

## 連載：コーポレートガバナンス（第5回）

執筆者 プロフィール紹介

中村岳嗣

PAG 株式運用部 マネージング・ディレクター

1998年プリンストン大学コンピューターサイエンス学部卒。ブーズ・アレン・アンド・ハミルトン社を経て、ゴールドマン・サックス証券会社アジア副会長補佐役、後に株式運用部勤務。その後、独立系投資顧問会社数社にてプライベート・エクイティ投資および上場株運用業務に携わり、2011年PAG株式運用部部長。上場日本株式のポートフォリオマネージャーを務める。

「日本というのはですね、政策を決定し進める上において、国民投票制、直接投票制はとっていないわけでありまして、まさに政権選択の選挙が衆議院選挙であり、また、あるいは中間評価として参議院選挙があります。この代議制の民主制の中においてですね、間接代表制の中においてですね、我々は国民の意思を受けとめ、そこでお約束をしたことを進めていく義務を持っているんだろうと思います。今回、我々は政権公約をお示しをしている。当然、政権公約でお示しをした我々が政権をとった以上、この中身について進めていく責任があるんだろうと、こう考えています。各地域でそれぞれの、結果が出ています。そうした声も十分に耳を傾けながら、あるいは分析をしながら丁寧な政策運営にあたっていきたいと思っております。」

（衆院選から一夜明けた12月15日の自民党安倍総裁記者会見にて）

選挙の開票日というのはどうしても夜更かしをすることになる。株式市場や為替市場と異なり、状況によってこちらがアクションを起こすということはないのだし、既に投票は締め切られているのだからじたばたせず翌朝詳細を調べればよさそうなものだが、リアルタイムでの開票状況にはそれなりの情報価値があるからである。証券市場の取引データとは異なり、開票プロセスの履歴は事後的には容易に入手できない。

報道各社のテレビやウェブ上での発表をリアルタイムで見ていたのではなくては実感できないことがあるという訳だ。投票終了時刻を迎えると、報道各社は出口調査や開票所毎の途中経過などを元に独自に各候補者の当選予想を行い「当確」の報道を開始する。かくして開票日の夜のテレビ欄は選挙特番一色となるが、昨日は午後8時台のNHKと民放5社の選挙特

番の平均視聴率があわせて59%だったそうだから<sup>1</sup>、これは史上最低の投票率だった53%との比較においてはもとより、こうした報道は投票所に足を運ばなかった人にも多分に影響を与えるのだろう。つまり、報道各社による当確判定がどのようなペースで与野党の議席を積み上げるかもまた、選挙結果についての体感温度を構成する一部ではないかと思うのだ。

昨夜はまた、民主党の菅元首相が475議席目と最後の当選者であったことに加え、その菅元首相と最後の比例代表議席を争って敗れたのが同じく民主党の海江田代表であったことはなんとも象徴的だった。筆者の見た限り、比例代表名簿同順位間での勝敗を決める惜敗率<sup>2</sup>は、菅・海江田両氏に加えて東京19区に重複立候補していた末松義規氏との三つ巴が続いていたが、開票終了後の発表によれば、最終的な惜敗率は菅氏が84.6%、海江田氏83.3%、末松氏81.3%であった。なお、選挙速報では先に海江田氏の落選が報道され、その後菅氏の当確が報道されるまでにかかなりの時間差があった。東京19区の開票進捗が遅かったため末松氏の惜敗率に上昇余地があったためとみられるが、実際にはその後の開票作業により末松氏の惜敗率は下落し、海江田氏の惜敗率が上昇したため、上記のとおり菅・海江田両氏は1.3%という惜敗率の差によって明暗が分かれたことになる。ちなみにこれは海江田氏の選挙区である東京1区における、実際の投票数においても26万票以上のなかの1300票だったので、実に投票数の0.5%を割り込む僅差である。かの有名な2000年11月の米国大統領選にて、ブッシュ対ゴア事件の舞台となったフロリダ州では投票数の0.5%未満の票差の場合に機械による数えなおしを行うとの規定に従い、当初の1784票差が537表差に訂正されたことは記憶しておられる読者も多いだろう。小選挙区を落とした海江田氏が比例区で議席を守ったとして党代表を続投していたかどうかは今となっては知る由はないが、小選挙区を落とした段階でのメディアの問いに、去就については比例区の結果を待ちたいと答えていたことからすると続投の可能性もあったのではないか。この0.5%が今後の民主党に及ぼした影響もまた大きかったのかもしれない。

さて、冒頭の引用文は本日午後に開催された記者会見において、安倍自民総裁が記者の質問に対して答えたものである。その質問内容は下記のようなものであった。

「首相は今回の解散、アベノミクス解散と銘打ってですね、景気回復はこの道しかないとおっしゃいました。今、記者会見ではですね、復興や教育、外交安保、これもこの

<sup>1</sup> ビデオリサーチ社調べ

<sup>2</sup> 比例代表区の立候補者について、重複立候補している小選挙区での当選者の得票数に対する自らの得票数の割合。例えば、東京1区における当選者である山田美樹氏の得票数107,015票に対し、次点に留まった海江田万里氏の得票数は89,232票であったため、海江田氏の比例代表区における惜敗率は83.4%と計算される。名簿順位が同じである比例代表区の立候補者間ではこの数値によって順位が決定される。

道しかないという風におっしゃっています。ひとつ質問は、今回公約に掲げた全ての公約がですね、この道しかないという形で信任を得たというふうに思われるでしょうか。

あともう一つはですね、選挙の意味という意味では、沖縄ではですね、小選挙区で自民候補が全て敗れました。川内原発の鹿児島地の選挙区でも自民候補が敗れました。この場合ですね、例えば川内原発に関しては、地元自治体とその県の知事の首長、そして議会の承認があれば進めるという考え方をとっておりますが、もちろんそのテーマは違いますけれども、沖縄の問題もそうなんです、地元の意見で、例えば知事、首長、そして今回の国政選挙で出た民意をいかに政策に取り込んでいくべきだというふうに考えますでしょうか。」

要するに、米軍基地移転や原発再稼働という個別政策に関し、地元では自民党への反対票が優る結果となったが、そのことを政権与党としてはどう扱うのかという質問である。これに対して安倍氏は、代議制民主主義における衆議院選挙とは政策パッケージ全体すなわち政権公約をもとに政権与党を選ぶ選挙であって個別政策の是非を国民が判断するためのものではないとまずは答えているのである。

国家のガバナンスと企業のそれとでは、制度のみならずその背景にある思想や、明文化されない領域における諸々の勘案要素において極めて異質であることは論を俟たない。特に、国家運営における公平性のあり方は企業経営におけるそれとは別次元の重要性を孕むうえ、政権与党内にも様々な意見が存在するのが通常だ。よって、議論を尽くすということの重要性が問われ、たとえそれが単に時間の浪費に終わる場合であっても、議会の多数決さえ得られていればよいという考え方が通用しない場面が数多く発生する。一方、企業経営においては、よりトップダウンの意思決定を実現しやすい環境が担保されているという違いがある。

ただ、株主・投資家と企業を考える上で、上記の安倍氏の言葉はひとつ重要な示唆を与えてくれる。それは国家統治における代議制民主主義と同じ性質の枠組みが、企業と株主の関係上も原則として想定されているという点である。

我が国の商法では多岐に渡る株主権利が定められているが、昨今のコーポレートガバナンスにまつわる議論で通常想定される場面というのは、株主が法制に基づいて企業に対する権利を行使するというよりも、より日常的な株主・投資家と企業側との対話を通じ、どのようにして企業経営をあるべき方向に導くか、という性質のものである。ここには強制力はないのだが、それではなぜ経営陣は株主の言葉に耳を傾けるべきなのかということについては、究極的には取締役の選任にまつわる株主権利がその根幹にあるとする考え方が妥当だろう。それは同時に、株主には個々の経営施策についての直接的な要請や介入を行うことが求めら

れているのではないということでもある<sup>3</sup>。それどころか、株式会社の取締役選任の方式とは、議員や地方自治体の首長の選挙のように複数の候補者の中から獲得票数によって当落が決まるというのではなく、株主総会の議案にあげられる取締役候補は通常は一組であるため、そこで選任されないという事態はよほどのことがない限り発生しない。つまり、そもそも企業経営者においては、「次の選挙」を気にするが故、日々の経営判断においても総体としての株主の意向を汲むべく行動するインセンティブは政治家におけるそれとは格段に働きにくい制度になっている。

それでは、個別の経営判断について株主・投資家と企業（IR・経営者）とが意見を交換する上で、建設的な関係構築に資する態度とはどのようなものだろうか。それは両社が同じ言語で語るということであり、胸襟を開いて互いの考えの基礎をなすパラメータ、特にリスクに関する考え方を詳らかにする姿勢である。

企業経営とはリスク判断の積み重ねで成り立っているといっても過言ではない。人材採用、投資、撤退、提携、価格政策などは全てリスク判断である。昨今話題の株主還元が一要素をなす資本政策はその最たるものだ。ところで投資家というのとはもとより経営や執行のプロではないのだから、ある目的を達成するためにどのような手段を選び、どのように遂行すべきかについて企業側に「気付き」を提供できる存在だと考えては間違えることになる<sup>4</sup>。それでは投資家と企業の間ではどのような対話に意義があるのだろうか。投資家の仕事の本質はリスク評価であり、以前の本稿でも触れたとおり、投資家というのとは自己資金ではなく顧客資金を預かって運用している場合がほとんどなのだから、顧客資金の性質に基づき、望ましいリスクというものが設定されている。それに見合ったリスクをいかにポートフォリオ内で実現するかが職務の大きな要素を占める。企業と投資家の対話においてはリスクについて意見が交わされるべきなのである。

最も端的な例として、無借金で現金を積み上げている会社はなにがいけないのだろうか。このことについての理解は意外に浸透していないのではないかと気付かされることが多いのだが、現金を積み上げている会社が良いか悪いかは立場によって全く異なるのである。例え

<sup>3</sup> 商法上の株主権利の定めにおいて、これには例外がある。代表的なものとして、剰余金の配当については原則として株主総会決議によるものとされているため、株主提案権を含めて考えれば株主による直接的な介入を一定程度認めているといえる。配当支払いはごく通常の出来事であるから、その他の総会決議事項として定められている事柄に比べては特に意識しておくべき点だろう。なお、上記の配当決議は定款変更によって取締役会決議事項とすることも可能であり、さらに、株主総会決議の対象から排除することもできるが、当然のこと定款変更にも所定の総会決議が必要である。

<sup>4</sup> もちろん、プライベート・エクイティ投資あるいはベンチャーキャピタル投資のように、投資家が経営に深く関わる分野もあるが、その場合は投資判断を行う者と経営支援あるいは経営自体を行う者とは別の人間であるケースが大多数だろう。投資家が組織として経営サポート要員を擁する場合もあるが、本質的に投資と経営とは機能的に分離しているとみるべきである。

ば取引先 A 社に対する下請け業者の立場からみてみよう。彼らは現金商売を行わない限り、A 社に対する売掛金の回収が実現するまでのあいだはクレジットリスクを負うのだから、A 社が目先は何ら用途のない現金を積み上げておいてくれることは大いに安心材料となるはずだ。ある日突然取引先が不渡り手形を出して倒産し、資金回収が滞るといった危険性がなくなるからである。あるいは従業員の立場からみたらどうだろうか。例えばキャリアアップ余地の限られた社員、このまま昇進もなくあと 10 年で定年を迎えることがほぼ確実な中間管理職の社員を想像してみよう。いかに企業がリスクをとって投資を行い、その結果として業績が伸び、あるいは株価が上昇する可能性があるとしても、勤務先のストックオプションや株式は保有しておらず賞与の上昇余地も限られているのであれば、まずは万が一にも会社が倒産したり業績悪化によるリストラなどの事態に至ることのないようにとの思いの方が強いかもしれない。あるいは新規事業開発に携わるエース級の社員においても、いざというときの事業資金を手元に蓄えておいてくれた方がありがたいと考える可能性が高そうだ。貸付を行っている銀行はどうだろうか。多額の現金を積み上げつつ相当の借入金を負っている企業は多くはないはずだが、例えば過去に多額の借入れを起こした企業がその後のキャッシュフローを蓄積するか、もしくはどんどん再投資に回すかの選択肢の間では、貸し手としてはある程度の現金を蓄えてくれた方が（そして前倒し弁済などはせずに借入れは維持してくれた方が）貸倒リスクの観点からはありがたいという話になる。経営者の立場には様々あってしかるべきで、従業員や取引先の多くと同じ目線で安定を第一に考える経営者もあれば、成長なくして安定なしとの考えのもと、厳しい業界競争を生き残るためには常にある程度のリスクを積極的にとり、打って出ていく姿勢こそが肝要だと考える経営者もあるだろう。さらには経済全体の観点からは、前回とりあげた通り、金融機関の口座に残された資金がキャッシュとしてどこでどのように活用されているかという視点もある。

株主はどうだろうか。一般的には、有望な投資用途を持たぬ企業が銀行預金に眠るだけの現金を積み上げているような場合、株価にとっては大きな重しになるため株主はそうした判断を好まない。株価が余剰現金の分だけ既に押し上げられているため、同程度の業績成長がもたらすここからの株価上昇を「率」で測ったときに、その程度が小さくなるからである。しかしそれでは株主は常に一番のリスクテイクで企業側はより低いリスクを好むという関係性にあるのだろうか？これは実はそうではなく、企業側が、株主が好む以上のリスクをとるケースも往々にして存在することに注意が必要である。例えば、株主の目からは明らかに高望みしすぎだと思われる業績目標を、しかし経営としてはチャレンジするだけの意義があるものとして掲げ、その達成に向け、収益化タイミングの読めない赤字事業に相応の投資をし続けるケース。あるいは海外勢におハコを奪われ、もはや業容回復の可能性は低いと思われる事業分野を抱えるが、いざ撤退となれば多くの従業員の雇用が失われることになるため経営として容易に最終判断には踏み切れぬケース。この場合、早期撤退を求める株主はリスクを嫌う側に立っており、リスクを取っているのは企業側である。（もちろんこの場合、あと 3 年は延命できるだろうが 10 年は無理かもしれないというようなことだとすると、この事業

に携わる55歳の社員と30歳の社員とでは撤退と延命のどちらがリスクなのかは逆になるなど、企業内でもいろんなパターンがありえる。)あるいは、過去に華々しい業績をあげた経験のある企業が、新規参入者の台頭により業界構造が激変した今日でも過去並みの業績実現が可能だと信じて株主還元を優先して事業投資を続けるような場合も、株主以上に企業側がリスクを選好しているということになるかもしれない。

意識すべきは、こうした妥当リスクの設定における差というものが元来企業の各ステークホルダー間には存在するという点だ。代議制民主主義のコーポレートガバナンスにおける株主あるいは投資家とは、個別の経営判断に一々注文をつける存在ではないし、かといって取締役の選任という、現実には相当切りにくいカードだけを自らの影響力として保持し、常々座して語らずを通すべき存在でもない。企業のリスクテイク度合いに関する対話を行うことが建設的な関係性構築につながるのである。これを通じ、過度に保守的、あるいはバランスを欠いたリスク設定を防ぎ、適切な舵取りによって成長志向の経営体質をもたらすことが期待されている。

ここで確認しておきたいのは、リスク選好度・許容度の設定と、短期志向と長期志向の別とは、かなりの程度、独立した関係にあるということだ。高いリスクを求めるからといってそれがすなわち短期志向であったり、リスクを抑えた経営をすすめることが即長期志向であることにはならない。リスクには短期的リスクと長期的リスクの両方が存在するという点だ。そして短期的リスクと長期的リスクは対の関係にある訳でもない。長期的成長のためといって野放図に新規事業にキャッシュを投じ続ける経営は短期的リスクと長期的リスクのいずれをも不必要に引き上げていることが疑われるし、業績連動報酬を得る経営陣が特定年の業績を重視するあまり一時的に成長投資の手を緩めたような場合、そこでは短期的リスクを嫌うあまり、本来取るべき長期的リスクをも避けている可能性がある。

長期的利益を犠牲にして短期的利益を追うことはおかしいといわれる。当然である。目先の利益増を優先するあまり、長期的な事業成長のためには欠かせない研究開発や人材への投資を削ることが誤りであることは明白だ。それではリスク面における長期志向とは、どのような考え方をいうのだろうか。それは、自らを取り巻く大きな変化に対応し、必要とみれば大胆な取り組みを進めるということである。そうした取り組みは、既存の殻を打ち破って進むことを必要とするため、短期的にはリスクとなる。短期的にはリスクが増大するかもしれないが、長期的にはリスクを押し下げることだ。また、費用対効果が不明確なコストをきちっと管理せずに放置することは、競争激化やマクロ環境の変動により減収という事態に直面したときに、黒字で踏みとどまる競合他社を尻目に早々と赤字転落に陥るリスクを増大させていることに他ならない。リスク選好度に関わらず、不要なリスクは排除すべきだとの観点から、無駄なコストは常々削減しておくべきであることもまた当然である。そうした毎期毎期の努力は広義の短期志向に属する取り組みである。まだ陽の目を見ない新規事業に

対し、全社の収益水準に対し無視できない規模の投資を行うにあたっては、どの程度までの金額をどのくらいの期間に渡ってかけるべきなのかを経営方針として考えておくことが重要で、そのイメージを予め市場と共有しておくことが建設的な関係構築につながることになる。

本業が構造的に斜陽産業になりつつある企業を考えてみよう。長い歴史を持つ大手企業であれば、これまでの蓄積により今では相当キャッシュリッチな状況にあるかもしれない。本業の先行きが明るくないだけに、できるだけリスクは抑えたい、それ故「余剰キャッシュ」は手元にとっておきたいと考えるのが普通であって、いくら有望な成長投資の方策がないからといって簡単に株主に還元してしまいたくはないだろう。しかし、リスクの観点から考えたとき、こうした企業は余剰キャッシュというバッファを持つことで果たして本当に将来のリスクを抑制しているのだろうか？場合によっては意図せざる逆の効果を生んでいるのではないか、という見方があるかもしれない。

この企業の種々のステークホルダーにとって本当に必要なことが、10年後20年後は成長企業に脱皮できているよう新たな成長の柱を打ち立てるための取り組みに全社一丸となり背水の陣で取り組む姿勢なのだとしたらどうだろう。売上高がここから半減しても10年は今のままでもとりあえず倒産はしない、皆に給料を払いつつやっていけるという「バッファ」があると思うと、本当に状況が悪化するまでは任期4年のサラリーマン社長にはそもそも背水の陣がとれないのではないか？投資家としてはそのような視点を持っているかもしれない。バッファを手元に温存することを考えるよりも、もう少し積極的に打って出るべきなのではないか、それこそが逆に長期的なリスクを下げることにつながるのではないか、という対話が建設的な関係構築ということになる。仮にこの事業において営業利益率3%ではそもそも持続性がないとの見方があるとする。業績低迷により今年営業利益率3%、営業利益300億円のメーカーが、中期計画の最終年度である3年後には営業利益率6%、営業利益600億円にまで回復させたい。全体としての増収は困難であっても、利益率で5%を上回れば、その先は二桁を狙えるところに辿り着く。ここで、現状のバッファ温存型経営を進めていけばその実現可能性は10%に過ぎないが、より積極的に打って出た場合はその可能性が5分5分になるとしたらどうだろう。リスクとは、目標をどこに設定するかによっても変わってくる指標だということになる。そして実は、このような状況は、斜陽産業のみならず変化の激しい今の時代においては多くの業界にあてはまることだ。上記は短期的にはリスクをとることが長期的なリスクを逆に押し下げるといった例であったが、なにが望ましいかは立場によって異なり、バランスを取るべき立場の経営陣の前には選択肢がある。その上で行われる投資家と企業の対話というのは、こうしたリスクの取り方についての見解を突き合わせるものがひとつの大きな目的であり、それは文字通りの対話を経て、日々投資家の売買判断により形成される株価となって表現される。これに対し、経営陣には一定の軸を持って振幅の大きな市場心理に対峙し、選択したリスクの考え方について発信することが期待される。

さて、資本市場とはその名の通り資本を提供する場であるから、企業としてはそうしたリスクに関する対話を通じて自らの経営方針と実績が市場側の要請とうまく合致した局面で、資金ニーズの発生に合わせた増資というチャンスが訪れることになる。既存株主のもつ商法上の権利とは別次元で、市場が直接的に企業に対して影響力を及ぼす場面である。ここでは上記の代議制民主主義は消え去り、キューバ方式の直接民主主義がやにわに台頭する。プロセスの安定性を担保するため証券会社による引受け方式や、公募価格の決定においては入札方式の代わりに想定価格レンジを元にしたブックビルディングという段取りの詳細はあるが、大枠の考え方としてはとにかく市場が NO と言ったら泣いても転んでも増資は通らないのだから、これぞ常日頃の企業と投資家の関係構築が試されることになる。

このとき、増資に対してどのような対応を行うかが、投資家側の運用方針によって大きく区分されることになる。株式運用にはいくつもの区分があるが、大きく根っここのところではパッシブ投資とアクティブ投資という分け方が可能だ。パッシブというのは TOPIX や MSCI に代表されるなんらかの広範囲な市場インデックスの構成を模してポートフォリオを組む方式で、そこには銘柄選択の余地はほとんどなく、その名のとおり受身で運用するということに近い。アクティブというのはこれに対し、業績やその他の様々な要素を勘案し、組み入れ銘柄を選択する手法にあたる。

さて、増資が発表されたとき、パッシブ型の運用者はどうするのだろうか。現実には世の中には各種各様の運用手法があり、断定的にパッシブはこうであると言ってしまうと諸方面からお叱りを受けることになるためここではあくまで原則論として述べるに留めたいが、インデックスを模したポートフォリオを運用しているならば、増資によってとられるアクションはインデックス構成の変化を見越したものであるということになる。そこでは業績の過去実績や戦略の良し悪し、調達資金使途についての考察は重要ではなく、あくまで「パッシブ」にインデックスの変化についていくことが仕事になる。換言すると、そこでの「アクティブ」役はなんとインデックス組成者、すなわち日経平均株価指数であれば日本経済新聞社が担うことになるのである。時価総額ウェイトを基にした TOPIX のような指数についてはアクティブ役はどこにもおらず、ただ自動的に数式に従ってインデックス構成が決まるということだ。

誤解を恐れずに話を単純化すると、もし全ての株主がパッシブ投資家で構成されていたら、どのような公募増資でも必ず通ってしまうということになる<sup>5</sup>。パッシブの理屈としては、増資が通るなら発注しなければならぬし、通らないなら発注してはいけない。ということは、幹事証券会社が引受けを決めたら自動的に発注が決まることになる。投資家すなわち資本市場が適切にその役割を果たすには、アクティブ運用の担い手が必要だということだ。

<sup>5</sup> ここでは TOPIX 連動型のパッシブ運用を想定して述べている。

最後に、日本版スチュワードシップコードについて少しだけ触れておきたい。日本版スチュワードシップコードの最大の特徴はなんだろうか。キーワードは繰り返されるという有名な台詞を思い起こして頂きたい。そう、3度も繰り返されているフレーズがあれば、そこには大いに意図が籠められていると考えなければならないのである。1、2分で見つけられるはずであるから、是非書棚から三菱UFJ信託資産運用情報 12月号のハードコピーを手繰り寄せ、5頁目を開いて探してみてくださいないだろうか<sup>6</sup>。

キーワードを発見された方に、ちょっとした問いを投げかけて本稿を締めくくるとしたい。本稿5頁目後段の、企業側がより高いリスク選好度を示すケースとして挙げたもののうち、さて、スチュワードシップコードの掲げる理念に合致するのはどのケースだと読者諸氏はお考えになるだろうか。

(平成 26 年 12 月 15 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

<sup>6</sup> [http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201412\\_1.pdf](http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201412_1.pdf)

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱 UFJ 信託銀行株式会社 受託財産企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）