

平成26年(ワ)第259号 損害賠償等請求事件

原告 對馬 靖人

被告 藍澤證券株式会社 外1名

準備書面(11)

平成27年10月16日

静岡地方裁判所沼津支部 御中

原告訴訟代理人弁護士 角 替 清 美

はじめに

原告は、前回の期日(平成27年9月1日)において、裁判官から提起された質問(分配金はインカムゲインのみで決定されるのではなく、キャピタルゲインによっても影響されるのではないか、それについてどのように考えているのか、との趣旨であると原告は理解した)に答えるべく、本書面を提出する。

さらに、原告が本件第2事件を取り上げるにあたり、被告らの実施した分配金の減額に根拠がないということを主張してきた。これについて、念のために、これまで原告が述べてきた主張をまとめておく。

第1 レジットの分配金の支払い環境に関する事実

- 1 レジットのインカムゲインもキャピタルゲインも賃料収益に依存
一般に不動産を賃貸に出すと、賃料収益という安定的なインカムゲインが得られる。

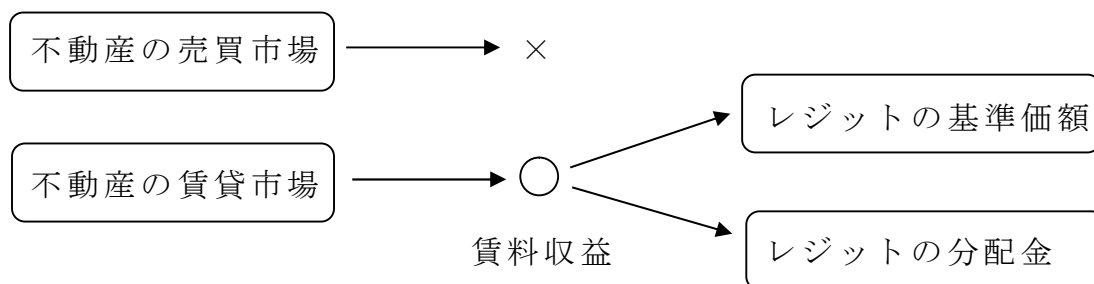
このインカムゲインの他に、不動産評価額の値動きによるキャピタルゲインまたはキャピタルロス(これらをキャピタルゲイン・ロスと呼

ぶ)が発生する。ただし、レジットの場合、不動産評価額は、請求目論見書(甲2の1)の7頁に記載されているように、直接還元法で評価することになっているので、賃料収益の値動きによって、キャピタルゲイン・ロスが発生することになる。

すなわち、レジットの場合のキャピタルゲイン・ロスは、不動産の売買市場に影響される売買価格の値動きではなく、賃料収益の値動きに依存することに注目することが重要である。

2 不動産の売買市場と賃貸市場

レジットの基準価額も分配金も、基本的に、不動産の売買市場ではなく、安定的な特徴をもつ不動産の賃貸市場の影響を受けるものである。



なぜなら、レジットの基準価額および分配金は、レジットのインカムゲインおよびキャピタルゲイン・ロスに依存するものであり、かつ①インカムゲインは賃料収益そのものであるし、②キャピタルゲイン・ロスは賃料収益の値動きで決まるものであるからである。したがって、レジットの基準価額も分配金も、賃料収益そのもの、あるいはその値動きに依存することになる。つまり、いずれも賃料収益に依存するといえる。

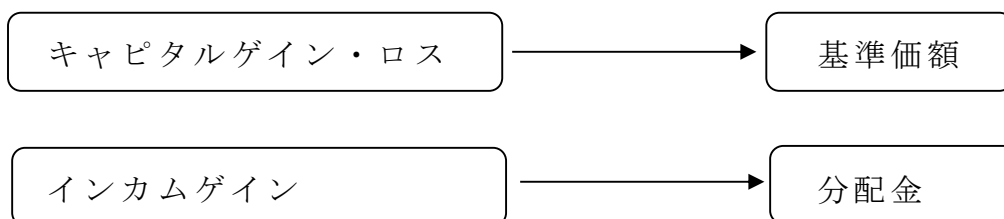
なお、J-REITによる損益は、不動産の売買市場の影響を受けるが、J-REITは従たる投資対象であり、投資割合はたかだか数パーセント

程度であり、その収益はわずかであることが、毎月、支店長と行なったレジット値動きの要因の話の中で確認できている。

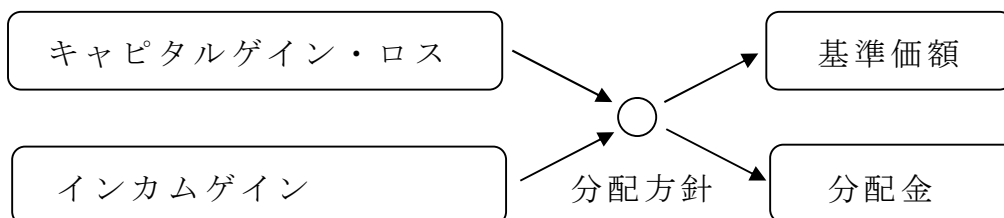
3 レジットの分配方針

レジットの分配方針は、必ずしも単純ではない。このために本件第2事件に関する原告の説明がある程度複雑になるのは、致し方ないことである。

もしも、レジットの分配方針が単純であれば分かりやすい。つまり、毎月のキャピタルゲイン・ロスの一口当たりの額だけに依存して毎月の基準価額の値動きが決まり、レジットの毎月のインカムゲインの一口当たりの額が、毎月の分配金として支払われるのであれば、非常に分かりやすい。次の図は、単純な場合を示したものである。



実際にはレジットの分配方針は、単純ではなく、毎月の分配金は、インカムゲインだけでなく、キャピタルゲイン・ロスからも支払われることがある。



このように分配方針が単純ではないために、分配金の額からインカムゲインを推定することが困難であると被告らは主張するかもしれ

ない。これを隠れ蓑にすれば、何を行なっても投資家は分からないと、被告らは考えたのであろうか。

第2 レジットの分配金の原資におけるインカムゲインの割合

1 トータルゲインおよび分配金込み純資産価額

ここで、インカムゲインの推定は困難だという被告らの主張がなされたとして、それに反論してみよう。ちなみに、被告らは、なぜこのような定量的な反論をしないのであろうか。被告らは投資信託の専門家を擁しているのだから、定量的な根拠を示した主張や反論があってしかるべきであろう。

まず前提として、レジットのインカムゲインとキャピタルゲイン・ロス合計した“トータルゲイン”を取り上げることにする。

$$\begin{array}{l} \boxed{\text{トータルゲイン}} = \begin{array}{c} \boxed{\text{キャピタルゲイン・ロス}} \\ + \\ \boxed{\text{インカムゲイン}} \end{array} \\ \\ \boxed{\text{分配金込み純資産価額}} = \begin{array}{c} \boxed{\text{基準価額}} \\ + \\ \boxed{\text{分配金の累積値}} \end{array} \end{array}$$

そして、トータルゲインに呼応すべく、“分配金込み純資産価額”という指標を用いる。これは、レジットの毎月の分配金の累積値と基準価額を合計したものである。分配金だけ注目すると、あるいは基準価額だけに注目すると、これらは相互に融通可能なので、いかように

も被告らに言いくるめられるかもしれないが、“分配金込み純資産価額”はそういう心配がいない。なお、分配金込み純資産価額のことを、被告らは分配金込み基準価格または分配金込み純資産価格と呼んでマンスリーレポートに掲載している。分配金込み純資産価額については、準備書面(8)の第1の1(4頁、5頁)で詳しく述べた。また、訴状の第5の3(17頁、18頁)においても分配金込み純資産価額について触れている。

こうした合計値にすると、トータルゲインと分配金込み純資産価額の関係は明快になる。すなわち、レジットの毎月のトータルゲインの一口当たりの額によって、分配金込み純資産価額が決まるといえる。したがって、毎月の1口当たりの分配金込み純資産価額が45円ずつ増加していれば、レジットの毎月のトータルゲインの一口当たりの額が45円だということになる。

分配金45円時代(2005.5~2008.10)の分配金込み純資産価額

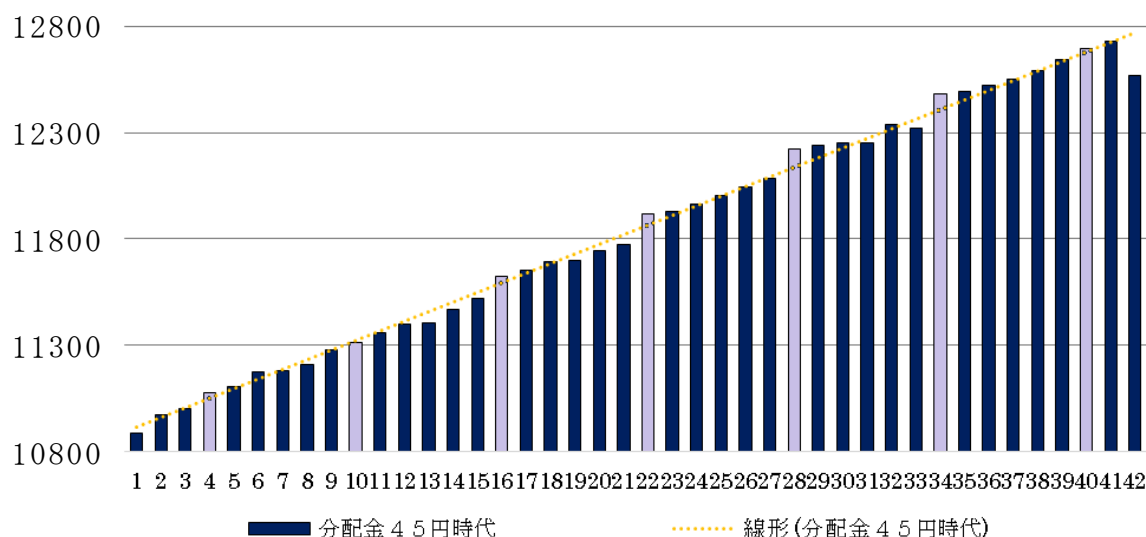


図1 2月8月は色を変えて表示

このグラフの横軸は、分配金４５円時代、すなわち平成１７年（２００５年）５月から平成２０年（２００８年）１０月の４２ヵ月の各月を１から４２という番号で表している。

分配金込み純資産価額のグラフは、マンスリーレポートにも毎月掲載されているが、寸詰まりのグラフで分配金込み純資産価額の値を読み取ることができない。そこで、原告が、値動きの分かるようなグラフをここに示した。

このグラフからは、４２番、すなわち平成２０年（２００８年）１０月の分配金込み純資産価額の値が異常に思える。これについては、準備書面（８）の第５の６ないし９（３３頁から３６頁）に詳しく述べたことであるが、同月のマンスリーレポートには、不動産の賃貸市場の影響を受けるレジットが、突然に不動産の売買市場の影響を受ける投資信託に変身してしまったかのような説明がなされている。しかも J-REIT への投資はゼロなのであるから、全く不可解である。このグラフを見るだけでも、同月の分配金込み純資産価額の値が異常であることが分かる。さらに言えば、同月は、不動産鑑定評価を行なう月ではない。この不可解な値に関する説明を被告らに求めたい。

同月を除くと、分配金４５円時代は、グラフから明らかなように、分配金込み純資産価額が毎月約４５円ずつ増加しているので、レジットの毎月のトータルゲインの一口当たりの額が約４５円であったといえる。

2 インカムゲインかキャピタルゲインかの判別

分配金４５円時代の毎月のトータルゲインが４５円であることを被告らが認めたとしても、それがレジットのインカムゲインによるものか、キャピタルゲイン・ロスによるものか、判別できないだろうと被告らは高を括るかもしれない。しかし、上の分配金込み純資産価額

のグラフから安定的な収益があったことが明確なので、トータルゲインの大半がインカムゲインによるものであることが分かる。キャピタルゲイン・ロスでは、こうした安定的な収益を維持することがほとんど不可能である。さらに、次のような事実を踏まえると、インカムゲインがどの程度あったのかを推定できるのである。

第1の事実： レジットのインカムゲインもキャピタルゲイン・ロスも賃料収益という“たった一つのパラメタ”に依存している。つまり、たった一つのパラメタである賃料収益の毎月の額を観察すれば、レジットのインカムゲインもキャピタルゲイン・ロスも計算できてしまうので、これら二つのゲインの大元のデータはたった一つの賃料収益であるという事実が厳然として存在するのである。

第2の事実： 本件事件発生後のレジットの不動産の評価は、2月、5月、8月、11月になされる。したがって、キャピタルゲイン・ロスは、2月、5月、8月、11月に発生する。その他の月は、減価償却の戻りとして微調整があるだけなので、キャピタルゲイン・ロスには、2月、5月、8月、11月にピークをもつ3ヵ月周期の一種の波が生じる。たとえば、平成27年の最近の分配金込み純資産価額を見れば、この3ヵ月周期の波が観測される。

分配金45円時代の（平成20年9月以前までの）レジットの不動産の評価は、2月、8月になされていた。したがって、2月、8月にピークをもつ6ヵ月周期の波が生じることになる（図1）。

ちなみに、被告ファンドクリエーションの平成27年7月31日付「文書提出命令申立に対する意見書」4（3頁）に、リーマンショックが発生した平成20年9月以前は半期ごとに不動産鑑定評価書が作成され、リーマンショックが発生した後は四半期ごとに作成されている、と記載されている。

第3の事実： レジットのインカムゲインは、賃料収益として定常的に得られるものなので、特段の波は生じない。なお、レジットの経費などの費用は、月割りにして計上するという経理処理がなされていないので、ランダムにばらつくことはあるが、はっきりと観測できる波にはならないことだろう。あるいは年払いの経費があれば、6ヵ月周期の波ではなく、1年周期の波が観測されることもあるかもしれない。

第4の事実： J-REIT による収益は、ランダムにばらつくものであり、はっきりと観測できる波にはならない。したがって、これをレジットのインカムゲインと区別することは難しい。しかし、J-REIT による収益は、わずかであり、これは収益のほんの一部である。

これらの事実を踏まえると、分配金45円時代の分配金込み純資産価額の値動きについて、不動産鑑定評価月にピークをもつような6ヵ月周期の波が観測されるかどうかによって、レジットのトータルゲインが、インカムゲインによるものか、キャピタルゲイン・ロスによるものか、判別できるし、波の振幅の大きさによってそれぞれのゲインの額を推定することさえも可能となる。

以下では、モデリングを用いて、この推定を行なってみる。

3 インカムゲインとキャピタルゲインが混在する場合の試算

ここで、分配金45円時代に、レジットにインカムゲインとキャピタルゲイン・ロスがあったとして、分配金込み純資産価額がどのような波になるのか、そのモデルをいくつか試算してみる。

レジットの毎月のトータルゲインの一口当たりの額が45円であるということは、インカムゲインとキャピタルゲイン・ロスの合計額が45円だという意味である。ここでは、レジットのトータルゲイン

の8割の36円(=0.8×45)がインカムゲインだと仮定したモデルを取り上げてみる。こうすると、毎月のキャピタルゲインの一口当たりの平均値は9円となり、その年間の合計額は108円となる。

まず、レジットの毎月のインカムゲインを取り上げると、これは賃料収入に依存するものなので、どの月もほぼ同じ値になる。

ところが、レジットの分配金45円時代のキャピタルゲインは、平滑ではない。2月、8月に不動産鑑定評価があるので、そのときにキャピタルゲインが計上される。その他の月は、減価償却の戻りとして微調整があるだけである。したがって、6ヵ月周期の波が生じる。すなわち、2月、8月にキャピタルゲインがあり、他の10ヵ月間にはキャピタルゲインがない。ただし、1年を平均すると毎月9円、年間合計108円のゲインがあることになる。こうなるような例としては、いろいろ考えられる。キャピタルゲインが、①2月及び8月に54円ずつ増加とか、②2月40円、8月68円増加とか、③2月70円、8月38円増加とかの例があげられる。これらの例を1月から12月にあてはめて並べると、キャピタルゲインの合計値は、次のとおりである。

- ① 0, // **54**, 54, 54, 54, 54, 54, // (+54) **108**, 108, 108, 108, 108
- ② 0, // **40**, 40, 40, 40, 40, 40, // (+68) **108**, 108, 108, 108, 108
- ③ 0, // **70**, 70, 70, 70, 70, 70, // (+38) **108**, 108, 108, 108, 108

どれも2月8月に段差がある6ヵ月周期の階段状の波になる。

これらと毎月平均36円のインカムゲインが合成されると分配金込み純資産価額は、次のような6ヵ月周期の右上がりの階段状の波になる。いずれにしても、2月および8月の段差は、他の月と比較して大きくなる。

- ① 36, // **126**, 162, 198, 234, 270, 306, // **396**, 432, 468, 504, 540
- ② 36, // **112**, 148, 184, 220, 256, 292, // **396**, 432, 468, 504, 540
- ③ 36, // **142**, 174, 214, 250, 286, 322, // **396**, 432, 468, 504, 540

これらは、すべて例であり、この例のとおりの波が生じるとは限らない。ピークの高さはばらつくことだろう。しかし、この例のような波が生じることは確かである。すなわち、レジットのキャピタルゲインの発生特性に基づいて、不動産鑑定評価時にピークを持つような6ヵ月周期の波が現れることになる。そして、この波の有無および振幅はグラフにありありと現れることになる。なお、より精密に波を判定したければ、理論的にはフーリエ解析という数学的な手法が知られている。

4 分配金45円時代のキャピタルゲインの影響は僅かである

上述のモデリングから分かるように、レジットのキャピタルゲインがあると、不動産鑑定評価時にピークを持つような6ヵ月周期の波が生じて、その波の振幅はキャピタルゲインの額が大きいほど大きくなる。逆に、インカムゲインだけで、キャピタルゲインがないと、周期性のある波が生じることはなく、分配金込み純資産価額の値動きは、毎月ほぼ一定額だけ増加する右上がりの直線になる。これは安定した賃料収益によるインカムゲインの特徴である。

ここで、分配金45円時代の分配金込み純資産価額のグラフ(図1)を見れば明らかなように、2月、8月(色を変えてある月)にピークをもつ6ヵ月周期の波がかすかに観測される。2月、8月の段差は他の月よりも少し大きい。これは、2月、8月にある程度のキャピタルゲインがあったことを示すものであるが、それはわずかである。分配金込み純資産価額を押し上げる役割を果たしているのは、大半が毎月

のインカムゲインであり、2月、8月のキャピタルゲインの貢献は少ないことが分かる。

特に平成20年5月から9月を見ると、この期間にキャピタルゲインはないはずなので、少なくともこの5ヶ月間は毎月1口当たり45円ほどのインカムゲインがあったことが分かる。被告ファンドクリエーションの平成27年7月31日付「文書提出命令申立に対する意見書」の6（4頁）によると、平成20年（2008年）1月から平成21（2009年）までの間、J-REIT に投資していないが、平成20年（2008年）1月から同年5月までの間に、短期間であるが J-REIT を組み入れた投資信託に投資したことがある、とのことである。

レジットにおいては、収益源物件への投資が主であり、J-REIT 等への投資は従と位置づけられている。収益源物件の1棟の価格は数億円から数十億円ほどに及ぶのが普通であり、たとえば30棟の収益源物件を購入できるが、31棟の収益源物件を購入するには、資金が不足するような場合があるが、30.5棟の購入などはできないのである。こうした場合に、投資資金を有効に活用する手段として、J-REIT 等へ投資がなされるものと考えられる。要するに J-REIT は収益源物件と比べると換金性が高いので、余剰現金の活用手段として J-REIT が使われているのだろう。

5 小括

原告は、レジットの分配金45円時代のトータルゲインを表す“分配金込み純資産価額”の値動きを定量的に分析することによって、分配金45円時代には、1口当たり毎月45円のインカムゲインがあったと主張する。

そして、“評価額低下時の収益力不変の原理”に従って、本件第2事件発生後もレジット1口当たり毎月45円のインカムゲインがあ

ったはずだとして、損害賠償請求をしている。そもそも被告らがレジットの収益源物件の評価方法を変更することは禁じ手であるが、たとえ収益源物件の評価方法が変更されたとしても、レジットのインカムゲインという形の収益力は不変であり、本件第2事件発生後もレジット1口当たり毎月45円のインカムゲインが存在し続けることは明らかである。

なお、“評価額低下時の収益力不変の原理”については、別紙「評価額低下時の収益力不変の原理」および準備書面(6)の89頁、90頁をご覧ください。

ここで“収益力”に関する注意事項として、“収益源物件の売却時の収益力”の変動について述べておく。投資家からレジットの買戻し請求がなされたときに収益源物件を売却することが必要になる場合がある。そうした際には、収益源物件の棟数が減ることになるので、当然のことであるが収益力は減る。ただし、レジット1口当たりの収益力は変わらないことに注目していただきたい。なぜなら、売却が必要になるのは買戻し請求の口数に相当する収益源物件なので、必要以上に収益源物件を売却することがなければ、レジット1口当たりの収益力は変わらないのである。

被告藍澤証券の準備書面3の第1の「3 配当金額の減額」(3頁)において、同被告はレジット1口当たりの収益力とレジットの全収益力とをすりかえるような論理展開をした。そこで、原告は、準備書面(10)の第1の3(7頁ないし9頁)において、同被告の誤りを指摘するとともに、数値例をあげてレジット1口当たりの収益力が変わらないことを示した。

ちなみに、収益源物件を必要以上に売却すると、投資家間の公平性を阻害したり、収益源物件という資産の消失を招いたりすることにな

る。

第3 レジットの分配金を減額する原因の不在

- 1 被告らは分配金の減額理由について理解可能な説明をしていない

原告は、本件第2事件発生後に「なぜ分配金が減ったのか」という質問（これを質問Yと呼ぶ）を被告らに投げかけたのであるが、これに対する合理的に理解できるような回答は得られていないのが現状である。

平成20年12月18日の被告藍澤証券の訴外須藤からのFaxで原告に示された内容、すなわち「賃料収入の減少が発生した」が事実だとすれば、そしてもしも賃料収益が大幅に10分の3ほどに減少したとすれば、本件事件の説明はそれなりにつく。しかし、被告らは公式には「収益源物件の評価方法を変更したことが原因だ」などとまるで異なる説明をしたり、被告藍澤証券の支店長の訴外小幡は訴外須藤の説明を否定したりした。そして、賃料収入の減少という分かりやすい理由を否定したにもかかわらず、被告らは質問Yで求めた分配金減少の理由の説明を拒否し続けている。

そもそも、マンスリーレポートを見る限り、事件発生の前後で、著しい賃料収入の減少も入居率の減少も報告されていないし、著しい費用の増加も報告されていない。費用の主要部分を占める信託報酬はむしろ減っている。したがって、原告は、分配金の減少を不可解だと捉えて、その原因についての説明を繰り返し被告らに求めているのであるが、合理的な説明はなされない。こうした状況は、訴状の20頁、21頁に記載したとおりである。

この説明に関係するのかもしれないが、平成23年11月に行なわれた管理会社の第1回の説明会の後に、被告ファンドクリエーションの取締役である訴外宮本から被告藍澤証券経由で文書「レジット・フ

アンドの分配原資の分析」(甲第24号証)が説明なしに原告に届けられた。甲第24号証には、レジットの分配金にあてるべき原資が不足していたことをほのめかす内容が書かれている。しかし、原告がこの内容を分析してみると、マンスリーレポートによって投資家に毎月知らされる基準価額および分配金との整合がとれないデータであり、被告らに都合のよいデータだけを抜き出したものかもしれず、何を示しているのか意味が全く不明確なものであった。収集が不完全な中途半端なデータなのかもしれない。こうした状況については、準備書面(8)の「第4 本件事件発生前にレジットが生み出していた利益」(19頁)に詳しく述べた。しかるに、被告らは、これに対する認否も反論もしていないし、甲第24号証に関する説明もなされていない。

被告藍澤証券は、準備書面3の第1の「3 配当金額の減額」(3頁)において、分配金の減額の理由を説明したつもりになっているのかもしれないが、これは全く誤った説明である。その誤りの詳細は、準備書面(10)第1の「3 配当金額の減額に関する全く誤った説明」(7頁ないし9頁)に丁寧に記した。

これらのことから、被告らは合理的に理解できるような分配金減少の理由の説明をしていないことは明らかである。そんな中で、原告は、分配金込み純資産価額の値動きを詳しく観察して、賃料収益の値動きの波を調べることによって、レジットの分配金45円時代には、1口当たり毎月ほぼ45円のインカムゲインがあったと主張するものである。これは、原告が行なった定量的な分析の結果である。

2 被告らは分配金の減額の原因をより精密化することができる

最善を尽くしたつもりであるが、原告が行なったインカムゲインかキャピタルゲインかの判別は、被告らがデータを示さないので少しばかり荒っぽいところがあるかもしれない。そこで、被告らがこの判別

をより精密にしたければ、それはレジットの内部事情を知る被告らには可能なことであろうから、是非とも被告らに行なっていただきたい。すなわち、甲第24号証のような意味不明のデータではなく、基準価額の値動きを発生させた内訳を明らかにすればよいのである。この内訳は、被告藍澤証券の三島支店の現支店長である訴外下中がマンスリーレポートに手書きしてくれた甲29号証のような完備データであり、あるいは三島支店の各支店長が原告に口頭で述べた完備データであるともいえる。このように、一部の期間の完備データは被告藍澤証券が明らかにしてくれたが、残念ながらそれは早期売却を前提とする評価額であって、本当に求めたいのは平常時の評価額であるという違いがある。そして期間的には、本件事件発生前後の完備データは明らかにされていない。被告らがこれを示せば、分配金45円時代のトータルゲインの内訳がどの程度インカムゲインによるもので、どの程度キャピタルゲインによるものであったのかがより正確になり、被告らが支払うべき損害賠償額がより正確に求められることだろう。

3 被告らがなぜ分配金の減額の理由を説明しないのか

本件第2事件が分かりにくい最大の原因は、被告らが本件第2事件に関する真実を述べないためである。被告らが真実を述べないとしても、せめて分配金の減額の理由の説明をしてくれれば、原告はその説明の中に矛盾点の有無を調べることによって、真実に近づくことができようというものである。

被告らが分配金の減額の理由の説明をかたくなに拒否する理由は、そこに内在する矛盾点を足がかりにして、原告などの投資家が真実に近づくことを警戒しているためであろうか。または、被告らの予定した公式の説明では、あまりにも簡単に矛盾点が見つかるので、様にならないためかもしれない。あるいは、被告らは資産の消失があるので

分配金を減額したとは、言いたくないのかしれない。原告が被告藍澤証券の支店長らと話をした中では、支店長らは自ら納得して自信をもって説明できるような分配金の減額の理由を持ち合わせていないように見受けられた。なお、被告藍澤証券の準備書面3の第1の「3 配当金額の減額」(3頁)は、支店長らがもつプライドなどが少しも感じられない出鱈目の酷い説明であった。

被告らはダンマリを決め込むことで、本件事件を霧の中に置いたままにしておけると考えているのかもしれないが、説明をしないことで分かってくることもある。分配金減額の理由および早期売却を前提とする評価方法について、被告らが説明をしないのは、これらが本件事件の重要なカギを握る情報だということを原告に知らせているようなものである。

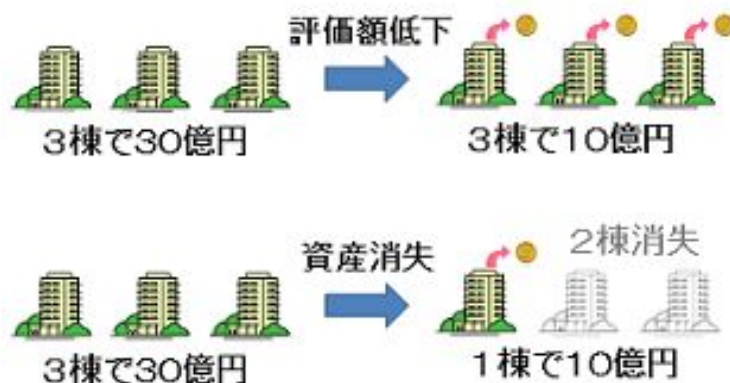
以上

別紙「評価額低下時の収益力不変の原理」

レジットの収益源物件の評価は、直接還元法で行なわれる。したがって、収益源物件の収益が上がれば（下がれば）評価額は高く（低く）なる。あくまでも**収益**が原因であって、**評価額**はその結果である。

被告らはこのレジットの直接還元法の枠組みを無視して、悪事の準備のためか、収益と無関係に評価額を下落させようと、レジットの収益源物件の評価方法を変更するという禁じ手を実施した。しかし、この無茶をしても因果関係は逆転しない。すなわち、**評価額**が原因となって**収益**に影響を与えることはない。

“評価額低下時の収益力不変の原理”とは、収益と無関係に評価額を下落させるような禁じ手を実施した際に適用できる原理であり、**評価額**を下落させても、**収益**に影響を与えないことを示す原理である。



ところで、収益源物件を消失させた場合には、上図から明らかなように、金貨を生み出す力という図柄で表現した収益力は低下する。

なお、収益には、賃料収入からくる収益である**インカムゲイン**と不動産の価格の値動きからくる**キャピタルゲイン**の2種類がある。“評価額低下時の収益力不変の原理”は、インカムゲインに適用できる原理であり、キャピタルゲインには適用できない。