口当たり純資産額（2022年10月期末時点））×発行済投資口の総口数（2022年10月期末時点）×15%）と試算されます。また、「被合併時成果報酬は、・・・本投資法人の不動産関連資産の評価額の合計（被合併時成果報酬控除前の金額とする。）が同時点における当該不動産関連資産の帳簿価額の合計を超過する場合に、当該超過額の15%相当額」との規約の記載に基づき算定した場合、合併時の報酬額は約7202百万円（（不動産関連資産の鑑定評価額の合計－不動産関連資産の帳簿価格の合計）×15%）と試算されます。「被買収時成果報酬」についても、全投資口が対象となると仮定した場合、約6735百万円（（TOB価格（2022年10月期の1口当たりNAVと同額であると仮定して算出）

－1口当たり純資産額（2022年10月期末時点））×発行済投資口の総口数（2022年10月期末時点）×15%）又は約7202百万円（（不動産関連資産の鑑定評価額の合計－不動産関連資産の帳簿価格の合計）×15%）と試算されます。これらの報酬額は、2022年10月期の本投資法人の当期純利益（約3001百万円）の2倍を上回り、合併対価又は公開買付価格次第では、本投資法人の保有する現金及び預金（2022年10月期末時点で約8697百万円）を超える金額となることも十分にあり得、その支払のために物件を売却しなければならない可能性も否定できない程の莫大な金額です。このような莫大な報酬を生じさせる報酬体系を、本資産運用会社の役務提供に対する報酬として正当化することはおよそ不可能です（被買収時においては本資産運用会社の「役務提供」がそもそも存在しないことは上記アに記載したとおりです。）。また、このような莫大な報酬が支払われることを前提とした場合、本投資法人に対して、そもそも合併を提案し又は公開買付けを行うことが、それが投資主にとって利益になるものであっても、妨げられることになります。このように、これらの報酬体系は、投資主価値の向上に資する合併や買収を阻害する、事実上の買収防衛策としての側面を持っており、この点でも、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は合理性を欠く報酬体系といえます。なお、近年合併が行われた他の上場不動産投資法人における合併報酬は、合併に伴う承継資産の評価額の1.0%未満であり、これを本投資法人が同程度の資産規模の不動産投資法人と合併した場合に当てはめた場合、合併報酬は概ね2000百万円台となる試算です。本投資法人の被合併時及び被買収時の報酬は、通常の合併報酬に照らし、少なく見積もっても3倍以上の金額となるものであり、その異常性は明らかです。

ウ　「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は、その算定式及び発生時期に不明瞭な部分があり、実務に即した規定となっていないこと

本投資法人の規約によれば、「被合併時成果報酬」は、「被合併時1口当たり含み益×発行済投資口の総口数×15%」の算定式によって算定されます。しかし、他方で、同規約には「本投資法人が他の投資法人によって合併される場合・・・本投資法人の不動産関連資産の評価額の合計（被合併時成果報酬控除前の金額とする。）が同時点における当該不動産関連資産の帳簿価額の合計を超過する場合に、当該超過額の15%相当額を資産運用会社の報酬とする趣旨であり、被合併時成果報酬の金額についてはかかる趣旨を考慮して算定する」と記載されており、本投資法人が消滅法人となる場合には上記算定式とは異なる算定式を適用することを想定しているように見受けられます。それにもかかわらず、同規約には、いかなる方法で「かかる趣旨を考慮」するのかが記載されておらず、本投資法人が消滅法人となる場合の算定式が不明瞭となっています。上記イのとおり、「被合併時成果報酬」の額は莫大になる可能性が高いにもかかわらず、その算定式が不明瞭であること自体極めて不適切であり、このような報酬制度を存続させるべきではありません。また、「被合併時成果報酬」および「被買収時成果報酬」の算定のためには、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き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き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。さらに、本投資法人の規約によれば、被合併時成果報酬は、「合併契約を承認する本投資法人の投資主総会の決議がなされた時点で発生する」とされています。しかしながら、投資法人合併に際しては、簡易合併に該当しない限り、合併契約の当事者である他の投資法人の投資主総会における合併契約承認決議も必要となります（かかる決議が得られない限り、合併は成立しません。）。にもかかわらず、本投資法人の投資主総会のみの終了時において「被合併時成果報酬」が発生するという本投資法人の規約の定めは、合併の実務をおよそ知らない者により起案されたとしか考えられず、不合理な内容となっています。すなわち、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は、合併や買収の具体的な場面において計算・適用が困難な不合理な内容となっており、実務的な検証を欠いて設定されたのではないかという疑問が否めま

せん。

エ　ご提案する報酬体系

上記アのとおり、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は、資産運用会社の役務提供との関連性を欠く報酬体系となっています。また、上記イのとおり、その金額は極めて高額となり得る一方で、上記ウのとおり、その算定に不明瞭な部分がある等、およそ報酬体系としての合理性を欠いており、その実際上の効果としても、投資主価値の向上に資する提案を阻害する事実上の買収防衛策としての効果を有するものです。そのため、請求人は、「被合併時成果報酬」および「被買収時成果報酬」を廃止し、上場不動産投資法人における一般的な報酬体系である合併報酬を新設することが必要であると考え、上記「議案の要領」のとおり提案するものです。

・本投資法人の意見

本投資法人は、以下の理由により、投資主の皆様の利益に資するものではないと判断し、本議案には「反対」いたします。

本投資法人は、合併や買収というイベントを通じて、資産運用会社が変更される場合に、その時点までに資産運用会社が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に応じて、資産運用会社に対して「被合併時成果報酬」および「被買収時成果報酬」を支払うとすることで、資産運用会社に中長期観点から運用努力を継続するインセンティブを付与する必要があると考えております。

第11号議案は、現行の「被合併時成果報酬」および「被買収時成果報酬」を廃止した上で、本投資法人が合併する場合には、資産運用会社による運用成果（投資口1口当たりの価値向上）とは無関係に、拡大した運用資産の評価額に連動して報酬を利益の有無とは無関係に支払う報酬体系を定めるものですが、これでは単に運用資産の規模が拡大さえすれば報酬額が利益の有無とは無関係に増額されることになるため、資産運用会社において、より安価な価格で物件を仕入れるといった運用成果の向上に向けたインセンティブが機能しない懸念があります。また、本投資法人の合併ではなく、買収を通じて資産運用会社が変更となる場合には報酬が支払われないことになるため、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資産運用会社に与える結果となってしまい、その点でも適切ではないと考えております。

本投資法人が第3号議案および第4号議案でご提案している内容は、合併や買収の時点までに資産運用会社が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に応じて、合理的な報酬を支払うという現行の制度を維持しつつ、現行規約の内容を明確化するものであり、資産運用会社に対する適切なインセンティブ付与という観点から適切と考えております。

(4) 第12号議案　執行役員 杉原亨選任の件

・議案の要領

以下の執行役員候補者を執行役員として選任する。

候補者　杉原　亨（1968年5月19日生）

＜略歴及び重要な兼職の状況＞

| | |
|---|---|
| 1991年4月1日 | 野村證券株式会社　入社 |
| 2006年10月1日 | バークレイズ証券会社　入社 |
| 2012年7月1日 | ケネディクス株式会社　入社 |
| 2015年2月1日 | スターアジア・マネジメント・ジャパン・リミテッド東京支店　入社 |
| 2015年6月22日 | スターアジア投資顧問株式会社　出向　代表取締役兼財務管理部長 |
| 2015年8月20日 | 同社　取締役兼財務管理部長 |
| 2019年4月26日 | ライオンパートナーズ合同会社　代表社員 |
| 2019年8月 | さくら総合リート投資法人　執行役員 |

2020年8月　　スターアジア投資顧問株式会社　出向　取締役副社長
2023年2月　　Berkeley Global, LLC（スターアジアグループ）マネージャー（現任）
（注1）上記執行役員候補者は、2023年3月17日現在、本投資法人の投資口を保有していません。
（注2）上記執行役員候補者と本投資法人との間には、特別の利害関係はありません。

・提案の理由

上記「(1) 第9号議案　規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の変更）の件」乃至「(3) 第11号議案　規約一部変更（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）の件」の「提案の理由」のとおり、新報酬体系は、投資主価値の向上に資するものとは言い難い、不合理又は不適切な内容を多分に含むものでした。そして、下記アのとおり、2020年投資主総会における本投資法人の情報開示及びその後の対応には重大な問題がありました。また、下記イのとおり、請求人が本資産運用会社を通じて新報酬体系の見直しを提言した際、本資産運用会社の回答は、請求人の指摘に誠実に対応するものではなく、投資主利益を軽視するものといわざるを得ませんでした。請求人としては、このような本投資法人及び本資産運用会社の投資主利益軽視の姿勢は、本投資法人による本資産運用会社に対する監督・牽制が適切に機能していないことによるものであると考えており、これを是正するためには、本投資法人のガバナンス体制を強化し、本資産運用会社に対する監督・牽制機能を強化することが必要不可欠と考えます。よって、下記ウのとおり、本投資法人の執行役員として適切な知識と経験を有する杉原亨氏を本投資法人の執行役員として選任するべきであると考えます。

ア　2020年投資主総会における情報開示及びその後の対応に関する問題点

本報酬変更に係る2020年投資主総会の招集通知においては、新報酬体系は「さらなる投資主価値向上」に向けたものであると説明されております。加えて、当該投資主総会に先立って開示された本投資法人の2020年6月15日付「規約変更および役員選任のお知らせ」と題するプレスリリースにおいては、変更前の旧報酬体系下における2015年10月期から2020年4月期までの5年間の資産運用報酬の合計値と、変更後の新報酬体系下における2015年10月期から2020年4月期までの5年間の資産運用報酬の合計値（試算値）とを比較し、新報酬体系下においては資産運用報酬の総額が4.2%の減少となる旨を示すグラフが掲載されています。すなわち、本投資法人の開示資料によれば、新報酬体系に移行した場合、資産運用報酬の総額が減少し、投資主価値向上につながることが示唆されていました。

しかしながら、請求人が本投資法人の開示資料を基に試算したところ、本報酬変更後の2021年4月期から2022年10月期までの4期間の資産運用報酬の実績（新報酬体系に基づくもの）は、旧報酬体系に基づいた場合の資産運用報酬額を有意に上回る金額となっています。例えば、本報酬変更の直後の2021年4月期における資産運用報酬額は、旧報酬体系（料率については上限値を使用しています。以下同じです。）に基づけば約752百万円と試算されるところ、新報酬体系に基づく実際の報酬額は834百万円に増額となっており、約10.9%増額しています。また、その翌期である2021年10月期における資産運用報酬額は、旧報酬体系に基づけば約785百万円と試算されるところ、新報酬体系に基づく実際の報酬額は871百万円に増額となっており、約11.0%増額しています。

新報酬体系と旧報酬体系とで、資産運用報酬の総額にこのような差異が生じた原因は明らかではありませんが、実際にその額に有意な差異が生じていることからすれば、本投資法人は、本報酬変更の時点において、少なくとも資産運用報酬の総額が増加する可能性を十分に認識することができたといえます。それにもかかわらず、本報酬変更前の本投資法人の開示資料においては、本報酬変更による資産運用報酬の減少の示唆とともに投資主価値向上がうたわれており、投資主に対する説明責任の観点から問題のある記載であったといえます。

また、より重要な点として、新報酬体系による資産運用報酬の総額が旧報酬体系に基づくものよりも高額となっていることは、本投資法人及び資産運用会社において、容易に認識することができる事項です。仮に、本投資法人が2020年7月の投資主総会時の開示資料に記載していたとおり、新報酬体系の導入による資産運用報酬額の低減を企図していたのであれば、その導入以降に

事後的な検証を行うことで新報酬体系によって運用報酬額が増加していたことに気付き、2022年7月開催の投資主総会時において、料率を下げて2020年7月当時の開示と齟齬がないようにする等の形でこれを是正することが十分に可能であったといえます。しかし、現在に至るまで、新報酬体系の是正は行われておりません。このように、本投資法人においては、資産運用報酬の減少を示唆して本報酬変更を行ったにもかかわらず、実際に減少になったかの事後的な検証が行われていないというガバナンス上の問題が存在します。

更に、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」については、上記「(3) 第11号議案　規約一部変更（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）の件」の「提案の理由」のとおり、その内容が極めて不合理又は不適切なものとなっており、本投資法人において、実際にこれらの報酬が支払われるべき場面を想定しての実務的な検証が行われずに投資主総会に上程されたものと請求人は考えます。

イ　請求人との対話を通じて顕在化した投資主価値軽視の姿勢

請求人は、2023年2月9日以降、本資産運用会社を通じ、本投資法人に対し、新報酬体系を上記提案のとおりに変更するよう要請をしておりました。しかしながら、本資産運用会社からは、同年3月10日付で、以下に抜粋するとおり、請求人の提案には応諾できない旨の回答を受領しています。

（本資産運用会社による回答の抜粋）

本資産運用報酬体系は、IOR（請求人注：本投資法人を意味します。以下同じです。）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。

（抜粋終わり）

このように、本資産運用会社は、請求人から新報酬体系が極めて高額であること及びその他の新報酬体系に関する問題点についての指摘を受け、新報酬体系の変更についての提案を受けたにもかかわらず、新報酬体系（本投資法人の現在の報酬体系）と、請求人が提案した報酬体系の、いずれが適切であるかについての協議・検討についての建設的な対話に入ることなく、2020年投資主総会における議決権行使結果のみに言及し、請求人の提案を漫然と拒絶しており、投資主利益を軽視する姿勢を見せています。

ウ　杉原亨氏の執行役員としての適格性

上記ア及びイのとおり、本投資法人は、投資主価値の向上という基本的な理念を実現するためのガバナンス体制が十分に構築されていないと考えられます。

これらのようなガバナンス上の問題が解消されない原因の一端には、現執行役員（2020年投資主総会時　監督役員）に不動産業界での実務経験や投資法人の資産運用の経験が無いこと、及び会計・税務を含むコンサルティング業務を提供する会社の代表取締役として、極めて多忙であり、本投資法人の執行役員としての職務には専従していないこと、が挙げられます。以上を踏まえると、ガバナンス上の問題を解消するためには、外部から監督役員だけではなく執行役員を選任し、執行役員をして資産運用報酬に関する資産運用会社との折衝を投資主利益保護の観点から適切に行わせるとともに、両役員をして機動的な役員会運営等を通じた本投資法人のガバナンスのモニタリングを行わせることが望ましいと考えます。

杉原亨氏は、不動産業界での長年にわたる実務経験を有し、上場不動産投資法人の資産運用に長期にわたり携わり、かつ、上場不動産投資法人の執行役員としての執務経験も有するなど、投資法人実務に関する知識と経験を豊富に有しています。すなわち、同氏は、本投資法人にといて不足している、報酬体系の適切性検証のための実務的な能力を補うこと、また、投資主利益に反

するような事態が生じた場合、素早くそれを認識し、機動的かつ適切に対応することが可能な人材です。このような観点から、Berkeley Global, LLC（スターアジアグループ）のマネージャーである杉原亨氏を執行役員として選任することをお願いいたしたいと存じます。

なお、本議案における執行役員の任期は、本投資法人現行規約第19条第3項の定めに基づき、現執行役員の任期の満了と同時にその任期を満了させるべく、本投資法人が現行規約第9条第2項に基づき招集する投資主総会終結の時までとします。

・本投資法人の意見

本投資法人は、以下の理由により、投資主の皆様の利益に資するものではないと判断し、本議案には「反対」いたします。

本投資法人は、投資主が享受できる利益に連動させる資産運用報酬体系を構築することが「1口当たり分配金（DPU）と投資口価値の最大化」という投資主の期待に応えるために必要であると考えております。本投資法人の資産運用報酬体系はかかる観点から合理的に構築されたものであり、当該資産運用報酬体系に基づいて資産運用会社に適切なインセンティブを付与することにより、本投資法人の差別化戦略が奏功し、本投資法人の長期的なリターンが確保されていることは、第１号議案に係る「変更の理由」において述べたとおりです。

これに対し、本議案における提案者であるBGは、本投資法人の基本的な考え方および上記資産運用報酬体系の背景にあるコンセプトを理解しないまま持論を展開し、本投資法人の資産運用報酬体系を、投資主価値の向上に資するものとは言い難い、不合理又は不適切な内容を多分に含むものと決めつけ、2020年投資主総会における本投資法人の情報開示には重大な問題があった、よってガバナンス体制の強化が必要である、と主張しています。しかしながら、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、第5号議案で鍵山氏を執行役員候補者として提案しております。この意味でも、杉原氏を執行役員に選任する必要はありません。

また、杉原氏は、2015年からスターアジアグループに所属しており、本投資主総会の開催を請求した投資主である、スターアジアグループに属するBGのManagerを現任しています。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と本投資法人は投資対象が競合しており、両者の間にはビジネス上の利益相反関係がありますが、後述のとおり杉原氏はスターアジアグループに経済的にも依存していると思われること等からしても、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、杉原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になるように活用することや、本投資法人の意思決定において、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・行動がとられることが懸念されます。

第14号議案において、BGは杉原氏の役員報酬額を月額１万円として提案しているため、本投資法人の全役員が杉原氏と面談した際に杉原氏とスターアジアグループとの関係について確認したところ、杉原氏は本投資法人の執行役員に選任されたとしても、スターアジアグループに籍を残す意向であると明言し、本投資法人の執行役員に選任された後も、同氏とスターアジアグループの関係が維持されること（すなわち、杉原氏が同グループから経済的にも支援を受け続けること）が明らかとなりました。本投資法人としては、いかに杉原氏が誠実・高潔な人物であっても、かかる状況においては、杉原氏がスターアジアグループから独立した立場で本投資法人の利益を最重視して職務にあたることは困難であると考えます。なお、杉原氏からは、投資主から求められればスターアジアグループを退職することも考える旨の発言も一応ありましたが、真にスターアジアグループから経済的にも精神的にも独立していれば、投資主から求められるまでもな

く、自ら積極的に利益相反の懸念を払しょくするのが当然であるといえます。
以上より、杉原亨氏を執行役員として選任することは適切ではないと考えます。

(5) 第13号議案　監督役員 藤永明彦選任の件

・議案の要領

以下の監督役員候補者を監督役員として選任する。

候補者　藤永　明彦（1956年8月25日生）

＜略歴及び重要な兼職の状況＞

| | |
|---|---|
| 1980年4月 | 東京海上火災保険株式会社（現東京海上日動火災保険株式会社）入社 |
| 2001年9月 | ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント株式会社　出向　執行役員財務部長 |
| 2006年5月 | セキュアード・キャピタル・ジャパン株式会社（現PAGインベストメント・マネジメント株式会社）経営企画室長 |
| 2007年4月 | 株式会社ニューシティコーポレーション　執行役員　シニア・バイス・プレジデント |
| 2007年12月 | エム・エス・リアルエステート・アドバイザーズ株式会社　取締役CFO |
| 2009年1月 | ラサールインベストメントマネージメント株式会社（現ラサール不動産投資顧問株式会社）執行役員COO |
| 2015年1月 | 同社　シニアエグゼクティブアドバイザー |
| 2017年2月 | トーセイ・アセット・アドバイザーズ株式会社　代表取締役社長 |
| 2020年2月 | 同社　取締役会長 |
| 2022年2月 | 同社　退任 |

（注1）上記監督役員候補者は、2023年3月17日現在、本投資法人の投資口を保有していません。
（注2）上記監督役員候補者と本投資法人との間には、特別の利害関係はありません。

・提案の理由

上記「(4) 第12号議案　執行役員杉原亨選任の件」の「提案の理由」のとおり、本投資法人は、投資主価値の向上という基本的な理念を実現するためのガバナンス体制が構築されていないと考えられます。このようなガバナンス体制の問題を解消するためには、外部から執行役員及び監督役員各１名を選任し、執行役員をして資産運用報酬に関する資産運用会社との折衝を投資主利益保護の観点から適切に行わせるとともに、両役員をして機動的な役員会運営等を通じた本投資法人のガバナンスのモニタリングを行わせることが望ましいと考えます。

藤永明彦氏は、多くの著名な不動産会社や上場不動産投資法人の資産運用会社において、代表取締役社長、執行役員等の重要な役職を歴任しており、不動産の投資運用実務に極めて精通した人物です。加えて、同氏は、ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント株式会社において財務部長を、エム・エス・リアルエステート・アドバイザーズ株式会社においてCFOを務めるなど、財務分野における深い知見を有しており、不動産業界の知見に基づく報酬算定式自体の適切性及び財務分野における知見に基づく支払額の適切性の両面からの分析及び監督が可能です。したがって、資産運用報酬体系の適正化が問題となっている本投資法人の監督役員として、まさに適任な人物であります。

このような観点から、藤永明彦氏を監督役員として選任することをお願いいたしたいと存じます。

なお、本投資法人規約第18条に基づき、監督役員の員数は、執行役員の員数に1を加えた数以上とされております。また、本議案における監督役員の任期は、本投資法人規約第19条第3項の定めに基づき、現監督役員の任期の満了と同時にその任期を満了させるべく、本投資法人が現行規約第9条第2項に基づき招集する投資主総会終結の時までとします。

・本投資法人の意見

本投資法人は、以下の理由により、投資主の皆様の利益に資するものではないと判断し、本議案には「反対」いたします。

藤永明彦氏は、「不動産業界の知見に基づく報酬算定方式の適切性及び財務分野における知見に基づく支払額の適切性の両面からの分析及び監督が可能」という理由で監督役員候補者として掲げられております。しかしながら、本投資法人の資産運用報酬体系の合理性は既に検証されているところであり、実際に、当該資産運用報酬体系に基づくインセンティブ付与により本資産運用会社が十分な運用成果をあげていることは、前述のとおりでありますが、今後の更なる検証を行う際に、不動産・金融業界における知見を付加するという点では、第5号議案および第6号議案で本投資法人が提案した候補者がそれぞれ執行役員および監督役員に就任することで達成可能であるため、同氏を監督役員に追加選任する必要性は見当たりません。

加えて、本投資法人の全役員が藤永明彦氏と面談し、候補者の資質・実績・専門性等の観点から検討・審議いたしましたが、今回の監督役員候補への選定経緯および杉原亨氏との関係性に照らして、藤永明彦氏が本投資法人の監督役員に選任された場合、上記のとおり、本投資法人との利益相反が懸念される杉原亨氏の意向を偏重する可能性を払しょくできません。

以上より、藤永明彦氏を監督役員として選任することは適切ではないと考えています。

(6) 第14号議案　規約一部変更（役員報酬上限設定）の件

・議案の要領

本投資法人の規約第20条第3号として、以下の項目を追加する。

(3) 第1号第一文および第2号第一文に定める執行役員および監督役員全員の報酬の総額は、月額1,090,000円を上限とする。

変更の内容は以下のとおりです。

（下線は変更部分を示します。）

| 現行規約 | 変更案 |
|---|---|
| 第 20 条（役員の報酬の支払基準）<br>（記載省略）<br>(1)～(2)（記載省略）<br>（新設） | 第 20 条（役員の報酬の支払基準）<br>（現行のとおり）<br>(1)～(2)（現行のとおり）<br>(3) 第1号第一文及び第2号第一文に定める執行役員及び監督役員全員の報酬の総額は、月額1,090,000円を上限とする。 |

・提案の理由

上記「(4) 第11号議案　執行役員杉原亨選任の件」及び「(5) 第12号議案　監督役員藤永明彦選任の件」で提案している執行役員及び監督役員の増員は、本投資法人のガバナンス改善のための措置であり、投資主利益の維持・向上を目的とするためのものでありますが、これらの役員の増員によって本投資法人の費用負担が必要以上に増加することを避ける観点から、役員報酬を合理的な範囲に抑えるため、役員報酬総額について、上限を設定するものです。

執行役員及び監督役員の報酬総額の上限額としてご提案する月額1,090,000円は、本投資法人の第34期計算期間における資産運用報告から確認できる現役員の報酬額に、新たに選任をお願いしている執行役員の報酬として月額1万円、新たに選任をお願いしている監督役員の報酬として他の監督役員の月額報酬と同額を加算した金額であり、具体的な内訳は以下のとおりです。

| | | |
|---|---|---|
| 現執行役員 | 月額 | 360,000円 |
| 現監督役員2名分 | 月額 | 480,000円 |
| 新執行役員 | 月額 | 10,000円 |
| 新監督役員 | 月額 | 240,000円 |

・本投資法人の意見

本投資法人は、以下の理由により、投資主の皆様の利益に資するものではないと判断し、本議案には「反対」いたします。

本投資法人は、適切な役員報酬水準を確保することは投資主にとって極めて重要であると考えており、第7号議案において、上限金額を一定程度引き下げつつ、役員報酬の金額の決定を本投資法人の役員会ではなく投資主総会の決議事項とすることをご提案しております。

第14号議案は、役員増員によって本投資法人の費用負担が増加することを避けるため、役員報酬の決定権限は役員会に留保したまま、単純に役員報酬の上限枠を大幅に引き下げるものですが、新任執行役員には名目的な報酬しか支払わないことを前提とするなどその内容は適切ではありません。第7号議案のとおり投資主本位で役員報酬が決定されるようになれば、不合理に役員報酬の費用負担が増加する懸念は払しょくされる上、物価・賃金動向や本投資法人の実績を考慮し、投資主がより適切な役員報酬額を決定できることになります。したがって、本投資法人は、第7号議案が適切と考えております。

4. 日程

| | |
|---|---|
| 2023年5月25日（本日） | 役員会にて本投資主総会提出議案を決議 |
| 2023年6月1日 | 本投資主総会招集ご通知を本投資法人および東京証券取引所のホームページに掲載（電子提供措置の開始）（予定） |
| 2023年6月8日 | 本投資主総会招集ご通知発送（予定） |
| 2023年6月23日 | 本投資主総会開催（予定） |

5. その他

本リリースに記載しております投資法人提案およびBG提案に対する本投資法人意見について簡潔にまとめた「補足説明資料」を近日中に開示いたしますので、ご参照願います。

以　上