

## 原告 準備書面(18)の(6頁-15頁)から抜粋

### レジットのカラクリ

- 甲2の1 2005年版 レジットの目論見書(交付、請求)
- 甲2の2 2007年版 レジットの目論見書(交付、請求)
- 甲2の1、甲2の2のpdf版なし。2004年版をご覧ください
- 参照1 2004年版 レジットの目論見書(交付、請求)
- 甲11 平成20年(2008年)10月のマンスリーレポート
- 甲40 原告 陳述書

## 第2 本損害賠償等請求事件の背景に関する総括

### 1 被告らが述べる本事件のトリガー

本事件のトリガーに関する被告らの主張は、平成20年(2008年)11月にレジットへの総投資の約1割について投資家が解約・買戻要求を発した際に、被告らがこの要求に対応するに十分な現金を有していなかったとのこと。この真偽は不明であるが、このようなトリガーがあったと仮定して、これによって引き起こされた(または引き起こされるべき)処置・運用について分析する。

なお、上述の投資家の解約・買戻要求が誘発された原因は、平成20年(2008年)10月のマンスリーレポート(甲11)に掲載された不動産の**賃貸市場**と**売買市場**とを混同した不適切な記述、およびこの混同に基づき2%ほど基準価額を下落させたことにあると考えられる。

ただし、この時期には収益還元法で算出した(賃貸市場の動向に左右される)評価額と(売買市場の動向に左右される)不動産の売買価格との間に乖離があったのは事実であろう。

以下では、本事件の数々の奇想な点を解明しつつその背景を総括する。これまでに、被告らの処置・運用に関する不当性については、すでに原告の数々の準備書面で個々に指摘してきた。しかし、本事件を鳥瞰する全体像については必ずしも十分ではないこと、および上述のトリガーによって本来なら（目論見書に従って）どのような処置・運用をすべきであったのかという観点も不足している。この総括では、そうした不足部分も補って、本裁判で分かった知見をフルに活用して、本事件の背景を分析し総括する。

以下の分析では、新たに定義した二つの言葉および二つの記号を用いる。二つの言葉とは、解約・買戻要求を発した投資家を買戻投資家と呼び、解約・買戻要求を発していない投資家、すなわち原告のようにレジットを保有し続ける投資家を保有投資家と呼ぶことである。（なお、購入したレジットの一部分だけについて買戻要求を発した投資家については、分身されて2種類の投資家になったとみなせば、計算が合うことだろう。）そして、二つの記号とは、レジットの目論見書（甲2の1）に従ってなすべきであった処置・運用（これ以降【目】と表す）と被告らが実際になした処置・運用（これ以降【被】と表す）のことである。

これらの二つの記号で表される【目】と【被】の場合を対比して比較し、これらそれぞれの場合における、買戻投資家と保有投資家が被る損害（および被告らの得る利益）を分析することによって、本事件の背景がクリアに理解できることだろう。

## 2 上述のトリガー発生に対応するための処置

【目】：上述のようなトリガーの発生は、素人ではない被告らには十分に想定できていたもので、そうした事態に備えた目論見書の記述、すなわち6ヵ月ルールおよび「部分的な早期償還（後述）」がある。

したがって、これらを実施すべきであった。

一般に不動産は換金性が低いので、レジットでは解約・買戻要求への対応に6ヵ月間の猶予規定（6ヵ月ルール）を設けてある。この猶予期間に、部分的な**早期償還**の規定に従い**買戻投資家の持ち分**の収益源物件を売却した後に、その売却金を**買戻投資家**への解約・買戻金にあてる処置をすべきであった。これは、**買戻投資家**向けの特別の処置であって、**保有投資家**の資産評価に収益還元法を用いるところの通常の処置とは異なるが、目論見書に書いてあることなので公平性の問題はない。さらに、解約・買戻金は、基準価額よりも低くなることがあるというリスク説明も目論見書に明記されている。なぜなら、**買戻投資家の持ち分**の資産を換金のために売却する際に、その売却額は**売買市場**の動向によっては低い場合があるからである。

上述のトリガー発生に際して、売却が必要なのであって、評価方法を変更するような暴挙は必要なかったのである。

なお、部分的な**早期償還**については、準備書面(13)の5頁、9ないし12頁、および甲40の15ないし16頁でも触れたが、ここにまとめておく。**償還**についての説明は、目論見書に分散して書かれていること、および難解な長文が含まれていること、参照先に誤りがあることのために大変に分かり難い。甲2の1交付目論見書10頁の先頭行からの参照先「6.(1)③買戻し手続等」は存在しないので誤りである。正しい参照先は請求目論見書3頁の「買戻し手続等」であろう(甲2の2の該当箇所を参照すると分かる)。交付目論見書の10頁をよく読むと「投資家の買戻要求に基づき部分的な**早期償還**をすることができる」とあり、**早期償還**に関する手続きが記載されている。そして、(ii)不動産関連資産からの収益のみに依存しているリスク(甲2の1交付31頁)には、ファンドが現金を保

有していない場合、**償還金**は売却金を原資とすることが記載されている。さらに、(v)資産評価に関するリスク（甲2の1交付32頁）には、投資家が受け取る**償還額**は、通常の評価方法に基づく基準価額よりも少なくなることがあるというリスクが記載されている。

厳密に読むと、上述のトリガー発生に際して、目論見書に明に「部分的な**早期償還**を実施する」と書かれているわけではない。しかし、実施することができる」と明確に書いてある。そして、この部分的な**早期償還**の処置は合理的なものだといえる。なぜなら、被告らだけに利益をもたらす自己利益優先の処置（後述）ではなく、投資家の資産を保全することに配慮した処置だからである。

なお、本書面の【目】に関しては、目論見書に記載の6ヵ月ルールおよび部分的な**早期償還**を当然ながら適用するものとみなして、分析したものである。

【被】：被告らは、まるで異常な事態が発生したかのように振る舞い純資産価格の決定の停止と再開という処置を実施した。そして、その空白の1ヵ月間に目論見書に記載されていない“早期売却を前提とする評価額”を新たに導入して、公平性のためだと称して、（全投資家の）全収益源物件にその評価額を適用した。

純資産価格の決定の停止は、目論見書に記載された処置であるが、その適用条件を逸脱して適用し、被告らは“茶番劇”を演じた。

そもそも“早期売却を前提とする”ことは、レジットに適用されている収益性ベースの収益還元法においては水と油のように馴染まない。その“評価額”は得体がしれず、明確な説明もないまま、猶予期間を使うこともなく直ちに全収益源物件に適用されてしまった。

ちなみに、不動産の通常の売買価格（または取引事例比較法による価格）については、債権回収処理の際などに早期売却価格が用い

られることがある。被告らはこれを模して、収益還元法の世界に全く新たな評価額を持ち込み“早期売却を前提とする評価額”という名前を付けたのであろう。そして、被告らに都合のよい評価額を打ち出したのである。その評価額には名前があるだけで、被告らは評価方法を具体的に説明できずにいる。

上述のトリガー発生に際しては、収益源物件の売却処置を直ちに開始すればよかったのであって、不動産の評価方法を変更するという奇想な粗暴な処置をすべきではなかったのである。

### 3 上述の処置後の投資家の資産

[目]：買戻投資家が得られる解約・買戻金は、収益源物件の実際の売却金があてられるので、基準価額よりも低くなることもある（部分的な**早期償還**の規定）。しかし、**保有投資家**のレジットの基準価額は、以前と同様に収益還元法が使われ続ける。したがって、事件発生時に大幅に下落するはずがない。たとえ**買戻投資家**が数多くいたとしても、**保有投資家**はその影響を受けないのである。

[被]：被告らは、**買戻投資家**に対してだけでなく、**保有投資家**に対してまでも、“早期売却を前提とする評価額”を適用した。そして、すべての投資家に適用されるレジットの基準価額を約10分の3に下落させた。

ここで、[目]と[被]とを比較してみよう。**買戻投資家**が得られる解約・買戻金は、“早期売却を前提とする評価額”と実際の売却金額がほぼ等しければ、ほぼ等しいことになる。しかし、**保有投資家**の基準価額は、[目]と[被]とで大幅な違いが生じる。[目]の場合、本事件前と同様の値なのに対して、[被]の場合、約10分の3に下落させられた。この結果、すべての**保有投資家**には、10分の7に及ぶ損害、すなわち合計すると250億円ほどの含み損が生じ、被

告らには同額の含み益が生じた。これは、被告らだけが潤う自己利益優先の処置である。

レジットの本来の仕組みは、よく考えられていて、被告らだけが利益を貪るものではなかった。しかし、被告らだけに利益をもたらす新たな筋書きが編み出されたのが本事件だといえよう。

#### 4 保有投資家への事件後の分配金

[目]：収益源物件からのレジット1口当たりの収益は、本事件の前後でほぼ変化なしなので、事件前とほぼ同額の分配金を被告らは支払える。投資家は45円の分配金が減額されるという損害を被ることはない。

[被]：たとえ収益源物件の評価額を下落させたとしても、レジット1口当たりの収益源物件からの収益には影響を与えない（評価額低下時の収益力不変の原理）。したがって、本事件前とほぼ同額の分配金を被告らは支払うことができたはずである。それにもかかわらず、不可解なことに、被告らは名目的な分配金を45円から30円へと減額した。さらに平成24年（2012年）3月に10円へと減額した。そして、実質的な分配金（本書面の第2の6参照）は、30円よりも低額になった。レジットを保有する投資家は、45円と実質的な分配金の差額について、本事件後の保有期間で積算した合計額の実損を被ることになった。

#### 5 レジットの借入比率

[目]：保有投資家の持ち分の収益源物件の量および借入金は、本事件の前後でほとんど変化がない。したがって、レジットの借入比率は事件の前後で同じような値を示す。すなわち、もしも事件前に借入比率が45.2%であったならば、事件後も同様である。もしも事件後に77.5%であれば、事件前も同様であったといえる。被

告らが述べるところの借入比率の大幅な上昇はあり得ない。

[被]：保有投資家の持ち分の収益源物件にまでも“早期売却を前提とする評価額”が適用された。この結果、逆のレバレッジ効果のために借入比率が増加した。もしも本事件前に借入比率が45.2%であったならば、事件後に77.5%に増加することだろう。これは被告らが考え出した本事件の筋書きである。基準価額を10分の3に下落させた不自然さを何とか繕おうとしたのだろう。

そもそも、[目]の場合も[被]の場合も、被告らは、投資家がレジットを購入する際に借入比率を開示すべきであった。そのようにすれば、目論見書に記載の借入の制限10%と矛盾するかどうかは明確になるからして、もしも2種類の借入比率が存在するのであれば、被告らはその説明をすべきであった。本事件後に、被告らが借入比率に2種類あると述べるのでは、全く説得力がない上に、辻褃合わせだと判断せざるを得ない。この判断が正しいことは、須藤尋問17頁からも明らかである。

## 6 収益源物件の過剰な売却からも分かる資産消失

本事件発生直前の平成20年（2008年）10月から平成24年（2012年）9月までの4年間に注目して、レジットの資産全体を眺めてみる。当初、収益源物件は50棟あった。そして、この4年間にレジットの総販売口数は、350万口から245万口ほどへと3割減った。すなわち、レジットへの総投資の3割ほどについて、買戻投資家が解約・買戻要求を発したのである。

[目]：上述の4年の間に買戻投資家の持ち分の収益源物件、すなわち全体の3割ほどの収益源物件を売却していくことになる。したがって、収益源物件の7割ほどの35棟（正確には金額ベースでカウントすべき）が残っていないとはならない。

[被]：上述の4年間に38棟の収益源物件が売却されてしまい12棟しか残っていない。本来なら35棟あるべき収益源物件が、一切の収支報告がないまま（評価額と売却額の差額さえも示されずに）有耶無耶に23棟ほど余計に売却されてしまった。しかも、過剰に売却された23棟分の資産はどこにも見当たらない。ざっと計算しただけでも百数十億円規模の資産消失（大雑把な値であるが理解しやすい資産消失の証拠）が分かる。

資産消失の証拠は他にもある。名目的な分配金45円や30円ではなく、タコ配当分を差し引いた実質的な分配金を調べてみよう。本事件発生の直後の平成21年（2009年）1月から平成23年（2011年）12月までの3年間を見ると、実質的な分配金は本事件前に（インカムゲインから支払われていた分配金）45円から13.6円へと10分の3ほどに減った。

実質的な分配金は、レジット1口あたりの収益に比例する。この収益は、賃料や入居率や経費に大きな変化がない限り、レジット1口あたりの収益源物件の量に比例することになる。したがって、上述の3年間の実質的な分配金における10分の3への減額は、同じ割合での収益源物件の（売却に影響されない1口あたりの）量の減少を意味する。すなわち、資産の10分の7ほどが消失したのである。より正確に計算すると、この3年間レジットを保有し続けた**保有投資家**（約89%の投資家）の収益源物件の10分の7（62.3%）が消失し、これに加えてこの3年にレジットの解約・買戻をした**買戻投資家**（約11%の投資家）の収益源物件の半分（資産消失が徐々に進んだとして平均をとって半分）についての10分の7（3.8%）が消失したものといえる。これらを合計すると66.1%の資産消失であり、レジット全体では230億円ほどの資産消



失があったという証拠に他ならない。

## 7 投資家の損害（含み損、実損）の状況（まとめ）

ここで**買戻投資家**と**保有投資家**について、それぞれの損害（含み損、実損）を分析してみる。

[目]：**買戻投資家**は、収益還元法で算出した評価額と不動産の売買価格との間にもしも乖離があれば、その乖離分（差額）だけ解約・買戻金が低くなるので、実損を被る。

**保有投資家**は、その後タイミング悪く、上述の乖離があるときに解約・買戻要求を発しない限り、特段の損害を被らない。基準価額は大体同じ値を維持することだろう。

分配金を見よう。本書面の第2の4で述べたことだが、**保有投資家**向けの分配金が減額されるという損害は発生しない。なぜなら、**保有投資**の**持ち分**の収益減物件は売却されることも消失することもなく存在し続けるので、従前と同様の分配金を生み出すことができるからである。

[被]：**買戻投資家**は、収益還元法で算出した評価額と“早期売却を前提とする評価額”との間の乖離分（差額）だけ解約・買戻金が低くなるので、実損を被る。なお“早期売却を前提とする評価額”は実際の売却額よりも低く設定されているだろうから、[目]の場合よりも損害が大きいことだろう。

原告のような**保有投資家**は、本書面の第2の3で述べたように、収益源物件の評価額が下落させられたために含み損を抱えていた。これが次のように変化した。本書面の第2の6で述べたように、収益源物件そのものが消失したために、その含み損は実損になった。評価額の下落という帳簿上の含み損があっただけでなく、実際に収益源物件そのものが消失してしまったのであるから、実損になった

のである。もはや“早期売却を前提とする評価額”が“平常時の評価額”に戻ることはないのである。なお、この消失した資産の行方は、被告らが知るところであろう。いずれにしても、被告らは実益を得たのである。自己利益優先の結果である。

分配金を見よう。本書面の第2の4で述べたことだが、原告のような**保有投資家**は、実質的な分配金に関する実損を被った。すなわち、本来の45円と実質的な分配金との差額分（実質的な減額分）について、本事件後の保有期間で積算した合計額の実損を被った。そして、被告らは、同合計額の実益を得たのである。これも自己利益優先の結果である。

ここまで述べてきた **[被]**に関する損害のマクロな分析は、**保有投資家**の一人である原告の本損害賠償等請求における理論的な根拠である。本裁判においては、この根拠を尊重し重視するように原告は強く求めている。

## 甲 2 の 1 交付目論見書 10 頁の先頭行

よく読むと「投資家の買戻要求に基づき部分的な**早期償還**をすることができる」とあり、**早期償還**に関する手続きが記載されている。

(甲 2 の 1 の pdf 版なし。2004 年版をご覧ください)

### 参照 1 2004 年版 レジットの目論見書 交付 11 頁

ファンドが、本書の「6. (1)③買戻し手続等」の項の記載にしたがって受益証券を買戻す場合、社債発行者たるレジット・アルファは、本件社債所持人の要求に基づき、本件社債最終満期日の前の各月毎の各評価日に、本件社債の全部または一部を**償還**することができます。・・・

## 甲 2 の 1 交付 31 頁

(ii) 不動産関連資産からの収益のみに依存しているリスクには、ファンドが現金を保有していない場合、**償還金**は売却金を原資とすることが記載されている。

(甲 2 の 1 の pdf 版なし。2004 年版をご覧ください)

### 参照 1 2004 年版 レジットの目論見書 交付 27 頁

#### ② 不動産関連資産からの収益のみに依存しているリスク

ファンドが受益者に支払う分配金および**償還金**は、ファンドが保有している現金部分以外は、本件社債の利息および**償還金**（または売却金）のみを原資とします。そして、本件社債の利息は、時期の違い等はありませんが、究極的には本件社債の発行者であるレジット・アルファが匿名組合員として各営業者から受け取る分配金の額等にリンクしています。・・・

## 甲 2 の 1 交 付 3 2 頁

(v) 資産評価に関するリスクには、投資家が受け取る償還額は、通常の評価方法に基づく基準価額よりも少なくなることがあるというリスクが記載されている。

(甲 2 の 1 の pdf 版なし。2004年版をご覧ください)

## 参照 1 2004年版 レジットの目論見書 交付 28頁

### ⑤ 資産評価に関するリスク

ファンドの投資対象であるレジット・アルファの発行する社債の評価額は、社債計算代理人契約に基づく所定の算式に従って社債の計算代理人により計算され、最終的には受益証券の基準価額に反映されますが、その評価額は匿名組合員またはリミテッド・パートナーたるレジット・アルファが匿名組合員もしくはリミテッド・パートナーとしての地位をファンドの信託期間満了日前に第三者に譲渡することによって、または、営業者もしくはリミテッド・パートナーシップが本件社債最終満了日までにその保有する不動産関連資産を売却することによって実現される匿名組合出資持分またはリミテッド・パートナーシップ出資持分の現実の返還額によって決定される社債の償還額とは大きく異なる可能性があります。したがって、ファンドに支払われる社債の償還額が、それが換価される前に社債の計算代理人により算定された社債の評価額に比して著しく少ない

(または反対に多い) という事態の生ずるリスクが存し、その結果、受益者および実質上の受益者は、ファンドの満期日または満期日終了時に、換価前の社債の評価額に基づいて期待していたよりも少ない額しか受け取ることができないか、または早期償還額がそれ以降に償還されるファンドの償還額よりも少ない額に算出される結果となるリスクが存します。・・・