

連載：コーポレートガバナンス（第3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。

なににせよ新鮮な視点から得られるものは多い。ある日のこと、筆者は日経新聞を読んでいた妻に次のような言葉を投げかけられた。

「日経新聞って一体なんなんだろうね。ついこの間までは景気は順調に回復していて万事好調って感じだったのに、ある日気付くと急にいろいろと悪化していて実は景気は降下中、つてな具合じゃない？それでまたしばらくたつとやおら調子のよさそうな記事が増えてきて。これじゃ一体、良いのか悪いのか全然分からないじゃない…」

筆者には日経新聞を貶めるなんらの意図もないことを予めお断りしておきたいが、まさに妻の言うとおりでである。もちろん文面をよく読めば、景気の先行きに関する報道というものは、社としての見通しや論評を示すことを注意深く避けつつ、識者の見方や直近のマクロ統計についての事実を述べているだけだったりもする。が、統計数値の解釈につき単一の意見しか存在しないことが希少であることはいわずもがな¹、紙面における段組みや見出しの見

¹ この点に関し、最も顕著なのは「前年同期比のマジック」といわれるものである。季節性を持つ経済指標について、例えば例年年度末に数値が上昇する統計ならば、本年2月から3月にかけて数値が上昇したことを本質的な上昇とみるか、それとも単なる季節性とみるかはその上昇程度によるはずである。すなわち、通常であれば2%上昇するはずのところを4%上昇したというのであれば、季節性を超えた上昇があったということになる。ここで重要なのは「通常であれば2%上昇する」という点の把握だが、多くの統計においてこのような分析は行われていない。その代わり簡便的な手法として「前年同期比」が用いられる。これはどういうことかという、もし昨年の2月から3月にかけての上昇率が例年どおりの2%であったなら、本年2月の前年同期比と本年3月の前年同期比を比べることで季節性が除外できるという考え方である。重要なのはまさしく上記波線部分の前提なのだが、実は昨年の2月から3月にかけての上昇率が例年通りであった保証などここにもない。米国の自動車販売を考えるにあたり、前年同期比の販売台数を語る人がいたらその人はモグリである。なぜなら米国自動車（次ページへ続く）

せ方、文章表現などのもたらす印象についていうと、一般読者における率直な受け止め方としては、景気に関する報道はまさに朝令暮改だといってよいのではないだろうか。

こうした強気と弱気の見方が交互に報道される現象は一体なにによってもたらされるのであろうか。日本のメディアは、社もしくは記者の意見を前面に打ち出すということを経済見通しについてはあまり行わない。経済ネタというのは時間の経過と共に意見の正誤につき白黒がついてしまうという特徴があるため、この意味で「意見」に「予測」の側面が多分にあるからだろうか。メディアが純粋なる報道の役割を主に果たすのだとすれば、報道の対象となる主体はというと、その最たるものは株式市場²および市場関係者ということになる。複数の見方が存在する経済統計の解釈につき、株価の動きが特定の見方に対してお墨付きを与える形になるのである。つまり、意見のブレの源は往々にして市場だということになる。

景気をマクロとすれば個別の企業業績はマイクロである。マクロは最終的にマイクロの集合³なのだから当たり前のことともいえるが、一国の景気見通しについて発生するのと同様、個別企業の業績についても市場による見通しは往々にして大きく振れることは間違いない。そして両者は極めて緊密に関連しているのである。この事例として、多くの市場関係者の記憶にもっとも鮮明に残っているのは11年前のいわゆる「ソニーショック」ではないだろうか。

2003年4月24日、ソニーが事前予想を遥かに下回る決算を発表したことを受けて翌日以降の株式市場ではソニー株が投げ売られ、大型株には前代未聞の2日間連続ストップ安となった。米国の年末商戦を終えた第4四半期は例年僅かに赤字となるのだが、その純損失が前年の▲54億円からなんと▲1,111億円に拡大していたのだから市場関係者にはまさに青天の霹靂であった。24日木曜日の引け値で3,720円を付けていたソニー株は制限値幅である500円の下落を2日間続けた結果、またたく間に27%もの下落をみせた。多くの読者が当時を覚え

販売は発表元の米国商務省が「季節調整済み」の数値を発表しているからである。もちろん「例年の上昇率」自体も市場構造やマクロ経済の状況など様々な要因により変化しうるため季節調整係数自体も改定があるし、そもそも一定の季節性をもつのかどうかは統計により様々だが、前年同月比に比べれば季節調整済み係数の前月比をみる方が遥かに意味がある。

² もちろん債券市場や為替市場、商品市場など株式以外の市場も大いに重要であるが、株式市場が国民生活に最も直接的な影響を与える企業業績を反映するのに対し、金利・為替・商品価格などはその変動要因として副次的な扱いを受けるのである。多数の国民が第一次産業に携わる国であれば株価よりも金利や商品価格の動向の方が新聞記事を賑わすのかもしれない。

³ もちろん一国の経済には企業セクターのほか政府セクターと家計セクターとがあるが、3者が異なる方向に進む状況の持続性には限度がある。ここで注目し値することとしては、マクロをGDPで表現する場合、そのGDPの計算において政府セクターはある意味で除外されているということである。すなわち企業セクターが全体として営業CFを減少させている中でのGDP成長は通常ありえないが、同様の状況にあたる政府セクターの財政赤字拡大はGDP計算には反映されない。同様に、上記3者が異なる方向にすすむパターンのうち、家計セクターの乖離に比べて政府セクターの乖離の持続性は遥かに長い、それでも日本の財政問題に象徴されるとおり、永遠に乖離し続けることはできないのである。

ておられるはずと思うが、翌週月曜発売の週刊誌はほぼ全てがソニーショックの見出しを掲げ、決算発表から数日のうちにはメディアのみならず証券会社の見方も悲観論一色に染まったのである⁴。

当時の株式市場は2000年のITバブル崩壊による下落相場の最終局面にあったのだが、日本ではデフレが5年目に突入、銀行の不良債権問題が新聞紙上を賑わせていた最中である。ソニーショックのあおりを受け日経平均株価も2日間で3%強下落、バブル経済崩壊後の最安値を更新して28日には7,607円88銭という20年ぶりの安値で引けることになる。直後のセルサイドアナリストの対応を当時のブルームバーグ記事がうまく表現している。

(以下、週明け月曜の2003年4月28日ブルームバーグ記事より引用)

同社の決算発表後、UFJつばさ証券の山本和也アナリストが同社株の投資推奨を一気に2段階引き下げたほか、モルガンスタンレー証券の山本高稔アナリストは今日8日に下げたばかりの投資推奨を25日付でさらに一段階下の「アンダーウェイト」まで落とした。このほかドイツ証券の杉由紀氏、メリルリンチ日本証券の栗山史氏、野村証券金融研究所の片山栄一氏、みずほインベスターズ証券の大澤充周氏、大和総研の三浦和晴氏、JPモルガン証券の高田裕史氏、ING証券のリチャード・チュウ氏らが相次いで評価を引き下げた。

同社株は前週末25日の東京市場では終了間際に3,220円のストップ安比例配分で取引が成立。その後、ロンドン市場では3,000円の大台を割り込み、2,883円で引けた。ニューヨーク市場では終値ベースで24日に13%下落したのに続き、25日も23.92ドルと、3.33ドル(12%)安まで値を下げた。

東京株式市場の関係者の注目はきょうもソニーに集まり、同株価が小幅ながら下げ渋った局面では、株価指数も下げ幅が縮小した。ただソニーについては「指値の売り注文が残っている可能性もある」(日興コーディアル証券商品本部・西広市部長)との指摘が聞かれたほか、「ソニー株価が落ち着くまでは、相場全体が下向きとなりそうだ」(丸八証券情報調査室の細井克己室長)との見方が強かった。このため午後の同株価がストップ安で推移すると、株価指数にも下げ圧力がやや強まり、日経平均は一時、前週末比95円74銭(1.2%)安の7,603円76銭を付けた。

さて、こうしてソニーの業績に対する見方は大幅に切り下がったのだが、株式市場全体についてみると、このソニー株2日連続ストップ安の日につけたバブル崩壊後最安値の日経平

⁴ 我が国では日経ビジネス、東洋経済、ダイヤモンド、エコノミストをはじめとして週刊ビジネス誌のほとんどが月曜発売となっている。その他は、週刊朝日、サンデー毎日が火曜、週刊文春・週刊新潮が木曜である。

均株価 7,600 円強というのは紛れもない大底であった。ITバブルのピーク 2000 年 3 月末以降、3 年もの間下落を続けていた日経平均株価はこの日を境に上昇へと転じ、僅か 2 ヶ月後には 2 割の上昇を見せる。ソニー株も日経平均と同率で上昇し、7 月 3 日には急落前の 3,720 円を回復、その後も上昇を続け、翌年 9 月中旬には 4,410 円に至る。この間、2003 年 9 月にはドル円レートが急伸し、03 年 4 月には 120 円近傍だったものが 04 年 4 月には一時 104 円を割り込む水準にまで円高が進んでいたのであるから、今日とは違い貿易・経常収支共に大幅な黒字⁵を示していた中、株式市場の回復はかなりの力強さをもって進んだのである。その後、日本の株式相場は小康状態の 2004 年を経て 2005 年後半の小泉相場を迎え、日経平均 1 万 8,000 円越えをもたらす 2007 年 7 月のピークに向けて進むのである。

さて、筆者の手元に残っている古いスクラップブックによれば当時の日経新聞はこんな具合である。4 月 26 日朝刊には「日経平均 7,700 円割れ、市場に「ソニーショック」——企業業績全体の悪化懸念」とあり、まさに不安うずまく市場心理が見て取れる。そして僅か 2 ヶ半月後の 7 月 8 日朝刊はこうである。「一時 1 万円台回復——企業変革、株価が先取り、復活の芽育てる努力を」。当時、証券関係者の間では株価が上がりすぎて気味が悪いよねという挨拶が交わさるようになったとの報道があったが、その戸惑いが伝わってくるようだ。

つまるところ冒頭の妻の感想は、2003 年 4 月 25 日に続く数ヶ月間の主要記事を追いかけてみるとますます真実味を帯びるのではないかと思われる。日本を代表するソニーがまさかの赤字、株価下落に歯止めが利かず市場全体にも影響が及ぶというある種絶望の淵に立った次の瞬間、市場が上向き始めるのである。市場の傍観者からしてみると「一体、良いのか悪いのか」とはまさにこのことだろう。

さて、株価が景気にせよ企業業績にせよ先行きの見通しに関し報道記事のリトマス試験紙として参照される一方、もちろんのことこれが常に正しいとは全くもって限らない。株価というのはあくまで売り手と買い手の売買意思がつりあう価格というだけのことであり、それが結果として正しければ市場は「合理的」だったということになるし、間違っていれば「バブル」もしくは「悲観的過ぎた」ということになる。非合理的な価格形成は例外であってほしいと願ってみても、半年というような短い期間で見たときの株価形成がいかに非合理的である場合が多いかは市場参加者なら誰もが同意する点だろう。

ここで、一点思い起こすべきことがある。全ての上場企業は上場前は未上場企業だったのだから、上場というある一時点を境に日々の株価というものを得た訳である。企業の本源的な価値が 3、6 ヶ月単位でそうそう何割も動くであろうか。もちろん商品市況に左右される

⁵ 2003 年の経常収支は前年の 14.1 兆円より拡大して 15.8 兆円の黒字であった。これが 2007 年の約 25 兆円弱をピークに縮小を続けており、2013 年は 7,899 億円。2014 年はこれまでのところ赤字である。

ような事業ではそのようなことがありえるが、多くの企業においてはそこまで変動性の高い事業を営んでいる訳ではない。未上場企業の株式の売買においては一株当たりの純資産額が使われることがあるが、これは将来予想もさることながら、まずは過去の蓄積を基準に企業価値を決めようという考え方でもある。上場したとたんに会社の価値形成の仕組みが本質的に変わってしまうなどということは起きないのだから、市場における株価などというものは、とどのつまり赤の他人がつけた価格に過ぎない。よって、市場において自分が考える価値よりも大幅に高い評価がついていれば株主としてはこの機を活かして超過売却益を得るもよし、さもなくば無視すればよいという考え方だっただけであながちおかしいとはいえないのだ。

こんなことを言っていると本連載のテーマである「コーポレートガバナンス」にならないじゃないかとお叱りを受けることが予想されるので逆説的な物言いはこの辺りでやめておかねばならない。重要なことは、「コーポレートガバナンス」をアベノミクス実施期間における一過的な仕組みとしてではなく、永続的な仕組みとして、そして折りに触れ進化させていく仕組みとして考えるためには兎にも角にも市場の本質を見誤ってはいけないのである。時として市場は暴走する、というより、市場においては誰しも非合理的な価格形成からは逃れられないということを前提に考えるべきである。企業と資本市場のあるべき関係性を構築するにあたっては、そのことを前提とするとしないとで議論が大きく異なってくるのである。

11月のブリスベン G20 における最終合意を目標に議論が進められている大規模金融機関の資本規制強化策において、銀行勘定ポートフォリオに対する金利変動リスク適用の議論がなされているが、これなどはその最たる例だ。市場は往々にして極端な動きを見せるとの理解を前提に、「いかに市場影響を吸収するか」の観点より議論が進められている。そもそも満期保有債権に対しては市場価格の変動をあてはめなくてもよいという現行規制を考えると、前述の「さもなくば無視」という考えがあながち異端ではないということがお分かり頂けると思う。

市場からの声を活用して企業の成長に役立てようという時にこのような意見は水を差しかねないものとして賛同を得がたいかもしれない。しかし、これまでの我が国の歩みを考えたとき、市場参加者として筆者は現在打ち出されている方向性にやや危ういものを感じるのである。「企業は耳を傾けることとする。市場も公共の利益のために行動すべく協力せよ。」今唱えられているスローガンは端的にいうとこのようなものだが、果たして数年後、企業側は頑張ったのに市場はなんだ、実情にそぐわない価格形成を基に楽観が過ぎたり悲観が過ぎたりと、結局中長期的な運用や持続的成長性に資する行動などできていないじゃないかという声により資本市場との対話という枠組み自体が否定されはしまいかという懸念である。小泉政権下での「構造改革」に対する評価は多種多様であるが、最も意義ある反芻は、成果の至らなさに対する批判が枠組み自体への否定へとともたやすく至ってしまったことへの自省ではなからうか。

選ばれた人材、そして限られた人数によって構成される企業経営者コミュニティ⁶に対し、市場とは国境を越えて誰でもが参加でき、無数の売り手と買い手により形成される、極めて捉えどころのない「場」に過ぎない。そして、そこでの価格形成は優劣を基に行われるのではない。他の参加者の判断を推し量る各人の判断の集積によって行われる。その「他の参加者」も皆、先方からみた「他の参加者」の判断を推し量り、それをもとに判断しているのだからことは単純ではないのである。市場とはそのような一種不思議な場なのであり、そこには神の手は存在しないということを肝に銘じる必要がある。毎月月末になるとバリュエーション理論の指し示す「正しい金額」に向けてぐいっと株価を引っ張ってくれる神の手は市場には存在しないのである。⁷

さて、本稿の最後で触れておきたい話題がある。現在、米ナスダックは足元では2000年初頭の史上最高値に迫る位置にまで上昇してきており、ドル建てハイイールド債インデックスは4月以来史上最低の6%近傍で推移している。もちろん、株価についてはバリュエーションマルチプルはそこまで跳ね上がっていないし、ハイイールド債についても10年債とのスプレッドでは3%台半ばと、金融危機前のピークである07年5月あたりの水準に比べれば若干の余裕があるともいえる。現下の市場環境の背景に上述した「意見のブレ」があるのかどうかについてはそろそろ議論が噴出しそうな勢いだが、そのような中、今月最大のニュースといえなんだろうか。恐らく多くの市場関係者にとり、それは104円から急激に109円を突破したドル円レートではなく、政治的には多大な注目を集めたスコットランドの独立是非を問う住民投票でもない。史上最大規模の250億ドルIPOとなった中国電子商取引最大手アリババ社のNY上場である。

先週行われたアリババ社のブックビルディング⁸は調達額の大きさにも関わらず価格設定が低廉であるとして史上空前の需要を集め、プロセスの途中で60~66ドルから66~68ドルに引き上げられた公募価格レンジの上限68ドルで販売されたADS⁹は初日の取引でなんと37%上昇の93.3ドルという終値を付けた。午前9時に開くNY証券取引所での寄り付きに午前11

⁶ 日本市場に影響を及ぼしうるという意味では僅か500社程度の経営陣トップにより構成されるコミュニティということになるが、安倍政権下において実現した初期の賃上げおよび今年に入ってから株主還元強化の動きは、この企業経営者コミュニティがいかに日本的な意味で効果的に機能しうるかを示した好例である。

⁷ 市場参加者の多数がバリュエーション理論に基づいた売買判断を行っているとの前提が仮に成り立つ場合においてすら、バリュエーション理論への入力値、とくにリスクプレミアムなどに関する前提は各人各様なのだからここに述べた市場の本質は未成熟な新興国市場に限っての話ではない。株価が安すぎるときに乗り出してくるプライベート・エクイティ投資家などは神の手に近い存在ともいえるが、彼らの投資行動も債券市場のリスク許容度により大きく左右される。

⁸ 公募増資において新規発行株式の発行価格をあらかじめ公表された仮条件の範囲内で投資家の需要状況に応じ決定する方式のこと。

⁹ American Depositary Shares(米国預託株式)

時 53 分までかかったのだから、IPOで十分な割り当てを得られなかった投資家の買い需要の物凄さが想像できるというものだ¹⁰。流動ADS数 3.7 億株¹¹に対して初日の出来高は 2.7 億株だったから 4 割近い値上がり益を得た投資家はその多くが売却した可能性もあるが、出来高には日計りも当然ながら大量に含まれているはずなので正確なところは不明である。金額としては 250 億ドルと、なんと初日に調達金額同等額が市場で取引された。

アリババ社のIPOに際しては、企業グループの支配構造にまつわる様々なリスクの指摘が数多くなされてきた。詳細については多くの報道記事が出ている¹²のでそちらに譲りたいと思うが、かいつまんでいうと、中国本土では通信・インターネット関連事業が外資規制を受けることにより、今回上場したADSの保有者はアリババ事業会社¹³の株主になるのではなく、全く別個のケイマン籍企業Alibaba Group Holding Limitedの株式を、ADSを通じて保有する形となり、そのケイマン籍企業たるアリババ上場会社が契約関係によりアリババ事業会社の創出する利益を享受するという仕組みになっている。目論見書が参照する法務意見では法的に有効とされるこの「契約関係」だが、中国法制度独特の不安定性により将来的にも担保されるかどうかは不透明であるとされ、現行法についてもその解釈や具体的な適用が非常に曖昧であるというのがリスクとして挙げられた点だ。そしてこのことに関連し、アリババ上場会社は 30 名の社内幹部により構成されるアリババパートナーシップによって実質的に支配される形をとっている。すなわち、アリババ上場社の取締役会の過半数は常にアリババパートナーシップのメンバーたるパートナーもしくはアリババパートナーシップの指名する人物によって占められるという規定である。そしてアリババ上場会社の定款のうち、アリババパートナーシップによる取締役選定にまつわる箇所の変更には株主総会で 95% の賛成が必要とされているため、これは株主構成上、事実上変更不可能ということである。アリババは当初香港証券取引所への上場を企図していたが、この一株一議決権の原則を採用しない支配構造が香港当局に認められず、当地での上場を断念したという経緯がある。

保有株式数に見合った議決件数が付与されないこと自体は特段珍しい規定ではない。グーグル、フェイスブック、ニューズコーポレーション、オクジフマネジメントをはじめとする上場運用会社、そして前回ご紹介したパークシャーハザウェイなど、米国市場にはそのような支配構造を採用する企業がいくつもある。

¹⁰ ちなみにツイッターの上場初日の寄り付きは午前 10 時 45 分であった。

¹¹ この他にロックアップ非対象で随時 ADS に転換可能なアリババ事業会社株が約 1.3 億株ある。これが初日に ADS として流通可能であったかどうかは不明だが、筆者の推測するところ初日の流通には含まれなかった可能性が高いだろう。

¹² 但し、FT や WSJ のような一流メディアにおいてもアリババが種類株を発行するとか、上場会社が VIE (Variable Interest Entity) の株式を所有するなどという誤った記述も見られたので注意が必要だ。目論見書の原本にあたることが重要である。

¹³ タオバオ、T モールほか各事業を管轄する VIE 5 社により構成される。

パートナーシップによる企業支配という点、未上場のコンサルティングファームや会計士事務所などにおいてよくある形態である。アリババ社においては新パートナーは任命により選ばれるのではなく、既存パートナーによる推薦および一定数のパートナーによって構成されるパートナーシップ委員会の審査を経て既存パートナーによる投票にかけられ、全パートナーの75%以上の賛成によって選出される。

アリババ社の創業者であるジャック・マーは常々、「顧客が第一、従業員が第二、株主が第三」としてきた人物だ。これは日本の家電量販店であるケーズデンキの加藤会長が30数年前の社長就任時以来唱えてきた考え方にほぼ同じと考えてよいだろう。

さて、アリババ社の目論見書は厚さにして1センチ強と一般的にそれほど分厚いものではないのだが、目論見書が隅から隅まで読み込まれるケースは稀である。が、今回のケース、企業としての注目度の高さやガバナンス関連事項の複雑さもあり、この目論見書は世界の各所でかなり読み込まれたのではないかと思う。本稿を締めくくるにあたっては、その中で通常の投資分析で取り上げられる種々のトピックとはやや離れた点ではあるが、前述のアリババパートナーシップの構成について触れておきたい。

今日現在、アリババパートナーシップには30名のパートナーが所属しているのだが、この世界第4位の時価総額約25兆円をつけた巨大企業の最高幹部のうち3割にあたる9名が女性なのである。30名には創業メンバーが7名含まれているがそのうちでは3名が女性、創業年とその翌年の2000年に入社した14名中では6名が女性であるから、これは後からの登用などではなく正真正銘の中心メンバーとして存在しているということだ。30名のパートナーのうち会長のジャック・マー、副会長のジョー・ツイをはじめとする12名の役員(Executive Officer)のうちでも2割5分にあたる3名が女性¹⁴なのである。

パートナー陣の年齢構成は36-39歳が7名、40-44歳が17名、46-50歳が4名、そして51-54歳が2名である。ジャック・マーとジョー・ツイのみならず、経営陣全員が今後20年は活躍できる年齢である。

社会のあらゆる分野で指導的地位の3割を女性とする安倍首相の「ウーマノミクス」であるが、果たしてこの「3割」はアリババの人材登用を知ってのことだったのだろうか。

(平成26年9月21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

¹⁴ <http://www.alibabagroup.com/en/about/leadership>

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ものです。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）