

陳述書

(私が学習してきた基本的な知識に基づく考察の末に到達した本事件の真相)

私の購入したレジットの価格がある日突然1万円から3,000円に下落しました。その時から、私は、この様なことが一体なぜ起きたのか?、管理会社や藍澤証券は一体何をしたのか?、まともな説明を受けられない中で、必要に応じて基本的な知識を仕入れて自分なりに調査をして考察を深めてきました。

藍澤証券やファンドクリエーション(以下「被告ら」と言います)は、裁判になってもまともな理由を答えてくる気配はなく、私を含めた投資家の素朴な疑問に誠実に向き合ってくれる見込みも全くありません。何らかのリスクが発生してレジットの価格が下落するのであれば、私は投資家として当初からそれを受け入れる覚悟をしてきましたが、本件は単なるリスクの発生ではなく、投資家を落とし入れる活動がなされたという感をぬぐえません。

私は、投資の専門家ではありませんが、コンピューターソフトウェア開発を職業としてきました。この中では、各企業が営む仕入・在庫・売上などの業務を管理するシステムや税金に関するシステムなどの経済活動をモデル化して間違いなく把握してコンピューターに実施させることが必要です。本事件についても各種の因果関係をもとにして事件の全体像を理解しようと私は努めてきました。その中では、投資信託に関する基本的な仕組みを理解することが必要でしたし、一物多価の不動産価格、特に収益還元法に関する知識が必要でした。そこで、こうした知識を仕入れて、冷静に客観的に私は自分なりにこの事件の真相を分析しました。そして、自分としては、私の分析結果は、枝葉の部分を除いて大筋では正しいと自信をもつに至りました。本事件に見られる数々の疑惑のほとんどすべてに説明が付くからです。

ここに、私がこの事件について学び、分析した結果を提出いたします。ここには、①収益還元法についての説明、②リーマンショックが各種不動産価格に与えた影響、③投資信託の基本的仕組み、④被告らの説明や弁明が詭弁的であることの説明、を記載してあります。私は、現在この事件を題材にした本を執筆しています。そのため、ここに提出する文書は、その原稿からの抜粋に一部加筆したものであり、陳述書風の文章になっていない点をご容赦ください。

判断の参考にしていただければありがたいと思います。

なお、私の分析は、主として、甲42 国土交通省発行「不動産鑑定評価基準」、甲2の1 レジット目論見書、丙3 売り急ぎ修正率に関する説明、一般社団法人投資信託協会ホームページ、などを参考にしました。

本文書は、私が執筆中の本の中の本控訴に関係する次の3ヵ所を抜き出したものです。

- ・ 本文の一部（式1）
- ・ 付録1 不動産は一物多価、いろいろある中でも特異な収益還元法
- ・ 付録2 レジット事件を理解するために必要な投資信託に関する知識

以下にこれらを示します。

本文の一部

式1は、投資家に帰属するところのレジットの資産の小計金額である**純資産総額**（付録2参照）を算定して、ひいては**純資産総額**の1口あたりの値段である**基準価額**を算出する処理（**資産算定処理**という）に用いる重要な計算式です。どの投資信託においても、レジットにおいても、**純資産総額**の増減は、投資家の資産の増減に直結するので、**純資産総額**は、投資信託を保有する投資家の資産価値を示す要ともいべき数値（小計金額）です。

式1：請求目論見書（2005年版）の7ページに記載の直接還元法の計算式

$$\text{不動産の受益権の時価} = \frac{\text{各営業者の保有する不動産からの収益等（賃料収入等）純額の年間合計額}}{\text{収益還元率}}$$

時価を決める計算式ですから、時価と書いてあることにご注目ください。

正しくは、レジットの資産は受益権という形態なので不動産の受益権となっています。

収益還元率は、還元利回りとも呼ばれ、一定期間の純収益から不動産価格を求めるために使われる利回りです。式1の収益還元率は、1年間の純収益を基にするので、年利で表現されます。

投資家が投資した投資金は、投資対象の資産（株式、債券、不動産など）に投資されてそれぞれの姿に形を変えられます。こうすることで、現金とは違って、投資金は価格が変動する資産になり、その価格は**時価**と表現されます。これが元本保証されない理由です。ただし、投資対象資産の時価は、当然のことですが投資信託の管理・運用者側が勝手に変えられるのではなく、投資対象のそれぞれの市場価格にまかされます。そして、投資信託ごとに決まった投資対象資産の時価の投資家分の小計金額が**純資産総額**ですから、**純資産総額**は投資対象の市場の動向に左右されます。これが投資信託の投資という意味です。

レジットの場合、投資対象は収益源物件と呼ばれる不動産であり、その時価は式1によって算出されます。つまり、収益還元法の細分類の一つである直接還元法（付録1参照）で収益源物件の時価を算定します。この時価の投資家分の小計金額がレジットの**純資産総額**です。そして、レジットの時価は、不動産の賃貸市場の動向に左右されるものです（付録1の「1.4 収益源物件の賃貸市場と売買物件の不動産売買市場」参照）。賃貸市場を見ると、比較的平穏であり、リーマンショックの影響をほとんど受けていません（甲31）。したがって、レジットの**純資産総額**の1口あたりの値段である**基準価額**は、過去何年もの間、1万円前後を維持できてきましたし、レジットの資産算定処理に従って正しく**基準価額**を算出すれば、リーマンショックの影響はほとんどないことが分かるでしょう。

レジット事件とは、投資信託の基本的仕組み、および事件当時の日本の経済環境に反して、被告らが**基準価額**を1万円から3,000円に下落させたものだといえます。

付録 1 不動産は一物多価、いろいろある中でも特異な収益還元法

被告らは「リーマンショック」という単語を魔法の言葉のように繰り返すことによって、世の中のほとんどのものの価格が下がったかのようなイメージを投資家に与えました。そして、レジットの1口あたりの値段である基準価額の下落、および分配金の減額を正当化することを目指したと考えられます。しかし、リーマンショックがどのような因果関係をもってレジットの基準価額および分配金に影響を及ぼしたのかについて、被告らは語ろうとしませんでした。ここでは、不動産価格の成り立ちに踏み込んで詳しく見ることによって、収益還元法に関する正しい理解を得るとともに、リーマンショックが各種の不動産価格に与えた影響について考察します。

1.1 価格を決める経済学の基本原理

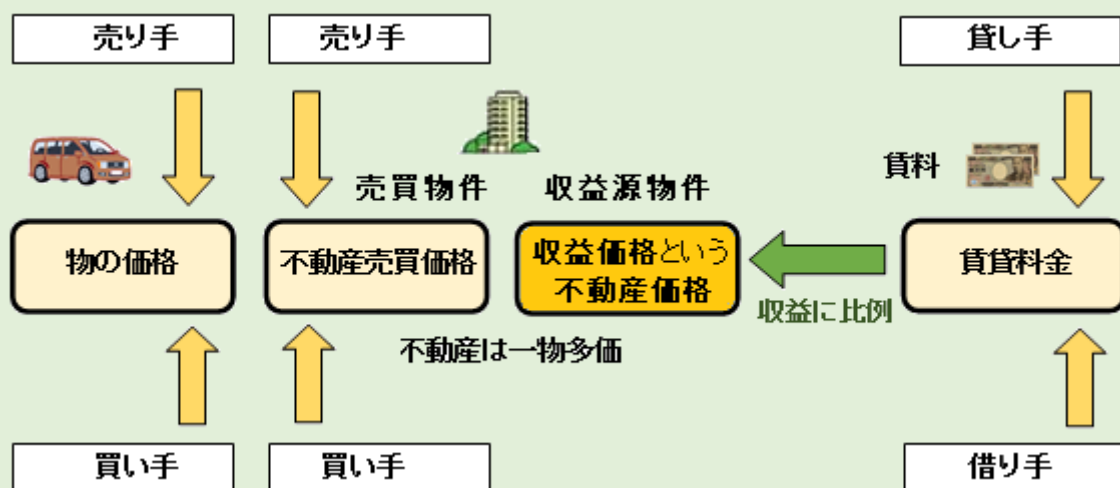
通常の物の価格たとえば車の価格、および不動産売買価格、賃貸料金などは、下図の黄色の矢印のように当事者である買い手（賃貸料金の場合は借り手という）と売り手（賃貸料金の場合は貸し手という）の需要と供給のバランスによって決まります。これが経済学の基本原理です。たとえば車の価格は、購入予定者と車のディーラーとの間の虚々実々の駆け引きを伴う値引き交渉で決まるかもしれません。中古車の場合は、需要と供給の関係から中古車市場が形成されていて、その相場が価格を決定する主要な役割を果たすことでしょう。ただし、市場といっても、青果市場のような纏まりをもち競争がなされるとは限らず、漠然としていることもあります。いずれにしても、ほとんどのものには、その市場があって、その市場の相場が価格（市場価格）を決定する主要な役割を果たしています。

1.2 一物多価の不動産価格

普通の商品は、一物一価が原則です。しかし、不動産については、何に価値を見出すのかという観点の違いなどによって異なる価格、すなわち一物多価だと言われています。国土交通省が発行した権威ある「不動産鑑定評価基準」の中には、① **原価法**、および ② **取引事例比較法**、③ **収益還元法**という観点の異なる三つの代表的な不動産価格の算定方法が記載されています。そして、それぞれの算定方法によって、当然のことながら不動産価格は違ってきます。これらの他に、一般に債権回収処理の際などに用いる**早期売却価格**という不動産価格もあります。また、他には見られないレジット特有で内容不透明の不動産価格として**早期売却を前提とする評価額**（当初は評価目的だと言いながら価格改変に用いた不動産価格）があります。これら以外にも各種の不動産価格がありますから、どの算定方法による価格なのかを明確にしないと、不動産価格は曖昧模糊として定まりませし、その意味や狙いも定まりませし。たとえば、新たにビルを建てて販売する場合もあるし、中古物件を転売する場合もあるし、賃貸事業を営む場合もあるので、それぞれに相応しい不

動産価格を用いることとなります。

不動産価格のほとんどは、通常の物の価格と同様に、当事者である買い手と売り手の需要と供給のバランスで決まります。しかし、収益還元法による不動産価格（**収益価格**という）は特別で、下図の緑色の矢印のように当事者以外の借り手と貸し手に関する賃貸料（不動産売買価格ではない要素）によって決まります。その賃貸料金とはいうと、一般の価格と同様に、賃貸市場における当事者である不動産の借り手と貸し手の需要と供給のバランスによって決まります。しかし、収益価格という不動産価格は特殊で、当事者以外の関与があるところの別のものの価格（具体的には賃貸料金）が不動産価格を決定することとなります。



なぜ、収益還元法がこのような特殊な価格決定方式なのかということ、不動産が賃貸事業を営む際の一種の設備、すなわち**収益源物件**だからです。不動産自体を商品とみなすときは**売買物件**ですから、通常の商品と同様に当事者間の需要と供給のバランスで価格が決まります。しかし、事業の用に供する不動産の場合には、収益源物件とみなされて収益還元法が使われるのが普通です。

一般に、ある不動産価格から別の不動産価格への改変は、不動産価格の一貫性を破壊する暴挙であり許されません。ただし、レジットにおいては、解約を申し出た投資家の収益源物件をやむを得ず売買物件に変更せざるを得ない場合があります。それは目論見書にあるように、たとえば解約口数が新規購入口数を上回るなどのために賃貸事業を継続する後継者が見つからずに、賃貸事業を縮小する場合です。このような場合には、売却決済処理が実施されて、売却対象不動産を売却し、解約金を捻出します。このときに、売却対象不動産の直接還元価格と不動産売買価格は一致していることは稀なので、これらの価格間の換算処理が必要になり、その際に不動産価格換算リスクが発生することに留意が必要です。

これについては、付録2の「2.6 売却決済の際に発生する換算リスク」を参照ください。このやむを得ない場合を除いて、売却決済処理の前または後に鑑定評価方法を変更して別の不動産価格に改変することは禁止されています。なぜなら投資家の資産を被告らが自分のものであるかのように勝手に扱う行為であり、市場価格と関係なく投資家の資産価値を低くする価格操作が可能になるからです。

目論見書に書かれていませんが、レジットへの総投資額が増えた場合、賃貸事業を拡大するために収益源物件の追加購入が必要になります。この場合、投資資金で売買物件を購入して収益源物件に追加することもあるでしょう。これはやむを得ない必要な処置であり、売却決済処理の逆処理とて許さざるを得ません。なお、この際にも、これらの価格間の換算処理が必要です。ただし、この換算処理は、不利なリスクが発生するとは限らず、被告らにとって有利な場合もあります。たとえば、同一不動産の不動産売買価格が直接還元価格よりも低い場合には、不動産を安価に購入できるので被告らにとって有利です。

1.3 収益還元法

レジットの賃貸ビジネスにおいては、収益源物件からの賃料収入を安定的・継続的に受け取ることができます。そして、賃料収入から費用を差し引いた金額が賃料収益になります。この状況において、レジットの最大の関心事は、より多くの賃料収益をあげることです。すなわち、収益源物件の資産価値は賃料収益にこそ宿ると捉えて、レジットでは賃料収益をもとにして収益源物件の不動産価格を決めます。なお、レジット以外にも、一般に事業の用に供する不動産の価格は、収益性ベースの価格決定方式が使われることが多いので、よく知られた収益還元法という形にまとめられています。いずれにしても、収益をベースにして算定した金額を、そのもと（根源）であるところの不動産価格に還元するという特徴が収益還元法という名前の由来です。

国土交通省が発行した権威ある「不動産鑑定評価基準」の25頁から、収益還元法の説明があります。この資料に沿って、その一部を引用しながら、収益還元法について見ておきましょう。収益還元法の概要が次のように説明されています（下線は筆者による）。

「収益還元法は、対象不動産が将来生み出すであろうと期待される純収益の現在価値の総和を求めることにより対象不動産の試算価格を求める手法である（この手法による試算価格を収益価格という）。」

「収益還元法は、賃貸用不動産又は賃貸以外の事業の用に供する不動産の価格を求める場合に特に有効である。」

「また、不動産の価格は、一般に当該不動産の収益性を反映して形成されるものであり、収益は、不動産の経済価値の本質を形成するものである。したがって、この手法は、文化財の指定を受けた建造物等の一般的に市場性を有しない不動産以外のものにはすべて適用すべきものであり、自用の住宅地といえども賃貸を想定することにより適用されるものである。」

「不動産鑑定評価基準」によると、収益還元法には、**直接還元法**と**DCF法**（ディスカウント・キャッシュ・フロー法）の二つがあるとされています。ですから収益還元法とは、これら二つの不動産価格算定方法の総称名になります。そして、直接還元法による不動産価格を**直接還元価格**と呼び、DCF法による不動産価格を**DCF価格**と呼ぶとすれば、収益価格とは、これら二つの不動産価格の総称名になります。したがって、収益還元法とは、直接還元法またはDCF法のことであって、収益還元法による不動産価格（収益価格）向けの専用の特定の算定計算式があるわけではありません。また、収益価格とは、直接還元価格またはDCF価格のことです。

「不動産鑑定評価基準」の25頁には直接還元法による不動産価格の算定計算式があり、26頁にはDCF法による不動産価格の算定計算式が掲載されています。どちらの計算式においても「**1.2 一物多価の不動産価格**」の図の緑色の矢印で示したように、収益に応じて不動産価格を決めます。

直接還元価格の算定計算式は、シンプルであり、レジットの目論見書に掲載の「時価」算定のための計算式（本文の**式1**参照）と同じです。ですから、レジットは、漠然とした収益還元法ではなく明確に直接還元法を採用していることが分かります。レジットにおいては、この計算式をもとにしてレジットの価値の本体（投資家に帰属する収益源物件の直接還元価格の小計）である純資産総額（付録2の「**2.3 レジットの特徴を踏まえた投資信託に関する用語などの説明**」参照）を算定して、ひいてはレジット1口あたりの値段である基準価額を算出すること（**資産算定処理**という）になります。

なお、還元利回り、および収益還元率は同じ意味です。そして、純収益および、収益等純額も同じ意味です。なお「純」は、投資家に帰属することを表します。

DCF価格の算定計算式は、かなり複雑です。なぜなら、指定した3年とか5年とかの将来の保有期間に予想される収益をもとにして、DCF価格を決めるので、算定計算式に設定するパラメタが多いからです。たとえば、各年の予想収益を個々に別々に設定することもできます。

DCF価格の算定計算式には、**現在価値**という考え方が貫かれています。現在価値とは、将来に予想されるキャッシュ・フロー（現金流量）を現在の価値に割り引いたものです。なお、割引の典型例を示すと、百万円の現金と支払期日が1年後の百万円の約束手形とでは、前者のほうが高価値で有利です。なぜなら、1年後の百万円の約束手形を現金化して現在価値を求める場合、手形の割引料が必要ですから百万円よりも低額になるからです。

ところで「不動産鑑定評価基準」には、対象不動産が将来生み出すであろうと期待される純収益の現在価値の総和を求めることにより対象不動産の**収益価格**（DCF価格）を求めるという趣旨が記載されています。ですから、DCF価格の算定計算式は、毎年の予想収益と保有期間満了時の不動産価格（復帰価格）という、キャッシュ・フロー（現金流量）のそれぞれの現在価値の総和を求める計算式になっています。なお、復帰価格としては、保有期間満了時の直接還元価格を現在価値に割り引いた金額を用いるのが基本です。です

から、**収益還元法の細分類の直接還元法と同様に、DCF法の式の中にも、不動産売買価格は現れません**。なお、DCFという名前は、現金流量（キャッシュ・フロー）を現在価値に割り引く（ディスカウントする）ことに由来します。

直接還元法とDCF法の算定計算式は、似ていないようにみえます。しかし、収益源物件の各年の予想収益（の現在価値に割り引く前の金額）が一定で非常に長い期間にわたって保有する場合を考えると、DCF価格の算定計算式は、直接還元価格の算定計算式に一致するように収束します。ですから、これら二つの計算式は、収益還元法というグループの中で姉妹関係にあります。

1.4 収益源物件の賃貸市場と売買物件の不動産売買市場

最初に、不動産の賃貸市場と売買市場の違いについて見ておきましょう。どちらの市場においても、需要と供給のバランスによって価格が決まるという経済学の基本原理が重要な役割を果たします。しかし、次の違いがあります。すなわち、賃貸料金は不動産の借り手と貸し手の需要と供給のバランスによって決まり、これとは別建てに、売買価格は不動産の借り手ではなく買い手と売り手の需要と供給のバランスによって決まります。ですから不動産の賃貸市場と売買市場とは、それぞれ別物です。

レジットのように収益源物件を保有して賃貸ビジネスを営む場合、注目すべきは**賃貸市場**です。なぜなら、この動向が賃料収入を左右するからです。その賃貸市場ですが、たとえば不動産の借り手が減ると賃貸料が低くなり、借り手が増えると賃貸料が高くなります。ただし、賃貸料は、一般に2年間ほどの賃貸契約として取り決めるものですし、不動産の賃貸を止めるには引っ越しなどが必要になりますから、賃貸料は直ぐに変化するものではありません。また、リーマンショックが発生したので賃貸料を下げよという要求がとあったわけでもありません（甲31）。これらに加えて、藍澤証券は、賃料収入はほとんど変わっていないと述べました。藍澤証券が誤りのあるFax「レジット事件は賃料収入の減少というリスクが顕在化したものである」を送った後に、それを訂正したときのことです。

レジットの収益源物件の価格は、直接還元法で決める直接還元価格ですから、平穏な不動産の賃貸市場の影響を受けるのであって、値動きの大きな不動産の売買市場の影響を受けるものではありません。レジットの純資産総額ひいては基準価額は、賃貸市場の動向に左右される直接還元価格をもとにして算定します。ですから、リーマンショックの影響をほとんど受けません。したがって、リーマンショックの影響によってレジットの基準価額が10分の3に急落するような変化は、何か恣意的な仕掛けがないと考えられません。

これに対して、不動産の売買物件の取引は、**売買市場**の影響を受けます。その売買市場においては、たとえば不動産の買い手が減るとあまり間をおかずに売買価格が低くなり、買い手が増えるとあまり間をおかずに売買価格が高くなります。リーマンショックの発生当時には、その影響が売買市場に及び、市場は低迷をきたしたようです。したがって、不

不動産売買価格はそれ以前より少しばかり下落したともいわれています。

もしも不動産の売買ビジネスを手掛ける会社があるとすれば、**取引事例比較法**による評価額に注目することでしょう。なぜなら、不動産売買価格は、取引事例比較法による評価額が最もよくあてはまると言われるからです。ですから、そういう会社では、主として取引事例比較法による評価額を手掛かりの一つとして不動産を仕入れるべきか、売却すべきかを判断することでしょう。そして、不動産の売買価格の上がり下がりからくるキャピタルゲインの獲得を目指すでしょう。しかし、評価額はあくまでも評価額であって、必ずしも売買価格と一致するわけではありません。幾らで売れるのかは、実際に売却してみないと確定しません。すなわち、売買価格は、不動産を売買市場にさらして、売却しようとする行為が成就したときに決まります。

なお、レジットの純資産総額ひいては基準価額は、売買市場における売買価格の上がり下がりからくるキャピタルゲインの影響を受けません。しばしば誤解されるので、注意が必要です。レジットのキャピタルゲインとは、直接還元法で算定した直接還元価格の上がり下がりからくるものです。したがって、賃貸市場の動向に左右される賃料収入をベースとした賃料収益で決まる直接還元価格の**差分**に他なりません。これについては、**付録2**の「**2.4 レジットのインカムゲインとキャピタルゲイン**」を参照ください。

不動産の賃貸市場と売買市場にはこのような違いがありますが、たとえば最寄り駅が近いなどの一般に優良物件とされる不動産は、賃貸市場においても売買市場においても、ともに高値を示します。すなわち、これら二つの市場の不動産価格には、かなり強い相関があります。しかし、レジット事件発生当時は、リーマンショックの影響で、売買市場が低迷しましたが、賃貸市場は比較的平穏を保ちました。この結果、賃貸市場と売買市場は異なる様相を呈することになりました。

不動産の賃貸市場に左右される直接還元価格と売買市場に左右される不動産売買価格は、それぞれが非同期に変化するものであり、常に一致するなどということは考えられません。大きな不一致も生じることでしょう。したがって、直接還元価格と不動産売買価格との間の換算レートなるものを考えると、このレートは変動するものと捉えなければなりません。これについては、**付録2**の「**2.6 売却決済の際に発生する換算リスク**」を参照ください。

1.5 早期売却価格とその試算例

債権回収処理の際などには一般に**早期売却価格**なるもの（レジット特有の**早期売却**を前提とする**評価額**ではありません）を用います。不動産の早期売却を目指す場合は、長期に渡って売買市場にさらし続けることができませんし、足元を見られるかもしれませんから、通常よりも安値で取引せざるを得ません。こうした点に配慮して、債権回収処理の際には、早期売却価格なるものを用います。これは、取引事例比較法による不動産価格などに早期

売却減価修正を施すので、元の不動産売買評価額から4割ほど差し引いた6割ほどの金額になります。早期売却減価修正または売急ぎ修正は、確実に売却して資金を回収できるような価格を見積もるための補正です。

ここでは、早期売却価格の実感を得るために、ある条件の下に早期売却価格を求めてみます。ある投資信託（破綻投信という）が破綻したために、債権回収処理の一環として、破綻投信が保有していた不動産を売却する場合を想定します。

その際の条件とは、以下のとおりレジット事件の発生直前の状況を模したものにしてみました。破綻投信では不動産を収益源物件として賃貸事業の用に供しており、その価格を直接還元法で算定していたとします。破綻の原因は分配金の支払いに行き詰ったためなのか、何なのか知らされていません。しかし、幸いなことに収益源物件だけは、すべて残存しており、これが債権回収の対象です。破綻投信の純資産総額は、直接還元価格で**350億円**であるとしています。これは収益源物件の直接還元価格をすべて合計した全資産うちの投資家に帰属する小計、すなわち純資産です。ただし、収益源物件の購入時に金融機関などから借金をしており、借入比率を45%（レジットの複数の借入比率に関する被告らの説明は理解することが無理でしたが、とにかくこの値である）とします。これらは、破綻の有無を別にする、実際のレジット事件の発生直前の状況に近い数値です。なお、早期売却価格を求める際の早期売却減価修正は、元の不動産売買評価額の6割に減ずるものとします。不動産売買価格を評価した後に早期売却価格を求めることになります。

ところで、レジットにおいても他の通常の投資信託と同様に、投資対象の資産（レジットの場合は収益源物件）の評価方法を人為的に変更することは、目論見書に違反する行為です。なぜなら、投資信託の要ともいえるべき純資産総額が市場価格と無関係に変化してしまうからです。しかし、被告らは、目論見書の記載「鑑定評価額は、個々の不動産鑑定士の分析に基づく分析時点における評価を示したものととどまります。同じ物件について鑑定を行った場合でも、不動産鑑定士、評価方法、調査方法または調査時期によって鑑定評価額が異なる可能性があります。」を根拠として、不動産の鑑定評価方法を被告らが勝手に変更しても構わないという誤った主張をしています。なぜ誤りかという、目論見書の記載からは収益源物件の鑑定評価方法の勝手な変更が許されるなどとは解釈できません。この記述は、どういう場合に「鑑定評価額が異なる可能性がある」のかを説明したものです。そして、もしも投資家が収益源物件と似たような物件の鑑定評価額が、収益源物件の鑑定評価額と異なるとクレームを付けたときに、それを退ける防衛的な意味の記述です。さらに、もしも鑑定評価方法の変更が許されるとすれば、被告らの意向でレジットの純資産総額を自由に操作できることになり、レジットは投資信託として成り立たなくなります。それに、鑑定評価は、収益還元法（計算式からは収益還元法の細分類である直接還元法）を用いると目論見書に明記されているので、被告らの解釈は、目論見書の記述と矛盾します。したがって、レジットの収益源物件の鑑定方法を変更することは許されていません。

鑑定方法の変更は許されていませんが、ここではレジット事件発生直前を模した条件の下に、レジットとは別に、いわば別の鑑定方法による早期売却価格を求める練習をしてみます。すなわち、債権回収処理のために収益源物件の鑑定方法を早期売却価格に変更するという禁断の処理によって価格改変をした場合の試算をすることにします。

上記の条件の下に借入金および収益源物件の合計金額を算出します。表1の黄色部分のように借入金は約286億円で、借入金を含む収益源物件の直接還元価格の合計金額は約636億円と算出できます。なお、ここでは過去の不動産購入時点において不動産の売買価格と直接還元価格は一致していたものとしています。

表1の黄色部分を検算すると、純資産総額は、350億円(=636億円-286億円)となり、借入比率は、ほぼ45%(=286億円÷636億円)です。これで検算ができました。なお、純資産総額とは、合計金額のうちの投資家に帰属する部分の小計です。

表1：早期売却価格の試算例

試算例	試算例1	試算例2
価格の種別		
収益源物件（純資産総額）	350億円（直接還元価格）	
収益源物件（45%の借入金）	286億円	
収益源物件（合計金額）	636億円（直接還元価格）	
売買物件（合計の売買価格）	636億円	573億円
早期売却価格（借入金を含む）	382億円	344億円
早期売却価格（借入金返済後）	96億円	58億円
直上に記載の価格 ÷ 350億円	27%	17%

最初に不動産売却時点において直接還元価格と不動産売買価格とが一致している場合（試算例1という）を見積もります。すなわち、636億円の収益源物件を売買物件とした場合の不動産売買価格が表1の青色部分のように636億円のケースです。このケースは、不動産売却時の決済の際に特別な損失（不動産価格換算リスク）が発生しないと仮定したものです。ただし、これはレジットの実際の状況とは少し違うかもしれません。

ここで回収可能な早期売却価格を算出します。借入金を含む早期売却価格を求めると約382億円(=636億円×0.6)となり、そこから借入金286億円を差し引くと、借入金を含まない早期売却価格は約96億円になります。このように差し引くのは、借入金を優先して返済しなければならない通常の借入契約を想定したものです。そして、破綻投信に関する他の債権・債務は知らされていないので収益源物件に関する債務は、収益源物件の債権で賄うものとして試算しています。

これらのことを前提にすると、350億円だと見込まれていた収益源物件からの回収可

能金額が96億円（ただし直接還元価格と不動産売買価格が等しい試算例1の見積値）となります。これは当初の350億円から73%減の27%に当たります。

回収可能金額は、350億円の6掛けの210億円（ $=350\text{億円}\times 0.6$ ）ではありません。このように単純に考えた場合よりも損失が拡大する理由は、借入金があるためであり、さらに借入金のためにレバレッジリスクが発生する結果です。なお、レバレッジ（この原理）リスクとは、投資家からの資金に借入金を加えて投資をするような場合に発生するリスクです。少ない投資資金で、この働きのように大きな利益が得られる場合がある反面、この方向が逆転すると損害が拡大して元も子もなくなる場合さえあります。

次に、直接還元価格と不動産売買価格とが一致していない場合の例として、不動産売却時点の不動産売買価格が直接還元価格の9掛けの場合（試算例2という）を見積もってみます。リーマンショックの影響も関係して不動産価格換算リスクのために、同一不動産でありながら不動産売買価格が直接還元価格よりも低いことがあり得ます。これについては、付録2の「**2.6 売却決済の際に発生する換算リスク**」を参照ください。

不動産売買価格が直接還元価格の9掛けとすると、全収益源物件の不動産売買価格の合計値が表1の青色部分のように約573億円（ $636\text{億円}\times 0.9$ ）になります。この早期売却価格を求めると、早期売却減価修正のために約344億円（ $=573\text{億円}\times 0.6$ ）となり、そこから借入金286億円を差し引くと借入金を含まない早期売却価格は58億円になります。これらのことから、350億円だと見込まれていた収益源物件からの**回収可能金額が58億円**（ただし不動産売買価格が直接還元価格の9掛けの試算例2の見積値）となります。これは当初の350億円から83%減の17%に当たります。

これらをまとめると、直接還元価格で算定していた資産を対象に、債権回収のために不動産価格の鑑定評価方法を早期売却価格に変更すると、次の三つの要因によって、純資産総額に大きな減額が発生することが分かります。①直接還元価格と不動産売買価格の換算レートの変動からくる不動産価格換算リスクによる減額、②不動産価格の変更によって発生する早期売却減価修正による早期売却価格の低下による減額、③借入比率が高いことからくるレバレッジリスクによる減額の拡大。

これらの3点のうちリーマンショックの影響を受けそうなのは、①直接還元価格と不動産売買価格の換算レートの変動からくる不動産価格換算リスクだけです、残りの2点はリーマンショックと無関係です。なお、リーマンショックの影響については、幅広く考察してみたのですが、①以外には、ある程度の因果関係を説明できるほどのものは見当たりません。なぜなら、レジットのほとんどすべては、賃貸市場に依存するので、リーマンショックの影響は、極めて限定的だからです。

1.6 不動産価格変更の思考実験と実際のレジット事件との比較

ここで次の思考実験をしてみます。それはレジット事件発生直前の全投資家の全収益源物件の不動産価格を直接還元価格から早期売却価格へ変更する思考実験です。本来であれ

ば、不動産の鑑定評価方法の変更は許されませんが、これによる不動産価格の改変を仮にあえて実施すると何が起きるのかを考察するのです。この思考実験結果は、たとえば試算例1を参考にすると、レジットの投資家に帰属する資産であるところの純資産総額が突然350億円から96億円へと大幅減になり、レジットの基準価額が1万円から73%減の2,700円に下落してしまいます。ここには、被告らが大騒ぎをした一部の投資家たちの解約の申し出は含まれていませんが、それなしであっても不動産価格の鑑定評価方法の変更によって、大幅な純資産総額の減額および基準価額の下落が発生することが分かります。

実際のレジット事件においては、早期売却価格ではなく、早期売却を前提とする評価額への価格改変ですし、一部の投資家たちからの解約の申し出による影響があるかもしれません。このような違いはあるものの実際のレジット事件では、純資産総額が突然に約93億円へと大幅に減り、基準価額が2,925円に急落しました。このようにレジット事件の結果が思考実験結果と似ているからといって原因が同じとはいえませんが、原因の幾つかは明確に分かります。すなわち、思考事件における減額・下落の原因は、鑑定評価方法の変更による不動産価格の改変および借入比率45%という二つであり、これら二つは実際のレジット事件とも共通します。したがって、レジット事件の原因としては、少なくともこれら二つが考えられます。

以上をまとめると、レジットの収益源物件の鑑定評価方法を直接還元法から他の方法に変更すると、レジットの純資産総額を減らすという価格操作が可能なが分かります。そして、被告らがこの価格操作を実施したとすれば、基準価額が下落して投資家が損害を被ることになりますし、被告らは利益を得ることになります。なぜなら、投資家が解約する際に被告らが投資家に支払う解約金を低くおさえることができるからです。

なお、実際のレジット事件における被害の原因には、不動産価格の改変および借入比率45%に加えて、リーマンショックの影響が想定される直接還元価格と不動産売買価格の換算リスクが考えられます。これは、試算例2からも分かるように、**売却決済処理**の際に解約投資家(解約を申し出た投資家)だけが被る損害です。これについては、付録2の「**2.6 売却決済の際に発生する換算リスク**」を参照ください。そして、解約投資家の道連れにされて、保有投資家(レジットの解約をせずにレジットを保有し続ける投資家)までも損害を被ったことについては、付録2の「**2.7 レジット事件の真相**」を参照ください。

1.7 禁断の価格操作を被告らが投資家に容認させた巧妙な方法

被告らが勝手にレジットの価格操作を行うことが許されるなどとは、目論見書に記載されていません。レジットの値段は、あくまでも賃貸市場の動向に左右されるものです。しかし、被告らは巧妙な説明や心理操作によって、多くの投資家に価格操作を容認させることに成功しました。このために、投資家は莫大な損害を被ることになりました。この価格操作は、既に述べたように不動産の鑑定評価方法の変更による不動産価格の改変によって

なされました。ここでは、まず目論見書に従った本来行われるべき処理を説明します。その後、それを捻じ曲げて被告らはどのような巧妙な手段や心理操作を用いて投資家を欺いたのかを解明します。

最初に、レジットの目論見書に従った処理を見ておきます。**表2**のように、レジット事件発生前は、保有投資家（解約を申し出ていない投資家）が収益源物件を持っており、次の**資産算定処理**を実施して基準価額が算出されていました。

すなわち、レジットの目論見書に記載の計算式（本文の**式1**参照）に従って収益源物件の直接還元価格を求めて、その合計金額のうち投資家に帰属する小計、すなわち純資産総額を算定し、ひいては基準価額を算出していました。これが目論見書に記載されたレジットの管理運用の基本となる資産算定処理です。なお、基準価額については、目論見書に記載の資産中心の第1定義に従って純資産総額を基にして算出していました。この第1定義については、**付録2**の「**2.5 基準価額の二つの定義および不可解な新たな第3定義**」を参照ください。

表2：目論見書に従った資産算定処理

投資家 処理内容	保有投資家
資産算定処理および分配 (基準価額の第1定義)	収益源物件

この資産算定処理の他に賃料収益を得て分配金の額を決めて分配する処理も行われますが、これについては**付録2**の「**2.2 投資信託一般とレジットの特徴**」および「**2.3 レジットの特徴を踏まえた投資信託に関する用語などの説明**」を参照ください。ここでは基準価額に焦点を絞るので、分配金についての説明は省略します。

被告らの言によると、レジット事件発生時に一部の投資家たちが総販売口数の1割ほどの解約を申し出たとのこと。この結果、解約投資家の解約口数が新規購入口数を上回ることになり、解約金の捻出のために収益源物件を売買物件に変更して売却することが必要になったとのこと。なお、被告らは手持ちの現金がなかったので売却が必要になったとも述べていますが、レジットの資金はほとんどすべて収益源物件に姿を変えているので、現金はほとんどないことが普通です。これらのことから、不動産の売却が必要になるのは尤もなことです。ところが、この事態になぜか被告らは大騒ぎをしました。売却が必要になる場合があることは、想定済のことですから、目論見書に従えばよいのです。そうすることによって、何の不都合も生じません。被告らのシナリオに沿わなくなるだけです。

目論見書には、たとえば解約とか償還の際など、どのような場合に売却決済処理を行う

べきかという条件が記載されています。その条件に合ったときに、売却決済処理を実施するというのが目論見書に従った処置です。

売却決済処理は、次の二つのステップで実施されます。すなわち、① まず収益源物件の中から売却対象不動産を選び出して、② 売却対象不動産を実際に売却することによってなされます。解約口数が全体の1割とのことですから、収益源物件の1割を売却対象不動産として選び出すことでしょうか。そして、売却するとは、文字通り売却することですから、売却対象不動産を売買市場にさらして**売却行為を成就**させることに他なりません。

売却対象不動産として選ばれなかった残りの9割の収益源物件は、当然のことですが直ぐに売却されることはありません。レジット事件発生前と同様に、収益源物件として賃貸事業の用に供し、保有投資家のために収益をあげ続けます。その際に、表2と同様に、収益源物件に関する資産算定処理がなされます。ただし、収益源物件は以前の9割に減っていますから、レジットの純資産総額も以前の9割になります。これと同時に、解約があったことで総販売口数も以前の9割に減っています。したがって、純資産総額の1口あたりの値段である基準価額に大きな変化はありません。これについては、付録2の「2.3 レジットの特徴を踏まえた投資信託に関する用語などの説明」の(4)を参照ください。

なお、レジットが営んでいる賃貸事業は、収益を変化させることなく事業規模を拡大・縮小することが比較的容易です。なぜなら、収益源物件を増減させることによって事業規模の拡大・縮小ができるからです。実際、これまでのレジットは、規模拡大の歴史であり、収益源物件の棟数を50にもなるまで増やしてきましたが、そうした何年もの間1口あたり毎月45円の分配金を維持できていました。したがって、1割の解約投資家がこの事業から脱退するのであれば、収益源物件の棟数を減らして事業規模を以前の9割に縮小すればよいだけのことでしょう。まるで大事件かのように被告らが大騒ぎをすることではなく、目論見書に従って粛々と対処すればよいことです。

表3：目論見書に従った資産算定処理および売却決済処理

投資家	保有投資家	解約投資家
処理内容		
資産算定処理および分配 (基準価額の第1定義)	収益源物件	
売却決済処理 (売却行為の成就)		売却対象不動産

表3は、保有投資家および解約投資家のそれぞれについて、どのような不動産を対象にして、どのような処理が実施されるべきかを示したものです。保有投資家と解約投資家との違いに合わせて、それぞれが関わる不動産が明確に区別されて、それぞれに異なる処理

(資産算定処理または売却決済処理)が実施されることにご注目ください。すなわち、解約投資家のために売却対象不動産の売却決済処理がなされ、これとは別建てに保有投資家のために従来どおり収益源物件に関する資産算定処理がなされることとなります。売却対象不動産を選び出した後には、各々の処理が互いに干渉することはありません。解約投資家たちが解約をしたことによって資産算定処理の内容が変わるなどとは、目論見書に記載されていません。

解約投資家を見ると、売却決済処理の後に受け取ることのできる解約金は、解約投資家が保有していた収益源物件の直接還元価格より低額になるかもしれません。なぜなら、不動産価格の換算レートの変動からくる不動産価格換算リスクにより減額されるかもしれませんし、さらに借入比率が高いことからくるレバレッジリスクにより減額が拡大するかもしれないからです。そして、これらには不動産売買価格が関係するので、リーマンショックの影響がありそうです。いずれにしても、解約投資家は、売却決済処理の際に発生する損害は避けられません。ただし、売却決済処理の前または後に不動産価格を改変することは禁止ですから、このための損害は被らないというのが本来の処理です。

ちなみに、レジット事件では、禁止されている不動産価格の改変、具体的にいうと早期売却を前提とする評価額への改変がなされました。したがって、レジット事件において解約投資家が得ることができた解約金は、不動産価格の改変のために本来の金額よりも低額になってしまったことでしょう。これは、レジット事件による解約投資家の損害です。

他方、保有投資家の収益源物件は、売却されませんから不動産価格換算リスクなどは発生しません。賃貸市場の動向に左右される収益源物件は、リーマンショックの影響を受けずに、従来通りに収益をあげます。その際に、レバレッジは、てこの働きのように大きな収益を上げるように働きます。そして、資産算定処理によって算出した基準価額は、従来と大きく変わることはありません。したがって、保有投資家は損害を被りません。そして、45%ほどの借入比率は変化することはありません。

なお、被告らが大騒ぎをした一部の投資家たちの解約の申し出は、レジット事件の切っ掛けになっただけで、一部の投資家たちの解約そのものが直接的に何らかの損失を生み出すとは考えられません。あえていえば、解約の申し出た投資家たちだけは、損害を被ることになったといえるでしょう

ここまで、レジットの目論見書に従った本来行われるべき処理を見てきました。ここからは、これを被告らが捻じ曲げて実際に実施した処理の内容、および被告らがそれを投資家に容認させた巧妙な手段や心理操作についての説明です。レジット事件の原因ではなく、いわば騙しのテクニックに関することなので、こうしたことに興味がなければ、ここを読み飛ばして「**1.8 早期売却を前提とする評価額**」に進んでも構いません。

被告らは、解約投資家が損害を被るのと同様に、保有投資家にも損害を与えることを画

策しました。これは被告らが利益を得るためです。このため保有投資家と解約投資家の区別をなくし、さらに保有投資家に関わる不動産（収益源物件）と解約投資家に関わる不動産（売却対象不動産）の区別をなくすことを目指しました。

すなわち、被告らは、① 後者の区別をなくすために（第1弾として）売却対象不動産の売却を不動産価格の再評価に偽装し、さらに ② 前者の区別をなくすために（第2弾として）基準価額の第3定義を適用して基準価額の意味を変更しました。これらのことによつて、本来行われるべき処理を捻じ曲げました。そして、解約投資家が被る損害と同様の損害が保有投資家に及ぶようにしました

（第1弾）売却対象不動産の売却を不動産価格の再評価に偽装：被告らは、売却対象不動産と対象外の収益源物件との区別を付けずに同じ扱いにするために次のアイデアを思いつきました。それは、実施すべき本来の売却を再評価で代替するというアイデアです。売却対象外の不動産を売却するなどということには、いかにも不自然です。しかし、不動産価格の再評価であれば、すべての不動産を対象にすることに違和感がありません。そこで、被告らは、不動産の売却を不動産価格の再評価で代替するという偽装をして、表4のようにすべての不動産を対象にした似非売却決済処理をすることにしたのです。

表4は、すべての不動産を対象にして似非ものの売却決済処理、すなわち不動産価格の再評価が行われたことを示しています。なお、この似非売却決済処理は、解約投資家の損害を増大させる効果も発揮しました。なぜなら、似非売却決済処理は、直接還元価格から早期売却を前提とする評価額への価格改変に他なりませんから、この不動産価格の改変によつて解約投資家の損害はさらに拡大したことでしょう。そして、その損害は保有投資家にも及ぶことになりました。

表4：実施すべき売却を不動産価格の再評価に代替させるという偽装

投資家	保有投資家	解約投資家
処理内容		
資産算定処理および分配 (基準価額の第1定義)	収益源物件	
似非売却決済処理 (不動産価格の再評価と改変)	全不動産（収益源物件も売却対象不動産も）	

売却決済処理を似非ものに変えるべく被告らが行ったことは、リーマンショックの影響を盾に取り、投資家に向かってすべての不動産価格の再評価が必要だと述べたことに始まります。再評価の意味するところが評価するだけであれば理解できないことではありません。なぜなら、売却対象不動産を選ぶ際のよりどころの一つになるからです。各不動産の

売買価格の見積値が分かると、それぞれの不動産価格換算レートを基にしてどの不動産を売却対象にするのが有利か分かってくるからです。ですから、従来の直接還元価格に加えて不動産売買価格を評価するだけであれば目くじら立てることではありません。

そこで、被告らは投資家に疑われることなく、再評価の目的をあいまいにしたまま1ヵ月間ほど時間をかけてすべての不動産価格の再評価を実施しました。リーマンショックの影響を受けたと思われる不動産売買価格を再評価したのだと考えられます。

この再評価の後に、評価結果を参考にして売却対象不動産を選び出して、売買物件として売却行為を成就させることになれば、目論見書に従った処理になります。しかし、被告らは、驚くことにすべての投資家の基準価額が10分の3に下落するという事実を投資家に伝えました。これと同時に、すべての収益源物件の鑑定評価方法を直接還元法から“早期売却を前提とする評価額”に変えることを投資家に知らせました。この結果、多くの投資家は、大幅な基準価額の下落に驚き、大幅な下落ばかりに気を取られてしまい、一ヵ月の空白期間があったためか、本来行うべきは“売却対象不動産の売却”であることを忘れてしまったようです。

このようにどさくさに紛れて、被告らは、すべての不動産価格を直接還元価格から再評価に用いた“早期売却を前提とする評価額”(という不動産価格)に変えました。すなわち、不動産価格の改変を実施したのです。

このとき、多くの投資家は基準価額の大幅な下落に気を取られて、これに関する質問をしたり、抗議をしたりしました。それに対して被告らは詭弁と専門知識を駆使した巧みな説明・弁明によって、大幅下落を投資家が容認するように誘導しました。また、一部の投資家は、リーマンショックの影響という魔法の言葉によって、抗議をしても無駄だと諦めてしまいました。それから、被告らが以前から演技してきたところの大騒ぎ、すなわち一部の投資家たちの解約が天地を揺るがすような大事件だという見せかけの言動も効果をあげたことでしょう。いずれにしても、投資家は、不動産価格の改変による価格操作がなされたという本質的な問題に迫ることができませんでした。すなわち、投資家は、不動産価格の改変による価格操作を容認することになったのです。

この似非売却決済処理は、そもそも偽装工作ですから理不尽なのですが、次の3点からも理不尽であることが分かります。

第1に、そもそも売却せずに再評価額するだけでは解約金の検出ができません。実際に売却しなければ確実な不動産売却価格が得られませんし、不動産価格換算後の解約投資家への解約金を確定することもできません。再評価だけでは、机上の空論です。少なくとも再評価に加えて売却対象不動産の売却も同時に実施する必要があります。しかし、被告らは実際に売却した証拠となるような売却金などの売却結果を投資家に知らせていません。

第2に、直接還元法による収益源物件の評価は、毎月または3ヵ月ごと、半年ごとに行われている定常業務ですから改めて再評価する必要はありません。ただし、リーマンショ

ックの影響を受けたと思われる不動産売買価格を算定評価するのであれば意味のないことではありません。しかし、不動産売買価格を知ろうとしているのかどうか、被告らは評価の目的をあいまいのままにしました。そして混乱を助長するかのごとく、被告らの一部の関係者の話として再評価に用いた“早期売却を前提とする評価額”は、収益還元法の一つであると主張をしたりしました。もしも、収益還元法であれば、リーマンショックの影響は極めて限定的ですし、以前から行っている目論見書に従った直接還元法による評価と重複します。

第3に、解約投資家のための売却処理の代わりになされた再評価処理では、解約投資家側から見た不動産価格を算定します。これとは別に、表4が示すように保有投資家向けの資産算定処理が以前から実施されており、直接還元価格が使われています。したがって、次の2種類の不動産価格が競合してしまいます。すなわち、保有投資家側から見た価格（直接還元価格）と、解約投資家側からみた価格（早期売却を前提とする評価額）が混在しているので、表4は中途半端で不動産価格が定まりません。

こうした理不尽な点があるので、表4の似非売却決済処理は、本来の売却決済処理に戻すべきです。しかし、被告らはさらに不条理な扱いを付け加えて、なんとか辻褃を合わせようとしていました。被告らのシナリオに合わせた価格操作を実現させることによって、多くの利益を被告らにもたらすことを目指したのです。そのための第2弾として、基準価額の第3定義を適用することによって保有投資家と解約投資家の垣根を取り去って、保有投資家に対しても解約投資家向けに行われた再評価の結果を適用する道を開きました。

(第2弾) 基準価額の第3定義の適用：目論見書には、基準価額に関する資産中心の第1定義が記載されています。これは「純資産総額を総販売口数で除した値段を基準価額とする」という定義です。これは目論見書も投資信託協会も認める定義であり、すべての投資信託に適用されるものです。当然ながらレジットの資産算定処理においても、この第1定義が適用されてきました。ところが、レジット事件発生後に、被告らは、第3定義「従来の基準価額を用いずに、解約を申し出た投資家の解約金として売却決済後に捻出可能な金額をすべての投資家の基準価額とする」を新たに作り出して、これを適用しました。第3定義は、目論見書に記載の第1定義と矛盾します。ですから、第3定義を用いることは許されません。なお、第3定義については、付録2の「**2.5 基準価額の二つの定義および不可解な新たな第3定義**」を参照ください。被告らは、公平性を主張することで、投資家に第3定義を容認させましたが、被告らの論理を冷静に見直すと、論理の体をなさない論理であることが分かるでしょう。見直しの際には、不動産価格換算リスク、および投資信託の基本に関する知識が役に立つことでしょう。

表5は、保有投資家向けの収益源物件の資産算定処理が似非資産算定処理に変更されたことを示しています。本来の資産算定処理では、基準価額の第1定義を用いるべきなので

すが、似非資産算定処理では、第3定義を用いることになりました。この影響は絶大です。なぜなら、基準価額の変更は、保有投資家と解約投資家の区別なく、すべての投資家に影響を与えるからです。この結果、大きな損害を被った解約投資家に道連れにされて、保有投資家までもが同額の損害を被ることになりました。

表5：保有投資家と解約投資家の垣根を取り払う

投資家	保有投資家	解約投資家
似非 資産算定処理および分配 (基準価額の第3定義)	全不動産（収益源物件も売却対象不動産も）	
似非 売却決済処理 (不動産価格の再評価と改変)	全不動産（収益源物件も売却対象不動産も）	

こうして被告らは、① 売却対象不動産の売却を不動産価格の再評価に偽装すること、および ② 基準価額の第3定義を適用することという二つの手段を用いて、不動産価格の改変による価格操作を実現しました。しかも、多くの投資家は、全収益源物件の不動産価格の改変を容認することになったのです。

1.8 早期売却を前提とする評価額

不透明な不動産価格：被告らは“早期売却を前提とする評価額”という目論見書に記載のない奇想なるレジット特有の評価額（評価額というよりもある種の鑑定方法による**不動産価格**）を新たに打ち出し、投資家を惑乱させました。しかし、早期売却を前提とする評価額なるものについて、被告らはほとんど説明をしません。これとは対照的に、他の鑑定方法による不動産価格については、投資家が疑義なく理解できるように、その詳細内容までもがつぶさに知らされています。たとえば、直接還元法による直接還元価格も、DCF法によるDCF価格も国土交通省発行の「不動産鑑定評価基準」に記載されています。しかも、直接還元価格の算定計算式に至っては、レジットの目論見書にも明記されています。

残念ながら投資家への説明はないも同然ですから、早期売却を前提とする評価額なるものの正体分かりません。ですから、投資家はこれについて抗議することもままなりません。ほとんどの投資家は、専門的な知識がないから分からないのだと自分を責めて、抗議することを諦めてしまったのではないのでしょうか。

価格操作：ところで、早期売却を前提とする評価額なるものの正体が不明であっても、被告らは、投資家の資産の不当な価格操作をしたことは明らかです。資産隠しをしたともいえます。先の試算例では、直接還元価格から早期売却価格へと改変することによって、

破綻投信の純資産総額のかなりの部分（条件により73%とか83%とか）が減額されることになりました。しかし、早期売却価格への改変に限らず、直接還元価格からどのような不動産価格に改変しようが、純資産総額、すなわちレジットの資産のうち投資家に帰属する部分は、変化してしまいます。どれだけの増減が生じるのかは、どのような不動産価格に改変するのかに依存します。いずれにしても、とにかくにも純資産総額を変化させます。したがって、レジット事件における純資産総額の減少、ひいては基準価額の下落の主要な原因の一つが、直接還元価格から早期売却を前提とする評価額（という不動産価格）への改変であるといえます。

そもそも、レジットの目論見書には、直接還元法による直接還元価格を用いて収益源物件の価格を算定すると明記されています（本文の**式1**参照）。したがって、これ以外の不動産価格を用いることは目論見書に反する言語道断の暴挙であり、レジットのすべてをご破算にして、全く新たな別の投資信託にしてしまうようなもので、容赦できません。投資家に損害をもたらす価格操作に他なりません。

閑話：ここまで、早期売却を前提とする評価額の理解ができなくても、不動産価格の算定方法を変更した点（不動産価格の改変）が問題であること示しました。ですから、早期売却を前提とする評価額の内容に立ち入ることは意味がないのですが、あまりにも投資家を愚弄しているので、これについて少し述べておきます。収益還元法を知っている投資家は、早期売却を前提とする評価額がいかにも胡散臭いと感じたはずで。

被告らの一部の関係者の話として、レジット特有の早期売却を前提とする評価額は、収益還元法の一つであると主張しています。したがって、早期売却価格とは名前が似ているだけで別物であるとのこと。しかし、国土交通省が発行した「不動産鑑定評価基準」によると、収益還元法とは、不動産が将来生み出す収益によって不動産価格を決める手法となっています。そして、収益還元法とは直接還元法またはDCF法のことですから、そこに早期売却を前提とする評価額が入り込む余地があるかどうか疑問です。

仮に早期売却を前提とする評価額が収益還元法の一つだとした場合の最大の矛盾は、早期に売却すると収益がそれ以降に得られなくなる点です。将来の収益が得られないにもかかわらず、その収益をもとにして不動産価格を算定するというのですから訳が分かりません。そして、早期売却を前提とする評価額は「早期売却を前提」とするのですから何らかの売却行為を前提としているようです。ですから、不動産売買価格と深い関係があるはず。ところが、本来の正統な収益還元法に属する直接還元法にもDCF法にも、その算定式の中に不動産売買価格は現れませんから、収益還元法は不動産売買価格と無関係です。こうした点から、早期売却を前提とする評価額は、早期売却価格と同様に不動産売買価格を見積もるための算定方法の一つのように思われます。この算定の際に不動産の過去の収益性を参考にした補正がなされるのかもしれませんが、もしもそうだとすれば過去の収益性への配慮がなされた早期売却価格というべきでしょう。いずれにしても収益還元法の一

種だというには無理があります。

被告らは、本来の直接還元価格を（被告らが収益還元法の一つだと主張するところの）早期売却を前提とする評価額に変えるのであれば、同じ収益還元法のグループ内の変更だから許されると考えたようです。しかし、それは誤りです。正統なDCF価格に変えようが何に変えようが、鑑定評価は、収益還元法（計算式からは収益還元法の細分類の直接還元法）で求めることが目論見書に明記されているからです。いずれにしても不動産価格の改変による価格操作であることに変わりはありません。

レジット事件の発生の前後で鑑定評価を行う会社に変更されています。その際に直接還元法の計算式（本文の**式1**参照）を示した上で、変更先の会社に従来の算定方法を引き継ぐなどの処置が取られていないようです。ですから、従来と一貫性のない鑑定評価になったのでしょう。いや、被告らはレジットの不当な価格操作をするために、変更先の鑑定評価会社に対して被告らに都合のよい不動産価格に改変するように指示をしたというべきでしょう。ファンドクリエーションの関係会社ファンドクリエーション・アール・エム株式会社の提供する情報に基づき不動産価格を決めているようです。こうして、直接還元価格から新たな不動産価格、すなわち早期売却を前提とする評価額に改変したものと考えられます。

これら以外に大きな疑問点があります。債権回収処理ではないのに、なぜ「早期売却を前提」とするのでしょうか。時間をかけて売却をすればよいはずですが、早期売却を前提しなければならない理由、しかもレジットの全不動産を対象に早期売却をする理由が分かりません。たとえ一部の不動産を早期売却することが求められたとしても、全不動産を対象にする必要はさらさらありません。しかも、実際に売却するのではなく、早期売却を目指した評価をすることで、不動産の資産価値を不当に低くしてしまったことでしょう。

すなわち、早期売却価格を見積もった経験からは、早期売却減価修正の影響が大きいことが分かっています。早期売却を前提とする評価額にも、早期売却減価修正または売急ぎ修正なるものが存在するようです（丙3 売り急ぎ修正率に関する説明を参照）。一般に早期売却を目指すとは売主側が不利になるので、レジットには6ヵ月ルールという不動産を売却して現金化する際の猶予期間が設けてあります。そして、この6ヵ月ルールは、目論見書にしっかりと記載されています。しかるに、なぜこの6ヵ月ルールを適用しないのか不思議です。早期売却ではなく6ヵ月以内の売却を目指せばよいのです。あるいは、投資家の解約をある程度は予測できるでしょうから十分に時間をかけて売却すればよいでしょう。しかし、被告らはそうしようとしません。この理由を考えると、被告らのシナリオに従うことによって、不動産の売却価格を意図的に低くみせかけて、より多くの利益を被告らにもたらすことを目指したためだとしか考えられません。6ヵ月ルールという猶予期間を活用しない場合には、投資家の損害を増大させることになりませんが、被告らは投資家の損害に無頓着なのでしょう。悪質も甚だしい限りです。

付録2 レジット事件を理解するために必要な投資信託に関する知識

レジット事件では、価格操作と利益操作がなされました。すなわち、レジットの1口あたりの値段である基準価額に対する恣意的な価格操作による下落、および分配金という果実を生む賃料収益に対する恣意的な利益操作による利益低減の見せかけがなされました。分かっただけで、人為的な操作であることは単純明快です。しかし、被告らは詭弁と専門知識を駆使して、あまりにも巧みに説明し演技したこと、並びに周到な心理操作およびイメージ操作によって、ほとんどの投資家はレジット事件をやむを得ないことと容認してしまいました。レジットの第一審においても被告らの奸計を見抜けなかったほどです。

ここには、被告らが用いた投資信託の基本に関する専門知識のうち、被告らの詭弁的な説明・弁明などの間違いを見誤らないために、かなり踏み込んだ内容を記載しました。

なお、レジットの純資産総額（後述）としては、一般の投資信託と同様に「時価」、すなわち市場価格が使われます。そのために、レジットの目論見書には、「時価」算定のための計算式（本文の式1参照）が記載されています。よく誤解されるのですが、レジットの時価とは、不動産の売買市場における売買価格ではありません。勘違いしないようにご注意ください。レジットの場合の時価とは直接還元法（収益還元法の細分類の一つ）でなされた不動産価格（直接還元価格という）のことです（付録1参照）。ですから、市場価格は不動産の賃貸市場における賃料収入をベースとした賃料収益に帰着します。したがって、リーマンショックの影響はほとんどないと考えてよいでしょう。

2.1 キャピタルゲイン中心の投資信託に関する用語などの説明

一般社団法人投資信託協会のホームページには、投資信託一般に共通する用語（純資産総額、基準価額、総販売口数、分配金など）および投資信託の基本に関する説明があります。これらは、以下の(1)から(8)までの8項目に要約できます。

ここに出てくる用語の中で、**純資産総額**（純資産ともいう）が最も重要です。なぜなら、純資産総額は、投資信託の価値の本体であり、その人気の高さ、優秀さを図る指標にもなっているからです。多くの証券会社は、純資産総額ランキングを発表するほどです。

この後の読み方ですが、この直後の(1)から(8)までは、価格の上がり下がりから来るキャピタルゲイン（キャピタルロス）に重点を置いた投資信託一般の説明です。得をする人もいれば損をする人もいるという投資です。レジットとはだいぶ趣が異なりますから必要に応じて読むことにして「2.2 投資信託一般とレジットの特徴」に進んでも構いません。レジットは、安定的・継続的に受け取ることができる賃料収益というインカムゲインに重点を置いた投資信託です。いわば賃貸事業を展開して、その事業から得られる賃料収益をベースにするので、投資家を含めたすべての関係者が利益を得る可能性が開かれています。

(1) 純資産総額:投資信託に組み入れられている投資対象のすべての資産（株式、債券、不動産など）を時価評価した合計金額のうち投資家に帰属する部分の小計が**純資産総額**です。時価による表現であることにご注目ください。

(2) キャピタルゲイン:純資産総額は、資産（株式、債券、不動産など）の時価に応じて変化します。時価が上がると、上がった**差分**（キャピタルゲイン）は、トータル収益の主要部分だとみなされ、後述の (7) の効果を発揮します。時価が下がると、下がった**差分**（キャピタルロス）は、トータル収益の負の構成要素だとみなされ、(7) の逆の効果を発揮します。

資産の時価評価は、通常は毎日（ただし営業日だけ）行われます。

(3) 口数:投資信託の取引の単位を「口」と呼びます。

(4) 基準価額:純資産総額を総販売口数で割り算すると**基準価額**が算出できます。つまり、基準価額は、投資信託の純資産総額の1口あたり値段のことです。

$$\text{基準価額} = \text{純資産総額} \div \text{総販売口数} \quad \dots\dots (\text{式A})$$

(5) 総販売口数と純資産総額:(4) の**式A**を変形すると、純資産総額は、基準価額に総販売口数を乗じた金額とみることができます**(式B)**。したがって、純資産総額は、総販売口数の増減に応じて増減します。

$$\text{純資産総額} = \text{基準価額} \times \text{総販売口数} \quad \dots\dots (\text{式B})$$

ただし、総販売口数の増減は、投資信託の1口あたり値段であるところの基準価額を変化させる働きはしません。なぜなら、純資産総額も総販売口数も同じ割合で変化するので**式A**の割り算の結果が変わらないからです。

(6) インカムゲイン:時価の上がり下がりとは無関係に、株式の配当および不動産の賃料収益などのように、資産を保有していることで流入してくる収益（インカムゲイン:流入収益）があります。インカムゲインも、トータル収益の構成要素だとみなされ、(7) の効果を発揮します。

(7) トータル収益、およびその働き:(2) キャピタルゲインと (6) インカムゲイン(流入収益)の合計値がトータル収益（トータルゲインともいう）です。

$$\text{トータル収益} = \text{キャピタルゲイン} + \text{インカムゲイン} \quad \dots\dots (\text{式C})$$

このトータル収益は、① 分配金として支払われる以外に、② 分配後の残りの分だけ純資産総額を押し上げ、ひいては基準価額を高くする効果を発揮します。

つまり、トータル収益から実際に支払った分配金を差し引いた残りの金額を収益分配差額と呼ぶと、収益分配差額のみで、純資産総額を押し上げ、ひいては基準価額を高くします。なお、収益分配差額がマイナスになる場合、すなわち、トータル収益を超える分配をした場合、**タコ配当**と呼ばれ、逆の効果を発揮します。

(8) 分配金の支払い、および分配原資：毎月分配型の投資信託は、1ヵ月ごとに決算を行い、(7) で述べたトータル収益のかなりの部分を分配金として毎月分配します。ただし、分配方針に沿ってトータル収益の一部だけを分配するか、またはトータル収益を超える金額を分配金としてタコ配当することもあります。

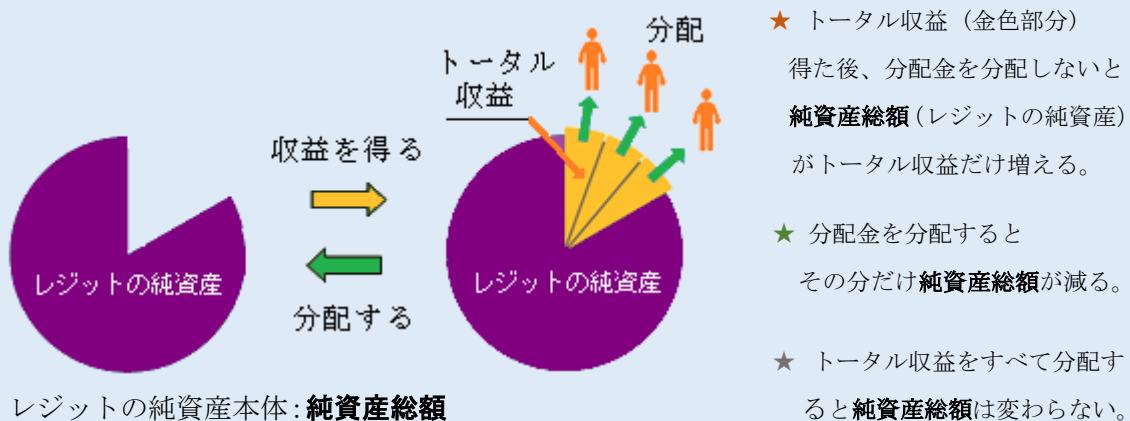
ここで、基準価額を下落させることなしに支払うことのできる分配金の最大値を**分配原資**と呼ぶと、(トータル収益のすべてを分配する場合に分配金が最大になりますから、) 分配原資はトータル収益に一致することが分かります。タコ配当に陥らずに分配できる最大金額が分配原資です。

なお、分配金が支払われないタイプの投資信託は、常に分配金がゼロだとして扱えばよいでしょう。

2.2 投資信託一般とレジットの特徴

レジットでは、主に収益源物件と呼ばれる不動産からの賃料収益を投資家に分配することが最大の目的です。レジットはよくあるタイプのキャピタルゲイン中心の投資信託と少しばかり違いがあるので、以下では**レジットに的を絞った説明**をします。

投資信託の三つの重要要素であるところの純資産総額、トータル収益、分配金について、直観的に理解しやすいように、以下に図示します。純資産総額は、レジットの純資産（投資家に帰属する資産）そのものを表す価格であり、その大部分が収益源物件という不動産資産です。この収益源物件の価格は、直接還元法による直接還元価格であることにご注意ください。なお、もう一つの重要要素であるところの基準価額については、純資産総額を一口あたりに分割したものですから、純資産総額に付随するものとして捉えることができます。



ここでご注意ください、上図は、総販売口数の増減による純資産総額の増減を無視しています。ですから、総販売口数が一定の場合について述べたものだと捉えてください。総販売口数が変化する場合については、すべてを1口あたりの値にすれば、総販売口数と無関係になりますから上述と同様の関係が成り立ちます。すなわち、純資産総額 ⇒ 基準価額、

分配金 ⇒ 一口あたりの分配金、トータル収益 ⇒ 一口あたりのトータル収益、というように読み替えてください。後述の**式E**が参考になります。

なお、分配金、およびトータル収益に関しては、一口あたりに分割したものに、特別な名前（基準価額のような一言で分かる名前）がついていません。したがって、それぞれ「一口あたりの分配金」、「一口あたりのトータル収益」と言うしかありません。

2.3 レジットの特徴を踏まえた投資信託に関する用語などの説明

以下の(1)から(8)までのうち、番号に下線を付けた、(3)、(4)、(5)、(7)は、「キャピタルゲイン中心の投資信託に関する用語などの説明」と同じです。これら以外は、レジットに的を縛った説明になっています。また、重点のおき方、すなわちキャピタルゲインとインカムゲインのどちらに重点をおくのかという違いによって(2)と(6)の順序を入れ替えています。

(1) 純資産総額: レジットは、収益源物件と呼ばれる不動産を主たる投資対象にします。すなわち、レジットの資産の大部分は収益源物件です。

したがって、すべての収益源物件を時価評価した直接還元価格の合計金額のうち投資家に帰属する小計が、ほとんど誤差のない純資産総額だといえます。

収益源物件の時価評価には、レジットの請求目論見書(2005年版)7ページに記載の時価の計算式(本文の**式1**参照)、すなわち直接還元法を用います。

(2) 元(6) インカムゲイン: レジットの収益源物件の(直接還元価格で算出の)時価の上がり下がりとは無関係に、収益源物件からの賃料収益として安定的・継続的に流入してくる収益(インカムゲイン: 流入収益)があります。このインカムゲインは、トータル収益の主要部分だとみなされ、後述の(7)の効果を発揮します。

(3) 口数: レジットの取引の単位を「口」と呼びます。

(4) 基準価額: 純資産総額を総販売口数で割り算すると**基準価額**が算出できます。

つまり、基準価額は、レジットの純資産総額の1口あたり値段のことで。

$$\text{基準価額} = \text{純資産総額} \div \text{総販売口数} \quad \dots\dots \text{(式A)}$$

(5) 総販売口数と純資産総額: (4)の**式A**を変形すると、純資産総額は、基準価額に総販売口数を乗じた金額とみることができます(**式B**)。したがって、純資産総額は、総販売口数の増減に応じて増減します。

$$\text{純資産総額} = \text{基準価額} \times \text{総販売口数} \quad \dots\dots \text{(式B)}$$

ただし、総販売口数の増減は、レジットの1口あたり値段であるところの基準価額を変化させる働きはしません。なぜなら、純資産総額も総販売口数も同じ割合で変化するので**式A**の割り算の結果が変わらないからです。

(6) 元(2) キャピタルゲイン：純資産総額は、収益源物件の時価であるところの直接還元価格に応じて変化します。直接還元価格が上がると、上がった**差分**（キャピタルゲイン）は、トータル収益の構成要素だとみなされ、(7) の効果を発揮します。直接還元価格が下がると、下がった**差分**（キャピタルロス）は、トータル収益の負の構成要素だとみなされ、(7) の逆の効果を発揮します。

なお、時価であるところの直接還元価格は、インカムゲインによって決まるので、キャピタルゲイン（直接還元価格）の大元をたどるとインカムゲインに行き着きます。ただし、キャピタルゲインは、インカムゲインの**差分**であるという点が異なります。

時価評価は、結局インカムゲインによって決まるので、不動産の**賃貸市場**の動向に左右されます。つまり、不動産の**賃貸市場**に依存するのであって、値動きが大きな不動産の**売買市場**に依存することはありません。したがって、リーマンショックの影響は、ほとんどないと考えてよいでしょう。

時価評価は、不動産の**賃貸市場**の動向が比較的に穏やかなため、毎日ではなく、毎月または3ヵ月ごと、半年ごとに行われます。

(7) トータル収益、およびその働き：(2) インカムゲイン（流入収益）と(6) キャピタルゲインの合計値がトータル収益（トータルゲインという）です。

$$\text{トータル収益} = \text{インカムゲイン} + \text{キャピタルゲイン} \quad \dots\dots (式C)$$

このトータル収益は、① 分配金として支払われる以外に、② 分配後の残りの分だけ純資産総額を押し上げ、ひいては基準価額を高くする効果を発揮します。

つまり、トータル収益から実際に支払った分配金を差し引いた残りの金額を収益分配差額と呼ぶと、収益分配差額の方だけ、純資産総額を押し上げ、ひいては基準価額を高くします。なお、収益分配差額がマイナスになる場合、すなわち、トータル収益を超える分配をした場合、**タコ配当**と呼ばれ、逆の効果を発揮します。

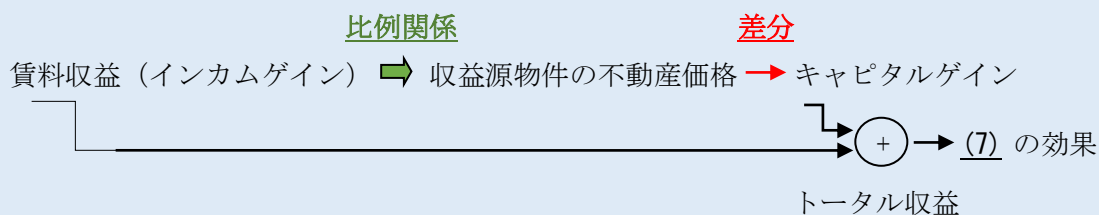
(8) 分配金の支払い、および分配原資：レジットは毎月分配型の投資信託ですから、1ヵ月ごとに決算を行い、その結果をマンスリーレポートで投資家に知らせます。そして、上述 (7) の ① 分配金の支払いについてですが、原則としてトータル収益のすべてを分配金として毎月分配します。ただし、分配方針に沿ってトータル収益の一部だけを分配するか、またはトータル収益を超える金額を分配金としてタコ配当することもあります。これらは、レジットのマンスリーレポートによって確認できます。

ここで、基準価額を下落させることなしに支払うことのできる分配金の最大値を**分配原資**と呼ぶと、（トータル収益のすべてを分配する場合に分配金が最大になりますから、）分配原資はトータル収益に一致することが分かります。タコ配当に陥らずに分配できる最大金額が分配原資です。なお、**ファンドクリエーションは分配原資を誤解しています。なぜなら、マンスリーレポートのデータと合わないからです。**

2.4 レジットのインカムゲインとキャピタルゲイン

レジットでも使われる一般的な用語、および基本ルールについて述べてきましたが、これらはキャピタルゲイン中心の一般的な投資信託とあまり変わりありません。ただし、レジットではインカムゲインが中心なので (2) と (6) を逆転させて、その重要性を反映するようにしました。なお、インカムゲインという収益は、その丸ごとを意味するので単純です。しかし、キャピタルゲイン (キャピタルロス) は **差分** であることに注意が必要です。

レジットではインカムゲインによって、収益源物件の不動産価格 (直接還元価格) が決まりますが、その結果として、レジットにおいても少しばかりキャピタルゲインが発生することがあります。ただし、このキャピタルゲインは、インカムゲインと違って不動産価格を左右する働きを一切しません。なぜなら、不動産価格の **差分** がキャピタルゲインを左右するのであって、その逆ではないからです。キャピタルゲインは、単に純資産総額を押し上げ、ひいては基準価額を高くするなどの (7) の効果を発揮するだけです。これらの因果関係は次のとおりです。すなわち、緑色の矢印が価格を決定するプロセスを示し、インカムゲインとキャピタルゲインの合計値 (トータル収益) が (7) の効果を発揮します。



トータル収益による (7) の効果は、総販売口数の増減による純資産総額の増減を無視すると、次の式Dで表現することができます。つまり、分配金を支払い、残りの収益分配差額の分だけ純資産総額を押し上げます。

$$\text{トータル収益} = \text{実分配の分配金} + \text{純資産総額の増減分} \quad \dots\dots \text{(式D)}$$

総販売口数が増減する場合には、式Dのすべてを1口あたりの値 (式E) にすれば、総販売口数と無関係になりますから上述と同様の関係が成り立ちます。

$$\text{1口あたりのトータル収益} = \text{1口あたりの実分配の分配金} + \text{基準価額の増減分} \quad \dots\dots \text{(式E)}$$

式Eは、マンスリーレポートのデータからトータル収益 (つまり分配原資) がどれほどあったのかを求めるために使えます。

式Dおよび式Eの理解のためには、式の中の一つの項目が仮にゼロだとした場合を考えると、式の意味がよく分かります。

- ・ トータル収益 (「2.2 投資信託一般とレジットの特徴」の図の金色部分) を得た後、分配金を分配しないと (すなわち分配金ゼロだとすると、) トータル収益の分だけ純

資産総額を押し上げ、ひいては基準価額を高くします。

- ・ トータル収益がゼロにもかかわらず分配金を分配すると、典型的なタコ配当ですから、分配金の分だけ純資産総額を引き下げ、ひいては基準価額を低くします。
- ・ トータル収益のすべてを分配金として支払う場合は、純資産総額の増減分（または基準価額の増減分）はゼロになりますから、これによって純資産総額も基準価額も変化しません。ただし、純資産総額については、総販売口数の増減の影響を受けます。

2.5 基準価額の二つの定義および不可解な新たな第3定義

基準価額とは、既出の式Aの資産中心の第1定義によって算出されます。これは「2.3 レジットの特徴を踏まえた投資信託に関する用語などの説明」の(4)で述べたとおりです。これに加えて、投資家がレジットを購入・解約する際の1口あたりの値段が基準価額なり、という取引中心の第2定義があります。第2定義は、定義というより命題か陳述かもしれませんが、基準価額は取引時の値段だということです。これらの定義は投資信託協会が言うだけでなく、レジットの請求目論見書の5頁に資産中心の第1定義が、6頁に取引中心の第2定義が記載されています（ただし基準価額を純資産価格と呼んでいる）。

$$\text{基準価額} = \text{純資産総額} \div \text{総販売口数} \quad \dots\dots \text{(式A)}$$

取引中心の第2定義は、公平性の要請から資産中心の第1定義と矛盾しません。

既存投資家の基準価額は、式Aに従って1口あたりの純資産を意味します。もしも新規投資家が、既存投資家の基準価額より低い金額で投資信託を買うことができるとすれば、純資産が薄まってしまうので既存投資家と新規投資家の間に公平性の問題が生じます。同様に、もしも新規投資家が、既存投資家の基準価額より高い金額を支払わないと投資信託を買うことができないとすれば、純資産は濃くなりますが、やはり公平性の問題が生じます。ですから、投資信託においては、投資家間の公平性を担保するために購入時の1口あたり値段は基準価額に一致させます。

購入時と同様の論理を展開すると、解約の際の1口あたり値段として基準価額を用いないと公平性の問題が生じることが分かります。ですから、投資信託においては、投資家間の公平性を担保するために解約時の1口あたり値段は基準価額に一致させます。

こうした公平性の要請から、資産中心の第1定義が真ならば取引中心の第2定義は真という含意の関係です。

含意

資産中心の第1定義 → 取引中心の第2定義

レジット事件では、これら二つの定義を無視して、被告らは新たな第3定義を作り出しました。解約処理というよりも売却決済の際の問題、すなわち売却決済の際に従来の基準価額にあたる金額を捻出できないと言いがかりをつけて、被告らが生み出したのが第3定義です。それは「従来の基準価額を用いずに、解約を申し出た投資家の解約金として売却

決済後に捻出可能な金額をすべての投資家の基準価額とする」という定義です。そもそも、第3定義は、目論見書に記載の定義ではありません。何か勘違か悪巧みがあるのでしょうか。

被告らは公平性を主張しますが、悪平等です。なぜなら、第3定義では、解約を申し出た投資家が被る損害と同額の損害が他の保有投資家(レジットの解約を申し出ない投資家; 解約と無関係な投資家)にまでも及ぶからです。第1定義においては、この不可解な全体主義的な損害は発生しません。実際に第3定義に従った場合だけ、突然に保有投資家のレジット資産が大幅に消えます。これは資産保全の観点からあるまじきことです。

また、被告らは従来の基準価額にあたる金額を捻出できないと主張しますが、長年広く使われてきた投資信託のスキームからしてあり得ないことです。後述の売却決済の際の必要になる換算レートに従った不動産価格換算処理を考慮しないための誤った主張です。

以上のように、第3定義は、資産保全の観点から資産中心の第1定義と矛盾します。

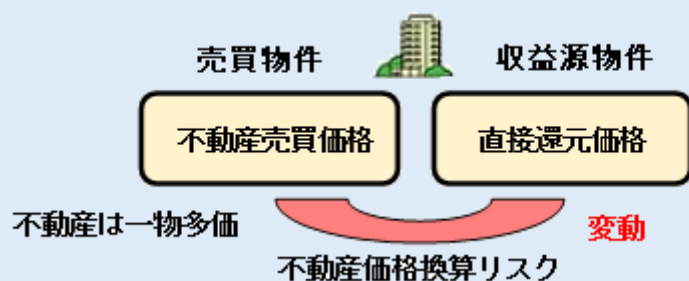
矛盾 含意

基準価額の第3定義 ≠ 資産中心の第1定義 → 取引中心の第2定義

基準価額の新たな第3定義は、全く不要ですし、レジットの目論見書の定義とも矛盾します。解約処理は、投資信託の基本ルールに従って、① 直接還元価格ベースの解約金を算出して、② その後に売却決済を行えば完了です。すなわち、基準価額に解約口数を乗じた解約金に相当する収益源物件を売却対象として選んで、売買物件の扱いに変えてから、目論見書に従ってその売買物件の売却行為を成就させればよいだけのことです。ただし、売却決済の際に後述の不動産価格換算リスクがあるということなのです。

2.6 売却決済の際に発生する換算リスク

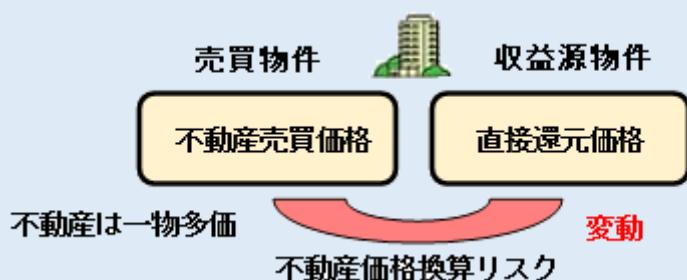
被告らは、基準価額にあたる金額を売却決済の際に捻出できないことが問題だと述べました。しかし、これは誤りです。売却決済の際に捻出できないようにみえることの原因は、解約を申し出た投資家の持ち分の不動産に関する2種類の価格、すなわち収益源物件としての直接還元価格と売買物件としての不動産売買価格との関係を無視した点にあります。



不動産は一物多価ですから、直接還元価格と不動産売買価格は、非同期にそれぞれに変化します。ですから、常に一致するなどということは考えられません。なぜなら、直接還元価格は、不動産の賃貸市場に左右されるものですし、不動産売買価格は売買市場に左右

されるものだからです。したがって、直接還元価格と不動産売買価格との間の換算レートなるものを考えると、このレートは変動します。

このような変動の例として、2国間の通貨の為替レートがあります。そして、この為替レートが変動することによって、決済の際には、たとえば円建ての価格と米ドル建ての価格の間に**為替リスク**が生じます。これと同様に、2種類の不動産価格の換算レートが変動することによって、換算リスク（**不動産価格換算リスク**）が生じます。したがって、決済の際には、いわば直接還元価格建てと不動産売買価格建ての不動産価格があるのと同じですから、この不動産価格の換算リスクを考慮に入れなければなりません。



投資信託の基準価額などの各種の数値は、為替リスクも不動産価格換算リスクもない場合を想定したものです。そして、決済後の最終的な数値は、換算リスクによって投資信託本来の数値とは異なることが通常ですから、まず換算前の投資信託本来の値を確定した後、これらに換算リスクによる換算処理を施すという二段階が必要です。被告らは「売却決済の際に、基準価額にあたる金額を捻出できない」と述べましたが、これは決済後の数値のことです。すなわち、正しくは、投資信託の基本ルールに従って決済前の直接還元価格ベースの解約金（従来の基準価額に口数を乗じた金額に等しい）を確定した後、その直接還元価格ベースの解約金を不動産売却価格ベースの解約金に換算する処理が必要です。この不動産価格換算処理を行う際に、不動産価格換算リスクが発生して、十分な金額が得られないだけのことです。レジットでは、すべて円建てですから為替リスクはありませんが、直接還元法を用いているので、不動産価格換算リスクがあるので注意が必要です。なお、不動産価格換算リスクの具体例については、付録1の「1.5 早期売却価格とその試算例」の試算例2を参照ください。

この不動産価格換算リスクは、売却決済の際に発生するものですから、解約を申し出た投資家に限定されるものであり、レジットの解約を申し出ない保有投資家には無関係です。したがって、保有投資家の基準価額が下落する原因にはなり得ません。

しかし、実際のレジットでは、目論見書と矛盾する第3の基準価額の定義を採用したために、保有投資家の資産が大幅に減少しました。これは、保有投資家を欺く行為です。そもそも保有投資家は、不動産価格換算リスクを被ることがないので、これによって保有投資家の資産は減ることはありません。目論見書に記載の基準価額の第1定義に従えば、一部の投資家たちの解約という横やりがあっても基準価額は影響を受けません。

2.7 レジット事件の真相

被告らは、レジットの基準価額を下落させ、かつ分配金を減額させました。そして、これらがやむを得ないことだと投資家に容認してもらうために、被告らは投資家に誤った専門的な知識を述べて、投資家を欺きました。

基準価額の下落に関しては、基準価額の基になる不動産価格の算定方法を変更したことが最大の原因です。つまり、被告らは投資家から預かったレジット資産の価格を勝手に改変してしまったのです。これは、明らかに被告らに利益をもたらす不当な価格操作です。ところが、被告らは専門知識を駆使した巧みな説明・弁明によって問題の価格操作が投資家に気付かれないようにしました。しかし、その説明には次の3点の誤りがあります。

誤った説明1：「早期売却を前提とする評価額」というレジット独特の新語を用いて投資家を惑乱させました。レジットにおいては（直接還元法による）直接還元価格を用いて純資産総額を算定し、ひいては基準価額を算出します。これ以外の不動産価格を用いて純資産総額を算定することは目論見書に反する言語道断の暴挙であり、すべてをご破算にするようなものです。被告らはこの暴挙から目をくらますために、まずリーマンショックの影響を受けた不動産売買評価額を求めるように見せかけて、不動産価格の評価を実施しました。これだけならよいのですが、あれよあれよという間に、直接還元価格を用いるレジットを变身させて、新しい評価額（正確には不動産価格）「早期売却を前提とする評価額」を用いる投資信託に変えてしまいました。

収益源物件の直接還元価格は、少なくとも3か月ごとに評価をしているので、再評価は不要です。ただし、参考のために不動産売買評価額を見積もるだけなら許されます。ところが、実際にはレジットが用いるべき直接還元価格を「早期売却を前提とする評価額」に改変してしまったのです。これは、被告らのシナリオに合わせて実施した価格操作であり、目論見書に反する行為ですから許されません。

誤った説明2：レジットの目論見書に矛盾する基準価額の新たな第3定義を作り出して、基準価額の下落がやむを得ないものだと主張しました。この新たな定義は、投資信託協会の説明とも矛盾しますし、目論見書の記述とも矛盾します。しかるに被告らは投資家の間の公平性を担保するためだと述べて、新たな第3定義を適用しました。これは到底受け入れられないことです。なぜなら、被告らは最も多くの損害を被る投資家（解約投資家）に合わせて、すべての投資家が同様の損害を被ることが公平だと述べたからです。これは悪平等です。この暴挙の結果として保有投資家たちのもつレジットの資産（純資産総額）までもが道連れになり、全保有投資家の資産が大幅に減少することになりました。

誤った説明3：リーマンショックの影響は、解約を申し出た投資家の売却決済の際に発生する不動産価格換算リスクという限定的なものです。しかし、被告らはすべての投資家に影響を及ぼすもののようなイメージを与えました。この結果、被告らが述べる似非物の専門的な知識に翻弄された保有投資家は、基準価額の下落を容認させられてしまいました。リーマンショックという魔法の言葉がこの容認を助長する働きをしたのです。

分配金の減額に関しては、被告らに利益をもたらす不当な利益操作が原因です。しかし、被告らに原因を問うても黙秘されるか、その場限りのいい加減な誤った説明があるだけです。きっと理論武装が不十分だったのでしょう。統一見解が用意されていないようです。これとは対照的に、基準価額の下落については、被告らは尤もらしいストーリーを周到に用意して理論武装をしたのと対照的です。

投資家が理由のない分配金の減額を不当だと指摘すると、被告らは、理論武装ができていませんが、分配方針によって分配金は変更されるものだという隠れみのに逃げ込みます。しかし、隠れみには、ほころびがあります。すなわち、分配金という果実を生むところのトータル収益（つまり分配原資）を調べると、レジット事件の前後で10分の3ほどへと大幅な減少がみられます。これは、マンスリーレポートのデータに**式E**を適用することで分かります。しかるに、被告らは、このトータル収益減少の原因について説明できていません。これでは分配金の減額の理由を述べたことにはなりません。

なお、タコ配当（タコが自分の足を食べるかのように身を削って分配金を捻出する手法）がなされたことから、起きるはずのないトータル収益の異常な減少が分かります。すなわち、レジット事件発生後に、分配金が30円に減額されましたが、この30円の分配金すらまともに分配できずにタコ配当に陥りました。これは、藍澤証券三島支店の支店長と一緒にマンスリーレポートを見ていくことで支店長ともども確認できました。事件発生前には、タコ配当することなく45円の分配金を分配できていたのと対照的です。

根源的なことですが、被告らがレジット事件を振り返れば事件の全容が分かるはずで、ですから、基本的な問い「レジット事件はどのようなリスクが顕在化したために発生したものか」に回答することは容易でしょう。しかし、被告らはリーマンショックの影響をほのめかすだけで、かたくなに回答を拒んできました。その理由は、価格操作のためだという真実をまさか被告ら自らが言えないでしょうし、リーマンショックとレジット事件との因果関係を理路整然と説明できないと被告らが判断したからでしょう。実際には、不動産価格換算リスクだけはリーマンショックとの因果関係を説明できるので、これを回答することは可能です。しかし、被告らが投資家にこのリスクを説明すると、被告らが利益を得るために編み出したシナリオが破綻してしまいます。不動産価格換算リスクは、解約投資家だけが損害を被るものであり、保有投資家とは無関係だからです。したがって、レジット事件のような保有投資家の損害にならないことが明らかになってしまいます。

被告らのシナリオでは、事件発生時に350億円ほどあった純資産総額の10分の7を被告らが掠め取ることができます。被告らはこれを目指して、基準価額を10分の3に下落させ、分配金のもとになるトータル収益を10分の3に減額させたと考えられます。悪質も甚だしい限りです。

以上