

## 投資信託の用語の誤用でわかるレジット事件および“投資信託の仕組み”

— 投資信託の仕組みを知るために —

### “価額”と“価格”は違う

投資信託の重要な用語に“**基準価額**”があります。しかし時々“**基準価格**”と誤って呼ばれることがあります。誤りの原因は、価額（カガク）と価格（カカク）のオンが似ているためでしょう。投資信託について、よく知らない人々は、価額という聞きなれない言葉ではなく、価格という馴染んだ言葉を使ってしまうのだと思われます。ちなみに、英語の場合、価額は value であり、価格は price ですから、これらを混同する誤用はなさそうです。

### “価額”と“価格”の意味の違い

“価額”と“価格”は意味が違います。価額は、資産の価値をある基準に従って求めた金額です。すなわち、“価額”は、どのような基準をベースにして、どのようにして求めるのかが決められています。もう一方の価格は、経済学の基本原理に従って、需要が供給に比べて増えれば（買い手、借り手が増えれば）高くなり、逆に需要が供給に比べて減れば（売り手、貸し手が増えれば）低くなる金額です。例をあげると車の売買価格、不動産の賃貸料などは価格です。ところが、**基準価額**は、ある基準の下に求めた価値を示す金額であり、投資信託の純資産の総計値であるところの**純資産総額**（後述）をベースにして決められます。したがって、それぞれの投資信託の需要と供給のバランスによって変化しません。すなわち、レジットを含めて通常の投資信託の**基準価額**は、その購入者が増えると値上がりして、解約者が増えると値下がりするようなものではないのです。この特徴は、証券取引所などに上場されて売買されるような種類の金融商品の“価格”とは根本的に異なる点です。

### 投資信託のプロが犯した誤り

レジットにおいて不思議なことに、素人が誤って使う“**基準価格**”という用語を、投資信託を取り扱うプロである被告らが使い出しました。しかも、最初は“**基準価額**”という正しい用語を使っていたのにもかかわらず、以下のようにある時から誤った“**基準価格**”という用語に切りかえたのですから、何かあったのでしょうか。“**基準価額**”という重要な用語の変更は混乱を招きます。レジットの関係者である被告らは、投資家を混乱させようとしたのでしょうか。

### ★ レジットの当初から

平成18年（2006年）12月まで

○ “**基準価額**”

★ 平成19年（2007年）1月から  
同年9月まで × “基準価格”

★ 平成19年（2007年）10月から  
（レジット事件の約1年前から）現在まで × “純資産価格”

こうした用語の変遷は、レジットの次の四つのマンスリーレポートの各先頭ページに書かれたそれぞれの用語を見ればわかります。

2006.12 <http://www.applitech.co.jp/h26wa259/repor200612.pdf>

2007.01 <http://www.applitech.co.jp/h26wa259/repor200701.pdf>

2007.09 <http://www.applitech.co.jp/h26wa259/repor200709.pdf>

2007.10 <http://www.applitech.co.jp/h26wa259/repor200710.pdf>

#### 正しい用語と誤りの用語

- “基準価額” （正しい、標準的な用語）
  - × “基準価格” （誤り、“価額” でないので）
  - × “純資産価格” （誤り、“価額” でないので）
  - △ “純資産価額” （標準的な用語ではない）
- “純資産総額”（“純資産”とも呼ばれる）は別の意味の用語

ここでゴシックは、標準的な正しい用語を示しています

“純資産価格”は明らかに誤りです。この誤りを正して、“価格”を“価額”に変えて“純資産価額”としたところで、これは別の意味の言葉“純資産総額”と紛らわしいので、通常は使われません。標準的な用語ではないのです。一般社団法人の投資信託協会においても、使われるのは“基準価額”という用語です。

被告らは、投資信託のプロですから、普通に考えると誤った用語“基準価格”を使うようなミスをしなはずです。しかも、途中から使いだした“基準価格”や“純資産価格”は、すぐに気づくような明らかな誤りです。

これだけでなく、“基準価格”という用語からわざわざ切りかえて“純資産価格”という紛らわしい用語にしたのは更に不思議です。どちらも“価格”なので明らかに誤りである上に、分かり難い用語にしたからです。被告らは当然ミスに気づくでしょうから、以前に使っていた正しい“基準価額”という用語に

戻せばよいだけのことです。戻そうとしないのは全く不思議なことです。

### “純資産総額”とは

“純資産価額”および“純資産価格”という用語が紛らわしいのは、“純資産総額”という別の意味の重要な用語があるためです。そこで、これについて述べておきます。

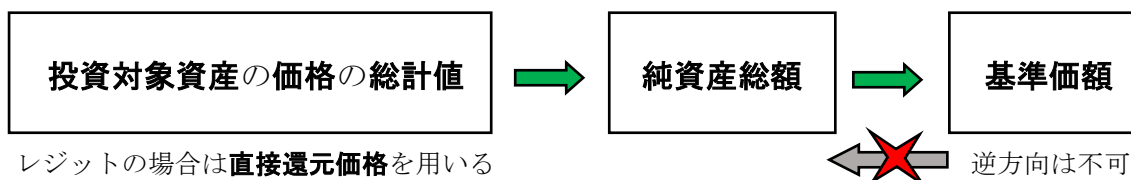
**純資産総額**は、それぞれの投資信託の肝というべき金額であり、それぞれの投資信託に含まれる投資家に帰属する資産（純資産）の総計値です。投資家が投資した資金は、当初は現金ですが、投資対象資産の購入に使われて、投資対象資産に形を変えます。これらの資産の総計値が“純資産総額”です。ただし、レジットの場合は、収益還元法の細分類であるところの直接還元法という方法を使うので、収益源物件の不動産価格とは、後述の直接還元価格のことです。

なお、投資対象資産の購入に際して、レジットのように借入金がある場合には、借入金という投資家に帰属しない資金を加えて投資対象を購入するので、注意が必要です。投資対象の“全資産”なるものは、そのすべてが投資家に帰属することにはならないからです。たとえば、レジットの投資対象は収益源物件ですから、収益源物件であるところの全不動産の価格（直接還元価格）を合計した金額（すなわちレジットの“全資産”）には、投資家に帰属しない借入金が含まれます。したがって、レジットの**純資産総額**は、レジットの“全資産”の合計値から借入金を差し引いた金額になります。この“資産”が投資家に帰属する“純資産”です。

### 純資産総額と基準価額の関係

**基準価額**は、**純資産総額**を総販売口数で割った1口あたりの金額として定義されています。一般社団法人の投資信託協会においても、レジットの目論見書においても、このように定義されています。まず、**純資産総額**を求めて、それを総販売口数で割るのです。**純資産総額**を先に算出した後に、これを使って**基準価額**を求めるという順序にご注目ください。

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



ところで**基準価額**は、投資信託の売買をする際の値段としても使われます。レジットの目論見書においてもこのように記載されています。

ただし、**基準価額**の定義を「投資信託の売買をする際の値段である」とする

ことはできません。なぜなら、これだけでは**基準価額**の値段の求め方が不明なので、この定義では不完全だからです。もしも価格であれば、需要と供給のバランスで自然に値段がきまりますが、価額はそうはいかないのです。

上の式を変形すると、次の式になります。

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

しかし、この式を使ったところで、**基準価額**を適当に（**純資産総額**と無関係に）決めた後に**純資産総額**を求めることはできません。なぜなら、まず**純資産総額**を求めないことには、**基準価額**は決まらないものだからです。

### “基準価額”は総販売口数が増えなくても変わらない

投資信託の**基準価額**は、車の売買価格や不動産の賃貸料などの“価格”とは全く異なる“価額”です。ですから、その購入者（買い手、借り手）が増えると値上がりして、解約者が増えると（買い手、借り手減ると）値下がりするようなものではありません。

ここで、レジットの購入者（総販売口数）が増えた場合を見てみましょう。レジットへの投資額が増えますから、その分だけ収益源物件が追加購入されて、“**純資産総額**”は増えます。しかし、この**純資産総額**を総販売口数で割った1口あたりの**純資産総額**、すなわち**基準価額**は、ほとんど変化しません。**純資産総額**が増えますが、それは総販売口数が増えた結果だからです。逆にレジットの解約者が増えた場合（すなわち総販売口数が減った場合）も同様で、収益源物件を売却することによって**純資産総額**が減りますが、それは総販売口数の減少に応じた結果ですから**基準価額**はほとんど変化しません。

以上をまとめると、総販売口数が増えた際に、**純資産総額**は、総販売口数に比例しますから、これらの割り算の結果である**基準価額**は変化しません。これが“価額”である所以であって、“価格”とは異なる点です。

ところが、レジット事件は、総販売口数の減少を引き金に、**基準価額**が10分の3に低下することになりました。異常な事件なのです。

### “基準価額”の上がり下がりの原因は

では、どのような場合に、**基準価額**の上がり下がりがあるのでしょうか。それは、投資信託への投資金の行方を見ることで分かります。その行方とは、投資対象資産です。投資金は、投資対象資産（レジットの場合は収益源物件）の購入に使われて、投資対象資産という形に変わります。ところが、投資対象資産の価格は、市場の動向によって上がったり下がったりします。これが、**基準**

価額が変動する理由であり、投資信託の元金が保証されていない理由でもありません。投資信託への投資とはこういうものです。

投資対象資産の市場価格が変動すると、まず**純資産総額**が変動します。そして、1口あたりの**純資産総額**であるところの**基準価額**も変動することになります。繰り返しになりますが、**基準価額**は価額ですから、資産の価値をある基準に従って求めた金額です。ある基準とは、投資信託の資産の総計値であるところの**純資産総額**をベースにして決められた1口あたりの**純資産総額**ということになります。

レジットの場合も同様です。ただし、投資対象資産は収益源物件という不動産です。したがって、この市場価格が変動すると、まず**純資産総額**が変動し、**基準価額**も上がり下がりします。ここで市場価格とは、収益源物件という不動産の価格ですが、これについては注意が必要です。レジットの場合、不動産価格は、不動産の売買価格ではないからです。目論見書に記載されているように、収益還元法という不動産鑑定評価法の細分類の直接還元法を用います。ですから、収益源物件の不動産価格としては、後述の直接還元価格を用います。これについては、次の説明を参照してください。

### レジットの収益源物件の価格の求め方（不動産の売買価格ではない）

一般に不動産は一物多価だといわれています。したがって、レジットの収益源物件という不動産価格をどのような計算方法で算出するのかを決めておかないと、不動産価格はフラフラ変化してしまいます。コウモリファンドになってしまうのです。そこで、こうならないようにレジットでは、目論見書に収益源物件の不動産価格の計算方法が次の計算式として明記されています。そして、この計算式に従って不動産価格を求めてその総計値を**純資産総額**にすることも明記されています。この不動産価格は、**不動産の売り買いをするときの売買価格ではない**ことに注意してください。次の計算式は、収益還元法に分類されるものであり、賃料収入を基にして不動産価格を決めることになります。

### 請求目論見書（2005年版）の7ページに記載の直接還元法の計算式

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

ここで国土交通省が発行した権威ある「不動産鑑定評価基準」（甲42）を参照してみます。その中には、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代表的な不動産価格の算定方法が記載されています。この25頁の内容と照合することによって、レジットの目論見書の式が、収益還元法の細分類である直接還元法の計算式であることが確認できます。

したがって、レジットにおいては、直接還元法を用いた計算式で**純資産総額**を算出することが決められています。目論見書に規定されているからです。本書では、直接還元法で求めた不動産価格を直接還元価格と呼んでいます。この用語を用いると、レジットの**純資産総額**は、収益源物件の直接還元価格の総計値であるといえます。

レジット事件が発生する前は、直接還元価格に従って**純資産総額**を求めていたと考えられます。この期間に不動産売買価格は少しばかり変動がありました。しかし、直接還元価格は賃料収入の多寡によって決まるものであり、賃料収入自体は安定していました。このためにレジットの**基準価額**は約1万円をキープできていました。ところがレジット事件では、この**純資産総額**を求める計算方法が“早期売却を前提とする評価額”に突然に変更されました。このために、**基準価額**が10分の3の約3千円に急落してしまいました。レジットはコウモリファンドなのです。

### プロである被告らは、なぜ誤りのある用語を用いたのでしょうか

レジットの解約者が増えて、総販売口数が減ったときに、もしもレジットの値段が“価額”ではなく“価格”であるとすれば、レジットが安価になるのが当然だと被告らは投資家に説明（言い訳）できるかもしれません。こう考えて、被告らは、平成19年（2007年）1月から“**基準価額**”を“**基準価格**”という誤りのある用語に切りかえたのではないのでしょうか。そうだとするとレジット事件は周到に計画されていたこととなります。

しかし、“**基準価格**”という用語は“**基準価額**”に似ていますから、投資信託についてある程度の知識をもつ投資家は、被告らの説明に納得しないかもしれません。“**基準価格**”も“**基準価額**”も、総販売口数によって変化するものではないと投資家が言い出すかもしれないからです。そこで被告らは、“**基準価額**”を連想させることのないように、平成19年（2007年）10月から、“**基準価格**”を“**純資産価格**”という用語に変更したのだと考えられます。

### レジット事件は異常な出来事である（その1）

平成20年（2008年）末に発生したレジット事件の引き金となったのは、解約者が増えたためとのことです（解約者が増えるような状況を被告らが作り出したようにも思われますが、ここでは置いておきます）。解約者が増えると、総販売口数が減ることになります。



当初被告らは、“**純資産価格**”という“価格”だから、レジットが安価になるのが当然だと言うつもりだったのかもしれませんが。しかし、**基準価額は、価額ですから、総販売口数が減ることによって変化するものではありません**。この点に注目すると、レジット事件における**基準価額**の下落が前代未聞の異常な出来事であることが分かります。本来ならば、**基準価額**は変化しないはずですが。このような異常な出来事であるという認識の下に、**基準価額**の下落に関する分析的な理解なしには、レジット事件を見抜くことはできないでしょう。

他の証券会社の営業マンは、投資信託リテラシーをもっているので、レジットの**基準価額**のグラフを一目見るだけで、奇異だと口を揃えます。

### レジット事件は異常な出来事である（その2）

別の観点から見ておきましょう。**基準価額**が10分の3になるのは、とりもなおさず1口あたりの**純資産総額**が10分の3になる場合です。このように**基準価額**は、**純資産総額**に強く紐づけられていますから、**基準価額**だけを独り歩きさせて論じることはできません。繰り返しになりますが、**基準価額**とは、**純資産総額**を求めた後に、それを総販売口数で除した金額です。

ところが被告らは、**純資産総額**に関する説明を一切せずに、**基準価額**に関して種々の仮定をした上で仮の金額を求めてはそれを改定するなどという怪しい議論を展開しました。この結果、**純資産総額**を求めることなしに、被告らが勝手に決めた方法で**基準価額**を算出することになりました。これはレジットの目論見書に書いてある算出方法とは全く異なるものでした。

最終的には、辻褄を合わせるために、**基準価額**に総販売口数を乗じた金額を**純資産総額**にしました。被告らは順序を無視して、**基準価額**を勝手に決めた後に**純資産総額**を求めたのです。

### レジット事件のシナリオは

被告らは、“**純資産価格**”いや“**基準価額**”を1万円から3千円に下落させるという大技をやったのけました。あまりにも大幅な下落です。ですから、簡単な説明、すなわち“**純資産価格**”という“価格”なので、買い手が減れば当然下落するという説明では済まない、と被告らは考えたのでしょう、**基準価額**の下落を説明するための巧妙なシナリオを編み出しました。そして、そのシナリオはかなりの出来栄であったので、多くの投資家にレジット事件を容認させることに成功しました。

被告らが編み出した巧妙なシナリオについては、その内容および誤りについて「**被告らからの説明（弁明）の解説**（執筆中）」で詳しく述べます。

以上