

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（6）

平成27年4月20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

原告は、被告らの主張をも踏まえて本件事件の全体像を概観する中で、位置づけを明確にした上で、原告の主張を分かりやすく説明する。なお、本説明には準備書面（4）および（5）と重複する部分があるが、本準備書面の特徴として本件事件の中におけるそれぞれの主張の位置づけを明確にしている。

本準備書面の構成は、次のとおりである。

はじめに

第1 本件事件の概要と背景など

第2 本件裁判以前の本件事件に対する原告の取り組み

第3 現在ホットで重要な本件第1事件に関する争点

第3.1 管理会社はどこかという争点

第3.2 評価額の算定方法の変更に関する争点

第3.3 ファンド借入比率に関する争点

第4 本件第2事件への取り組みの考え方

はじめに

- 1 本件事件のこれまでの裁判では、最初のつばぜり合いに時間が取られて、残念ながら実質的な審議があまり進んでいない。こうした状態ではあるが、節目節目に本件事件の全体像を鳥瞰し直すことは、本件事件を深く理解するために有効であろう。本件裁判では、非常に細かい一片を問題として取り上げることがあるために、たとえば本件裁判に関心をもつ傍観者傍聴者の方々などが裁判資料をご覧になる際に、全体との関連が分かり難くなりがちである。そこで、これまでの裁判で明確に分かったこと、まだ分かっていないことなどをここで縷々と書きとめることは、本件裁判関係者はもとより傍観者傍聴者の方々にとっても意味のあることであろう。なお、訴状では、本件事件の全体像を主に時系的に眺めたのに対して、この準備書面では必ずしも時系列にこだわらずに本件事件を主に損得勘定を中心にした、いわば動機の面から分析している。
- 2 なお、本準備書面に書いたことは、単なる原告の意見ではなく、本件裁判の裁判資料、および被告らから聞き出した情報、公知の事実、多くの人々の常識などを基にして、本件事件をできるだけ客観的に分析したつもりである。その際に、被告藍澤証券の知識豊富な訴外小幡、訴外清水、訴外喜多などの支店長らから原告が聞き出した一般的な知識およびレジットを知り尽くした被告ファンドクリエーションの取締役の訴外宮本から伝授された知識を部分的に活用していることを申し添えて、これらの人々が原告の知識レベルを高めてくれたことに謝意を表す。支店長らは、レジットに直接からまないことには親切に対応してくれた。ただし、訴外喜多の後任の支店長訴外下中は、原告への対応を同人に責任のないことだと前任の支店長よりも強く本

社に訴えたのだらう、その結果が乙第1号証として変に結実したのだと思われる。一般論になるが、被告藍澤証券の三島支店と本社のちょっとした風通しの悪さ、および本社の各部門間にかすかに聞こえる不協和音は、情報収集活動をする原告にある種のヒントを与えてくれることがあった。本来ならば、原告の質問に素直に答えてくれるのが当然であるが、回答のない中で稀にわずかな情報を得ることは、原告にとって変にうれしいものであった。

第1 本件事件の概要と背景など

1 レジットに関する本件第1事件および本件第2事件

(1) 本件事件は、被告藍澤証券が原告に販売したレジットという略称の投資信託に関するものである。本件事件は、訴状に記載したように第1事件（訴状14頁）および第2事件（訴状21頁）から構成されるものと捉えた。このように分割することによって、本件事件の説明や理解が容易になり、かつ段階的な分析が可能になった。

第1事件とは、レジットの**基準価額**（1口あたりの売買価格）が突然10分の3に急落した事案である。（訴状14頁）

第2事件とは、レジットの**投資家**（レジットを購入して保有している人々）に毎月分配される**分配金**が突然3分の2に減少し、その3年3ヵ月後の平成24年3月からさらに3分の1（もとの9分の2）に減少した事案である。（訴状16頁の「第5 分配金の不可解な減額」を参照）

(2) これらの二つの事件は、いずれも平成20年（2008年）末の2ヵ月の間に同時に発生した。本件事件のこれまでの裁判では、第1事件に関する論争が始まったところであり、まだ第2事件についてはほとんど手が付けられていない。そして、第1事件の審議は始まったものの、まだ被告藍澤証券は訴状の認否を行っていないまままだという不自然な状態である。

(3) レジットの話に戻って、本件事件が発生する以前のレジットの状態を見ると、非常に安定しており、その基準価額（1口あたりの売買価格）は約1万円を、毎月の分配金は1口当たり45円を維持していた。レジットを原告に販売した被告藍澤証券の販売員である

訴外須藤は、本件事件が発生する数ヵ月前に「レジットはその実績が物語るように安定していて、非常に優良な投資信託である」と強調して、原告にレジットを販売したほどである（訴状10頁）。その安定しているはずのレジットが、突如急落したという不思議な出来事が本件第1事件である。他の証券会社に長期にわたって勤務する証券マンなどに、レジットの基準価額が10分の3に急落するグラフ（訴状16頁）を見てもらうと、「とてもあり得ないもので、こんなのは見たことがない」と言われる。

2 本件事件の被害の規模など

本件事件は、もちろんオレオレ詐欺とは異なるものである。しかし、レジットの投資家が被った損失の総額は、第1事件というたった一つだけで約250億円に及ぶ（被告ファンドクリエーションは第1準備書面（12.「第4.3」について）の認否において「レジットを保有している投資家の総資産価値は合計250億円ほど減少した」ことを認めている）。これはオレオレ詐欺の年間の被害額に近い規模である。ただし、原告の損失分は、そのうちの0.035%ほどであるから、損失を被った投資家は千人を超えるような人数であることが想像に難くない。

3 レジットの純資産総額

- (1) 本件事件の前に345億円ほどあったレジットの純資産は、事件後に92億5千万円ほどに大幅に目減りした（甲第10号証）。純資産とは、正式には**純資産総額**と呼ばれる指標であり、投資信託の規模や時価を表す。本件事件の前までは、順調にレジットの規模を拡大してきたことが純資産の推移（甲第10号証）から見て取れる。これは被告藍澤証券の営業活動などのたまもので

あろう。それが本件事件の発生を境にして、一転してその規模を縮小させることになった。

- (2) そもそも、純資産総額（純資産ともいう）は、次のように計算される。

$$\text{純資産総額} = \text{基準価額} \times \text{総販売口数}$$

この計算式から分かるように、純資産総額は、基準価額（1口あたりの売買価格）に比例して増減する。本件事件の前後でレジットの基準価額は10分の3になるという異常な萎縮をしたので、純資産総額もそれに比例するように激減することになりレジットの規模も萎縮した。したがって、基準価額の急落と純資産総額の大幅な減少は、表裏一体の関係にあり、これらを一括して捉えて問題視しなければならない。

- (3) 正確に調べると、345億円から92億5千万円への純資産総額の規模縮小の割合を計算すると、基準価額の急落だけでは説明がつかない少しばかりの誤差のようなものがある。この原因を調べると、純資産総額は総販売口数（総口数ともいう）にも比例して増減するものなので、基準価額の急落と同時に総販売口数が減少したためであることが分かる。**総販売口数**とは、投資家が保有しているレジットの口数の総合計であるから、総販売口数はレジットの購入が増えれば増加するし、レジットが解約されれば減少する。すなわち、本件事件の前後で数%の投資家が、レジットの解約をしたことが分かる。

- (4) 本件事件の直後の状況は上述のとおりである。そして、その後レジットの純資産総額は継続的に減少傾向にある。これは、一つにはレジットの基準価額が下落し続けたためであり、もう一つに

はレジットの総販売口数が減少し続けたためである。これは、レジットを見限って解約してしまった投資家がかなりいることを示すものであり、そうした人々は、もはや物言わぬ投資家になっていることだろう。

注意事項 1： 用語の混乱を起こさないための注意事項であるが、どういう訳かレジットの管理会社は、本件事件の 1 年ほど前から基準価額のことを純資産価格または純資産価額と呼ぶように変更した。純資産価格または純資産価額という用語は、純資産総額と紛らわしいので注意が必要である。もしも 1 万円前後の 1 口あたりの売買価格を意味するのであれば、それは基準価額であり、数 100 億円に及ぶようなレジットの規模の意味するのであれば、それは純資産総額（純資産）である。なお、原告側の文書では、純資産価格または純資産価額という紛らわしい用語を用いずに、一般に広く使われている基準価額に統一している。

注意事項 2： 関連数値の混乱を起こさないための注意事項として、レジットの口数のデノミネーションについて述べておく。ある時期からレジットの 1 口を 1 万口と呼ぶようなデノミネーションがなされた。これに従うと、デノミネーション前後で、レジット 1 口の価値が変わってしまうので、説明が複雑になり分かりにくくなる。そこで、原告側の文書では、口数という単位についてデノミネーションがなされなかったものとして述べている。

4 投資信託とは

- (1) 投資信託とは、投資家から集めたお金をひとつの大きな資金としてまとめてスケールメリットを生かし、かつ運用の専門家が株式や債券や不動産などへの投資・運用を代行する金融商品であ

る。その運用成果である配当や賃料収益などは、投資家それぞれの投資額に応じて投資家に分配される。日本では 4,000 種類以上の投資信託が販売されており、それぞれの投資信託には、集めた資金の投資・運用を行なう**運用会社**が決まっていて、運用会社の専門家によって投資・運用がなされる。なお、投資信託を販売するのは、通常、運用会社とは別の証券会社または銀行などの**販売会社**である。

- (2) たとえば、投資家が直接的に株式投資を行う場合には、数多くの会社の株式の中から利益が得られそうな会社の株式を投資対象として選び出すことから始める。そして、安値のときに買って高値のときに売って利益を出そうとか、特殊な場合は高値のときに空売りしておき、後に安値になったときに買い戻そうとか、見込まれる配当などを考慮して長期間保有しようとかを総合的に考えることが必要になる。これらは一見すると単純に見える。しかし、素人にとってはなかなか難しいものである。そこで、運用会社に所属する株式投資の専門家に、投資先の会社の選定から投資・運用までをすべて代行してもらい、その運用成果である配当や株式の値上がり益などを受け取ることにしたいと願う投資家もいるものである。こうした人々に応える仕組みが投資信託である。運用会社には、株式投資に詳しい専門家がいること、および株式に関する情報が集まることなどのために、素人が直接的に投資・運用するよりも、優秀な成果を上げられる可能性が高い。投資家が投資信託を購入する動機は、こうしたところにある。
- (3) 優秀な運用成果を受け取るとはうれしいが、損害を被る場合も考えておくことが必要である。投資家が直接的に株式投資を行

い、その株式が値下がりしたような場合には投資家が損害を被る。この損害は、当然ながら、投資家が受けることになる。では、投資家が投資信託を購入して、間接的に株式投資をした場合はどうだろうか。株式投資の専門家が投資・運用にあたることになり、専門家による天気予報は素人の予想よりも確実性が高いとは言えるものの、天気予報が外れる場合のように、やはり株式投資で損害を被る場合がある。この場合も、その損害は投資家が甘んじて受けなければならないのである。

(4) 投資家は、運用成果である配当や株式の値上がり益を得ることができるものの、逆に値下がり損をも甘んじて受けなければならない。決して管理会社や販売会社が値下がり損の後始末をすることはない。ただし、管理会社および販売会社には、善良なる投資・運用行為が求められることは、言うまでもない。管理会社および証券会社の行為は、信頼がおけるものであることを前提にして、投資信託は成り立っている。だから、管理会社および販売会社の不正や不法行為は、通常のリスクとは別格に扱われる。もしも「管理会社または販売会社が法律違反を犯すために投資家が損をする可能性がある」というリスク説明をしたからといって、管理会社および販売会社の法律違反が免責されることにはならない。投資家が投資信託を購入する前に読むことになっている**目論見書**には、その投資信託の投資方針・管理・運用などに関係する約束事項が書いてあるので、管理会社および販売会社は、これに忠実に従わなければならない。大抵の投資信託は、管理会社が勝手に気ままに投資をすること許すようなことはない。投資の範囲や投資の際の方針および規律などが決められているので、管理会社はこれら

に従わなければならない。投資家は、目論見書に書かれているそうした投資の範囲や投資の際の方針および規律などが気にいって、その投資信託を購入するのである。だから、管理会社および販売会社は投資家との約束事項を守らなければならないのである。

- (5) このよう管理会社および販売会社は、投資家との間に守るべき約束事項があり、信頼関係の下に投資行為を実施する。その際に、投資は確率事象によって結果が異なるものであり、投資には外部的なリスクが伴う。そこで、管理会社および販売会社は、投資の専門家として、考えられるリスクのすべてを投資信託の投資家に予め説明することが必要である。これは金融商品取引法にも規定されている。そしてこういう前提の下に、予め説明されたリスクが現実化・顕在化して、損害が発生したような場合には、その結果を甘んじて受けるのは投資家だということになる。しかし、管理会社および販売会社の不正や不法行為に起因するリスクが説明してあったとしても、投資家はそれに起因する損害を甘んじ受ける必要はないのである。投資家は、不正不法行為にびた一文出さないものなのである。

5 投資信託の信託報酬とは

- 1 (1) 管理会社および販売会社は、比較的にリスクの少ない報酬を得るという仕組みになっている。その報酬のことを**信託報酬**と呼ぶ。これはリスクを伴うリターン（報酬）とは無縁ではないがいささか疎遠である。つまり、運用成果に直結するような利益や損害の影響をあまり受けずに、比較的に安定した報酬を得て、投資・運用や販売の業務を安定的に行えるという仕組みである。しかし、全く運用成果に無関係では良い運用成果を上げようとする

意欲が薄れるおそれがある。このために、管理会社および販売会社は、運用成果にある程度依存するような信託報酬を継続的に得るといふ仕組みにもなっている。すなわち、純資産総額のある一定の割合が信託報酬になる。こうすることによって、投資家に好まれるような投資信託にしてその規模を拡大させることができれば、信託報酬は増加するし、逆にその規模が萎縮するようだと信託報酬は減少する。これは、管理会社および販売会社が、それぞれの投資信託を優秀なものにしようとする誘因（インセンティブ）になっている。

(2) 投資・運用がうまくいって、多くの利益を出した場合を考えてみよう。管理会社および販売会社の信託報酬が増えるだけでなく、当然投資家にも利益をもたらす。投資家は分配金というインカムゲインが得られるだけでなく、次のようなキャピタルゲインも得られる。すなわち、たとえば基準価額1万円のときに購入した投資信託が、基準価額1万2千円に上がれば、投資家はそれを売却するときに1口当たり2千円の利益（キャピタルゲイン）が得られる。利益が確定するのである。そして、利益を出すような投資信託は、投資家から好まれるのでより多く購入されることになり、その結果純資産総額を増やすことになる。こうなると管理会社、販売会社、および投資家のすべての利益につながるような好循環が生まれる。

(3) この逆の場合もある。投資は確率事象なので、投資・運用を専門家が注意深く行っても思ったようには利益が出ない場合もある。それでも分配金を捻出する程度の利益が出れば、基準価額が下落することはない。しかし、分配金を支払うだけの利益を生み出さ

ないとき、または損失を出したときには、基準価額を取り崩して分配金を支払い、損失を補填するしかない。この結果、基準価額が下落することになる。

- (4) 利益が出る場合も出ない場合も、投資信託の仕組み上は、管理会社および販売会社が端然とある程度の信託報酬を受け取ることができる。しかし、管理会社および販売会社が、その投資信託のおかげで高い利益を上げている投資家の存在例があることをうらやんだりして、もしも投資家の得た利益を掠め取ろうと考えたりすると、事件になりかねない。

6 管理会社および販売会社が得る信託報酬

- (1) 運用会社にとっての投資信託のメリットは、投資信託の純資産総額の1%前後の信託報酬（このパーセンテージは投資信託ごとに予め決まっている）が毎年定常的に得られることである。正確に述べると、信託報酬は、予め決められた割合で管理会社と販売会社に分けられる。したがって、投資信託を販売した販売会社は、販売時の手数料だけでなく、その投資家が投資信託を保有している間はずっと信託報酬を受け取ることができる。ちなみに、この信託報酬は、非常にうまみが大いなので、従来どおりに証券会社が投資信託を販売するだけでなく銀行までもが投資信託の販売に参入したほどである。

- (2) 信託報酬は、投資信託の純資産総額に比例するので、管理会社にとっても販売会社にとっても純資産総額を増やすことは重要であり、これに力を注ぐものである。その純資産総額については既に述べたとおりであるが、少し荒っぽく述べると、いわば当該投資信託の総販売額だといえる。投資信託は、口数という単位で販

売されるものであり、1口あたりの売買価格を基準価額と呼ぶ。したがって、もしも基準価額が1万円であり、これを総計100万口販売すれば、純資産総額は、これらに乗じた100億円になり、その1%前後の金額が毎年の信託報酬として管理会社および販売会社に支払われる。したがって、管理会社は当該投資信託が利益を出すような優良なものにすることを目指すし、管理会社も販売会社も当該投資信託の特長を宣伝するとなどして、当該投資信託の拡販に努めるものである。

(3) ここまで少々荒っぽい言い方もあったので、より正確に述べると、投資信託の1口あたりの売買価格である基準価額は、必ずしも一定ではない。投資・運用がうまくいって、分配金を支払ってもなお余りある利益が出たときには、それに相当する分だけ基準価額が上がる。したがって、基準価額に総販売口数に乗じた純資産総額はそれによってさらに上がるので、毎年の信託報酬額もさらに増える。逆に投資・運用が思ったようにはうまくいかなかった場合には、基準価額は下がり、これに比例して、純資産総額も信託報酬も下がる。このような関係があるので、管理会社は利益が出るような運用を目指すし、販売会社は運用会社に利益を出すような運用を求めるものである。

(4) ただし、レジットの場合は、その基準価額を上げるというよりも安定させることによって、投資家から高い評価を得ること目指したのであろう。これはこれでなかなか堅実なよい方法である。投資家からよい評判が得られれば、レジットの総販売口数を増加させることができ、総販売口数に比例して純資産総額も信託報酬も増やすことができるからである。実際、本件事件が発生する前

まで、レジットはその純資産総額を順調に伸ばして350億円ほどに育ってきた。訴外須藤が述べた「レジットはその実績が物語るように安定している」といえるように運用会社が安定した運用をしてきたこと、および被告藍澤証券の営業活動に力を入れたことの結果だと考えられる。

7 本件事件発生後の被告藍澤証券の態度の急変

(1) こうしてせっかく積み上げてきたレジットの純資産総額が、一瞬のうちに250億円も減ってしまったのが本件事件だといえる。純資産総額を減じることは、当然ながら投資家に多大な損害を与えるので大問題なのであるが、さらに管理会社および販売会社の視点からも、自らに多大な損害を与えることになる。なぜなら、純資産総額を250億円も減じることは、大幅に信託報酬を減らす自殺行為に近い自虐行為に他ならないからである。レジットの管理会社の得る信託報酬は1年当たり7千5百万円減り、販売会社の得る信託報酬は1年当たり1億7千5百万円減り、この減額状態が毎年続くことになったのである。だから、本件事件において、管理会社および販売会社が純資産総額を減じるような運用をなぜ選択したのか全く理解に苦しむところであり、とうてい合理的な行為とは思えない。そこで、原告は、ここから本件事件を解明していくことが重要だと捉えている。

(2) 原告が不思議に思ったことは、レジットを拡販してきた被告藍澤証券の支店長訴外小幡が、訴状(23頁)に記述のとおり「レジットを購入しないように」と原告に強く勧めるとともに、まるで原告がレジットを購入しては困るかのよう、こんな恐ろしいことがあると言わんばかりに新たなリスク説明を追加したことで

ある（訴状23頁）。さらに、被告藍澤証券の弁護士訴外水野は、はっきりとした根拠も告げずにまるでタイムマシーンを操るような論理を用いた根拠（これが根拠といえるかどうか疑問のもの）をもとにして、原告に対してレジットを解約することは認めるが、追加購入はまかりならぬと通知した。これだけでなく、本件事件発生後にはじめて発行されたマンスリーレポート（甲第12号証）からは「ファンド借入比率」という欄が新たに追加され、投資家が驚いて後ずさりするような数値が表示された（なおファンドとはレジットのことである）。すなわち、平成21年（2009年）年1月15日発行の平成20年12月のマンスリーレポートには、実に借入比率が77.5%だと記載されていた。

- (3) このような被告藍澤証券の態度は他の投資家に対しても向けられていることだろうから、本件事件発生後もレジットの純資産総額および信託報酬がさらに減少の一途をたどることは、火を見るよりも明らかであった。普通に考えると、事件や事故を起こした企業は、その原因を明確にして再発防止策を示すなどして、顧客の信頼回復に努めるものである。しかし、公に再発防止策が示されることはなかったし、少なくとも原告に対する被告藍澤証券の態度にはそのような気配すらなかった。そもそも事件の原因すら語らないのである。そして、実際、本件事件の直後に以前の10分の3になった信託報酬は、さらに減少の一途をたどることになった。投資家だけでなく被告藍澤証券も損害を被っているのである。それにもかかわらず、被告藍澤証券はなぜか平然として、それが当たり前だというような態度で投資家への説得をするか、または知らぬ存ぜぬを決め込んだのである。

(4) 原告は、このような尋常とはいえない状況を見て、次の疑問点との結びつきを詮索せざるを得ない。すなわち、その疑問点とは、一体全体250億円もの純資産総額はどこに消えたのかという点、および純資産総額が減少することによって利益を得るのは誰かという点の二つである。なお、これらは表現こそ異なるものの本質的には一つのことだといえるかもしれない。この250億円の行き先の会社があるとすれば、その会社は250億円の利益を確定するために、レジットの投資家が解約すること（安くなった基準価額に換金すること）を推奨するに違いない。

8 レジットという投資信託

(1) レジットは、日本で販売されている4,000種類を超える投資信託の一つであり、分配金が毎月分配される“毎月分配型”と呼ばれる投資信託である。レジットの販売会社は、被告藍澤証券であり、同社によってレジットは独占的に販売されている。原告は、レジットの実質的な管理会社が被告ファンドクリエーションであり、この他に名目上の管理会社として同被告がメキシコよりも遠方のカリブ海の小さな島であるケイマン諸島に免税の目的で設立したFCインベストメント・リミテッドがあるとみなしている。こう考えて、いわば名目上のペーパーカンパニーではなく、実質的な役割を果たす被告ファンドクリエーションを本件裁判の被告2名のうちの1名として訴訟を起こしている。ただし、実質的な管理会社は同被告かどうかという点、および同被告がレジットに対する包括的な管理義務を負うかどうかという点に関して、本件裁判では争いがある。

(2) レジットの投資対象は株式ではなく不動産である。どういう訳か、被告ファンドクリエーションは、「レジットは不動産の投資信託である」という訴状第3の1の記述(11頁)を否認している。しかし、レジットの最終的な投資対象の主要部分が不動産であることは、疑いの余地がない。なぜなら、被告藍澤証券の公式ホームページには、取扱商品(投資信託)の一覧があり、その中にはしっかりと“不動産を対象資産とする投資信託”としてレジットが掲げられているからである(甲第25号証)。そして、レジットが目論見書(甲2の1)の表紙には、10棟ものマンションのカラー写真がちりばめられていることが象徴するように、主な投資対象は麻布、赤坂、六本木、麻布十番などの高級マンションである。また、レジットの交付目論見書(甲2の1)の3頁には、「間接的な投資対象である収益源物件」という表現があり、かつ**収益源物件**とは、賃料収入が得られるような日本所在の不動産のことである。なお、間接的な投資対象の“間接的”という意味は、レジットの正式名が「レジット不動産証券投資信託」ということから明らかなように、一種の証券化された不動産が投資対象になっていることを意味する。

(3) レジットがどのような投資信託であるのかは、レジットを原告に販売した被告藍澤証券の販売員の訴外須藤の説明が分かりやすい。これは、訴状の3頁に書いたことであるが、ここに再度示す。

《世間でマンション経営と呼ぶ投資方法がありますが、レジットはそれよりもリスクを低くした金融商品です。マンション経営は、ワンルームマンションなどを1戸または数戸購入して、それを貸

すことで賃料収入を得るという小規模ビジネスですが、このビジネスは、購入したマンションの部屋に入居者が入らないと賃料収入が得られないというリスクがあります。レジットの場合は、入居者に人気のあるマンションを棟単位で購入しておき、その入居率はほぼ98%以上を維持している実績があるので、通常のマンション経営の様なリスクは少ないです。しかも富裕層向けの高級なマンションなので、入居率や賃料収入が下がるというリスクも少ない。そして収益還元法に基づき主な資産である不動産の価格を算出するので、入居率が下がったり、賃料が下がったりしない限り、元本に相当する基準価額や賃料収入に相当する分配金が下がることは考えられません。》

- (4) 現時点でこれを評価すると、この説明には少し言い過ぎがあるかもしれないし、投資対象の不動産が証券化されていることなど説明に不十分な点があるかもしれない。とはいうものの、本質を突いている。そして、何よりも素晴らしいのは、販売員の訴外須藤が同人の述べたことに確信をもっていた点である。なぜなら、本件事件の発生の直後に、原告は訴外須藤に本件事件の原因を「どのようなリスクが顕在化したのか」と問い合わせたところ、訴外須藤は迷うことなく「賃料収入の減少」であるとFAXで答えたのである（訴状22頁）。実際には「賃料収入の減少」はほとんど発生していないとのことで、訴外須藤の回答は誤りだったのであるが、もしも「賃料収入の減少」または入居率の低下が発生すると、レジットの分配金だけでなく、基準価額も下落することは明らかである。逆に、レジットの分配金が減少し、かつ基準価額が下落するようなケースで最もありそうなものが「賃料収入の減少」

である。本件事件は、正にこのようなケースなので、訴外須藤は「賃料収入の減少」が発生したと答えたのも無理からぬことであろう。ところが実際にはそうではなかったとのことであり、本件事件は合理的な推論が通用しないような不思議な面が散見される。

- (5) 訴外須藤がこの誤った回答をした少し前に、原告は訴外須藤にうながされてレジットの請求目論見書（甲2の1）の7頁を読んで確認したところによると、請求目論見書の7頁にレジットの基本構造を示すような重要なことが書いてあった。それは、証券化された不動産の時価である「不動産の受益権の時価」つまりレジットの基準価額を決める最大のファクターが「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」を「収益還元率」で割った値であるという資産の評価式である。この評価式に従うと「賃料収入の減少」が発生して収益が悪化した場合、その収益に比例してレジットの基準価額が下落するし、当然のことながら毎月の分配金もそれに比例して減少することが分かる。また、レジットの基準価額が下落し、分配金が減少する場合に最もありそうなのは、賃料収益の減少であることも分かる。正に販売員の訴外須藤は的を射た説明を原告にしたのである。なお、この計算式は、不動産の主要な三つの評価方法の一つである**収益還元法**の中でも広く知られている由緒正しい**直接還元法**に基づく評価式である。

9 目論見書に書かれた投資対象資産の価格の透明性

- (1) 交付目論見書（甲2の1）の30頁に「(5) 投資制限」として「管理会社は、ファンドの資産の管理運用を、以下の投資制限の範囲内で行わなければなりません。」と記載されている（なお

ファンドとはレジットのことである)。そして、その「(5) 投資制限」の一項目として「③ 流動性に欠ける資産への投資制限」があり「ファンドは私募株式、非上場株式または不動産などの換価が容易でない資産に投資する場合、価格の透明性を確保する方法をとります。」と記載されている。これは、管理会社が投資家に約束した事項である。

- (2) まず、**価格の透明性**について、株式の価格を例にして調べておこう。株式には、上場株式の他に私募株式、非上場株式もある。上場株式とは、東京証券取引所などの金融商品取引所に上場されている株式であり、株式の価格は金融商品取引所で取引される買い手と売り手の「需要と供給（需給バランス）」で決まる。そして、こうして決まった株式の価格は、金融商品取引所が公表するので、誰もが納得できるような価格を容易に知ることができる。このような場合に、価格の透明性が高いという。
- (3) これに対して、私募株式、非上場株式または不動産の場合、公開された場での取引ではなく、いわば密室での取引のような面もあるので、そこで取引された価格を容易に知ることができなかつたり、価格が妥当なものかどうかを判断しにくかつたりしがちである。このような場合に、価格の透明性が低いという。
- (4) 価格の透明性が低い場合に何が問題になるのかを、分かりやすく説明するために少々極端な仮想的なケースを取り上げてみよう。もしもある不動産の価格が345億円だと評価して、ある投資信託Fの管理会社がこれを購入したとしよう。そしてその後、何らかの理由でその不動産を購入価格より桁外れに安い95億円で売却したとしよう。こうすると、正にレジットで発生したような2

50億円もの純資産総額の減少が発生して、投資家は多大な損害を被る。ただし、たとえそうなったとしても、これらの価格の透明性が高くて妥当なものであることが明確で、かつFの目論見書で規定されているとおりの購入と売却の行為であれば、確率事象に依存する投資行為によって発生し得る結果として、投資家はその損害を受け入れるべきであろう。世の中には大暴落もありえるのである。

- (5) しかし、たとえば特にその不動産をある不動産業者から購入して、その同一不動産業者に売却するような場合を想定して、競争入札も行われないとすると、Fの管理会社とその不動産業者の間に何らかの談合などがあって、不動産価格を不当に決めるかもしれない。このように価格の透明性が低い場合に発生しがちなモラルハザードに**不当な利益の還流**がある。すなわち、その不動産業者はその不動産を345億円で売却して、95億円で買い戻したのであるから、もしもその不動産の評価額にそれだけの違いがないとすれば、その不動産業者は250億円に近い利益を不当に得ることができる。そして、その利益の一部は、その投資信託Fの管理会社や販売会社に還流するかもしれない。こうした不当な利益の還流が発生すると、Fの管理会社も販売会社もその投資信託の評判を高めて純資産総額および信託報酬を増加させようとは考えなくなり、還流してくる利益をむさぼることになりかねない。こうしたことにならないように、レジットの場合、管理会社は価格の透明性を確保すると目論見書には記載されている。そして、請求目論見書（甲2の1）の7頁には、レジットの基準価額を決める最大のファクターであるところの“証券化された不

動産の時価”を由緒正しい**直接還元法**に基づいて評価する計算式が明記されているのである。なお、本件事件では、管理会社がこの計算式を用いないこと、あるいは用いなくなったことを訴えている。

10 主たる投資対象資産の価格（または評価額）の変動と元金保障

(1) 各投資信託には、株式や債券や不動産などそれぞれに主たる投資対象資産が決まっているのが普通である。ちなみに、レジットの場合は、主たる投資対象資産は、間接的な収益源物件と呼ばれる不動産である。一般に、この主たる投資対象資産の価格または評価額が、それぞれの投資信託の基準価額および純資産総額を左右する最大のファクターとなるのが普通である。たとえば、藍澤証券の販売員の訴外須藤がレジットを販売するときに、レジットの主たる投資対象資産である不動産について詳しく説明した。そして、主たる投資対象資産の価値を左右するファクターが最も重要なので、賃料収入や入居率などのサブファクターにまで及ぶ説明をしたので、的を射ていると原告は評価したのである。なお、訴外須藤は目論見書を読むようにとは述べたものの、その他の投資対象についての説明を省略したのだが、これを非難するには当たらない。なぜなら、レジットの基準価額および純資産総額を左右する最大のファクターは、間接的な収益源物件と呼ばれる不動産の評価額に他ならないからであり、それぞれの重要度に応じた相応しい説明をしたのだと考えられるからである。

(2) 投資信託などの金融商品は、元金が保証されていないということが常識である。保障されないことの最大の要因は、投資信託の基準価額が主たる投資対象資産の価格に依存して上がることもあ

れば下がることもあるというように変動するからである。一般に経済活動は、周到なる計画を立てればある程度は予測できるが、天気予報と同様に、あるいはそれ以上に予測し切れない部分がある。すなわち確率事象だと捉える他はないような予測不能な部分がある。だからといって、経済活動を止めたのでは何も始まらない。そこで、リスクを取る覚悟をして、事を始めることが必要になる。これが投資活動であり、リスクを取るとは挑戦することを意味する。そこには高いリスク（ハイリスク）を伴う無謀とも思える投資活動もあれば、リスクの少ない（ローリスクの）勝算の見込みの高い投資活動もある。いずれにしても、すべてを見通すことはできない中で、事業などの経済活動を前進させることが必要になるものであり、その際にはリスクをとることが求められる。投資信託を購入することは、リスクを取ることになる。なぜなら、投資信託の基準価額が主たる投資対象資産の価格に依存して変動するので、元金が保証されないからである。

(3) ちなみに、被告藍澤證券側の本杉弁護士の著書の中に、賭博と投資の両方に確率事象が関係するという理由で、これらを混同してしまう法曹関係者についての批判的な記述があるが、原告も賭博と投資を混同するのは誤りであると考え。なぜなら、賭博は単なる遊びであるのに対して、投資は経済活動だからである。ちなみに、原告は、20年ほど前にリスクをとってベンチャー企業を立ち上げた経験があるが、これは断じて賭博ではない。

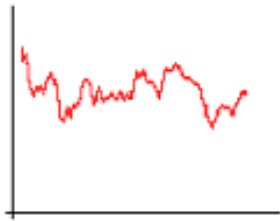
(4) また、金融庁は「個人投資家の金融・資本市場への参加拡大」政策を推進しているが、これは「貯蓄から投資へ」の流れを加速させ、リスクに柔軟に対応できる経済構造を構築していくことを

目標としている。いわば、リスクをとって投資をする人々の裾野を広げようとしているのである。この考え方に沿って英国の ISA (アイサ) を模した NISA (ニーサ) と呼ばれる少額投資非課税制度が生まれた。

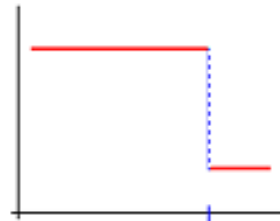
11 経済活動を反映した価格の変動と運用者の価格操作

- (1) 投資信託の主たる投資対象資産の価格または評価額は、経済の原理に基づく何らかの市場価格によって決まるものである。つまり、買い手と売り手の「需要と供給（需給バランス）」で決まる。横軸を時の流れとする時系列のグラフにすると、訴状 16 頁の左の図（以下に再掲）のようにランダムウォークと呼ばれる行きつ戻りつ上下するギザギザの形になる。すなわち、数学的にも予測困難なランダムな動きをするものであり、自然のデコボコした“山の稜線”のような形になるものである。そして、これが投資信託の基準価額に反映されることになる。しかし、レジットの場合は特別であり、自然の山の形ではなく、人工的に作られた“下降階段”のような形になった。

金融商品の典型的な値動き



レジットの値動き



事件前後

- (2) 本来なら、レジットにもランダムウォークの考え方は適用できるはずである。なぜなら、レジットの基準価額は、間接的な収益源物件と呼ばれる不動産の借り手と貸し手の「需要と供給（需給バランス）」で決まる賃料収入に大きく依存するものなのである。被告藍澤証券の訴外須藤が心から信じて説明したとおりである。これは株価のように小刻みに価格が変わるものではないが、長期に渡って眺めると、やはり予測困難なランダムな動きをするものであり、ギザギザの形になる。つまり、レジットの基準価額は、大局的に見ると不動産の賃貸市場の相場に基本的に連動するものだと捉えることができる。なお、これらは、レジットの請求目論見書の7頁に書いてある由緒正しい**直接還元法**に基づく評価式が内包する意味からも理解できる。つまり、直接還元法で使われる賃料収益および収益還元率は、経済活動を反映した数値なのである。
- (3) これらを明確にするために、訴状の5頁から8頁に渡る「(4) 基準価額、純資産総額（純資産）および直接還元法」では、レジットの基準価額がどのように変化するかに関する基本構造を説

明した。これに対して被告ファンドクリエーションは第1準備書面で「原告の認識に基づく基準価額等に関する解説であるので、認否の必要はないと思料する」と述べている。しかし、これは基準価額の一般論ではなく、レジットの基準価額の変動要因について述べたものであるから、認否が必要である。そもそも本件第1事件においては基準価額の下落を問題視しているのであるから、基準価額がいつどのように変化するかということは、第1事件の根幹を成す重要事項である。もしも、被告ファンドクリエーションの認識が訴状の説明と異なるのであれば、それを明らかにされたい。そして、それに平成27年2月4日付「文書提出命令の申立」で求めた文書の数値を適用すれば、基準価額の値動きを解明することができる。さらに、原告と被告の認識に何らかの違いがあれば、それが浮き彫りにされることだろう。レジットの基準価額の透明性を確保するには、これが必須である。原告の準備書面(2)の3頁も参照されたい。

- (4) まとめると、ここまで述べてきたように、投資信託の基準価額は経済活動の結果として上がったり下がったり変動するので、元金が保証されないのである。そして、投資家はそうした変動のリスクを取る覚悟で投資したのであるから、それによって損害が発生したとしてもそれを甘んじて受けることになる。しかし、運用者の勝手気ままな思いつきの価格操作で、たとえば評価方法を変更したために、基準価額が下落した場合などは、いわば運用者の戯れに振り回されたようなものだから、運用者側がその損害を賠償することが必要なのである。レジットの場合は、訴状の16頁の図(前頁に再掲)のように、経済活動に依存する通常のランダ

ムウォークとは似ても似つかない人工的に作られた“下降階段”を真逆さまに突き落とされたような仕打ちを投資家は運用者から受けたのである。これは運用者の価格操作なので、このような人工的な形のグラフになったのである。先に、戯れの思いつきと述べたのであるが、単なる戯れではなく当然のことながら何らかの損得勘定に基づいて運用者が評価方法を変更したのだということは、容易に想像できる。したがって、モラルハザード状態の運用者側が利益を得る代わりに、投資家が損害を被る場合、その損害を投資家が甘んじて受けることは金輪際あってはならないのである。

12 被告ファンドクリエーションからのレクチャーか

- (1) 被告ファンドクリエーションの第2準備書面の4-6頁に 第2. 原告の準備書面(3)の「第4 ファンドクリエーションの責任」に対する反論 があり、この1.(2)(5頁)として、次の2文が記載されている。

「目論見書の46頁の「7.(1). ①、(1)」の記載から明らか
なとおり、ファンドの純資産額は計算日において、受託会社（H
SBCトラスティーリミテッド）により、直前の評価日の東京市
場の営業終了時の数値をもって日本円で決定されるのであり、フ
ァンドの純資産額は管理会社が決定するものではない。」

「原告が主張している請求目論見書7頁には、レジット・アル
ファ・インクと匿名組合契約を締結した相手方である営業者の保
有資産のうち、不動産信託の受益権の評価方法が記載されている

が、管理会社は営業者が保有する不動産信託の受益権の評価に関与していない。》

- (2) この2文は、一体何を主張するものであろうか。親切にも原告にレジットの純資産総額の決定プロセスをレクチャーするためにわざわざ記述してくれたのだろうか。そうであれば、断片的、局所的な説明ではなく、レジットの全体を見据えこれら2文の位置づけを示した上で、丁寧な説明をしていただきたいかった。その際には、できるだけ数値例を示すなり、計算式を示すなり、具体的な内容が分かるようにしていただきたいものである。このままだと「群盲象を評す」ことになってゾウが木の枝や壁や蛇になってしまう。こうならないように、原告が解説を付けよう。
- (3) まず、両文とも、ある作業への管理会社の関与を否定するものである。被告ファンドクリエーションの指す管理会社とは、名目上の管理会社「FCインベストメント・リミテッド」のことであろう。被告ファンドクリエーションが述べるように、名目上の管理会社の役割は少ない。同社の主な役割は免税なのである。なお、原告が指す管理会社とは、名目上の管理会社および実質的な管理会社である被告ファンドクリエーションの総体であり、一種の2社体制を意味する。そして、原告は、名目上の管理会社ではなく、2社体制のうちの実質的な管理会社が関与していると主張する。こう捉えると、被告ファンドクリエーションと原告の主張の違いは、管理会社の捉え方の違いに集約される。
- (4) 第2文の「請求目論見書7頁には、レジット・アルファ・インクと匿名組合契約を締結した相手方である営業者の保有資産のうち、不動産信託の受益権の評価方法が記載されている」との記載

は、正しい。この「営業者が保有する不動産信託の受益権の評価」は、収益の額と収益還元率の二つから直接還元法の評価式（請求目論見書7頁）に従って計算される。そして、これがレジットの基準価額を左右する最大のファクターになる。これを実際に計算するのは、社債の計算代理人であるが、計算代理人が計算の際に用いるデータの主要部分のほとんどはアセットマネジャーの役割を果たす被告ファンドクリエーションによって提供される。したがって、被告ファンドクリエーションが「営業者が保有する不動産信託の受益権の評価」額を決めているといっても過言ではない。なぜなら、計算代理人が行なう計算は、誰が行なってもほとんど同じ結果になるからである。原告が主たる**投資対象資産の価格（または評価額）**と呼んでいるのは、「営業者が保有する不動産信託の受益権の評価」額に他ならない。これがレジットの基準価額および純資産総額を左右する最大のファクターなのである。したがって、この段階で純資産総額の概算値は、計算されて、ほぼ確定状態になる。

- (5) この第2文の処理がなされた後に第1文の処理がなされる。なぜか被告ファンドクリエーションの記述の順序が逆である。そして、第1文の「ファンドの純資産額」というのは、用語の混乱があるようで困るのだが、ファンドの純資産総額のことだと考えられる。そもそも投資信託の仕組みとして、受託会社が販売会社から引き渡された資金を信託財産として保管・管理し、計算の事務を行うことが決まっている。
- (6) もっともらしく「直前の評価日の東京市場の営業終了時の数値をもって日本円で決定」などと書いてあると、ここに純資産総額

を左右する経済活動に依存する重要なファクターがあるようにみえるが、そうではない。第2文の処理によってあらかじめ純資産総額は計算されていて、さらに加えるべき変動要素はほとんどない。被告ファンドクリエーションが東京市場の営業終了時の数値が何かを明確に書かないのは、この影響を大きく見せかけるテクニクであろうか。レジットは円クラスで、円建てであるから、為替の影響はない。考えられるのは、従たる投資対象であるJ-R E I Tの評価額が変動要素としてある程度である。さらに付け加えれば、本件事件前後は現金不足だったので、換金しやすいJ-R E I Tは換金されていて、保有はほとんどないはずであり、この時期には純資産総額はJ-R E I Tへの依存度がほとんどなかったと考えられる。以上のように書けば、「群盲象を評す」ことになるおそれは消えて、ゾウが木の枝ではなく、ゾウであることが分かる。

- (7) いずれにしても、名目上の管理会社の役割はほとんどなく、主役は実質的な管理会社の役割を果たす被告ファンドクリエーションである。そして、レジットの基準価額および純資産総額を左右する最大のファクターは、営業者が保有する不動産信託の受益権の評価額であるから、この算出方法が最も重要である。この重要な算出方法については、訴状の5頁から8頁に渡る「(4) 基準価額、純資産総額（純資産）および直接還元法」のところで例をあげて説明している。これに対して被告ファンドクリエーションは第1準備書面で「原告の認識に基づく基準価額等に関する解説であるので、認否の必要はないと思料する」と述べている。しかし、

これは基準価額の一般論ではなく、レジットの基準価額の変動要因について述べたものであるから、認否が必要である。

第2 本件裁判以前の本件事件に対する原告の取り組み

1 はじめに

本件事件は、一見すると単純な事件のようにも思える。しかし、なかなかどうして手の込んだ事件である。少ない紙面では語りつくせない複雑な要素から構成されている。だから簡潔に記述せよとの圧力をかけないでいただきたい。まずは事件の内容を正確に記述して理解を深めることが重要である。少なくとも原告の場合、どのような事件なのか分かってきたという気になるまでには、3年以上の長い期間を必要としたし、現時点でもまだ完全には理解しきれていない。なぜなら、被告らは、本件事件に関する断片的な情報を示すだけであり、事件の全体像に関する統一見解を示していないからである。こうした状況であるから、原告にとって必要だったことは、被告らの説明内容を一つ一つ吟味して納得できるものとそうでないものに分別することであり、被告らに質問をしてもはぐらかされたり回答が得られなかったりする中で、それらをつむぎ合わせて事件の骨格を浮き上がらせることであった。原告が質問しても、まともな答えが返ってくることはまれであった。原告は、被告らが本件事件を分かりづらくする戦術を用いて、投資家が訴訟を起こしにくくしているのではないか、と疑ったほどである。なぜなら、訴訟を起こすには、まず事件の原因を特定することが求められるからである。

2 本件事件発生時の原告の戸惑い

- (1) 平成27年2月26日付の被告藍澤証券の準備書面2の第2の「4 補足2（消滅時効の答弁）」では「原告は、平成20年

12月に甲第8号証にかかるご案内を受取り、レジットの純資産価額の下落の原因を知ったのであるから、遅くとも、同時点には既に不法行為に基づく損害賠償請求権の消滅時効が起算しており、その後3年間の経過をもつて消滅時効期間は満了している。」と記載されている（なお、純資産価額とは基準価額のことだと思われる）。

(2) 被告藍澤證券の弁護士は、訴状を熟読して認否することもせずに、また同被告の従業員のうち原告に接した人々（甲第16号証参照）からしっかりとヒアリングをして確認もせずに、原告についてあれこれと誤ったことを述べる傾向がある。少なくとも訴状を読んで認否をする程度のことは当然の事ながら行なうべきである。正しくないことをあたかも真実のように言われることは、被告のなりふり構わず窮状が見えて、原告はますます闘志が湧きファイトがみなぎる。たとえば、原告が夜中に被告藍澤證券の三島支店に訪れたとか、乙第1号証を示して「早期売却を前提とする評価方法が目論見書等の説明と相違ないことを原告は認めている」とか、どこから出てきた話なのだろうか。原告は自己規制を働かせ節度をもって情報収集活動を行なっているだけであるから、これらは全くの出鱈目である。

(3) 訴状の「第6 交渉経緯等」の21頁から28頁には、本件事件に接した原告の戸惑いを表現したつもりである。被告藍澤證券の弁護士は、訴状のこの部分の認否をしないまま、準備書面2の中に「原告は、平成20年12月に甲第8号証にかかるご案内を受取り、レジットの純資産価額の下落の原因を知った」という文

を書いたようである。一体全体、原告は下落の原因が何であると知ったのであろうか。

(4) 訴状に書いたとおり、被告藍澤証券は原告を混乱させたのである。なぜなら、基準価額の急落の原因について、不動産の評価方法の変更、借入金、管理会社の暴走、不動産の評価会社の変更など様々なことを言われたり、さらに新たなリスク説明（甲第13号証、甲第14号証）が追加されたりしたからである。しかも様々な人々、すなわち被告藍澤証券の訴外須藤、および訴外小幡、訴外毛利、本件事件のために特設されたコールセンターの担当者などから統一感のない説明を原告は受けたのである。相互に矛盾する点、および合理的な説明になっていない点を解消すべく、原告は質問したのであるが、まともな回答がなされないために、ますます混乱させられた。

(5) この当時原告は、本件事件を第1事件と第2事件とに分類せずに、総合的に一つの事件として捉えていた。そして、基準価額および分配金の両方の減少を同時に説明できるような原因を見つけようとしたのだが、それができず悩むことになった。実に、この手がかりを得るまでに原告は3年以上4年に近い情報収集活動および調査研究活動を要している。情報収集に関して原告は調査権限をもたないので、しかし顧客として被告藍澤証券に質問などはできるので、世間話の延長線上でなだめたりすかしたりしながら、被告藍澤証券の担当者などから話を聞き出すのである。そして自ら節度をもって毎月一回これを行うだけなのであるから、長期に渡るのである。

(6) そうした実態を無視して、「原告は、平成20年12月に甲第8号証にかかるご案内を受取り、レジットの純資産価額の下落の原因を知った」などと、原告に対してなされた酷い仕打ちも述べずに、そして下落の原因も明記せずに、実態を無視した軽々しい記述をしないでいただきたい。その前に、まずはともあれ、少なくとも訴状の認否を行っていただきたいものである。そして、実態をしっかりと把握していただきたい。

3 まだ回答がなされていない代表的な質問

(1) 本件裁判の前に原告が平成25年3月18日に申立てた調停において、被告藍澤証券が提出した答弁書（甲第17号証）の4頁の第2の4(2)に被告藍澤証券の見解として「小幡支店長が、本件の分配金及び基準価格の減少がいかなるリスクが顕在化したものによるかについて説明していないことについては認める。」と記載してある（なお、基準価格は正しくは基準価額のことであろう）。この記述は、混乱させられた原告が、レジットの分配金及び基準価額の下落の原因を求めて訴外小幡に質問したこと、およびこれに対する回答はなかったことを示したものである。そして酷いことに、何回もくり返して質問しているにもかかわらず、いまだにこの原告の質問への回答はなされていない。したがって、原告は本件事件の原因が何かに関して説明を受けようとしても受けられないままなのである。なお、後の参照のために、質問「本件の分配金及び基準価額の減少がいかなるリスクが顕在化したものによるか」のことを質問Xとする。

(2) 原告は、当初、本件事件は不動産の評価方法の変更によって発生したものだと思えようと試みた。しかし、不動産の評価方法を

変更しても、分配金が減るはずがないので、本件事件はそう単純なものではないと捉えるしかなかった。なお、不動産の評価方法の変更が分配金の減少をもたらさないことについては「**第4 本件第2事件への取り組み**」で詳しく説明する。原告は、なぜ分配金が減ったのか分からないので、当然それを質問した。しかし、この質問に対して合理的に理解できるような回答はなされていない。したがって、原告は本件事件の原因に関する重要な質問に答えてもらおうとしても、答えてもらえないままなのである。なお、後の参照のために、質問「なぜ分配金が減ったのか」のことを**質問Y**とする。

(3) こうした状況であるから、原告は、本件事件の原因を追究するために、情報収集活動および調査研究活動が長期に渡って必要になったのである。原告は、平成20年12月に甲第8号証にかかるご案内を受取り、レジットの純資産価額（基準価額）の下落の原因を知るどころか、混乱の入り口に立たされたのである。なお、レジットの基準価額の下落の原因を知ることは、大変に難しいので、レジットのほとんどの投資家は、これを知らずにいるか、誤解していると思われる。

4 被告らの統一件見解の欠如

(1) オレオレ詐欺では、しばしば高齢者が騙される。原告も高齢者の一人なので、そうした場面に置かれたとすれば騙されるかもしれない。しかし、そばにいる誰かに注意を与えてもらえば、慎重になるくらいのはできるだろう。本件事件の場合、原告は甲第8号証などのお知らせを受けて「**質問X**」の質問をしたところ、被告藍澤証券の訴外須藤から誤った答えが返ってきた。だか

ら、これは何かあるぞと原告は身構えて慎重になった。さらに悪いことに、誤った回答をした訴外須藤のフォローをするために登場した支店長の訴外小幡までもが極めて簡単な「質問 X」の回答に詰まってしまった。これでは原告が疑心暗鬼になるのも当然のことであろう。本件事件は、オレオレ詐欺とは異なるものなのだが、原告は、本件事件はオレオレ詐欺に似たものかもしれないと常に気をつけながら、本件事件を観察するようになったのである。

(2) どうも被告藍澤証券の本社サイドは、本件事件に関して各支店に十分な情報を流していないようであった。「質問 X」に対するまともな回答がないので、原告は支店長の訴外小幡に具体例を示して「レジットの中に社債が登場するが、本事件は社債がからむことによるリスクが顕在化したものか」と質問したところ、いちいち本社の問い合わせをしてから、社債がからむことによるリスクではないとの回答であった。なぜ、被告藍澤証券は、本件事件に関する統一見解を文書などにまとめて、同被告の社員などに周知徹底させておかないのだろうか。そうしておけば、原告などの投資家は、被告藍澤証券の誰からでもその統一見解に従った説明を受けることができたであろうし、投資家からの質問に統一的な回答をすることができたはずである。

(3) そして、その統一見解の中で想定していなかった質問がなされたときには、それを統一見解に含めることによって、統一見解を充実させることができたはずである。しかし、実際に行われたことは、原告をクレーマーだと見誤ったのであろうか、原告の口を封じることであった。したがって、「質問 X」および「質問 Y」

のような簡単な質問にさえ、いまだに原告は回答をしてもらえていない。

- (4) 本件事件発生から3年以上も経った後に、レジットを知り尽くした被告ファンドクリエーションの取締役の訴外宮本から原告は説明を受けることができた。訴外宮本の頭の中には、レジットの統一見解が詰まっているようであり、原告の質問にとうとうと答えてくれた。しかし、幾つかの質問への訴外宮本の回答をつき合わせてみると、矛盾点が浮かび上がるのである。したがって、本件事件に関する矛盾のない統一見解というかしっかりとした理論武装は、完成させることができないのであろう。本件裁判の前に原告が平成25年3月18日に申立てた調停の調停申立書に次のように記述した。

「様々な観点からの質問に対する宮本取締役の回答を突き合わせてみると、矛盾点が現れてくるのである。もしも、真実を述べているのであれば、そんなに多くの疑問点や矛盾点が現れないものである。相手方（被告）の証券会社または管理会社（あるいはその両方）は、金融商品取引法などの法に触れない範囲でどのような申し開きができるのかを徹底的に追及して理論武装しているようにもうかがえるのである。しかし、一つの観点ではなく、いろいろな観点から本事件を眺めると、そこには矛盾点がいくつも見つかることになるのである。したがって、相手方の証券会社または管理会社（あるいはその両方）は、本事件の全体像を法にも触れずに、かつ矛盾なく理論武装することができていないのであろう。だから、捜査権限のない申立人（原告）には、十分な情報が得られないことになり、本事件の全体像を理解することもできないのであろう。」

(5) 被告藍澤証券は原告に対する初期対応でつまずいてしまったのだが、もしも被告藍澤証券がつまずかなかつたら、原告は疑いの目をもたなかつたらう。だから、オレオレ詐欺の被害者が疑うことを忘れるように被告藍澤証券の説明を受け入れたかもしれない。こう考えると、原告に疑いを忘れる可能性があるように、多くの投資家は疑いの目を向けずに被告藍澤証券の説明を受け入れたとしても決して不思議ではない。なぜなら、被告藍澤証券は、すべての投資家に対する初期対応でつまずくほど愚拙ではないだらう。

5 問い合わせに対応するコールセンターと応酬話法

(1) 被告藍澤証券は、本件事件に関するしっかりとした統一見解を確立していなかつたものの、応酬話法を用意する程度のことにはしていた。甲第8号証の「ご案内」にあるように、被告藍澤証券は、フリーダイヤルのコールセンターを特設して本件事件に関する問い合わせに応じた。そこでは、レジットに詳しくない被告藍澤証券の社員などがかき集められて、用意された応酬話法の原稿を読み上げることによって、投資家からの質問に答えた。

(2) この状況は、たまたま意味を解さずに答える回答役の担当者に出くわした原告がコールセンターの様子をその回答者から詳しく聞き出すことによって分かつた。その際に、原告はその応酬話法をFAXするように依頼した。しかし、なぜかFAXしてはならない規則とのことで、その応酬話法の文書を得ることはできなかつた。大した分量でないとのことで、しかたなく原告はそれをすべて読み上げてもらった。その応酬話法には、管理会社の代弁をするだけで「質問X」や「質問Y」は想定されていなかつた。誰

もが知りたいと思うようなこと、たとえば本件事件に新たに登場した“早期売却を前提とする”評価方法が選ばれた経緯、その選択は妥当なものか、もとの“平常時の”評価方法に戻れるのはいつであり、それはどのようになされるのか、新たに登場した“早期売却を前提とする”評価方法はどんな計算式か、などは書かれていなかった。応酬話法は存在したが、統一見解といえるほどしっくりしてはいなかったのである。そして、その応酬話法の内容は、投資家保護の立場から販売会社としての被告藍澤証券がもつべき視点を全く欠くものであった。まさに管理会社の言うことをオウム返しに代弁するものであった。

(3) ところで、こうした問い合わせへの対応は、普通は管理会社が行うものである。しかも、管理会社の判断や行為が問われる事案なのだから、なぜ販売会社の被告藍澤証券が対応するのか原告は不思議に思った。今考えると、名目上の管理会社であるFCインベストメント・リミテッドには、こうした問い合わせへの対応を行う要員がいないためであろう。そうだからといって、実質的な管理会社である被告ファンドクリエーションが対応したのでは、名目上の管理会社の存在が疑われ、実質的な管理会社を露呈してしまう。ということで、苦肉の策として被告藍澤証券が問い合わせへの対応を行ったのだろう。しかし、この問い合わせ対応は、投資家保護の立場から販売会社が管理会社を評価する視点が欠けており、ちぐはぐなものになってしまった。

(4) 被告藍澤証券は、まさに甲第8号証に書いてあるように、販売会社として管理会社からの情報を適宜迅速にお客様の皆様にお伝えする、というメッセージャーボーイの役割を果たしている。し

かし、それだけでは不十分で、原告が被告藍澤証券に期待したいのは、投資家保護の観点から、管理会社の行為が妥当なものかどうかを運用側から独立した立場で判断して、投資家に伝えることである。原告の準備書面(3)の3頁を参照されたい。管理会社のお先棒を担ぐようなことはすべきでない。こう考える原告に、被告藍澤証券のこの対応は、新たな質問を誘発させた。その質問とはメッセンジャーボーイの役割以外に「本件事件にあたり投資家の保護のために被告藍澤証券は管理会社にどのような働きかけをしたのですか、今後どのような働きかけをするのですか」というものである。後の参照のために、これを質問Zとする。この質問Zを原告は何回もくり返したのであるが、これに対する回答はいまだにない。

6 おぼろげにうかがい知れた本件事件の一部の被害者たちの様子

- (1) 原告は、被告藍澤証券の顧客の一人であるから、同被告の担当者などと話をする程度のことではできた。ただし、質問をしても、答えの保障はなかった。そんな状況の中、毎月1回被告藍澤証券の三島支店に出向き支店長にレジットの状況などの話をして、どうにかマンスリーレポートを受け取ることができた。さらに、被告藍澤証券の本社で法令順守の役割を担う営業管理部長の訴外有泉と毎月1回電話会議をすることを定常的な習慣にすることができた。ただし、平成21年2月から平成22年6月までは、訴外有泉ではなく、被告藍澤証券側の弁護士の訴外水野が原告の対応に当たった。
- (2) その後原告の対応に復帰した訴外有泉から聞き及んだ話の中に、本件事件の被害者もうっすらとした影のような存在として登

場した。被害者の中には、裁判に訴えた人々もいるとのことであった。裁判のほとんどは、和解になったようで、その賠償額は利益相殺付きで、かつ過失相殺が5割から7割ほど付いたものとのことであり、原告は少な過ぎると思った。被害者に何も過失はないはずである。それにも関わらず、訴外有泉は、原告もこの程度の賠償金を得られるだろうと述べた。

- (3) このように裁判に訴えた人々もいたものの、被害者のほとんどは被告藍澤証券の各支店の支店長らに泣く泣く説得されて、本件事件を問題視することをあきらめた状態にあるのだろう。原告は、レジットの被害者たちと話をしたいと思い、探した。被告藍澤証券は個人情報保護法のためにレジットの投資家を教えることができないとのことで、それに頼らずに被害者を見つける活動をしている。しかし、残念ながら他の被害者を見つけることはできていないので、今後この活動を強化する所存である。

7 レジットを消してしまうかタコ配当

- (1) 本件事件の原因、すなわち分配金及び基準価額が減少した原因の調査研究は、ひよんなことから進展した。訴状の25頁に書いたとおり「このままではレジットがなくなってしまう」という訴外有泉の一言から、レジットは純資産総額を取り崩して分配金の支払いを補填するというタコ配当の実態が分かったのだ。これが原因の一つとなって基準価額が下落傾向に向かっていたのである。訴外有泉の一言は、タコ配当を続けると、やがてレジットは基準価額がゼロになることを警告したものである。
- (2) タコ配当に関しては、一般社団法人 投資信託協会の説明図が分かりやすい。次の図は、それを参考にした「正常分配とタコ配

当の違い」の説明である。なお、このタコ配当は、会社法で違法とされる株式会社におけるタコ配当ではなく、投資信託の基準価額と分配金に関するものである。

正常分配とタコ配当の違い

正常分配



タコ配当（ここでは純利益がゼロのケースを図示）



- (3) 原告は、本件事件の原因の一つに借入金があると考えていたが、訴外有泉の一言に触発されて並行してレジットのタコ配当の解析をした。その解析の中で“実質的な分配金”という指標を導入したところ、本件事件の骨格をなす資産消失が見えてきた。これは、訴状の16頁から21頁に書いたとおりである。なお、被告ファンドクリエーションは、第1準備書面の16および17などの中で、この部分は認否する必要がないと思料するとしている。しかし、本件第2事件の審議では、この部分の認否が必要である。
- (4) こうした調査研究活動の結果、本件事件の原因として、やがて資産消失という大問題も潜んでいることが分かってきた。資産消

失があれば、分配金及び基準価額の減少が同時に説明できるのである。本件事件は、少なくとも三つの原因、すなわち評価方法の変更、借入金、資産消失が関係していると原告は考えるようになっていった。

(5) この辺りから、被告藍澤証券の原告に対する態度が変わってきた。原告に説明をして納得させてしまうか、それができなければ適当な賠償金でお茶を濁そうと考えたようである。要するに、原告への損害賠償事案は、長い間ペンディング状態であったが、適当に決着を付けようと被告藍澤証券は考えたようだ。今後もペンディングのままでは、被告藍澤証券にとって不都合だと判断したのだろう。

(6) そのためか、被告藍澤証券の訴外有泉は、他の投資家が起こした裁判の様子などを知らせて、原告が裁判を起こすときの指南のようなことまでしてくれた。そして、訴外喜多は、管理会社による説明会を企画してくれた。平成23年11月の被告ファンドクリエーションの訴外宮本による第1回目の説明会は、主に借入金をテーマにした（訴状26頁）。そして、平成24年8月の被告ファンドクリエーションの訴外宮本による第2回目の説明会では、原告は主に資産消失に関する質問をした（訴状27頁）。この説明会は、満足する回答が得られたとはいえないが、原告は資産消失がなされたということを確認できた。

8 原告が申立てた調停

(1) 原告は、本件事件の骨格に資産消失が潜んでいることが分かってきたので、この大問題を指摘しつつ、被告藍澤証券に損害賠償を求める示談を進めた。その結果、被告藍澤証券は、損害賠償

を行うと述べた。しかし、その損害賠償額は司法の場で決めたいとの主張を譲らなかった。

- (2) しかたなく原告は、申立人となり平成25年3月に三島簡易裁判所に調停を申立てた（訴状28）。この調停において相手方の藍澤証券は申立人の原告に、利益相殺付きなので納得しがたいが、過失相殺なしの点は評価できる賠償額を提案してきた（甲第1号証、甲第17号証）。この賠償額は、訴外有泉との電話会議で漏れ聞いた金額よりも倍以上であった。
- (3) しかし、原告はこの提案に次の理由で合意をせずに、秘密保持条項は付けないなどの別の提案をして交渉しようとした。しかし、交渉はまとまらず、調停は不調に終わった。原告が合意しなかった理由は、第一に慰謝料が含まれていないこと、第二に賠償金にかかると思われる税金の分が含まれていないこと、第三に秘密保持条項をつけてきたことである。相手方の藍澤証券の調停代理人弁護士は、違法行為による損害賠償には税金がかからないとは述べるものの、どのような違法行為を行ったのか行わなかったのかを明らかにしなかったので、原告が損害賠償による収入を得た際に税金を支払わないために脱税の嫌疑がかかるのではないかと原告は心配したためである。それから、秘密保持条項があると、原告が書く予定の本の記述内容に制約が大きいと考えたためである。
- (4) なお、本件事件は、まるで何が何だか分からないまま、損害を被るといふ不思議な事件なので、その内容を世の中に知らしめることは、同種の事件を未然に防ぐためにも意義深いと原告は考える。原告は、何年か前に情報処理に関する専門書を1冊書いた経

験があるところ、本件事件の経験を生かした本を書くことさえ計画している。それほど、本件は異常なケースであると考えている。

- (5) 本訴訟の第一の目的は、もちろん被告らに賠償金を支払ってもらうことである。さらに、公開の場で行われる裁判の副次的な狙いとして、できるだけ真実を明らかにすることを原告は求める。ちなみに、被告藍澤証券側の本杉弁護士の著書の中にも、真実を明らかにするには、調停や斡旋よりも裁判が一番と書いてある。なお、これに勇気付けられて、公開の場で行われる裁判の特性を生かして、原告は本件事件に関心をもつ方々はもとより、まだ本件事件を知らない方々にも本件事件の裁判資料を容易にご覧いただけるように計画している。

第3 現在ホットで重要な本件第1事件に関する争点

- 1 本件裁判の中で原告が現在ホットだと捉えている重要な争点を三つ挙げると、次のとおりである。
 - ・ 管理会社はどこかという争点
 - ・ 評価額の算定方法の変更に関する争点
 - ・ ファンド借入比率に関する争点

これらの論争の状況は、以下のように捉えることができる。

第3.1 管理会社はどこかという争点

- 1 原告は、準備書面(2)の 3 被告ファンドクリエーションについて (15頁、16頁)に被告ファンドクリエーションが実質的な管理会社であるという理由を記した。
- 2 原告は、被告ファンドクリエーションがレジットの実質的な管理会社であり、この他に名目上の管理会社として同被告がメキシコよりも遠方のカリブ海の小さな島であるケイマン諸島に免税の目的

で設立したFCインベストメント・リミテッドがあるとみなしている。なお、原告が管理会社と言ったとき、それは通常、実質的な管理会社を意味する。または、レジットの実質的な管理会社および名目上の管理会社の2社体制の管理会社を総称して、管理会社と呼ぶこともある。このような考えの下に、いわば名目上のペーパーカンパニーではなく、実質的な管理会社の役割を果たす被告ファンドクリエーションを本件裁判の被告2名のうちの1名として訴訟を起こしている。ただし、実質的な管理会社は同被告かという点、および同被告がレジットに対する包括的な管理義務を負うかどうかという点に関して、本件裁判では争いがある。

- 3 この争いに関係なく、被告ファンドクリエーションがレジット・アルファの投資アドバイザーであること、および匿名組合およびリミテッド・パートナーシップの計算代理人および営業者のアセットマネジャーであることは、目論見書に記載がある。したがって、管理会社の中核機能と呼ぶべき投資アドバイザーおよびアセットマネジャーとしての責任が被告ファンドクリエーションにあることは避けられない事実である。これに加えて、同被告がレジットに対する包括的な管理義務を負うかどうかという点が争点なのである。

4 FCインベストメント・リミテッドの取り扱い

- (1) 本件は、いわゆる劇場型オレオレ詐欺とは異なるものであるが、登場する会社が多岐にわたるという点は劇場型オレオレ詐欺に似たところがある。もしも、原告が管理会社の責任だと主張した点が、被告ファンドクリエーションではなく、FCインベストメント・リミテッドにあると同被告があくまでも主張するのであれば、被告としてFCインベストメント・リミテッドを追加することを

原告は検討する。もしも追加すると、原告は3名の被告と対峙することになるが、基本的に不都合はない。

- (2) もしも、FCインベストメント・リミテッドを被告に追加したとすると、同社の訴訟代理人弁護士の役割は誰が担当するのだろうか。日本では同社の届出代理人として弁護士竹野康造があげられている。もしも同届出代理人弁護士が本件裁判に参加するのであれば、原告が是非とも質問したいことがある。それは文書（甲第8号証）に記載の、被告藍澤證券が届出代理人弁護士に確認したという「いわゆる収益還元法に重きをおき、算定方法の変更を行なっている」旨の意味である。なお、いっそのこと被告ファンドクリエーションの訴訟代理人がFCインベストメント・リミテッドの訴訟代理人を兼任するのもよいだろう。そうすれば、名目上の代理人は2名であるが、実質的には1名ということになり、少しばかり管理会社と似たような体制ができあがる。

5 FCインベストメント・リミテッドに関するレクチャー

- (1) FCインベストメント・リミテッド（以下「FC」と呼ぶ、FCとはFund Creationの頭文字であろうか）を被告に加えることの是非を検討する上で、FCはどのような会社なのかを見ておくことは重要である。なお、被告ファンドクリエーションは、純資産総額の算定方法のレクチャーを原告にしてくれたので、御礼の意味で今度は、原告がケイマン諸島のFCに関するレクチャーをしよう。なぜなら、被告ファンドクリエーションの訴訟代理人弁護士はFCの実態などについて誤解していることが多すぎる。
- (2) 第2準備書面の第1の4.の(2)では、FCはケイマン籍契約型投資信託の10ファンド（丙1の1ないし5）の管理会社だ

と述べて、いかにも大きな会社であるかのごとく装っているのでは
あろうか。実態はペーパーカンパニーである。そして、F Cは数々
の業務をこなしていると述べている。しかし、請求目論見書（甲
2の1）の「2 投資方針（1）投資方針」（6頁）には「管理会
社は、管理事務の職務をH S B Cトラスティ（ケイマン）リミ
テッドに委任しています。」との記載がある。したがって、数々
の業務をケイマン諸島でこなしているのは、F Cではなく、H S
B Cトラスティ（ケイマン）リミテッドである。つまり、ケイ
マン諸島で行なわれる数々の業務があるとすれば、それらの業務
は外部委託可能なのである。

- (3) さらに困ったことに、被告ファンドクリエーションの第2準備
書面の第1の3.の(2)は、F Cに関する認否ではなく、原告
が何をもとに準備書面を書いたのかに関する誤った想像をめぐら
せて、原告はF Cとレジット・アルファ・インクを取り違えただ
ろうなどと原告を貶めている。原告は取り違えなどしていない。
逆に問う、被告ファンドクリエーションが、そのような余計な詮
索をするのは何のためであろうか。同社の訴訟代理人弁護士がF
Cの実態を知らないまま、準備書面の紙面を埋める必要に迫られ
たためであろうか。F Cの実態として書くべきことに事欠かない
はずなのに、手を抜いたのだろうか。こんな状態では、原告のレク
チャーが必要だと強く思った次第である。まずはケイマン籍にす
ることによる免税の話から始めよう。

6 ケイマン籍にして免税の恩恵をうけるのは誰か

- (1) ここで誤解のないように述べておくと、レジットの投資家は
ケイマン諸島による免税の恩恵を直接的に受けることはない。日

本の税法に従って必要な税金を支払うことが必要である。免税の恩恵を受けるのは、ケイマン諸島に設立した会社の法人税である。この恩恵を受けるためにわざわざ遠方のケイマン諸島に会社を設立するのであるから、そして一般にそうすることは経費増を招くことになるのだから、そうした経費を極限まで減らさないことには、免税で受けた恩恵が、増加した経費で打ち消されてしまう。そうならない極限の形が、ケイマン諸島の法律上必要な最低限の形を成すだけの会社である。さらに経費を削る意味で、被告ファンドクリエーションは、F C 1社の役割を10種類ほどの投資信託の名目上の管理会社に仕立てている(丙1の1ないし5)。こうしてもケイマン諸島で会社を維持するための費用はそう増えないので、結果として投資信託1本あたりの経費を低くできるのである。原告は、以前に被告藍澤証券の三島支店に掲げられたポスターの中にF Cの名を見つけて大きな会社かと誤解したことがある。そこで三島支店の支店長に、原告がF Cに損害賠償を請求する道もありそうだと述べたところ、支店長はF Cがそういう会社ではないことを、もごもごと述べた。F Cの名前は登場するのだが、その実態に迫ることはどうもタブーのようであった。

- (2) F C 1社で10種類もの投資信託を扱うような工夫もすることによって経費節減に努めて、名目上の管理会社は経費増より大きな免税の恩恵を受ける。この結果として、ひいては間接的にレジットの投資家もその恩恵の一部に浴することになるのかもしれない。ただし、モラルハザードがあつたりすると、投資家は元も子もなくすことになりかねない。免税のために外国籍にした投資

信託には、後述の無責任体制の問題点があり特別に注意が必要である。

- (3) なお、ケイマン諸島の政府のことも考えてみよう。大抵の国は、各会社が稼いだ利益の数10%を法人税として徴収しており、大きな税収になっている。一方、ケイマン諸島では免税なので、政府には、普通なら大きな税収になるはずの各会社の利益に基づく法人税が入らない。ただし、各会社の設立と維持にあたり徴収する数十万円ほどのわずかな税収があり、政府はそのわずかな税収に満足するのであろう。もともと、大した会社のないいわば僻地であったのだから、多額の法人税が得られようはずがなかったのである。だからケイマン諸島の政府は高望みをせずに、会社の設立と維持のためのわずかな税収で我慢できるのだらう。こうした我慢をした上で、免税をケイマン諸島のセールス・ポイントにすることによって、ケイマン諸島には保険、投資信託、銀行などの千以上の金融関係の会社がひしめくことになった。ひしめくといっても、せいぜいバーチャルカンパニーだから、マンハッタンのウォール街のビルの林立をイメージするのは大きな誤りである。ケイマン諸島は、あくまでもカリブ海の小さな三つの島からなる人口6万人ほどの観光地なのである。

7 ケイマン諸島に関するリスク

- (1) 販売員の訴外須藤も三島支店の各支店長もレジットがケイマン諸島に関係することによって発生するリスクはないと考えてよいと原告に説明している。なぜなら、レジットを租税回避地（タックスヘイヴン）であるケイマン諸島という外国籍の投資信託に

することによって、免税の恩恵を受けられるようにする仕組みを採用しているだけであるからとのことであつた。

- (2) このリスク説明からして、F Cは免税の目的で設立された会社だといえる。そして、それ以外にケイマン諸島に会社を設立するメリットは考えられない。そもそもメキシコよりも遠方のカリブ海の小さな島（ケイマン諸島）には、レジットにとって重要な東京および東京周辺の不動産の情報があるわけではなく、ケイマン諸島の在住者が顧客になるわけでもなく、ケイマン諸島では日本語に堪能な従業員を見つけにくく、時差もあり日本との連絡もとりにくいので、管理会社としての業務をこなしにくい。したがって、一般にケイマン諸島に設立された金融関係の会社は、取締役など法律上必要な最低限の役員は設けるものの、日常的な業務は行わず、従業員を置かないものである。F Cも、このような免税目的の会社であり、本店の所在場所は、英領西インド諸島、ケイマン諸島、グランド・ケイマン KY1-1111、私書箱 2681、ハッチンス・ドライブ、クリケット・スクエア、コーダン・トラスト・カンパニー(ケイマン)リミテッド気付という私書箱になっている。電話番号が見当たらないので、共用の秘書機能をもついわゆるバーチャルオフィスよりも低レベルの、単に名前があればよいというオフィス形態だと思われる。

8 F Cインベストメント・リミテッドにCEOは必要か

- (1) F Cには、会社の体裁を整えるために取締役を設けているものの、同取締役は実質的に会社の指揮・経営にはタッチしていない。なぜなら、単に免税目的で設立して、体裁を整えるため設けた取締役が、被告ファンドクリエーションの意向に反するような

指揮・経営を行なうようなリスクをなくしたいからである。それには意思決定をする役割のCEOではなく“名前だけの取締役”にするのが最も手間のかからない方法である。もしも、FCのケイマン諸島にいる取締役が10種類ほどの投資信託（丙1の1ないし5）の管理会社の指揮を、同人の判断で取るような形態にしたら、株式100%の大株主である被告ファンドクリエーションの意向とはそれていくおそれがある。そうならないように、FCは、いわばペーパーカンパニーとして位置づけて、免税の目的に限定した会社にするのである。10種類ほどの投資信託に関する意思決定は、被告ファンドクリエーションまたは同社の息のかかった日本の会社が行なうのである。少なくともレジットに関する意思決定の大半は、被告ファンドクリエーションが行なっている。

9 管理会社の二つの業務

- (1) ケイマン諸島では、免税の恩恵を受けられるのであるから、いろいろな業種の企業が移住してきてもよさそうに思える。しかし、実際には、保険、投資信託、銀行などの千以上の金融関係の会社が存在するだけで、製造業など他の業種の会社はほとんど見当たらない。なぜなら、移住にかかる経費およびケイマン諸島で実際に業務を行なう費用の増加と比べると、免税の効果は小さいと判断されてしまうからである。したがって、ケイマン諸島の免税の効果を実際に発揮できるのは、税負担の大きい軽い業務という条件が付き、金融関係の会社がひしめくのである。そういう、金融関係の業種の中にあっても、実際の業務負荷が大きい場合あるいはケイマン諸島での業務実施が困難な場合は、ケイマン諸島の免税効果は影の薄いものになってしまう。そこで、金融関係の

会社の中で負荷の軽いケイマン諸島で実施可能な業務だけを切り離して、その部分だけをケイマン諸島に移住させることになる。

- (2) ここで管理会社の業務を見ると、① 投資関連業務：投資に係るすべてのお膳立てなどの意思決定をする業務、および ② 儀式的な帳簿管理：お膳立てされた指示に従って資金を動かしたり管理したりする業務の二つに分けることができる。これらのうち ② 儀式的な帳簿管理の業務は最終的に資金が動くことになるので税負担は大きいが、業務自体は既にお膳立てされているので、その指示に従ってたんたんへ行えばよい比較的に軽い業務である。しかも、属人性の少ない誰が行なってもよい業務であり、外部委託することさえ可能である。したがって、ケイマン諸島で実施するのが最適である。これに対して ① 投資関連業務は、どこに投資すべきかを決めたり、投資の成果を確認したり、種々の問題解決をしたり、という専門性の高い業務であり、いわば管理会社の中核機能というべき業務である。こうした業務の性格からして、① 投資関連業務という中核部分は、いわば僻地のケイマン諸島では実施するのは困難である。そして都合のよいことに、投資に係るお膳立てをするだけに留めれば、どこで実施しても税金がかからないので、ケイマン諸島に置く意味はない。

10 2 社体制の管理会社における業務の分担

- (1) 一般に管理会社の業務は ① 投資関連業務と ② 儀式的な帳簿管理に分割可能である。当然レジットの管理会社も分割可能である。そこで、レジットの管理会社業務を F C と被告ファンドクリエーションの 2 社体制というセットで分担する形態が作り出された。すなわち、ケイマン諸島に置かれた一方の F C は、名目

上の管理会社となって、② 儀式的な帳簿管理を自ら実施するか、あるいは外部委託するだけとする。もう一方の被告ファンドクリエーションは、名目上の管理会社ではないものの、管理会社の中枢機能というべき ① 投資関連業務を日本国内で行なう。たとえば、被告ファンドクリエーションは明らかにレジットの投資アドバイザーおよびアセットマネジャーとしての中枢部分の役割を果たしている。

(2) まとめると、FCと被告ファンドクリエーションの2社体制というセットでレジットの管理会社の機能を果たすという方式が採用されている。この方式は、ケイマン諸島の免税の効果を最大にするために生まれた形態である。ちなみに、被告藍澤証券の準備書面には、管理会社等という用語が登場するが、これは少なくともFCと被告ファンドクリエーションの2社を指していると原告は解釈している。原告は、このセット形態に異論を唱えるつもりはない。しかし、管理会社としての責任が曖昧になるおそれがあるので、以下ではこれを取り上げたい。あるいは、被告ファンドクリエーションは、責任を曖昧にするために免税のために生まれた2社体制を利用している節もある。

1 1 2 社体制の管理会社における責任の所在

(1) もしも2社体制というセットでなければ、すなわち免税を求めずに、レジットの管理会社が一つであれば、分かりやすい。その一つの会社がレジットに対する包括的な管理義務を負うことになる。しかし、実際には、レジットの管理会社は2社体制というセットになっている。このために、包括的な管理義務を負うのは、FCか被告ファンドクリエーションかということが問題になる。

これについて、原告は、分割された業務の内容からして当然、被告ファンドクリエーションがレジットに対する包括的な管理義務を負うべきと主張する。管理会社としての意思決定をしているのは、被告ファンドクリエーションだからである。たとえば、被告ファンドクリエーションは、投資関連業務の中枢をなす投資アドバイザーおよびアセットマネジャーとして役割を果たしている。したがって、同被告がレジットに対する包括的な管理義務を負うべきであり、そうでないとレジットは無責任体制になってしまうと原告は主張する。

- (2) 意思決定の身近な例を挙げると、被告ファンドクリエーションの第2準備書面の第1. の5（3頁）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は、当該ファンドの構成及び運用状況についての知識と情報を有し、原告に対する説明担当者として適任であったことから、説明会に出席したにすぎない。」と記載されている。訴外宮本が適任であると判断したのは一体誰であろうか。被告ファンドクリエーションが述べているので同被告が意思決定をしたことは明らかである。つまり、管理会社が行なうという説明会の講師を実質的な管理会社の被告ファンドクリエーションが同被告の訴外宮本が適任であると判断したのである。
- (3) 分析をここまで進めると、被告としてFCインベストメント・リミテッドを追加することに意味のないことが明らかである。同社は、レジットに関する意思決定をしていないのである。同社は、租税回避地（タックスヘイヴン）であるケイマン諸島に咲いたあだ花なのである。

- (4) レジットの管理会社をFCインベストメント・リミテッドと被告ファンドクリエーションの2社体制というセット形態にしたために、責任が曖昧になりがちであるという問題点は既に述べたとおりである。管理会社の2社体制の役割分担および責任分担の基本設計は、FCインベストメント・リミテッドを設立した被告ファンドクリエーションが行なったと考えられる。したがって、2社体制における責任分担に曖昧な部分があるとするれば、それは被告ファンドクリエーションの責任である。
- (5) 原告が行なう責任追及に対して、被告ファンドクリエーションが責任を回避しようとする行為を観察すると、2社体制を責任逃れのために利用していることが疑われる。責任逃れのための戦術として被告ファンドクリエーションが行なっていることに、少なくとも次の二つがある。
- (6) その一つは、2社体制の管理会社であることを明言するのではなく、同被告をレジットの投資アドバイザーおよびアセットマネージャーであると位置づけることによって、同被告がまるで管理会社の補助的な役割を果たすだけであるかのごとく装っている。しかし、これらの役割は管理会社の中核部分なのである。
- (7) もう一つは、管理会社の行なうべき業務のうち、ケイマン諸島のFCインベストメント・リミテッドが行なっている業務でもなく、投資アドバイザーおよびアセットマネージャーの役割でもない日常業務の扱いである。実際に日常業務を行なっているのは、被告ファンドクリエーションだと思われる。しかし、これが明らかになると被告ファンドクリエーションが実質的な管理会社だとみ

なされることになりかねない。これを避けるために、被告ファンドクリエーションは、この種の業務の実施主体を曖昧にしている。

1 2 日常業務を行なう姿が見えない名目上の管理会社

(1) 被告ファンドクリエーションは、① 投資関連業務の周辺業務・日常業務を実施する主体を曖昧にしている。投資関連業務の中核部分である投資アドバイザーおよびアセットマネジャーとして役割は、被告ファンドクリエーションが担っているのであるが、その周辺にはレジットの管理会社として実施すべき周辺業務・日常業務が厳然として存在する。1社体制であろうが、2社体制であろうが、管理会社として処理しなければならない業務があるのだ。

(2) レジットの投資関連業務の周辺業務・日常業務とは、例えば目論見書の作成、改版、宣伝用資料の作成、毎月行なうマンスリーレポートの作成、マンスリーレポートの改ざんの疑いの指摘に対する対応、甲第6号証、甲第7号証、甲第26号証などの文書の作成、本件事件発生時に被告藍澤証券の訴外毛利が出席した対策会議への管理会社としての出席、本件事件の説明のために特設したコールセンターでの（本来あるべき）対応、原告からの弁護士訴外水野を経由しての問い合わせへの回答、原告などへの説明会での講師役などの業務であり、これらは手間のかかるものも多い。これらのほとんどは、FCインベストメント・リミテッドという名の下になされているが、日本語に堪能でないと難しい業務である。不思議なことに、少なくとも日本では、これらの業務をこなすFCインベストメント・リミテッドの要員・社員を確認できない。もちろんケイマン諸島にも見当たらないことだろう。原告が

推測するに、これらの業務の一部は被告藍澤証券が担っているかもしれないが、これらの業務の大半は被告ファンドクリエーションが実施している。

(3) しかし、被告ファンドクリエーションのこうした業務への関与が明らかになると、同被告が実質的な管理会社だとみなされることになるだろう。同被告はこれを避けて、2社体制を責任逃れのために利用しようとして、周辺業務・日常業務の実施主体を曖昧にしている。責任逃れのためには、FCインベストメント・リミテッドという名前が隠れ蓑の役割を果たす。ただし、隠れ蓑の中に隠された陰の組織があり、実際に業務が実施されている。被告ファンドクリエーションはこの実態に気づかれまいとして、投資家にはレジットの周辺業務・日常業務をどこの誰が実施するのかについて、無関心であれと同被告は欲するのである。あるいは、漠然とケイマン諸島のFCインベストメント・リミテッドが実施しているという神話を信じよと同被告は欲するのである。そして、この神話などに近づき真実をあばくことはタブーだとみなされるのである。

(4) 原告が知る範囲では、日本にはFCインベストメント・リミテッドの窓口がある。そして、届出代理人として弁護士竹野康造があげられている。もちろん、この窓口で周辺業務・日常業務をこなしているわけではない。なお、原告は、ある弁護士を代理人として、平成26年2月にFCインベストメント・リミテッドの同届出代理人弁護士に、本件事件に関する問い合わせの内容証明の郵便を送った。すると、同届出代理人弁護士からは、管理会社に連絡をすとの回答書が届いた。少なくとも、同届出代理人

弁護士は、自らが質問などに回答する役割を果たすわけではないと思われる。ただし、文書（甲第8号証）の記載によると、被告藍澤証券は同届出代理人弁護士に「いわゆる収益還元法に重きをおき、算定方法の変更を行なっている」旨の意味であることを確認したという。同届出代理人弁護士は不思議な存在である。

第3.2 評価額の算定方法の変更に関する争点

- 1 原告は、被告らの債務不履行に基づく損害賠償請求をしている。被告らがレジットの目論見書どおりに運用しなかったという債務不履行によって、本件第1事件が発生したと原告は訴えたのである。レジットの基準価額が10分の3に急落した本件第1事件の原因の一つは、従来から用いていた“平常時の評価額”ではなく、新たに登場した“早期売却を前提とする評価額”を用いたためである。このことは、甲第7号証の記述内容の真偽は別にして、甲第7号証にはっきりと書いてある。
- 2 従来から用いていた“平常時の評価額”に関しては、請求目論見書（甲2の1）の7頁に記載されている「不動産の受益権の時価」に関する計算式を用いて算出される。なお、この計算式は、不動産の主要な三つの評価方法の一つである**収益還元法**の中でも広く知られている由緒正しい**直接還元法**に基づく評価式である。
- 3 もう一つの新たに登場した“早期売却を前提とする評価額”は、被告らとその詳細を明かさないので不明な部分が多い。しかし、甲第7号証では、この“早期売却を前提とする評価額”を用いることによって、基準価額が10分の3に急落するという説明がなされている。そこで、この新評価額ではなく、もしも目論見書に記載の**直接還元法**に基づく評価式を使い続けていれば、基準価額が急落する

事態にはならなかったと考えられる。したがって、目論見書に記載の評価式を無視した被告らに対して、債務不履行に基づく損害賠償請求をしているのである。

- 4 なお、評価額の算定方法の変更に関する争点についての本準備書面の内容は、原告の準備書面(4)および(5)の内容と一部重複する部分がある。準備書面(4)および(5)では、被告らの主張と対比して原告の主張を述べた。しかし、被告らの主張は、非常に細かい一片を問題として取り上げることがあるために、本件事件の全体像の中での位置づけが不明確になりがちである。そして、種々の観点から総合的に判断する姿勢に欠ける。本件事件は手の込んだものなので、原告は立ち位置を攪乱させられそうになるのである。そこで、そうならないように、本準備書面では、本件事件の全体像の中での位置づけを明確にした上で、種々の観点から総合的に判断する姿勢を取り戻すことを目指す。

5 かみ合わない議論

- (1) 原告の主張に対して、被告らは、そもそも“早期売却を前提とする評価額”は収益還元法の一つであり、収益還元法に基づく評価額に一定の修正を加えているにすぎないので問題なし、などの外的外れの答弁している。原告と被告らの議論はかみ合っていない。すなわち、原告は「目論見書に記載されている直接還元法による評価式を用いていない」債務不履行を問題にしているのに対して、被告らは原告の主張とは別の「収益還元法に基づいていない」という架空の主張に対する答弁をしている。こういう状況なので、原告は、口から泡を吹くようにして頻繁に次のたとえ話をする。

「ウナギが絶滅危惧種になるかどうかを取りざたされる昨今、好きなときにうな重と交換できる「うな重券」が 3,000 円で売られていたので、原告は同券を購入した。ところが、「うな重券」の食券販売会社を經由して魚類料理会社から突然連絡があった。以前までは中身がウナギであったうな重にアナゴを使うことになる、という事件が発生したのだ。そして、もしも「うな重券」を換金したければ、アナゴの評価額になるとのこと。そして、いつでも購入価格の 10 分の 3 の 900 円で引き取ります、としきりに換金を勧めるのである。急に 3,000 円が 900 円に化けたように感じて驚いた原告は、食券販売会社に抗議した。すると、食券販売会社から原告に来た回答は「アナゴはウナギ目の魚類だから問題なし」と魚類料理会社は述べているとのこと、それ以上は食券販売会社に責任がないとのこと。」

(2) 原告は、当然ながら中身がアナゴになりウナギではなくなったことを問題視している。これに正面から向き合わずに、被告らはウナギもアナゴもウナギ目だとそっぽを向いて主張しているようなものだ、と原告は訴える。つまり“平常時の評価額”も“早期売却を前提とする評価額”も収益還元法的一种だから問題なしと被告らは述べるので、全く議論がかみ合わない。

(3) ちなみに、株式取引に詳しいある証券マンに尋ねたところ、これに関連して次のようなことを教えてくれた。魚類料理会社も食券販売会社も、しきりに「うな重券」の換金を勧めるのは、利益を確定するためであろうとのこと。すなわち、3,000 円で券を売った行為を空売りにたとえると、現在の時価が 900 円だとして、2,100 円の含み益が出ている。ただし、まだ利益は確定していな

い。その券を 900 円で買い戻したときにはじめて、利益が確定するとのこと。実際の行動を見ると、食券販売会社は、事件前まで「うな重券」を競って販売していたが、事件後は一転して「うな重券」の買い戻しに注力している。この百八十度の転換は、儲けを最大にするために多量の売買を目指した結果だろうとのこと。原告は、これを自陣営に何とかして利益をもたらしたいという考えの下に生まれたモラルハザードだと捉えた。

6 投資家への約束事項とリスク説明の後日談

(1) この話には続きがあって、リスク説明なのか、ただの事実の記載なのか「うな重券」の裏には「ウナギもアナゴもウナギ目です」と書かれていた。これは明らかに約款ではなかった。それなのに魚類料理会社も食券販売会社も、この説明を盾にとって、うな重にアナゴを使うことが正当化されると主張する。しかし、原告の解釈では、これは魚の効用の説明文の中に単に事実を書いただけの文であり、そもそもリスク説明の要件（甲第 27 号証）さえも満たしていない。なお、甲第 27 号証は、原告が被告藍澤證券の訴外小幡に質問 X「本件の分配金及び基準価額の減少がいかなるリスクが顕在化したものによるか」を発したときに、訴外小幡が意味のとおらない回答ばかりをするので、困り果てた原告が道理にかなう回答を求めて平成 20 年（2008 年）12 月に作成した文書である。

(2) もしもうな重の中身をアナゴに変えることがあるのならば、約款の中の食材の項に「うな重の中身は普通、ウナギですが、ウナギ不足の場合などの合理的な理由がある場合には、中身をアナゴに変えることがあります」と正々堂々と書いておけばよかったの

である。リスク説明なのかどうかも明確でないような書き方で「ウナギもアナゴもウナギ目です」と書くだけでは、食品偽装のそしりは免れない、と原告は主張するのである。

(3) 被告らは、目論見書の36頁から37頁にかけて「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。」という1文の記述を盾にとり、鑑定評価の方法が修正される場合があることがリスク要因として告知されていると主張する。非常に細かい一片を取り出しているのである。

(4) しかし、この記述は、交付目論見書（甲2の1）31-37頁の「3 投資リスク（1）リスク要因」の中に「③ 不動産に関するリスク」（34-37頁）として書かれた一項目である。まず、「③ 不動産に関するリスク」を見ておこう。ここには次のように記載されている。

「前述のようにファンドは、最終的な投資対象である不動産関連資産からの利益に依存していますが、不動産関連資産は、その裏付けとなっている不動産からの利益に依存しています。したがって、投資家は、次のような不動産に関連するリスクを理解しておくことが必要です。」

(5) つまり、「③ 不動産に関するリスク」には不動産関連資産への投資をする際に理解すべきリスクの性質などが記載されている。不動産の流動性、取引コスト等、不動産の欠陥・瑕疵、共有物件、区分所有物件、開発物件、鑑定評価額、賃料収入の減少、火災、地震、台風その他の自然災害・偶発的事故、税制の変更など理解しておくべき事項が丁寧に書かれているのである。この中の一つ

「(vi) 鑑定評価額に関するリスク」として被告らが引用した1文も含む3文があつて、36頁から37頁にかけて次のように記載されている。どうにもこうにも稚拙なテクニックに思えることに、被告らは、文書の中から部分的に適当な1文を取り出して引用する傾向がある。このテクニックに惑わされずに、意味がとおるように、引用文の周辺も含めて読んでみよう。

≪収益源物件の鑑定評価額は、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。また、かかる鑑定の結果が、現在および将来において当該鑑定評価額による売買を確約するものではなく、将来における実際の売却価格が鑑定評価額と同じとなるとは限りません。≫

(7) この記述を読んだ原告は、そもそも不動産の鑑定評価額は、誰が評価をしても同一金額になるというような代物ではないことを常識と心得よ、と述べているのだと解釈した。この裏には、運用者側の評価額を確かめるべく、投資家側で独自に再評価しても、それらの評価額が一致するとは限らない、と述べたい運用者側の意図が感じられる。原告はこの記述から、どう転んでも、運用者側が勝手に評価方法を変更してもかまわない免責事項だなどと解釈することはできない。もしも運用者側が勝手に評価方法を変更するつもりならば、請求目論見書(甲2の1)の7頁に記載されている「不動産の受益権の時価」の評価方法に関する説明の中に書いておけばよいだけのことであろう。まあ“主たる資産の評価

方法を勝手に変更する”などと目論見書に書いたとすれば、常識のそしりは免れず、書いた会社は信用を失うことだろうが。

(8) ちなみに、被告藍澤證券側の本杉弁護士の著書の中に、詭弁に気をつけよと書いてあったが、詭弁を見つける練習問題はなかった。“評価方法”という言葉が登場しただけで、その意味を勝手に解釈する本件裁判の準備書面の例は、その練習問題に相応しいと原告は考える次第である。

8 被告らの答弁の不条理さ不完全さに関する指摘はひとまずこれぐらいに留めて、もう少し格調高い議論にしたいものである。そこで、評価額の算定方法の変更だけを取り上げるのではなく価格の透明性との関係にも注目してみよう。本件事件の全体像の中での本争点の位置づけが明確になるだろう。

7 レジットの基準価額の不透明化

(1) 投資信託の主たる投資対象資産の価格または評価額は、それぞれの投資信託の価値を決める上で最も重要なファクターなので、この価格の透明性が求められることは言うまでもない。たとえば、上場株式を主たる投資対象資産とする投資信託は、そもそも上場株式という価格の透明性が高い資産を投資対象にしている。しかし、レジットは、不動産または証券化された不動産を主たる投資対象資産とするので、価格の透明性が高いとは言いがたい。そこで、レジットの場合は、主たる投資対象資産の評価方法を直接還元法と定めて、その詳細を目論見書に記述することによって、価格の透明性を確保しているのだと評価できる。なお、**第1 本件事件の概要と背景などの「9 目論見書に書かれた投資対象資産の価格の透明性」**も合わせて参照されたい。

(2) 本件第1事件の本質を表現すると、被告らは、レジットの売買価格つまり基準価額の透明性を阻害することによって、基準価額に関する投資家の意識を混乱させ目をくらませた上で、レジットの基準価額の価格操作を行なった事件だと捉えることができる。そこで、どのような手段を用いて、レジットの基準価額を不透明なものにしたのかを詳しく見てみよう。

8 レジットの基準価額の不透明化の手段

(1) 基準価額の透明性を阻害する手段として使われたのは、“早期売却を前提とする評価額”であり、この評価額は訴状の第6の11(29頁)に述べたように以前の日論見書(甲2の1)になかった新たに登場してきた評価額の算定方法である。この算定方法の詳細は、被告らに質問しても「いわゆる収益還元法に重きをおき、算定方法の変更を行なっている」などという曖昧な答えが返るだけなので、まさにこの算定方法自体が不透明である。それだけでなく、この算定方法が基準価額の透明性を阻害して、暗雲で覆い尽くす役割を果たしている。そもそも“早期売却を前提とする評価額”に対して「いわゆる収益還元法に重きをおき」(甲第8号証)などという修飾語が付くと、ウナギの翼とか、カモのえらのように、投資家を混乱させる存在になる。なぜなら、不動産の評価方法は、(イ)収益還元法の他に(ロ)原価法及び(ハ)取引事例比較法の三つがある中“早期売却を前提とする評価額”は、売却を前提にするのであるから、(ハ)取引事例比較法を用いないことには、すなわち(イ)収益還元法などの他の評価方法を用いるのでは、売買取引の実態とはかけ離れてしまうおそれがある。したがって、「早期売却を前提とするいわゆる収益還元法に重き

をおいた算定方法」なるもの自体が、理解しがたい概念であり、投資家を混乱させて煙に巻くのである。

- (2) また、収益還元法を大別すると、直接還元法とディスカウント・キャッシュフロー法（DCF 法）の二つになる。直接還元法は、請求目論見書（甲 2 の 1）の 7 頁にも、ディスカウント・キャッシュフロー法は、交付目論見書（甲 2 の 1）の 4 7 頁にも登場する由緒正しい評価方法である。これに対して、「いわゆる収益還元法に重きをおいた算定方法」なるものは、直接還元法の一つなのか DCF 法の一つなのか不明なまったく得体の知れない算定方法であり、どの程度収益還元法に重きを置いているのかも判然としない。だから、果たして（イ）収益還元法なのか（ロ）原価法なのか（ハ）取引事例比較法なのか、どれに分類すべきかさえもはっきりしない。いわば、不透明な暗雲の中であって、捉えどころのない正体不明の評価方法なのである。

9 早期売却をしないのに早期売却という不条理

- (1) 換金を求める投資家のために、レジットの収益源物件を売却する際“早期売却を前提とする評価額”を用いて算出された基準価額を適用するのであれば、その意味が理解不能とまではいえないかもしれない。しかし、原告のようにレジットを保有し続ける数多くの投資家たちの収益源物件にまで“早期売却を前提とする評価額”を適用するという処置は、全く不可解・不合理であり理解できない。
- (2) このように“早期売却を前提とする評価額”を追求すれば追及するほど、投資家が煙にまかれていることを自覚できるものの、その評価額の意味も実体も透明度が低すぎて分からないのである。

このような不透明な状態で、レジットの投資家たちは、特に高齢者は、立ちすくんで、被告らの行なう価格操作に手も足も出せずに、あっけにとられて、ただただうらめしく見つめるだけだったのであろう。

- (3) 一般に、基準価額は、何らかの経済活動を反映したものなので変動があり得る。しかし、本件第1事件は、経済活動の反映によって基準価額が急落したものではなく、管理会社の人為的な操作によって発生したものである。レジットの基準価額に価格操作が行なわれ、基準価額の急落および約250億円も純資産総額が激減した。そして、**第1 本件事件の概要と背景などの「9 目論見書に書かれた投資対象資産の価格の透明性」**で述べたように、この種の価格操作がなされると、不当な利益の還流のおそれが多分にあるので、目を光らせなければならないことを思い出そう。

10 債務不履行を認めるのか「文書提出命令申立に対する意見書」

- (1) レジットの基準価額を左右する最大のファクターである「不動産の受益権の時価」は、直接還元法で算出される。直接還元法の評価式を用いると、収益の年間合計額と収益還元率の二つから「不動産の受益権の時価」を算出できる。したがって、収益還元率は、レジットの基準価額を決める上で最も重要なデータのの一つである。
- (2) 請求目論見書（甲2の1）の7頁には「収益還元率は営業者のアセットマネジャーである株式会社ファンドクリエーションにより提供され社債の計算代理人に通知されます」と記載されているので、被告ファンドクリエーションが収益還元率を提供することになっている。

(3) 原告は、平成27年2月4日に「文書提出命令の申立」を提出して、収益還元率の書かれた文書を求めている。求めるデータはレジットの投資対象資産の価格の透明性を立証するという意味ももつ。ところが、被告ファンドクリエーションから、平成27年3月10日付の「文書提出命令申立に対する意見書」が提出された。その中の“直接還元法で用いる収益還元率”についての記載として、「被告株式会社ファンドクリエーションは当該文書を所持していないし、同被告が知る限り『収益還元率』に関する文書が毎月作成されている、ということはないと思われる。」とある。まるでアセットマネジャーの役割を忘れて他人事のような書き方である。当該文書が毎月作成されているかどうかは別にしても、これでは目論見書の記述と整合しない。目論見書には、被告ファンドクリエーションが収益還元率を提供すると記載されているのである。この被告ファンドクリエーションの意見書は、レジットに関して目論見書に従った管理運用がなされていないことを正に認めるものである。もしも何かの誤りであり、収益還元率を記載した何らかの文書を所持しているのであれば、被告ファンドクリエーションは、文書作成が毎月行なわれているかどうかにかかわらず、速やかにその文書を提出されたい。

第3.3 ファンド借入比率に関する争点

- 1 原告は、被告らの債務不履行に基づく損害賠償請求をしている。被告らがレジットの目論見書どおりに運用しなかったという債務不履行によって、本件第1事件が発生したと原告は訴えたのである。基準価額が10分の3に急落した本件第1事件の原因には幾つかあり、この原因の一つは既に述べたとおり“早期売却を前提とする

評価額”の適用にあると考えられる。しかし、これだけで10分の3という尋常ならざる落差を説明できるであろうか。原告は、被告藍澤証券の訴外毛利の話から借入金の存在を知り、その後の調査研究によって借入金の本件第1事件に関係することの可能性に気づいた。

2 なお、ファンド借入比率に関する争点についての本準備書面の内容は、原告の準備書面(4)および(5)の内容と一部重複する部分がある。準備書面(4)および(5)では、被告らの主張と対比して原告の主張を述べた。しかし、被告らの主張は、非常に細かい一片を問題として取り上げることがあるために、本件事件の全体像の中での位置づけが不明確になりがちである。そして、種々の観点から総合的に判断する姿勢に欠ける。本件事件は手の込んだものなので、原告は立ち位置を攪乱させられそうになるのである。そこで、そうならないように、本準備書面では本件事件の全体像の中での位置づけを明確にした上で、種々の観点から総合的に判断する姿勢を取り戻すことを目指す。

3 レジットファンド借入比率

(1) 平成23年11月の管理会社による第1回説明会の後、被告ファンドクリエーションの訴外宮本から被告藍澤証券経由で原告に届けられた文書「レジットファンド借入比率」(甲第23号証)によると、本件事件発生直前の平成20年(2008年)10月のファンド借入比率が45.2%であり、同年12月の本件事件発生直後のファンド借入比率が77.5%であるとのこと。これらの数値そのものの真偽は不明であるが、不動産の評価額が下が

ると、一般に借入比率が高くなるものなので、原告のシミュレーション結果によると、これらの数値の関係には納得がいく。

- (2) そこで、同年10月のファンド借入比率が45.2%であるという仮定の下に借入金の影響力を計算してみた。この結果は、もしも不動産の評価額が38.4%下落して、もとの61.6%になると、基準価額は10分の3に下落するという計算になった。つまり、基準価額が10分の3になるという尋常ならざる落差は、二つの要素、すなわち ① 評価方法の変更による評価額の38.4%の下落、および ② 45.2%というファンド借入比率によって説明できる。この計算結果から、原告は45.2%というファンド借入比率にも注目して、目論見書どおりに運用しなかったという債務不履行を訴えるのである。ただし、その前に、借入金を伴う投資、すなわちレバレッジを効かした投資について調べておこう。

4 レバレッジを効かした投資

- (1) 一般に借入金を伴う投資は、レバレッジ効果がある。レバレッジとは“てこ”という意味であり、レバレッジを効かせるとは、“てこ”を用いるように借入金を活用して、少ない自己資金による投資で多くの利益を得ることである。レバレッジ効果とは、自己資金の収益率を上げる手法の一つである。たとえば、毎年5,000万円の賃料収入が得られる10億円の不動産があったとする。これを10億円の自己資金で購入すると、利回りは5%となる。この投資方法と比較して、自己資金5億円と年利2%の借入金5億円によって、10億円の不動産を購入した場合には、利子の1,000万円が毎年必要なので、年間の収入は5,000万円

－ 1,000万円になる。すなわち、毎年4,000万円の収入が自己資金5億円で得られることになるので、利回りは8%となる。このカラクリは、投資による利回り5%と借入金の利率2%の差を利用するので、自己資金の収益率が8%に上がるのである。

(2) レバレッジを効かせると収益率は上がるのだが、重大な注意事項がある。それは不動産の評価額が下がった場合に、借入比率が思ったよりも上がるという現象である。先の例では、自己資金5億円と借入金5億円なので、借入比率は50%であった。もしも、この不動産の評価額が10億円から6億円に下落すると、自己資金1億円と借入金5億円だとみなされてしまうので、借入比率は約83% ($5 \div 6$) となり、思ったよりも上がってしまう。レジットでは実際にこの現象が発生しているようだ。あるいは被告らはこの現象を用いて巧妙な仕掛けを作り出しているのかもしれない。

(3) レジットの例を模した計算をしてみよう。ここでは不動産のものと評価額を仮に100億円だとして、借入比率が45.2%の場合を考えてみる。この場合、借入金は45.2億円なので、不動産の投資家の持分は54.8億円であった。この100億円の不動産の評価額が38.4%下落すると、評価額は61.6億円になる。このときに、借入金の45.2億円は残っているので、不動産の投資家の持分は16.4億円 ($61.6 - 45.2$) となる。すなわち、投資家の資産は54.8億円から16.4億円へと10分の3に減少してしまうのである。この現象が、レジットの基準評価額に生じていると考えられるのである。なお、評価額低下直前の資産額を計算しやすいように100億円と仮定したが、

レジットでは、当時は純資産総額が345億円だったので、金額を3.45倍すると、実際のレジットの数値に近づく。それから、このケースでは、評価額低下直後の借入比率が計算上73.4%になるが、実際のレジットの借入比率は77.5%とのこと。この差は、本件事件発生直後にレジットに数%の解約があったために生じたのであろう。

(4) 単なる重大な注意事項ではなく、レバレッジを効かせた場合の極めて深刻な注意事項として、元も子も失うというリスクの増加がある。借入比率が高い場合に不動産の評価額が下がると、借入比率が極端に高くなり、100%を超えてしまう場合もある。たとえば、先の10億円の不動産の評価額が4億円に下落すると、5億円の借入金に関する借入比率は125% ($5 \div 4$) にもなる。こうなると金融機関等からの融資が受けられなくなり、不動産を手放さなければならない事態に追い込まれた上に借金までもが残る。こうして元も子も失うのである。したがって、レバレッジを効かせた金融商品は、ハイリスク・ハイリターン投資に分類される。元も子も失うリスクは、借入比率が高いほど発生しやすくなるもので、借入比率が10%ほどではほとんど問題にならないが、数十%以上になる際には注意が必要である。なお、幸いなことに、レジットでは、元も子も失ったという報告はない。

(5) ちなみに、**第4 本件第2事件への取り組みの考え方**で取り上げる重要事項であるのだが、“評価額低下時の収益力不変の原理”と呼ぶ原理を確認しておいていただきたい。この原理は、たとえ不動産の評価額が10億円から4億円に下落した場合であっても、下落の前も後も年間の収入は4,000万円 (5,000万円 - 1,

000万円)であることに変化がない、ことを示すものである。
この事実およびこの原理を記憶に留めて、**第4**を読みたい。賃料収入または金利が変化しなければ、年間の収入は変化なしなのである。

5 原告の訴える債務不履行

- (1) 交付目論見書(甲2の1)の「2 投資方針(5) 投資制限」として「管理会社は、ファンドの資産の管理運用を、以下の投資制限の範囲内で行わなければなりません。」(30頁)と記載されている(なおファンドとはレジットのことである)。そして、この規定の中に「② ファンドは、純資産の10%の範囲内でのみ借入をすることができます。」と記載されている。これは、管理会社が投資家に約束した投資方針・投資制限に関する事項である。
- (2) 被告らが目論見書のこの記述どおりに運用せずに、「純資産の10%の範囲内でのみ借入をする」という規定に反するという債務不履行が、本件第1事件の原因の一つだと原告は訴えたのである。ただし、原告と被告らの間に争点があり、“ファンドの資産の管理運用をある投資制限の範囲内で行なうこと”および“ファンドがするところの借入”とは、何を指すのかという点、つまりこれらの用語の定義を争っている。ただし「ファンド借入比率」という用語の定義に関しては、争いがない。

6 争いがない「ファンド借入比率」

- (1) 「ファンド借入比率」および「ファンドの借入比率」、「レジットファンド借入比率」という用語は、レジットの投資活動に関わるすべての借入を含む借入比率である、という定義の下に使われている。この例を以下に三つ挙げる。この借入比率は、各営業

者またはリミテッド・パートナーシップによる借入及び債務負担などの借入を含む比率である。

例 1 : 本件事件発生後にはじめて発行されたマンスリーレポート（甲第 1 2 号証）からは「ファンド借入比率」という欄が新たに追加され、投資家が驚いて後ずさりするような数値 77.5%が表示された。ただし、甲第 1 2 号証は、カラーコピーの関係で「ファンド借入比率」という肝心の文字列が判読不能である。しかし、このマンスリーレポートの 1 ページ目の左下あたりの記述「2008 年 12 月 30 日時点 77.5%」の上の空欄に「ファンド借入比率」という文字列が薄い灰色で印刷されている。この「ファンド借入比率」は、レジットの投資活動に関わるすべての借入を含む借入比率である。すなわち、借入の中には各営業者またはリミテッド・パートナーシップによる借入及び債務負担などが含まれている。

例 2 : 本件事件発生後に被告藍澤證側の弁護士訴外水野に原告が「ファンドの借入比率」について問い合わせたところ、管理会社に確認した上での訴外水野からの返答メールとして、平成 21 年（2009 年）年 3 月 9 日に次の回答が送られてきた。

（ファンド側の回答）

ファンドの借入比率は以下の数式に基づいて算出いたします。

借入比率（%）＝有利子負債（営業者等による借入れを含む。） /
（ファンドの純資産総額＋有利子負債（営業者等による借入れを含む。））

この「ファンドの借入比率」は、レジットの投資活動に関わるすべての借入を含む借入比率である。すなわち、借入の中には各営業

者またはリミテッド・パートナーシップによる借入及び債務負担などが含まれている。

例 3 : 平成 23 年 1 1 月の管理会社による第 1 回説明会の後、被告ファンドクリエーションの訴外宮本から被告藍澤証券経由で原告に届けられた文書「レジットファンド借入比率」(甲第 23 号証)に書かれている借入比率は、レジットの投資活動に関わるすべての借入を含む借入比率である。すなわち、借入の中には各営業者またはリミテッド・パートナーシップによる借入及び債務負担などが含まれている。

原告が述べたこの「レジットファンド借入比率」の定義に間違いがないことは、被告藍澤証券の準備書面 2 (3 頁)に「原告が引用する甲 23 号証の示すレジットの借入比率には、各営業者またはリミテッド・パートナーシップによる借入及び債務負担などの投資活動による借入等を含む趣旨であり」との記載があることから明らかである。

(2) 三つの用語「ファンド借入比率」および「ファンドの借入比率」、「レジットファンド借入比率」がすべて同じ定義の下に使われていることは、既に述べたとおりである。ここで注目すべきことは、これらの用語で表される数値の意味である。すなわち、この数値はレバレッジ効果の程度を示すので、レジットがローリスクの投資信託なのか、ハイリスクの投資信託なのかを判断する上での有力な指標となり、レジットという金融商品の性格を示す。こうした重要な意味を持つ数値だからこそ、管理会社はこの借入比率の数値をマンスリーレポートに掲載したのである。そして、原告は、被告藍澤証券側の弁護士訴外水野にこの数値に関する問い

合わせをしたのである。さらに、被告ファンドクリエーションの訴外宮本は、この数値が掲載された文書「レジットファンド借入比率」を原告に届けたのである。注目すべき数値だからこそ、このような重要なデータとしての扱いがされたのである。

- (3) なお、うがった見方として、40%台の高い借入比率は、ある種の偽装工作（後述）に使われたという疑いもある。もともとレジットは、借入金の存在の説明など一切なしに販売された。だからこれを信じると、借入金がほぼゼロであったことは事実かもしれない。ところが、管理会社の罪を認めるような文書「レジットファンド借入比率」(甲第23号証)がわざわざ原告に送られてきた。この文書は、本件事件以前のレジットの借入比率が実に40%台であることを示す。これでは、借入金のある物件を借入金説明なしに売りつけたことになるので、大罪の疑いが生じる。なぜ、これと特定して求めてもいない甲第23号証の文書が原告に送られてきたのか不思議である。原告は、とりあえず資料をできるだけ多く出して欲しいと訴外宮本に依頼しただけなのに送られてきたのである。訴外宮本は、レジットの評価額低下の自然な説明のために40%台の高い借入比率を誇示したかったのだろうか。

7 調停でのやりとりに出現したレジットの借入比率

- (1) 本件裁判の前に原告が平成25年3月18日に申立てた調停において、原告は借入金を取り上げて、調停申立書に次のように書いた。

≪「レジット」については、そもそも10%を超える借入金があり得るという明確な説明もなかったし、ましてや借入比率が高いため不動産が消失するというリスクが存在することの説明などは

一切なかったのである。すなわち、レバレッジを効かせた先物取引など のように元も子も失うリスクがあるとの説明はなかったのである。逆に安定性の高い優良な投資信託として販売して、毎月分配があるので多くにお年寄り（申立人も老人の一人）などに個人年金として最適であるなどと騙したのであれば、相手方（証券会社）の責任は重い。》

原告による調停申立書のこの記述は、文書「レジットファンド借入比率」（甲第23号証）に書かれているレジットの40%台の高い借入比率を問題視したものである。そこで問題視した借入比率は、レジットの投資活動に関わるすべての借入を含む借入比率であり、各営業者またはリミテッド・パートナーシップによる借入及び債務負担などの借入を含む比率である。

- (2) この調停に相手方の藍澤証券が提出した答弁書（甲第17号証）の4頁、5頁の第2の4（6）に「レジットには10%を超える借入があり得るという明確な説明もなかったこと及び借入比率が高いために不動産が消失するというリスクが存在することの説明もなかったことについては、認める。」と記載されている。この記載を見る限り、被告藍澤証券は、レジットの借入比率として、原告と同様に「レジットの投資活動に関わるすべての借入を含む借入比率であり、各営業者またはリミテッド・パートナーシップによる借入及び債務負担などの借入を含む比率である」と捉えていたと言える。被告藍澤証券は、調停の際と今回の裁判とで、レジットの借入比率に関する認識を変更したのであろうか。

8 争点は何か

- (1) 争点は“ファンドの資産の管理運用をある投資制限の範囲内で行なうこと”および“ファンドがするところの借入”とは、何を指すのかという点である。
- (2) 原告は“レジットの投資活動に関わるすべての借入を含む借入であり、各営業者またはリミテッド・パートナーシップによる借入及び債務負担などの借入を含む借入”を指すと主張する。そして、この借入を純資産の10%の範囲内に制限するとの主張である。しかし、この借入は実際、10%をはるかに超えているので、目論見書の記述に従っていないと原告は主張する。
- (3) 被告らは、名目上の管理会社の“FCインベストメント・リミテッドがレジット・アルファ・インクの発行する利益参加型社債を購入するための借入”を指すと主張する。そして、この借入を純資産の10%の範囲内に制限するとの主張である。被告らは、この借入はゼロなので、目論見書の記述に従っていると主張する。
- (4) 被告らの主張する借入比率の定義は、原告が例をあげて丁寧に説明した「ファンド借入比率」および「ファンドの借入比率」, 「レジットファンド借入比率」のいずれでもなく、あえて名づければ「名目上の管理会社の借入比率」と呼ぶに相応しい定義である（以後被告らの定義をこう呼ぶ）。この「名目上の管理会社の借入比率」は「ファンドの借入比率」の中から一部の借入だけを取り出した借入比率である。つまり「ファンドの借入」のほんの一部分が「名目上の管理会社の借入」であるという関係である。
- (5) このような借入のほんの一部分を取り出した借入比率の数値がどれほどの意味をもつものか、原告ははなはだ疑問である。なぜなら「ファンドの借入比率」は、レジットという金融商品の性

格を示す重要なデータであるのに対して、「名目上の管理会社の借入比率」という限定されたデータだけでは分かることが限られている。重要な関心事とはいえない。このことを物語るように「ファンドの借入比率」が意味する借入比率は、各所に登場する。これに比べて「名目上の管理会社の借入比率」が意味するところの借入比率は、被告らの主張によると、交付目論見書（甲2の1）の「2 投資方針（5）投資制限」の「② ファンドは、純資産の10%の範囲内でのみ借入をすることができます。」（30頁）の部分だけに登場する。なお、原告はこの②の部分も例示した三つと同様に「ファンドの借入比率」の意味だと主張している。ここが争点なのである。

- (6) 争点の用語は、交付目論見書（甲2の1）の「2 投資方針（5）投資制限」（30頁）の中に記載されているので、投資制限に関するものである。すなわち、管理会社がファンドの資産の管理運用を、ある投資制限の範囲内で行わなければならないと規定した中の“ある投資制限”とは何を指すかが争点なのである。多くの人の関心事は、レバレッジ効果の程度、つまり元も子も失う可能性がどれだけなのかという点であり、それを示す「ファンド借入比率」を制限することに注目する。これは当然のことである。そして、交付目論見書（甲2の1）の「2 投資方針（5）投資制限」の「② ファンドは、純資産の10%の範囲内でのみ借入をすることができます。」を素直に読んだ投資家は「名目上の管理会社の借入比率」を意味するなどと思ってもよらないから「ファンドの借入比率」のことだと捉える。だから、被告らの主張を採用すると、少なくとも結果的に、投資家を欺くことになる。

(7) もしも被告らが、交付目論見書（甲 2 の 1）の「2 投資方針（5）投資制限」の「② ファンドは、純資産の 10% の範囲内でのみ借入をすることができます。」（30 頁）を「名目上の管理会社の借入比率」だとするのであれば ② として「FC インベストメント・リミテッドがレジット・アルファ・インクの発行する利益参加型社債を購入するための借入は、純資産の 10% の範囲内でのみすることができます。」ときちんと書けばよかったのである。こう書かずに、多くの人か「ファンドの借入比率」だと誤解する借入比率を「名目上の管理会社の借入比率」だとあくまでも主張するのであれば、投資家を欺くために目論見書を誤解しやすく記述したとの非難を免れない。

9 関係するリスク

(1) 交付目論見書（甲 2 の 1）31 - 37 頁の「3 投資リスク（1）リスク要因」の中（34 頁）に「(iii) 営業者による借入リスク 各営業者およびジェネラル・パートナーは、投資および取引行為に際し、金銭を借り入れることができます。ファンドによる借入は、その純資産価額の 10% までに制限されていますが、管理会社も受託会社も、各営業者またはリミテッド・パートナーシップによる借入および債務負担などの投資活動をコントロールする法的な権限を有していません。このような借入が行われた場合、本件社債の元本、利息の支払およびファンドのパフォーマンスにつき全般的なリスクの増加を伴います。」と記載されている。なお、この記載の中の純資産価額とは純資産総額の意味である。それから、被告ファンドクリエーションは、当該記載の意味を「フ

ファンドにある借入」と誤って解釈したようであるが「ファンドによる借入」なので、文字どおりに解釈すべきである。

(2) この記載は、あくまでもリスク要因の説明であり、投資家に約束した投資方針・投資制限ではない。したがって、被告らの主張、すなわちこのリスク説明を根拠にして借入比率は10%を超えてもかまわないという主張には、コメント不要だと原告は考える。投資家に約束する事項は、純資産総額の10%までという投資制限である。そして、これは既に述べたとおり「2 投資方針 (5) 投資制限」として目論見書に明確に書かれている。目論見書(甲2の1)には、投資家への約束事項とリスク説明が分けて書かれているので、これらを混同してはならないのである。

(3) なお、あえて原告の解釈を述べるとすれば「(iii) 営業者による借入リスク」の内容は、文理文脈を読めば分かるとおおり、そもそも営業者等による借入の必要性も可能性も低いものの、もしも借入がなされた場合にどんな影響が生じるのかというリスクの内容を記載したものであろう。つまり、10%までという制限に抵触するようなことはないはずだが、万が一その制限が破られた場合にどのような事態になるのかというリスクの内容が書かれているのである。

10 関係するリスク管理

(1) 交付目論見書(甲2の1)31-37頁の「3 投資リスク (1) リスク要因」に続いて「3 投資リスク (2) リスクの管理体制」として37頁に「管理会社は、レジット・アルファおよびレジット・アルファに対する投資アドバイザーである株式会社ファンドクリエーションと密に連絡を取り、上記のリスクの現実化

の可能性の程度等を常に正確に把握できるように努めます。」と記載されている。この記載は、リスク要因の説明でなく、投資家に約束したリスクの管理の内容を示す。なお、この記載の中の「上記」とは、31－37頁の「3 投資リスク（1）リスク要因」として書かれている数々のリスクすべてのことである。当然この中には、「(iii) 営業者による借入リスク」（34頁）も含まれている。

(2) したがって、もしも「(iii) 営業者による借入リスク」が現実化・顕在化しているのであれば、被告ファンドクリエーションはそれを明らかにされたい。ファンドのパフォーマンスにどのような悪影響を与えているのか、これまで報告がないので気になるところである。目論見書の記載によれば、被告ファンドクリエーションと密に連絡を取り現実化・顕在化したリスクは正確に把握できているはずである。つまり被告ファンドクリエーションは、これを知っている。

1 1 4 0 % 台の「ファンド借入比率」は営業者等の勝手な借入の結果か

(1) 平成24年8月の被告ファンドクリエーションの訴外宮本による第2回目の説明会において、原告は質問状（甲第22号証）を基に、同質問状の質問7（5頁）の投資ポリシーについての質問をした。そして、「ファンド借入比率」の議論になった。原告は「レジットには10%を超える借入があり得るとは説明されていないのだから、この規律に沿って運用すべきであった」と主張した。本件事件発生前の「ファンド借入比率」を取り上げて論じているので、10%以内か40%台かを争ったのである。訴外宮

本は、これに答えて、レバレッジ効果をもち出して「ファンド借入比率」を高くしたので高い利回り（本件事件前の利回りは5.4%）にすることができたのであって、「ファンド借入比率」を低くすれば、レジットの利回りが低くなってしまっただろうと述べた。まるで、投資家の利益のために「ファンド借入比率」を40%台にしてレバレッジ効果をあげたかのような訴外宮本の恩着せがましい説明に、原告はうまいことを言うものだと感心した次第である。この回答から、管理会社は、レジットの投資ポリシーとして40%台の「ファンド借入比率」を選択したのだと原告は理解した。こう考えると、これ一つをとっても目論見書どおりの運用ではないのである。

- (2) ただし、被告らのご都合主義のリスク説明を用いた主張は、上述の原告の理解を覆すだけでなく、とても現実にあるとは思えない不思議な借入の世界へと原告を誘うことになった。すなわち、被告らは、交付目論見書（甲2の1）の「(iii) 営業者による借入リスク」（34頁）の解釈として、コントロールを外れた営業者等の勝手な借入行為によって「ファンド借入比率」が上がるリスクがあり、このリスクが現実化したと述べているように思われる。しかし、冷静に考えると、コントロールを外れた営業者等の勝手な借入行為で、レバレッジ効果を上げて利回りを高めたなどという偶発的な運用があり得たのだろうか、その際の借入金の経理処理はどうなっていたのだろうか、はなはだ疑問である。普通考えると、これではレジットは成り立たない。なぜなら予期できない営業者等の借入によって、レジットの基準価額は乱高下することになってしまうからである。本件事件発生前に「ファンド借入比

率」が40%台であった理由が、① 管理会社の投資ポリシーに従って営業者等に借入をさせた結果なのか、② コントロールを外れた営業者等の勝手な借入行為の結果なのか、(あるいは40%台の借入比率は偽装工作なのか、) 被告ファンドクリエーションは投資の専門家として明確に述べていただきたい。

(3) 原告が考えるに、管理会社が営業者等の行なう借入をコントロールする最後の砦となるような法的な権限はないとするリスク説明の記載は正しいとしても、何らかの方法で営業者等をコントロールしているはずである。つまり、ほとんどの借入は、実質的には管理会社のコントロール配下にあると考えるべきである。すなわち、管理会社が「ファンド借入比率」を決めているのが実態だと考えられる。被告ファンドクリエーションが「ファンド借入比率」が40%台になった(または40%台にした)というのであれば、少なくともその過程を詳細に説明すべきである。あるいは、原告が平成27年2月4日に提出した「文書提出命令の申立」で求めた文書が必要である。

(4) いずれにしても、本件事件発生前には、「ファンド借入比率」が40%台であることが投資家には知らされていなかった。一般に「ファンド借入比率」が高いとレジットの価値は低くなる。したがって、10%の範囲内という投資制限の有無・内容のいかに関わらず、「ファンド借入比率」を投資家に知らせた上でレジットを販売すべきであった。もしもレジットの価値が低いことを隠してレジットを販売したのだとすると、本件第1事件とも第2事件とも異なる別の事件として取り上げなければならないことにな

る。すなわち、価値の低いものを価値が高いように見せかけて販売したという大罪の事件になりそうである。

1 2 本件事件のもう一つのストーリー（偽装工作の筋書き）

- (1) 本件事件発生前にレジットは、「ファンド借入比率」を明らかにせずに、借入金について触れることなく販売されていた。投資家は、少なくとも原告は、レジットの「ファンド借入比率」は10%以内だと捉えていた。これは事実である。この事実を思い起こした疑心暗鬼の原告は、本件事件のもう一つの解釈として、被告らは次のストーリーを仕立てた可能性があると考えている。そのストーリーとは、10分の7にも及ぶ大量の資産消失を隠すための偽装工作として評価方法の変更を用いたというものである。すなわち、資産消失と評価方法の変更は、どちらも評価額の低下を招くので、紛らわしい。この見分け難いところに目をつけて、被告らは評価方法を変更したと述べて、資産価値の10分の7を減じたかのように見せかけて、資産消失を隠蔽したという可能性があるのだ。しかし、この大量の資産減少を評価方法の変更だけで説明するのは、あまりにも落差が大きく不自然である。そこで、評価方法の変更と高い借入比率という二つを組み合わせることによって、大量の資産消失を偽装することにしたとも考えることができる。このストーリーは今のところは原告の想像であるが、これを簡単に否定することはできない。なぜなら、**第4 本件第2事件への取り組みの考え方**で示すように大量の資産消失が実際に観測されている。そして、本件事件発生前の高い「ファンド借入比率」を示す証拠を原告はまだ見ることができていないからである。

(2) 本件事件発生後に作成された文書「レジットファンド借入比率」(甲第23号証)ではなく、もしも本件事件前に作成された本件事件前の「ファンド借入比率」(営業者等による借入れを含む借入比率)に関する文書を被告ファンドクリエーションが示すことができれば、原告の想像は単なる妄想になる。これを明らかにするためにも、原告が平成27年2月4日に提出した「文書提出命令の申立」で求めた文書は重要な役割を果たす。なお、この「文書提出命令の申立」の「借入比率」とは「ファンド借入比率」のことであり、営業者等による借入れを含む借入比率である。

第4 本件第2事件への取り組みの考え方

- 1 本件事件のこれまでの裁判では、第1事件に関する論争が始まっただけで、まだ第2事件にはほとんど手が付けられていない。こうした状況ではあるが、現段階においても第2事件の本質を追求して、ある程度見定めておくことは重要である。平成20年(2008年)末に第1事件と同時に発生した第2事件は、表面的に見ると分配金に関する事案だと捉えられる。すなわち、毎月分配されるレジットの分配金が突然3分の2に減少し、その後の平成24年3月からさらに3分の1(もとの9分の2)に減少した。外部から観察する限り、第1事件では基準価額の急落が、第2事件では分配金の減少が最大の関心事である。ここで視点を変えて、内部に立ち入ってこれらの事件の原因を調べると、それぞれの事件に別々の原因が関係しているかもしれないし、共通部分が見つかるかもしれない。いずれにしても、それらの原因が相互に矛盾するようなことはないはずである。すなわち、両事件を矛盾なく説明できるような原因が一つとは限らないが幾つか存在するはずである。被告らは口をつぐんで何

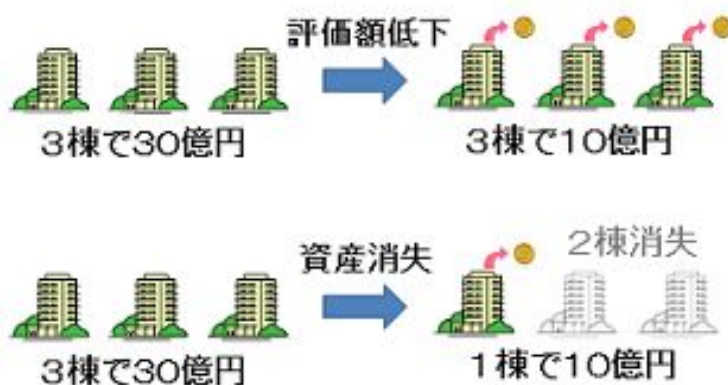
も語らないので、これらを明らかにするために、原告には調査研究が必要だったのである。

2 訴状に示した本件第2事件を簡潔に述べると

- (1) 訴状では、16頁から21頁まで、レジットの分配金に関するタコ配当がなされたことを取り上げ、さらに“実質的な分配金”という指標を導入して、その実質的な分配金がどれだけ減少したと捉えるべきかについて、かなり緻密な議論を展開した。しかし、この議論は、原告にとっては極めて分かりやすいとのことだが、正確性を重視して少しばかり詳細になり過ぎたためか、かなり理解が難しいと捉えるべきであろう。そこで、本準備書面では実質的な分配金ではなく、実際に支払われた分配金を基にして、本件第2事件を掘り下げて易しく分かりやすく説明する。
- (2) 被告藍澤証券の訴外須藤は、第1事件の原因を賃料収入の減少だと誤った回答をした。ところが、実際には、経済活動の反映に起因する大きな変動、すなわち賃料収入の減少も入居率の減少も著しい費用の増加も報告されていない。したがって、第1事件の原因は、これらにあるのではなく、甲第7号証が示すとおり収益源物件の評価額が“平常時の評価額”から“早期売却を前提とする評価額”に変更されたという価格操作が関係していると考えられる。少なくとも不動産の評価方法の変更という“前後の見境のない荒事”がなされれば、確かに基準価額が10分の3になることもあり得るのである。ただし、念のために述べておくと、原告はこの荒事を決して許さないことを表明しておく。
- (3) ここで熟考すべきは、不動産の評価方法の変更が分配金を減額させる働きをするものかどうかという点である。つまり、第1事

件の原因とされたものが、第2事件の原因にもなっているかどうかという点である。これについて、原告はいろいろ研究して調べたのであるが、不動産の評価方法の変更は分配金を減少させることに結びつかない、という否定的な結論に至った（第3.3の4レバレッジを効かした投資の“評価額低下時の収益力不変の原理”を参照）。原告は否定的な結論を得たので、「なぜ分配金が減ったのか」という質問（質問Y）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。こうした状況は、訴状の21頁の先頭あたりに記載したとおりである。

- (4) したがって、本件第2事件の原因は、不動産の評価方法の変更とは別のところにあると原告は考え、その原因を追究した。その結果、被告らが収益源物件の不動産を何らかの方法で消失させたためだと捉えることができた。資産消失という大問題である。これについては、次の図を参照されたい。



- (5) この図は、総額30億円の不動産が10億円になるケースを取り上げた例である。評価額低下によって3棟で10億円になる場合もあれば、2棟消失して10億円になる場合もある。あるいは

は、評価額低下と資産消失が組み合わさっている場合もあるだろうが、ここでは評価額低下の場合と資産消失の場合の二つのケースを取り上げて分析し比較してみる。

- (6) 評価額低下と資産消失を区別するには、どれだけの収益を上げることができるのかという収益力をみるのが一番である。上図では、金貨を生み出す力という図柄で収益力を表現している。評価額低下の場合は、収益源物件が消えずに残っているので、以前と同様の賃料収入などによって収益を得ることができる（評価額低下時の収益力不変の原理）。しかし、資産消失の場合は、収益源物件が消えてしまうので、以前と同様の収益を上げることができなくなる。

3 資産消失が本件第2事件の主な原因

上記の説明図から明らかなように、本件第2事件の原因は、評価額低下とは別のところにある。それでは本件第2事件の原因は何かということになる。もしも被告藍澤證券の訴外須藤が誤って回答したように賃料収入の減少だとすれば、あるいは入居率の著しい減少か費用の著しい増加があったのだとすれば、第1事件も第2事件も一括して同時に説明がつく。しかし、これらは発生していないとのことなので、これらが原因ではない。こうした考察から、原告が消去法でたどり着いた原因は、レジットの収益源物件が消失させられたためだという結論である。収益源物件の不動産が消失すれば、当然のことながら、収益力が低下する。そして分配金を下げる働きをする。

4 レジットの収益源物件の資産消失のパーセンテージ

レジットの収益源物件の消失のパーセンテージを正確に求めるには、訴状の16頁から21頁に記載した“実質的な分配金”という指標を導入するなど幾つかのデータが必要である。お望みとあらば、これをさらに詳細に論じることにはやぶさかではないが、概算値を見るだけでも資産消失のパーセンテージはだいたい分かる。しかもその概算値は、次のようにして簡単に求めることができる。すなわち、“レジット1口当たりの収益力”を比較することによって、“レジット1口当たりの不動産量”の変化を知ることができる。なお、ここでは1口当たりとしたが、ある一定の口数当たりの比較でもよいので、たとえば10万口当たりの収益力または不動産量を比較してもよいのである。

5 概算値1が示す資産消失のパーセンテージ

- (1) “レジット1口当たりの収益力”とは、1口のレジットが毎月どれだけの分配金を生み出すかという値である。本件事件が発生する直前の平成20年（2008年）までは、甲第10号証から分かるように、レジット1口当たり45円の分配金を生み出す力をもっていた。これが、事件直後からは1口当たり30円の分配金を生み出す力しかなくなった。ところで“レジット1口当たりの収益力”は、大よそ“レジット1口当たりの不動産量”に比例する。この関係を用いると、事件の前後で45分の15の不動産が消失させられて、残りが45分の30になったと推定できる。さらに、平成24年3月からレジット1口当たり10円の分配金を生み出す力しかなくなったと捉えると、この時点で45分の35の不動産が消失させられていて、残りが45分の10になった

と推定できる。なお、これらの概算値を**資産消失の概算値1**と名づける。これらを見ると不動産が消失させられた様が見て取れる。

- (2) ここで、この概算値は意味がないと主張する人々に反論しておこう。レジットの不動産量は、レジットの総販売口数に依存して増減するものだと主張する人々（不動産量可変派という）がいる。正にそのとおりであり、レジットの購入が増えて、総販売口数が増加すれば、それに見合うだけの不動産が購入されるだろうし、レジットが解約されて、総販売口数が減少すればそれに見合うだけの不動産が売却されることだろう。このことを取り違えて、不動産量可変派の人々の中には、評価額低下時の収益力不変の原理は誤りであり、収益源が増減するのだから収益力も増減すると主張する人がいるかもしれない。確かにそうした収益力の増減はあり得るが、それは総販売口数の増減のために生じたことであって、評価額低下のために生じたことではない。“レジット1口当たりの収益力”は、総販売口数にほとんど依存しないものである。したがって、評価額低下時の収益力不変の原理は成り立つのである。別の言い方をすると、評価額低下時の収益力不変の原理は、ある一定口数のレジットに対応する収益源の収益力は、評価額が低下しても変わらないとする原理なのである。だから、“レジット1口当たりの収益力”など一定口数あたりの収益力を比較すればよいのである。

6 概算値2が示す資産消失のパーセンテージ

- (1) レジットの一定口数当たり不動産量の減少の概算値を別の観点から求めてみよう。すなわち、レジット10万口あたりの収益源物件の棟数を数えるのである。これは、かなり荒削りな概算値

であるが、不動産資産消失のイメージが鮮明になる。本件第2事件の直前の平成20年（2008年）末ごろは、50棟の不動産を約350万口のレジットで保有していた。したがって、10万口当たりの不動産は1.4棟であった。この2年後には、19棟の不動産を約270万口で保有することになった。したがって、10万口当たりの不動産は0.70棟となり、レジット10万口当たりの不動産量が半減した。本来であれば、棟数が減ったとしても10万口あたりの不動産量は、ほぼ変わらないはずである。しかるにこれが半減しているのので、約半数の不動産が消失させられたことが推定できる。そして、その2年後には、12棟の不動産を約240万口で保有することになった。したがって、10万口当たりの不動産は0.50棟となり、本件事件発生の直前に存在していた不動産のうちの64%が消失させられてしまい、残った不動産量は36%だけだという惨憺たる状況が推定できる。

- (2) なお、ここでは甲第10号証に記載されている基礎数値をもとに資産消失の程度の概算値を求めた。この概算値を**資産消失の概算値2**と名づける。この概算値は、各棟の収益力が等しいという仮定の下に算出したものなので、だいぶ荒削りである。これをもっと正確にするには、原告が平成27年2月4日に提出した「文書提出命令の申立」で求めた文書が必要になる。

7 資産消失のパーセンテージのまとめ

- (1) **資産消失の概算値1**は、まず資産の45分の15が消失した後、さらに資産消失があり、合計すると資産の45分の35が消失したことを示している。この結果、残った資産はもとの45分の10、すなわち22%だけである。

- (2) もう一つの**資産消失の概算値 2**は、まず資産の50%が消失した後、さらに資産消失があり、合計すると資産の64%が消失したことを示している。この結果、残った資産はもとの36%だけである。
- (3) こうした概算値ではなく、訴状の16頁から21頁までに詳しく説明した“実質的な分配金”という指標を導入して、13.64円の“実質的な分配金”を前提にすると、約70%の資産消失があり、残った資産はもとの30%であるとなる。
- (4) 資産消失の程度を算出する方法の違いによって数値はばらつくものの、残った資産はもとの資産の22%、30%、36%という似たような概算の数値が得られた。このことから、64～78%ほどの大量な資産消失があったことは明らかである。これらの数値をみれば、何人も「資産消失がなかった」などと主張することはできないだろう。

8 資産消失の経緯および方法は謎

- (1) 不動産の資産消失は、どのような経緯でどのような方法でなされたのか知りたいところである。これについては、運用側の詳しい内部データが開示されていないので、何ともいえない。ただし、原告が平成27年2月4日に提出した「文書提出命令の申立」で求めた文書が得られれば、ある程度は分かるかもしれない。いずれにしても、原告の調査研究によると、本件事件を外部から観察する限り、資産消失が発生していないとすると辻褄が合わない。
- (2) 本件事件によって失われた約250億円のレジットの純資産総額は、評価方法の変更のためだという説明がなされてきた。しかし、この約250億円のかなりの部分は、単に評価方法の変更

による“資産評価額の差額”ではなく、資産消失によって資産そのものが失われている。なぜなら、くり返しの説明のとおり、単に評価方法の変更がなされただけであれば、分配金が大幅に減額されることはあり得ないからである。もちろんそれまでの分配金が粉飾であったのならば、粉飾ではない本来の分配金に戻す操作によって分配金が大幅に減額になるようなことはあり得る。ただし、この場合は粉飾という重大な事件を取り上げなければならなくなる。

9 借入金のために発生した資産消失にあらず

(1) 本件裁判の前に原告が平成25年3月18日に申立てた調停において、原告は資産消失を取り上げて、調停申立書に次のように書いた。

«「レジット」については、そもそも10%を超える借入金があり得るという明確な説明もなかったし、ましてや借入比率が高いために不動産が消失するというリスクが存在することの説明などは一切なかったのである。»

(2) この調停に相手方の藍澤證券が提出した答弁書（甲第17号証）の4頁、5頁の第2の4（6）に「レジットには10%を超える借入があり得るという明確な説明もなかったこと及び借入比率が高いために不動産が消失するというリスクが存在することの説明もなかったことについては、認める。」と記載されている。

(3) この記述が示すように、借入比率（営業者等による借入れを含む借入比率）が高い場合に不動産の評価額が下がると、借入比率がさらに高くなり、金融機関等からの融資が受けられなくなり、不動産を手放さなければならない事態に追い込まれることがある。

レバレッジ効果が逆に働くケースである。ここでは「不動産が消失するというリスク」と表現されているが、これは“借入金のために発生する資産消失”だといえる。

- (4) レジットの場合は、本件事件発生後に借入比率が異常に高くなっているものの、金融機関等からの融資が受けられなくなりそれによって不動産を手放したという報告はない。投資家の解約によって不動産を売却しただけである。したがって、レジットの場合、資産消失は借入金によって発生したのではなく、何か別の方法が使われて、資産消失がなされたことが分かる。

10 資産消失はどのようになされたのか

- (1) 資産消失がいつどのような手段でなされたかは、不明である。ただし、資産消失がなされた時期によって、二種類に分類できる。本件事件の発生時点で、既に資産価値は消失させられていた場合は、それまでの毎月45円の分配金は粉飾であったということになる。あるいは、本件事件発生後に資産消失がなされたのであれば、原告が注意を喚起すべく被告藍澤証券の訴外毛利に述べた「事件が起きると、管理会社などは火事場泥棒のように不正を働く可能性があるので、注意していただきたい」という懸念が現実のものになったのだろう。原告は、前者を詐欺型事件、後者を横領型事件という分類名をあてて区別している。分配金の観察からは、本件事件は詐欺型事件である可能性が高い。
- (2) 原告は、合計1,250口のレジットを3回に分けて購入した（訴状3頁、9頁、10頁）。3回目の平成20年（2008年）8月27日付申し込みに際して、被告藍澤証券の訴外須藤は「レジットはその実績が物語るように安定していて、非常に優良な投資

信託である」と強調した。原告は訴外須藤のいう成果が直接還元法を用いた運用から得られたと信じて、基準価額が1万88円のレジットを250口購入した（訴状10頁、11頁）。しかし、その3ヵ月後の同年11月には、基準価額の決定が中止され、同年12月には基準価額が10分の3の2,925円になったのである。被告らは、基準価額の下落は“早期売却を前提とする評価額”を採用したための評価額低下だというが、評価方法の変更のためだけでなく、既に資産消失がなされていたことも考えられる。もう一つ考えられることに、40%台の高い借入比率の収益源物件を原告はその説明を受けずにつかまされた。実際、被告藍澤証券が提出した調停における答弁書（甲第17号証）の4頁、5頁の第2の4（6）に「レジットには10%を超える借入があり得るという明確な説明もなかったこと及び借入比率が高いために不動産が消失するというリスクが存在することの説明もなかったことについては、認める。」と記載がある。被告藍澤証券は、リスク説明不備を認めるものとしてこれを記載したのかもしれない。しかし、原告は異なる解釈をする。すなわち、被告藍澤証券は、40%台の高い借入比率の収益源物件であることを説明せずに、あたかも優良な物件であるかのごとく偽って原告にレジットを売ったということが考えられるのである。こうした詐欺型事件だと捉えるところができれば、どのようにして資産消失がなされたのか、その謎に迫れるかもしれない。

- (3) いずれにしても、評価額低下も資産消失も、どちらも純資産総額を減じるものなので、この減少を見るだけでは、どちらがなされたのかを投資家は見誤るおそれがある。被告らは資産消失を評

価額低下に見せかけている可能性も高い。見誤らならないように、しっかりと見定めることが重要である。なぜなら、評価額低下と資産消失とでは、本件第2事件で取り上げている分配金の賠償額に違いが出るからである。すなわち、資産消失の場合は、消失分の割合に応じて分配金が減ってしまうので投資家は継続的に損害を被ることになる。そこで、資産消失の程度を見定めるためにも、原告が平成27年2月4日に提出した「文書提出命令の申立」で求めた文書が必要になる。

1.1 評価方法をもとに戻すことができるのか

甲第7号証および甲第18号証には、評価方法をもとに戻す可能性についての言及がある。すなわち、将来“早期売却を前提とする評価額”から“平常時の評価額”に戻る可能性があるというのだ。もしもレジットが単に評価方法が変更されただけであれば、確かにもとの評価方法に戻すことができるだろう。しかし、本件事件には資産消失があるので、消失した資産がどこからか湧き出してこない限り、もとに戻すことはできない。しかも現状のレジットは、1口あたり毎月10円の分配金しか生み出さないで、事件前と比べて大幅に価値が減ってしまっている。したがって、たとえどこからか資金が湧き出してきて、レジットの基準価額を1万円に戻すことができたとしても、とんでない取り付け騒ぎのような混乱が起きるだろう。すなわち、事件前のレジットの利回りは、5.4%であったが、評価方法に戻したと仮定した場合のレジットの利回りは、たったの1.2%なのでレジットの魅力は失せている。評価額低下時の収益力不変の原理は、評価額上昇時の収益力不変の原理でもあるのだ。収益力の失せたレジットを長期に渡って保持する投資家は少な

く、ほとんどの投資家は、基準価額がもとの1万円に戻ったその好機に、売却することだろう。したがって、買い戻し要求が殺到するに違いない。価値の大半が吸い取られて、いわばスカスカにされたレジットは、もとに戻そうとしても無理なのである。

1 2 資産消失がないという仮定の下でのより良い解決策

もしも分配金が減らなかったら（分配金を減らす必要がなかったら）、すなわち収益源物件は、しっかりと存在していて、そこから毎月定常的に以前と同様の収益を上げることができていたらという仮定の下に、どのような本件事件の進行が可能であったのかを考えてみよう。本件事件の実際の進行とは異なり、あまり酷い状況になることなしに、事件を収束させることができたはずなのである。これを確認してみよう。

1 3 より良い解決策で想定されるよりよい本件事件の進行

(1) 捨てる神あれば拾う神あり、と言われるように、通常は、株を売る人もいるし、買う人もいる。一般に金融商品は売る人と買う人がいて、適当な価格に落ち着くことになる。市場経済においては、売り手と買い手のバランスによって価格が形成されるものなのだ。そして、レジットは、収益源物件の貸し手と借り手のバランスによって、毎月45円の分配金を捻出することができていたのである。もしも、これだけの分配金を払うことのできる投資信託の基準価額が10分の3に下落するとなれば、それは利回りが約3.3倍に上昇して、5.4%から18%になることを意味する。すなわち、レジットを新たに1万円分（すなわち3分の10口）購入すると、毎月の分配金は45円ではなく、その3分の

10倍の150円になる。したがって、この投資信託を購入したいという買い手が数多く現れるものである。

(2) このような経済の原理を前提にして、よりよい解決策を採用した場合に、本件事件がどのように進行するのかをみてみよう。本件事件は、どうしても換金したいというレジットの投資家のために、収益源物件を売却することが必要になり、平常時よりも低い価格で不動産を売却せざるを得ない状況になったために発生したといわれている（これも仕組まれた状況設定かもしれないと調停では原告が問題視したが、とりあえずこれはさておくことにする）。ここで実際の本件事件の進行を見ると、その収益源物件の売却価格を著しく低くせざるを得なくなり、レジットの基準価額が10分の3に下落したとのこと。たとえそうなったとしても、本来であれば、1口あたりの毎月の分配金は45円のまま変わらないはずである（評価額低下時の収益力不変の原理）。したがって、基準価額は低くなるが分配金は減らないという状況になる。こうなると、レジットの利回りが高くなるので、レジットを購入したいという投資家が現れるはずである。そして、そういう投資家を数多く見つければ、レジットの基準価額をあまり下げなくても済むし、売却しなければならぬ不動産の量を少なくできるはずであるし、うまくすれば売却不動産をゼロにできる。“全受益者（というより実質上の全受益者）の方々の利益保護を図るため”には、安くなった極めてお買い得のレジットの販売活動を大々的に推進すればよいだけなのである。レジットが健全で、収益源物件から毎月定常的に以前と同様の収益を上げることができていたら、決して難しいことではない。

(4) まとめると、本件事件が発生したときの手持ちの現金不足の解決手段は、少なくとも二つあった。すなわち、収益源物件を売却する方法以外に、レジットで用いる収益還元率を調整することにより基準価額を低くして、利回りが高~~く~~くなったレジットを拡販するという方法があった。後者の方法であれば、目論見書の規定に抵触することはない。しかも、純資産総額も信託報酬も10分の3にまで下げなくても済みそうである。さらに、手持ちの現金不足を解消してしまえば、基準価額をもとの1万円ほどに戻すことが比較的短期間でできたであろう。だから、投資家に対する影響を非常に少なくできるし、被告藍澤証券も以前とあまり変わらない信託報酬を受け取ることができたのである。というように、実際に発生した本件事件の進行よりも、ずっとましな問題解決策が存在していて、それを採用することができたはずなのである。

1.4 より良い解決策を採用できなかったことの意味するところ

(1) もしもレジットの分配金を減らす必要性がなければ、このよう**なより良い解決策**が考えられる。それにもかかわらず、**より良い解決策**を採用しなかったこと、またはできなかったことは、資産消失をさらに別の面から裏付ける状況証拠である。なぜなら、資産消失があると、このより良い解決策を採用できないからである。

(2) 残念ながらレジットの場合は、資産そのものの消失があったので、当然のことながら分配金も減ってしまい、被告らのなすべき手段が限られてしまった。こうしたお手上げ状態の中で被告らが無理やりひねり出した解決策が、資産消失を資産の評価方法の変更に偽装することだったのである。この偽装工作は、本件事件発

生時または本件事件発生後のレジットが、こげつきなどがある不健全な状態であったことを物語る。こげつきなどの責任を追及するのは、刑事裁判が相応しいように思えるが、本件裁判は民事なので、目論見書どおりの運用がなされていなかったという債務不履行に基づく損害賠償を原告は請求するのである。

1 5 本件第 2 事件に対する原告の取り組み方針

- (1) 本件第 2 事件については、訴状の 3 2 頁に記載したように、原因が不明で不可解であった。これに対する原告の長期に渡る調査研究活動によって、同事件の原因の一つは上述のように資源消失であるとの結論に到達した。そこで、訴状の第 9 (3 7 頁) で求めている求釈明に対する被告らの回答、または原告が平成 2 7 年 2 月 4 日に提出した「文書提出命令の申立」で求めた文書の提出を待って、その定量的なデータを用いて原告の損害額を確定する所存である。
- (2) 本件第 2 事件の原因である不動産資産資源消失は、本件第 1 事件にも関係していることが十分に予想される。ただし、本件第 1 事件による原告の損害額は、その原因が評価額の変更であろうが資産消失であろうが、基準価額の下落分であることに変わりがない。したがって、これらの原因の違いによって影響を受けることはないと思われる。しかし、もしも影響があるようであれば、原因の違いによる損害額の差額を補正する所存である。なお、被告ファンドクリエーションは、第 1 準備書面の最後で「被告ファンドクリエーションが損害賠償責任を負うと仮定した場合の損害賠償額の算出方法が第 4 文及び第 5 文のとおりであることは認め

る。」と述べて、原告が本件第1事件による損害額だと主張する算出方法を認めている。

以上