



Goldman
Sachs

金融庁 金融審議会
「ディスクロージャーワーキング・グループ」 御中

日本のコーポレートガバナンス改革に対する海外投資家の見方

ゴールドマン・サックス証券株式会社
証券部門 株式営業本部

本書はゴールドマン・サックスの証券部門に属するセールス又はトレーディング・デスクにより作成されたものです。ゴールドマン・サックスは、本書において言及している内容や見解等とは異なる、あるいは整合性のとれないポジションを有する可能性があります。本書の内容は、様々な顧客あるいはゴールドマン・サックス内部の者に提供された可能性があり、また、その内容によって既に何らかの行動がとられた可能性がある点にご留意下さい。本書において言及している見解等はセールス又はトレーディング・デスクあるいは所属する個人の見解であり、ゴールドマン・サックスの公式見解ではありません。ゴールドマン・サックスの他のデスクあるいは個人が本書の見解等と異なる見解等を有し、また、表明することがあります。本書は独立したアドバイスではなく、また、当社投資調査部門によって作成されたものではないです。本書は米国商品先物取引委員会規制1.71条及び23.605条の規制対象となる限度においてデリバティブ商品に関する一般的な勧誘となります。

2018年2月21日

ゴールドマン・サックス・グループは、投資銀行業務、証券業務、投資運用業務を中心に、世界各国の企業等に金融サービスを提供する金融機関です。日本には1974年に進出し、ゴールドマン・サックス証券株式会社のほか、アセット・マネジメント株式会社等を展開しております

概要

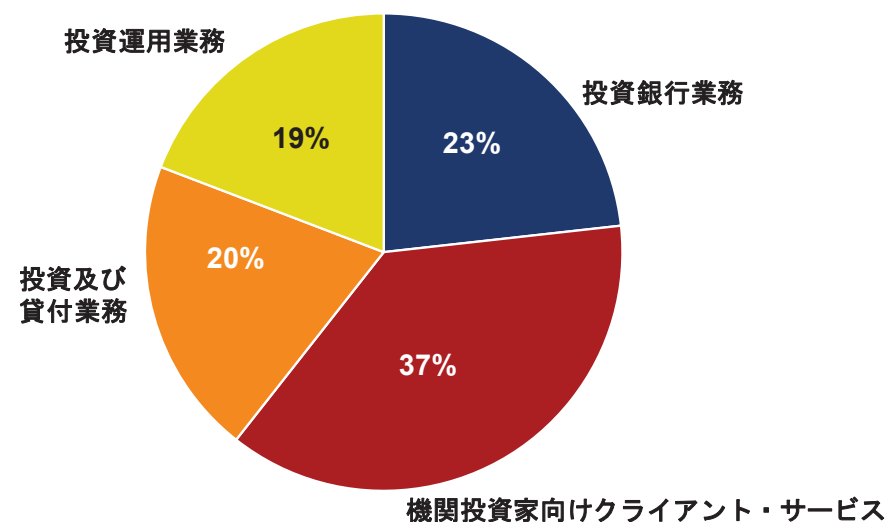
- 1869年設立。投資銀行業務や証券売買業務をはじめ、為替・商品取引、様々な金融商品取引業務など多岐にわたる金融サービスを世界中の政府機関、企業、金融機関等に提供
- 1999年に株式会社化し、ニューヨーク証券取引所に上場。ニューヨークに本拠を置き、アジア太平洋、アメリカ、ヨーロッパの主要60都市に現地法人、支店、駐在員事務所を展開
- 日本には1974年に進出、現在はゴールドマン・サックス証券株式会社のほか、関連会社としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社、ゴールドマン・サックス・リアルティ・ジャパン・リミテッドを展開。2006年10月に株式会社化
- 会長兼CEO：ロイド・C・ブランクファイン
社長兼COO：デービッド・M・ソロモン、ハービー・M・シュワルツ

沿革

1869年	創業者マーカス・ゴールドマンが手形割引商を開始
1882年	パートナーシップ制の発足によるゴールドマン・サックスの設立
1970年	ゴールドマン・サックス・ロンドン駐在員事務所開設
1974年	ゴールドマン・サックス東京駐在員事務所開設
1983年	東京駐在員事務所が東京支店に昇格
1986年	東京証券取引所（正会員）加入
1999年	株式会社化し、ニューヨーク証券取引所に上場（5月）
2006年	日本法人を株式会社化（10月）
2008年	銀行持ち株会社に移行
2009年	金融持ち株会社に移行

2017年度（1月～12月）各ビジネスセグメントの純収益

- 純収益合計 320億USドル
- 投資銀行業務（73億USドル）
- 機関投資家向けクライアント・サービス（119億USドル）
- 投資及び貸付業務（65億USドル）
- 投資運用業務（62億USドル）



出所：ゴールドマン・サックス

弊社は、日本のコーポレートガバナンス改革に関するセミナーを継続的に開催し、のべ700名以上の事業会社又は機関投資家のお客様に参加して頂きました。セミナーでは、海外投資家のスタンスや海外投資家との建設的対話について、ご紹介しております

セミナー開催日	タイトル	参加者
2014年5月30日	JPX日経400指数導入の株式市場・企業への影響GPIFの動向に対する考え	事業会社のお客様を中心に 104 名
2015年1月15日	日本株式市場の変革に対する考えと今後の見方を整理する	機関投資家のお客様を中心に 68 名
2月～3月 (複数回)	シニア・マネジメント向け コーポレートガバナンス・コードの運用方法と機関投資家のスタンスに関するセミナー	事業会社のシニアを中心に合計 55 名
5月26日	変化する投資家のスタンスと、上場企業の対応に関する分析	事業会社のお客様を中心に 37 名
2016年8月8日	株式市場で観測されるコーポレートガバナンス・コードの運用状況と、海外投資家との建設的な対話に関する考察	事業会社のお客様を中心に 54 名
10月12日	株式市場で観測されるコーポレートガバナンス・コードの運用状況と、海外投資家との建設的な対話に関する考察	事業会社のお客様を中心に 104 名
2017年4月4日	コーポレートガバナンス・コードの運用状況と責任投資の潮流に関する考察	事業会社のお客様を中心に 114 名
10月19日	投資家との対話で重要性を増すESGに関する考察と、海外投資家のスタンス	事業会社のお客様を中心に 203 名

出所:ゴールドマン・サックス

弊社は、新聞への寄稿やESG投資を呼びかける会議にも積極的に参加し、海外投資家の声を日本国内で積極的に発信しております

責任投資に関する日経新聞への寄稿

2016/12/28 18:14:31 証券部
2017/01/17 夕刊 マーフ 1版 17日・なるほど 通常版

なるほど投資講座

投資家や企業の間で「責任投資」への関心が高まっています。ゴールドマン・サックス証券の清水さきさんに解説してもらいます。

インベストメントチェーンという言葉を知っていますか。イメージの通り、まず個人投資家が運用会社などの機関投資家に資金を委託し、機関投資家は企業にそのお金を供給します。企業業績が改善すれば、株価上昇や雇用拡大などで投資家に還元されます。この場合、好循環が連鎖します。

投資の素を上手につなげて富を拡大させるには、各当事者が自分の果たすべき役割を認識し、行動する必要があります。そのような規範の欠如が、バブル経済崩壊後の日本の失われた10年の一因になったのかもしれない。

責任投資という考え方 ①
個人が連鎖の「出発点」に



日経ESGプロジェクトへの参画

投資の新しいパラダイム ESG ESGプロジェクト

〈日経ESGプロジェクトは、下記のメンバーシップにより成り立っています〉

Asset Management One | アセットマネジメントOne | Amundi | 野村證券 ICHIGO

COMGEST | Goldman Sachs | Schroders

SOMPO (株)のグループ | 大和投資信託 | nikko am

ニッセイアセットマネジメント株式会社 | DBJ 日本政策投資銀行

野村アセットマネジメント | PGIM

※上記寄稿は、弊社HPでご覧頂けます。(http://www.goldmansachs.com/japan/who-we-are/media-relations/index.html)

海外投資家は、資産運用会社／投資信託、ヘッジファンド、政府系ファンド、年金基金など、その属性は多岐に渡ります

資産運用会社／投資信託

運用額
23.8兆
USD

主要機関投資家: Capital Group, Fidelity, Blackrock, Alliance, Bernstein, MFS, Wellington Management, UBS GAM, Pictetなど

特徴

資金属性: マスリテール資金、年金基金、保険基金など
運用体制: 世界複数拠点展開が多く、個別の拠点ごとに意思決定が行われているケースがあり、ケースバイケース
議決権行使: 基本SCを開示、信託銀行などが代行

ヘッジファンド

運用額
1.8兆
USD

主要機関投資家: Soros, Indus Capital, Joho, Caxton, TPG Axon, Moore Capital, Tiger Global, Fortressなど

特徴

資金属性: 富裕層、年金基金など
運用体制: 基本的に多くても世界2-3拠点での運用がほとんど。人員は少数精鋭。一部では単一ブランドで複数の運用者を抱える戦略も出てきている
議決権行使: PMが決定、PBが代行

政府系ファンド

運用額
4.2兆
USD

主要機関投資家: ADIA, Norges Bank, GIC, Temasek など

特徴

資金属性: 外貨準備、石油税収、国家戦略資金
運用体制: 本社以外には、複数のリサーチ拠点を構えるケースもあるが重要判断や政治的な判断は本国で行う。構造的に資金流出や償還が起きにくい
議決権行使: 専任部署などが決定、信託銀行など代行

年金基金

運用額
16.8兆
USD

主要機関投資家: TIAA CREF, CPP, TRS, ERS など

特徴

資金属性: 公共団体年金、企業年金など
リサーチ拠点: 運用スタイルは様々だが大きくはアクティブ、クオンツ、外部委託しているケースが多い。複数拠点で運用しているケースは大規模年金基金に限られる
議決権行使: 専門部署などが決定、信託銀行が代行

出所: 東洋経済、ゴールドマン・サックス まとめ

注: 運用額には株式以外の金融商品も含む

我が国のコーポレートガバナンス改革に対する海外投資家の不満は、開示される企業情報の質・量に関する不満と、経営陣の取り組み姿勢に関する不満に大別されます

■ 開示されている情報の質・量に関する不満

- 英文での開示が少なく、セルサイドのアナリストレポート若しくは英文のアンニュアルレポートに頼らざるを得ないのが実情。必要であれば別途翻訳者を雇う事もあり、コスト高になっている。また、英文開示が無いためにそもそも投資対象とならないケースもある
- 数は多くはないが、コーポレートガバナンスに本質的に取り組んで企業価値を大幅に向上させた企業がある。このような企業の転換点となるような非財務情報（経営戦略、経営陣の考え方、人事、ESGへの取り組み等々）を知りたいという声が多い

■ 経営陣の取り組み姿勢に関する不満

- 株主資本コスト
 - 株主資本コストに対する認識が欠如しているために、機動的な自社株買い、事業ポートフォリオの入替え、資本コストの最適化という議論が深まらず、バランスシートの効率化ペースが非常に遅い
 - 政策保有株等による安定株主比率が高いことが、株主資本コストに対する認識が欠如している理由だと考えられる
- 安定株主比率
 - 安定株主比率の高さは少数株主を軽視することにも繋がっている。経営者はもっと少数株主を気にかけて経営すべき
- 報酬制度
 - 経営陣が、株主と近い目線を持って企業価値の向上に向け努力するため、中長期の業績に連動した株式報酬の割合を高めるべき。また、その実効性を検証すべきとの意見

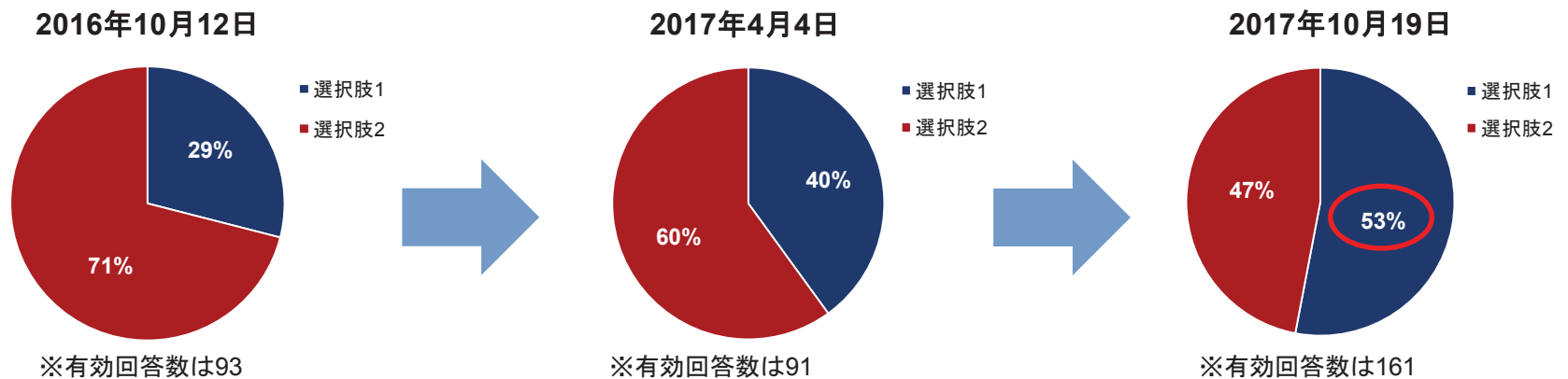
出所:ゴールドマン・サックス証券部門によるヒアリング

弊社は、弊社主催のセミナー等において、事業会社のお客様にアンケートを実施し、コーポレートガバナンスに関する取り組みについて調査いたしました。積極的な対応姿勢は少しずつ増えてきてはいるものの、未だ約半数にとどまっております

【アンケートの質問】 貴社のコーポレートガバナンスに対する、これまでの対応状況を教えてください

【回答の選択肢】

- 選択肢1：独自の考え方にに基づき、適宜必要な改良を重ねてきた
- 選択肢2：同業他社と比べて見劣りしないように、最低限必要な対応をしてきた



出所：ゴールドマン・サックス証券株式会社によるアンケートの調査結果

弊社がこれまでヒアリングしてきた海外投資家の声を参考に、海外投資家に歓迎されると思われる開示情報と開示方法案を以下に例示致します

開示情報の種類	開示方法案
株主資本コストの認識	<ul style="list-style-type: none"> ■ 自社が考える株主資本コストを、開示事項とするべきか ■ 株主資本コストを考慮した上での、保有資産（事業資産、政策保有株等）からの撤退ルールを開示事項とするべきか。（政策保有株に関しては、CGC報告書の原則1-4の開示が既にあるが、株主資本コストを組み入れた合理性の判断とするように変更するべきか） ■ 自社が考える最適資本構成も開示事項とするべきか ■ 手元保有現金の妥当性に関する考え方を開示事項とするべきか
安定株主比率	<ul style="list-style-type: none"> ■ 第三者機関に計算を依頼した上で、安定株主比率に関する情報を開示事項とするべきか ■ 株主の議決権行使姿勢を投資家に周知するために政策保有株の議決権行使結果を開示事項とするべきか
役員報酬	<ul style="list-style-type: none"> ■ 役員報酬における中長期業績インセンティブ報酬の割合と、そのロジックを開示事項とするべきか ■ その際に、当該インセンティブ報酬が実際に業績の向上に寄与しているかどうかの検証も必要だと考えられる
取締役会の実効性	<ul style="list-style-type: none"> ■ 1/3以上の社外取締役の選定、もし少ない場合は取締役会議長を社外取締役にすることをコーポレートガバナンス・コードで求めて、comply or explainベースでコーポレートガバナンス報告書の開示事項とするべきか ■ 社外取締役の選定プロセスと選定理由を開示事項とするべきか
社内のシガラミによる不祥事を事前に防ぐための取り組み	<ul style="list-style-type: none"> ■ 相談役、顧問の存在の有無、役割の開示（既に導入済みと認識） ■ 内部通報制度の策定と、その有効性に関する分析を開示事項とするべきか
企業年金のステュワードシップ・コード署名	<ul style="list-style-type: none"> ■ 企業年金のステュワードシップコード署名に関する情報と、母体企業の考え方を開示事項とするべきか

出所:ゴールドマン・サックス

ディスクレーマー

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い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、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

先物、オプション、エクイティ・スワップおよびその他のデリバティブならびに非投資適格有価証券およびADR（米国預託証券）に関するリスクの開示：これらの取引を締結する前に、必ず最新のオプション、先物、証券先物開示書類を読み、ご理解いただくようお願いいたします。最新の米国の上場オプション、先物、証券先物開示書類については、弊社の営業担当者または <http://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf>, <http://www.goldmansachs.com/disclosures/risk-disclosure-for-futures.pdf> もしくは <http://www.nfa.futures.org/NFA-compliance/publication-library/security-futures-disclosure.pdf> から入手することができます。先物、オプション、エクイティ・スワップおよびその他のデリバティブならびに非投資適格有価証券を含む特定の取引は、非常に大きなリスクを伴い、すべてのお客様にご利用いただけるわけではなく、また適切というわけでもありません。こうした取引をゴールドマン・サックスと行なうことができるかどうかお知りになりたい場合には、営業担当者までご連絡をお願いいたします。外貨建て有価証券は、為替の変動を受けるため、それが投資の評価額、価格または収益に悪影響を及ぼす可能性があります。さらに、外国通貨が評価額に影響するADRなどの有価証券の投資は、実質的に通貨リスクを伴います。

Risk Disclosure Regarding futures, options, equity swaps, and other derivatives as well as non-investment-grade securities and ADRs: Please ensure that you have read and understood the current options, futures and security futures disclosure document before entering into any such transactions. Current United States listed options, futures and security futures disclosure documents are available from our sales representatives or at <http://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf>, <http://www.goldmansachs.com/disclosures/risk-disclosure-for-futures.pdf> and <http://www.nfa.futures.org/NFA-compliance/publication-library/security-futures-disclosure.pdf>, respectively. Certain transactions - including those involving futures, options, equity swaps, and other derivatives as well as non-investment-grade securities - give rise to substantial risk and are not available to nor suitable for all investors. If you have any questions about whether you are eligible to enter into these transactions with Goldman Sachs, please contact your sales representative. Foreign-currency-denominated securities are subject to fluctuations in exchange rates that could have an adverse effect on the value or price of, or income derived from, the investment. In addition, investors in securities such as ADRs, the values of which are influenced by foreign currencies, effectively assume currency risk.

本資料は、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」）の関連会社1社または数社（以下「ゴールドマン・サックス」と言います）の証券部門の従業員が作成したものであり、投資調査部門が作成したものではありません。これはアナリスト・レポートではなく、かつそのような意図で作成されたものではありません。

依拠の不存在およびリスクの開示：本資料はお客様への一般的な情報提供を目的とし、CFTCの1.71条及び23.605条の規制対象となる限度においてデリバティブ商品に関する一般的な勧誘となります。本資料は、かかる申し出または勧誘が違法となる法域での有価証券の売却の申し出または購入の勧誘として解釈してはならないものとします。また本資料に基づいた特定のいかなる行為をも勧誘するものではありません。これは推奨に該当するものではなく、個々のお客様の特定の投資目的、財務状況または要望を考慮したものではありません。本資料に基づき行動する場合は、事前にそれがお客様の特定の状況に適切か否かを検討し、必要に応じて専門家の助言を求めてください。本資料において引用されております投資価格および評価額ならびにそこからの収益は、上昇または下落することがあり、投資によって損失を被ることもあります。過去の実績は、将来の投資結果を示すものではありません。将来の利回りは保証されておらず、投資元本が欠損する可能性があります。弊社は、お客様に税務上、会計上、または法律上の助言を提供しておらず、行おうとする投資についてご自身の税務、会計、または法律のアドバイザーにご相談されるようお勧めいたします。本資料は、信頼性があると思われる情報に基づいて作成されておりますが、弊社は、本資料が正確、完全、または最新であることを表明するものではなく、そのようなものとして依拠してはならないものとします。表明されている見解は、本資料に記載の日付時点における最新の見解であり、明示的に別段の記載がある場合を除き、あくまでも本資料作成者の見解であって、ゴールドマン・サックスとしての見解ではありません。

時価評価ではありません：本資料記載の評価額は、お客様向け時価評価ではなく、お客様向け時価評価報告書または取引明細書の代替として利用してはならないものとしします。これらの評価額は、ゴールドマン・サックスまたはその関連会社の会計帳簿に記載のポジションの評価額を反映していない場合があり、お客様の会計帳簿の維持管理または税務、会計、法務、その他の目的のために依拠しないようお願いいたします。本資料に記載の情報は、お客様向け報告書、確認書、その他類似の通知書に一切優先するものではありません。

利害相反の開示：弊社は、グループ全体で投資銀行、投資顧問および証券サービスを総合的に提供しています。本資料を作成した弊社の専門スタッフは、トレーディング業務、資本市場業務、投資銀行業務およびその他の業務から得る収益を含むゴールドマン・サックス・グループ・インクの収益性に基いて一部その報酬を得ています。こうした専門スタッフは、その他の営業員、トレーダーなどの専門スタッフとともに、本資料に記載の見解または投資調査部が発行するアナリスト・レポートで表明した見解に反する見解に基づく市場解説またはトレーディング戦略を、口頭または書面でお客様に提供する場合があります。また弊社のマーケットメイキング、投資および貸金業務は、本資料に記載の見解と矛盾する投資決定を行うこともあります。このほか、本資料を作成した専門スタッフは、本資料に記載の有価証券の取引主体となるトレーディング部門のために資料を作成し、随時助言を提供し、またはその一員となることもあります。したがって、本資料は、弊社のマーケットメイキング、投資および貸金業務の利害から独立しておらず、お客様の利害と相反することもあります。本資料の作成または発行に関わった者をはじめ、弊社および弊社の関連会社、業務執行責任者、取締役および社員は、本資料に記載の企業の有価証券またはデリバティブ（オプションを含む）について、随時「ロング」または「ショート」のポジションを持ち、取引主体として売買を行い、マーケットメーカーまたはスペシャリストの役割を果たし、取締役を務める場合があります。このほか、過去3年以内に、弊社がかかる企業による有価証券の募集・売出しの主幹事または共同主幹事を務めた可能性もあります。

フィデューシャリーではないこと：本資料を米国の従業員退職給付制度または米国の1974年従業員退職所得保障法もしくは内国歳入法第4975条の適用を受ける口座に提供する限りにおいて、本資料が投資助言を構成せず、かつ、いかなる個人または制度の投資判断の主たる根拠も形成しないことを前提として、本資料は提供されており、本資料のいかなる内容も結果としてゴールドマン・サックスを、いかなる人物または制度の受託者またはアドバイザーにもするものではありません。本資料をその他の受取人に提供する限りにおいて、投資の決定は、潜在的な投資の提供する機会とリスク、市場要因などの投資上の検討事項の主體的な判断に基づくという点から、受取人が投資リスクを独自に評価する能力を備えているとともに、投資決定を評価する上で主體的な判断力を働かせていることを前提として、本資料は提供されています。

地方債アドバイザーではないこと：ゴールドマン・サックスが明確に合意する場合を除き、ゴールドマン・サックスは地方債アドバイザーとして行動せず、本資料に含まれる意見および見解は、1934年証券法第15条B項の意味する範囲内を含む助言には該当せず、また助言を意図するものでもありません。

本資料を配布する法人組織：本資料の配布は、オーストラリアではGoldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) が、カナダではGoldman Sachs Canada Inc. またはGoldman, Sachs & Co. (または明示的に記載されている場合にはGoldman Sachs Execution & Clearing, L.P.) が、香港ではGoldman Sachs (Asia) L.L.C. またはGoldman Sachs Asia Bank Limited, a restricted licence bankが、日本ではゴールドマン・サックス証券株式会社が、韓国ではGoldman Sachs (Asia) L.L.C. ソウル支店が、ニュージーランドではGoldman Sachs New Zealand Limitedが、シンガポールではGoldman Sachs (Singapore) Pte. (会社番号198602165W)、Goldman Sachs Futures Pte. Ltd (会社番号199004153Z) またはJ.Aron & Company (Singapore) Pte (会社番号198902119H) が、インドではGoldman Sachs (India) Securities Private Limitedムンバイ支店が、アイルランドではGoldman Sachs Bank (Europe) Public Limited Companyが、欧州では別段の記載がない場合にはGoldman Sachs International (GSI) が、フランスではGoldman Sachs Paris Inc. et CieまたはGoldman Sachs Internationalが、ドイツではGoldman Sachs InternationalまたはGoldman Sachs AGが、ケーマン諸島ではGoldman Sachs (Cayman) Trust, Limitedが、ブラジルではGoldman Sachs do Brasil Banco Múltiplo S.A.が、米国ではGoldman, Sachs & Co. (または明示的に記載されている場合にはGoldman Sachs Execution & Clearing, L.P.) (両社ともFINRA [金融取引業規制機構]、NYSE [ニューヨーク証券取引所] およびSIPC [証券投資家保護公社] の会員) 及びGoldman Sachs Bank USA が行います。SIPCに関する情報は、SIPCのパンフレットを含め、SIPCに請求して入手することができます (<http://www.sipc.org/>、電話：1-202-371-8300)。Prudential Regulation Authority ("PRA") の認可およびFinancial Conduct Authority ("FCA") とPRAの規制を受けているGSIは、英連合王国および欧州連合における配布に関連して、本資料を承認しています。登記上の事務所がPeterborough Court, 133 Fleet Street, London EC4A 2BBであるGSIはFCAの登録簿に記載されています (登録番号142888)。GSIはイングランド及びウェールズにて非公開の無限責任会社として登録されており (会社番号2263951)、そのVAT登録番号はGB 447 2649 28です。

GSIIはFCA及びPRAの規則並びに指導の対象となっており、その詳細に関してはFCA (www.fca.org.uk) 及びPRA (www.bankofengland.co.uk/pr) のホームページにてご確認頂けます。FCAは25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HSに位置しています。PRAはBank of England, 20 Moorgate, London EC2R 6DAに位置しています。準拠法が別途認める場合を除き、お客様が本資料に記載の有価証券の取引に弊社サービスの利用を希望される場合には、お客様の本国にあるゴールドマン・サックスに御連絡いただく必要があります。本資料は、EUの金融商品市場指令 (The European Union Markets in Financial Instruments Directive[2004/39/EC]) が定義する「リテール顧客 (retail clients)」用の配布資料ではなく、本資料に記載されているデリバティブを含むいかなる投資証券も、かかるリテール顧客に対して販売しません。

複製および再配布：本資料のいかなる部分も、弊社の事前の書面による同意を得ることなく (i) いかなる形であれ、一切複写、複製、または (ii) 再配布をしてはなりません。本資料において矛盾する記載があっても、適用される証券法の順守に必要な場合を除き、お客様（およびお客様の各従業員、代理人などの代行者）は、ゴールドマン・サックスからいかなる制約も受けることなく、取引に関わる米国連邦・州所得税の課税措置および課税構造、ならびに当該課税措置および課税構造に関連してお客様に提供された一切の資料（税務意見書およびその他の税務分析など）を、いかなる者にも開示することができます。

情報の流布の禁止：本資料に含まれるGoldman, Sachs & Co.またはその関連会社（「ゴールドマン・サックス」）のプライシング情報の範囲において、当該プライシング情報は専有および機密情報であり、本来の受信者の社内用途のためだけに提供されています。プライシング情報を含め、本資料またはその内容の全部または一部を許可なく使用、発信、配布または複写することを固く禁じます。さらに、現地法で禁じられている場合を除き、本情報の使用、閲覧または受諾は、当該情報を上記に定める条件に従ってのみ使用するとしたゴールドマン・サックスへのお客様の同意が条件であり、それを明示するものです。ゴールドマン・サックスはかかる同意を信頼して専有情報を提供していません。

注文の受託について：電子メール又はインスタントメッセージの送信によりゴールドマン・サックスへ発注された注文は、ゴールドマン・サックスの担当者がお客様に電話して注文の詳細を確認するか、又はお客様の注文を確認した旨を電子メール又はインスタントメッセージでお伝えするまで、ゴールドマン・サックスによって受注されたことにはなりません。また、ゴールドマン・サックスはファクス又はボイスメール・システムの送信により発注された注文はお受けいたしません。

電話録音：ゴールドマン・サックス社員との電話による会話は、録音・保管される場合があります。

暫定条件／価格水準：本資料には、価格水準（ただしこれに限りません）を含む条件が記載されている可能性があります。いずれも暫定的なものに過ぎません。取引がこういった条件または価格で行える、または過去に行うことができたという表明を行うものではありません。提案された条件は、話し合いのみを目的としたものです。最終的な条件は、今後の話し合いや交渉により変わる可能性があります。

© 2018 Goldman Sachs. All rights reserved.

本書又はその添付資料に信用格付が記載されている場合、日本格付研究所（JCR）及び格付投資情報センター（R&I）による格付は、登録信用格付業者による格付（登録格付）です。その他の格付は登録格付である旨の記載がない場合は、無登録格付です。無登録格付を投資判断に利用する前に、「無登録格付に関する説明書」

(<http://www.goldmansachs.com/disclaimer/ratings.html>) を十分にお読みください。

If any credit ratings are contained in this material or any attachments, those that have been issued by Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR) or Rating and Investment Information, Inc. (R&I) are credit ratings that have been issued by a credit rating agency registered in Japan (registered credit ratings). Other credit ratings are unregistered unless denoted as being registered. Before using unregistered credit ratings to make investment decisions, please carefully read "Explanation Regarding Unregistered Credit Ratings" (<http://www.goldmansachs.com/disclaimer/ratings.html>).