

平成29年（ネ）第2579号

控訴人 對馬 靖人

被控訴人 藍澤證券株式会社 外1名

控訴理由書

平成29年6月28日

東京高等裁判所第12民事部 御中

控訴人訴訟代理人弁護士 角 替 清 美

第1 はじめに

- 1 端的に言って、予想外であり、ひどい判決であった。

本件は、本来、単純明快な事件である。

争いのない点だけ上げても、本件では、被控訴人藍澤證券も認めるとおり、「目論見書に記載されていない算定方法で本件レジットの基準価額が算定されたことにより、申立人の分配金が減少し、本件レジットの基準価額が下落した」（甲17の5頁）ことに端を発した事件である。

控訴人は、請求目論見書（甲2の1）に記載されている計算方法を高く評価してレジットを購入した。目論見書には、記載されている計算方法がある日突然一方的に変更されるということは記載されていないし（甲2の1）、販売員も控訴人にその様な説明はしなかった（須藤尋問）。

ところが、管理会社らは、ある日突然、一方的にレジットの基準価額の計算方法を変更した。その結果、レジットの価値は1日にして1万円から3000円へと下落したのである。

この点のみをとっても、被控訴人会社らの責任は明らかである。そうであるからこそ、被控訴人藍澤証券は、調停において（法律的には金融商品取引法ではなく、金融商品販売法に基づくものと思われるが）「目論見書において信託財産を構成する収益源物件の評価は収益還元法により行う旨記載されていること及び評価方法が変更される場合があることについて直接的な記載が無く、説明もなかったことは認める」として自らの責任を認め、約700万円の解決金を支払うことを申し出ていたのである。

にもかかわらず、驚くべきことに、原判決は、被控訴人らの一切の責任を否定した。原裁判所は、一体、被控訴人藍澤証券の上記申し入れを何だと解釈したのだろうか？証券会社は、顧客が訴訟をすれば法的根拠が無くてもお金を支払うものとも考えたのだろうか？原審は、裁判手続きをなんと考えているのか、理不尽な主張でも調停をすればお金を貰える手続きとも思っているのか？そんなバカな話はない。被控訴人藍澤証券が控訴人に同情して解決金を支払ってあげると言った訳でないのは当然である。

2 言うまでもないことであるが、金融商品取引の世界は奥深い。金融商品の種類は星の数ほど存在し、その取引形態も多岐にわたる非常に複雑なものである。

そうであるからこそ、控訴人代理人、被控訴人代理人や裁判官などの法律家も含めて、個々の金融商品だけでなく、全ての金融商品に適用できる基本的ルールを重視することが必要である。金融商品取引法等の法律は、この様な金融商品の取引や販売に関するルールを定めているのである。最低限、金融商品取引法等の法律に違反しているか否かだけを吟味することで、取引の公正と投資家の保護を達成できるようにすることを目指しているのである。

そして、本件では、被控訴人らは明らかに金融商品取引法に違反しており、その違反は、条文に従って法律を解釈適用することにより認定できるものである。

- 3 本件に関して、裁判所によって、原判決のような判断がされるのであれば、金融商品取引法等投資信託の運用を律する法規制の存在意義は無くなり、投資信託の運用は管理会社らのやりたい放題となるであろう。裁判所が、裁判所に与えられた取引の公正や投資家の保護を図るという責務を放棄するに等しい行為であり、あってはならない事態である。

いうまでもなく、投資家の財産の減少が投資家の「自己責任」とされるには、法規に従った運用と商品に関する十分な説明がなければならぬ。法律に従った説明を尽くさず、約束した運用を行わずに、預かった財産の価値を一方的作為的に下落させることは、単なる財産権の侵害行為である。

- 4 本件は、単純明快な事件ではあるが、原審では控訴人の主張が多岐に渡ったこともあり、議論が混乱したのも否めない。そこで、この点の反省を踏まえて、控訴人は、本理由書においては主要な争点に絞って主張を述べたい。

第2 金商法違反の目論見書

1 基準価額の計算方法についての記載

- (1) 控訴人は、レジットを購入した当時、リスクが低く、それなりの利回りがあって長期にわたって保有し続けられるような投資信託を探していた(控訴人尋問)。その様な折、訴外須藤から、基準価額や分配金が下がる可能性が低い投資信託であるというレジットを紹介されて、購入を決めた(須藤尋問12頁)。目論見書については、控訴人は、

訴外須藤から目論見書を手渡されたのみで、中身の説明は受けなかったが、自分なりに中身の確認もした。その上で、目論見書に収益還元法（正確には収益還元法の細分類の一つである直接還元法）に基づく純資産総額の計算方法などが具体的に記載されていることに好感を持った。控訴人は、収益還元法は、売却価格などではなく、賃料収益によって不動産価格を算定するものだという認識を訴外須藤とも共有し、同人に収益還元法について高く評価していることを伝えながら（須藤尋問15頁、20頁）、レジットを購入した。

(2) レジットの購入の際、被控訴人藍澤證券の訴外須藤は、控訴人に対して、計算方法が変更される可能性があるという説明をしなかった（甲17、須藤尋問6頁、9頁）。

これはこれで本来問題ではあるが、控訴人は、訴外須藤個人に責任を押し付けるつもりは全くない。控訴人は、自らの自己責任で投資をしていることを自負しており、単に損をしたからと言って苦情を述べている訳でもない。なぜなら、控訴人は、訴外須藤の説明のみを信じたのではなく、目論見書に明記されている直接還元法による基準価額の計算方法を自ら確認し、それを高く評価して、レジットを購入したからである。

したがって、目論見書に記載されている計算式に基づきレジットが下落したのであれば、その損失は甘んじて受ける覚悟であった。ところが、本件ではそうではなかった。

レジットの基準価額は、目論見書に記載されている計算方法を変更することによって恣意的に減額されたのである。しかも、目論見書には、基準価額の計算方法がある日突然に変更されることなど何ら記載されていなかった。

もっとも、常識的に考えればその様な記載ができるはずはない。な

ぜなら、一物多価の不動産において、不動産価格の計算方法を変更することは、被控訴人らが恣意的に基準価額を操作できることを意味する。したがって、レジットは投資信託として成り立たないことになる。誰が、そのようなレジットを購入するというのであろうか。

- (3) 基準価額の変更について、原判決は、被控訴人らの主張をそのまま認め、①収益還元法という評価方法自体は維持されていた、②目論見書には、「同じ物件について鑑定を行った場合でも、・・・評価方法・・・によって鑑定評価額が異なる可能性があります。」という記載がある、などと言う理由によって、金商法17条に違反しないと判断した(原判決44頁以下)。

上記被控訴人らの主張に対する控訴人の反論は繰り返さないが、仮に、①が事実であり、かつ、②の記載が計算式の変更を意味することを意図した記載であったとしても、この様な内容の記載をもって、本件目論見書を読む何人も、「基準価額の計算方法が一方的に変更される場合もあり得る」、という理解をしろというのは無理である。

したがって、仮に①②の主張が認められたとしても、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が書けている」と評価せざるを得ないはずである。

- (4) 特に本件では、控訴人が、当該計算式を高く評価してそれによりレジットの購入を決めたことは、販売員の訴外須藤も認めている(須藤尋問)。したがって、仮に、①②の事情が認められるとしても、被控訴人藍澤証券には、「そうはいつでも、この計算式は変更される可能性があるのですよ。変更されると価格が大幅に下落する可能性もあるのですよ。」、と説明する責任があるのではないだろうか。

原判決の認定は、非常識である。

- (5) 本件では、被控訴人らは、「リーマンショック」という単語を魔

法の言葉のように繰り返す以外は、なぜ、基準価額が下がるような計算式に変更したのかについての合理的具体的主張を一切していない。

リーマンショックが発生した→基準価額が下がった、というのであれば、賃貸市場の影響で下がったと言えよう。しかし、本件では、リーマンショックが発生した→わざわざ基準価額の計算式を変更して基準価額を下げた、のである。単に恣意的に価格を下げるだけであり、レジットの資産価格を左右するところの賃貸市場の影響で下がったものではない。

にもかかわらず、上記記載をもって基準価額の計算式自体の変更を許すのであれば、顧客から資金を集めた後の管理会社らはまさにやりたい放題である。金商法の存在意義も、裁判所の存在意義もない。

(6) 原裁判所は、控訴人を単なるクレーマーとでも受け止めたのであろうか。あるいは、特異な人間でその言動は信用ならないと差別的に決め付けたのであろうか。控訴人としては、非常に残念であるが、控訴人の請求棄却ありきの判断をしていると評価せざるを得ない。これは、原判決が、控訴人の主張する訴外須藤の勧誘説明の存在を否定していることから伺える(原判決42頁以下)ので、この点について述べる。

何度も繰り返し述べるように、控訴人は、よくある金融商品訴訟の様に営業担当者(訴外須藤)に責任を押し付けようとしていない。むしろ、営業担当者が全て説明しなければならないというのは、担当者にとって酷であると考えているし、その考えに立って、自ら目論見書も確認している。レジットもその上での購入であるし、控訴人のかかるスタンスは一貫している。

控訴人は、また、なぜ本件事件が発生したのかという点についての解明には積極的で粘り強くデータに基づく推論もするが、自らが経験

した事柄について述べる際は冷静で合理的であり、事実を大げさに誇張して述べたりもしていない(甲40、控訴人尋問)。その様な控訴人が、訴外須藤に受けたという説明内容について、偽りを言うことは考えにくい。

しかも、控訴人の受けたという説明の大枠は、訴外須藤自身が認めている説明内容と合致している(甲17、須藤尋問)。したがって、原審が公平に判断するのであれば、訴外須藤は自身が行った説明を若干あいまいにして被控訴人らの主張に合わせた発言をしているだけであり、控訴人の主張は信用できる、と結論付けるべきである。

(7) そして、いうまでもなく、基準価額の算定方法・計算式は、投資信託の純資産(投資家に帰属する資産)を左右するものであり、投資家にとって重要な事項である。特に本件では、控訴人がかかる計算式を重視してレジットの購入を決意したのであるからなおさらである(控訴人尋問、須藤尋問)。仮に、目論見書に記載されている計算式が一方的に変更されると明記されていればレジットを購入することはなかった。よって、レジットを購入した代金自体が控訴人の損害である。

2 目論見書に反する借入

(1) 「ファンド」の借入についての原判決の判断も、余りにも無理がある。

目論見書には、「ファンドは、純資産の10%の範囲でのみ借り入れを行うことができます。」との記載があり(甲2の1)、目論見書で「ファンド」とは、FCファンドーレジット不動産証券投資信託以外の何物でもない(甲2の1:1頁, 3頁, 4頁, 5頁, 6頁以下)。目論見書の記載をそれ以外に理解するのは無理である。

当該目論見書をどのように読めば、ファンドの借入を「FCインベ

ストメントがレジット・アルファの発行する利益参加型社債を購入するための借入れを対象とするものであり、各営業者等の借入等を含むレジット不動産証券投資信託全体を対象とするものでないことは明らかである。」(原判決43頁)と解釈できるのだろうか。

100歩譲って、仮にそのような意味の記載であったとしても、少なくとも、控訴人は、目論見書から、レジットファンドの借入れはほとんど無いと考えていたし、一般通常人であれば、目論見書の記載について原判決のような理解をしないであろう。

したがって、10%の借入れ制限についての記載は、少なくとも、誤解を生じさせるような記載(金商法17条)と判断されるべきである。

(2) 借入れ制限については、管理会社(被控訴人ファンドクリエーション取締役宮本)による平成23年の第1回説明会の後に、控訴人が訴外宮本に交付するように求め、これに応じて被控訴人藍澤証券から控訴人に対して交付された文書(甲23)にも、明確に「レジットファンド借入比率」と記載されている。そして、その際に控訴人にレジットを販売した時点の借入比率は既に10%を超えていたことが説明されている。

また、本件訴訟以前の調停においても、控訴人は、ファンドの借入＝レジットファンドの借入であるという前提で主張を行った。これに対して、被控訴人藍澤証券は、「平成20年12月30日時点のファンド借入比率が、77.5%であったことは認める。」と控訴人の主張(ファンド＝レジットファンドとの前提の主張, 乙3)を認め、更に、「「レジット」には、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がなかったことについては認める。」(甲17の4頁以下)と、ファンドの借入＝レジットファンドの

借入であることを前提とした認否をしている。

- (3) 訴外須藤の証人尋問では、同人も、訴訟における被控訴人らの主張と同様に、「ファンド」の意味が2通りあるかのような証言を行っている。しかし、その根拠は、「そのままですと(ファンドの意味が1つだと)、やはり矛盾したことが書いてあることになりますので、別口での2種類の借入比率が出ているんだと思います。」というもので、被控訴人らに都合の良い結論に合わせるための解釈であることを認めている(須藤尋問17頁)。しかも、その様な理解は、本件裁判が提起されてから、被控訴人ファンドクリエーションに説明されて初めて知ったとのことであった(須藤尋問19頁)。

要するに、被控訴人藍澤証券でさえも、「ファンド」がレジットファンド全体の事であり、ファンドの借入が10%を超えていると理解していたのである。したがって、金融取引の専門家ではない控訴人がそれ以外の理解をできるはずもない。

- (4) そもそも、レジット自体に本事件発生前に45.2%、事件発生後に77.5%もの高い借り入れがあるというのは(甲17, 24)、投資家にとって非常に重要な事実であり、当然に説明されるべき事実である。特に本件控訴人は、高い利回りよりも安定した運用の信託を探していたのであるからなおさらである。ところが、訴外須藤は借入金の存在さえ知らなかったというのであるから(須藤尋問17頁)、被控訴人藍澤証券が、杜撰な販売勧誘をしていたことが明らかである。

いうまでもなく、レジットの借入比率が45.2%と知っていれば、控訴人は、レジットを購入しなかった。よって、控訴人の購入代金が損害である。

第3 実質的にも不合理な運用をしている

1 なぜ基準価額を戻さないのか

仮に、リーマンショックの際に不動産売買価格が下落したとしよう。しかし、現在は、東京の不動産価格は最高値を記録し続けている。上昇した“早期売却を前提とする評価額”をなぜ反映させないのか。その理由は、平成20年の際の10分の3への下落は、単に基準価額を下げ買い戻し金額を下げる目的で行われた価格操作だからである。

2 「想定できない」ことは無い

被控訴人らは、たまたま起こったリーマンショックを奇貨として、1割の買い戻し請求があったと騒ぎ、基準価額を10分の3に変更した。しかし、そもそも、投資家の1割の買い戻し請求が入ることがそんなに稀なことであろうか？予想できないことであろうか？本当に予想していなかったのであれば、それ自体、投資信託の重大な欠陥である。その様な重大な事実は、たとえば、「ファンドは5%以上の買い戻し請求を想定しておらず、5%以上の買い戻し請求が発生した場合には、基準価額が大幅に下落する場合があります。」という様に、きちんと目論見書に記載しておくべきである。

3 収益還元法の理解が誤っている

一物多価の不動産価格の一つの算定方法であるところの、収益還元法およびレジット採用の直接還元法は、賃料収益をもとにして不動産価格を算定する。そして、直接還元価格（直接還元法で算定された不動産価格）は、不動産の売買市場に左右されることはなく、不動産の賃貸市場に左右されるものである。

収益還元法およびその細分類である直接還元法は、一般に広く知られている不動産価格の算定方法であり、たとえば国土交通省発行の権威ある「不動産鑑定評価基準」に詳しく書かれている。公知の事実である。

4 本件基準価額下落等は単なる価格操作である

いうまでもなく、投資信託の基準価額および分配金の元になる収益は、投資対象資産の市場（レジットの場合は賃貸市場）に左右されるものであり、不当に介入して収益を歪めることは、投資家の財産権を違法に侵害する行為である。本件レジットにおいて行われた行為は、この様な価格操作に他ならない。

別の言い方をすると、投資信託の純資産総額（投資家に帰属する資産の総額）の算出に人為的な介入をして歪めることは、投資家の財産権を違法に侵害する行為そのものである。原判決にはかかる認識が不足している。

5 分配金は下がらない

(1) 分配金の問題も、本来単純明快である。

分配金の減額については、調停または原裁判で被控訴人藍澤證券が主張あるいは弁明した内容は、本事件において要請される因果関係がなかったり、誤っていたりしていることはこれまで述べて来た。何人も、投資家に支払う分配金を理由なく減額することは不当である。賃料収益、ひいては分配金は、主に不動産の賃貸市場に左右されて増減するものであって、レジットの管理会社らのやりたい放題にすることが許されている訳ではない。

(2) レジット事件の発生当時、50棟の収益源物件が存在していた。

そして、賃料収入は減少していなかった（訴状22頁、須藤尋問24頁）。リーマンショックが起きようが、既に購入済の不動産に変更はなく存在し続けるのであるから、普通に考えると分配金の額が3分の2に減額される理由はない。そして、被控訴人らは、分配金の減少について何ら合理的な説明をしていない。

甲17の5頁には「目論見書に記載されていない算定方法で本件レジットの基準価額が算定されたことにより、申立人の分配金が減少し、本件レジットの基準価額が下落した」とあるが、基準価額の算定方法と分配金の減少との間に因果関係がみあたらない。なぜなら、収益源物件は既に購入済みであり、厳然と存在するのであるから、収益源物件の価格が変更されたとして、賃料収入という源流から流れ出た賃料収益（インカムゲイン）に影響が及ばないからである。

この因果関係を被控訴人らに尋ねてもこれまで全く回答がない
(3) 分配金の議論には、分配方針が関係することに注意が必要である。

すなわち、レジットにおいては、原則としてトータル収益（インカムゲインとキャピタルゲインの合計値）のすべてを分配金として毎月分配する。ただし、分配方針に沿ってトータル収益の一部だけを分配するか、またはトータル収益を超える金額を分配金としてタコ配当（身を削って配当）することもある。これらは、レジットのマンスリーレポートによって確認することができる。

したがって、表面上の分配金の増減ではなく、タコ配当に陥らずに分配可能な分配金の最高額、すなわちトータル収益を観察しなければならない。

分配金が減額された理由については、次の二つに推定される。

- ① もともとトータル収益が低いために、事件発生前には、1口あたり毎月45円の分配金を支払うことができなかったが、何らかの無理をして分配していた。
- ② 事件発生前には、1口あたり毎月45円の分配金を支払うことができていた。すなわち、事件発生後にトータル収益が減った。

トータル収益はレジットのマンスリーレポートから確認できるので、①は排除される。ただし、ここではマンスリーレポートに掲載される毎月の基準価額および分配金に粉飾はないものとしている。

したがって、②のトータル収益が減ったケースになり、インカムゲインが減ったのか、あるいはキャピタルゲインが減ったのかが問題になる。原裁判ではレジットのキャピタルゲインが減ったとみなしたようであるが、誤解である。レジットのキャピタルゲインの減少は、被控訴人らの主張ではなく、かつ控訴人の準備書面(11)の分析によって排除すべきである。そもそもレジットに特徴的な賃料収益依存のキャピタルゲインは、間欠的な収益なので、5年以上の長期に渡り、定常的に毎月45円の分配金を稼ぎ出すための収益にはならない。

この分析結果から、②のインカムゲインが減ったということが導かれる。目論見書(甲2の1)31頁によると、「このように、収益源物件からの収入が減少する可能性があるとともに、収益源物件に関する費用が増大する可能性がある」とある。

したがって、原因は賃料収入の減少か費用の増加となるが、前者は被控訴人藍澤証券によって力強く否定されている。したがって、費用の増加と推定されるが、被控訴人らは、費用の増加だとは述べない。費用の増加があれば、隠し立てするようなことではない。要するに、被控訴人らは分配金の減額の理由を説明しないので、霧の中にある。なお、本事件発生前には十分なトータル収益が確認できるが、発生後には3分の2の30円に減額された分配金を支払うに事欠くトータル収益になっており、トータル収益ひいては分配金を少なく見せるための恣意的な操作が伺われる。

原裁判では、裁判官が控訴人および被控訴人らに幾つかの質問をした。控訴審においては、なぜ分配金が減額されたのか被控訴人らに質問をしていただきたい。

- (4) なお、被控訴人藍澤證券は、分配金の減額について、甲17の5頁とは異なる説明を準備書面3の3頁で後先見ずに行った。すなわち、甲17の5頁の趣旨は、目論見書に記載されていない算定方法が分配金の減少の原因とのことだが、準備書面3では収益源物件を売却したために棟数が減少したことが分配金の減額の原因であるとの主張をした。被控訴人藍澤證券の主張はそれ自体不合理である。

以上