

## 天の半分は女が支える

「天の半分は女が支える」という中国の諺は長く、事実というより願望だった。先進国でも途上国でも、教育、医療、労働、賃金、政治参加における性格差が残っている。

性の平等化の鍵は教育が握る。女性教育は賃金の上昇、家庭外労働の増加、出産の減少、出産時の母子死亡率の低下、健康の改善につながるだろう。恩恵は次の世代の医療、教育、生産性に及ぶだろう。

マクロ経済レベルでも、女性教育は長期的な経済成長を支える重要な鍵だ。それは生産性の向上、投資収益率の上昇、農業収穫の増大、人口構成の改善につながるだろう。女性教育による経済成長率の上昇は、さらなる教育投資と人的資源や生産性の一段の改善という好循環をもたらすだろう。

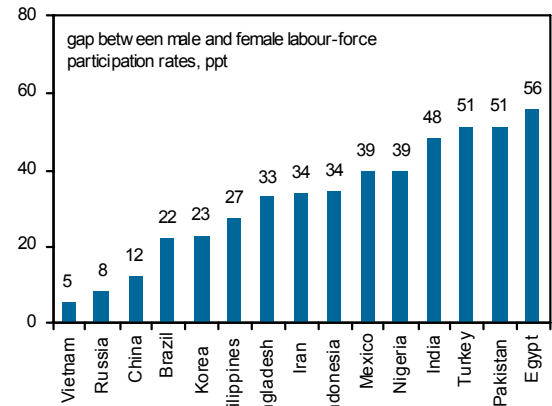
BRICsとN-11では、女性教育への投資拡大がトレンドGDP成長率を年0.2%ほど押し上げる‘成長プレミアム’をもたらす可能性がある。雇用における性差別の縮小—女性教育の充実から見込める恩恵の一つ—が進めば、一人当たり所得は現在の当社ベースライン予想を2020年に14%、2030年に20%ほど上回る可能性がある。

改善にもかかわらず、女子の初等教育修了率は男子を下回る

% completing primary school	Girls		Boys	
	1991	2004	1991	2004
Sub-Saharan Africa	47.1	56.9	62.3	67.3
East Asia & Pacific	92.3	96.3	92.3	95.8
Europe & Central Asia	92.9	92.6	94.3	96.5
LatAm & Caribbean	88.4	101.1	83.0	99.4
Middle East & North Asia	73.3	89.0	87.8	92.9
South Asia	68.3	83.0	90.4	90.2
<b>Total</b>	<b>78.6</b>	<b>84.0</b>	<b>93.4</b>	<b>89.4</b>

人口加重平均。  
出所：世銀

## 多くの国で、雇用の性差はまだ大きい



Source: World Bank  
出所：世銀



## 天の半分は女が支える

「天の半分は女が支える」という中国の諺は長く、事実というより願望だった。近年の目覚ましい改善にもかかわらず、教育、医療、労働、賃金、政治参加において女性は男性と互角ではない。

性の平等化は長期的な経済成長を支える鍵だ。女性の労働参加率が上昇すればGDP成長率も一人当たり所得も上昇するだろう。職を巡る競争激化で労働の質が改善し、生産性も上昇するだろう。高成長につながる人が多い‘人口シフト’のきっかけになることも予想される。

性平等化の鍵は教育が握る。女性教育は、女性の賃金上昇、家庭外労働の増加、出産の減少、出産時の母子死亡率の低下、(女性のみならず子供の)健康と教育の改善につながるだろう。マクロ経済レベルでも生産性の向上、投資収益率の上昇、農業収穫の増大、人口構成の改善につながるだろう。女性教育で経済成長率が上昇すれば医療・教育投資が拡大し、人的資源や生産性がさらに改善するという好循環が生じる可能性が強い。

Global Economics Paper 164 ‘Women Hold Up Half the Sky’では、いくつかの面からBRICsとN-11で女性教育がもたらす可能性のある経済的寄与、つまり‘成長プレミアム’について考察した。

- 教育を受けた女性は外で働く可能性が高いので、雇用における性格差が向こう20年で縮小した場合の影響を考察した。その結果、特にBRICsではインドとブラジル、N-11ではエジプト、イラン、ナイジェリア、パキスタン、トルコにおいてGDP成長率と一人当たり所得が大きく押し上げられることが分かった。
- 女性教育の改善が平均寿命の長期化やテクノロジー利用の普及にもつながるという前提で、成長環境スコア (GES) への影響も調べた。その結果、実際にGESの改善が起これば、バングラデシュ、インド、パキスタン、フィリピン、ベトナムを中心にBRICsとN-11の過去10年のトレンド成長率は約0.2%押し上げられていたという推定結果を得た。
- 出生率低下に伴う‘人口シフト’の影響も予想される。歴史的に、このシフトの初期段階にある国では成長率が10.~2.0%押し上げられる。バングラデシュ、エジプト、インド、イラン、ナイジェリア、フ

ィリピン、サハラ以南アフリカ諸国の多くがこれに該当する。

## 女性が置かれている今日の状況

雇用現場での男女平等化の第一歩は教育だ。だが現実には、多くの途上国で教育が不平等の最初の一步となっている。修学を左右する要因は地理、年齢、親の教育水準、文化など数多く、性別はその一つに過ぎない。国際統一テストの結果をみると、国毎の差はあるが、同じ国の中での男女差はあまりない。男子が優秀なら女子も優秀で、逆も真ということだ。強いて言えば男子は相対的に数学に強く、女子は国語に強い。得点差は数学より国語の方が大きく、総合では若干、女子が優る。

それだけに女性教育は重要な課題と言える。かなりの進展をみせている国は多く、南米ではほとんど性差が消えた。しかしBRICsとN-11では初等教育の段階から差がみられる。入学率はほぼ同じだが修了率は女子の方が低い。中等教育になると一入学率は男女ともが大幅に低下するが一入学の段階から男女差がある。インド、ナイジェリア、パキスタン、トルコで中等教育を受ける男子は女子より25%も多い(バングラデシュ、ブラジル、中国、韓国、メキシコ、フィリピン、ロシア、ベトナムでは同等か女子の方が多い)。

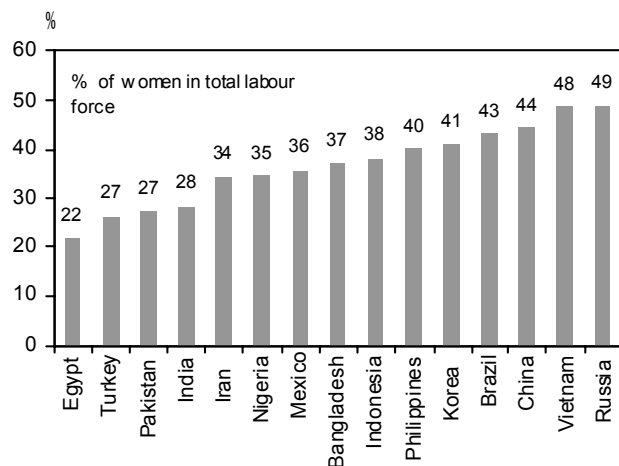
大学への進学率は男女とも低い、男女差がさらに拡大する。ロシアと韓国を除き、当該年齢層で高等教育を受けている者は全体の3分の1以下だ。そして男子学生10人に対する女子学生の数はバングラデシュとナイジェリアでは5人、インド、トルコ、ベトナムでは7人にすぎない。対照的に、高所得国(およびBRICsやN-11で比較的、所得が高い国)では一般に女子学生の方が数が多い。

### 改善にもかかわらず、 女子の初等教育修了率は男子を下回る

% completing primary school	Girls		Boys	
	1991	2004	1991	2004
Sub-Saharan Africa	47.1	56.9	62.3	67.3
East Asia & Pacific	92.3	96.3	92.3	95.8
Europe & Central Asia	92.9	92.6	94.3	96.5
LatAm & Caribbean	88.4	101.1	83.0	99.4
Middle East & North Asia	73.3	89.0	87.8	92.9
South Asia	68.3	83.0	90.4	90.2
<b>Total</b>	<b>78.6</b>	<b>84.0</b>	<b>93.4</b>	<b>89.4</b>

人口加重平均。  
出所：世銀

### 女性の労働参加率は低い



出所：世銀

学業を終えた女性には職場での性差別が待っている。インド、パキスタン、トルコの女性（15～64歳）の労働参加率は30～40%、エジプトは22%に過ぎない。女性の教育水準が高い国は労働参加率も高く、中国とベトナムでは80%近く、ロシアでは65%にのぼる。

いくつかの国では労働力人口に占める女性の比率が30%に満たず、しかも生産性も賃金も低い農業に偏っている。エジプト、インド、イラン、パキスタン、トルコの非農業セクターにおける女性労働者の比率は4分の1以下だ。賃金格差も大きく、製造業での賃金は男性を大幅に下回るし、家族農業では無報酬が普通だ。

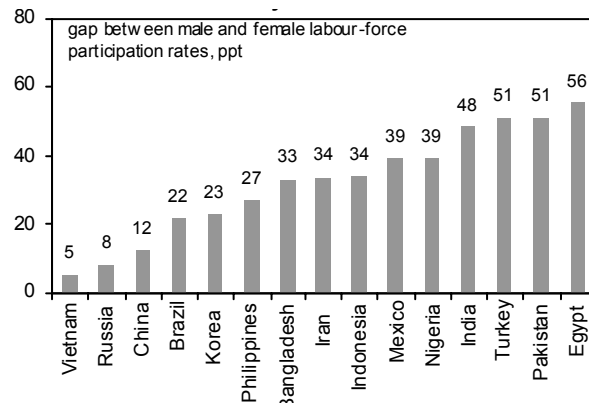
### 女性教育の重要性

女性教育からの恩恵は幅広く、よく知られてもいる。晩婚化、出産率低下、出産時死亡率の低下、栄養・健康状態の改善、雇用率の上昇、賃金の上昇、政治参加の拡大などである。教育のある母親が子を育てるという、世代を越えた恩恵もある。女性教育が成長率を押し上げるなら、教育・健康の改善を通じた好循環が期待できる。

### 成長チャンネル：家計レベルの利得と…

女性教育は次のようなチャンネルを通じて家計福利を向上させる。

### 多くの国で、雇用における性差はまだ大きい



出所：世銀

- **賃金上昇と雇用拡大**：一般に、学歴による賃金の違いは男性より女性の方が大きい。教育水準だけが男女賃金格差の原因ではないが、特に中等教育を受けていれば差はかなり小さくなる。
- **出生率の低下**：教育水準の高い女性はたくさんの子供を生まず、結婚時期が遅く、計画的に出産する傾向が強い。そのことは母子の健康状態にいい影響を与える。対照的に、高学歴男性はややもすれば子沢山傾向がある。
- **死亡率の低下**：教育のある女性は十分な看護を受けて出産時死亡率—若い女性の死亡原因として重要—が低い傾向がある。女性の初等教育就学率が高い国、まして中等教育の就学率が高い国ではなおさら、乳幼児の死亡率も低い。
- **健康状態の改善**：女性が教育を受けている家庭は一般に栄養・衛生状態がよく、予防接種も受ける傾向が強い。栄養失調になるかどうかは、食べ物以上に女性の教育水準がものを言うようだ。HIV/AIDS感染でも、女性が教育を受けているかどうかの影響が大きい。
- **起業**：国際調査によれば、教育水準が高いと、女性の興した事業が成功する確率が高まる。女性自営業者も増える傾向がある。
- **超世代的恩恵**：食事や子供の健康と教育では、一般に男性より女性が活躍する。教育水準が高い女性は自分で子供に教え、子供はよく勉強する傾向が強い。世代を超えた恩恵があるという意味で、これこそ女性教育の最大のメリットと言えるかもしれない。

## 教育投資からのリターンは途上国の方が大きい

% private return to education by level	Primary	Secondary	Higher
Asia*	20.0	15.8	18.2
Europe + MENA*	13.8	13.6	18.8
LatAm/Caribbean	26.6	17.0	19.5
Sub-Saharan Africa	37.6	24.6	27.8
<b>World</b>	<b>26.6</b>	<b>17.0</b>	<b>19.0</b>

\* 非OECD諸国。

出所：Psacharopoulos&amp;Patrinos 2004

## …マクロ経済効果が重なって…

マクロ・レベルでも、女性教育は成長率を押し上げる。

- **働く女性の増加**：教育水準が高い女性ほど働く傾向が強い。特に、職業訓練や第三次教育まで受けた女性の都市部での労働参加率は男性と遜色がない。
- **人的資源の改善と生産性の向上**：女性の教育水準が高まれば学生、延いては労働力の質が改善する。健康状態の改善で人的資源の質も改善する。
- **投資収益率の上昇**：投資収益率は一般に人的資源の質がよいほど高い。女性教育が進み賃金格差が残っている状態では、質が高く安価な女性労働力を利用できる。それにより、女性労働力が重要なセクターで投資が拡大する可能性がある。
- **農業生産性の改善**：教育を受けた女性農民は新技術に抵抗がなく、農業の生産性が改善して収穫が増える可能性がある。
- **人口シフト**：出生率が低下すると労働力人口の伸びがそれ以外の人口の伸びより高くなるため、貯蓄、一人当たり所得、物理資本・人的資本への投資が拡大する。やがてこの効果は消えるが、それは数十年も先の話だ。

## …経済成長率が大きく押し上げられる

以下のいろいろな研究を総合すると、教育での性差縮小がもたらす成長プレミアム—逆に言えば不平等が押し下げている成長率—は年0.3%程度と推定される。

## 教育からのリターンは女性の方が大きい

% annual returns	Men	Women
Primary education	20.1	12.8
Secondary education	13.9	18.4
Higher education	11.0	10.8
<b>Overall</b>	<b>8.7</b>	<b>9.8</b>

出所：Psacharopoulos&amp;Patrinos 2004

- 教育を受けた女性が1%増えるとGDPの水準が平均0.37%、GDP成長率が平均0.2%押し上げられる。
- 南アジア、サハラ以南アフリカ、中東、北アフリカ諸国の多くでは、教育における性差からの直接・間接の影響で、一人当たり所得の伸びが0.5~0.9%押し下げられていると推定される。他の研究では、同じ理由で南アジアとサハラ以南アフリカの成長率が0.3%押し下げられているとしている。
- 初等教育と中等教育における性差解消でミレニアム開発目標に遠く及ばない国がもしも改善に成功していたら、1995~2005年の成長率は0.1~0.3%押し上げられていただろう。改善が続けば、2005~2015年の成長率も0.4%押し上げられるだろう。
- いくつかの研究は、人口シフトによって1965~1990年の一人当たりGDPの伸び率が東アジアでは1.4~1.9%、東南アジアでは1.1~1.8%押し上げられとしている。

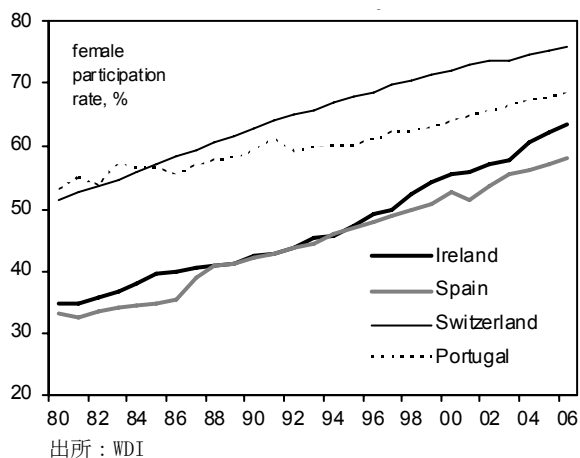
## BRICsとN-11における女性教育の効果

性差別や社会期待の状況はBRICsとN-11の各国で大幅に異なる。このため、3通りの方法で、女性教育が経済成長率に与える影響をみてみた。厳密な予想というより、妥当な政策と投資が行なわれた場合に期待できる成長プレミアムの一つの目安と受け止めていただきたい。

## 働く女性の増加

最初に、BRICsで開発した長期成長モデルを使って、女性の労働力参加率の上昇がもたらす影響を分析した。現在の労働力参加率の差はベトナムやロシアの10%以下からトルコ、パキスタン、エジプトの50%以上にまで渡る。男性の労働力参加率は不変として、この差が今後10年間（2008~17年）で半減し、次の10年でさらに半減すると想定した。

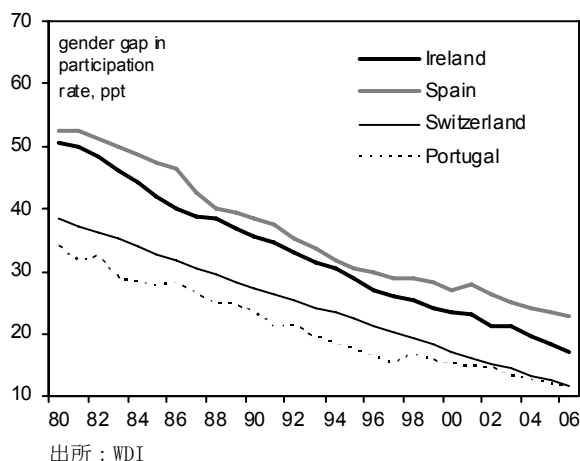
欧州では女性の労働力参加率が上昇し…



歴史に照らすと、この想定は楽観的すぎるかもしれない。欧州では80年代～90年代で差が半減した（ただし、その後も縮小ペースは落ちていない）。ただ、ここでも目的は性差縮小の影響をみることで、縮小速度はあまり問題にならない。

今後10年で差が半減することによる追加的な労働力人口の増加は、エジプトでは2.8%、パキスタンとトルコでは約2%、ナイジェリアとメキシコでは1.5%強にのぼる。次の10年ではペースが鈍るものの、エジプト、インド、パキスタン、トルコでの影響は引き続き大きい。労働力人口の加速はGDP成長率を押し上げる。当社のベースライン予想との相対で、向こう20年間の成長率はトルコとエジプトで年平均1.5%、インド、イラン、メキシコ、ナイジェリア、パキスタンで約1%高くなる。中国でさえ、03%の押し上げ効果が見込める。

…性差が大幅に縮小している



効果は一人当たり所得にも現われるだろう。BRICsでは、特にインドの一人当たり所得が2020年で10%、2030年で13%、ベースライン予想を上回る可能性がある。ブラジルでも2020年で10%の効果が予想される。N-11で最も効果が期待されるのはエジプトとトルコ（2020年で14%）、次いでイラン（11%）、トルコ（9%）だ。2030年には、エジプトとトルコの一人当たり所得が20%、イランの一人当たり所得が16%ほど、ベースライン予想を上回る可能性がある。

平等化社会

成長環境スコア（GES）からも影響を考察した<sup>1</sup>。GESは教育、医療、技術など生産性にかかわる様々な要因をまとめた指数で、各要素の改善で成長率がどれだけ押し上げられるかをみるのに利用できる。今回は女性教育の影響をみるため次の3つの項目を追加し、それらが1997～2006年に改善していたら成長率がどうなっていたかをみた。

- 死亡率の低下と健康状態の改善で、女性と男性の平均寿命が5年延びる。
- 女性の初等教育就学率が10%、中等教育就学率が5%上昇する。
- 技術利用（教育水準以上に所得水準とのつながりが強いが）が盛んになり、コンピュータ、携帯電話、インターネットの普及率が10%上昇する。

GESの改善はGDP成長率の上昇をもたらす。全13項目中の3項目だけの改善なので影響はそれほど大きくないが、それでも女性教育の改善が上のような成果をもたらしていたら、バングラデシュ、インド、パキスタン、フィリピン、ベトナムの過去10年の成長率は実際より0.2%ほど高かっただろう。

人口シフト

最後に、アジアのGDP成長率の上昇と生活水準の改善で大きな役割を果たしてきた人口シフトからの影響をみてみた。効果のタイミングも期間も度合いも国によって大きく異なるのでここでは細かく記さないが、適切な政策さえとられれば、人口シフトが経済成長率を大きく押し上げることは多くの研究の指摘するとおりで。

<sup>1</sup> 2007年12月14日のGlobal Economics Paper 163 'Building on a Decade of Progress: Our 2007 GES Scores' と2006年11月8日のGlobal Economics Paper 148 'You Reap What You Sow: Our 2006 Growth Environment Scores (GES)' 参照。

教育によって女性労働力が増加していたら  
GDP成長率も一人当たり所得も一国によっては大幅に一押し上げられていた

	Brazil	China	India	Russia	Bangladesh	Egypt	Indonesia	Iran	Korea	Mexico	Nigeria	Pakistan	Philippines	Turkey	Vietnam
<b>Labour Force Participation Gap (ppt)</b>															
2006	21.7	8.2	48.1	12.3	33.0	55.6	33.9	33.7	22.9	39.2	39.3	51.1	27.1	51.1	5.1
2017	10.9	4.1	24.1	6.1	16.5	27.8	17.0	16.8	11.5	19.6	19.6	25.5	13.6	25.5	2.5
2027	5.4	2.1	12.0	3.1	8.2	13.9	8.5	8.4	5.7	9.8	9.8	12.8	6.8	12.8	1.3
<b>Additional Women in Labour Force (average annual increase as % of existing labour force)</b>															
2008-2017	0.8	0.3	1.9	0.4	1.1	2.8	1.2	1.4	0.9	1.6	1.5	2.0	0.9	2.3	0.2
2018-2027	0.4	0.1	1.0	0.2	0.6	1.4	0.6	0.7	0.4	0.8	0.7	1.0	0.5	1.2	0.1
<b>Average Annual Incremental Real GDP Growth Rates (%)</b>															
2008-2027	0.7	0.3	1.0	0.4	0.6	1.4	0.7	1.2	0.6	0.9	0.9	0.8	0.7	1.5	0.5
<b>Increase in Income per Capita Relative to Current GS Projections (%)</b>															
2010	0.9	0.6	2.2	1.3	1.2	2.9	1.2	1.6	0.9	1.9	1.5	2.0	1.1	2.7	0.3
2015	3.0	2.1	6.5	3.0	4.7	8.4	4.0	5.9	2.9	5.3	5.4	5.5	3.4	8.3	1.5
2020	5.4	2.8	10.1	4.0	7.4	13.7	6.9	10.5	5.1	8.2	9.0	8.3	5.9	13.5	3.2
2025	7.7	3.5	12.6	3.9	8.8	18.1	8.9	14.2	5.8	10.1	11.8	10.9	8.1	17.8	4.8
2030	9.1	3.9	13.3	2.7	9.2	20.4	9.6	16.1	5.4	10.4	12.9	13.0	9.2	19.7	5.5

出所：当社推計

BRICs諸国とN-11諸国の多くは既にシフトが始まっており、経済利得の大きさは教育や投資に関するこれまでの政策によっても左右されるだろう。ロシアや韓国では既にシフトが終わろうとしている。中国もあと15年ほどでシフトが終わるだろう。

最も興味深いのは、これからシフトが始まろうとしている国—バングラデシュ、エジプト、インド、イラン、ナイジェリア、パキスタン、フィリピン、サハラ以南アフリカ諸国の多く—だ。学術研究は人口シフトによって年成長率が1.0~2.0%押し上げられることを示唆している。だが、出生率の低下と人口構成の変化は確実でも経済効果は必ずしも確実ではない。この千載一遇のチャンスから最大限の効果を引き出すには、今のうちに教育、特に初等教育に投資しておくことが不可欠だ。

## 結論

性の平等化には女性教育のための投資だけでなく職場慣行や法規の修正も必要だ。その進展は一数十年単位とは言わないまでも一数年単位でしか計れないだろうが、経済効果はきわめて大きい。人口高齢化が進む国では女性の職場進出で成長ダイナミクスが活性化するだろう。そうでない国でも成長が加速し、貧困が減り、死亡率が低下するだろう。

教育の普及と質の改善はグローバリゼーションに対する最強の反応とも言える。経済開放や技術進歩を受けて低技術から高技術への職能シフトが進む過程で、技術ギャップを埋める最善の過程こそ教育に他ならない。教育アクセスの改善と硬質な教育の提供は政策として優先する価値がある。

上での経済効果の推定は‘ベスト・シナリオ’に基づくものですがすぐには実現できないだろうが、いかなる成長プレミアムの可能性—一言い換えれば女性教育への投資不足で失っているもの—があるかを我々に教えてくれる。

Copyright 2008 ゴールドマン・サックス・グループ・インク

ゴールドマン・サックス・グループ・インクは、投資銀行業務、投資顧問業務および証券業務を提供する総合金融会社です。当社は有力な証券引受業者であり、またほぼ全ての証券取引市場で有力な市場参加者となっています。当社は投資調査部が調査対象としている企業の大部分と投資銀行その他の業務上の関係を持っています。当社のセールス担当者、トレーダーその他の従業員は、口頭または書面で、本資料で述べられた意見と異なる内容の市場に関するコメントや投資戦略を顧客に提供することがあります。また、当社自己取引および自己投資関連業務を担当する部署は、本資料の推奨する内容とは異なる投資を行うことがあります。

当社のリサーチ担当者の報酬は、投資銀行部門とその他の収益を含むゴールドマン・サックス・グループ・インク全体の収益も考慮した上で決定されています。ゴールドマン・サックス・グループ・インクはアナリスト、アナリストの下で業務を行う者、およびその同居家族が、アナリストが調査対象としている企業の証券および有価証券先物を保有することを原則的に禁止しています。これに加え、ゴールドマン・サックス・グループ・インクの方針では、アナリスト、アナリストの下で業務を行う者、およびその同居家族が、アナリストが調査対象としている企業の役員を兼務することを禁止しています。

本資料はかかる売却・購入が違法となるような法域での有価証券の売却もしくは購入を勧めるものではありません。また本資料によって何らかの行動を勧誘するものでもありません。本資料はゴールドマン・サックスのお客様へ一般的な情報を提供することを目的としています。本資料は個人向けの推奨を構成するものではなく、また、個々のお客様の特定の投資目的、財務状況、もしくは所要を考慮しているものでもありません。お客様は、本資料のいかなる意見または推奨に基づき投資行動をとる場合でも、その前にそれらがお客様の特定の状況に当てはまるか否かを考慮に入れるべきであり、必要とあれば専門家に助言を求めて下さい。本資料に記載されている投資対象の価格と価値、およびそれらがもたらす収益は、増加することがあると同様減少することもあり、投資家はいかなる投資からも損失を被ることがあります。過去の実績が将来のパフォーマンスを約束するものではありません。将来の収益は保証されているわけではなく、投資元本割れが生じることはあります。ゴールドマン・サックス・グループ・インクはお客様に対して税務アドバイスを提供してならず、すべての投資家は投資行動を起こすにあたって、逐次税務顧問に相談されることを強くお勧めします。先物、オプション、高利回り証券に関する取引は大きなリスクを被る恐れがあり、すべての投資家に適切な取引ではありません。本レポートは信頼できると思われる公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性に関する責任を負いません。ご利用に際しては、ご自身の判断にてお願いします。ここに示した意見は、本資料作成日現在の当社の意見を示すのみです。当社は、本資料中の情報を合理的な範囲で更新するようにしていますが、法令上の理由などにより、これをできない場合があります。当社および/または当社の関連会社、役員、エグゼクティブアナリストを除く社員は本資料に記載された企業の証券または(オプションおよびワラントなどの)派生商品の買い持ちや売り持ち、および売買を時と行うことがあります。調査資料の対象株式発行企業の普通株式の一つのクラスをゴールドマン・サックス・グループ・インクが1%以上保有又は支配(役員投票権の保有も含む)しているか否かを計算するにあたって、ゴールドマン・サックス・グループ・インクは、各々に規定される条件により、転換権の行使又はワラント、オプション、その他の権利行使によって60日以内に普通株式を取得する権利をもちたす全てのデリバティブ商品を計算に含めることとします。但し、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントの運用資産は、計算の対象外とします。本資料の一部または全部を、(i)複写、写真複写、あるいはその他のいかなる手段において複製すること、(ii)当社の書面による許可なく再配布することを禁じます。

本資料の配布については、オーストラリアではゴールドマン・サックスに代わりゴールドマン・サックスJBWere Limited (ABN 21 006 797 897)が、カナダではカナダ株関連の調査資料をゴールドマン・サックス・カナダが、その他調査資料をゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーが、ドイツではゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーoHGが、香港ではゴールドマン・サックス(アジア)LLCが、インドではゴールドマン・サックス(インド)セキュリティーズ・プライベート・リミテッドが、日本ではゴールドマン・サックス証券株式会社、韓国ではゴールドマン・サックス(アジア)LLCソウル支社が、ニュージーランドではゴールドマン・サックスに代わってゴールドマン・サックスJBWere (NZ)が、シンガポールではゴールドマン・サックス(シンガポール)Pte(Company Number: 198602165W)が、米国ではゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーが、これを行います。ゴールドマン・サックス・インターナショナルは英国および欧州連合内での本資料の配布を承認しています。ゴールドマン・サックス・インターナショナルおよび米国以外に所在する同社の関連会社は、それが米国以外の国の発行体に関連している限り、適用法の許す範囲で、本資料の発行前もしくは発行直後に本資料を使用したり、または本資料に基づいて何らかの行動を起こしている場合があります。外貨建て有価証券は、投資対象の価値もしくは価格、またはそれから得る収入を減減させる可能性のある為替レートの変動に服しています。さらに、その価値が外国為替の影響を受けるADRなどの有価証券への投資家の場合には、事実上為替リスクを被ることを前提としています。オプション取引はリスクを伴い、すべての投資家に適切な取引ではありません。取引の開始にあたっては現行のオプション取引に関する開示書類をよくお読みの上、その内容を十分御理解なさったうえで行ってください。

尚、本資料に記載された有価証券に関しさらに詳しい情報をご入用の際には、当社までお問い合わせください。その場合、イタリアからのお問い合わせはミラノ所在のゴールドマン・サックスS. I. M. S. p. A.もしくはロンドン市フリート・ストリート133番地に所在する同社支店が、また香港からのお問い合わせは、クイーンズ・ロード21に所在するゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C.が承ります。英国金融庁の規則において個人投資家の定義に該当するお客様は、本資料で取り上げた企業について前発行のレポートと関連してお読みいただき、ゴールドマン・サックス・インターナショナルから送られたリスク警告を参照して下さい。これらのリスク警告の写しをご希望の方はゴールドマン・サックス・インターナショナルまでお問い合わせ下さい。本資料で使用した金融用語の用語解説もご希望によりお送りいたします。本資料および本資料の入手や利用はAustralian Corporations Actで定義されている"wholesale clients"のみを対象としています。デリバティブ・リサーチは、個人のお客様向けではありません。準拠法で別途認められていない限り、本資料記載有価証券の取引執行を当社を通じて希望される場合には、管轄地域内のゴールドマン・サックス関連会社にお問い合わせください。

その他の開示事項については、<http://www.gs.com/research/hedge.html> をご参照いただくか、One New York Plaza, New York, NY 10004のリサーチ・コンプライアンスから入手することができます。

## 金融商品取引法第37条に定める事項の表示

本資料とともに、金融商品取引をご案内させていただく場合は、各金融商品取引の資料をよくお読みください。金融商品取引を行われる場合は、各商品等に所定の手数料等(たとえば、株式のお取引の場合には、約定代金に対し、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託のお取引の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連する特殊リスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブのお取引の場合には、弊社との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります(お取引の額の保証金等の額に対する比率は、現時点では具体的な条件が定まっていなため算出できません)。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法施行令第16条第1項第6号が定める売付けの価格と買付けの価格に相当するものに差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、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。

権利行使期間がある場合は権利を行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。

期限前解約条項、自動消滅条項等の早期終了条項が付されている場合は、予定された終了日の前に取引が終了する可能性があります。

商号等: ゴールドマン・サックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第69号  
 加入協会: 日本証券業協会、(社)金融先物取引業協会