

別紙1 投資信託の管理者側に与えられる裁量権から本件を俯瞰する

1 はじめに、そして収益還元法

本件は、レジットという投資信託の1万円ほどであった基準価額が、突如3000円ほどに下落したことに象徴される事件である。さらに理不尽な分配金の減額があり投資家は多大な損害を被った。これまで、この不可解な本件について上告人は、各種の観点から大量の文書（訴状、準備書面(1)ないし(18)、控訴理由書、控訴準備書面など）を作成してきた。これらは、定性的な観点からも数値を伴う定量的な扱いについても述べてきた。そして、投資信託の基礎的な用語（純資産総額、基準価額など）および仕組みについても説明してきた（甲43陳述書）。

しかし、これらは次の前提の下に述べた。すなわち、本件に関係する重要事項について、多くの人々は上告人と同じ様に捉えることを前提にしていた。たとえば、上告人が不可解であり、理不尽だと指摘したことは、万人が同様に不思議に感じるであろうと考えてきた。しかし、少しく特殊なレジットには、裁判関係者がもつ常識が必ずしも当てはまらないことを、上告人は思い知らされた。

そこで、本別紙では、一般的な常識を前提にせず、確たる根拠の下に、レジットへの誤りのない理解に導くための穿った説明をする。たとえば、収益還元法について、上告人は以下に述べる理解が重要だと考えていた。これについては、この理解を獲得した経緯を含めて述べる。

収益還元法に関する上告人の理解を述べると、甲40の10頁ないし12頁に記載の様に、上告人は販売員須藤の話を聞く前に収益還元法に出くわしており、収益還元法についてある程度の知識があった。たとえば、経済状況により、不動産の売買価格と収益還元法で算出した不動産評価額（収益価格という）には隔たりがあり、それが変動することを知っていた。そして、この隔たりが有利に働く時期に、上告人はマンション経営（レジットほど大規模ではないが、賃料収入を上げる同様のビジネス）を勧められたことがあった。つまり、売買価格が収益価格よりも低額の際に不動産を購入してビジネスを開始すると、不動産の購入費が割安になり、逆に賃料収入が割高になる（利回りが高くなる）ので有利だという知識があった。ただし、不動産の売買価格が更に低下する場合のリスクに注意が必要であ

る。そうした場合においても、購入済みの不動産からの賃料収入は維持されるものの、もしも換金が要になり不動産を売却せざるを得ないことになると、売却価格が低額になる。売買価格の上昇を待てない状況下では損害を被ることになる、と上告人は捉えた。なお、上告人が準備書面(6)の88頁ないし89頁に図示した第4の2の(3)の“評価額低下時の収益力不変の原理”という少しく抽象的な理論を唱えるのは、賃料収入が維持されるとの上告人の理解からであった。なお、俗な常識でも、賃料収入の減少なしとの結論であろう。

これらの経験から上告人は、本件で現実化した真のリスクは、売却時に売却価格が低額になったことだと捉えた。そして、多くの人々も同様に捉えるに違いないと考えて、上告人はこの周辺の数々の疑問点をあげつらえてきた。たとえば、分配金の減額は不可解であるとか、レジットを保有し続ける投資家（**保有投資家**という）までもが損害を被るのは理不尽だとか述べて、藍澤証券に質問を発してきた。そして、裁判においてこれらを明らかにすることを目指した。しかるに、被上告人らからは納得のいく説明はなされない。上告人が本件を追求し続けるエネルギーは、当初から不可解であった本件の真実を探求し、合理的な全体像を得るがためである。

以下では、俗な常識を前提にせずに、しかし投資信託の常識には則して、レジットを素直に捉えて理解を深める。なお、これに当たり、レジットの管理者側に与えられる裁量権を中心に据え、本件を会計処理の問題だと捉えると、全体像を俯瞰しやすいことに上告人は気づいた。

2 投資を要約すると

投資とは、投資家が特定の投資対象資産（レジットの場合は「フォレンジィ九段」などの収益源物件）を直接または間接的に選択し購入することで始まる。購入の目的は、自用ではなく利益を得るためである（目指すのは利益だが損害を被る場合もある）。利益は、**インカムゲイン**（賃料収益や配当など投資対象資産を保有することで定期的に得られる利益）、および**キャピタルゲイン**（投資対象資産の評価額上昇による利益）に分類される。損害は、**キャピタルロス**（投資対象資産の評価額下降による損害）と呼ばれる。なお、インカムロスは存在しない。俗な常識では、キャピタルゲインを重視するが、レジットではインカムゲインの比重が大きい。

投資家が購入した個々の投資対象資産を観察すると、そこから生じる損益は、投資家のコントロール外に置かれ、投資対象の市場動向および他者が行なう当該投資対象資産の評価などによって変化する。例えば、レジットの収益源物件からの賃料収益なるインカムゲインは、賃貸市場の動向および各収益源物件の借り手と貸し手がなす需要と供給のバランスなどで変動する。このために投資家への分配金の変動（増額・減額）が発生する。さらに投資対象資産の評価額は、投資家がコントロールできない変動の可能性をもつ時価（レジットの場合は賃料収入から算出される評価額）となり変動する。この結果、投資対象資産の購入時の評価額とその時々の時価評価額（単に時価とも呼ぶ）の差額から来るキャピタルゲインまたはキャピタルロスが発生させる（甲43陳述書の付録2）

レジットのキャピタルゲイン・キャピタルロスは、収益源物件の本別紙7の計算式による評価額（本別紙5および7、12に後述）の差額であって、景気変動の影響を受けやすい不動産の売買評価額の差額ではないことに注意されたい。俗な常識では、売買に関する差額という勘違いがある。

3 投資家側がコントロールできない時価に応じて決まる損益

投資とは、将来まで見据えて利益が得られそうな投資対象資産を選択することであり、その選択は将来の利益または損害に直結するので非常に重要で気を使うべきポイントとなる。賃料収入というインカムゲインの元となる**賃貸料の時価**は、高い利回りを維持することが望ましい。また、**収益源物件の時価評価額**（本別紙7に後述）は、少なくとも下落しないことが望ましい。これらが望まれるが、投資家は時価をコントロールできない。このことは、市場が時価を決める（コントロールする）という言い方でも知られる。投資家は、不可個力の発生を伴う不確実な舞台の中で選択という投資行為を決断しなければならない。なお、ここまで、一般の投資家が各投資対象の選択を行うかの如く述べてきたが、こうした投資の深淵に踏み込むところの選択行為は、素人の投資家にとって最も難しい点の一つである。

投資には、投資家が自ら行う投資（直接投資）と専門家に委託する投資信託がある。これらに違いは少ないが、主な相違点は、素人の投資家にとって難しい投資対象資産の選択を投資の専門家に委託するか否かにある。ただし、投資の専門家であっても時価をコントロールすることは不可能で

ある。したがって、投資対象資産の選択がうまくないと、専門家でさえも損害を発生させる。

投資信託において投資家がなすべきは、金融商品として販売される数千種類の投資信託の中から、目論見書に記載の投資対象種別や投資方針を参考にし、気に入った投資信託を購入することである。投資信託の購入は、投資家による専門家への投資の委託を意味する。ただし、委託の範囲は限られている。

4 投資信託の管理者側に与えられた投資に関する裁量権と管理者側の義務

投資信託に投資した投資家は、投資対象資産の選択など、投資に関する部分（会計処理でない部分）について、ある制約条件の下に専門家に裁量権を与える。その制約条件とは、目論見書に従って投資行為を実施すべしとのことである。別の観点では、目論見書は、管理者側が自らの投資行為を律する規範であり、いわば「この範囲を逸脱しない様に投資行為を実施する」との誓約（契約）である。そして、管理者側は「この誓約を遵守するので、投資家に投資信託の購入を願う」と表明するのである。

投資に関する部分と異なり、会計処理については、投資家は一切の裁量権を管理者側に与えないので単純で分かりやすい。管理者側は、投資の内容及び投資の最終的な結果、すなわち損益を明らかにするための決算を定期的に行い、決算内容を開示する（レジットの場合は毎月マンスリーレポートで報告される）。そして、決算に関する会計処理は、目論見書および各種の法令に従う。それを逸脱して、利益隠しなどの不正な会計処理によって投資家に損害を与えることがあれば、当然ながら専門家たちには賠償責任が発生する。

手順が決まった会計処理と異なり、投資には、管理者側がコントロールできない不可抗力（リスク）のために損害が発生する可能性がある。ただし、投資信託の仕組みでは、専門家は、通常、この不可抗力による損害を負わない。当然ながら、専門家には投資家の利益を多く、損害を少なくする信頼に足る務めが義務付けられる。少なくとも恣意的に投資家に損害を与えることは、投資家への背信行為として責任を問われる。ただし、信頼に足る務めの義務と述べるだけでは不十分である。専門家は、全く自由に勝手気ままに投資行為を実施して、投資家に損害を与えるか

もしれず、それでも義務を果たしたと主張するかもしれないからである。

そこで登場するのが、目論見書の中で重要だとされるリスク説明である。リスク説明によって、如何なる不可抗力のために如何なる損害が発生するのか、管理者側は前もって投資家に知らせておかなければならない。こうしておけば、投資家は、リスク説明で知らされた範囲の損害を覚悟の上で投資を行い、投資の結果がリスク説明の範囲に収まれば、専門家にその損害の責任を問わない。逆に言うと、専門家は、リスク説明にない損害を発生させてはならぬという制約条件の中で投資行為を実施することになる。

投資信託のリスク説明とは、この様な投資家と管理者側の緊張関係を伴う、不可抗力による損害発生の“可能性”であって、単に“可能性”と記載されていれば、リスク説明なりとする俗な常識は誤りである。

こうして、管理者側が投資家に与えるかもしれない損害の範囲を制限することで、管理者側は損害に関する責任を免れ、管理者側の投資に関する能力を最大限に発揮するのが投資信託の仕組みである。なお、専門家の得る利益または報酬は、純資産総額（本別紙5に後述）の一定割合（レジットの場合は年間1.1%）の各種報酬を継続的に受け取ることに限られる。

このように、投資の結果生じたリスクとして説明済の不可抗力による損害は、投資家が負うことになるが、これと同時に投資の結果生じる利益は、投資信託に投資した投資家に帰属することになる。

リスク説明は、如何なる不可抗力による損害を投資家が覚悟すべきか明確でなければならない。たとえば、ある商品の説明に「同じ商品の場合でも、熱を加える際の温度またはその実施者によって、使用不能になる機能が異なる可能性がある」との説明があったとする。これでは、商品の保有者が何を覚悟すべきか曖昧なのでリスク説明の体をなさない。如何なる不可抗力のために「使用不能になる」のか、不明だからである。つまり実施者が誰なのか明確でない。実施者が、まさか信頼に足る務めが義務付けられる「商品のメーカー」であれば背信行為であるし、実施者が、商品保有者であれば、単なる注意事項に過ぎない。

投資行為には、不可抗力による損害がつきものなので、管理者側に如何なる範囲の裁量権があるかを規定するリスク説明が重要である。しかし、会計処理には不可抗力による損害が関係しないので、リスク説明はなじま

ない。本件は、投資家が裁量権を与えない会計処理までも、専門家があたかも裁量権があるかの如く意のままに振る舞った事件である。

5 裁量権が与えられない中でなされる投資信託の会計処理

専門家がなした投資の成果（定期的な収益の多寡および時価評価額の上下の値動きなど）の後方には会計処理が控える。投資家は専門家に会計処理に関する裁量権を与えない。したがって、会計処理は次のとおり正しく行わなければならない。第1に、時価評価額を算定する。これは、投資の成果として現れた個々の資産（収益源物件、J-REIT、金銭債権など）の市場価格などを基にして、それぞれの資産種別ごとに決められた評価方法（請求目論見書7頁）に基づいて行う。第2に、各資産の時価評価額および定期的に得られるインカムゲインのそれぞれの合計金額の総計値を基に純資産総額を算定する（請求目論見書の5頁）。第3に、純資産総額を基に、基準価額を算定する（請求目論見書の5頁）。この順に算定処理を行い、最終的に基準価額（ただし分配がなされる際は基準価額から1口あたりの分配金が差し引かれる）を求める（甲43陳述書の付録2の23頁以降）。なお、レジットの目論見書の用語の誤りに関する注意であるが、純資産総額のことと基準価額のことと純資産価格と呼ぶ混乱が請求目論見書の5頁に見られる。純資産総額とは投資信託の資産の総計額のうち投資家に帰属する部分（負債や費用を差し引いた部分）であり、基準価額とは一口あたりの純資産総額である。

投資信託の会計処理の仕組み（用語・事務手続き・計算方法はなど）は、投資信託ごとに異なるものではなく、日本では1950年代に始まる長い歴史をもつ投資信託の仕組みとして標準化されている。実際に一般社団法人の投資信託協会では、その標準化された仕組みの啓蒙活動を行っている。また、甲43陳述書にも詳しく述べた。そして、本件目論見書にも、それと同じ会計処理の仕組みが記載されているので、管理者側はこれに従わなければならない。

投資家は、専門家に投資行為に関する裁量権を与えるだけで、その後方に控える会計処理に関する裁量権を与えない。本件は、専門家が裁量権をもたない会計処理が捻じ曲げられて、不当な会計処理がなされた事件である。

6 不当な会計処理とは

不当な会計処理とは、投資信託の本来の投資の成果よりも低く見せかけることによって、すなわち偽装することによって投資家に損害を与えることである。

不当な会計処理にはいろいろあるが、最も単純なのは、①評価額を改ざんした**偽装評価額**を適用すること、および②純資産総額を改ざんした**偽装純資産総額**を適用すること、③基準価額を改ざんした**偽装基準価額**を適用すること、④定期的な収益（インカムゲイン）を改ざんした**偽装収益**を適用することの四つがある。少し手が込んでくると、⑤評価額の評価方法を変更して**偽装評価額**を生み出すこと、および⑥純資産総額の算出方法を変更して**偽装純資産総額**を生み出すこと、⑦基準価額の算出方法を変更して**偽装基準価額**を生み出すこと、の三つが挙げられる。この他にも不正な方法はあることだろう。これらの何れの方法によっても、本来の投資の成果を公正に反映した基準価額ではなく、それよりも低額に見せかけることが可能になる。こうして**投資家に損害を与える**ことができ、管理者側の利益になる。なお、①または⑤を**初動偽装**と、②または⑥を**資産偽装**と、③または⑦を**価額偽装**と呼ぶことにする。これらの何れも、最終的に基準価額を下落させる。

本件では、評価額の改ざんなのか、評価方法の変更なのか、裁判所は曖昧な中途半端な判断（本別紙8）に思えるが、いずれにしても**初動偽装**という不当な会計処理であることに違いはない。すなわち、前者①の見方をすると、従前の評価額を改ざんした“早期売却を前提とする評価額”を適用した事実は明らかであり、これは不当である。後者⑤の見方をすると、評価方法を変更して**偽装評価額**を生み出したとなる。

7 計算式の内容を無視して評価方法を変更した不当な会計処理

レジットの各種資産の評価方法については、請求目論見書の7頁に、収益源物件、J-REIT、金銭債権などの各種資産の時価評価額の求め方の記載がある。投資の成果の計り方が明記されているのである。すなわち、収益源物件は、収益還元法の細分類である直接還元法を用い、日々値が変わるJ-REITは、証券取引所の終値を用い、金銭債権などは、その現在価値を求めるためにディスカウント・キャッシュ・フロー法を用いると、目論見書

に記載されている。特に収益源物件を取り上げて、詳細に述べると、同7頁には「不動産、不動産の賃借権または不動産の地上権は、不動産の鑑定評価に広く用いられている方法である収益還元法により以下のように評価します。」とあり、その直下に次の計算式が記載されている。

$$\text{不動産の受益権の時価} = \frac{\text{各営業者の保有する不動産からの収益等（賃料収入等）純額の年間合計額}}{\text{収益還元率}}$$

上告人は、国土交通省が発行した権威ある文書（丙3「売急ぎ修正率に関する説明」も権威付けのためか参照する）甲42「不動産鑑定評価基準」の25頁ないし26頁を参照して、収益還元法と一口に言っても2種類、直接還元法およびDCF法があり、それぞれに計算式、および式に与えるデータの種類と個数、計算結果であるところの評価額が異なることを知った。そして、上記計算式は直接還元法を意味すると読み取った。

目論見書の上記計算式を直接還元法と呼ぶべきか否かは、甲42の上記頁と比較されたい（なお収益還元率は還元利回りともいう）。いずれにしても「以下のように」、すなわち上記計算式のように評価するというのが目論見書の記述である。もしもこれに従わずに評価額を算定するようなことがあれば、上告人は目論見書違反だと訴える。

8 初動偽装（評価額の改ざん、評価方法の変更）に関する東京高裁の判断

東京高裁の判決（6頁）では、「・・・本件目論見書上で収益源物件の評価方法として記載された収益還元法自体は維持されていたと評価するのが相当である・・・」という不思議な言い回しで原判決を追認する。まるで、評価方法の大分類が収益還元法でありさえすれば、その評価方法の具体的な内容や収益還元法の細分類の如何にかかわらず、そして評価額が変更されて低額になるか否かにかかわらず、目論見書の記述に違反しないと述べているようである。しかし、それは誤りであり、肝心の「以下のように評価します。」という目論見書の記述とそれ以下に記述されて計算式を見落としている（本別紙7）。

それから、東京高裁の判決（6頁）は、いわば本来の評価額ではない偽装基準価額であることを認めたと上告人は捉える。なぜなら同頁では、「・・・平常時の評価額に比べて、それぞれ、14.7%から24.9%程度低い額が算出された・・・」と数値を挙げて評価額の低下を認めているからである。従前の評価額とは異なる低い評価額を算定する方法なのであるから、評価方法を変更したと言わずして何とすべきか。初動偽装のいずれ（本別紙6の①または⑤）にしても、本来とは違う評価額に変えて投資家に損害を与えるのであるから、上告人は偽装と称するのである。

最終的に東京高裁の判決（7頁）は、「・・・本件目論見書には、不動産の鑑定評価額は、不動産鑑定士、評価方法、調査方法又は調査時期によって異なる可能性がある旨の記載があり、不動産の評価方法如何により収益源物件の評価額が異なり、最終的にレジットの基準価額に影響するリスクがあることが明記されている・・・」として本件を却下する。ここで注目すべきは「不動産の評価方法如何により収益源物件の評価額が異なり」の部分であり、この解釈である。管理者側が不動産の評価方法を変更できる、すなわち管理者側にレジットの会計処理に関する裁量権（少なくとも評価方法を変更する権利）を与えることを意味するのであれば、あまりにも分かり難く、かつ事の重大性は無頓着である（本別紙9に後述）。あるいは評価方法が自然に変わるとでも言うのだろうか。そんなことはあり得ないので、誰が評価方法を変えるのかを示さないと、東京高裁の判決は極めてあいまいである。目論見書のこの説明「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。」は、「鑑定評価額に関するリスク」として3文で構成される中の第2文であるが、この文は如何なる不可抗力のために如何なる損害が発生するのかの記載ではなく、投資信託のリスク説明の体をなさない（本別紙4）。これら3文を如何に解釈すべきかは、別紙で詳しく述べるが、リスク説明の本体は第3文である。

なお、東京高裁の判決（6頁）に続く記述では、「・・・低い額が算出されたにとどまっております・・・」と金額の低下が許容しうる範囲にとどまっているかの如く述べる。しかし、損害を被る投資家にとって、この数値は十分に大きく、決して看過できるものではない。なお、この数値が正しいか否かは別にして、正しいとしても、レジットに45.2%あるとされる借入比率から生じるレバレッジ効果のために、基準価額の下落は

この数値よりもかなり激しくなる。なお、レバレッジ（てこの原理）は、利益または損害の直接の原因にはならないが、何らかの原因で損益が発生したときにそれを拡大する効果がある。

9 会計処理に関する裁量権を管理者側に与えると如何なる事態になるか

投資信託では、管理者側に投資に関する裁量権があるだけで、会計処理に関する裁量権はない。本別紙では、投資の成果を表す元データから基準価額を算定するまでの一連の計算過程を会計処理と呼ぶが、もしも、これに関する裁量権が管理者側に与えられると、理不尽な事態が発生する。例えば、投資の成果として利益が出たとしても、管理者側が意のままに会計処理を捻じ曲げて、利益がなかったことに偽装して、利益隠しなどがなされる恐れがあるからである。また、損害があったかの如く偽装されて、投資家に損害が及ぶことがあるからである。いわば粉飾決算である。

そこで、最低限の秩序を保つために、投資の成果を正しく基準価額に反映する会計処理が求められる。この大半は投資信託の仕組みとして標準化されている（繰り返しになるが、一般社団法人の投資信託協会ではその標準化された仕組みの啓蒙活動を行っている）。そして、各投資信託の目論見書に（当然レジットの目論見書にも）、会計処理の手順がきちんと記載されている（本別紙5）。管理者側は、この会計処理を変更することなく、目論見書に記載されたとおりに実施しなければならない。管理者側には、会計処理に関する裁量権がないのである。

ここでリスク説明と会計処理に関する裁量権との関係を考察する。例えば、ある投資信託の目論見書に、リスク説明として「管理者側が基準価額を変更することができる」、すなわち管理者側に裁量権ありと記載されていたとする。この場合、その投資信託は成り立たない。なぜなら、投資家がこの意味を解するならば、その投資信託を購入することがないからである。もしも購入したとすると、惨めな状況が容易に想像できる。すなわち、投資家は、管理者側が（本来の市場価格に基づかずに）裁量権を行使することによって基準価額が変更されるリスクにさらされ続けるからである。このため投資家は、損害を被る恐れのために、管理者側の顔色を窺い常にビクビクしていなければならなくなる。したがって、このような投資信託を購入する投資家はいない。もしも購入する投資家が現れるとすれば、それ

はこのリスク説明を理解できないか、または投資信託の販売者が投資家を騙した結果であろう。

この様な投資信託は、「金融商品自体が正常に出資者へ利益を帰属させる実質を有せず、投資家に破滅をもたらす様な悪事を可能にする」ので金融商品自体に違法性があるとして取り締まるべきであろう。たとえその金融商品に一切の違法性が見つからないとしても、公序良俗に反するとして排除すべきである。最高裁がこの様な判決を下して判例となれば、本事件で損害を被った投資家たち、および将来に同じ手口で損害を被るかもしれない投資家たちを救う（訴訟をシンプルにする）ことができる。しかし、本件が却下されれば、悪しき判例となり、この手口を用いた同様の事件のバリエーションが蔓延することであろう。

10 リーマンショックの影響は

確かにリーマンショックの影響で不動産の売買価格が少しばかり下がったかもしれない。そして、破綻する会社の割合が以前よりも増加するなど様々な影響が出たのも事実であろう（丙4の1ないし12）。

しかし、ほとんどの会社は、破綻することなく営業を続けることができているのも事実である。破綻した原因を分析しなければ何も言えない。破綻した会社は、リーマンショックがなくても破綻に近い状況だったかもしれない。少なくとも何らかの火種を抱えていなければ、直ちに破綻することは考えにくい。

そこで、レジットが自転車操業に陥るなど何らかの火種を抱えていたかどうかが問題になる。しかし、何らかの火種、または金融機関をはじめとする他社からの連鎖的な影響など、被上告人らは、リーマンショックがレジットに与えた具体的な影響を一切説明しないままである。ただただ、被上告人らは魔法の言葉の様に「リーマンショック」と繰り返すだけである。

レジットの仕組みから、景気変動に強い不動産賃貸市場の特徴を備えている（甲31）ことが分かる。たとえ不動産の売買評価額が低下したとしても賃料収入が維持される限り、その影響はほとんどない。

不動産の売買価格の影響があるとすれば、解約を申し出る投資家（解約投資家という）のために収益源物件の売却が必要になるケースである。しかし、売却時のリスクは解約投資家が負うので、管理者側は何ら困ること

が無い。すなわち、甲2の1交付目論見書の36頁37頁の「鑑定評価額に関するリスク」の第3文に売却価格の低下に関するリスクとして「収益源物件の実際の売却価格はレジットの鑑定評価額と同じとなるとは限らない」と記載されている。そして、このリスク発生の結末として、同目論見書の32頁の「資産評価に関するリスク」として、収益源物件の売却処理後に投資家に戻る解約金は、基準価額に比して少ないか（または反対に多い）ことになるリスクの存在が、かなり難解に記載されている。

これらのリスク説明に加えて、レジットには、6ヵ月ルールと呼ぶ売却時の猶予期間（訴状の8頁、および甲2の1請求目論見書3頁4頁、甲3の1）があり、解約投資家に待ってもらふことになるが時間かけて収益源物件の売却ができる。このような配慮の行き届いたレジットの目論見書に従えばよいだけであり、管理者側は何ら困ることはない。被上告人らが示唆するリーマンショックの影響は、実態がない。

1 1 解約投資家向けの売却の局面ではもはや評価額は用済み

丙3「売急ぎ修正率に関する説明」には「売急ぎ」、および「早期売却」という言葉が記載されている。これらについて、甲42「不動産鑑定評価基準」の14頁に、①売急ぎを行うのは特別な動機のある場合であり、同15頁に、②早期売却を前提とするのは民事再生法に基づく場合であると記載されている。そして、甲43陳述書の9頁10頁に債権回収処理の際などに使われる早期売却価格の③売却減価修正の記述をした。これら①ないし③は、売却を目指す時期と売却が成就する時期の隔たり（あるいは短い猶予期間）から生じる不動産の売却価格の低下をあらかじめ補正しておくものである。こうした補正をしておくことで、目指す期間内に間違いなく買い手が現れるという、十分に値を下げた値段にするのである。したがって、こうした値段にせざるを得ない状況に陥ると、売り手側は非常に不利になる。

こうした不利な状況を回避するために、レジットには6ヵ月ルールと呼ぶ売却時の猶予期間（訴状の8頁、および甲2の1請求目論見書3頁4頁、甲3の1）が設けてある。つまり、この6ヵ月ルールには売り急ぐために生じがちな安値での取引を防止する狙いがある。売り手側に位置づけられる投資家は、解約金の受け取り時期を遅らせられることになるが、不利な状況を回避することができる。

これらを総合的に捉える上告人は、レジットは民事再生法に基づかずして“早期売却を前提とする評価額”を用いた、などという細部の非難をするつもりはない。

本質的な問題点は、売却を目指すと決めていながら、被上告人は、なおも何らかの評価額に固執する点である。売却金を得ることが必要なために売却を目指したのであるから、すぐ様に収益源物件を売買市場にさらして、売却の成就に向けてまい進する売却の局面に移るのが当然である。しかも“早期売却”を目指すのならば、なおさらである。さもないと、つまり評価額を算定するだけでは、売却金の額が確定せず、売価金を得ることもできず、何も事は進まないからである(本別紙13に後述)。評価額を算定したとしても、売買が成立するまでは実際の売却価格とは言えない(本別紙12に後述)ことから、むしろ混乱となる。ちなみに、必要のないはずの評価額に、明らかに投資家に不利になる“早期売却を前提とする評価額”を掲げることは更に不思議である。売り手側の投資家に不利な“早期売却”を持ち出すことで、レジットの投資家を混乱させようとしたか、あるいは評価額が低くなることを投資家に強く印象づけようとしたのだろうか。いずれにしても、解約投資家のためには、もはや評価の局面を過ぎて、売却の局面に移行済みだと認識するのが正しい。

ここで丙3に目をやると、俗な常識では重要にみえる。しかし、丙3は、単には評価額の算定を依頼された鑑定人の立場で記述されたものであり、売却の成就を目指すレジットの管理者側の立場とは方角違いである。売却を目指すと決めたからには、一切の評価額はもはや不要であり、丙3の意味は無いに等しい。しかも、丙3は、“早期売却を前提とする評価額”の適用の正当性を述べる訳でもないので存在理由がない。

1.2 レジットという投資信託のありのままの性格

被上告人らは、事件発生直前からレジットが何か大変な事態になったかの如く騒いだが、ここでは騒ぎに影響されることなく、冷静に、そして目論見書に忠実に従ってレジットの性格を見定める。

甲42「不動産鑑定評価基準」の中には、不動産が一物多価であることを象徴するかの如く、①原価法、および②取引事例比較法、③収益還元法

という観点の異なる三つの評価方法の大分類が記載されている。観点が異なるとは、それぞれの評価額を算定する際の実データであるところの①**建築資材価格・施工費用**、および②**不動産売買価格**、③**賃料収益**に違いがある点が多い。元データからして異なるために、自ずと評価方法の違いが生じて、評価結果の評価額も異なる値になる。不動産は一物多価なのである。なお、取引事例比較法では、対象物件に類似した不動産における売買価格を基にして評価額を算定するので、その物件の実際の売買価格に近い金額になるが、実際の売買価格は、売買が成立するまで確定できない。

ここで比較のために、レジットに似た**レジット売買**(売買評価額に由来)という投資信託を登場させてレジットの性格を分析する。**レジット売買**にならうとレジットは**レジット収益**と呼ぶべきだが、そうせずに以後、本来のレジットと実際の事件の挙動をしたリアルなレジットを区別する。**レジット売買**は、レジットとほとんど同じだが収益源物件の評価方法に違いがあるものとして、これらと比較する。**レジット売買**は、取引事例比較法を用いるものとし、本来のレジットは、本別紙7の計算式(収益還元法の細分類の直接還元法)を用いる。なお、投資信託の会計処理の大半は、標準化されているが、投資対象資産の時価評価額を求める方法(評価方法)は、投資信託ごとに決められて、投資信託の特徴を形作り、投資信託の性格を決める。

ここで注目すべきは、どの種のデータが基になった一連の会計処理後に基準価額が算定されるのかという点である。**レジット売買**の基準価額は、取引事例比較法を用いるので、それぞれの収益源物件に類似した実際の売買価格のデータが基になる。したがって、リーマンショックなどの影響を受けて値を下げたと考えられる。他方、本来の**レジット**は、本別紙7に示した目論見書の計算式を用いるので、計算式が明確に示すとおり、賃貸市場の動向を反映した賃料収入の多寡、および経済指標の一つである長期金利に連動する収益還元率(還元利回りともいう)を基にする。本来の**レジット**では不動産の売買価格に係るデータは使われない。

ここで本件事件発生前後の状況を見ると、**レジット売買**の基準価額は、リーマンショックなどの影響を受けた売買価格の値動きに連動して、小刻みに値を下げる(1万円をかなり下回る)ことだろう。これと比較すると、**レジット**の基準価額は、リーマンショック発生時にも1万円前後を維持し、

その後も本来であれば1万円を大きく外れることは無いはずである（しかし、リアルなレジットの基準価額は大幅下落した）。本来のレジットの基準価額は、安定的な賃料収入の値動きに連動するものである。したがって、本来のレジットの性格からして、リーマンショックの影響はほとんどなく、基準価額は安定しているはずである。本来のレジットに関わる不動産賃貸市場は、景気変動に強い（甲31）ものである。なお、賃料収入が安定していたことは、藍澤証券も認めるところである。この藍澤証券の表明の経緯は、賃料収入の減少があったとFAX（甲34）が送られてきたが、その当初の言明を完全に否定してのことであった。

これらから、不動産売買価格の動向に影響される**レジット売買**と賃料収入の動向に影響される本来の**レジット**という二つの投資信託の性格が浮き彫りになる。

1.3 解約投資家の出現で分かる双方の投資信託の特徴

ここで、**レジット売買**にも**レジット**にも解約を申し出る投資家（解約投資家という）が現れて、収益源物件を売却しなければならない事態が生じたとする。この様な場合、解約投資家向けの売却金を得るために収益源物件を直ちに売却することが求められ、解約投資家向けの処理は**売却の局面**に突入する。なぜなら、不動産の売買価格は、実際の売買が成立しなければ確定しない（本別紙12）ので、これまでの評価額を云々する局面にいたのでは何も進展しないからである。評価するだけでは、売却金を得ることができず、その金額さえも分からないからである。

そこで、どちらの投資信託も、解約投資家向けの処理については**売却の局面**に移ることになる（本別紙11）。なお、この局面においては、双方の投資信託の売却価格に違いが生じる要因はない。評価額を云々する局面では、評価方法の違いが投資信託の性格を決めていたのと対照的である。

ここで売却金を原資として解約投資家に戻る解約金（ここでは1口あたりの解約金のこととする）と基準価額との関係を考察する。**レジット売買**の場合、投資家に戻る解約金は、不動産売買評価額を反映して既に下落した基準価額（たとえば3千円）と大差のない低額になることだろう。他方、本来の**レジット**の場合の解約金は、安定的な賃料収入を反映した1万円前

後の基準価額をかなり下回る低額（たとえば3千円）になる。なぜなら、本来のレジットの安定的な基準価額と低迷した不動産の売却価格との落差が大きいからである。しかし、どちらの解約金もほぼ同額であろう。なぜなら、解約金は、双方の投資信託において違いが生じるはずのない収益源物件の売却価格を反映したものである。

ここでリスク説明について確認をしておく。本来のレジットでは、解約金が基準価額を下回るが、このリスク説明がなされているので、投資家はこのリスクを覚悟済みのことなので何も問題ない（本別紙10）。しかし、本件事件でリアルなレジットに発生した、一部の投資家の解約によって、解約とは無縁の他の保有投資家が損害を被るというリスク説明はなされていない。したがって、投資家は本来のレジットを受け入れることができるが、リアルなレジットに発生した基準価額の下落という損害を負ういわれがない。

ちなみに、どちらの投資信託も、それぞれがはらむリスク説明をしておきさえすれば、そのリスクは投資家が覚悟済みのことなので、管理者側は何も騒ぐことはない。そして、**レジット売買**も**レジット**もそれぞれ別物の投資信託として設計され、立派に存在し得る。それぞれの目論見書に記載された収益源物件の評価方法が異なることから、リスク説明にも違いが生じるが、これらは性格が異なる投資信託であることを意味する。

目論見書に従えば、本来のレジットは、元来この様な賃料収入に依存する性格の投資信託なのである。

1 4 初動偽装（評価額の改ざん、評価方法の変更）の処置は必要か

被上告人らは、リーマンショックの発生および収益源物件の売却の必要性のために、掲記の処置がリアルなレジットに必要な必要になったと示唆する。しかし、果たして掲記の処置が必要であったのだろうか。

そもそも、レジットはありのままに存続し得るし、ありのままであるがために必要なリスク説明がなされているので、管理者側には何も困ることがない（本別紙10）。レジットの性格を素直に受け入れればよいのである。掲記の処置は必要ない。また、たとえ経済状況や市場動向が変化したとしても、投資信託の投資の成果を表す純資産総額、および基準価額は、状況変化に追随して変化するので、掲記の処置は必要ない。投資信託を始

めとする投資行為は、経済状況や市場動向の変化を前提にして、それらの変化を受け入れる仕組みに他ならないのである。

何か懸念があるとすれば、本来のレジットでは、解約投資家への解約金が基準価額を下回るリスクをはらむ点かもしれない。しかし、このリスク説明はなされている（本別紙10）。そして、これは収益還元法の基本的な考え方から生じる本来のレジットの性格だといえる。

本来のレジットがこの性格をもつ理由は、**解約投資家よりも保有投資家の**観点を重視するからである。保有投資家の観点からは、収益源物件は従来どおり賃貸事業を営む際の一種の設備としてその価値を維持する。本来のレジットの基準価額はこの価値を反映するものなので下落しないのである。ちなみに、甲42「不動産鑑定評価基準」の24頁には、収益還元法は、賃貸用不動産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、と収益還元法の特徴を述べる。用に供するか否か、またはその程度に注目するのが収益還元法の基本的な考え方なのである。

これらのことから、**掲記の処置(評価額の改ざんまたは評価方法の変更)は必要ない**。ただただ、ありのままの本来のレジットを管理者側も投資家も受け入れればよいのである。保有投資家の基準価額が下落するとすれば、それは不動産売買評価額に基づく**レジット売買**の性格であって、本来のレジットの性格ではない。したがって、リアルなレジットに発生した基準価額の大幅下落という不条理に対する損害賠償が必要である。

ちなみに、本来のレジットよりも**レジット売買**の方が有利な如くに見えるかもしれないが、**レジット売買**を購入する際の値段は、不動産売買評価額に応じて本来のレジットよりも安価なので、どちらが損だ得だとはいえない。性格が異なる投資信託なのである。

この様に理解が進むと、本件事件でなされた乱暴な処置が分かる。リアルなレジットの基準価額は、事件前までレジットの目論見書に従って算定されていた。しかし、事件発生とともに**レジット売買**に近い評価方法で基準価額が算定されることになった。性格が異なる投資信託に切りかえるという荒業がなされたといえよう。そして、この荒業は、評価額の改ざんまたは評価方法の変更でなされた、と上告人は訴える。

15 減額することなく持続的に分配できたはずの分配金

本件は、レジットの基準価額の大幅な突然の下落だけでなく、不可解な分配金の減額があった。事件発生前に毎月1口あたり45円であった分配金が30円に減額されると宣言された。これについて分析する。

本事件発生前には、収益源物件（「ウィンザーハウス元麻布」や「フォレシティ門前仲町」など）50棟が厳然と存在し、投資家たちはこれらを保有していた（借入金はあるものの既に購入済みであった）。投資家たちは、本事件後に1割の（口数をもつ）解約投資家と9割の（口数をもつ）保有投資家に分離されることになったが、本事件発生直前にも1割の（口数をもつ）投資家と9割の（口数をもつ）投資家がいたことに変わりない。本事件発生前に、1割の（口数をもつ）投資家は50棟の収益源物件の1割を保有し、9割の（口数をもつ）投資家が50棟の収益源物件の9割を保有していたと考えるのが公平である。甲7では、「公平性を保ちつつ」と公平性を強調するが、公平性とは各投資家が保有する1口あたりの収益源物件の割合が不公平でないことである。したがって、本事件発生後も9割の（口数をもつ）投資家、すなわち保有投資家は、50棟の収益源物件の9割を保有するといえる。

この結果、保有投資家が収益源物件から受ける合計の収益は、以前の9割になる。しかし、この9割に減じた収益を以前よりも少ない9割の（口数をもつ）投資家が受け取ることを意味するので、個々の保有投資家の収益に変わりはない。したがって、分配金の減額は考えられない。

何かあるとすれば、管理者側は、都合によって分配金の額を一時的に変えることができるので、これを実施する場合である。確かに分配金そのものの減額を云々することはできない。しかし、トータルゲイン、すなわちインカムゲインとキャピタルゲインの合計値（甲43陳述書の24頁または27頁）は、マンスリーレポートの数値から分かる。リアルなレジットのトータルゲインをみると、本事件発生前は、毎月1口あたり45円であったが、事件発生後に約15円に減った。そして、事件発生の前後を見ると、リアルなレジットに見かけ上のキャピタルロスがあっただけで、これ以外に大きなキャピタルゲイン・キャピタルロスはない。したがって、分配金の源泉となるインカムゲインは、本件事件によって45円から約15円に低下したことが分かる。これは、**偽装収益**に他ならない。事件発生後にも以前と同様の収益があるにもかかわらず、被上告人らは収益が減

少ししかの如くみせかけたのである。

したがって、上告人は、**偽装収益**による損害、すなわち分配金減少の賠償も合わせて求める。

16 おわりに

ここまで本件を捉える上で重要な知識について述べてきた。それぞれの裁判官が本件の心証をどう抱くかは自由かもしれない。しかし、少なくともここに述べた重要事項を踏まえた上で、法律に従い判断されたい。特に、本別紙4で述べた、投資信託のリスクとは「投資家に損害を与える恐れのあるコントロールできない不可抗力の可能性なり」との認識が重要である。また、本別紙6および9も重要である。

それから、被上告人には、反論の際に単に誤っている部分を指摘するだけでなく、正しくは如何なることかを述べて、上告人の数々の疑問点に答えることを強く求める。

本裁判で上告人は、不可解な点を解消して、合理的な全体像が得られることを望んでいる。

以上