

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(16)

平成28年6月1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

被告ファンドクリエーションは、甲第24号証によって、毎月45円の分配金を支払うために必要な“分配原資”が不足したと述べたいようであり、分配金減額の理由は分配原資の不足にある、と主張している。そして、同被告は、分配原資の不足を示すための補強用の文書として、第5準備書面、および第6準備書面、第7準備書面（これら三つを甲第24号証補足書面と呼ぶ）を提出した。

本準備書面の目的は、甲第24号証の正当性、すなわち分配金減額が目論書に従った正当な運用の結果やむなく生じたものであるのかどうかを判定することである。ただし、同被告は甲第24号証補足書面を提出しているので、これを補った上で甲第24号証の正当性を判定することにする。

ところで、同被告の第5準備書面については、すでに平成28年1月13日付の原告の準備書面(15)において、重要な2点の指摘を行なっている。すなわち、①“分配原資”の算出の際に前提とした**収益源物件の棟数に莫大な誤り**がある点、および②“分配原資”の定義が曖昧

でありレジットの**基本データと矛盾する**、すなわち「基準価額および実際に支払われた分配金」との対応がつかない点を指摘した。これらの指摘にもかかわらず、被告ファンドクリエーションは、第6準備書面および第7準備書面で原告の忠告を無視した。すなわち、同被告は“分配原資”の算出の際に前提とした収益源物件の棟数についての根拠を示していない。そして、同被告からは“分配原資”なるものがレジットの基本データと乖離していることに関する一切の申し開きなどが無い。したがって、原告の準備書面(15)から判断できるように、甲第24号証は、何ら根拠のない書面と言わざるを得ない。

本準備書面の**第1**においては、上述の観点も含めた種々の観点から甲第24号証が信頼できるものではないことを示す。さらに本準備書面の**第2**において、第24号証補足書面はレジットに関する新たな違法を暴露するものであることを示す。すなわち、レジットについて原告がこれまで主張してきた違法(説明義務違反や目論見書の虚偽記載等)以外にも違法な行為が行われており、また、原告が指摘した資産の消失以外にも、レジットの運用者側は投資家の一部の資産を消失させるような運用をしていたことなどを示す。

第1 甲第24号証は信頼できるものではない

1 原告が甲第24号証を証拠として提出した経緯

被告ファンドクリエーション作成の甲第24号証の文書「レジット・ファンドの分配原資の分析」は、あたかも分配金の原資が少量しかなかったと主張することによって、同被告が本件第2事件発生後の分配金の減額を正当化することを目指したものであろう。

ここで、このような意図をもつ甲第24号証を証拠として提示したのは、原告であることにご注目いただきたい。「甲」で始まる証

拠なので被告ファンドクリエーションが提出した証拠ではないのである。

原告は、不可解な分配金の減額を本件第2事件として提起しており、被告らが分配金減額の理由を合理的に理解できるように述べないことを大問題であると主張している。したがって、もしも甲第24号証が分配金減額の正当性を合理的に説明するものであれば、原告のこの主張は覆されることになりかねない。

ところが、原告は、準備書面(8)第4(19頁ないし28頁)で述べたように、甲第24号証のデータは信頼のおけないものであると捉えている。したがって、原告は、甲第24号証が信頼できないことを示すために、わざわざ甲第24号証を証拠としたのである。

ここで、被告ファンドクリエーションには、チャンスが与えられたと捉えることができよう。もしも、甲第24号証に甲第24号証補足書面などを補うことによって、同被告が分配金の減額を正当な運用であったと合理的に説明できれば、本件第2事件に関する損害賠償請求は、理由がないことを示せるからである。しかし、それができなければ、甲第24号証は原告を欺く意図をもった文書だといえよう。

果たして甲第24号証は正当な運用を示した信頼のおけるものかどうか、以下に詳しく見ていくことにする。

- 2 甲第24号証は毎月45円の分配金が支払われた事実と矛盾する
 - (1) 株式会社の経営においては、少なくとも1年に1回は、決算を行いどれほどの利益をあげているのか、あるいは損失が生じているのかという損益を明らかにして、それを株主に示す。そして、その決算状況を参考にして、株主に配当をする。
 - (2) レジットのような毎月分配型の投資信託の運用においては、い

わば株式会社の決算と同様に、損益を明らかにして、それを投資家に示す。そして、その状況を参考にして、投資家に分配金を支払う。ただし、株式会社の場合と異なり、決算に相当する会計処理を少なくとも毎月行なう。すなわち、決算結果に相当する基本データである基準価額および分配金を毎月投資家に報告する。そして、これらのデータによって、投資家は、インカムゲイン及びキャピタルゲイン（またはロス）の合計値を毎月知ることができる。

- (3) ところで、レジットの基準価額および分配金のデータは、マンスリーレポートから写し取って甲第10号証としてまとめている。これを見ると、少なくとも2005年5月から2008年9月までの3年余りは、基準価額の大幅な目減りなしに、毎月45円の分配金を支払うことができていたことが分かる。つまり、少なくとも同3年余りの期間は、毎月45円の分配金を支払う分配原資が十分に存在したといえる。

しかるに、甲第24号証では、同3年余りの期間に関する分配原資が45円に満たない小額であったと述べている。したがって、甲第24号証のデータとレジットの基本データ（基準価額および分配金）とは、矛盾する。少なくともどちらか一方は、信頼のおけないデータである。なお、もしも基本データに誤りがあれば、不適切会計問題で揺れる東芝と同様の、またはそれ以上の大事件だということになる。

- (4) いずれにしても、このようなデータの不一致があるので、原告は、準備書面(15)において、甲第24号証の“分配原資”が何を意味するのか、その定義を明らかにするように被告ファンドクリエーションに促した。しかし、あいまいのままであり、同被告

が“分配原資”と呼ぶものが何であるのか、いまだに不明である。ここで言えることは、分配金45円時代に毎月45円の分配金を支払うことができていた事実と、甲第24号証の“分配原資”とは明らかに矛盾する。

なお、この矛盾は、被告ファンドクリエーション第6準備書面の第2の2（3頁）に記載の「内部留保金」によっても説明のつかないものである。

3 本件第1事件の発生とほぼ同時になされた分配金減額の宣言

(1) 被告ファンドクリエーションは、2010年1月以降のデータしか保管されていないなどと述べて、甲第24号証の一部のデータに関する説明しかしていない。

かかる主張は、原告が2011年に被告藍澤証券から甲24号証を渡されたことを考えればそれ自体信用できない話であるが、ここでは細かなデータに頼らなくてもよいように、本件第2事件の根幹をなす事件の構成あるいは本事件の論理的な因果関係を取り上げることにする。すなわち、本件第1事件の発生とほぼ同時になされた「それ以降の分配金減額」に関する宣言が、どのような根拠をもとにしてなされたのかを追求することにする。

(2) 本件第1事件では、収益源物件の評価方法を変更したために、不動産の評価額が約10分の3に下落したのだと被告らは説明している。これは不動産の評価額に関する説明であり、賃料収益について言及したものではない。“評価額低下時の収益力不変の原理”という原理が明確に示すように、たとえ評価方法の変更という手荒な処置を実施して不動産の評価額を下落させたとしても、賃料収益が減るわけではない。

(3) しかるに、被告らは分配金を45円から30円に減額させると

宣言した。そして、実際に2008年12月から分配金を30円にした。この同年12月前後の状況を見ると、収益源物件の棟数は、その数ヶ月前から50棟と安定していた。さらにいえば、収益源物件の入居率が低下しているわけでもなかった。

すなわち ① 賃料の大幅改訂などが無いので賃料収益の減額はほとんどなし、② 収益源物件の棟数の減少なし、③ 入居率の低下なし、という状況にもかかわらず、かつそれまでの期間は毎月45円の分配金を支払うことができていたにもかかわらず、被告らは分配金を45円から30円に減額すると宣言した。この分配金減額の宣言は未来に関する言及なので、それなりの理由に基づき判断したことであろう。なお、リーマンショックは、不動産の売買市場に大きな影響を与えたかもしれないが、甲第31号証が示すように賃貸市場への影響はほとんどない。そして、そもそも賃料は2年間ほど据え置きの契約にすることが普通なので安定的である。

被告らには、こういう状況にもかかわらず分配金を減額すると判断した理由を素直に述べることが求められる。必ずしも細かな数値をあげなくても構わないから、まずはこの理由を述べることから始めたらいかだろうか。こうした説明なくしては、甲第24号証が信頼のおけるものであるなどとは到底いえない。

4 30円から10円への分配金の減額について

- (1) 被告ファンドクリエーションは、第5準備書面の第2(2頁および3頁)において「2011年3月から2012年2月までの1年間の分配原資について分析すれば、10円に引き下げられたことが適正であることが明らかになるはずである。」と述べた。そして、3回にわたる甲第24号証補足書面には、最終的に2010年1月から2012年3月までの27ヵ月について、分析のよ

うなことを実施した結果が記載された。しかし、この分析らしきものは、原告の疑問・質問には一切答えずに、また原告の主張に反論することもなく、被告ファンドクリエーションの独りよがりの論理を展開したに過ぎない。これでは、分配金の30円から10円への引き下げが適正であるなどとはいえない。

(2) 独りよがりの分析らしきもので用いた、甲第24号証補足書面の記載データに関しては、いろいろな問題があるが、一番の問題は、収益源物件の棟数の根拠が記載されていないことである。

甲第24号証補足書面に記載された27ヵ月についての分析らしきものでは、どの月についても、収益源物件の棟数が記載されていて、その棟数を前提にした建物賃料収入の値が記載されている。しかし、収益源物件の棟数の正当性に関する肝腎の記載がないのである。

ここで収益源物件の棟数と建物賃料収入の関係を見てみよう。収益源物件の棟数が多ければ、建物賃料収入は多くなり、少なれば少なくなるという依存関係があることについては、被告ファンドクリエーションも原告も同意して認めるところであろう（第5準備書面の1頁には「賃料事業収益は・・・必ずしも収益源物件の増減に応じて変動するとは限らない。」と記載されているが、これは誤解を生む表現であり、「賃料事業収益は月末集計の収益源物件の増減に応じて変動する。」、という表現に修正されるべきである）。意見が分かれるかもしれないのは、収益源物件の棟数がレジットの運用に依存して決まる値であるという点である。甲第24号証補足書面には、収益源物件の棟数が天から与えられたものであるかのごとく前提として記載されているのだが、もしも被告ファンドクリエーションがそのように捉えているとすれば、大いなる誤りである。

なぜなら、レジットの運用者側が、その運用の一環として、収益源物件を購入したり、売却したりすることによって、収益源物件の棟数が決まることになるからである。したがって、2008年12月に50棟あった収益源物件の棟数の推移に関する分析がないことには、分配金の減額が適正だとはいえない。単に、収益源物件が必要以上に多く売却されたという事実をあらわにただけである。

5 原告が行なった分配金の減額についての分析

被告ファンドクリエーションは、2010年1月以降のデータしか保管されていないなどと述べて、甲第24号証の一部のデータに関する説明しかしていない。しかし、データは他にもある。すなわち、甲第24号証と同時に原告に渡された被告ファンドクリエーション作成の文書「レジットファンド借入比率」(甲第23号証)および「レジット鑑定評価額リスト」(甲第30号証)のデータを合わせて参照すれば、30円から10円への分配金の減額だけでなく、45円から30円への分配金の減額についてもかなりの分析ができる。そして、マンスリーレポートに記載された情報などと照合することによって、データの検証などもできる。

実際に、原告は分配金の減額についての分析を行ない、その結果を準備書面(13)に記載した。たとえば、収益源物件の棟数の推移に関しては、準備書面(13)の第3の「2 どんな場合に収益源物件がどれだけ増減するのか」(15頁)に述べた。すなわち、収益源物件の棟数は、レジットの総販売口数(総口数)にほぼ比例するように増減させるのが適正な運用であることを明確に分かりやすく述べた。これは次のことから分かることである。たとえば、ある投資家が買戻請求または解約請求を発して、買戻代金を受け取ろうとする場合には、運用者側は(買戻代金を捻出するために)その投資家の

持分に相当する収益源物件を売却することになるだろう。この場合、必要以上に収益源物件の多くの棟を売却しないように注意するのが当然に行なうべき運用である。無闇に数多くの収益源物件を売却してはならないのである。

これに反する運用が行なわれて、もしも収益源物件が必要以上に多く売却されたりすると、収益源物件の棟数が異常に少なくなり、建物賃料収入が減って、分配金を減額しなければならない事態に陥ってしまう。被告ファンドクリエーションが甲第24号証補足書面で記載した状況は、正に収益源物件を必要以上に多く売却してしまったことを物語る証拠である。

6 収益源物件を必要以上に多く売却した場合の弊害

(1) 収益源物件が必要以上に多く売却された場合の弊害は、投資家への分配金が減るだけでは済まされない。収益源物件という投資家から集めた資金で購入した不動産などの“資産”の“消失”が発生し得る。これについては、準備書面(13)に詳しく述べた上に、分かりやすくするために同書面の別紙1および別紙2に図示した。

別紙1は、必要以上の売却がなされた後に、買戻請求をした投資家に支払う買戻代金が不適切に多いような場合に関する例である。この場合は投資家間に不公平が生じて、買戻請求をしない投資家の持分の資産が不当に減ってしまう。

別紙2は、必要以上の売却がなされた後に、買戻請求をした投資家に支払う買戻代金は適切であるのだが、売却前後の会計収支報告が適正になされないか不正がある場合の例である。この場合は運用者側に会計帳簿に現れないような資産が残ることになり、買戻請求をしない投資家の持分の資産が不当に減ってしまう。つまり、買戻

請求をしない投資家たちの持分の資産が不当に減ってしまうという“資産消失”が発生する。

(2) 実際のレジットの運用においては、以下の三つの理由によって、別紙2の状況が生じていることが分かる。

第一の理由は、収益源物件が必要以上に多く売却されている。これについては、準備書面(13)の別紙3にレジットの実態を示したとおりである。レジットの総販売口数(総口数)は緩やかに減っているのかかわらず、それを上回る異常な勢いで収益源物件が売却された。まるで投売りをしているかのような状況がマンスリーレポートに記録されている(この状況は、甲第10号証に写し取ったとおりである)。

第二の理由は、買戻請求をした投資家に支払われた買戻代金は、レジット1口当たり3000円に満たない低額であり、これは買戻請求をしない投資家の持分の資産に悪影響を及ぼすような額ではない。

第三の理由は、収益源物件の売却前後の会計収支報告がなされていない。マンスリーレポートにも、甲第24号証補足書面の中にも、収益源物件の売却に関する会計収支報告はない。ところが、買戻請求をした投資家に買戻代金を支払うに足る以上の棟数の収益源物件が実際に売却されたことは明らかだから、その売却代金から買戻代金を差し引いた残りの金員または資産が存在しなければならない。しかし、この残りの金員または資産の行方に関する報告はなされていない。いずれにしても、収益源物件の売却に関する会計収支報告は必須であるが、これが見当たらないのである。

(3) これらの三つ理由によって、レジットの運用においては、別紙2の状況が生じていて、買戻請求をしない投資家たちの持分の資

産が不当に減ってしまうという“資産消失”が発生している。なお、これが“資産消失”の主要な原因であるが、第7準備書面の3頁、4頁によると、貸倒損失が発生したための“資産消失”分も存在する。

7 まとめ

- (1) ここまで述べてきたように、甲第24号証の文書「レジット・ファンドの分配原資の分析」は、甲第24号証補足書面を補ったとしても、本件第2事件の分配金の減額が正当であると示すものにはなっていない。被告ファンドクリエーションの文書および書面は、出所不明のデータの羅列であり、分配金の減額の正当性とどう関係するのかも合理的に理解できるように説明がなされていない。

原告の分析によると、分配金の減額には、被告らの行なったレジットの資産を消失させる行為が深く関係しているのであって、被告らは、本件第2事件に関する原告への損害賠償を逃れることはできない。

- (2) ちなみに、本件第2事件の原因に関して、原告は種々の数理モデルによる考察を長期に渡って行なった結果、資産消失がなされたという結論にようやく到達できたと述べている。しかし、分かっただけならば単純なことであり、この結論は次のようにして比較的簡単に導出できる。すなわち、準備書面(13)および同書面の別紙1および別紙2で述べた“持分”という概念を用いて「各投資家の持分の不動産資産」なるものに着目することによって、資産の消失があったという結論が得られるのである。

「各投資家の持分の不動産資産」とは、投資家たちが共有するレジットの収益源物件をそれぞれの投資家の投資口数に比例するよ

うに配分すると仮定した場合に、それぞれの投資家に帰属することになるそれぞれの不動産資産のことである。この「各投資家の持分の不動産資産」は、被告らが収益源物件の評価方法を変更したという本件第1事件では変化しない。ここで「各投資家の持分の不動産資産」が生み出す賃料収入について考えてみると、賃料の値下げ、または入居率の低下があると、賃料収入が減少するが、これらが発生しなければ、賃料収入は減少しない。しかるに、賃料収入が減少したというのであれば、それは「各投資家の持分の不動産資産」の量が減少したためだとしか考えられない。つまり、ある投資家、たとえば原告を取り上げてみると、原告の持分の不動産資産の量が減ってしまったことを意味する。ここではある投資家として原告を取り上げたが、ある投資家とはどの投資家にも適用できることなので、すべての投資家の持分の不動産資産の量が減ってしまったということと同値であり、これは資産消失に他ならない。

(3) なお、ある種の「運用結果」とこの「資産消失」とは紛らわしい面があるのでこれらを区別するように注意を払うことが必要である。すなわち、レジットが解約されるなどして総販売口数（総口数）が減れば、その減少分に比例するように収益源物件が売却されて減らされるという運用が当然のことながらなされる。ところが、このような運用と資産消失とは別物である。たとえば、レジットの総販売口数が3割減れば、それに従って収益源物件の3割を売却して減らすような運用がなされる。これは、当然のことであって、正当な運用である。しかし、準備書面(13)の別紙3で述べたように、もしもレジットの総販売口数が3割減っただけなのにかかわらず、収益源物件が7割6分も減らされてしまったとすれば、3割を超える収益源物件の減少分(4割6分)は、レジ

ット資産の消失があった証拠に他ならない。

第2 レジットの違法を明らかにした甲第24号証補足書面

1 甲第24号証補足書面の特徴

(1) 甲第24号証補足書面は、甲第24号証の正当性を説明するはずの文書であった。しかし、被告ファンドクリエーションは、甲第24号証補足書面の中に、以前の準備書面と比べものにならないほど多くの数値データを記載してくれて、レジットの運用をかなり定量的に述べてくれた。この結果、レジットの運用が違法であったことを暴露することになった。

特に、第7準備書面においては、甲第24号証の“分配原資”のバラツキを平滑化するような説明が後から追加されたためか、レジットの実態が原告が理解していたものとはかなり異なるものであったことが判明した。

すなわち、原告は、甲2の1の目論見書、並びに被告藍澤証券の販売員および三島支店支店長などによる説明、被告ファンドクリエーションの訴外宮本の説明によって、レジットの運用に関する知識やイメージを得ていた。しかし、その知識やイメージと第7準備書面の運用に関する記述はだいぶ異なるのである。すなわち、レジットについては、目論見書に記載されるべきことが記載されておらず、また、目論見書に従わない運用がなされたのである。

(2) 被告ファンドクリエーションがこのような事実を明らかにしたのは、第7準備書面で、“分配原資”が少なかったこと、すなわちレジットの分配金の利回りが低くなったことを示そうといろいろ工夫したためだと考えられる。通常は、投資信託に関する

記述をする際に、それなりの利回りが得られる仕組みなどを説明して、それに相応しい運用を実施するのだという意気込みを述べることだろう。まさか、意図的に利回りを低くして分配金を少ししか払えなくするような運用の仕方について、述べることも実施することもないはずである。しかし、第7準備書面などには、利回りを低くして投資家に損をさせるような筋が通らない運用について記載されているのである。さらに、“分配原資”のバラツキを平滑化するための説明においては、同被告は後先構わずに、平滑化の説明にまい進してくれたようである。このために同被告は運用者側の不手際なども構わずに記述することになり、原告ははからずして、レジットの運用上の不手際についても知ることができた。

- (3) そもそも甲第24号証補足書面は、甲第24号証のデータが信頼のおけるものであることを示そうとしたものであろう。しかし、甲第24号証補足書面は、甲第24号証のデータの内訳の一つ「不動産賃貸等による収益」について不十分ながらある程度の記述はあるものの、他の三つの内訳「減価償却分評価益」、「ファンド経費」、「その他」については、言及がない。この三つのうちの「減価償却分評価益」は特に重要であり、これについての説明がなければ、甲第24号証のデータが信頼のおけるものであることを示したことはない。「減価償却分評価益」は、不動産の評価額に依存するキャピタルゲイン（ロス）を示すものであり、被告ファンドクリエーション作成の文書「レジット鑑定評価額リスト」（甲第30号証）とも関係するものなので、同被告の説明が必要である。

「減価償却分評価益」がなぜ重要かという点、第6準備書面の第

2の2（3頁）に記載の「内部留保金」と関連が深いからである。いずれにしても、「内部留保金」は、目論見書に記載されていない運用であり、資産の消失とも関係するので、被告ファンドクリエーションに詳しい説明を求めたい。

(4) 原告は、第6準備書面でいわば予告された「内部留保金」について、第7準備書面で具体的な金額などの詳細データが示されて問題がクリアになることを期待していた。しかし、残念ながら第7準備書面では「内部留保金」があらわにされることはなかった。その代わりに、「内部留保金」を少しなまして別の形にされたように思われる「貸し付け」や「貸し倒れ」について説明がなされた。これらは形が「内部留保金」と少し異なるが、これらによってレジットの違法な運用が明らかになった。この運用は、目論見書に記載されていないものであり、資産の消失に結びつくものだからである。

2 甲第24号証補足書面の数値データについて

(1) 甲第24号証補足書面には、数多くの数値データが記載されているが、数値データを羅列しただけでは、それぞれの数値が妥当なものかどうか判断し難い。そこで、重要なのは、各数値データの間関係や比較データである。

しかし、甲第24号証補足書面の説明は十分とはいえない。たとえば、支払い利息について言えば、借入の日数だけでなく借入金の額、利率などの関係するデータも合わせて提示してデータの間関係を検証できるようにしてくれないと単なるデータの羅列になってしまい、たとえ専門家であっても信頼のおけるデータがどうかを判断し難いことになってしまう。

もしも、被告ファンドクリエーションが甲第24号証について、

説得力のある補足説明を目指すのであれば、こうしたデータの関係に関する説明は必須である。

- (2) データの関係の中でも、特に重要なのは、交付目論見書（甲2の1）の7頁にある直接還元法の計算式である。すなわち、収益源物件の賃料収益と収益源物件の平常時の評価額との比例関係である。この関係から、収益源物件の賃料収益の概算値は、甲第30号証の「レジット鑑定評価額リスト」に表示された平常時の評価額から求めることができる。すなわち、収益源物件からの賃料収益は、収益源物件の棟数にほぼ比例することが分かる。

この関係を念頭に、甲第24号証補足書面の中の収益源物件の棟数と収益源物件の賃料収益の関係をご覧いただきたい。原告がデータのチェックをお願いした税理士は、次の点が異常だと指摘した。すなわち、2010年1月に収益源物件は**36棟**であり、**賃料収益は7543万円**（1億4483万円－6940万円）である。なお、ここでは収益源物件からの賃料収益は、建物賃料収入から営業費用を減じることで算出しているが、より正確な算出方法は被告ファンドクリエーションが知るところであろう。そして、2010年2月に収益源物件は**24棟**であり、**賃料収益は6227万円**（1億2726万円－6499万円）である。その専門家は、収益源物件の棟数が36棟から24棟になるという大きな減少変化に比べて、2010年1月の賃料収益および建物賃料収入が低すぎると指摘したのである。被告ファンドクリエーションには、こうした点に関する丁寧な説明が求められるのである。原告は、そもそも収益源物件の棟数が異常であることをその専門家に説明したところ、そんなことであれば、甲第24号証補足書面の数値データはすべて信頼できないことになるとのことであった。

(3) 以上、数値データの疑問点の一部について、特に目に付いた点を述べた。こうした点に関する説明とともに重要なのは、経済状況、経営状況、運用状況などを見るうえで重要な比較データである。例えば、ある政策を採用した効果を見るには、その政策の採用前のデータと採用後のデータとを並べて比較することが重要である。レジットの場合は、分配金45円時代のデータと並べて比較することによって、分配金減額の理由などが明らかになるはずである。したがって、甲第24号証補足書面の数値データのそれぞれについて、分配金45円時代と比べてどこがどう変化しているのか、個々の数値データを示せないとしても、その概略を被告ファンドクリエーションに説明してもらうことが必要である。これがないと、だれもデータに納得することができない。

なお、以下では、原告が分かる範囲で、分配金45円時代と比べて何が違っているのか特に目に付いた点を述べる。

3 新たに判明した違法一クラスAの受益権

(1) 甲第24号証の正当性を説明するはずであった甲第24号証補足書面は、受益権がクラスA、B、Cに分類されているという初耳の説明によって、レジットの違法性を暴露することになった。

第5準備書面の3頁および第7準備書面の1頁には、クラスAの受益権に関する説明がなされている。すなわち、一般の投資家はクラスAに所属するので、収益源物件のすべての受益権を保有するのではなく、受益権の一部を保有するだけである、と突然被告ファンドクリエーションが言い出したのである。この説明よりも前に、いつどこで被告らは一般の投資家にクラスAに関する説明を行なったのであろうか。少なくとも原告は、クラスAの受益権に関する説明を受けた記憶がない。クラスAの受益権について、原告は

甲第 24 号証補足書面によって初めて知ったのである。

甲第 24 号証補足書面のクラス A の受益権に関する説明をよく読むと、あるときに突然に、一般の投資家の受益権がいわば薄められて、受益権の一部が掠め取られたのと同じことだと考えられるので、大問題なのである。

たとえば言うとして、クラス A と呼ばれる一般の投資家 10 名で、レジットの収益源物件を共有していたとしよう。したがって、この収益源物件は、これら 10 名だけでその全部を共有しているはずであった。ところが、いつのまにか他のクラスの投資家が 1 名現れてきて「レジットの収益源物件は、11 名で共有されている」と言われたようなものなのである。つまり、レジットの収益源物件の受益権の 10 分の 1 を保有していたはずの一般の投資家が、いつの間にか受益権の 11 分の 1 の保有に減らされるのと同じことなのである。

(2) 原告は、クラス A に関する説明を受けた記憶がないので、目論見書、およびマンスリーレポートを調べてみた。

甲 2 の 1 の交付目論見書および請求目論見書を原告が読んだ限りでは、クラス A の受益権の説明は見当たらない。あえていえば、交付目論見書の 59 頁のサブ・ファンドの説明の中に「クラス」という文字列が登場する程度であり、目論見書の中にクラス A の受益権に関する説明は見当たらないのである。

次に、マンスリーレポートを調べてみると甲 36 の 1 のように、2010 年 8 月までの純資産総額（純資産）は、クラス分けがなされていない。すなわち、一般の投資家が、収益源物件のすべてを共有していることになっていたはずである。

ところが、甲 36 の 2 のように、2010 年 9 月以降のマンスリ

ーレポートの純資産総額は、クラス分けがなされて記載されるようになった。すなわち、クラスAと呼ばれる一般の投資家クラスの純資産総額、および他のクラスの投資家の分も含めたレジット全体（ファンド全体）の純資産総額の二つが記載されるようになった。一般の投資家は、収益源物件のすべてを共有しているというこれまでの説明が否定されたのである。

(3) なお、これらの2種類の純資産総額は、マンスリーレポートから写し取って甲第10号証としてまとめてある。

マンスリーレポートを見る限りでは、2010年9月からクラス分けが生じたように思われる。しかし、第7準備書面を読むと、2010年1月の時点で、すでにクラス分けがなされていたように思われる。なぜなら、クラスAと呼ばれる一般の投資家クラスの粗利益は、レジットの収益源物件の全体から得られる粗利益ではなく、その一部だけがクラスAの投資家に帰属する、と第7準備書面の1頁、2頁に記載されているからである。

一体全体、クラス分けが始まったのは、いつなのであろうか。そして、クラス分けについての説明を一般の投資家に対してレジット購入前におこなったのであろうか。少なくとも原告は説明を受けていない。クラスA以外のクラスの受益権の存在は、一般の投資家の受益権の一部を掠め取るようなものなので、納得できないのである。

(4) 甲第24号証補足書面は、はからずもレジットの違法な運用を暴露することになった。このような出鱈目な、運用者側の勝手気ままな運用は、一般の投資家に損を与えるので、原告はもとより一般の投資家は、決して許すことはできない。

4 新たに判明した違法一融資先への貸し付け

(1) 第7準備書面の2010年1月、および2月、3月の説明(2頁、3頁)には「レジットファンドが貸し付けを行っていた融資先」または「ファンドが貸し付けを行っていた融資先」なるものが登場する。これは、第6準備書面の第2の2(3頁)に記載の「内部留保金」と関係のあることであろう。

本来であれば、甲2の1の交付目論見書の3頁に記載されているようにファンドの目的は、投資によって得られる収益から毎月分配することである。不動産関係の資産に**投資**をするのであって、融資先への**貸し付け**をするなどとは、目論見書に書かれていない。

(2) そもそも、貸し付けのための金員は、どこから湧き出してきたものだろうか。2010年前後は、レジットの総販売口数(総口数)は緩やかに減っている時期である。そして、もしも余剰の金員があれば、投資をするのが目論見書に従った運用である。あるいは、投資家の資金を投資して購入した収益源物件を必要以上に多く売却しないようにすれば、よいだけのことである。こうすれば、多額の余剰の金員が手元に来ることはなく、投資家の資金のほとんどすべては投資に回されている状態が保てることになる。

一般に、貸し付けをするよりも投資をする方が大きな収益が得られるので、レジットでは、投資家から集めた資金を不動産関係の資産またはJ-REITに**投資**することになっているのである。

(3) ちなみに、準備書面(6)の第3.3の11(1)83頁、84頁に書いたことだが、被告ファンドクリエーションの訴外宮本は、ファンドの**借入**がある程度あると、レバレッジ効果のためにレジットの利回りを高くすることができたと述べた。いや、訴外宮本は、高い利回りにするためにファンド借入比率を高くしたのだと恩着せがましく述べた。レバレッジ効果が利回りを高めることは

事実であるが、逆にファンドの貸し付けがある場合には、レバレッジ効果は働くことはなく、かえって利回りが低くなってしまいうのも事実である。利回りが低くなるという意味は、分配金が減るということである。

- (4) そもそもレジットの運用において許されていない貸し付けを行なったために、レジットの利回りが低くなり分配金が少なくなった上に、その融資先が利息を滞納するという運用上の不手際が少なくとも3回発生していることを第7準備書面は明らかにしてくれた。

ここまで述べてきたとおり、甲第24号証補足書面は、はからずもレジットの違法性を暴露することになった。このような出鱈目な、運用者側の勝手気ままな運用は、一般の投資家に損を与えるので、原告はもとより一般の投資家は、決して許すことはできない。

5 新たに判明した違法一貸倒損失

- (1) 第7準備書面の2010年4月、および5月、6月の説明(3頁、4頁)には「貸倒損失」および「相殺勘定」なるものが登場する。

2010年1月、2月、3月は、レジットファンドが貸し付けた資金の利息を融資先が滞納したとのことであつたが、同年4月、5月、6月になると、貸倒損失が発生して、レジットファンドが貸し付けた資金が回収不能になるという事件が発生したとのことである。

- (2) 第7準備書面には、損失と何かを相殺勘定にしたと記載されているが、何と何とを相殺勘定にしたのか明記されているとはいいがたいような書き方がなされている。しかし、文面からは、融資関連収益と貸倒損失とを相殺勘定にしたのだと読み取れる。この

“相殺”という言葉には詭弁的意味が込められているので、惑わされないように注意が必要である。

すなわち、レジットファンドは、何千万円かの融資関連収益を受け取るはずであったが、その何千万円かの（またはそれ以上の）貸し付け金が回収不能になったので、受け取るはずであった融資関連収益を受け取ることなしに済ませたというのが、ここでの“相殺”という言葉の意味である。すなわち、レジットの投資家から集めた資金のうちの何千万円かが（またはそれ以上の金額の貸し付け金が）失われたということであり、資産の消失が発生したことには他ならない。貸倒損失（の全部または一部）は、融資関連収益を受け取れなくなったという形に変化したがる、損失は厳然として存在するのである。よくある“損失の相殺”という言葉の使い方は、損失が補填されること、たとえば融資先への債務を軽減して払わなくてもよいようにしてもらうなどの何らかの処置を意味する。しかし、ここに書かれた“相殺”という言葉の意味は、補填という意味を全くもたないことに注意しなければならない。単に勘定科目を変更したに過ぎない。

(3) 投資家から集めた資金またはその資金で購入した資産が消失して、投資家の持分の資産が少なくなると、分配金の原資が少なくなるとは明らかであり、分配金減額の理由は、資産の消失にあると、原告は主張している。そして、被告ファンドクリエーションは、第7準備書面の中で資産の消失があったことを認めたのである。しかし、これまで被告らは、こうした資産の消失について、投資家に報告していない。こうした運用の不手際については隠していたように見受けられる。

(4) なお、被告ファンドクリエーションは、はからずも第7準備書

面の中で資産の消失を認めたが、これは資産消失の一部に過ぎない。原告の主張を繰り返すことになるが、資産消失の大半は、収益源物件が必要以上に多く売却されて、会計収支報告がなされな
いまま、売却金または資産がうやむやにされたために発生したものである。なお、消失した資産の分量に応じて、分配金が減ることになるので、分配金が減りかたを見れば、どれだけ資産が消失したのかが分かる。

第3 まとめ

1 ここまで述べてきた分配金減額の原因をまとめると、少なくとも次の五つがある。

- ① 会計収支報告なしに必要以上に多くの収益源物件を売却、
- ② 一般の投資家の受益権をクラスAの範囲に縮小、③ レジットファンドの資産を投資に回さずに融資したことによる非効率な資金活用、④ 貸倒損失のために発生したレジットファンドの資産消失、⑤ 内部留保金の存在による非効率な資金活用。

以下では、これらのそれぞれの原因によって発生する分配金の減額の概算値を算出してみる。

2 **原因 ① が分配金減額に寄与する程度**：ここでは、事件発生直前の2008年10月から2011年10月（甲第24号証に記載された最終月）までの約3年間について分析する。2008年10月のレジットの総販売口数（総口数）は、約350万口であり、2011年10月のそれは約278万口なので、この3年間ほどで総販売口数は約2割減となった。したがって、2008年10月に50棟あった収益源物件の2割の10棟を売却すれば、レジットの買戻要求に対応できる。だから2011年10月には、40棟の収益源物件が残っていないのかかわらず、実際には17棟

しか残っていない。23棟の収益源物件が必要以上に多く売却されて、その売却金などの行方が不明である。この40分の23の資産消失（または行方不明）は、45円の分配金を40分の23に減らすことになる。

原因①が分配金減額に寄与する程度は、約25円（ \div 45円 \times 23棟 \div 40棟）となる。すなわち、原因①による不当な運用のために、毎月45円あった分配原資が、2011年10月時点では約25円減って、20円ほどになってしまった。

なお、この分配原資の低減は、2011年10月時点のものであり、その後もしばらくの間、原因①によって分配原資がさらに低減させられることになる。

- 3 原因②が分配金減額に寄与する程度：2011年10月（甲第24号証に記載された最終月）の純資産（純資産総額）は、レジット全体では約66億4千万円であるが、そのうちクラスAと呼ばれる一般の投資家クラスの分は、約58億5千万円とのことである。その差の7億9千万円ほど、すなわち純資産の約12%は、いつの間にか一般の投資家クラスから剥奪されて、他のクラスの投資家の資産にされてしまった。

原因②が分配金減額に寄与する程度は、もしも2011年10月時点で分配原資が原因①により20円になっていたとすれば、その12%の2.4円である。すなわち、45円の分配原資が原因①により25円減らされて20円になり、さらに原因②により、2.4円減らされて17.6円にされたことになる。

- 4 原因③が分配金減額に寄与する程度：第7準備書面の2頁、3頁によると、レジットファンドが融資した融資金に関する未収の利息が2010年1月に約1923万円、同年2月に約266万円、同年3

月に4100万円あったとのこと。これらの合計の利息は、6289万円になる。この利息に係る融資以外に別の融資があったかもしれないが、ここではこれだけであったとして計算する。

融資の際の利率、および滞納期間が明らかにされていないが、仮に滞納期間が1年、利率が年2%だとして、原因③が分配金減額に寄与する程度についての計算方法を以下に示す。

まず、合計融資額は、簡単に31億4千万円ほどであることが分かる。この融資額31億4千万円を融資ではなく、投資に回したとすれば、効率的な資金活用をすることになり少なくともレジットの利回りである年5.4%の投資利益1億6956万円が得られるはずである。したがって、この投資利益と実際に得られた利息6289万円との差額である1億667万円だけの利益を、非効率な資金活用のために獲得しそこなったといえる。これを当時の総販売口数である285万口で除して、さらに1年が12ヵ月なので12で除すと、レジット1口に関する1ヵ月分の獲得しそこなった利益として3.1円が求まる。

ここでは、数々の仮定をおいたので、3.1円という値は、意味ある値ではなく単に計算方法を示したに過ぎない。そして、ここではレジットの利回りを年5.4%としたが、被告ファンドクリエーションの訴外宮本による第2回説明会における説明によると、もしもキャッシュポジションが収益源物件の購入を許すような状況であれば、この当時は不動産の売買価格が低くなっていたので、もっと高い利回りを実現できたはずである、とのことである。

- 5 原因④が分配金減額に寄与する程度：第7準備書面の3頁、4頁によると、レジットファンドが融資した融資金の貸倒損失が少なくとも2010年4月に約1302万円、同年5月に約1123万

円、同年6月に1086万円あったとのこと。これらの合計の貸倒損失は、3511万円になる。これ以外にも貸倒損失があったかもしれないが、ここではこれだけであったとして計算する。

原因④が分配金減額に寄与する程度は、2010年6月の純資産が69億8千万円ほどであるから、69億8千万分の3511万だけ分配金を低くすることになる。すなわち、45円の分配金を0.2円（ $\div 45 \text{円} \times 3511 \text{万円} \div 69 \text{億}8 \text{千万円}$ ）ほど低くする効果を発揮する。

- 6 原因⑤が分配金減額に寄与する程度：第6準備書面の3頁によると、賃料収入から一定額を内部留保として積み立てたとのことであるが、こうした運用は甲2の1の目論見書に書いていないし、その必要性も不明であり、不当な運用である。

そこで、原因⑤が分配金減額に寄与する程度に関する分析を行いたいところだが、内部留保の金額は明らかにされていないので、残念ながら分配金の減額の程度を算出することができない。しかし、原因⑤が分配金減額に寄与する程度についての計算方法については、原因③の場合と同様である。

- 7 ここまで分配金減額の五つの原因によって発生する分配金減額の概算値を算出するか、少なくとも算出方法を示した。被告ファンドクリエーションは、甲第24号証補足書面において、数値データを羅列して、分配原資が不足したと述べるだけで、分配原資が不足した原因については述べていない。そこで、原告は、分配原資が不足した原因について、本準備書面で明らかにした。分配原資が不足した原因は、すべて不当な運用のために生じたもので、被告らは、本件第2事件に関する原告への損害賠償を逃れることはできない。

以上