

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（8）

平成27年6月11日

静岡地方裁判所沼津支部民事部 御中

原告訴訟代理人弁護士 角 替 清 美

目次

はじめに 原告の主張に対する質問および模擬質問に答えて	2
第1 基準価額の値動きの仕組み	3
第2 タコ配当とは何か	7
第3 分配金で分類した期間（時代）ごとのタコ配当の状況	13
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
第5 買戻請求の急増と現金不足の状態に向かう過程	29
第6 経済価値と収益還元法、直接還元法、収益還元率	36
第7 本件事件の特徴とピントの合う箇所合わない箇所	45
第8 本件事件発生前に資産消失がなされたとする	50
第9 本件事件発生後に資産消失がなされたとする	54

はじめに 原告の主張に対する質問および模擬質問に答えて

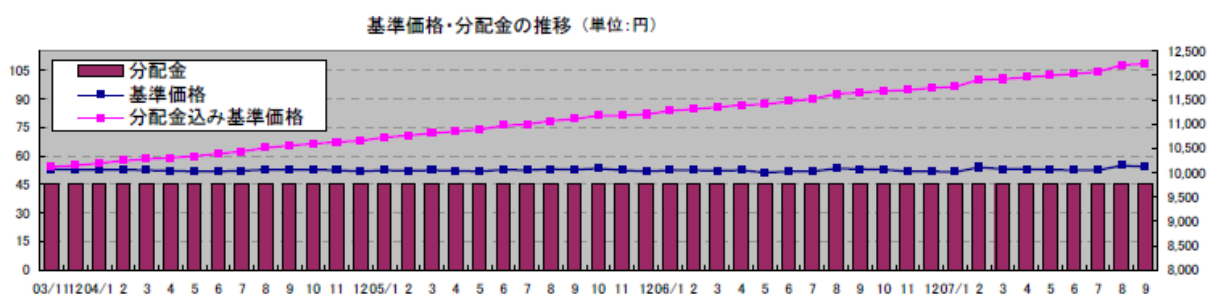
1 準備書面(6)では、本件事件の全体像および原告の主張の主要部分を述べた。ただし、100頁を越える準備書面になったので、頁数に配慮して省略した部分がある。実は、原告の支援者たちは、ありがたいことに原告に鋭い模擬質問をしてくれたり、有益なアドバイスをしたりしてくれる。そうした模擬質問に対して、原告が丁寧に答えた質疑応答の内容は、本件事件の全体像を正しく理解するために大変に役立つのであるが、そのかなりの部分を省略した。なぜなら、頁数のこともあるが、たとえ模擬質問の質疑応答内容を記述したとしても、原告の支援者たちと同じような意識レベルで読んでいただかないと、特に被告らには無視されることになりかねないからである。被告らは、理解できないざれ事だと扱って「認否の必要はないと思料する」などと述べたり、しらを決め込んだりするのが得意である。こうした態度を矯正することは難しいと述べる原告に、支援者たちからは「被告らの質問や指摘を待って、それに答えるのが効果的だ」とのアドバイスをいただいている。しかし、被告らの述べることはといえば、事件の本質から外れて「ウナギもアナゴもウナギ目だ」というレベルの稚拙な内容なので、この延長線上では模擬質問への応答内容をご披露する機会を逸することになるのではないかと原告は心配していた。ところが、裁判官からは、幾つかの重要な質問が発せられたので、それに関係して、機が熟したと思われる質疑応答内容の幾つかを本準備書面に記述する。

本準備書面では、重要な知識である「基準価額の値動きの仕組み」、
「タコ配当」、
「経済価値と収益還元法」、
「直接還元法」、
「収益還元率」などを仕入れた後に、次のことを述べる。

- ・ 分配金で分類した期間（時代）ごとのタコ配当の状況
- ・ 甲第24号証の文書の分析結果
- ・ 買戻請求の急増と現金不足の状態に向かう過程
- ・ 本件事件の特徴とピントの合う箇所合わない箇所
- ・ 本件事件発生前または発生後になされた資産消失

第1 基準価額の値動きの仕組み

1 下図は、本件事件発生の約1年前の2007年9月30日のマンズリーレポートの「基準価額・分配金の推移」のグラフを抜き出したものである。



分配金が茶色の棒グラフで示されていて、毎月45円を維持していたことが分かる。そして、基準価額が青色の折れ線グラフで示されていて、ほぼ1万円（グラフの右側のスケール表示）を維持していたことが分かる。この他に、分配金込み基準価額が桃色の右上がりの折れ線グラフで示されている。分配金込み基準価額とは、毎月の分配金を基準価額に上乗せしていったと仮定した場合の総合計額である。つまり、分配金をすべて貯めこんでいった合計額に、その月の基準価額を加えた総合計額であり、いわば貯金の場合の元利合計額に相当する。貯金の場合には元金に変化がない。投資信託の場合には元金に相当する基

準価格に変動がある。こうした違いがあるものの、分配金込み基準価格は元利合計額に相当するものだと捉えることができる。

なお、基準価格は、正式にはあるいは一般には**基準価額**という名前で呼ばれる。被告らの用いる「基準価格」という用語は、実は不思議な変遷をしている。すなわち、何の事前の案内もなく突然に、翌月の2007年10月31日のマンスリーレポートから「純資産価格」に改名されたのである。そして、同時に「分配金込み基準価格」は、「分配金込み純資産価格」に改名された。今になって振り返ると、まるで本件事件発生の予兆のようにも思われる改名事件であった。

原告側の文書では、被告らの改名戦術に攪乱されないためにも、基準価格または純資産価格のことを正式な**基準価額**と呼ぶ。このことは、訴状および既提出の原告側の準備書面で何回か述べたとおりである。しかし、分配金込み基準価格または分配金込み純資産価格については、本来なら分配金込み基準価額と呼ぶべきところ、不覚にも被告らに攪乱されてしまい誤って**分配金込み純資産価額**と訴状に記してしまった。そこで、混乱を避けるために、原告側の文書では**分配金込み純資産価額**という名称を「元利合計額」に相当する用語として使い続けることにする。

- 2 基準価額がどのようにして算出されるのかを示しておこう。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、基準価額が純資産総額からどのようにして算出されるのかを説明した。本準備書面では、さらにもう一つの算出方法として、前月の基準価額を基にして、今月の基準価額を算出する方法を示す。これら二つの算出方法は、同じ計算結果になるので、本質的には同じものである。

2014年12月30日のマンスリーレポート（甲第29-2号証）をご覧いただきたい。被告藍澤證券の三島支店の現支店長である訴外下中が手書きで、基準価額の算出の過程を書き記してくれている。すなわち、2014年11月の基準価額は2,890円であったが、翌月の同年12月の基準価額は、2,895円になったことが印刷されている。この基準価額の変移の原因として、レジット1口当たりの収入分が19円であり、1口当たりの支出分が、分配金を除くと4円であったことが手書きで示されている。正確に述べると、収入分の内訳が、8円、9円、2円なので合計19円であり、支出分としては、経費の4円があり、この他に分配金が10円あったことが記されている。ここで収入分19円から“分配金以外の支出分”4円および分配金10円を差し引いた金額を計算すると5円となり、この5円が前月の基準価額2,890円に上乗せされた結果、当月の基準価額が2,895円になったことを示している。

訴外下中は、親切にも手書きしてくれたので、原告がメモをとる手間を省けた。他の支店長は収入分と支出分の内訳を口頭で原告に説明してくれたので、原告はメモをとった。いずれにしても、原告は、レジットの基準価額に反映される収入分と支出分の内訳を知ることができるとともに、レジットの基準価額の算出の仕組みを知ることができたのである。

- 3 収入分から“分配金以外の支出分”を差し引いた額を、「1口当たりの1ヵ月の純損益」または単に「1口当たりの純損益」と呼ぶことにする。すると、次の二つの式が成り立つ。なお、二つ目の式を「投資信託の基本式」と呼ぶことにする。

$$1 \text{ 口当たりの純損益} = \text{収入分} - \text{分配金以外の支出分}$$

$$\text{当月基準価額} = \text{前月基準価額} + 1 \text{口当たりの純損益} - \text{分配金}$$

これらの二つの式から分かるように、収入分および支出分の詳細な内訳が分からなくても、純損益と分配金さえ分かれば、前月基準価額を基にして当月基準価額を求めることができる。逆に、基準価額の推移と分配金が分かれば「投資信託の基本式」を用いて各月の純損益を求めることができる。なお、このように当月基準価額を求めたり、各月の純損益を求めたりする計算を「投資信託の基本式の応用」と呼ぶことにする。

収入分が“分配金以外の支出分”よりも多い場合、純損益は正の数になるが、収入分が“分配金以外の支出分”よりも少ない場合、純損益は負の数になる。どちらの場合も、上述の二つの式は成り立つ。そして、純損益が正の数の場合は、利益が出たことを意味するので、純損益のことを純利益と呼ぶことがある。この場合は、分配金込み純資産価額は増えることになる。純損益が負の数の場合は、損失が発生したことを意味するので、純損益のことを純損失と呼ぶことがある。この場合は、分配金込み純資産価額は減ることになる。なお、上述の二つの式は、レジットに適用できるだけでなく、ほとんどの投資信託に広く適用できる汎用的な基本式である。

ちなみに、投資信託には、分配金が支払われないタイプのものもあるが、そうした投資信託に関しても分配金を恒等的にゼロにすれば、上述の二つの基本式は成り立つ。

マンスリーレポートから抽出した基準価額の推移を示す文書「レジットの基準価額、分配金、純資産など」（甲第10号証）を基にすると、「投資信託の基本式の応用」によって各月の純損益を求めることができる。なお、こうして求めた純損益が、もしも投資信託の実際の

純損益と異なるとすれば、帳簿などの誤魔化しによる粉飾であり、法律違反だということになる。しかし、ここでは粉飾はないとして考察をしている。

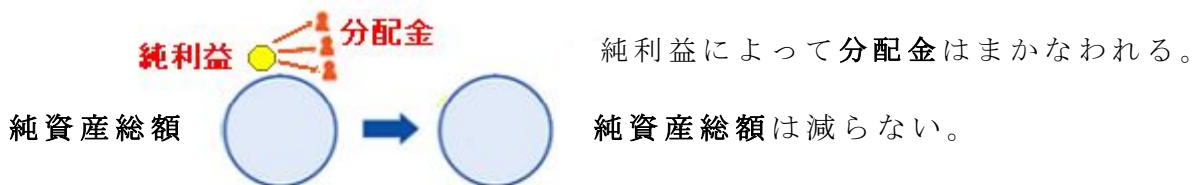
ここで誤解のないように付け加えると、実際に当月基準価額を算出する際には、当月の収入分と支出分のデータが必要である。そして、これらのデータを得るためには賃料収益の額や収益源物件の評価額などの基礎データが必要になることは、いうまでもない。そして、収益源物件の評価額は、直接還元法で求めることが目論見書に明記されているので、これに従わなければならないのである。

第2 タコ配当とは何か

- 1 準備書面(6)の42頁には、投資信託協会と同様の立場、すなわち投資信託の資産を管理する立場になって、純利益から「全投資家に分配する分配金の合計額」を差し引いた金額が、純資産総額を押し上げたり、引き下げたりする様子を図示した。これを再掲する。

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)



ここに図示した「正常分配」の例は、投資信託の純利益が「全投資家に分配する分配金の合計額」に等しい場合であり、この場合には純資産総額は増減せずに、以前のまま変わらない。もしも「全投資家に分配する分配金の合計額」を超えるような投資信託の純利益がある場合には、その超過分が純資産総額を押し上げることになる。

図示したもう一つの例は典型的な「タコは配当」の例であり、投資信託の純利益がゼロの場合である。この場合には、「全投資家に分配する分配金の合計額」の分だけ純資産総額を引き下げることになる。もしも損失を発生させたり、「全投資家に分配する分配金の合計額」に満たない純利益しかあげられなかったりした場合には、その分だけ純資産総額を引き下げることになる。これらの純資産総額を引き下げることになるような分配金の支払いは、**タコ配当**と呼ばれる。

なお、損失の発生の場合、純利益は負の数で表現されるので、このようなケースも含めて的確な名称として「純利益」のことを「純損益」と呼ぶほうがよいだろう。すなわち、純損益は、正の数の場合もあれば、負の数の場合もあることになる。

以上の説明で明らかのように、純損益が「全投資家に分配する分配金の合計額」よりも少ない場合に、その投資信託はタコ配当となる。投資信託のタコ配当額は、「全投資家に分配する分配金の合計額」から投資信託の純損益を差し引いた金額になる。そして、投資信託の純資産総額は、投資信託の**タコ配当額**だけ引き下げられる。

逆に、投資信託の純利益が「全投資家に分配する分配金の合計額」よりも多い場合を**利益還元**と呼ぶことにする。そして、投資信託の純利益から「全投資家に分配する分配金の合計額」を差し引いた金額を

投資信託の**利益還元額**と呼ぶことにする。こう呼ぶと、純資産総額は、投資信託の利益還元額だけ押し上げられるといえる。

- 2 ここで投資信託の資産を管理する立場から、個々の投資家の立場に軸足を移して、投資信託の1口当たりの状況に注目することにしよう。例えば、投資信託としては、全投資家の投資額を合計した純資産総額が重要であるが、個々の投資家は、純資産総額よりも、それを1口当たり分割した額である基準価額のほうに関心を示すものである。このように個々の投資家の立場に軸足を移すことは簡単であり、すべての1口当たりの値を算出して、次のように読み替えればよい。

純資産総額 \Rightarrow 基準価額 (1口当たりの売買価格)

全投資家に分配する分配金の合計額 \Rightarrow 1口当たりの分配金

投資信託の純損益 \Rightarrow 1口当たりの純損益

(投資信託の純利益 \Rightarrow 1口当たりの純利益)

(投資信託の純損失 \Rightarrow 1口当たりの純損失)

投資信託のタコ配当額 \Rightarrow 1口当たりのタコ配当額

投資信託の利益還元額 \Rightarrow 1口当たりの利益還元額

- 3 個々の投資家の関心事に軸足を移すと、基準価額の変移は次のように述べることができる。

1口当たりの純損益が分配金より多い場合 (利益還元の場合) :

基準価額は、(1口当たりの純損益 - 分配金) だけ押し上げられる。

1口当たりの純損益が分配金より少ない場合 (タコ配当の場合) :

基準価額は、(分配金 - 1口当たりの純損益) だけ引き下げられる。

基準価額が押し上げられたり、引き下げられたりする変移は、正の数と負の数を用いると、次の一つの式にまとめることができる。

$$\text{当月基準価額} = \text{前月基準価額} + 1 \text{口当たりの純損益} - \text{分配金}$$

この式は、被告藍澤証券の三島支店の支店長らから詳しい説明を受けて、明確になった「投資信託の基本式」と全く同じものである。

- 4 分配金が支払われないタイプの投資信託の場合、分配金が恒等的にゼロなので、分かりやすい。すなわち、基準価額の変移は次の式で表現できる。

$$\text{当月基準価額} = \text{前月基準価額} + 1 \text{口当たりの純損益}$$

1口当たりの純損益が正の数であれば、利益が出たのであるから、基準価額は上昇する。そして、1口当たりの純損益が負の数であれば、損失が発生したのであるから、基準価額は下落する。そして、投資家は、基準価額の上昇・下落に応じて、キャピタルゲインを得ることができる。高齢者であっても、混乱することなく、利益がでているのか、損失が発生しているのか、損益の程度を正しく理解することができることだろう。

- 5 レジットのような毎月分配型の投資信託の場合は、次に示す分配金を含んだ「投資信託の基本式」になるので、少し複雑になる。

$$\text{当月基準価額} = \text{前月基準価額} + 1 \text{口当たりの純損益} - \text{分配金}$$

分配金によるインカムゲインと基準価額の上昇・下落によるキャピタルゲインという二つのゲイン（利得）があるので、高齢者は混乱をきたして、利益が出ているのか、損失が発生しているのか、損益の程度を見誤ることもある。訴状の26頁では朝三暮四の故事を引用して、この高齢者にありがちな混乱を表現した。

ちなみに、被告らはタコ配当という手法を用いて、利益がでているのか、損失が発生しているのか、その程度を分かり難くしたと考えられる。訴状の19頁に記載したとおりである。高齢者の混乱に乗じたのであろう、危うく原告も騙されるところであった。

しかし、被告らがタコ配当を続けるのは問題があった。「このままではレジットはなくなってしまう」という訴外有泉の一言で表現された問題である。これは、訴状の25頁に記載したとおりである。そこで、被告らは毎月30円の分配金を10円に変更することにした。しかし、分配金を30円から10円にするのは、朝三暮四の猿も怒り出すような困難が伴う。これをスムーズに進めるために、平成24（2012）年3月のマンスリーレポート（同年4月16日発行）では、4頁にわたる丁寧な説明（甲第19号証）をしている。これに先立ち6ヵ月前から準備のためか「収益分配金に関する留意事項」なる説明がマンスリーレポートに掲載されたほどである。被告らは、この説明には苦勞したことだろう。あまり明確にしたいくないが、分配金の減額を投資家に納得してもらわなければならないからである。はっきり言うのなら、30円の分配金にはタコ配当があったので、実質10円ほどの分配金であったのだから、分配金を10円にしても実質的には何ら変わらない、と述べれば分かりやすい。しかし、そう述べるとタコ配当を宣伝することになる。だから、奥歯に物が挟まったような表現を工夫することになったのだろう。

- 6 混乱を避けるには、タコ配当に関する理解を深めるのが一つの方法である。つまり、1口当たりの純損益ではなく、1口当たりの純損益から分配金を差し引いた「分配金抜き損益」を見るのがよい。

$$\text{分配金抜き損益} = \text{1口当たりの純損益} - \text{分配金}$$

このように「分配金抜きの損益」という指標を導入すると、「投資信託の基本式」は、次のように単純になり、あたかも分配金が恒等的にゼロの投資信託のように、1口当たりの純損益ではなく、分配金抜きの損益によって、基準価額が上昇したり下落したりする様子がよく分かる。

当月基準価額 = 前月基準価額 + 分配金抜きの損益

1口当たりの純損益が分配金より多い場合（利益還元の場合）：

基準価額は、「分配金抜きの損益」だけ押し上げられる。「分配金抜きの損益」は、正の数となり、この場合「分配金抜きの損益」を「利益還元」と呼ぶことにする。

1口当たりの純損益が分配金より少ない場合（タコ配当の場合）：

基準価額は、「分配金抜きの損益」だけ引き下げられる。「分配金抜きの損益」は、負の数となり、この場合「分配金抜きの損益」の絶対値は「タコ配当」と呼ばれている。

「分配金抜きの損益」という指標は、毎月分配金が支払われることを前提にして、それ以上の利益があるのか、その前提の下では損失が生じたのかを示している。「分配金抜きの損益」を見れば、高齢者も混乱することはないだろう。分配金以上の利益があるのか、ないのか一目瞭然となるからである。例えば、分配金が30円の場合で「分配金抜きの損益」がマイナス40円であったとすれば、分配金30円を前提にするとその水準まで収益力が届かずに40円の損失である。だから、トータルで10円の損失が生じている。ここまで酷くなくても、例えば、分配金が30円の場合で「分配金抜きの損益」がマイナス18円であったならば、分配金30円を前提にするとその水準にまで収

益力が届かずに18円の損失である。だから、トータルで12円の利益しかないことが分かる。つまり基準価額の変動なしの12円の分配金と同様なのである。

- 7 残念ながら、マンスリーレポートには、「分配金抜きの損益」が掲載されていない。しかし、マンスリーレポートの情報から、簡単に「分配金抜きの損益」を算出することができる。したがって、タコ配当の額は、分配金の原資に関する情報（甲第24号証）などがなくても、基準価額の値動きの状況から、すなわち甲第10号証の「レジットの基準価額、分配金、純資産など」という文書から求めることができる。投資信託の基本式の応用のバリエーションの一つである。

第3 分配金で分類した期間（時代）ごとのタコ配当の状況

- 1 タコ配当について、訴状の18頁に次の記載をした。この根拠は何かをここで詳しく説明する。ここまでに必要な予備知識は、既に仕入れてあるので、しっかりと理解が進むことであろう。

「このタコ配当は、分配金予定額が30円であった期間にのみ特徴的である。分配金予定額が45円の期間および10円の期間は、均してみるとほとんどタコ配当がなされていない。したがって、分配金予定額が45円の期間は、実質的な分配金も45円であり、分配金予定額が30円の期間だけは特別で、実質的な分配金が13.64円ほどであり、分配金予定額が10円の期間は、実質的な分配金も10円であった。」

この訴状の記載について、被告ファンドクリエーションは、分配金予定額というものはないなどの的外れの反論をしているものの、この訴状の記載を否定するものにはなっていない。分配金予定額とは、原

告が分配金に関して正確な表現をするために用いた言葉である。例えば、本件事件発生後に、分配金を30円にする（予定である）とのアナウンスがあったが、一般にどのようなリスクがいつ発生するのか予断を許さないで、これはあくまでも分配金予定額を30円にすると述べるのが正確な表現であると原告は考える。レジットの交付目論見書（甲2の1）の30頁には分配金について「収益源物件からの収益がなかった場合等、分配されないことがあります。」と記載されているほどである。ただし、現時点では、既に分配金の額が確定した部分があるので、そうした「分配金予定額」に関しては「支払われた分配金」と読み替えてもかまわない。要するに、被告ファンドクリエーションの反論は何ら本質的なものではない。

レジットのタコ配当の状況という文書（甲第28号証）をご覧ください。この文書は、分配金が45円の期間、および30円の期間、10円の期間のそれぞれについて、1年間のタコ配当の状況の1ヵ月平均の値を算出したものである。レジットの歴史を見ると、**分配金45円時代、分配金30円時代、分配金10円時代**と明確に色分けできるので、それぞれの時代の特徴を調べたのである。この文書の右端の数値は「分配金抜きの損益」を示している。すなわち、これが負の数の場合、タコ配当を示し、正の数の場合、利益還元を示す。

なぜ1年間の状況の1ヵ月平均の値を示したのかというと、いわば季節変動というべきか、各月の基準価額が経理上の問題ために変動が激しいので、それを均すために平均値にして見やすくしたのである。一般に、時系列データを平滑化する手法として移動平均が知られているが、この手法を採用した。

2 レジットのタコ配当の状況という文書（甲第28号証）を見れば明らかのように、分配金45円時代は、一つの例外を除いて、タコ配当または利益還元の絶対値がどれも6円未満に収まっている。そして、タコ配当と利益還元がほぼ拮抗している。すなわち、実質的にはこの時代にタコ配当がなかったといえる。したがって、もしも粉飾がないとすれば、分配金45円時代にレジットは毎月45円の分配金を支払う力があつたということが証明できたといえる。そもそも分配金45円時代は、レジットが信頼を獲得しようとした**信頼獲得時代**に位置づけられる。

これに対して、分配金30円時代は、タコ配当が10円を超えるのが普通であり、20円を超える場合さえもある。そして、利益還元はない。したがって、分配金30円時代は、明らかにタコ配当があつた。この時代は、レジットの分配金予定額が30円と設定された。しかし、肝腎の収益源物件という不動産が資産消失してしまったためだと考えられるのであるが、30円の分配金を生み出す力はなかつた。分配金30円時代は**タコ配当時代**なのである。“評価額低下時の収益力不変の原理”に従えば、本来ならレジットは毎月45円の収益力があつてしかるべきなのに、本件事件発生後は、不思議なことに30円の分配金すら支払えない状況になっていた（あるいは被告らは分配金を少ない額で済まそうとした）のである。

レジットには、いわゆる運用の失敗による大きな損失は報告されていないし、コゲツキのようなものも報告されていない。したがって、資産がどこに消えたのか全く不思議であり、不可解である。しかも、消失した資産の総額は、250億円の規模である。被告らは、評価方法を変更したなどと資産消失とは直接的に関係のない説明をしてい

るが、資産消失は“評価額低下時の収益力不変の原理”というメガネを通すと隠し切れずに、はっきりと観測できてしまうのである。なお、評価額低下時の収益力不変の原理については、準備書面(6)の90頁および73頁を参照されたい。

分配金10円時代は、タコ配当はなく、一部の例外を除いてわずかな利益還元がある。したがって、この時代は、実際には10円を少し超える分配金を支払う力があつたにもかかわらず、分配金予定額を少な目の10円と設定したために、利益還元ができたのであろう。このために基準価額をわずかではあるが上昇させることができた。分配金10円時代は、レジットが消えてなくなることなく生き残ることを目指した**生き残り時代**である。「このままではレジットはなくなってしまう」という警告に対する答えなのであろう。

これらの状況を観察して、訴状の18頁に上述の記述をしたのである。なお、分配金30円時代の実質的な分配金として13.64円という数値を示したが、これは平成21年(2009)年1月から36ヵ月間のタコ配当の平均値16.36円を分配金の30円から差し引いた額である。

- 3 レジットのタコ配当の状況という文書(甲第28号証)は重要なので、どのようにして作成したものなのかを詳しく説明しておく。

レジットの毎月の基準価額は、マンスリーレポートに掲載される。もしもこの基準価額が粉飾されていると、これを基にして算出した値は意味不明のものになるが、ここでは粉飾はないと考えて、これを基にしてタコ配当の分析をした。各月のマンスリーレポートの基準価額を抜き出したのが、甲第10号証の「レジットの基準価額、分配金、純資産など」という文書である。この文書のデータを「投資信託の基

本式」に当てはめると「分配金抜きの損益」を求めることができる。しかし、こうして求めた毎月の額は月ごとの変動が大きすぎて、何を意味するのが見にくい。そこで、1年間の「分配金抜きの損益」の1ヵ月平均の値を算出したものが「レジットのタコ配当の状況」という文書（甲第28号証）である。移動平均という手法を採用して平滑化したデータが記載されている。

平均値にしないと、なぜ「分配金抜きの損益」がばらつくのかというと、分配金の原資に関する情報（甲第24号証）には現れていないが、例えば税金のように年単位で支払う経費があるからである。年単位の経費を月割りにして計上すれば、月ごとの変動は小さくなる。しかし、実際のレジットの経理はそうではない。例えば税金を支払った月に1年間分の税金を一括して計上するので、その月の経費が異常に多くなり、月ごとの変動が大きくなるのである。それから、収益源物件の評価は、毎月行なうのではなく、2月、5月、8月、11月と3ヵ月ごとに行なっているようである。こうした状況なので、月ごとにばらつきが現れるのである。そこで、1年間の「分配金抜きの損益」を均した1ヵ月平均の値（移動平均の値）を見ることにすれば、年単位の経費などを月割りにしたのと同様の効果が得られて、ばらつきが緩和される。そして月ごとのばらつきが緩和されたデータを見ることによって、タコ配当の状況が鮮明に浮かびあがったのである。

- 4 株式会社などの違法とされるタコ配当は、簡単には検出できないが、投資信託のタコ配当は簡単に検出できることを疑問に思う人がいるかもしれない。そこで、これについて述べよう。株式会社などのタコ配当であっても、もしも粉飾決算がなされずに、正しい決算報告書が

示されていれば、タコ配当かどうかは簡単に分かる。難しいのは、粉飾された決算報告書かどうかを見破ることである。

投資信託のタコ配当は、必ずしも違法ではない。したがって、タコ配当を隠すような粉飾をした決算報告書が示されることは、普通は考え難い。決算報告書といったが、純利益などに相当する重要な指標は、投資信託の場合、基準価額と分配金である。レジットの場合、少なくとも毎月、基準価額と分配金が示されてきた。これらに粉飾がないと考えると、タコ配当は簡単に検出できるのである。したがって、レジットのタコ配当の状況がいつも簡単に検出できることは、何ら不思議ではない。

- 5 毎月示されるレジットの基準価額と分配金には、特に分配金30円時代には実際にタコ配当が検出されるので、タコ配当を隠す目的での粉飾はなかったと考えられる。しかし、特に本件事件発生前の分配金45円時代については、タコ配当を隠す目的の粉飾ではなく、実際に生み出した利益以上の利益があったかのように見せかける粉飾がなされたという可能性は考えられる。なぜなら、準備書面(6)の第4(87-103頁)に述べたように、レジットには資産の消失が観測されるからである。

まとめると、分配金45円時代について、そのレジットの基準価額と分配金を見る限りは、タコ配当はないようにみえるし、実際に毎月45円の分配金を支払う力があつたようにみえる。しかし、株式会社などの見破り難い粉飾された決算報告書と同様に、レジットの基準価額と分配金が粉飾されていたとすれば、毎月45円の分配金を生み出していなかったのかもしれない。そして、このような粉飾は、残念な

がら基準価額の推移を見るだけでは簡単に見破り難い。しかし、もしもこうした粉飾があれば、重罪であることはいうまでもない。

- 6 本訴訟においては、マンスリーレポートに示された毎月の基準価額に粉飾がないという仮定のもとに、損害賠償請求をするという立場をとっている。そして、この仮定の下に、分配金45円時代、分配金30円時代、分配金10円時代のそれぞれについて、訴状の18頁に記載したようなタコ配当の状況であったと主張している。更に、本件事件発生前の分配金45円時代にレジットは毎月45円の分配金を支払う力があつたと主張しているのである。つまり信頼獲得時代のレジットは実際に信頼に値するものだったというのが原告の主張である。そして、“評価額低下時の収益力不変の原理”に従えば、本件事件発生後もタコ配当することなく毎月45円の分配金を支払えるはずである。それにもかかわらず、分配金を減額したりタコ配当をしたりして、実質的に毎月45円の分配金を支払っていない。原告は、これを本件第2事件として捉えて、損害賠償請求をしているのである。

第4 本件事件発生前にレジットが生み出していた利益

- 1 文書「レジット・ファンドの分配原資の分析」（甲第24号証）を一見すると、レジットの分配金にあてるべき原資が不足していたと思わせるように仕組まれていることが感じられる。そこで、分配金の原資が本当に不足していたのかどうかを分析してみよう。ただし、その前にまず甲第24号証の文書が送られてきた経緯を述べる。それに続いて、甲第24号証のデータそのものが、信頼のおけるものかどうか、吟味しておこう。
- 2 文書「レジット・ファンドの分配原資の分析」（甲第24号証）は、次のような経緯で原告に届けられた。

管理会社による原告への第1回説明会（平成23年11月）において、原告は被告ファンドクリエーションの訴外宮本の説明に納得できない点が多々あったので、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。このとき、原告は何の資料を出して欲しいとは特定せずに、資料の選択は訴外宮本にまかせた。しばらくして、訴外宮本から被告藍澤証券経由で文書「レジットファンド借入比率」（甲第23号証）および「レジット・ファンドの分配原資の分析」（甲第24号証）、「レジット鑑定評価額リスト」（甲第30号証）の三つが原告に届けられた。

これらの文書に関して、原告は何の説明も受けていない。したがって、これらの文書に関して原告が述べることは、原告の考えによるものである。被告ら、特に被告ファンドクリエーションは、何らかの意図の下にこれらの文書を原告に届けたのであろうから、原告の述べることへの認否だけでなく、被告らの考えを述べられたい。つまり、これらの文書によって、被告ファンドクリエーションは原告に何かを示したかったのであろうから、それを明らかにされたい。

原告の考えによると、これらの文書は、被告ファンドクリエーションに都合のよい情報を原告に伝えるためのものだと考えられる。例えば、文書「レジットファンド借入比率」は、本件事件発生前にレジットは40%台の借入比率であったことを示すものであり、基準価額が10分の3に下落するという大きな落差をやわらげて見せたいという被告ファンドクリエーションの意図が感じられる。この意図については、準備書面(6)の(71頁)第3.3の3(2)に書いたとおりである。つまり基準価額の10分の3にも及ぶ下落を何とかして正当化できないものかという気持ちが被告ファンドクリエーションには

よほど強かったのであろう。しかし、言い訳の勢いがあまって、逆にレジットに借入金があったにもかかわらず、借入金の説明なしに被告藍澤証券が投資家にレジットを売りつけたという大問題をあらわにすることになった。

そして、被告藍澤証券は、「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。」と調停の際の答弁書（甲第17号証）の4頁、5頁の第2の4（6）に述べている。

これらを総合すると、被告らにリスク説明の不備があったと捉えるだけでは済まされない。なぜなら、リスク説明は将来発生するかもしれないような不利益の可能性を示すものだからである。実際には、レジットを販売する時点で、10%を超える借入比率であったのだから、将来発生するかもしれない不都合ではなく、販売時点で現に存在した不都合である。つまり、レジットに借入金があったにもかかわらず、その説明をせずにレジットを売りつけたという重罪があったことを被告らは自ら認めたことになる。

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であるかのように見せかけることによって、本件事件発生後の分配金の減少を正当化しようとする被告ファンドクリエーションの意図があるのかもしれない。しかし、実際には、この文書は本件事件発生後の分配金の減少を説明するには不完全すぎるし、ましてや分配金の減少を正当化する文書にはなっていない。それどころか、この文書は後述のように、収益源物件の評価額を被告ファンドクリエ

ーションが直接還元法で算出していないことを示す更なる証拠にもなり得るかもしれないのである。

- 3 次に、甲第24号証のデータそのものが、信託のおけるものかどうか、吟味しておこう。そもそも、本件事件発生前の分配金45円時代に、レジットに45円の分配金を支払う力がなかったと、被告ファンドクリエーションは甲第24号証によって示そうとしているのであろうか。そうだとすれば、分配金45円時代にタコ配当になったはずである。しかし、分配金45円時代には、実質的にタコ配当がなかったという第3の分析結果が得られている。したがって、この分析結果と矛盾する。こう考えて、甲第24号証のデータをよく見たところ、これらのデータは、レジットの基準価額の値動きを説明するデータの一部を抜き出してきたものであることが分かってきた。

原告は、毎月1回被告藍澤証券の三島支店に出向き支店長からマンスリーレポートを受け取ることを習慣にしていた。そして、レジットの状況などに関する詳しい説明を受けることもあった。すなわち、レジットの基準価額の値動きの原因について数値データを示しての説明を原告は支店長から受けたのである。

被告藍澤証券の三島支店の支店長訴外喜多の後任の訴外下中は、例えば2014年12月のマンスリーレポート（甲第29号証）に、わざわざ基準価額の値動きの原因について数値データを手書きしてくれた。これは、既に述べたとおりである。なお、訴外喜多からも数多くの月についての数値データを口頭で示してもらい、原告はメモ書きした。

例えば、2010年12月に2,493円であった基準価額は、翌月の2011年1月に2,463円になった（甲第10号証参照）。こ

の30円の下落は、レジット1口当たりの収入分12円に対して、支出分が12円あったためであるとのこと。すなわち、分配金の30円がまるまるタコ配当であり、そのために基準価額が30円だけ下落したとのことである。収入12円の内訳は、不動産賃貸等による収益6円と減価償却分評価益5円と収益源物件評価益1円である。支出12円の内訳は、ファンド経費4円、J-REITにおける運用損8円である。なお、減価償却分評価益とは、分かり難いが、税務上は減価償却をして価値が低くなったように評価して節税をするのであるが、収益源物件の価値としては下がっていないという判断のもとに減価償却のために評価を下げた分をもとに戻す扱いをしているようである。この分かり難い減価償却分評価益の意味については、毎月1回行なう三島支店長との話し合いの中で、何回かに渡って原告が聞き出したのでやっと分かった。

上述の内訳の中の下線をつけた部分を抜き出したのが、甲第24号証の文書「レジット・ファンドの分配原資の分析」の(5頁)2011年1月の欄の数値データであろう。本来であれば、三島支店長が示した数値をすべて同文書に含めるべきである。そうすれば、同文書は基準価額の値動きの原因を示すことにもなるところだが、同文書はその中の被告ファンドクリエーションにとって都合のよい項目だけを抜き出したものなのであろう。ここでは、三島支店長が原告に示したようなデータを“完備データ”と呼び、文書「レジット・ファンドの分配原資の分析」に掲載されたようなデータを“部分データ”と呼ぶことにする。

- 4 完備データであれば、マンスリーレポートに掲載された基準価額および分配金（これらは甲第10号証として抽出することができた）

との照合をとることができる。そして、その意味を上述のように明確に述べることができる。しかし、完備データの一部の部分データであると、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という意味が不明確になる。実際に、甲第24号証の（5頁）2011年1月のデータによると、例えばレジット・ファンドの分配原資の合計が6円とのことであるが、この月は30円の分配金が実際に支払われている。これは一体全体、何を意味するのであろうか。原告はこの意味を全く理解できない。いずれにしても、甲第24号証を提出した被告ファンドクリエーションに尋ねるのがよいだろう。

- 5 このように甲第24号証のデータを吟味したところ、信託のおけるものとは言いがたいことが分かった。なぜなら都合のよいところを抜き出したと思われる部分データであり、完備データではないからである。したがって、照合作業に耐えるような毎月の完備データが被告ファンドクリエーションから提出されるのを待って、レジットの分配金にあてるべき原資の不足の有無を分析するのが、本来の姿であろう。しかし、その前に現時点でできる範囲で原告側による分析を試みよう。

まず、甲第24号証の部分データを完備データにするために付け加えるべき項目を考えてみよう。収入の内訳に現れる項目には、不動産賃貸等による収益、減価償却分評価益、収益源物件評価益、J-REITにおける運用益などがある。そして支出の内訳に現れる項目には、ファンド経費、J-REITにおける運用損、収益源物件評価損、各種の税金、リファイナンスの費用などがある。なお、もしもファンド経費の中に信託報酬が含まれていなければ、これも含めなければならない。

こう見てくると、部分データは、主たる投資対象である収益源物件による賃料収入を中心に抜き出したものであり、従たる投資対象である J-REIT における運用損益が含まれていない。それから、収益源物件の評価損益も含まれていない。したがって、部分データを完備データにするには、主に J-REIT における運用損益および収益源物件の評価損益を追加して、更に各種の税金やリファイナンスの費用などの支出を加えることになるだろう。

- 6 本件事件発生前の分配金 45 円時代には、甲第 24 号証を見る限り原資の合計額が 20 円台の月が目立つ。ところが、この時代に 45 円の分配金を支払っていたということは、分配金の 45 円と 20 円台の原資との差額を J-REIT における運用損益および収益源物件の評価損益でまかなっていたことを意味する。果たしてこんな芸当ができるのだろうか。

収益源物件の評価損益を見ると、直接還元法による評価方法が採用されているはずなので、収益源物件の評価損益と不動産賃貸等による収益は、比例関係にある。そして、J-REIT における運用益をみると、利益が出ることもあれば損失を被ることもあるものなので、定常的に毎月のように利益をあげることは、宝くじの特等に 2～3 回も当たるような稀な確率であろう。このような観点から、完備データを吟味することによって、事実を表現したデータかどうか、あるいは信頼のおけるデータかどうか分かってくる。原告が仮に試しに適当なデータを挿入してみたところでは、甲第 24 号証にデータを追加して辻褃の合う完備データにすることは、ほとんど不可能であった。ただし、収益還元率を毎月、大幅に変動させることにすれば、何とかまとまりが付

くかもしれない。しかし、収益還元率が毎月なぜ大幅に変動するのか、説明のつかない極めて不自然なデータになることだろう。

- 7 いずれにしても、原告は各月の完備データが提出されるのを待って、データ間の関係を分析したい。その際に、収益還元率などのデータが必要になる。したがって、部分データを完備データにするだけでは不十分であり、収益還元率などの各種のデータ間の整合性を確認するためのデータが更に必要になるのである。こうしたデータを含んだ、分析作業に必要なデータ群を、ここでは“完全完備データ”と呼ぶ。完全完備データとは、原告が平成27年2月4日に「文書提出命令の申立」で求めたデータに他ならない。まずは、部分データに必要なデータを追加して完備データにしてもらうことを原告は求める。そして、その次には、完備データの整合性を確認するためのデータを追加して、完全完備データにすることを原告は求める。こうして得られたデータを用いて原告は分析をしていきたい。

この過程で、収益源物件の評価額を被告ファンドクリエーションが直接還元法で算出していないことなどに関する更なる確証が得られることだろうし、これまで気づかなかった目論見書の規定違犯が見つかるかもしれない、と原告は考えている。

- 8 ここまで、文書「レジット・ファンドの分配原資の分析」（甲第24号証）の中の本件事件発生前のデータを主に見てきた。ここで、本件事件発生後のデータを見ると、全く道理に合わないことがわかる。なぜなら“評価額低下時の収益力不変の原理”に従わずに、時とともに収益力が衰えるという傾向が見て取れるからである。そこで、準備書面（6）で述べた**質問 Y 「なぜ分配金が減ったのか」**に対する説明を甲第24号証のデータを用いて具体的に回答することを被告ファ

ンドクリエーションに求める。その際に、このデータだけでは、データの信頼性が確保できないので、まず完備データにして、更に完全完備データにする中で、説明内容の信頼性を確保しながら、**質問 Y**に回答していただきたい。

- 9 まとめると、文書「レジット・ファンドの分配原資の分析」（甲第 24 号証）は、部分データを記述したもので、完備データにはなっていない。そこで、まず必要なデータを追加して完備データにすることを被告ファンドクリエーションに求める。その際に、甲第 24 号証では、本件事件発生前のデータが 3 ヶ月ごとのものだが、これを毎月のデータにすることも合わせて求める。

この後で、必要に応じて完全完備データにすることを被告ファンドクリエーションに求めることにするが、とりあえず。収益還元率については、完備データと一緒に提出することを求める。

- 10 甲第 24 号証の文書「レジット・ファンドの分配原資の分析」の表題に「分配原資」という言葉が使われている。このために、あたかもレジットの収入のうちのある項目を分配金にあると決めてかかっているような印象を与える。しかし、実際は原資になる項目が決まっているわけではない。

そもそも、レジットの交付目論見書（甲 2 の 1）の 3 頁には「間接的な主たる投資対象である収益源物件および従たる投資対象である J-REIT からの収益を源泉に、受益者に対し毎月分配を行うことを最大の目的としています。」と記載されている。したがって、甲第 24 号証の文書に J-REIT における運用損益をなぜ含めなかったのか全く不思議である。更に、収益源物件の評価損益についても、評価益があれば、それを分配金の原資にあてることもできる。

更に、基準価額と分配金は、相互に融通可能なので、例えば基準価額を減じて、それを分配金にあてるという（望ましいとは思われない）タコ配当さえが可能なのである。したがって、「分配原資」と呼べるものは、甲第24号証の文書に掲載された項目だけでなく、すべての収入と支出の項目を総合的に見るべきなのである。甲第24号証の文書を見るだけでは、分配原資に関する意味のない議論になってしまう。甲第24号証の文書は、子供騙しならぬ老人騙しともいえる。だからこそ、原告は、部分データではなく、完備データを求めているのである。

- 11 ちなみに、訴状の18頁では、分配金の合計額に基準価額を加えた「分配金込み純資産価額」を見ることの重要性を述べた。なぜなら、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からである。ところが、マンスリーレポートに掲載されている分配金込み純資産価額という指標は、いわば貯金の元利合計額に相当するものなので、分配金と基準価額を相互に融通しても変化がない。したがって、騙しのテクニックは使えない。しかるに、毎月実質的にどれだけの利益があったのかを示すので、これを見ることで収益力の程度が明確に分かる。例えば、分配金45円時代にレジットは毎月45円の分配金を支払う力があつたといえるのである。ただし、真の収益力を知ることができるのは、マンスリーレポートの基準価額に粉飾がないという前提条件を満たしている場合に限られることを忘れてはならない。

第5 買戻請求の急増と現金不足の状態に向かう過程

- 1 甲第6号証の文書によると、平成20年（2008年）11月分のレジットの購入申込みがゼロに対して、買戻請求が327,196口あり、買戻し請求に応じるための現金を有していなかったとのこと。これが事実だとして、なぜこのような買戻請求の増加と現金不足の状態を引き起こしたのかについて調べてみよう。この調査の過程で、この状況を回避するためのうまい処方箋が見つかるかもしれない。そもそも被告らは、このような不都合な状態にならないようにするという責任があったはずである。
- 2 甲第6号証の文書『「FC ファンド-レジット不動産証券投資信託」の純資産価格の決定の停止について』では、かなり断定的に収益源物件の早期売却を進めざるを得ないと述べている。まるで既定の路線が敷かれているかのように、わき目も振らずに急ぐのはなぜであろうか。こうした疑問点に関して、準備書面(6)の38頁に指摘したように「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、そしてその選択は妥当なものか」に関する説明がなされていない。そこで、この路線について、そもそもの事前の処置から事後の処置に至るまで、いろいろな誤りがあることを原告が指摘することにする。
- 3 そもそも現金不足のためにレジットの買戻請求に応じられない場合には、レジットの基本設計・構造設計の上からは「6か月ルール」（訴状8頁）を適用できる。すなわち被告藍澤証券作成の文書「追加型株式投資信託お申込確認書（不動産証券型）」(甲3の1)には、「買戻し請求に応じるに十分な金銭等を有しない場合、買い戻しが翌月以降に繰り越されることがあります。但し、請求から6か月以内には当

該請求に応じられ、実施日の価格にて買戻しされます」との明快な記載がある。そして同様の記載が甲2の1の請求目論見書の3, 4頁にもある。しかるに、甲第6号証の文書では、6か月ルールには一切触れずに「純資産価格の決定の停止」をするのが当然のこのような記載をして、被告らは売り急ぎへと突っ走るのである。しかし、実際には「6か月ルール」を適用するに相応しい局面であるからそうすべきなのである。これが第一に行なうべき当然の処置である。そして「純資産価格の決定の停止」を適用する必要などは更々ないのである。「6か月ルール」を適用すれば、たとえ収益源物件の売却を進めるにしても、売却のための猶予期間が長く取れる分だけ、つまり6ヵ月ほど売り急ぎが緩和されるので、売却価格をそう低くしなくても済むかもしれないのである。だから、もしも不動産の売却をするのであれば、何か行なうべき活動があったとしても、直ちに並行して売却活動を開始して売却期間に余裕を持たせるべきなのである。

- 4 一体何ために「純資産価格の決定の停止」を適用するというのであろうか。たとえ早期売却を前提とする評価額を取得するにしても「純資産価格の決定の停止」の必要性はないと思われる。それに、早期売却を前提とする評価額を“取得”するといいいながら、いつの間にか早期売却を前提とする評価額を“適用”することによって変わった。すなわち、早期売却を前提とする評価額を“適用”は、きちんとした説明がなされないまま、なし崩しになされた処置なのである。

一般に債務者が倒産した場合など、直ちに不動産を処分する必要が生じた際などに、早期売却価格を用いることが知られていて、平常時の評価額に早期売却減価率を乗じて早期売却価格を算出することがある。レジットの場合、緊急性はどれほどであったのだろうか。まず、

そういう説明があつてしかるべきである。そして、もしも早期売却価格の取得が必要ならば、平常時の評価額はすでに算出されているので、早期売却減価率を例えば $61.6 (= 100 - 38.4) \%$ などと決めれば済むことであろう（なお、ここでは処置の正当性ではなく、処置の作業方法を論じている）。準備書面（6）の66頁にも書いたことだが、もしも取引事例比較法を用いて鑑定評価をやり直すのであれば、再度の鑑定評価を実施する意味が分からないとまではいえないが、以前と同じ収益還元法を用いた鑑定評価を行なうというのであるから、つまり重複した鑑定評価であるから全く不可解である。

訴外宮本から聞くとところによると、不可解なことはこれだけではない。平常時の評価額を鑑定した会社とは別の会社に切り替えて、早期売却を前提とする評価額を鑑定させたとのこと。鑑定評価には一貫性が求められるのにもかかわらず、それを無視した暴挙といえよう。

交付目論見書（甲2の1）の「純資産価格の決定の停止」（47頁、48頁）を見ると、次のように記載されている。すなわち「管理会社がファンドの純資産価額の決定を停止するであろう状況は以下のとおりです。」とあり、(a) (b) (c) (d) (e) の五つの場合が記載されている。この中の「(b) ファンドの投資対象の処分を実行不可能とし、もしくは受益者に対し重大な悪影響を与えるとの結果を招くような異常事態を構成する事由が存すると管理会社が判断した場合」を適用して管理会社が「純資産価格の決定の停止」をしたものと考えられる。しかし、純資産総額の10%にも満たない買戻請求が果たして異常事態なのであろうか。準備書面（6）の100頁でも触れたことであるが、甲第6号証に記載された状況は、仕組まれた状況設定かもしれな

いのである。そうであれば、被告らが予定どおりに仕組んだ状況なのであって、異常事態とはいえないのである。

- 5 そもそもレジットの正式名は、F C ファンドーレジット不動産証券投資信託である。被告ファンドクリエーションは、レジットの投資対象が不動産であるという訴状の記載を否認している。投資対象が不動産証券であるとの主張であろうか。原告は、訴状の4頁に「具体的な実体のイメージをもちやすいように、不動産または収益源物件などという言葉を使っているが、これは正確には不動産の受益権のことを指す。」と記述した。つまり、正確に述べると「不動産の受益権」なのであるが、実際の不動産だと捉えたほうが理解しやすい。そこで。訴状及び原告側の資料では、不動産の受益権のことを不動産と記述している。しかし、「不動産」なのか「不動産の受益権」なのかによって違いが生じる場合は、これらを明確に区別することが必要である。

被告らは「早期売却」など売却という言葉を用いているが、そもそも収益源物件の購入とは、各営業者と対象匿名組合契約を締結することを意味するはずである。そうであれば、収益源物件の売却とは、対象匿名組合契約の解約に他ならない。一般に、対象匿名組合契約は、6ヵ月前に通知が必要であるが、可能である。なお、この6ヵ月は、6ヵ月ルールに対応する期間である。このように捉えると、早期売却を前提とする価格の意味が不鮮明になる。

なお、レジットの歴史を眺めると、購入して売却した不動産（不動産の受益権）を2010年ごろから再度購入することも行なわれている。このような実例として、FLEG 池尻、FLEG 恵比寿 *secondo*、FLEG 自由が丘、フォレシティ東麻布、トレディカーサ恵比寿などがある。もしも、早期売却を前提とする評価額で売却して、平常時の評価額で

再度購入したとすれば、投資家に不利益を与えるような行為である。いずれにしても、不可解なレジットの運用である。

- 6 甲第6号証の文書にある買戻請求の増加と現金不足の状態を引き起こした原因を分析してみよう。

本件事件発生直前の2008年10月のマンスリーレポートによると、基準価額が9,869円に下落している。前月の同年9月の基準価額は、10,075円であったから、2.04%の下落である。

ちなみに、甲第28号証の文書「レジットのタコ配当の状況」の中の分配金45円時代の一つの例外は、この2008年10月の基準価額の下落のために生じたものである。

この2%ほどの下落について、2008年10月のマンスリーレポートには、収益還元法による評価を無視したかのような次の説明がある（下線は原告が付けた問題箇所である）。なお、純資産価格とは基準価額のことである。

- ・ 10月の分配金は、1口当たり45円（課税前）といたしました。
- ・ 10月末の純資産価格は、9,869円（前月比-206円）となりました。
純資産価格下落の主な要因は、収益源物件の不動産鑑定評価額（2008年10月末時点）の下落によるものです。
- ・ 米国サブプライムローン問題に端を発した世界的規模での金融市場の混乱は、我が国の不動産市況にも波及し、不動産・建設関連企業の破たんが相次ぐなどの影響はあったものの、都心一等地の収益源物件の不動産鑑定評価額においては特段大きな変化は見られませんでした。しかしながら、9月に入り米証券4位のリーマン・ブラザーズが経営破たんし、10月にはニューシティ・レジデンス投資法人がJ-REITとしては初めて破たんするなど我が国の不

不動産市況も一層深刻さを増し、都心一等地における収益源物件の不動産鑑定評価額にも、その影響が表面化したと考えられます。

- ・ 一方で、当ファンドの収益源物件の 9 月末時点での稼働率は 97.3%と高稼働率を維持しており、不動産収益は安定的に推移しています。
 - ・ 当ファンドは、今後もポートフォリオのバランスを考慮しつつ、収益性の高い地域にある物件への投資を行うことにより安定的な運用を行ってまいります。
- 7 そもそも、レジットの基準価額は、取引事例比較法を用いた鑑定評価額による相場ではなく、不動産の賃貸市場の相場に深くかかわるものである。これは、準備書面(6)の25頁にも述べたとおりである。そして、請求目論見書(甲2の1)の7頁にあるように、レジットの基準価額を決める最大のファクターは「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由緒正しい直接還元法の評価式に基づいている。したがって、不動産の賃貸市場に基づき基準価額の下落の説明をすべきなのである。例えば、世の中の賃貸需要が減ったとか、賃貸物件が世の中にあふれることになったとか、賃料の下落が発生しているとか、稼働率が落ちたとか、そういう説明をすべきなのである。しかし、マンスリーレポートの説明は、こうしたことに一切触れていない(いや稼働率は落ちていないなどと逆の説明をしている)。説明すべき項目を説明せずに、その代わりに「下落の主な要因は、収益源物件の不動産鑑定評価額(2008年10月末時点)の下落によるものです。」とある。不動産鑑定評価額は、不動産からの収益等に基づき由緒正しい直接還元法で算定するものであるのだから、不動産からの収益等が下落

したと述べなければ、話が通じない。ところが「不動産収益は安定的に推移しています」とあるので、基準価額がなぜ下落したのか、ちぐはぐでの的外れで、右も左も分からないと素人の説明のような様相を呈している。上述の2008年10月のマンスリーレポートの説明を読んだ原告は、レジットではない別の投資信託に関する説明が突然に始まったのかと思い、面食らった。これでは、目論見書の記述とは全く異なる評価方法を用いていると告白しているようなものだといえよう。

- 8 レジットが目論見書の記述に従っているとすれば、販売員の訴外須藤の同年8月の説明と同様になるはずである。すなわち、レジットはサブプライムローとは無関係であり、収益還元法に基づいているので、賃料収入の減少や稼働率の減少がない限り、現状の基準価額と分配金を維持できる見通しである。そして、実際に賃料収入や稼働率への影響は、一切観測されていない。というような説明になるはずなのである。不景気な暗いニュースが多い中であって、レジットはそれらとは一線を画して、健在であり安定的な運用を維持していることを高らかにうたいあげるべきだったのである。

ところがこともあろうに、2008年10月のマンスリーレポートでは、悪い影響が表面化したなどと述べたのである。ただでさえ米国サブプライムローンやリーマン・ブラザーズの事件に懸念をもっている投資家が、これはいけないとばかりにレジットの買戻請求を発することは、目に見えている。しかも、レジットの基準価額を2%下落させたのである。これらのことを総合的に判断して、管理会社が仕組んで買戻請求を誘発したのだと原告は訴える。一般に事件が発生したときに風評が問題になるが、レジット事件では、管理会社自らがマンス

リーレポートによって悪い風評を流したようなものだから困ったことである。

- 9 ここで、問題視すべき一番分かりやすいことは、なぜ基準価額に2%の下落があったのかというところである。被告ファンドクリエーションは、少なくともアセットマネジャーとして、目論見書に基づき下落の詳細を説明されたい。もしも、請求目論見書（甲2の1）の7頁に従っているとすれば、このような下落はないはずである。この2008年10月は、現金他は、0.39%と極めて少ないので、J-REITの影響も考え難いのである。

さらに不思議なことに、2008年8月末に7.84%あった現金他の保有（約27億4千万円）は、同年10月末には0.39%の現金他の保有（約1億3千万円）に減っている。まるで、現金不足の状況を演出して、甲第6号証に記載された「買戻請求に応じるだけの現金を有していない」状況を作り出しているように見えるのである。

まとめると、買戻請求の増加を引き起こしたのは、2008年10月のマンスリーレポートの不適切な記述であり、かつ2008年10月の2%の基準価額の不可解な下落である。特に、2%の基準価額の不可解な下落は、目論見書の記述を無視した債務不履行によるものと考えられる。

第6 経済価値と収益還元法、直接還元法、収益還元率

- 1 原告は、レジットを購入した平成17年（2005年）の何年か前に、不動産投資に興味をもっていろいろ調べた経験がある。その際に、不動産の評価方法の一つに収益還元法があることを知った。そして、取引事例比較法による評価額と収益還元法による評価額とに何割かのプラスまたはマイナスの違いがある場合があり、こうした違いを踏

まえて不動産を評価することが重要であることを知った。このように評価方法の違いにより評価額に違いが生じる場合があるという知識は、不動産投資に関するずぶの素人の原告さえももつことができたのだから、レジットの管理会社の専門家は、こうした事実を知っていたことだろう。

実際に、交付目論見書（甲2の1）の36頁から37頁にかけて、不動産関連資産への投資をする際に理解すべき常識として、次が記載されている。

「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。」

そもそも、レジットという投資信託を設計する際に、その設計者は買戻請求が発生した場合の対応方法を考えていただろうし、その対応方法の一つが「6ヵ月ルール」であることは明らかであるし、これ以外にも素人の考え付かないようなまい対応方法を用意していたかもしれないのである。例えば、10%を超えない借入比率は、こうした際に安全弁の役割を果たす対応方法の一つなのかもしれない。素人の原告が考えても、準備書面(6)の101頁に書いたように、収益源物件を売却する方法以外に、収益還元率を調整して基準価額を低くして利回りを高くしたレジットを拡販する道がある。したがって、買

戻請求が発生した際に「純資産価格の決定の停止」などの猿芝居をするのは見苦しい。淡々と買戻請求発生時の処置をすればよいのである。そして、その際には、買戻請求の発生を理由にして、投資家に損害が発生させるような“説明されていないリスク”があってはならないのである。管理会社および販売会社は投資の専門家として、考えられるすべてのリスクを投資家に事前に説明する義務があるからである。それにしても、本件事件では、信託報酬も10分3に下落したために管理会社および販売会社も名目的には損害を被っているのであるから、手の込んだ猿芝居である。

- 2 だいぶ表題からそれたので、表題のテーマに戻ろう。本件事件は、不動産の“経済価値”なるものを改めて考えさせるものである。収益還元法について初めて知った際に原告は、直感的に収益還元法は経済価値を示す合理的な評価方法だと思った。一般に価値観は、人それぞれに異なるものだが、経済価値という価値観に絞ると、その本質は意外に単純であり、どれだけの収益力があるのかという点が最も重要だといえよう。いわば甲斐性のある不動産かどうかという点が重要なのである。

原告がレジットを購入した後、なかなかよくできた国土交通省の文書「不動産鑑定評価基準（平成14年7月3日全部改正、平成19年4月2日一部改正）」（不動産鑑定評価基準という）の存在を知った。そして、原告の直感は、不動産鑑定評価基準によって裏付けられた。原告の支援者には、収益還元法はゲテモノの評価方法ではないかと心配してくださった方もいたが、そうではないことは不動産鑑定評価基準から明確になった。

不動産鑑定評価基準には、不動産の評価方法として、(イ) 収益還元法、及び (ロ) 原価法、(ハ) 取引事例比較法の三つがあると説明してある。ここでは、不動産鑑定評価基準に沿って、その一部を引用しながら、収益還元法について見てみよう。次の説明から分かるように、不動産からの収益は、**不動産の経済価値の本質**を形成するものだから、収益還元法は広く適用すべきと推奨されている。

「収益還元法は、対象不動産が将来生み出すであろうと期待される純収益の現在価値の総和を求めることにより対象不動産の試算価格を求める手法である（この手法による試算価格を収益価格という）。収益還元法は、賃貸用不動産又は賃貸以外の事業の用に供する不動産の価格を求める場合に特に有効である。また、不動産の価格は、一般に当該不動産の収益性を反映して形成されるものであり、収益は、不動産の経済価値の本質を形成するものである。したがって、この手法は、文化財の指定を受けた建造物等の一般的に市場性を有しない不動産以外のものにはすべて適用すべきものであり、自用の住宅地といえども賃貸を想定することにより適用されるものである。」

収益還元法が特に賃貸用不動産の価格を求める場合に相応しいことは、原告が思った通りであるが、自用の住宅地までにも賃貸することを想定して適用できるとは原告は考えていなかった。収益還元法の適用範囲は広いのである。そして、不動産鑑定評価基準によると、例えば静岡地方裁判所沼津支部の近くにある国指定史跡葦山反射炉は、世界遺産登録になりそうであるが、収益還元法によって評価するのは相応しくないとのこと。しかし、そうした文化財を除いて、すべての

不動産に収益還元法を適用すべきだと不動産鑑定評価基準は明確に述べている。

- 3 収益還元法について、不動産鑑定評価基準は、なおも次のように述べる。

「なお、市場における土地の取引価格の上昇が著しいときは、その価格と収益価格との乖離が増大するものであるので、先走りがちな取引価格に対する有力な検証手段として、この手法が活用されるべきである。」

世の中の景気がよいときなどには、不動産の取引価格が上昇するものであるが、そうした取引価格によって不動産を評価すると、いわばバブル状態のために取引価格が上昇してキャピタルゲインという形の収益が得られたかのように錯覚することがある。そこで、比較的景気に左右されにくい収益還元法による評価額を用いるなり、参考にするなりすれば、バブルかどうかなどの検証ができると述べているのである。

レジットは、もともと収益還元法によって収益源物件の評価をするので、比較的景気に左右されないはずである。すなわち、2008年10月のマンスリーレポートの米国サブプライムローンやリーマン・ブラザーズの事件とレジットの関係に関する説明は、収益還元法の特性を無視した誤った記述である。

そして、不動産鑑定評価基準は、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）の二つがあると述べる。長期に渡って不動産を保有し続ける場合には収益を還元利回りで割るだけという単純な計算式の直接還元法を用いるものであ

るとのこと。したがって、レジットにおいて、直接還元法を用いていることは適切だといえよう。

- 4 原告が目から鱗が落ちるように感銘を受けたと述べるのは、経済価値の本質が収益力にあるという収益還元法の考え方である。レジットの分配金が45円の本件事件発生前の状況を思い出してみると、毎月45円の分配金があるからこそ、原告はレジット1口の価値が1万円あると捉えていたといえる。だからこそ、原告は1口当たり1万円ほどを支払ってレジットの購入をしたのである。もしも何の分配金もないとすれば、基準価額が安定しているためにキャピタルゲインが得られそうにないレジットのような金融商品を購入しようと原告は思わないのである。つまり分配金のないレジットは価値がないとみなされ、誰も購入しようとは思わないことだろう。逆に、毎月50円の分配金が支払われる金融商品**G**が存在すれば、そしてこれ以外の条件がレジットと全く同じであれば、投資家はレジットではなく金融商品**G**を購入することになるだろう。このように考えると経済価値の本質が収益力にある、という収益還元法の基本思想は、正に言い得て妙である。特に収益還元法を採用しているレジットには、ピッタリといえる。
- 5 収益還元率について調べておこう。収益還元率は、収益還元法の一つである由緒正しい直接還元法の評価式の分母に現れる項目である。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。しかるに、平成27年3月10日付で被告ファンドクリエーションから提出された文書「文書提出命令申立に対する意見書」には、明らかに目論見書の陳述と整合がとれないような収益還元率に関する記載がある。被

原告ファンドクリエーションは、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収益還元率を扱っている。このような攪乱に惑わされることなく、原告は立ち位置を明確にしよう。そして、収益還元率を正しく理解しておこう。

収益還元率とは、不動産または金融商品などの1年間の収益によって、その価格を評価するときに用いる一種の係数のようなものである。不動産が将来生み出すであろうと期待される純収益の現在価値の総和を求める際に用いる利率だということもできる。例えば、レジット1口当たり年間540円(=45円×12ヵ月)の収益をあげることができれば、そして収益還元率が0.054であるとすれば、収益を収益還元率で割るという計算の結果、1万円という価格が得られる。このような計算をして価格を求める手法が直接還元法である。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」を参照されたい。

収益還元率に関するマジックは、被告藍澤証券の三島支店長に尋ねると丁寧に教えてくれる。1万円で購入した固定金利の長期国債の価格が世の中の金融情勢によって1万円を超えたり、1万円を切ったりするマジックがあるのである。証券会社の業務として長期国債を販売するときには、そうした説明をすることが必要だったので、長期国債の価格変動の理由を詳しく説明してくれるのである。これには、収益還元率が関係していて、収益還元率が変化するので長期国債という金融商品の市場価格が上がったり下がったりすると捉えることができる。

- 6 レジットは、そもそも準備書面(6)の99頁に書いたように、収益源物件の貸し手と借り手のバランスによって適当な価格に落ち着

く。これが経済における価格に関する原理なのだが、同様の価格に関する原理が金融商品の売り手と買い手のバランスに対しても働く。すなわち、金融商品の売り手と買い手のバランスによっても金融商品の価格は影響を受けるのである。長期国債の場合を述べると、年利1%の長期国債を購入したとして、翌年に年利1.1%の長期国債が発行されたとすると、年利1%の長期国債の価値は下がり、価格も下がるのである。

レジットの基準価額は約1万円であり、毎月45円の分配金が支払われていて、利回りは年率5.4%であった。世の中には、数多くの金融商品があり、レジットはそういう金融商品と競合状態にあり、投資家はそうした金融商品のそれぞれを比較してレジットを購入するかどうかを決める。したがって、レジットよりも条件のよい金融商品が登場するとレジットは売れなくなったり解約されたりしてしまう。例えば、毎月50円の分配金が支払われる金融商品**G**が新たに登場すれば、そしてこれ以外の条件がレジットと全く同じであれば、レジットではなく金融商品**G**が売れることになるだろう。この場合、金融商品**G**の利回りは年利6%なので、利回りが年率5.4%のレジットは金融商品として価値が減じられたのである。したがって、レジットの利回りを上げる処置をしないと、本件事件のように解約が増加して、解約請求に応じるための現金不足に陥ったりする（本件事件は、こうした状況であったとは思えないが、ここでは一般論を述べている）。こうならないようにする最も基本的な操作は、レジットの収益還元率を調節して、レジットの利回りを年利6%にすることである。こうすることによってレジットの金融商品としての魅力を保つことが必要なのである。例えば、収益還元率を0.06にすれば、レジットの基

準価額は、年間の収益540円を0.06で割った結果の9千円に下がるが、毎月45円の分配金が支払われるレジットの利回りは年率6%となり、他の金融商品に負けないかもしれない。このような調整が行なえるように、収益還元率という値が存在している。

- 7 収益還元率を決めるのは、被告ファンドクリエーションの役目になっている。したがって、被告ファンドクリエーションは、買戻請求の増加と現金不足の状態になったなどと手をこまねいているのではなく、レジットの収益還元率の調整をする立場にあって、そうした状況を起こさないようにコントロールすべきなのである。

もっとも、本件事件発生直前の平成20年（2008年）末の状況は、レジットの競争力がなくなった時期ではない。日本銀行はいったん解除したゼロ金利政策を再び実施するとの決定をした。銀行の預金金利は最低水準の時期である。だから、レジットの競争力が落ちたとは考え難い。レジットのような利回りが年率5.4%の金融商品には有利な時期であった。そうした状況下での重要なポイントは信頼性であり、信用である。それにもかかわらず、2008年10月のマンズリーレポートの不適切な記述、および2008年10月の2%の基準価額の不可解な下落があったために、レジットの信用が損なわれて、買戻請求の増加と現金不足の状態になったのだと、原告は強く主張する。自らマッチで火事を起こして自らポンプで消す「マッチポンプ」という言葉があるが、買戻請求の急増と現金不足の状況は、管理会社が自ら風評被害を発生させたものであり、本件事件はその火を消すためだと述べて投資家に損をさせた事件だと捉えることができるのである。

第7 本件事件の特徴とピントの合う箇所合わない箇所

1 本件事件は、数多くの要素が関係していて要素間に相互に矛盾が見つかるので、被告らをたたけば、ほこりの出ないところはないほどである。こうした状況において、被告らはいわば八方破れの戦術を採用しているように見える。そうせざるを得ないのだろうが、この戦術はあなどれない。そもそも原告はどの要素を中心に訴えるべきか、訴え方が非常に難しい。あまりにも訴えるべきポイントが多過ぎるのである。原告は、その中から本質的な重要なポイントを見つけて出して訴えないと、被告らはよくあるタイプの証券事故として扱い小額の賠償金で済ませることができるのであれば、それでよしとするかもしれない。原告が平成25（2013）年3月に被告藍澤証券を相手方として損害賠償を求めた調停では、被告藍澤証券のこうした態度がありありと分かった。あるいは、原告がある訴点を中心に追求すると、被告らはひらりと体をかわして、しかじかのことだろうと、被告らに都合のよい軽罪ポイントへと原告を誘導することもある。

したがって、原告は、まず重要なポイントを見つけ出すことが必要である。そのためには、広い視野で本件事件の全体像を捉えて、重要ポイントを見定めなければならない。そして、原告の立ち位置をしっかりと保つことが必要であり、たとえ被告らが原告をどのポイントに移動させたとしても、原告はゆるぎなく被告らの問題箇所を指摘できるように本件事件の全体像を捉えおかなければならない。

とはいうものの、捜査権限のない原告がこれまでに得た情報は限られているので、本件事件の細部に関することは分からない。そして、被告らは情報管制を敷いているので、これ以上の追加情報を原告が得ることは困難であろう。したがって、訴状に記載した求釈明または原

告が平成27年2月4日に「文書提出命令の申立」で求めた文書が非常に重要になっている。つまり、本件第1事件では表面的なポイントを指摘したのに対して、本件第2事件は資産消失に関係するものであり、本件事件の中心となる重要なポイントに迫るものである。この本件第2事件の審議を始めるためにも、求釈明または「文書提出命令の申立」で求めた文書が求められるのである。

なお、被告らの訴訟代理人弁護士は、原告に個々の具体的なポイントを指摘せよと迫るが、本件事件はその全体像がまだ十分に解明されていないので、そう急ぐことはできない。もしも急ぎたいのであれば、被告らそれぞれの見解として、本件事件を矛盾なく説明する全体像を提示することである。そして、原告の質問に明快に答えることが必要であろう。原告は、たとえ時間がかかろうが、本件事件を解明していきたいと考えている。

- 2 被告藍澤証券の訴訟代理人弁護士は、自らの立場を誤解しているようであり、被告ファンドクリエーションの言うことを鵜呑みにして、原告に反論している。しかし、少なくとも筋の通らないことを主張し続けると、傍聴者、傍観者には当然それが分かるだろうから被告藍澤証券の立場を悪くすることになるだろう。原告が以前から求めているように、原告と協同して、被告ファンドクリエーションに損害賠償をさせるのだという強い意志を固めるといふ発想の転換が必要ではないだろうか。ただし、被告ファンドクリエーションと被告藍澤証券が共謀して本件事件を起こしたのであれば、現状の主張のままであることが仕方ないのかもしれない。

もしも被告藍澤証券が**質問Z**「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」に答えることは、文理文脈からしてあり得ないなどと主張し続けるのであれば、老婆心から出た原告のこうした忠告は無駄かもしれない。被告藍澤証券の共謀の疑いは、いやがうえにも増すことになり、被告藍澤証券の立場を悪くすることだろう。

原告は、販売会社なるものには、管理会社の不正を監視したり、正したりする役割がある、と捉えている。残念ながら、世の中には販売会社が単独で、あるいは管理会社と一緒に不正を働く例が数多く見られる。そうした不正に慣れてしまうと、販売会社は投資家保護のための活動は行なわないものだということが常識になり、文理文脈からしてこれが常識だなどと胸を張って述べることになるのかもしれない。しかし、基本は、あくまでも販売会社は投資家保護のための活動を行なうべき立場にある。このことを忘れないで、答弁なり、反論なり、主張なりをされたい。

- 3 被告らは原告に対して訴点となるポイントが不明確だなどとあらぬ攻撃をしているが、原告は、少なくとも本件第1事件において、重要なポイントとして、収益源物件の評価額の算定方法の変更、およびファンド借入比率の制限値オーバーの二つを挙げた。そして、本件第2事件に関する重要ポイントとして、収益源物件の資産消失に関する原告の根拠のある推論を示した。これは数学的な証明に使われるような確実な推論である。被告らは、これを認めざるを得ないであろう。

本件事件は、いわば白日の下になされたといえよう。なぜなら、レジットの基準価額および分配金などの重要な情報はマンスリーレポートに深く刻まれており、もはや隠すことはできない。白日の下に大勢の証人がいる事件と全く同じ状態だといえる。そして、マンスリー

レポートの基準価額および分配金などを分析するだけで、資産消失の証明ができてしまう。被告らは、うまく隠したつもりかもしれないが、頭隠して尻隠さずの状況であり、“評価額低下時の収益力不変の原理”というメガネを通すと資産消失がはっきりと観測できてしまうのである。被告らは、このことを知って観念すべきである。

なお、原告が重要ポイントとして挙げたもの以外にも訴点は数多くあり、原告はできるだけ丁寧にそれらを記述するようにしている。しかし、そのすべてを原告が指摘することは、時間的にも、収集できる情報が限られていることから、ほとんど不可能である。したがって、重要なポイントを指摘するに留まるのはやむを得ないことだにご理解いただきたい。

- 4 本件事件はどのような広がり収まるものかといえるのか、原告は、その広がり示すことにしよう。本件事件は、漠然と広い捉えどころのないものではなく、これまで得られた情報からある特定の範囲に収まること分かる。ただし、ピントが合っていないために詳細が分からずにぼやけている部分がある。すなわち、原告は、本件事件の全体像の概要を示すことができているが、その詳細をしかじかのものだと断定的にクリアに示すことはできていない。いわば、本件事件に関して、ピントが合っていない部分をもつような証拠写真が得られたような状態である。したがって、本件事件の可能性の範囲の概略を示すことはできるのである。そして、その写真は、資産消失に関してピントが合っていて、しかも時系列の写真が得られているので資産消失がなされたことは明確である。しかし、だれがいつ資産消失をさせたかについては、ピントが合っていないので、ぼやけたところがある。

そういう状況ではあるが、次のことはいえる。すなわち、被告らは原告よりも多くの情報を持っているので、資産消失について十分に承知しているはずである。それにもかかわらず、被告らは資産消失に言及しないのは、何か後ろめたい理由があるのだろう。少なくとも、被告らはレジット資産の管理・監視に不行き届きがあったことを認めるべきである。

通り過ぎた台風の進路は、十分な観測情報があれば確定できるはずである。しかし、被告らは情報管制を敷いて原告に情報を示さないのので、本件事件は通り過ぎた台風であるにもかかわらず、台風の予報円のように、ある幅をもって本件事件を捉えることしかできないのが現状である。ちなみに、原告は情報処理の専門家なので、どの程度の情報不足の状況では、本件事件をどれほど断定的に捉えることができるのか、できないのか、その程度を心得ている。

以下では、本件事件をある幅のあるものだと捉えて、その幅、すなわち本件事件の可能性の範囲を把握できるようにするための記述をする。すなわち、抽象的な資産消失だけでなく、具体的なイメージがわくように、本件事件の典型的な例を挙げることにする。ここでは被告らが共謀して資産消失を実施したものと仮定して、考察を進めてみる。この例を理解して、この例を中心に据えて、想像力を働かすことによって、本件事件の可能性のバリエーションの全体像を把握していくことができるだろう。

第 8 本件事件発生前に資産消失がなされたとする

- 1 本件事件の広がりや可能性の全体を把握するためには、本件事件の典型的な例を理解して、そのバリエーションを考察するのがよいだろう。このような考えの下に、仮想的に美德レジットおよび悪徳レジットの二種類が存在すると仮定して、それぞれの投資信託がどのような経過をたどるのか考察してみる。なお、美德レジットとは、目論見書の規定を忠実に守る美德運用者によって運用される投資信託であり、悪徳レジットとは、目論見書の規定を無視して勝手なことをする悪徳運用者によって運用される投資信託である。悪徳レジットには、準備書面(6)の96頁に記載したとおり、資産消失がなされた時期によって、詐欺型事件と横領型事件という典型的な二種類がある。ここでは、悪徳運用者が詐欺型事件を起こして、毎月小分けに資産消失を実施したようなケースを考察する。そして、ここでは現実感を重視して、イメージを鮮明にするために、悪徳レジットの悪徳運用者は被告らだと仮定する。すなわち、本件事件発生前に、被告らが共謀して合計250億円に及ぶ悪徳レジット資産を小分けにして“毎月むさぼり取る例”を示す。なお、これはあくまでも一例であることに注意をされたい。
- 2 美德レジットも悪徳レジットも、本件事件発生前はタコ配当なしに1口当たり毎月45円の分配金を投資家に支払うことだろう。レジットにはそれなりの収益力があることを示すためには、こうすることが必要である。基準価額の推移から簡単に分かる単純なタコ配当などという手段は、直ぐに見破る投資家がいるだろうから、運用者はそんなことはしないものである。とにかく、経済価値の本質は収益力にあるのであるから、収益力を示さないことには、投資家にレジットの価値

を認めてもらえない。だから、運用者は収益性向上に力を入れるのである。

- 3 美德レジットにおいては、被告ファンドクリエーションの投資アドバイザーとして役割が脚光をあびる存在となる。すなわち、投資先として収益性の高い収益源物件を選ぶことが重要であり、投資先の選択がキーだといえる。被告ファンドクリエーションの訴外宮本は、ファンド借入比率を上げてレバレッジを効かすことによって毎月45円の分配金をやっとなら支払うことができたのだというようなことを述べた。しかし、この真偽は根拠のある実データに基づくものではない。もしも毎月45円の収益力がないとすれば、美德レジットにおいては分配金を減額するしかないだろう。しかし、レバレッジ効果なしでも十分な収益力が確保できていたのかもしれない。いずれにしても収益力のレベルに関しては、投資アドバイザーの力量が試されるところである。

美德レジットのその後の経過を考察してみよう。美德レジットには、そもそも資産消失はない。そして、直接還元法によって収益源物件の評価額を算定する。したがって、賃料収入や稼働率が下がらない限り、レジットの基準価額の下落はない。だから、2008年10月の2%ほどの基準価額の下落はない。そして、マンスリーレポートの不適切な記述もないことだろう。こう考えると、買戻請求の急増と現金不足の状態などが発生するとは考えられないのである。なぜなら、この当時の金融情勢は、長期金利などが低い状態であり、この当時レジットの競争力が落ちたということは考えられないからである。

- 4 悪徳レジットにおいては、実際の収益力の有無よりも、収益力を誇示することが重要となる。円天事件、レジデンシャルONE事件、安

愚楽牧場事件、M R I インターナショナル事件においても、当初はあたかも確実な収益力があるかのように見せかけるのが常套手段である。当然のことながら、悪徳レジットにおいても本件事件発生前はタコ配当なしに毎月45円の分配金を支払っているかのように、基準価額の推移を演出することだろう。しかし、実際には、例えば収益源物件の購入時に、意図的にあまり価値のない不動産を選択することで、十分な収益力が得られない状態だったのかもしれない。その代わりに、被告らに**不当な利益の還流**があったのかもしれない。

いずれにしても、例えば毎月の収益力が一切ないゼロの状態だと仮定して、レジット1口当たりあたかも45円の収益力があるかのごとく粉飾帳簿をつけて、毎月45円の分配金を支払っていくと、悪徳レジットの実帳簿の資産は約18年でゼロになる勘定である。そして、実帳簿の資産が10分の3になるまでには約13年かかる。このように積極的に資産消失をしなくても、毎月45円の分配金を支払っていくだけでも、収益力が全くないと仮定した場合、悪徳レジットは消えてなくなってしまうのである。

- 5 ここで被告らが積極的に資産消失を行なう場合を考察してみよう。2003年末から始まるレジットの歴史において、2008年末の本件事件発生までの5年間で、レジットの資産の10分の7の250億円分の資産を消失させる計画が実施されたと仮定してみるのである。この場合、250億円の資産消失のためには、被告らは毎月どの程度の資産をむさぼり取るのかを調べたところ次の結果を得た。すなわち、レジット1口当たり毎月45円の分配金を投資家に支払うだけでなく、レジット1口当たり毎月約65円の裏報酬を被告らがむさぼり取

ると、5年間で250億円が消失する勘定である。総計250億円の資産を消失させるには、この程度の荒稼ぎが必要になるのである。

この計算の概要を示しておこう。250億円の資産が毎年50億円ずつ5年間に渡ってむさぼり取られると仮定すると、レジット1口当たり毎月何円むさぼり取られたのか計算できる。50億円を12ヵ月で割って、さらに350万口で割ると119円になる。ところで、レジット1口当たり毎月分配金が45円かかり、正規の信託報酬が8.3円かかるので、119円からこれらを差し引くと約65円になる。レジット1口当たりこの65円を毎月むさぼり取るとすると、5年間で250億円の資産を消失させることができる。

もしも、被告らがレジット1口当たり毎月約65円（これは少なめに見積もった値）の裏報酬を受け取っていたとしたら、それは投資家の受け取る45円の分配金の1.4倍以上に当たる。そして、被告らは、裏報酬の他に正規の信託報酬として、レジット1口当たり毎月8.3円を受け取っている。レジットの総販売口数は、350万口ほどであるから、被告らの毎月の報酬は2億5千万円（年間30億円）を超えることになる。このうち毎月2,900万円ほど（年間3億5000万円）は、正規の信託報酬であるが、残りの毎月2億2千万円（年間27億円）は裏報酬だということになる。

これは、オレオレ詐欺の被害が毎月数十件もあるような状況に相当する額である。ここでは被告らが250億円をむさぼり取った例を示した。実際には消失した資産がどこに向かったのか、明らかになっていないが、莫大な資産がどこかに消えたのである。いずれにしても、ここまで述べてきた数値は、250億円の資産消失がいかに大事件であるのか思い知らせてくれる。

第9 本件事件発生後に資産消失がなされたとする

1 すべての資産消失が本件事件発生後になされるとすると、本件事件発生前は、第8に示した美德レジットの様相を呈することだろう。すなわち、本件事件発生前は、被告らは美德運用者のように振舞うことだろう。そして、まずは分配金45円の**信頼獲得時代**を問題なく務め上げる。ただし、真の美德レジットの場合と異なり、事件を起こすための準備工作を着々と進める。すなわち、事件の骨格となる主要テクニックとして、評価方法の変更を中心にすえて、投資家の資産を帳簿上から消し去るという基本計画を立てる。この基本計画に従うと、250億円ほどの資産を帳簿上から消し去ることができるので、その後で実際の実資産をかすめ取ることが容易になる。

なお、評価方法の変更によって、レジットの基準価額を10分の3に下げるといふ大胆な計画においては、やはり10分の3という落差は大きすぎるので、この落差を和らげるための理論武装を被告らは考える。準備書面(6)の86頁のような偽装工作を用意して、必要に応じて投資家にこの説明をする。なお、被告らは、情報を小出しにして、疑問を抱く投資家を何とか納得させるためだけの最低限必要な情報を示すという戦術をとることだろう。だから事件の全体像を明らかにすることは決してない。

2 分配金の扱いについては、被告らにとって頭の痛い問題である。なぜなら、不動産資産の評価方法を変更したとしても、不動産資産そのものは物理的に存在し続けて、賃料収入を生み続けるからである。“評価額低下時の収益力不変の原理”に逆らうことは原理的にできない。そこで、被告らは、言い訳の説明をするかもしれない。すなわち、投資家からレジットの買戻請求があったので、収益源物件の不動産の量

が少なくなり、収益力が低下したのだなどと主張することだろう。しかし、レジット1口当たりの収益力に着目すると“評価額低下時の収益力不変の原理”が厳然として成り立つ。したがって、被告らは「なぜ分配金が減ったのか」という**質問Y**にまともに答えることができていない。

いずれにしても、評価方法を変更するだけでなく、計画どおりに被告らが250億円ほどの実資産をかすめ取ると、収益源物件の量は以前の10分の3に減ってしまう。この結果、毎月45円の分配金を支払うことができなくなる。支払える分配金は、45円の10分の3の13.5円ほどに減ってしまうからである。

ところで、被告らが“評価額の変更によって発生した事件である”と強調して説明したとしても、レジットの基準価額を10分の3にすると同時に、分配金も10分の3の13.5円ほどに減額するようなことをするならば、投資家はレジット全体が10分の3に萎縮したと思うことだろう。だから、資産の消失に気がつく投資家が多数現れるに違いない。そこで、被告らは、45円分配金を一旦30円に減額して、投資家を煙に巻く戦術を採用する。ただし、被告らは250億円の資産をかすめ取った後のレジット1口当たり毎月の収益力が13.5円になることを見越して、分配金の支払いを13.5円に収めたいと考える。こう考えた末の戦術として、被告らは分配金を名目上30円にすることに決める。ただし、分配金は30円だといいつつ、その裏でタコ配当によって、実質的な分配金は毎月13.5円ほどで済ませる。

- 3 もう一つの被告らにとって難しい問題として、直接還元法がある。請求目論見書（甲2の1）の7頁に計算式までも記載されているとお

り、不動産の評価方法には、由緒正しい**直接還元法**に基づく評価式を用いることになっている。このために、不動産の評価額は、収益に比例することになり、被告らの都合によって評価額を調整することが困難である。このために、被告らは2007年の目論見書（甲2の2）から、計算式を削除して消し去る。

- 4 事前準備の中には、買戻請求の急増と現金不足の状態を作り出すための作業も必要である。これについては、第6で述べたような「マッチポンプ」の活動をする。当時のリーマンショックを被告らは好機だと捉えたことだろう。そして、2008年10月のマンスリーレポートのように、収益還元法による評価方法を無視したかのように見られることをいとわずに“偽悪”の説明をする。

事件前には、被告らは美徳運用者のように振舞って、目論見書の規定に従って直接還元法を用いていたとすると、それを正直に述べるのでは「マッチポンプ」の働きをしない。したがって、正直に述べるのではなく、嘘を付いてまで目論見書の規定に反していたかのような“偽悪”の説明が必要になることだろう。買戻請求の急増と現金不足の状態を作り出す作業は、皮肉なものである。

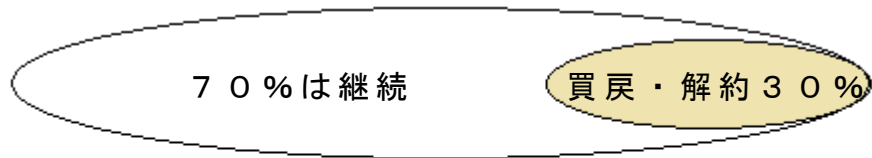
- 5 こうして事前準備を十分にしておいて、事件を起こして、レジットの基準価額を10分の3に下落させたとしても、厳密に言うと被告らは、それだけでは投資家の資産をかすめ取ったことにはならない。正確に述べると、被告らは、目論見書の規定に反して評価方法の変更という債務不履行を行なった結果、投資家のレジット資産に含み損を発生させて、被告らに含み益を発生させたのである。含み損と含み益だけであり、実損失や実利益はまだ生じていない。被告らの含み益を確定させて実利益するには、投資家にレジットの買戻請求または解約請求をし

てもらうことが必要になる。たとえ話で説明すると 3,000 円で売った「うな重券」を 900 円で換金してもらうことによってはじめて「うな重券」の食券販売会社は、2,700 円の実利益が確定することになる。したがって、被告らには、投資家に買戻請求または解約請求をうながす活動に精を出すことが重要課題になるのである。

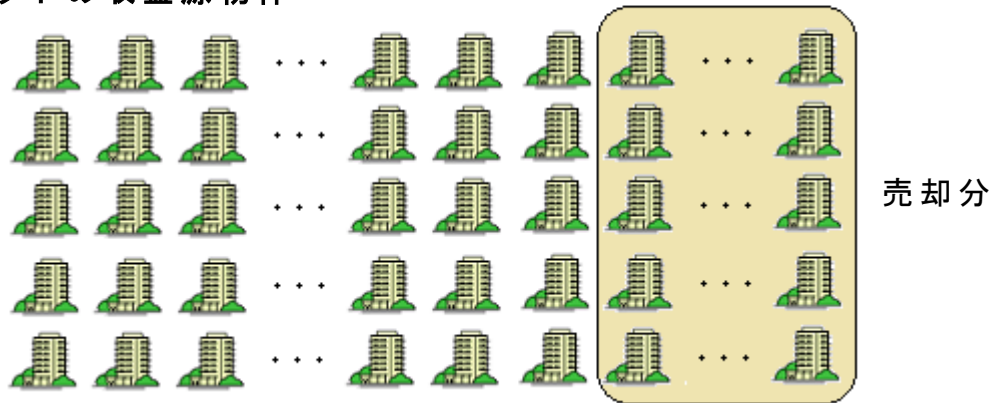
もしも、すべての投資家がレジットをすべて解約すれば、被告らの思う壺であり、250 億円の含み益は 250 億円の実利益になる。この場合、事件当時（平常時の評価額で）350 億円ほどあったレジットの収益源物件は、すべて売却することになるので、収益源物件もレジットという投資信託も消えてなくなる。被告らは、これを目指したのかもしれない。

しかし、現実にはレジットの買戻請求または解約請求を発しない投資家がかなりいた。事件当時に 350 万口ほどあったレジットの総販売口数は、4 年経っても 105 万口減っただけで 245 万口ほど残っている。すなわち、口数をみると、レジットの 30% が買戻・解約されただけであって、70% のレジットは継続して保有され続けたのである。したがって、事件当時に 50 棟あったレジットの収益源物件の 30% が売却されるだろうが、70% は残っていないわけではない。なお、30% とか 70% と述べているのは、金額ベースの値なので、収益源物件の棟数ではない。しかし、収益源物件のかなりは、残っていないとおかしい。

総販売口数



レジットの収益源物件



金額ベースで70%は売却不要 金額ベースで30%売却

なお、レジットの基準価額ではなく、分配金を10分の3に減額することは、直ぐに被告らに利益をもたらす。なぜなら、レジット1口当たり毎月45円の分配金を支払っていた事件前と比較して、事件後はレジット1口当たり毎月45円の収益力を保ったまま毎月13.5円の分配金で済むからである。したがって、レジット1口当たり毎月31.5円の利益を被告らは得ることになる。

- 6 被告らがあまり欲張らずに「**単純な評価方法の変更**」をするだけの場合をまずは考察してみよう。すなわち、1口1万円で売ったレジットを10分の3の3,000円ほどで買い戻すことで得られる不当な利益に被告らが満足する場合である。この場合は、資産消失は生じない。そして、資産消失がなければ、レジット1口当たり毎月45円の収益力があるので、毎月45円の分配金を支払い続けることができる。

もしも被告らが単純な評価方法の変更をするだけで、分配金の減額しなければ、被告らが得る不当な実利益はそう多くないかもしれない。なぜなら、被告らが得る不当な利益は、投資家にレジットの買戻請求または解約請求をしてもらった分に限られるからである。それに、基準価額が10分の3に下落することは、被告らが得る信託報酬も10分の3に減ることを意味する。これらをトータルすると、被告らに大きな利益がもたらされることはないかもしれないのである。

被告らではなく、投資家側に目を向けると、投資家は、含み損を抱えるだけで、直ちに実損失を被ることにはならない。投資家が実損失を被るのは、レジットの買戻請求または解約請求を発した場合に限られる。

なお、レジットに関する本件事件は、このような単純な評価方法の変更だけではないのであるが、もしもこうだとすれば、早期売却を前提とする評価額から、もとの平常時の評価額に戻すことも可能である。そして、もとの平常時の評価額に戻れば、レジットの買戻請求または解約請求を発しなかった投資家は、実損失を被らないだけでなく含み損もなくなり、もとの状態に戻る。ただし、基準価額が下落していた期間に、投資家は悪夢にうなされるような経験をさせられる。

残念ながら、本件事件は、このような単純な評価方法の変更ではなく、資産消失を伴っているので、投資家の被害は甚大である。さらに分配金も実質的に10分の3に減額させられており、もとの平常時の評価額に戻すこともほとんど不可能である。これについては、準備書面(6)の98頁で述べたとおりである。もしも、本件事件を単純な評価方法の変更だけの事件だと見誤ると、本件事件の損害賠償額の算

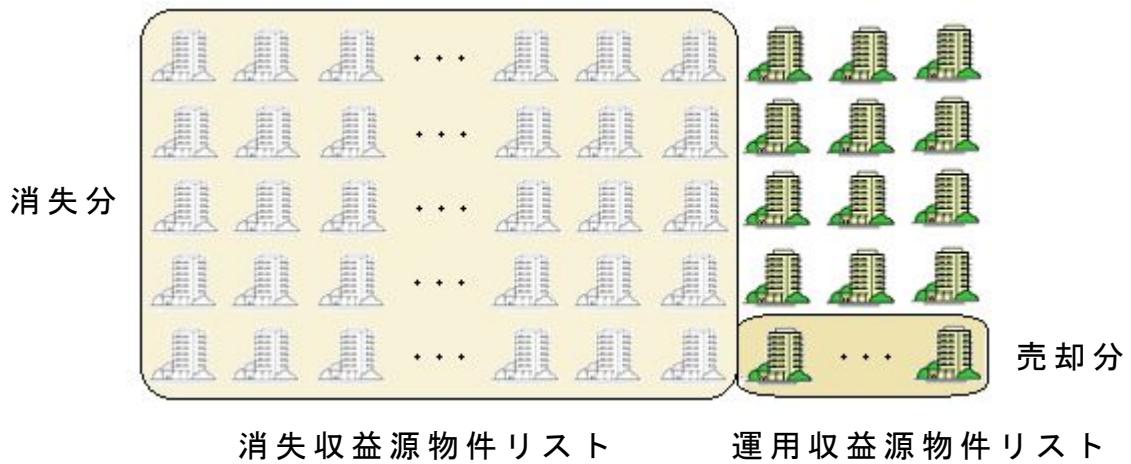
定に誤りが生じるおそれがある。したがって、本件事件においては資産消失を伴っているという認識が重要である。

- 7 被告らが欲張ると、単純な評価方法の変更だけではおさまらない。被告らが事件を起こして評価方法の変更を行い、250億円ほどの資産を帳簿上から消し去った後に、250億円ほどのレジットの実資産を実際にかすめ取ることになる。しかも、投資家が買戻請求または解約請求を発することを待たずして、資産消失をさせることによって、250億円をかすめ取るのである。

大掛かりな仕掛けを用いた奇術として、ディズニーランドの城を消失させるようなイリュージョンが演じられることがあるが、被告らはこれと同様の消失イリュージョンを演じるのである。実際に、事件当時に50棟あった収益源物件は、その4年後に12棟に減っている。この間に、レジットの総販売口数は、350万口から245万口へと30%減っただけである。したがって、被告らが消失イリュージョンを演じたことは明らかである。

事件当時、レジットの収益源物件は、50棟あり、毎月1億6千万円ほどの賃料収益をあげていて、その資産価値は（平常時の評価額で）350億円ほどであった。被告らが最初に行うことは、かすめ取る収益源物件を適当に選び出すことである。収益源物件全体の10分の7の資産価値、すなわち合計が（平常時の評価額で）250億円ほどになるような、収益源物件のリストを作成する。なお、このリストを**消失収益源物件リスト**と呼ぶことにする。そして、消失収益源物件リストに含まれない収益源物件のリストを**運用収益源物件リスト**と呼ぶことにする。運用収益源物件リストには、およそ15棟前後の収益源物件が含まれることだろう。

レジットの収益源物件



そして、被告らは、事件を起こして、レジットの基準価額を10分の3に下落させる。この行為によって、(平常時の評価額で) 250億円ほどの資産が帳簿上から消えるので、被告らは消失収益源物件リストの収益源物件すべてを被告らの所有物にしたとしても帳簿上には残らない。こうすることで、被告らは(平常時の評価額で) 250億円の資産をかすめ取るのである。

この後、被告らは、運用収益源物件リストの収益源物件だけでレジットを運用することになる。こうすると、収益源物件がもとの10分の3に減っているので、当然のことながら毎月1億6千万円ほどの賃料収益も10分の3に減ってしまう。なお、この計算が正しいことは、収益還元法の直接還元法によると、収益と資産価値が比例関係にあることから保証される。収益が減るので、毎月45円の分配金も10分の3に減額しないと、運用収益源物件リストの収益源物件から得られる賃料収益ではまかなえなくなる。そこで、被告らは分配金を30円だと宣言するものの、タコ配当というテクニックを用いて、実質的な

分配金を13.5円ほどで済ませる。これについては、既に述べたとおりである。

事件後に、投資家からレジットの買戻請求または解約請求がなされることだろう。これらの請求には、運用収益源物件リストの15棟前後の収益源物件の一部（30%）を売却することによって応じる。したがって、レジットの収益源物件を売却しても、投資家には怪しまれることはない。これに乗じて、消失収益源物件リストの三十数棟の収益源物件のすべてを売却することにする。この結果、現状のレジットの収益源物件は、12棟になっている。事件当時は、50棟あった収益源物件の38棟を売却したことになる。この間、レジットの総販売口数は、350万口から245万口へと30%減っただけである。それにもかかわらず、収益源物件は50棟から12棟へと76%も減っている。したがって、売却の必要のない収益源を売却したことは、疑いの余地がない。しかも、被告ら消失収益源物件リストに含まれる収益源物件を3年以上の期間をかけて売却しているので、早期売却を前提とする評価額ではなく、平常時の評価額で売却できると考えられる。なお、3年以上という期間は、甲第10号証に抜き出したマンスリーレポートの情報から得られる。こうして、被告らは、見事に消失イリュージョンを演じるのである。

- 8 まとめると、被告らは、まずレジットの基準価額を10分の3に下落させて、（平常時の評価額で）合計250億円ほどの資産を帳簿上から消し去る。次に、投資家から買戻請求または解約請求に対応するためだと見せかけて、収益源物件を必要以上に売却する。すなわち、消失収益源物件リストの収益源物件は、そもそも売却の対象ではないのであるが、これをすべて売却する。その際に消失収益源物件リスト

の売却で得られた金員は、帳簿上には載らないものなので、被告らがすべてかすめ取る。すなわち、被告らはこうすることで（平常時の評価額で）250億円の資産をかすめ取るのである。

どの不動産がいつ売却されたのかという状況はマンスリーレポートに報告されているが、売却の必要性および売却額に関しては、一切の報告がない。したがって、ここで述べたようなことの詳細は明るみに出ない。しかし、総販売口数は、350万口から245万口へと30%減っただけであるにもかかわらず、収益源物件は50棟から12棟へと76%も減っていることは隠せない。なお、この状況をさらに詳しく分析するには、原告が平成27年2月4日に「文書提出命令の申立」で求めた“完全完備データ”が必要である。

- 9 収益源物件の資産消失に関する原告の推論は数学的な証明に使われるような「資産消失の存在証明」であり、確実なものである。しかし、残念ながら、誰がいつどのようにして資産消失を実施したのかは、原告がこれまで得た情報だけでは分からない点がある。そうした明確にならない部分をもつ、いわばピントが合っていない部分をもつような写真が得られている。しかも、その写真は資産消失にピントが合っていて、資産消失をありありと映し出している。そこで、そのピントが合っていない部分について、写真全体と矛盾しないようにして、鮮明な資産消失の過程の一例として再現してみた。本件事件は、この例のとおりにより実施されたかどうかは不明であり、こうだと断言することなどできない。しかし、原告がこれまで得た情報からは、消失の過程がこの例のとおりであるか、あるいはこれに似た形である可能性は否定できない。当たらずとも遠からずであろう。

以上