

本稿は発行済みレポートの短縮版です。詳細は本文をご参照ください。



20  
周年

# ウーマノミクス5.0

変わったことと変わらないこと；「ブルースカイ」シナリオのGDP押し上げ効果は15%

## 格差解消によるGDP押し上げ効果は最大で15%；投資アイデアの紹介

1999年に当社がウーマノミクスに関する最初のレポート1を発行して以来、国内の女性の就業率が過去最高(71%)に達して欧米を上回り、育児休業制度の整備や、女性活躍の「見える化」、「同一労働同一賃金」を義務付ける労働市場改革が遂行されつつある。今後は女性リーダーの輩出、男女賃金格差、硬直的な労働契約、女性の就業継続を妨げる税制の歪み、家事・保育・介護人材の不足、無意識バイアスなどへの挑戦が必要だ。当社試算では、男女の就業率格差が解消すれば、日本のGDPは10%押し上げられ、さらに男女の労働時間格差がOECD平均になれば同効果は15%にも達する可能性がある。

## 政府・企業・社会への提言

政府には、より柔軟な労働契約形態の創設、男女の賃金格差開示の義務化、税制改革、議員クオータ制の導入、女性の起業促進、入管規制の緩和などの政策を提言したい。企業は、女性のキャリアマネジメント強化、より柔軟な勤務環境の実現、成果主義型の評価制度への移行、ジェンダーダイバーシティの目標設定、男性リーダーを巻き込んだダイバーシティ推進などを検討すべきである。社会には、ウーマノミクスに関する誤った通説の打破、メディアの描くステレオタイプな男女の役割像の是正、STEM分野への女性進出の奨励を期待したい。ESG投資の成長と日本のミレニアル世代の男性の意識の変化は今後のダイバーシティへの取り組みに追い風になる。

キャシー・松井  
+81 3 6437-9950  
kathy.matsui@gs.com  
Goldman Sachs Japan Co., Ltd.

鈴木 廣美  
+81 3 6437-9955  
hiromi.suzuki@gs.com  
Goldman Sachs Japan Co., Ltd.

建部 和礼  
+81 3 6437-9898  
kazunori.tatebe@gs.com  
Goldman Sachs Japan Co., Ltd.

本資料はあくまでも投資を決定する上での一要素とお考えください。レギュレーションACに基づく証明事項ならびにその他の重要な開示事項は、巻末の開示事項、または[www.gs.com/research/hedge.html](http://www.gs.com/research/hedge.html)に記載されております。

## 目 次

---

サマリー：ウーマノミクスは前進しているが、改善余地は大きい	3
なぜウーマノミクスなのかー経済・ビジネスの観点から	4
1999年以降の進捗状況	12
改善を要する分野	19
政府・企業・社会への提言	28
好材料：ESGへの関心とミレニアル世代の姿勢の変化	39
付属開示事項	43

---

注：本稿は 2019年 4 月 16 日付レポート「ウーマノミクス5.0：20年目の検証と提言」[51ページ]の短縮版です。レポート内での会社の言及はあくまでも例示を目的としており、投資推奨と捉えるべきではありません。

## サマリー：ウーマノミクスは前進しているが、改善余地は大きい

当社が1999年に「『ウーマノミクス』が買い」と題するレポートを発行してから20年が経過した。当時は「ダイバーシティ」という言葉はまだ日本語として定着しておらず、政府や企業経営者、そして社会からの注目度も低かった。しかし現在では、広範な人手不足と景気拡大の結果、職場でのジェンダーダイバーシティはもはや選択肢ではなく、経済と企業が避けて通れない急務となった。

ウーマノミクスに関する最初のレポート発行から20年目の節目に、これまでの進捗状況を検証し、改善が必要な分野を見出して具体的な提言を行うとともに、ウーマノミクス関連への投資アイデアを紹介する。ジェンダーダイバーシティは短距離走ではなくマラソンであり、マラソンは一本足より二本足のほうが走りやすい。

### 1. 経済・ビジネス面でのウーマノミクスの根拠は何か

2014年に試算した日本の女性就業率が男性に追いついた場合のGDP押し上げ効果について、今回改めて試算したところ、押し上げ効果は10%という結果が得られた。しかし、「ブルースカイ」シナリオではこの効果にさらに上振れ余地がある。具体的には、女性の労働時間が上昇し、男女格差がOECD加盟国なみの水準まで低減した場合、日本のGDPは最大15%増加する可能性がある。また、当社分析では国内上場企業では女性管理職比率が高いほどROEが高い傾向となっていた。

### 2. 過去20年にどのような進捗が見られたのか

1999年以降、日本では、(1)女性の就業率が過去最高の71%に達して欧米を上回り、(2)先進国でも有数の手厚い育児休業制度が整備され、(3)女性の活躍の「見える化」が進み、(4)時間外労働の制限と「同一労働同一賃金」を義務付けた働き方改革関連法が成立した。

### 3. 改善余地が大きい分野はどこか

改善余地の残る分野としては、(1)官民両部門での女性リーダー不足、(2)いまだ解消されない賃金格差、(3)硬直的な労働契約、(4)既婚女性の就業を阻害する税制の歪み、(5)家事支援/保育・介護人材の不足、5)無意識のバイアスなどが挙げられる。

### 4. 政府・企業・社会は今、何をなすべきか

政府の政策としては、男女賃金格差の報告義務化、より柔軟な労働契約形態の創設、女性議員のクォータ制導入、税制改革、入管規制緩和による外国人家事支援/保育・介護人材の受け入れ拡大、女性の起業促進を提言したい。また企業は、女性のキャリアマネジメント強化、より柔軟な勤務環境の実現、実績ベースの評価プロセスへの移行、ジェンダーダイバーシティの目標設定、男性リーダーを巻き込んだダイバーシティ推進に取り組むべきである。社会には、ウーマノミクスに関する誤った通説の打破、メディアの描くステレオタイプな男女の役割像の是正、科学・技術・工学・数学(STEM)分野への女性進出の奨励が求められる。

ESG投資の飛躍的拡大と若年層の姿勢の変化という1999年にはなかった2つの重要な追い風が今後20年にウーマノミクスのさらなる進展を促すと期待されることは、明るいニュースである。

## なぜウーマノミクスなのかー経済・ビジネスの観点から

当社は1999年に初めて「ウーマノミクス」のテーマを取り上げ、ジェンダーダイバーシティ推進の必要性を論じたが、当時の議論は、文化的なものというよりは純粋に経済的なものだった。いかなる国でも経済成長の3つの主要要素は労働、資本、生産性である。日本の人口は減少しており、資本は有限で、生産性向上には時間がかかるため、抜本的な手立てが講じられなければ、日本は潜在成長率の一段の低下はもとより、いずれ生活水準の低下にも直面するおそれがあるというのが当社の主張だった。

### 人口動態危機が迫る

ウーマノミクスに関する前回2014年のレポート発行以来、日本の人口構造はさらに悪化し、危機的状況に近づいているように思える<sup>2</sup>。実際、2018年、IMFは、日本に関する分析レポートで、有意な構造改革が為されない限り、人口減によって今後40年で実質国内総生産が25%以上減少しかねない<sup>3</sup>との試算を示した<sup>3</sup>。日本が今後数年間に人口動態の危機にいかに対処するかは、同様に高齢化の問題を抱える諸外国の(良くも悪くも)モデルケースになるだろう。

日本の総人口は2008年の1億2,800万人をピークに、2018年にはすでに1.5%減の1億2,600万人となっており<sup>4</sup>、政府の予測によれば、2040年には1億1,000万人まで減少し、2065年には1億人を割り込む(8,800万人)見通しである<sup>5</sup>。さらに重要なのは、日本の生産年齢人口が、2018年の7,500万人から2055年には51%減少して4,500万人に落ち込むと予想されていることである(図表1参照)。

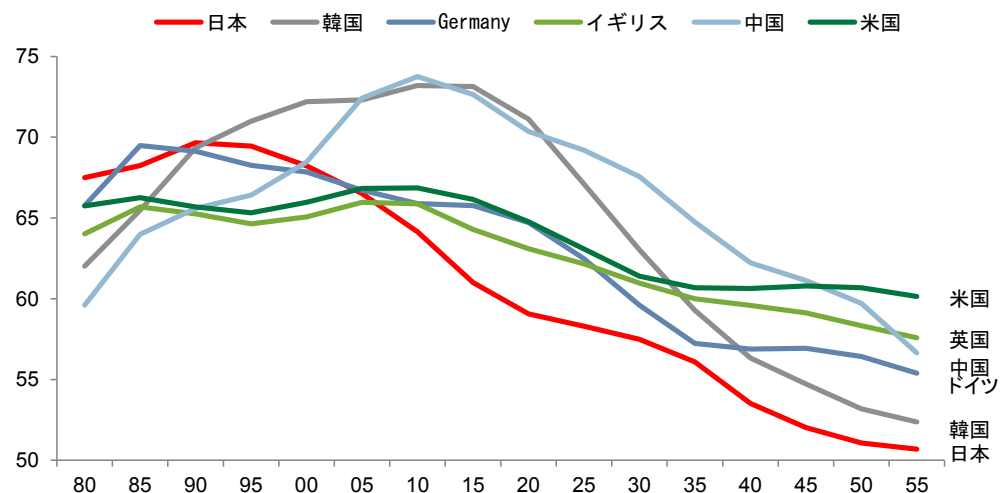
<sup>2</sup> 2014年5月9日付ポートフォリオ戦略リサーチ: 「ウーマノミクス 4.0: 今こそ実行の時」を参照されたい。

<sup>3</sup> Mariana Colacelli and Emilio Fernandez Corugedo's November 2018 IMF Working Paper, 「Macroeconomic Effects of Japan's Demographics: Can Structural Reforms Reverse Them?」と <https://www.imf.org/ja/News/Articles/2018/11/28/pr18442-japan-2018-article-iv-consultation> を参照されたい。

<sup>4</sup> 2018年10月時点の総務省推計

<sup>5</sup> 国立社会保障・人口問題研究所による推計。

図表 1: 日本の労働力は他の国々よりも急速に縮小する見込み  
労働人口(15-64歳)の総人口に占める割合、%



死亡率と出生率の中央値に基づく2021年以降の国連予測。「世界人口予測・2017年改訂版」(2017年6月)。

出所：労働政策研究・研修機構(JILPT)、国連

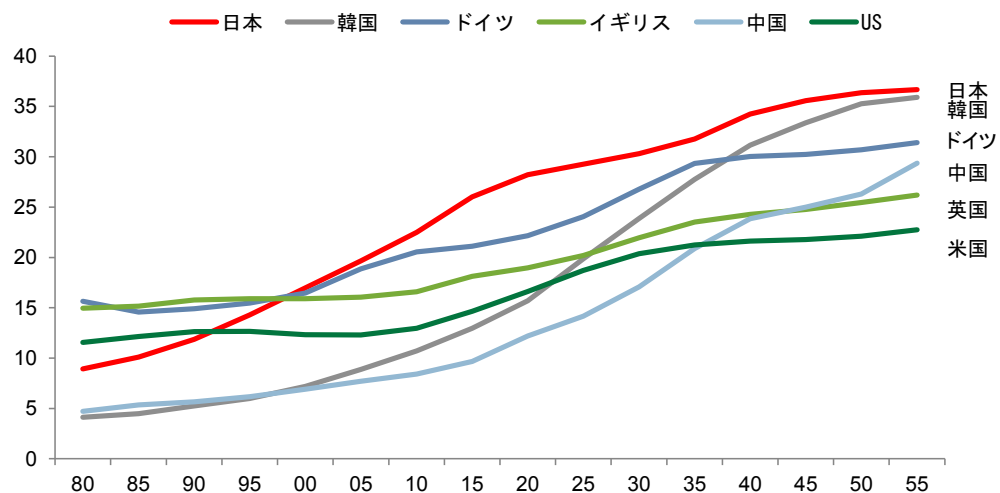
政府は出生率を2025年までに1.8人に引き上げることを目指しているが、2018年時点で1.4人ととどまっている。日本は依然として、登録されているペット数(2015年時点で犬・猫のみで1,870万匹)が引き続き15歳未満の子供の人数(1,660万人)を上回っている数少ない主要国の1つである<sup>6</sup>。

人口減少に加えて、日本は高齢化も他の大半の国を上回るペースで進んでおり、人口に占める65歳以上の高齢者の割合は28%に達し(図表2参照)、2055年には37%に上昇すると予想されている<sup>7</sup>。国連の予測では2050年までに、日本の老齢依存率(15-64歳の人口当たりの65歳以上の人口の割合)は約75%まで上昇すると予測されており、つまり労働者が1.3人での1人の高齢者を支援する必要があることを意味し、国の財政の持続可能性にとって深刻な課題となると予想される。

<sup>6</sup> Japan Pet Food Association.

<sup>7</sup> 総務省による2019年3月1日時点の推計。

図表 2: 日本は諸外国を上回るペースで人口高齢化が進んでいる  
 高齢化率(65歳以上の人口の割合)、%



死亡率と出生率の中央値に基づく2021年以降の国連予測。「世界人口予測・2017年改訂版」(2017年6月)。

出所: 労働政策研究・研修機構(JILPT)、国連

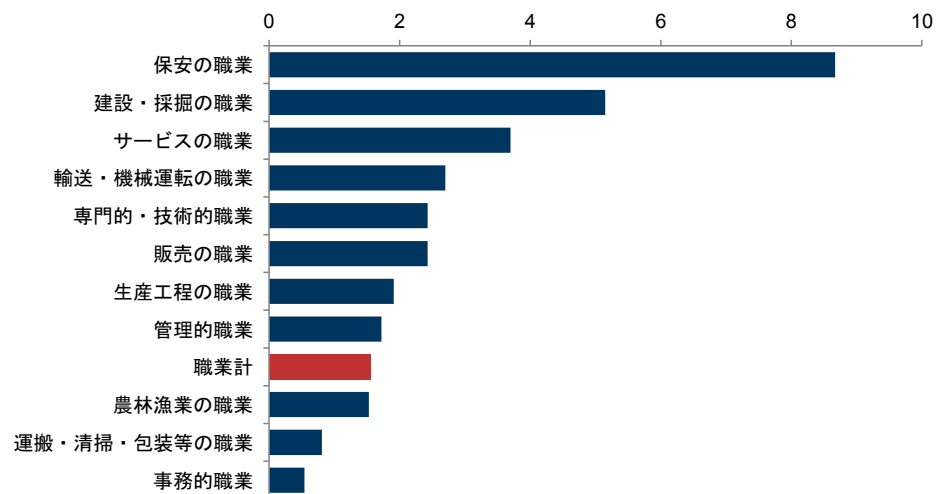
こうした背景から、日本の労働市場は著しく逼迫しており、失業率は25年ぶりの低水準となる2.3%に低下し(2019年2月)、有効求人倍率も過去最高の1.6倍に上昇して、求職者数を求人数が60%上回っている(図表3参照)。このため警備サービス、建設、運輸などの労働集約型業種では、当然ながら人手不足が深刻化している(図表4参照)。

図表 3: 日本の雇用市場は著しく逼迫している  
 2019年2月現在



出所: 厚生労働省

図表 4: 多くの業種で人手不足が深刻化  
有効求人倍率(非正規雇用を含む)、倍、2019年1月現在

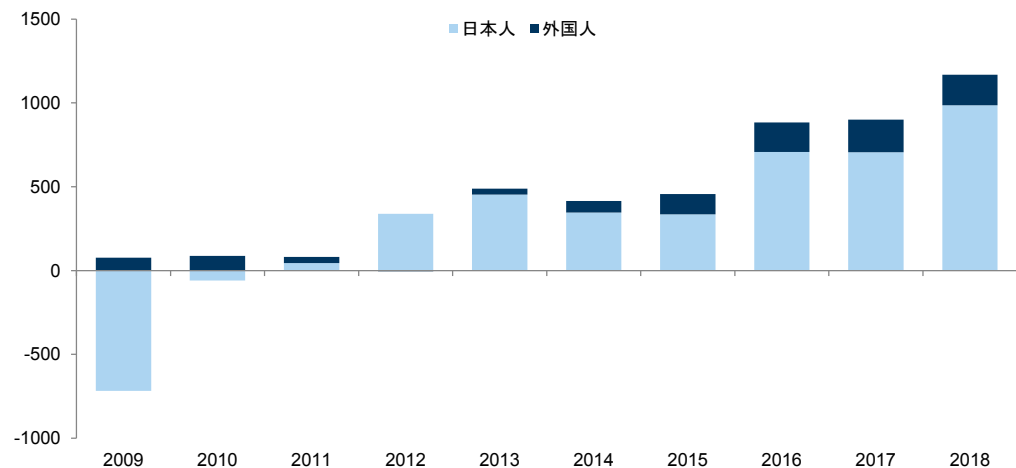


出所：厚生労働省

## 外国人労働者は救世主になるか

この人手不足を幾分緩和しているのはこの数年の外国人労働者の流入で、当社エコノミストの推計では2018年には雇用者数増加の15%(120万人のうち18万2,000人)を外国人労働者が占めた(図表5参照)<sup>8</sup>。外国人労働者の大半は技能実習生と日本の大学に通う留学生(学生ビザで週28時間を上限に就労可能)である。

図表 5: 外国人は2018年の雇用者数増加の15%を占め、その大半が技能実習生と留学生  
雇用者増加数、前年比、千人



出所：厚生労働省、法務省

こうした外国人労働者の増加によりやや緩和したとはいえ、依然として深刻な人手不足が続いていることを受けて、政府は先頃、介護、建設、宿泊、造船、農業の5業種で最大34万5,000人の外国人労働者を受け入れることを目指し、最長5年の長期就労ビザ発給

<sup>8</sup> 2018年7月8日付太田 知宏「日本経済アナリスト：外国人労働者動向(2)：日本経済と雇用市場はどう変わるのか? (Q&A)」を参照

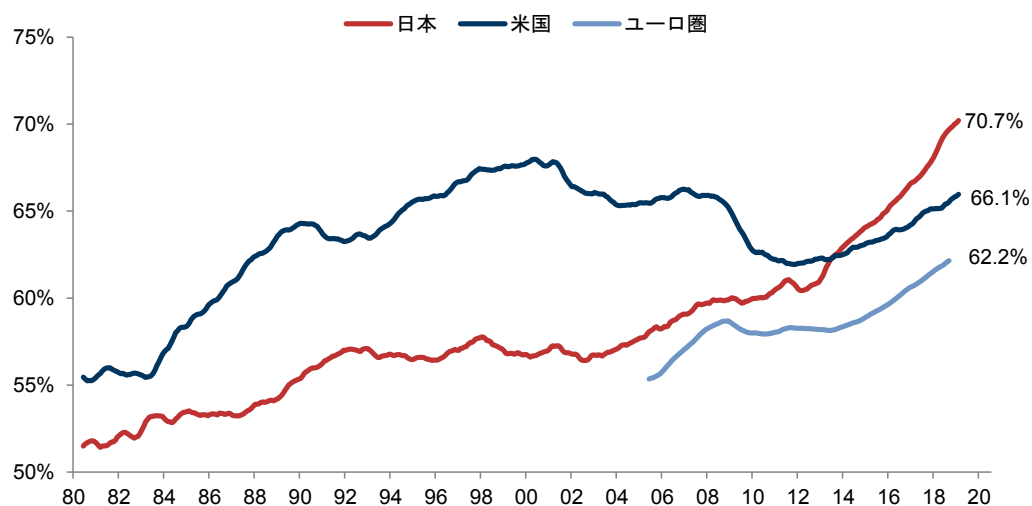
を認める法律を成立させた。新たなビザ制度は2019年4月1日に導入され、在留資格は通算で最長5年間である。これによって人手不足はさらにある程度解消する見込みだが、不足を完全に埋め合わせるには不十分だろう。

したがって、女性の雇用を引き続き拡大することが、今後も政府と社会の最優先課題となる。

## 過去最高の女性就業率

ウーマノミクスに関する最初のレポートを発行した1999年当時、日本の女性就業率はわずか56%で、先進国で最も低い部類に属していた。しかし、就業率はその後急上昇して71%に達し(2019年2月時点)、米国(66%)とユーロ圏(62%)を追い抜いた(図表6参照)。就業女性の増加はアベノミクス下の過去6年間にとりわけ顕著で、2012年の2,640万人から2018年には300万人以上増加して2,970万人に達した。

図表 6: 日本の女性就業率は米国とユーロ圏を追い抜いた



日本と米国は2019年2月現在、ユーロ圏は2018年9月現在

出所: OECD

## 経済的根拠: GDP押し上げ効果は推計10%、「ブルースカイ」シナリオでは15%

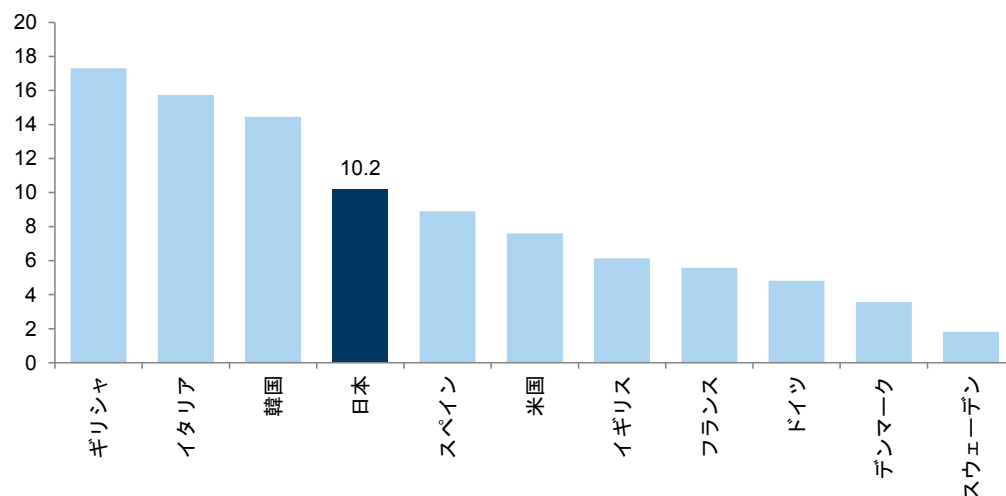
2014年のウーマノミクス関連レポートで述べたように、日本の男女雇用格差解消によって生じる経済成長の「配当」はきわめて大きい。現在の女性と男性の就業率<sup>9</sup>を用いて、男女格差が解消した場合の日本のGDPに対する押し上げ効果を改めて試算してみた。

具体的には、日本の女性就業率(67%)が男性就業率(83%)と同レベルまで上昇すれば、日本の就業者数は約580万人増加することになる。就業者が増加すれば所得も増えるため、当社試算では日本のGDPは10%押し上げられる可能性がある(図表7参照)。就業率の男女格差が2014年に比べて縮小した結果、GDP押し上げ効果は前回よりやや低下したが、それでも先進国の中では相対的に大きい。

<sup>9</sup> 就業率は女性の生産年齢人口(15~64歳)に占める就業者数の比率と定義される。



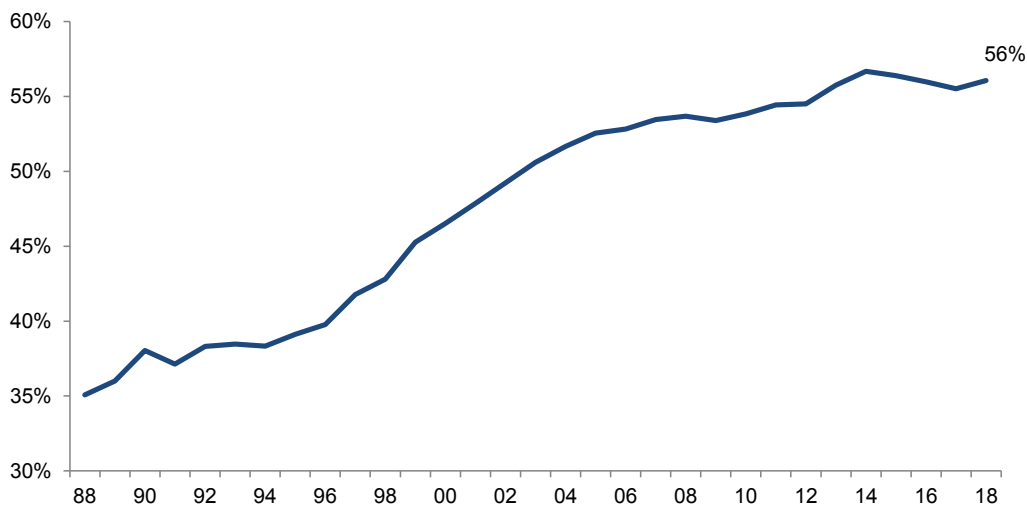
図表 7: 男女の就業率格差が解消すれば日本のGDPは10%押し上げられる可能性がある  
日本の女性就業率が全体平均まで上昇した場合のGDP推定増加率(%)



出所: OECD、ファクトセット、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

日本の女性就業率がすでに過去最高の70%以上に達していることから、ウーマノミクスからさほど大きな追加的経済効果は期待できないのではないかとの声も聞かれる。しかし、国内の働く女性の過半数(56%)がフルタイムではなくパートタイム労働者であることから(図表8参照)、フルタイムや現在よりも長時間の仕事に就く女性が増えればGDP押し上げ効果はさらに大きくなる可能性があると考えられている。

図表 8: 働く女性の大半はフルタイムではなくパートタイム労働者



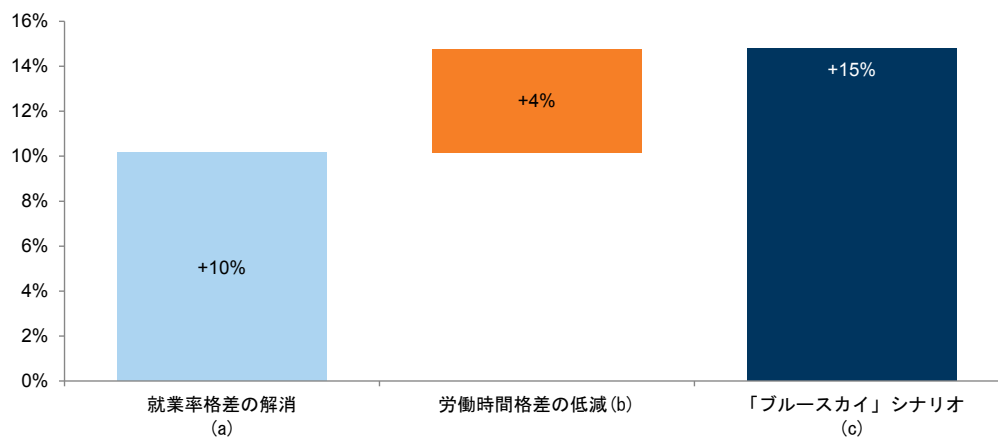
出所: 労働政策研究・研修機構(JILPT)

### 「ブルースカイ」シナリオ: 押し上げ効果は15%

就業率の男女格差に加えて、労働時間の格差が改善された場合、つまりより多くの女性がフルタイム勤務あるいはパートタイムよりも長い時間の仕事に就いた場合を考えてみたい。2017年時点で、国内の月間総労働時間(所定内)女性対男性の比率は81%(118対145)であり、OECD平均は85%であった。国内の男女の労働時間格差がOECD平均まで改善した場合、さらに4%のGDP押し上げ効果が得られる可能性がある。この結果、就業率と

労働時間の格差解消する「ブルースカイ」シナリオの下では、GDP押し上げ効果は最大15%と格段に大きくなる(図表9参照)<sup>10</sup>

図表 9: 「ブルースカイ」シナリオ: 就業率の男女格差が解消し、労働時間の格差が改善すれば、最終的にGDPを15%押し上げる可能性がある



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

## ビジネス面の根拠

女性の就業率向上により予想されるマクロ経済効果に加えて、ミクロの企業レベルでも大きな効果が見込まれる。

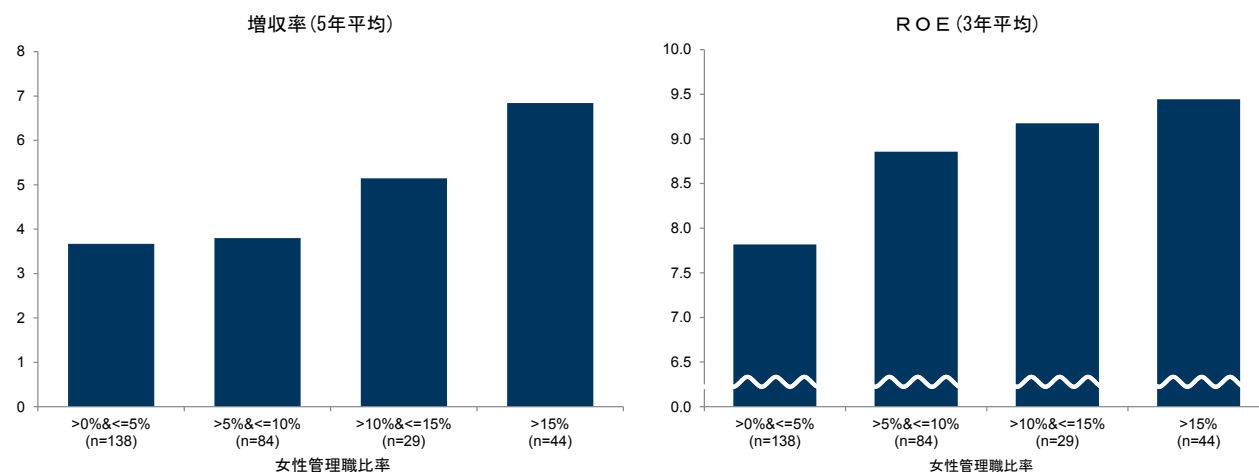
例えば、女性管理職比率を開示している上場企業(297社)のデータに基づくと<sup>11</sup>、女性管理職比率が最も高い(15%超)の企業グループの5年平均増収率が6%以上を獲得しており、また、3年平均ROE(2010年度~2012年度)も最も高い(9%超)となっている。(図表10参照)。

<sup>10</sup> OECDによる月次正規労働時間(残業時間を除く)の2017年に基づく。

<sup>11</sup> 2018年6月から2019年4月時点。日経バリューサーチによる。

図表 10: 女性管理職比率の高い日本企業は増収率やROEが高い傾向があった

%



出所：日経バリュエーション、QUICK、Factset、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

## リーダーのダイバーシティと企業の財務パフォーマンスとの間に正の相関

このほかに、米非営利団体カタリストなどが行った多くのグローバル調査も、企業リーダーのダイバーシティと企業の財務パフォーマンスとの間に正の相関があることを示している<sup>12</sup>。例えば、グローバル企業300社を対象にマッキンゼーが実施した2017年の調査によると、女性役員比率が最も高い四分位に属する企業は女性役員のいない企業に比べて平均ROEが47%高く、EBITマージンが55%高かった(図表11参照)<sup>13</sup>。

さらに、8カ国の1700社以上の企業を対象としたボストンコンサルティンググループの2018年の調査「How and Where Diversity Drives Financial Performance」でも、「トータルダイバーシティ」(出身国、業界バックグラウンド、キャリアパス、性別、教育、年齢というダイバーシティの6つの側面の平均として計測される指標)が平均を上回る企業は、平均すると、イノベーション売上高が平均を19%上回り、EBITAマージンが平均を9%上回っていることが明らかになった<sup>14</sup>。

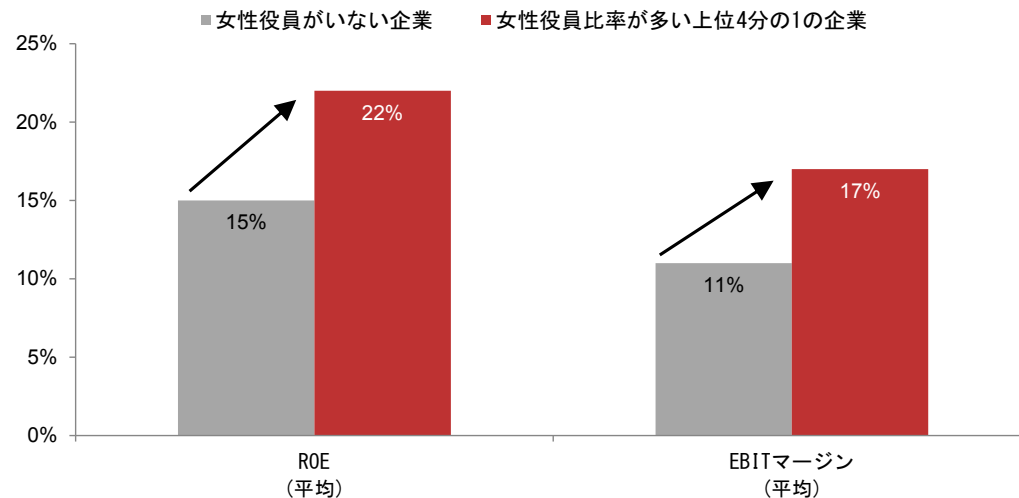
<sup>12</sup> 最も初期の研究の1つである、Catalystの Nancy M. Carter and Harvey M. Wagnerによる” The Bottom Line: Corporate Performance and Women’s Representation on Boards (2004-2008)” (2011年) を参照されたいを参照されたい。

<sup>13</sup> マッキンゼーによる2017年「Women Matter: Time to Accelerate: Ten Years of Insights into Gender Diversity.」を参照されたい

<sup>14</sup> Rocio LorenzoとMartin Reevesの2018年1月30日の報告書「How and Where Diversity Drives Financial Performance」参照。

図表 11: 企業リーダーのジェンダーダイバーシティと企業の財務パフォーマンスとの間には正の相関がある

女性役員比率が高い企業と女性役員がいない企業のギャップ、10カ国の企業300社、2007～2009年



出所：マッキンゼー、Women Matter

## 1999年以降の進捗状況

当社がウーマノミクスに関する最初のレポートを発行した20年前、日本ではダイバーシティの問題に対する意識がきわめて低かったが、2012年末に発足した第2次安倍政権下で女性活躍推進に弾みがついた。

「日本が成長を続けるには、ウーマノミクスの可能性を解き放つことが至上命題である……ウーマノミクスは、より多くの女性を雇い、出世させる国は、経済的にも、それに引けをとらず重要な人口統計的にも成長するという原則に沿って解決策を提供してくれる」(安倍晋三「ウーマノミクスの力を解き放つ」、『ウォール・ストリート・ジャーナル』寄稿、2013年9月25日)<sup>15</sup>。

安倍政権がもたらした最も影響力のある変化は、**ダイバーシティを人権や社会の問題から経済と企業の急務へと転換した**ことである。「アベノミクスはウーマノミクス」と宣言することで、成長の原動力としてダイバーシティが果たしうる重要な役割に対する企業管理職と社会の意識を変えた<sup>16</sup>。

### アベノミクスの掲げるウーマノミクスの目標

2014年1月、安倍首相が「ダボス公約」と呼ばれる演説<sup>17</sup>で発表した「ウーマノミクス」の当初の成果目標(KPI)は次のような内容だった。

1. 2020年までに女性の就業率(25歳～44歳)を2012年の68%から77%に引き上げる。

<sup>15</sup> 2013年9月26日の安倍晋三首相の寄稿「「ウーマノミクス」の力を解き放つ」  
([https://jp.wsj.com/articles/SB10001424052702304250704579098610157136496?mod=WSJJP\\_opinion\\_LeadStory](https://jp.wsj.com/articles/SB10001424052702304250704579098610157136496?mod=WSJJP_opinion_LeadStory))

<sup>16</sup> 2015年8月28日WAW! Tokyo 2015 公開フォーラムでの安倍晋三首相によるスピーチ  
([https://www.kantei.go.jp/jp/97\\_abe/statement/2015/0828wawtokyo.html](https://www.kantei.go.jp/jp/97_abe/statement/2015/0828wawtokyo.html))

<sup>17</sup> 2014年1月22日の安倍晋三首相による世界経済フォーラム年次会議冒頭演説「新しい日本から、新しいビジョン」

2. 2020年までに第1子出産前後の女性の継続就業率を2010年の38%から55%に引き上げる。
3. 2020年までに社会の指導的立場に占める女性の割合を30%に引き上げる。
4. 2017年度までに保育の受け皿を整備し待機児童解消を目指す。
5. 2020年までに男性の育児休業取得率を2011年の2.6%から13%に引き上げる。

その後、政府は以下の政策目標を追加した。

- 育児休業制度の拡充
- 女性の活躍の「見える化」
- 働き方改革

図表12にこれらの目標の進捗状況をまとめ、その後に目標ごとの詳細な説明を加えた。結論としては、日本は指導的立場に占める女性の割合という点では依然として目標にほど遠いが、その他多くの分野で前進が見られる。

図表 12: ウーマノミクスの政策目標：現在までの進捗状況

○	女性の労働参加拡大	25～44歳の女性労働参加率を2012年の68%から2020年までに80%に引き上げ、「M字カーブ」を解消させる
▲	M字カーブを正常化	第1子出産後に仕事に復帰する女性の割合を2010年の38%から2020年までに55%に引き上げる
X	女性のリーダーシップ代表	2020年までに「指導的地位」に占める女性の割合を30%に引き上げる
▲	保育キャパシティの拡大	2020年までに保育の受け皿を拡大し、待機児童数を解消する
▲	育児休業取得率の上昇	男性の育児休業取得比率を2011年の2.6%から2020年までに13%に引き上げる
○	育児休業の強化	1999年までに男女双方に少なくとも1年間の育児休業が認められており、2014年までに育児休業給付金（最初の6ヶ月間は3分の2、それ以降は50%）を引き上げた
○	女性の活躍状況の「見える化」	公共団体や企業は女性活躍に関する情報開示を行い、事業主行動計画の策定と公表を義務付け
○	働き方改革	残業時間の制限と同一労働同一賃金制度を導入

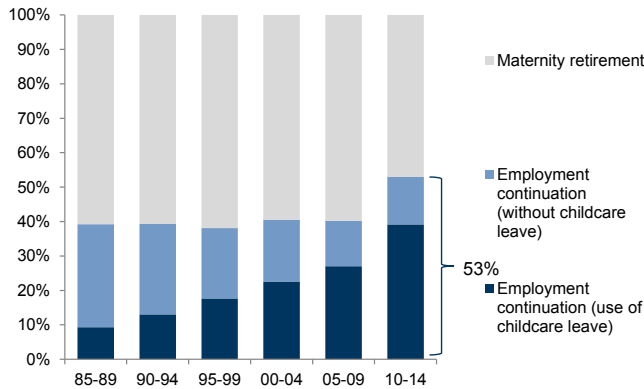
“○”=完了； triangle=進行中； “X”=未達成

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

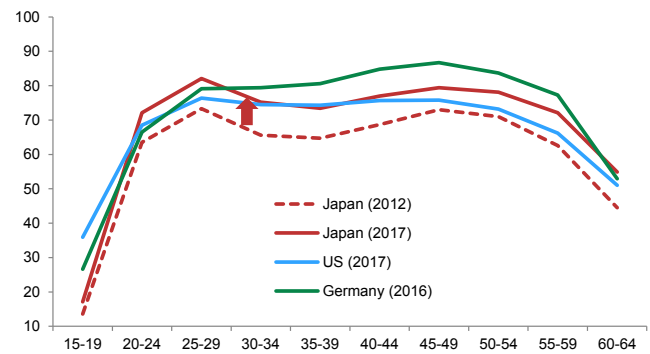
## 女性の就業率が過去最高に (0)

国内の女性就業率は2013年には63%であったものが、現在は過去最高の71%に達しており、M字カーブの解消が進んでいる(図表14参照)。第1子出産後に仕事に復帰する女性の割合が2005～2009年の40%から2010～2014年には53%へと上昇した結果(図表13参照)、25～44歳の女性の就業率は74%に上昇し、2020年の目標の77%に近づいている。その後、政府は2022年までに80%という新しい目標を設定している。

図表 13: 職場に早期復帰する母親の割合が上昇  
第1子出産前後の就業状況



図表 14: その結果、日本特有の「M字カーブ」は解消に向かっている  
%



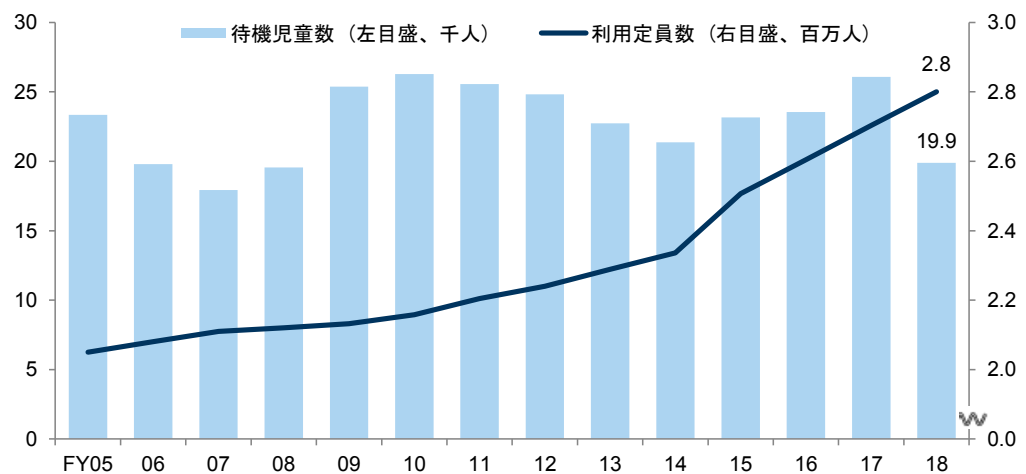
出所：内閣府

### 保育の受け皿の整備拡充 (▲)

日本の働く親が直面している問題の1つは保育施設の不足である。2012年時点で待機児童は2万4,825人にのぼり、安倍政権は2017年までに待機児童をゼロとする目標を掲げて、40万人分の受け皿を追加した。政府は2017年までに53万人分の受け皿を整備したため、実際にはこの目標を超過達成しているが、問題は需要が予想をはるかに上回るペースで増加し、待機児童が解消していないことである。このため政府は、2020年度までに待機自動をゼロにすることを目指し、新たに32万人分の受け皿を確保する計画を発表した。

この分野ではまだ課題が残っているが、状況は進展している。保育施設の受け入れ枠は2012年時点の220万人から2018年には27%拡大して280万人となり、待機児童数は約1万9,900人に減少して11年ぶりの低水準となった(図表15参照)。

図表 15: 保育の受け入れ枠は2012年以来27%拡大し、待機児童数は11年ぶりの低水準に

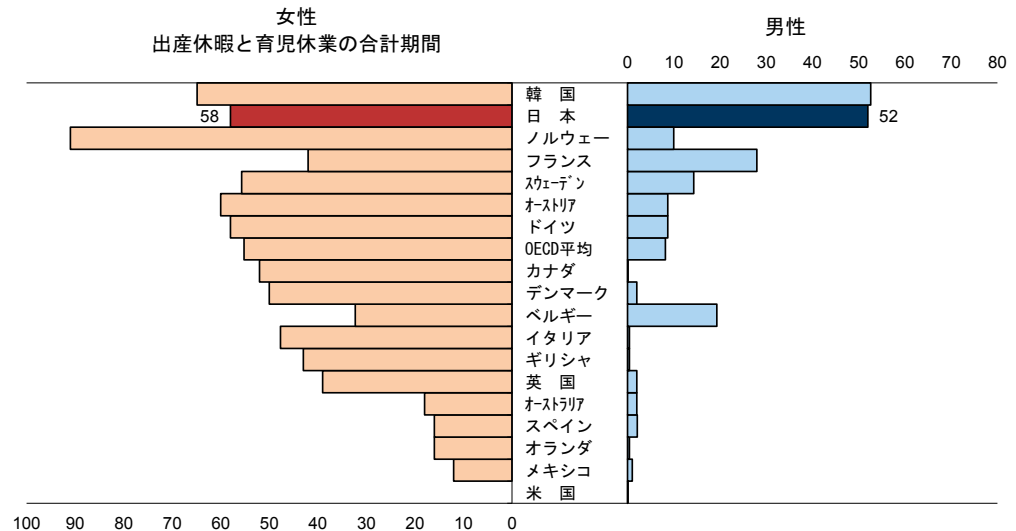


出所：厚生労働省

## 育児休業制度の拡充(0)

子供を持ちたい人が希望どおり子供を持てるよう、政府が育児休業制度を拡充した結果、日本の育児休業制度は世界でも指折りの手厚いものとなった(図表16参照)。例えば、日本では父母とも子供が1歳に達するまで最長1年間の育児休業を取得でき、休業開始から6ヵ月間は給与(賞与を除く)の67%が、6ヵ月以降は50%が給付される。休業期間中は社会保険料が免除されるため、実際の給付額は休業前の手取り額の80%前後になる。

図表 16: 日本の育児休業制度は今や世界でも指折りの手厚い内容  
2016年現在、週数



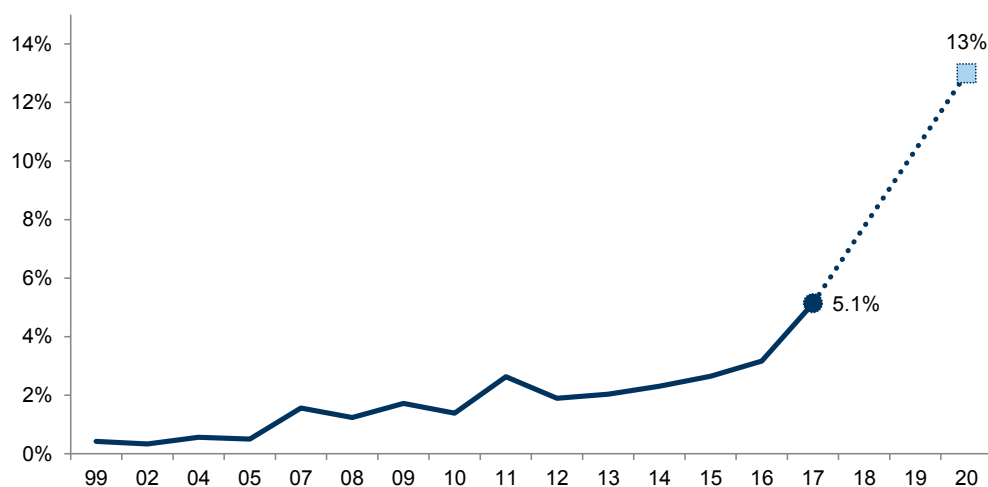
女性と男性の合計期間の降順

出所: OECD、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

## 男性の育児休業取得率引き上げ(▲)

男性の育児休業取得率の引き上げも、ウーマノミクスの主な目標の一つに掲げられている。しかし、先進国でも有数の手厚い育児休業制度が整備されたにもかかわらず、日本の父親の多くが取得する育児休業はわずか数日もしくはゼロにとどまっている。取得率は2012年の2%以下から2017年には5%に上昇したものの、2020年までに13%に引き上げるとい目標にはほど遠い(図表17参照)。それでも、多くの企業が男性の育児休業取得をダイバーシティへの取り組みの一環として奨励していることから、取得率は上昇を続けると社はみている。

図表 17: 男性の育児休業取得率は上昇しているが、2020年までに13%に引き上げるという政府目標の達成にはほど遠い



厚生労働省、内閣府

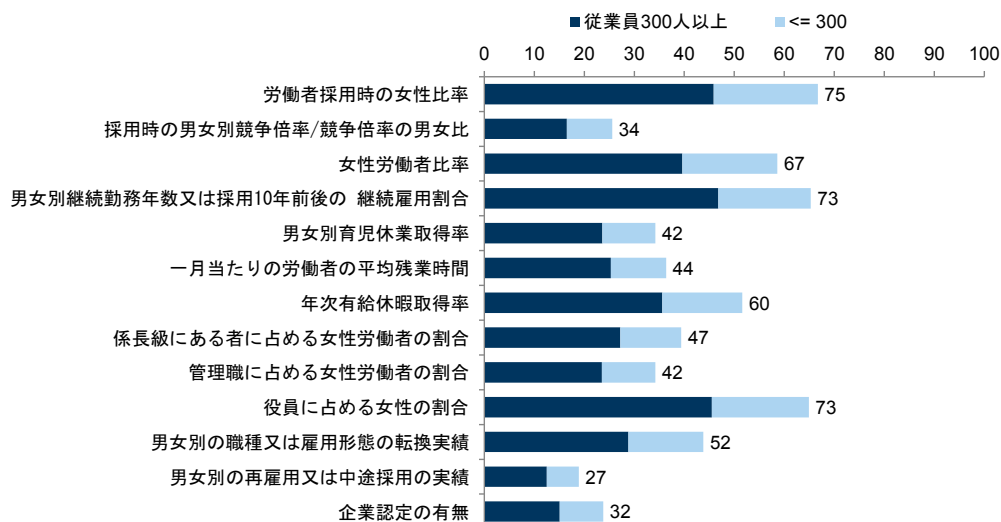
## 女性の活躍の「見える化」(0)

2015年に成立した画期的な「女性の職業生活における活躍の推進に関する法律(女性活躍推進法)」が2016年4月1日に施行され、国・地方公共団体および301人以上の大企業に、女性の活躍に関する情報の開示と行動計画の策定・公表が義務付けられた。行動計画には女性の活躍に関する状況把握・課題分析と課題を解決するのにふさわしい数値目標(女性管理職比率など)を盛り込まなければならないとされている。2017年12月時点で、従業員301人以上の民間企業の99.7%が行動計画を公表している。その後、中小企業もダイバーシティデータの開示を始め、項目別では「労働者採用時の女性比率」、「男女別継続勤務年数又は採用10年前後の継続雇用割合」、「女性役員比率」で開示率が最も高い(図表18参照)。

また、女性活躍推進法による行動計画の届出を行い、女性の活躍推進に関する取組の実施状況が優良な企業については、厚生労働大臣の認定を受けることができる(「えるぼし」認定)。2019年4月15日時点で815社が認定を受け、業種別では報道、金融・保険、石油製品、学術研究サービス、公益で、相対的に認定企業が多い(図表19、20参照)。

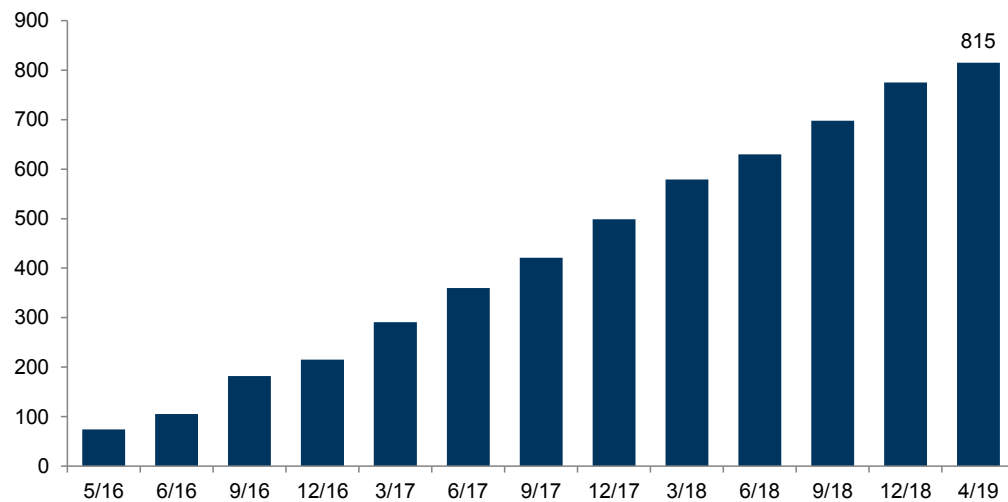


図表 18: ダイバーシティの針を動かすには針の所在を知る必要がある  
 女性の活躍状況に関する情報開示状況、項目別、開示企業数に占める割合、% (2018年6月時点)



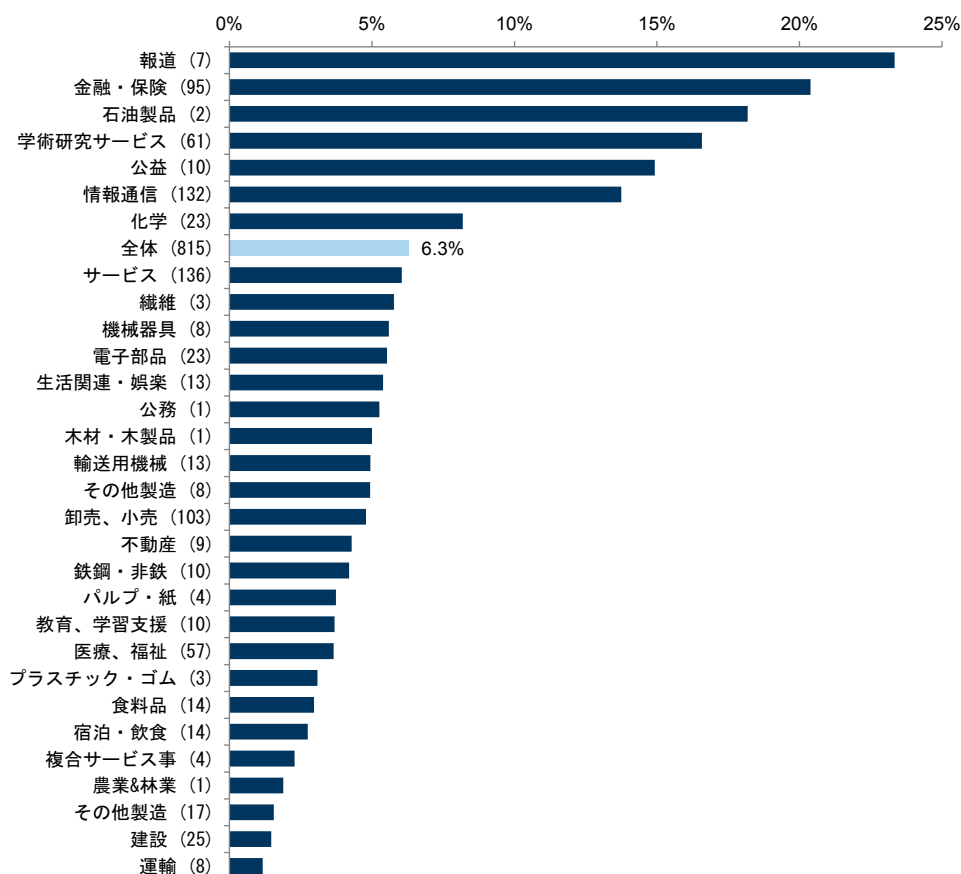
出所：厚生労働省

図表 19: 「えるぼし」認定企業(女性の活躍状況が優良な企業)数の推移  
 会社数



出所：厚生労働省

図表 20: 「えるぼし」認定企業の業種別状況  
2019年3月時点の業種内開示企業に対する認定企業の割合



\*括弧内は認定企業数を表す

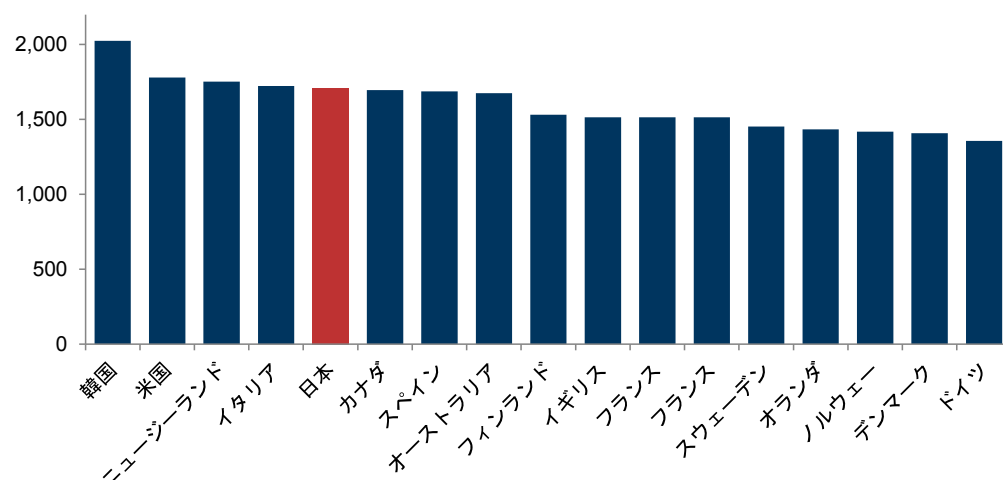
出所：厚生労働省，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

## 働き方改革(0)

日本の労働者の働き方を変え、就業率を向上するため、政府は働き方改革関連法を成立させ、同法は2019年4月1日より施行開始された。日本は先進国の中で特に労働時間が長い(図表21参照)、同法により大企業は新たな時間外労働上限規制(単月で休日労働を含めて100時間未満)への対応を求められ、違反した場合には罰則が科されることになった。この規制は、ワークライフバランスの改善だけでなく、日本企業全体の労働生産性向上も目的としている。

さらに2020年4月からは、大企業に「同一労働同一賃金」への対応も義務付けられる(中小企業は2021年4月からの施行)。「同一労働同一賃金」の導入は、正規雇用労働者と非正規雇用労働者の間の不合理な待遇差の解消を目指すものであり、つまり同じ企業のなかで同じ仕事内容であれば、正規・非正規にかかわらず均等に待遇すべきとするものである。

図表 21: 日本の年間労働時間は世界で最も長い部類に属する  
労働者一人当たりの年間平均労働時間(2017年)



出所: OECD

## 改善を要する分野

この20年に心強い前進が見られたが、改善の余地も依然として大きい。実際、世界経済フォーラムの2018年版「男女格差報告」では、日本のランクは149カ国中110位にとどまった。しかし、これは主に「経済活動への参加とその機会」(117位)と「政治への関与」(125位)のランク低迷によるもので、「健康と生存」(41位)と「教育」(65位)では比較的高位にランクされた。

改善を必要とする具体的な分野としては以下が挙げられる。

1. 少なすぎる女性リーダー
2. 解消が進まない男女の賃金格差
3. 硬直的な労働契約
4. 既婚女性の就業を妨げる税制の歪み
5. 家事支援/保育・介護人材の不足
6. 無意識のバイアスとステレオタイプな男女の役割像

### 少なすぎる女性リーダー

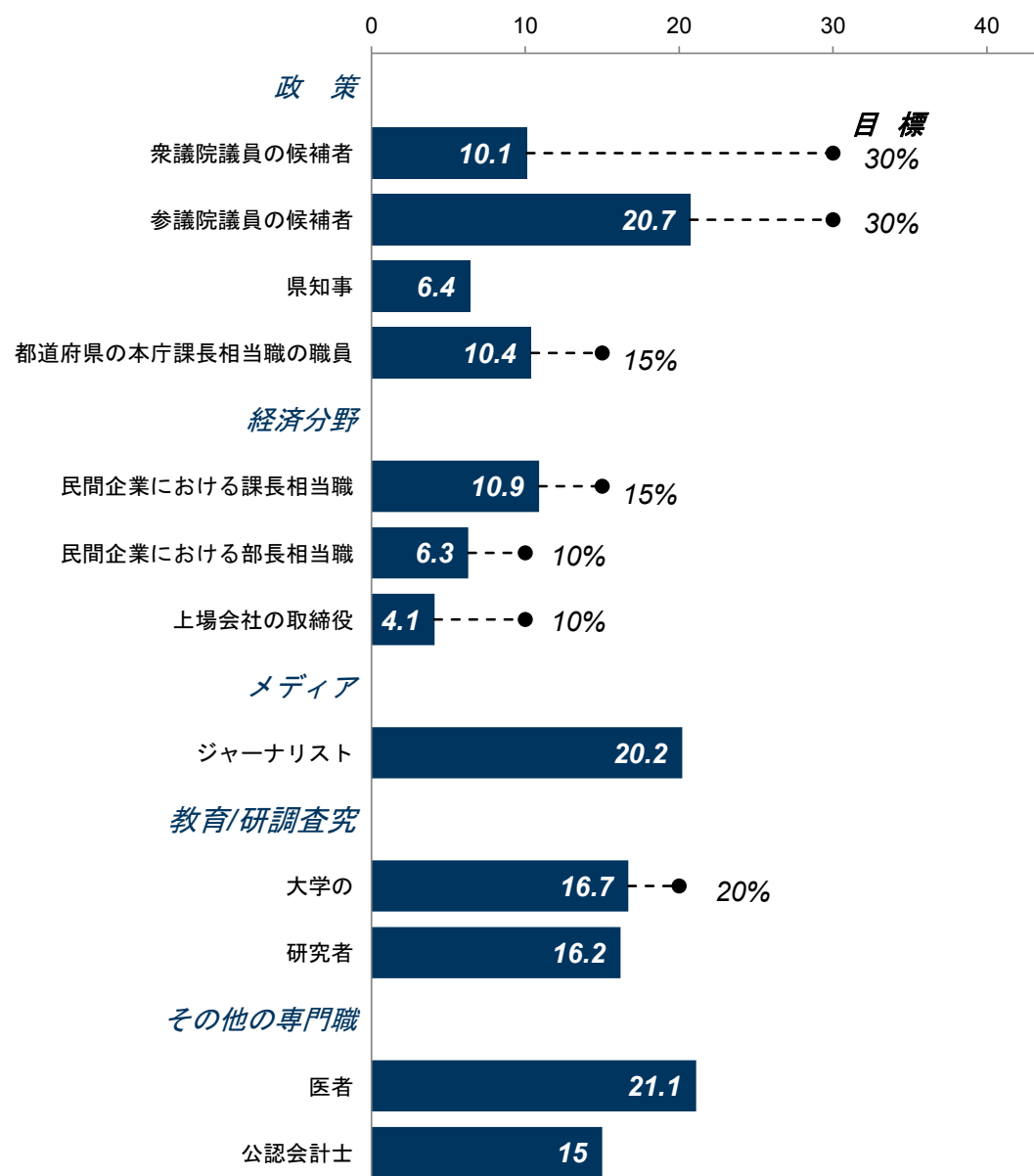
過去20年に確かな前進を遂げたにもかかわらず、日本のダイバーシティは、特に指導的地位に女性が占める割合という点で、依然として諸外国に後れを取っている。

政府は「第4次男女共同参画基本計画」の一環として、指導的地位に占める女性の割合を向上するための数値目標を設定した。当初の目標はあらゆる分野で30%というものだったが、2015年にこれをやや引き下げた。例えば、民間企業の部長相当職以上に占める女性の割合を10%、都道府県の本庁課長相当職に占める女性の割合を15%とすることを目指している。図表22にさまざまな部門の目標と現在の水準をまとめた。こうした目標に

対しては実現性を疑問視する見方もあるが、たとえ野心的に捉えられようとも、目標を掲げるほうが良い結果を得る可能性が高いと当社は考えている。

図表 22: 日本の指導的地位に占める女性の割合: 改善の途上

さまざまな分野の指導的地位に占める女性の割合、2017年現在



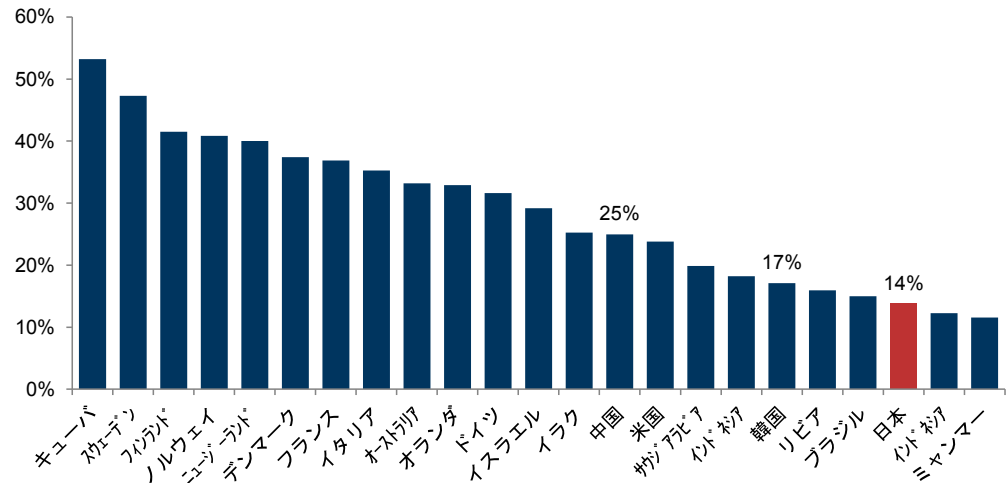
出所: 内閣府、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

### 政治への参画の遅れ

日本の女性議員比率は慢性的に低い。2017年時点で、女性議員の比率は14% (衆議院で10%、参議院で21%)にとどまり、列国議会同盟の調査では世界193カ国中158位だった。これは中国(25%)や韓国(17%)を下回るだけでなく、中東のサウジアラビア(20%)やリビア(17%)と比べても低い(図表23参照)。国会や地方議会の選挙で候補者をできる

だけ男女均等にすることを求める「候補者男女均等法」が2018年に施行されたが、法的拘束力がなく、罰則も設けられていない。

図表 23: 日本の国会議員の女性比率は極めて低い



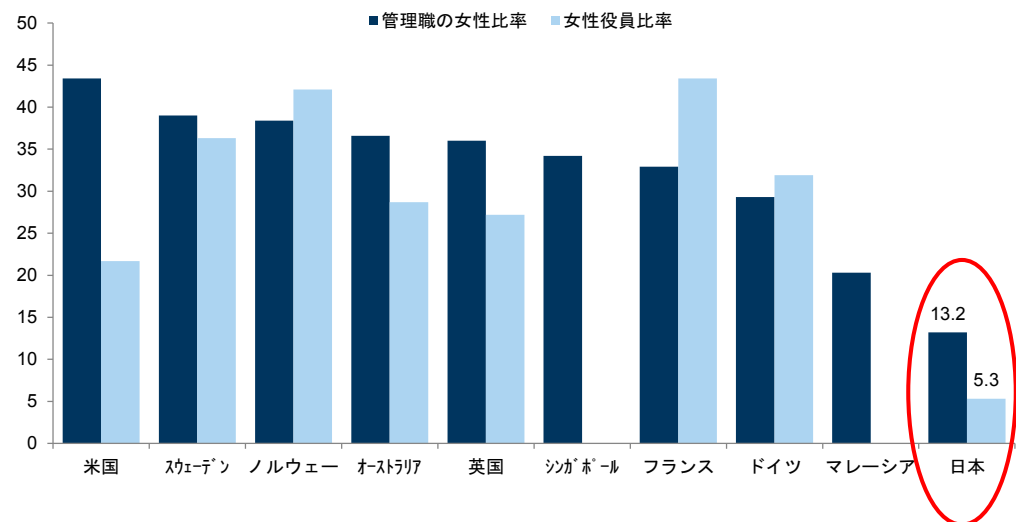
2019年1月1日までに各国議会が提供した情報に基づき列国議会同盟が集計したデータ。193カ国を議会における女性議員比率が高い順に並べたもの

出所: Inter-Parliamentary Union

### 少なすぎる女性管理職と役員

民間企業でも指導的地位に占める女性の割合は一貫して低い。例えば、大手上市企業の女性管理職（課長相当職以上）の比率はわずか13%で、他の先進国の半分程度しかない。女性役員の比率は5%とさらに低く、米国の4分の1、欧州の5分の1である（図表24参照）。

図表 24: 日本企業の女性管理職・役員比率は依然として低い  
大手上市企業の女性管理職および女性役員の比率 (%)

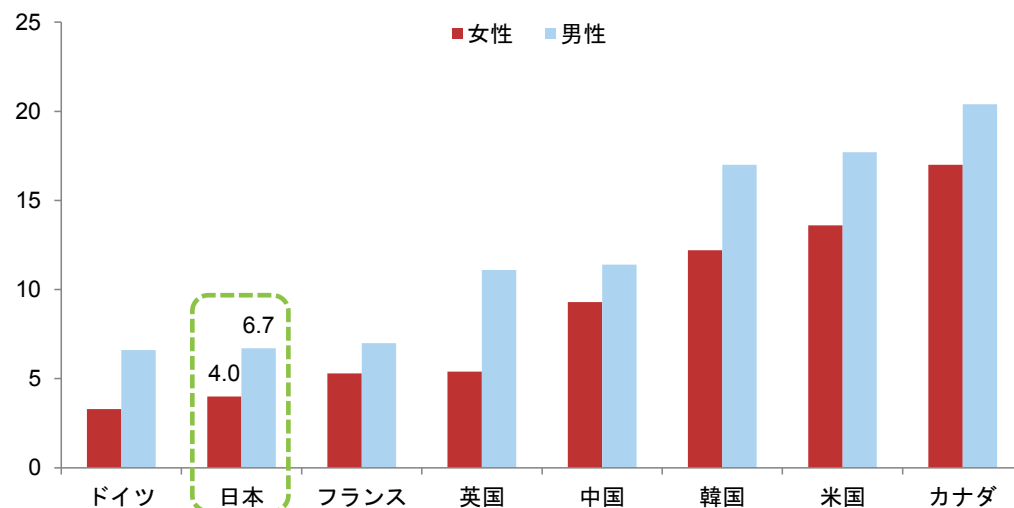


出所: 総務省、国際労働機関(ILO)、OECD、内閣府

日本の企業文化が硬直的なため、多くの女性は企業の管理職を目指すよりも転職の少ない起業という道を選んでいるのではないかと考えられるかもしれない。しかし、2018

年のグローバル・アントレプレナーシップ・モニター(GEM)の調査によると、日本の女性の「総合起業活動指数(TEA)」はわずか4%で、韓国(12%)、中国(9%)など他のアジア諸国のそれを大きく下回っている(図表25参照)<sup>18</sup>。

図表 25: 日本の女性の起業: 諸外国に大きく後れを取っている



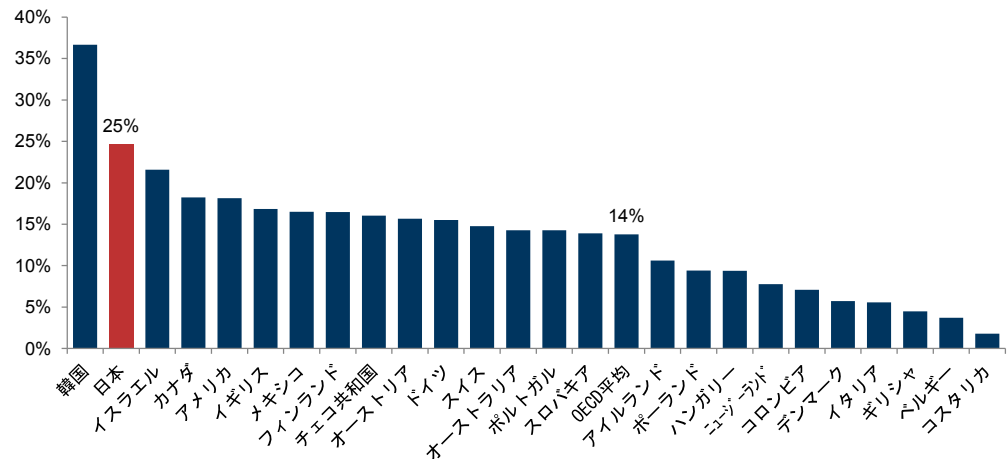
出所 Global Entrepreneurship Monitor

## 男女賃金格差

日本では一向に解消しない男女賃金格差が女性の本格的な就業の阻害要因となっている。男女の賃金格差は万国共通の問題ではあるが、日本の女性の平均賃金は男性のそれを25%も下回っており、G7中での最大、OECD諸国の中でも2番目に格差が大きく、これが女性の就業意欲をそいでいる(図表26参照)。賃金格差が解消しない明らかな理由の1つは女性が非正規労働者の大部分(70%)を占めていることだが、個人の実績や生産性より年齢や勤続年数を重視する旧来の年功序列型評価制度も背景にあるとみられる。

<sup>18</sup> Global Entrepreneurship Monitor Consortium's 2018 Global Entrepreneurship Monitorを参照 (<https://www.gemconsortium.org/>)

図表 26: 男女の賃金格差：日本はOECD諸国の中でも格差が特に大きい  
2016年、男女賃金格差(中央値)



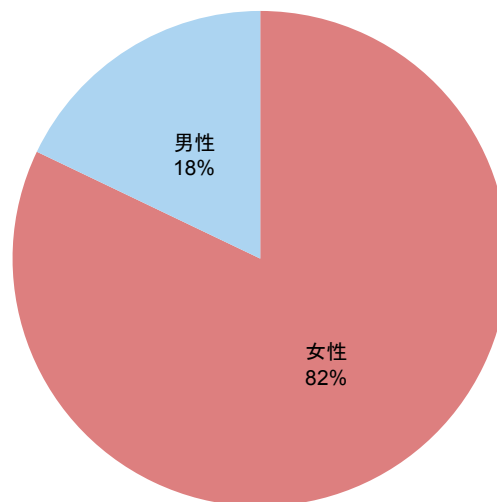
総所得十分位比率

出所：OECD

### 硬直的な労働契約と二者択一のコース別人事制度

日本の女性管理職が少ない理由の1つは、総合職と一般職の二者択一のコース別人事制度が主流となっていることがある。総合職は相対的に給与が高く、雇用期間を通じて研修や能力開発に多額の資金が投じられる。これに対し、一般職は相対的に給与が低く、研修への投資も限られている。入社時の一般職に占める女性社員の比率は82%と非常に高く(図表27参照)、結果として中長期的では昇進機会や賃金に大きな格差が生じる。

図表 27: 女性は一般職の大部分を占めている  
一般職採用者の男女比率(2014年)



出所：厚生労働省

さらに、期間の定めのない正規労働契約に関する日本の現行法はきわめて柔軟性が低い。それに加えて、正社員と同じ条件での人材の中途採用は年功序列制度を混乱させるため、多くの企業は男女を問わず中途人材の正社員としての採用に消極的である。そのため再就業する女性の大半はパートタイムか有期労働契約での雇用に追いやられること

になり、企業側にはそうした女性に将来を見据えた研修機会を与えるインセンティブはほとんど働かない。結果として、女性の賃金は一般に男性を大きく下回ることになる。このことが前述した日本の大きな男女の賃金格差と全体的な労働生産性の低さにつながっている。

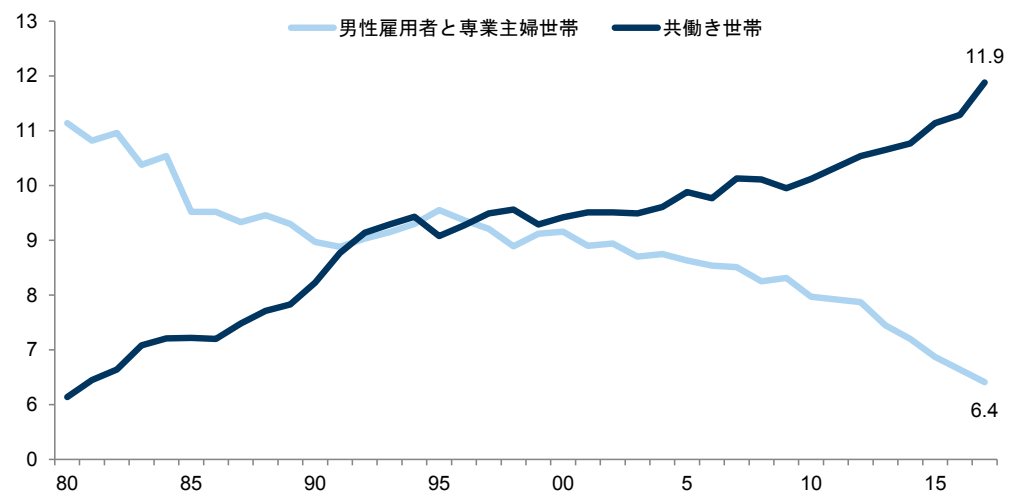
## 女性の就業を阻害する税制の歪み

女性の就業拡大を妨げている構造的要因の1つは、多くの既婚女性に本格的な就業を思いとどまらせてきた配偶者控除制度である。現行制度では、世帯主(通常は夫)は配偶者の年収が103万円未満の場合、38万円の配偶者控除を受けられる。また配偶者は、年収が130万円未満であれば、厚生年金加入者の被扶養配偶者として保険料を支払わずに基礎年金を受給できる。こうした「所得の壁」の存在ゆえに、多くの有能な女性が、低賃金の非正規雇用に甘んじるか、全く就労しないという選択を余儀なくされてきた。

日本の社会保障制度も女性の再就業の阻害要因となっている。現行の社会保障制度では、労働者の給与から控除される保険料で、被扶養者(配偶者および子供)も健康保険と国民年金の被保険者となる。その際の保険料は、独身者や共働き夫妻のそれぞれが払う保険料より高いわけではない。所得が閾値以上の独身者、共働き夫婦、自営業者は、配偶者が就労していない既婚労働者と同様の保険料を払わなければならないにもかかわらず、保険料の追加負担なしに配偶者への保障が受けられるという恩恵に浴するわけではないという点で、現行制度では不利になる<sup>19</sup>。

現行の社会保障制度は1人の稼ぎ手が生活を支える世帯が一般的だった1960年代に導入されたもので、今やダブルインカムの世帯数がシングルインカム世帯の2倍に達していることから(図表28参照)、抜本的改革がかねてから懸案となっている。

図表 28: ダブルインカム世帯数がシングルインカム世帯の2倍に  
婚姻世帯数(百万世帯)



出所: 厚生労働省

<sup>19</sup> 在日米商工会議所 (ACCJ) 「Women in Business Committee's 2016 report, Untapped Potential」(2016年)

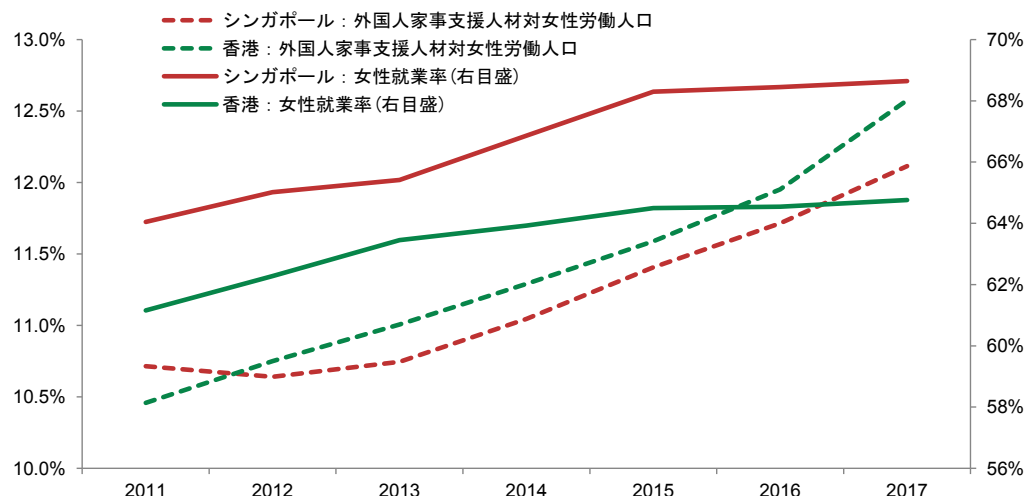


## 家事/育児・介護支援人材の不足

政府は保育の受け皿の整備拡充などの分野での努力はしているが、育児/介護については完全に国内労働力に依存している。国内介護スタッフ要因は不足状態にあり、結果、介護事業者は施設拡大のペースを遅らせざるを得ない状態にある。

一方で、外国人の家事支援人材を対象に移民法の規制を緩和している香港やシンガポールでは、女性人口に対する外国人家事支援人材の比率が上昇しており、それに伴って女性の就業率が上昇傾向にあり(図表29参照)、日本でも参考にするべきであろう。

図表 29: 外国人家事支援人材の存在と女性就業率の関係  
シンガポール



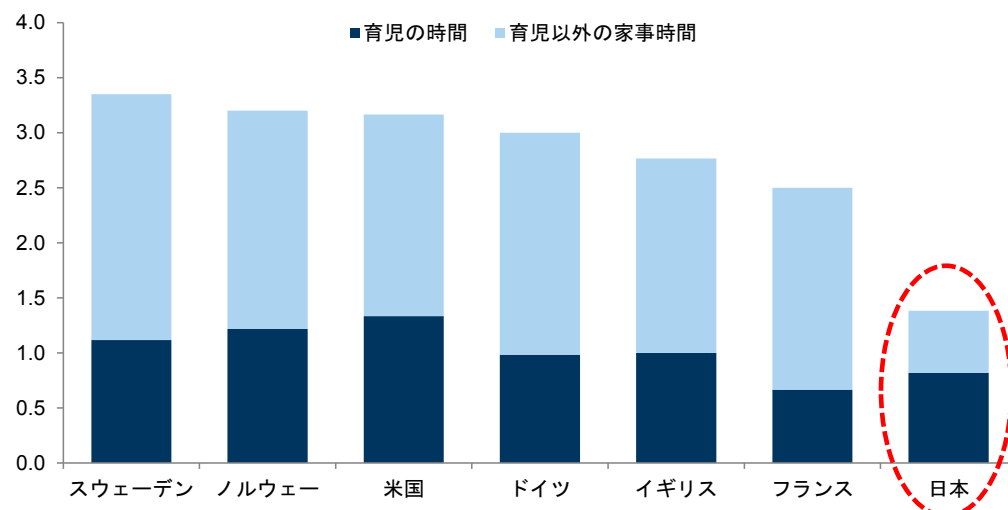
出所：シンガポール人材省、世界銀行

現在の日本の入管難民法では、日本人と日本永住者は外国人家事支援人材の雇用や身元引き受けを禁じられている。外国人の高度人材だけはこれを認められているが、その場合でもいくつかの条件(高度専門職ビザなど)を満たす必要がある。

働く女性の急増にもかかわらず、日本の父親は家事や育児にかかる時間が平均2時間に満たないことを考えると(図表30参照)、多くの女性が出産後は離職せざるを得ないと感じるのも無理はない。

図表 30: パパはどこにいるの？

父親が家事と育児にかけ一日当たりの平均時間



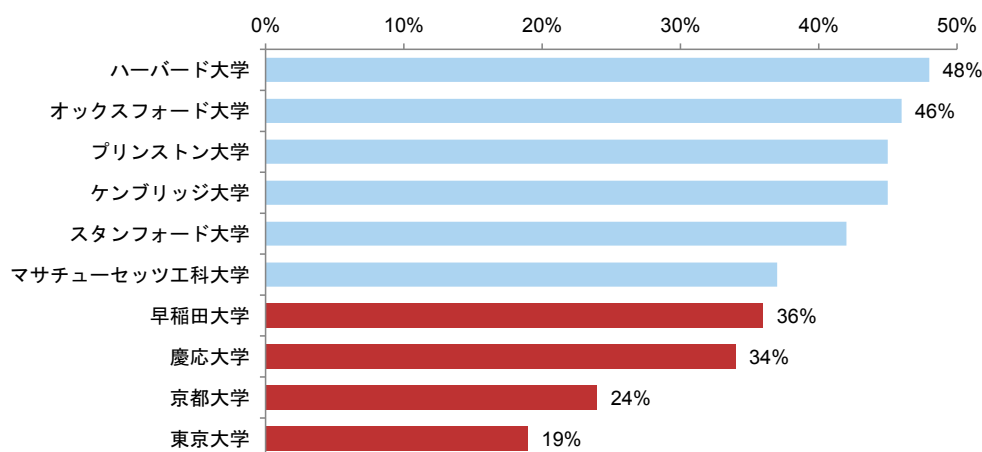
注：内閣府男女共同参画局(2016年)、ユーロスタット「How Europeans Spend Their Time Everyday Life of Women and Men」(2004年)。

出所：内閣府、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

## 無意識のバイアスとステレオタイプな男女の役割像

日本では社会自体も男女格差の解消をさらに進めるうえで大きな障害となっている。子供の成長時にメディア、学校、そして社会全体における男女の役割分担に関する固定観念が大きく影響している可能性がある。例えば、女性の大卒比率が男性より高い(25～34歳で女性の59%に対し男性は52%)にもかかわらず、トップランクの大学の女子学生比率はきわめて低く、ハーバード大学(48%)、オックスフォード大学(46%)に比べ、東京大学(19%)、京都大学(24%)はともに25%に満たない(図表31参照)。

図表 31: 日本のトップランクの大学は女子学生が圧倒的に少ない  
女子学生比率

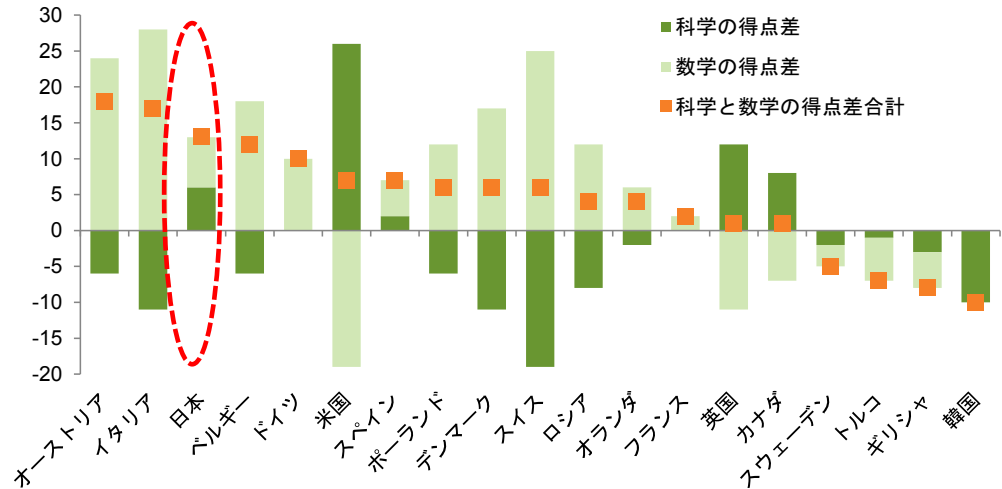


出所：Times Higher Education (2019), 東京大学

その理由の1つは、日本はOECD生徒の学習到達度調査(PISA)で数学と科学の15歳男女の得点差が他の先進国より大きく、数学と科学が科目に含まれる国公立大学の入試で女子が不利になりがちなことである(図表32参照)。このことは、研究者や科学者に占める女性の比率がOECD諸国で最も低い理由の説明にもなる(図表33参照)。

これらのことから考えられるのは、日本の女子学生がトップランクの大学へ進学することや、科学・技術・工学・数学(STEM)分野で活躍することを躊躇させるような価値観が社会や家庭で醸成されているのではないかということである。女子学生を増やす取り組みを積極化している大学もあるが、さらに広い範囲の社会全体や家庭における、根本的な価値観に変化を起こさなければ、この問題は根本的に解決しないのではないかと当社は考える。

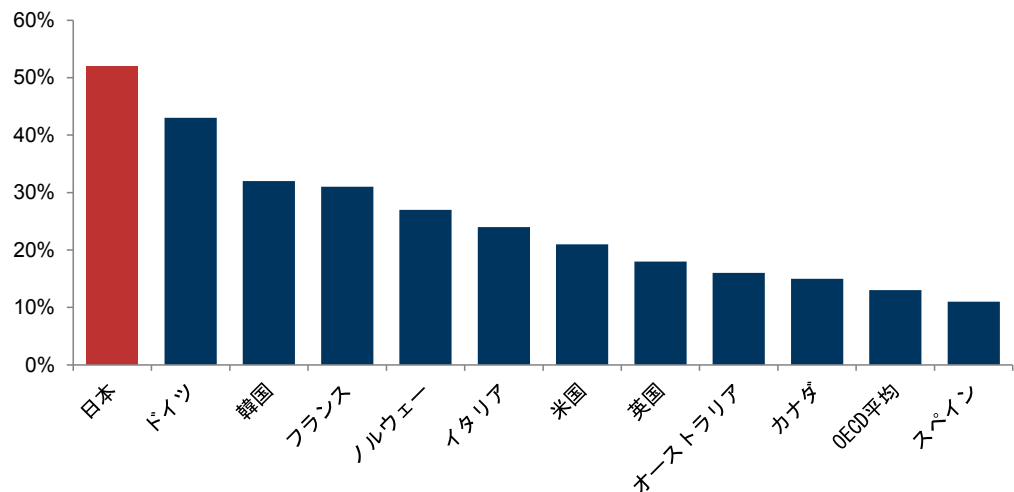
図表 32: 男女学生の数学と科学の得点比較  
 数学と科学の合計得点の差(男子-女子)、2015年



PISA2015

出所：OECD、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

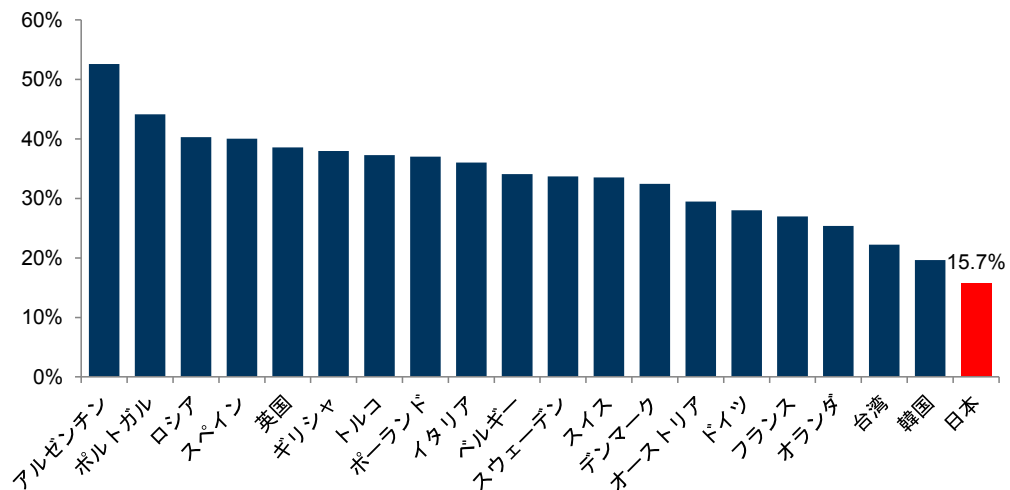
図表 33: 日本では科学を学びたい女子の数が男子の半分  
 科学を学ぶのは楽しいと回答した生徒の割合の男女差(男子-女子)



PISA2015

出所：OECD

図表 34: 日本は研究者・科学者に占める女性の比率がOECD諸国で最も低い



日本は2017年、韓国は2016年、その他は2015年のデータ。

出所：OECD、文部科学省、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

## 政府・企業・社会への提言

日本ではこの20年にジェンダーダイバーシティ推進で一定の進捗が見られたが、まだ課題は多く残されている。ジェンダーダイバーシティは短距離走ではなくマラソンであり、政府・企業・社会の三位一体のアプローチが最も効果的と思われる。

世界のベスト・プラクティスを検討することによって得られた具体的な提言を以下にまとめた。これは網羅的なリストではないが、日本の人口構造が危機的状況に近づくなか、待ったなしの対応が求められる。

### 政府・民間企業・社会への提言

#### 政府

1. より柔軟な労働契約形態の創設
2. 男女賃金格差の開示義務化
3. 女性の本格的就業を妨げる税制の歪みの是正
4. 議員クオータ制の導入
5. 女性の起業促進
6. より多くの家事支援/育児・介護人材受け入れを可能にする入管規制緩和
7. 女性の活躍状況に関する開示要件の強化

#### 企業

1. リーダーのコミットメントと女性のキャリアマネジメント強化
2. より柔軟な勤務環境の促進
3. 実績ベースの評価制度確立
4. ジェンダーダイバーシティの目標設定
5. 男性リーダーを巻き込んだ取り組み

#### 社会

1. 「ウーマノミクス」に関する誤った通説の打破
2. メディア：ステレオタイプな男女の役割像の是正
3. 教育：STEM分野への女子学生と女性の進出奨励

## 政策

政府は当社が2014年のレポートで行った提言の一部(女性の活躍に関する情報開示など)で一定の成果をあげているが、企業や社会の行動にさらなる影響を与えうる分野は他にも数多くある。

### 1. より柔軟な労働契約形態の創設

日本女性の就業で最大の障害の1つは、(特に正社員の)労働契約の厳格さと、正規雇用か非正規雇用の2つしか選択肢がないことである。より多くの女性に正社員としての職場復帰を奨励し、企業の雇用リスクを低減する1つの方法は、**より柔軟な労働契約形態の導入**である。実際、政府は正社員と非正規雇用の極端な差を緩和すべく、職務、勤務地、労働時間を限定した「多様な正社員」の普及を政策として掲げているが、雇用条件、特に解雇に関するルールが明確でないために導入が進んでいるとは言えない。

例えば在日米国商工会議所は、従業員の勤続年数に応じた所定の解職手当を支払うことで雇用契約を解除する権利を企業に認める柔軟な「正社員」の契約形態の創設を検討するよう提言している。この契約の導入は、就業もしくは再就業を望む女性を雇用する企業側のインセンティブを高め、結果として男女賃金格差の縮小も促すだろう<sup>20</sup>。

### 2. 男女賃金格差の開示義務化

男女の賃金平等はほぼすべての国で大きな課題となっているが、日本は男女格差が25%とOECD諸国の中でも特に顕著で、少なくともOECD諸国平均の14%までかなりの改善余地がある。この点で期待が持てるのは、「**同一労働同一賃金**」の原則を定めた法律が成立し、2020年4月から大企業で(2021年4月からは中小企業でも)施行されることである。この新法は、**非正規(有期労働契約)雇用者の不合理な待遇を禁じ、正規と非正規の別を問わず、職務内容が同じで職務能力、経験、業績も同等であれば同等の基本給を支払うことを企業に義務付けている**。非正規労働者が労働力全体に占める割合は15%から40%近くに拡大しており、通常その賃金は正規労働者の60%程度にとどまっている。女性は非正規労働者全体の実に70%を占めるため、この法律によって女性の賃金は長期的に大きく上昇することになる。

一部の国で採用されている解決策として、**男女賃金格差の報告を政府が義務化**することが挙げられる。『Harvard Business Review』に発表された賃金格差の開示義務化の影響に関する最近の実証研究は、**開示が実際に格差縮小につながっている**ことを示している<sup>21</sup>。このほかに、(1)女性の雇用増加(男女賃金格差の透明性向上による女性雇用者の供給プール拡大を示唆)、(2)ヒエラルキーの底辺から昇進する女性の増加——などによる効果も期待できる。

日本でもその他の国と同じように男女賃金格差の報告を義務化すれば、当然ながら抵抗にあうだろう。しかし、日本政府はすでに女性の活躍に関する情報開示の拡大を求めており、男女賃金格差に関する報告義務の追加は、女性の活躍の見える化と職場での男女平等の推進という政府の目標に完全に合致する。

<sup>20</sup> 在日米国商工会議所の意見書「労働契約法の柔軟化による社会的格差の解消と経済成長の実現へ」参照 (<http://accj.or.jp/en/advocacy/viewpoints/>)。

<sup>21</sup> 2019年1月23日の『Harvard Business Review』に掲載されたMorten Bennedsen, Elena Simintzi, Margarita Tsoutsoura, Daniel Wolfenzonの「Gender Pay Gaps Shrink When Companies Are Required to Disclose Them」参照。同研究は2006年の法律「Act on Gender Specific Pay Statistics」施行前後のデンマークの賃金統計に基づいている。

### 3. 女性の本格的就業を阻害する税制の歪みの是正

現行税制を既婚女性の本格的な就業を妨げない方向で見直す必要がある。**税と社会保障の「壁」が撤廃されれば、既婚女性がより高収入のフルタイム就業の機会を積極的に求めるようになるだろう。**他の多くの先進国はすでに世帯から個人へ課税単位を変更しており、第二の稼ぎ手の税負担軽減は女性の就業拡大につながる可能性がある。

また、在日米商工会議所は政府に対し、(1)柔軟な働き方を促進した企業に対する税制優遇措置、(2)企業・個人に対する家事支援(育児・介護)コストの税額控除、(3)現在就業していない配偶者の雇用または研修を奨励するための税制優遇措置——を提供するよう提言している<sup>22</sup>。

### 4. 議員クォータ制の導入

国会は日本に居住するすべての人の生活に影響を及ぼす政策を決定する機関であり、女性議員比率がこれほど低いことは大きな問題である。この慢性的な偏りを是正するために抜本的な施策が必要なことは明らかで、**時限的な国会議員クォータ制導入を提案したい。**多くの国が議員クォータ制を採用しており、日本でも、反発は予想されるものの、社会全体の必要性を適切に反映して恩恵をもたらす政策を策定・実施するためには必要と考える。

韓国も政治分野への女性進出が遅れていたため、2000年に比例代表区の候補の30%を女性とすることを求める女性議員クォータ制を導入し、2004年にはこの目標を50%に引き上げている。その結果、女性候補の比率は2000年の5.9%から2008年には14.7%へと2倍以上に上昇した。さらに、政府は各政党に小選挙区の候補者の30%以上を女性に割り当てるよう勧告し、これを奨励するために、勧告に従った政党に対する特別補助金を設けた。

これは1つの例にすぎないが、**日本でも女性議員の比率を高めるため、これに類似したクォータ制とインセンティブの導入を検討するよう勧めたい。**

### 5. 女性の起業促進

制度化した企業構造を変えるには時間がかかるが、女性の起業を促進することで、多くの女性にとってより柔軟で望ましいキャリアパスを提供できる。中小企業は日本の企業総数の99%以上を占め、従業員数でも約70%を占めるが、**女性の起業の水準は依然として極めて低い**<sup>23</sup>。

起業を促進するため、政府は2016年度に「女性の活躍推進に向けた公共調達及び補助金の活用に関する取組指針」を決定した。この方針は、各府省が総合評価落札方式または企画競争によって公共調達を実施する場合、ワーク・ライフ・バランス等推進企業(「えるぼし」認定を受けた企業など)を加点評価することを定めている<sup>24</sup>。

<sup>22</sup> 在日米商工会議所ウイメン・イン・ビジネス(WIB)委員会の「いまだ手付かずの潜在能力」(2016年)参照。

<sup>23</sup> 成人女性人口に対する比率(%)で見た「総合初期起業活動(TEA)比率」と定義。Niels BosmaとDonna Kelleyの「Global Entrepreneurship Monitor 2018-2019 Global Report」参照。

<sup>24</sup> 政府は女性活躍推進法に基づく行動計画の開示を奨励するため、一定の条件を満たし、女性の活躍推進に関する状況などが優良な企業を「えるぼし」認定する制度を導入した。内閣府の英文パンフレット「Women and Men in 2018」参照。

これは助けにはなるが、女性の起業を後押しするために、政府にはもっとできることがあると当社は考えている。女性の起業に関する経済産業省のアンケート調査によると、女性が開業時に直面する特に大きな課題は「経営に関する知識・ノウハウ不足」「開業資金の調達」などであった。政府は女性の立ち上げた事業に対し、政府調達における優遇措置、低金利融資の利用促進、メンターシップやネットワーキングのプログラム提供などのより積極的な支援策を提供すべきである。

例えば米国では、1998年の「女性事業法(Women's Business Ownership Act of 1988)」が女性の起業支援を目的とした政策、プログラム、官民イニシアチブの根拠となり、同法に基づき、中小企業局の年間助成金制度を通じて女性ビジネスセンターにシードファンディングが提供された。さらに1994年には、連邦政府調達契約の5%以上を女性企業家に振り分けることを目標として定めた法律が議会で可決された。

## 6. 家事支援/保育・介護人材の受け入れ拡大のための入管規制緩和

最近創設された「特別技能」就労ビザにより、今後5年間に介護を含む5つのセクターで最大34万5,000人の外国人労働者受け入れが可能になった。これに先立ち、政府は2015年に東京と大阪を含む5つの国家戦略特区で、認定を受けた事業者が雇用する外国人を使った日本人への家事支援サービスを解禁した。

これらは正しい方向に向けた歓迎すべきステップではあるものの、人手不足はまだ解消していない。2016年時点で介護施設で働く職員数は190万人だったが、厚生労働省の推計では、2045年には必要数はこれを55万人上回る245万人に達し、現在の介護職員数の伸びを前提とすると、6年後には33万7,000人が不足することになる。

現在、日本では日本人と永住者による外国人家事支援人材の身元引き受けや雇用は認められていない。一段の規制緩和を通じて、場合によっては期間限定の就労ビザや日本人と同等以上の賃金など特定の条件付きで、日本人と永住者による外国人の家事支援人材や介護人材の身元引き受けや雇用を可能にするべきである。諸外国の例に見られるように、外国人材を増やすことは、保育と特に介護の分野の深刻な人手不足の解消に大きく貢献する可能性がある。

## 7. 女性の活躍に関する情報開示要件の強化

日本政府が2016年の「女性活躍推進法」で国・地方公共団体と大企業に女性の活躍に関する情報の開示と行動計画の策定・公表を義務付け、女性の活躍の「見える化」を推進したことは賞賛に値する。しかし問題は、これに対応しない場合の罰則がないことと、どのような情報を開示するかが組織の判断に委ねられているために情報が標準化されておらず、業種間および企業間の比較が難しいことである。

そこで民間部門(特に上場企業)については、女性の活躍に関する情報開示と目標設定を義務化するとともに、コーポレート・ガバナンス報告書で標準化することを提言する。最低でも、上場企業には女性管理職と女性役員の比率と目標を開示するよう求めるべきである。そうした情報開示は当然ながら業界内企業間での女性人材をめぐる「健全な競争」を生み、ESGの観点でジェンダーダイバーシティへの関心を強める国内外の投資家にとって有益だろう。



## 企業

多くの業種が深刻な人手不足に直面し、状況は今後も悪化の一途を辿る見通しであることから、人材獲得競争の激化が見込まれている。さらに、働き方改革により時間外労働に上限が設けられた結果、企業は人材の採用・保持に加えて、雇用者一人当たりの労働時間が制限されるという問題にも直面することになった。このため、ITや自動化などへの投資を通じて生産性を向上するとともに、可能な限り最良の人材を採用する方法を見出すことが生き残りのためには不可欠である。

こうした状況下で、日本の民間企業は次の5分野でジェンダーダイバーシティ推進を主導することができよう。

### 1. リーダーのコミットメントと女性社員のキャリアマネジメント強化

当社はこの20年、日本企業とダイバーシティについて数々の議論を交わしてきた。そこから確実に言えるのは、ダイバーシティについて語るだけではなく、女性を含む多様な人材が活躍できる環境を生み出すためにダイバーシティがビジネスにもたらす効果を絶えずアピールし、具体的な施策を推進していることが、「ダイバーシティの針を動かす」のに成功している企業の共通点の1つであるということだ。したがって、企業は人材の採用・保持・登用においてジェンダーダイバーシティに配慮した取り組みを進める必要がある。

たとえダイバーシティに関する報告要件が強化されなくても、企業リーダーはダイバーシティの最終的な目標と女性人材の雇用・保持・登用の具体的な目標を積極的に開示するべきであり、確実な進捗が得られるよう、目標達成状況のモニタリングにも責任を負う必要がある。

個々の従業員のレベルでも、リーダーは女性のキャリアマネジメントにこれまで以上に配慮し、積極的な支援を行うべきである。例えば、有能な女性が上司(男女を問わず)の無意識のバイアスによりキャリアアップのための昇進機会を与えられないことはしばしばある。

ある日本の女性役員が語ったように、「ダイバーシティに対する企業の意識向上は歓迎すべきことだが、女性に優しくしすぎるのは禁物」である。この女性役員によると、日本企業では有能な女性が長く勤められるようにと生産や営業の第一線ではなく後方の事務管理部門に配置される傾向があり、結果として、重要な管理職への昇進機会を与えられるだけの勤続年数を経ても、必要な技能や経験が身につけていないという例を数多く見てきたという。

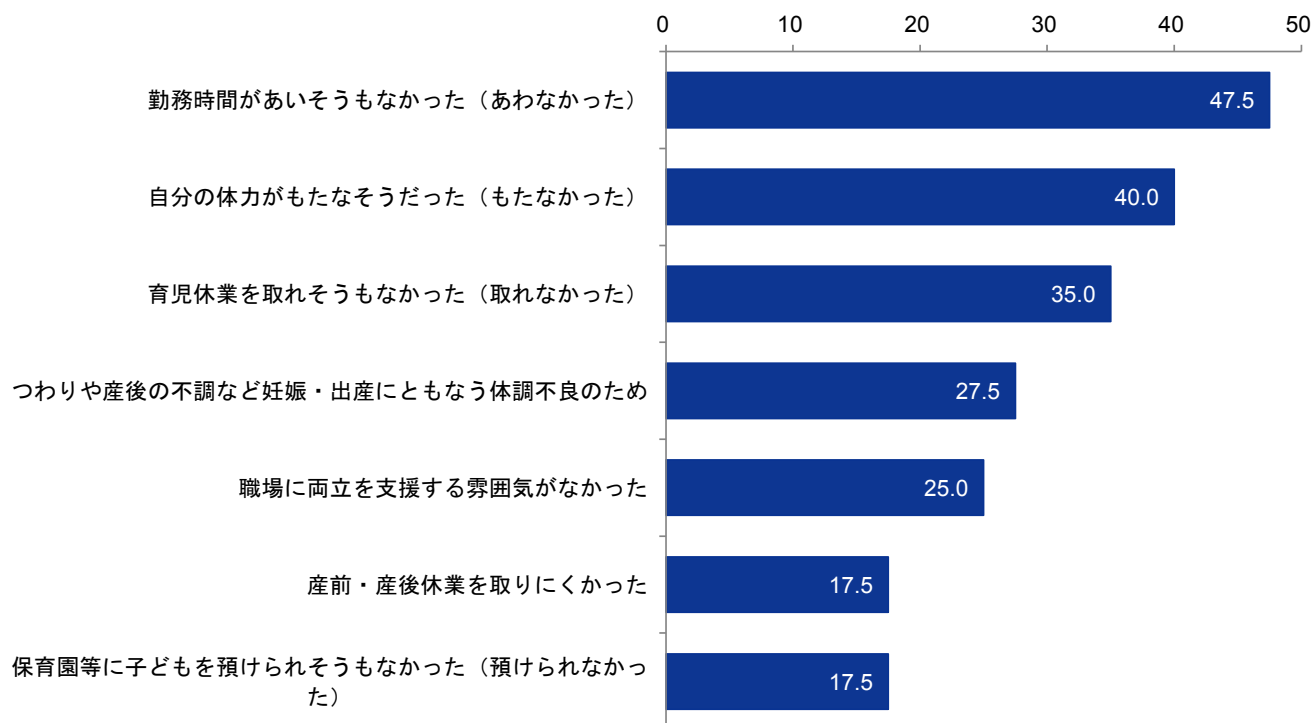
ダイバーシティを意識するあまり「女性を甘やかす」という落とし穴にはまらないためには、リーダーが女性にも通常以上の頑張りが必要な仕事や昇進機会を与えるなど、男性に対してと同様に厳しくする必要がある。これは、キャリアがスタートして間もない、重要なライフイベントを迎える前の女性にとって特に重要で、復帰への意欲が低いまま離職してしまうと、職場に呼び戻すのは難しい。

検討に値するもう1つの海外のベストプラクティスは、従来型のメンターシップ制度より一歩踏み込んだスポンサーシップ制度である。一般にスポンサーシップのスポンサーはより多くの時間や労力を投じ、より大きな責任を負うため、メンターシップよりも受ける側(スポンシー)に合った効果的なキャリアマネジメントが可能になる。

## 2. より柔軟な勤務環境の実現

出産後に退職した女性とその理由として挙げたのは、育児休暇の有無や賃金格差だけではない。多くの女性は、硬直的な勤務時間や職場での働く母親に対する支援の欠如にもしばしば言及している(図表35参照)。したがって、企業はより柔軟な勤務形態(ジョブ・シェアリングや在宅勤務など)の導入を推進し、かつ柔軟な勤務形態を選んだ従業員が報酬や昇進の面で差別されないようにすることが重要である。

図表 35: 仕事を続けたかったが出産後に退職した女性が挙げた退職の理由  
2016年



出所: 厚生労働省

その例として有用なケーススタディは、従業員に柔軟な勤務体系(勤務時間ならびに勤務地)を申請する権利を与え、雇用主がこの申請を考慮することを保証した英国の法制度で、2003年の導入以来大きな成功を収めている。当初は働く親を対象としていたが、2014年より対象が勤務開始から26週間が経過した全従業員に拡大された。スウェーデンやオランダでも従業員に柔軟な勤務体系を申請する権利を与える類似の法律が施行されている。

日本にも柔軟な勤務体系を導入している企業は多いが、それを活用することで社内評価が低下するのではないかとの恐れから、制度を利用する社員の数は少ない。このため、雇用側はフレックス制度が認められているばかりでなく、積極的に奨励されている環境を創出する必要がある。また、フレックス制度を利用し、なおかつシニア・ポジションに昇進した社員の例を紹介することも助けとなるだろう。

## 3. 成果に基づく評価制度

日本の女性就業率が低く、女性管理職の数も少ない根本的な原因の一つは、伝統的な日本企業の多くが今も実績や成果よりも年功序列や労働時間を重視しがちであることにあ

る。このことはまた、日本が年間労働時間で先進国のトップに近く、日本の男性が家事や育児に費やす時間では最下位に近い位置にランクする大きな理由にもなっている。

このように深く定着した制度が変わるには長い時間を要すると考えられるが、人材確保のための厳しい競争や差し迫ったイノベーション・ニーズは多くの日本企業に評価制度の再考を迫っているとみられる。成果ベースの評価制度への移行は生産性を高めるにとどまらず、モチベーションの向上にもつながりうる。

#### 4. ジェンダー・ダイバーシティの目標設定

政府が民間企業にジェンダー・ダイバーシティ関連の情報開示の改善を要求するばかりでなく、企業も人材の採用や定着、昇進におけるダイバーシティ目標の設定・開示に今以上に積極的になることが可能であろう。確実な進歩のため、シニア・マネジメントに進捗状況の監視と目標達成に対する責任を持たせることが望ましい。

また、企業はダイバーシティ環境ならびに目標をこれまで以上に透明化する施策を積極的に取り入れるべきである。この面での成功例の一つがフィリップ モリス インターナショナル(PMI)で、同社は2019年に多国籍企業としては世界で初めてNPO法人 EQUAL-SALARY Foundationより「EQUAL-SALARY Certification」を獲得した。外部機関による全従業員の賃金の確認作業を含む 詳細かつ綿密な監査プロセスを通して、「EQUAL-SALARY certification」手続きはPMIが世界90カ国以上の7万7,000人の従業員すべてに性別に関係なく同一の労働に対して同一の賃金を支払っていることを認証した。なかでもフィリップ モリス ジャパン(PMJ)は2016年11月にスイス以外の企業では初めてEQUAL-SALARY Certification認証を得ている。

#### 5. 男性リーダーを巻き込んだダイバーシティ推進

心強い点として、過去20年間には日本国内でもダイバーシティ推進に力を入れる団体が多数誕生している。その代表に次の4団体が挙げられる。

- **Women Corporate Directors (WCD) 日本支部**：WCD日本支部は日本企業における女性役員の登用推進を目指している (<https://www.womencorporatedirectors.org/WCD/>)
- **J-Win**：ジャパン・ウィメンズ・イノベティブ・ネットワーク(J-Win)はジェンダー・ダイバーシティ・マネジメントの促進と、女性企業人への相互研鑽機会の提供およびネットワーキングの構築を支援するNPO法人である (<https://www.j-win0.jp/>)
- **Association of Women in Finance (AWF)**：金融業界の仕事に携わる女性にキャリアを発展させ、幅広い人脈を作り、情報交換をし、同じように活躍する各国の女性と出会うための交流の場を提供することを目的とする東京ベースの組織 (<https://awftokyo.com/>)
- **For Empowering Women (FEW)**：有力なプログラムや交流の機会、定期的な意見交換を通じて結びついた、英語を話す世界志向の女性の団体 (<https://fewjapan.com/>)

女性自身によるダイバーシティ推進に加えて、**リーダーの過半数を占める男性を活動に巻き込む**ことも重要である。2014年には森まさこ男女共同参画担当大臣(当時)の指揮の下、「輝く女性の活躍を加速する男性リーダーの会」が発足し、日本企業のダイバーシティ・リーダー100名以上が参加した<sup>25</sup>。この会は、1)女性活躍を加速するために自ら行動

<sup>25</sup> 内閣府HP「輝く女性の活躍を加速する男性リーダーの会」([http://www.gender.go.jp/policy/sokushin/male\\_leaders/](http://www.gender.go.jp/policy/sokushin/male_leaders/))

し、発信する、2)現状を打破する、3)賛同者のネットワーキングを進める、ことを宣言している。この取り組みは、オーストラリアの「変革を担う男性チャンピオンの会 (Male Champions for Change)」-女性との共同作業と革新的戦略を通じて女性のエンパワーメント原則 (WEPs) を生み出す原動力となった男性経営者たちのグループ<sup>26</sup>を参考にして

いる。男性リーダーを取り込んだダイバーシティ推進策のもう一つの成功例は「30%クラブ」である。30%クラブはFTSE100指数採用企業の女性役員比率30%の達成を目指し、2010年に英国でニュートン・インベストメント・マネジメントの元CEO、ヘレナ・モリッシーによって設立された。これまでに60社以上の大手英国企業の会長が参加している。30%クラブの目的は、1) ジェンダー・ダイバーシティの効果に対する企業リーダーの意識を高め、2) 議論を促し、3) 役員 (執行、非執行) 候補の女性の養成を支援することにある。設立以来、この取り組みは大きな成功を収め、FTSE-100指数採用企業では女性役員比率が2010年の12.5%から2019年3月には31%に上昇した。30%クラブの成功を受けて、2019年春には日本支部が始動することになっている。<sup>27</sup>

## 社会

### 1. ウーマノミクスに関係する「誤った通説」を打ち消す

政府の政策や民間セクターでの取り組みにもかかわらず、ジェンダー・ダイバーシティの拡大を妨げている最大の障害は恐らく日本社会そのものである。2014年に発行したウーマノミクス関連レポートで、当社はウーマノミクスやジェンダー・ダイバーシティに関する誤った通説を打ち消すには一層の努力が必要であると述べた。こうした通説の中から、(a) 日本女性は結婚後は主に「プル要因」により退職する、(b) 女性の就業率上昇は出生率を一段と低下させる、の2点に改めて注目する。

#### 通説：日本女性は「プル」要因のみで退職する

米国の非営利シンクタンク、センター・フォー・ワーク・ライフ・ポリシー (CWLP) が、2011年に日本の女性の退職が諸外国より多い理由に関する調査 (回答者1,582人) を行った<sup>28</sup>。その結果、日本女性の場合は育児や親の介護 (すなわち「プル」要因) が労働市場からの退出の最大の理由ではないことがわかった。例えば、育児を理由に挙げた回答者の割合は日本ではわずか32%であるのに対し、米国では74%に上った (図表36参照)。一方、日本では「プッシュ要因」を理由に挙げた回答者が多く、そのうち仕事への不満は63%、キャリアの行き詰まりは49%に達し、米国の26%、16%をいずれも大きく上回った。

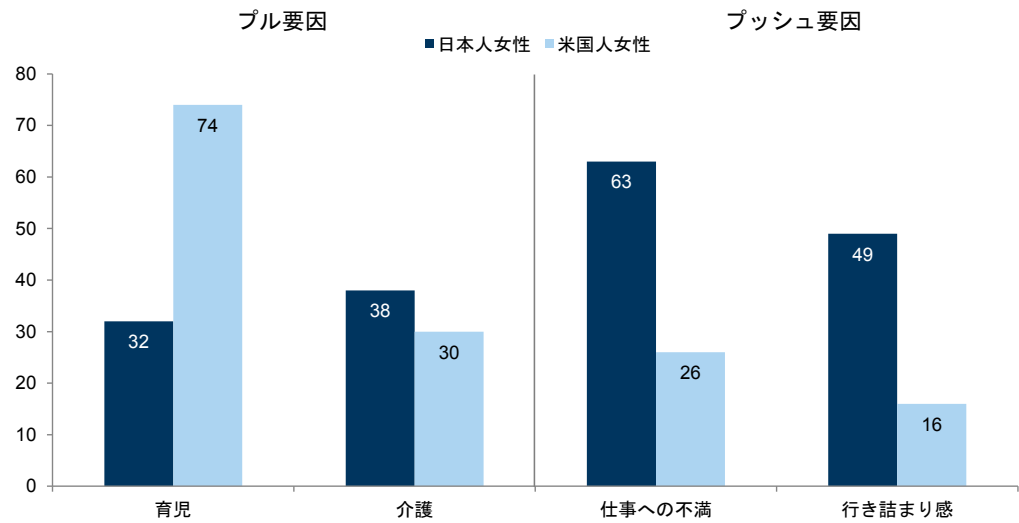
ここから読み取れるのは、育児・介護サービスの拡大など「プル」要因に対処する政策は必要であるが、それだけでは十分とは言えないということである。プッシュ要因に対処するには、組織内の変革-とりわけ子どもを持つ働く女性を対象とする積極的なキャリア・マネジメント-も不可欠である。こうした要因の多くは女性のキャリア軌跡をどう管理するかばかりでなく、組織内のカルチャーやダイバーシティ意識とも関係している。

<sup>26</sup> 詳細は「Male Champions of Change website」 (<https://www.humanrights.gov.au/male-champions-change>) を参照されたい

<sup>27</sup> <https://30percentclub.org/about/chapters/japan>

<sup>28</sup> Sylvia Ann Hewlett and Laura Sherbinによる「センター・フォー・ワークライフ・ポリシー (2011年) 'Off-Ramps and On-Ramps Japan: Keeping Talented Women on the Road to Success,' を参照

図表 36: 退職理由-日本では「プッシュ」要因よりも「プル」要因を挙げる女性が多い %



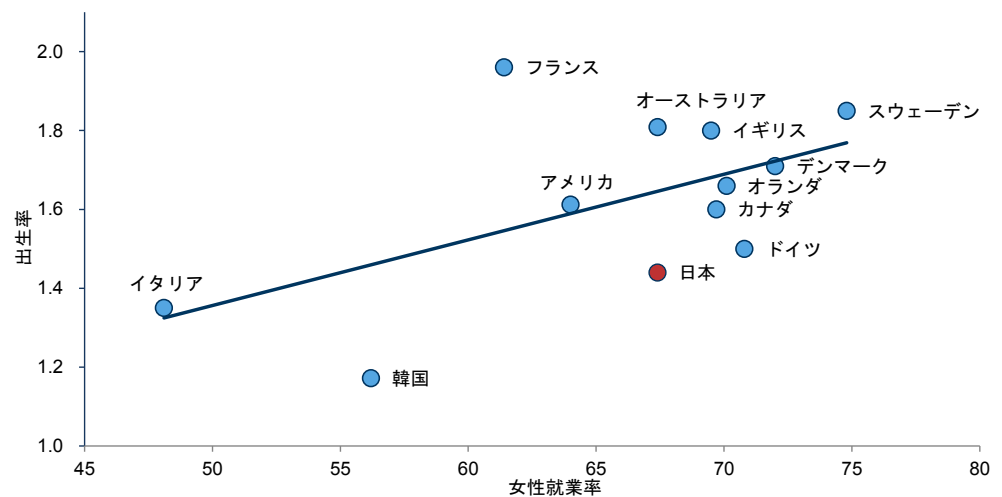
出所：センター・フォー・ワーク・ライフ・ポリシー (CWLP)

**通説：女性の就業率上昇は出生率の低下を招く**

働く女性が増えると、ただでさえ低い出生率が一段と低下し、少子高齢化に拍車がかかるという見方は今でも広く支持されている。しかし、以前から示してきたが、実際にはそれと真逆の結果となっている。図表37は各国の女性就業率と出生率を対比させたグラフであるが、両者の間には明らかに-負ではなく-正の相関が認められる。つまり、スウェーデンやデンマーク、オランダなど女性の就業率の高い国で出生率が高く、就業率が低い国で出生率が低いのである。

そして、これと同じ関係が日本の47都道府県でも観察されている(図表38参照)。

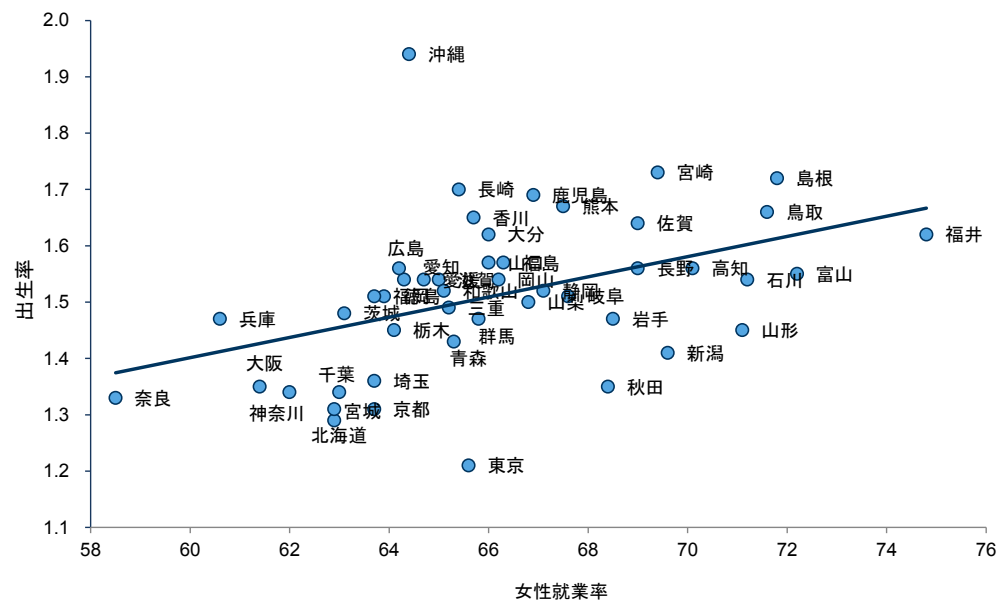
図表 37: 各国の女性就業率と出生率の間には負ではなく正の相関が存在する %、2016年 %、2016



女性就業率は日本が2017年現在、その他の国は2016年現在。

出所：厚生労働省, OECD

図表 38: 日本国内でも同じ状況がみられる-女性就業率と出生率には正の相関  
47都道府県の女性就業率と出生率、%、2017年



出所：厚生労働省

## 2. メディア：男女の役割像に関するステレオタイプの是正

他のどの国でも同じだが、日本でもメディアは男女の役割に関する社会認識の形成に多大な影響力を持っている。2017年11月に日本政府が開催した第4回国際女性会議WAW!のハイレベル・ラウンドテーブル「メディアにおける女性」では、メディア業界に女性の管理職が5%程度しかおらず、日本国内の新聞5紙が2015年の「女性活躍推進法」に関する情報開示を十分に行っていないことが指摘され、業界自体が男女平等を推進する上でより積極的役割を果たしていく必要があることが強調された。

同ラウンドテーブルではメディア業界の企業に対し、(父親ばかりではなく)両親が働いている状況を描いたコンテンツの制作を増やす、男性が家事を「手伝う」ではなく「分担する」に変えるなど、表現に配慮することを求めるといった具体的提言がなされた。

## 3. 教育：STEM(科学・技術・工学・数学)分野への女性進出の奨励

日本は女性の大学卒業率が男性よりも高く、日本女性の教育水準はOECDでもトップレベルであるにもかかわらず、コンピュータ科学やエンジニアリングを専攻する女子学生の割合はそれぞれ20%、18%にとどまる。

テクノロジーの発展に伴い世界は急激に知識ベース、デジタル・ベースの社会に移行しつつあり、将来的にこうした技術破壊の影響を受けやすい低付加価値の職業では女性が高いシェアを占めることから、日本でも教育と職業の両面で女性のSTEM分野進出を促す施策を速やかに実行することが不可欠である。

具体的には、1) 科学・技術関連で起業するなどSTEM分野で成功を収めた女性のロールモデルを学校やメディアで紹介する、2) 中学校や高校にSTEMメンター・プログラムを立ち上げ、大学進学前に科学への関心を高める助けとする、3) 女性の再就職を容易にするため、STEM関連の資格の認証システム(法律や財務、会計、税務などの資格で既に存在する認証システムに類似したもの)を構築する、などの対策が考えられる。

2018年には、東京医科大学が男性医師の確保を目的に過去10年以上にわたり女性受験者の得点を一律に減点していたことが明らかになった。これは非常に憂慮される事態だが、結果として日本の男女差別の「暗い影」が漸く注目されるようになったことは、こうしたスキャンダルの肯定的側面である。

## ESGへの関心とミレニアル世代の姿勢が好材料

逆風は依然手強いものの、当社はウーマノミクスの将来を今も楽観視している。その理由は—20年前との比較で—今後ジェンダー・ダイバーシティを促進する助けになるであろう2つの重要な追い風、1) ESG投資の飛躍的成長、2) 日本の若年層の間における姿勢の変化、が浮上したことにある。

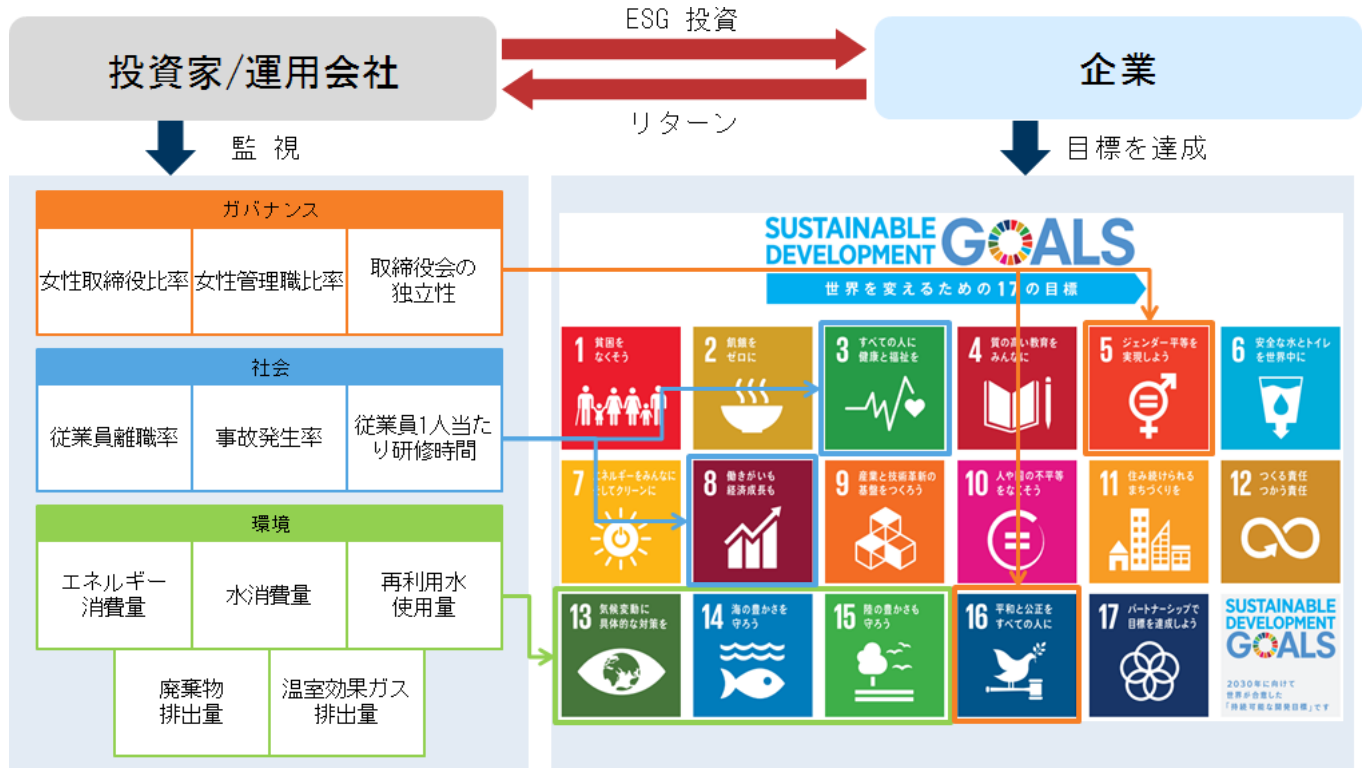
### ESGによる追い風

投資の世界でも国連の持続可能な開発目標(SDGs)を促進するため、ESG(環境、社会、ガバナンス)指標への関心が高まってきた(図表39参照)。

Global Sustainable Investment Allianceが先週発表した数値—ESG資産の成長の尺度として最も幅広く引用されるデータ—によると、投資機関が運用するサステナビリティ資産残高は株式、債券、不動産、プライベート・エクイティを合わせて2018年に30.7兆ドルに上り、2016年の22.9兆ドルから34%増加した。特に日本においては2016年以降、307%と目覚ましい伸びを示しており、国連の責任投資原則(PRI)に署名した機関の数は2011年以降、年率23%のペースで増加してきた<sup>29</sup>。(図表40参照)。

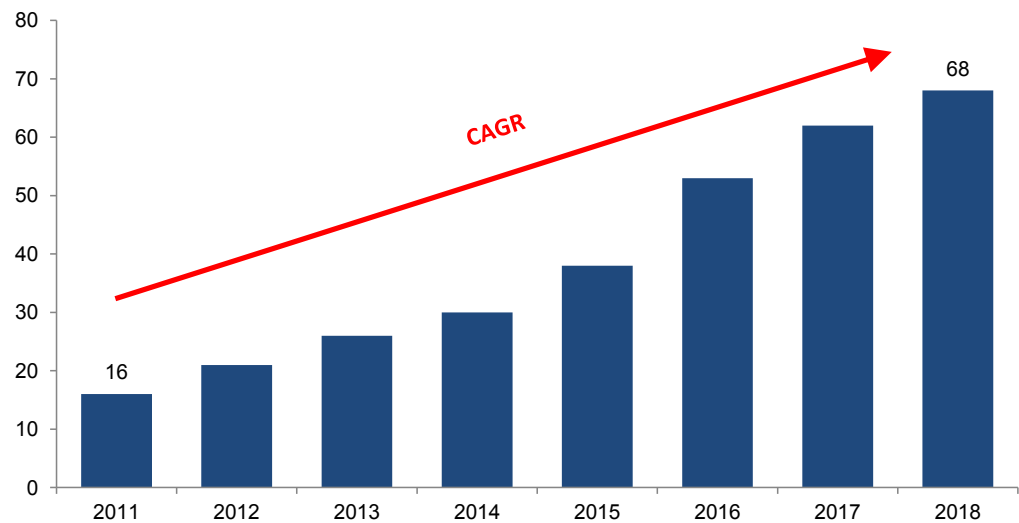
<sup>29</sup> デレク・ビンガム他による 2017年4月18日発行のレポート「The PM's Guide to the ESG Revolution, and The Forum for Sustainable and Responsible Investment」参照：<https://www.ussif.org/>

図表 39: SDGsはどのようにESG指標に反映されているか



出所：国連持続可能な開発部、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 40: ESG投資が飛躍的に増加  
日本のPRI署名機関の数



署名機関にはアセットオーナー、資産運用会社、サービスプロバイダーが含まれる。

出所：UNPRI

ダイバーシティの指標は「ガバナンス」と「社会」のスコアに反映され、投資家は既に経営陣や取締役会の女性比率といった指標を注意深く追跡している。ウーマノミクス政策の一環として、安倍政権は日本企業に1人以上の女性取締役の登用を促したが、これは拘束力のない努力目標である。



しかし、世界的な議決権行使助言会社グラス・ルイスが先日、日本の助言方針を改訂した結果、2019年2月より、TOPIX Core 30およびTOPIX Large 70の採用銘柄(すなわちTOPIX 100採用銘柄)で女性役員もしくは女性の役員候補が1人もいない企業では、原則、その責任があると思われる取締役に反対助言がなされるようになる<sup>30</sup>。

2017年には世界最大の年金基金、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が3つのESG指数に連動したパッシブ運用を資金1兆円で開始することを発表した。その際に選定された指数の1つがMSCI日本株女性活躍指数(WIN)で<sup>31</sup>、WINには高いレベルでジェンダー・ダイバーシティを推進しており、将来的な労働人口減少による人材不足リスクによりよく適応可能と考えられる企業が組み込まれている。2010年以來、WIN指数はより幅広い銘柄で構成されるMSCIジャパン指数を9.5%アウトパフォームしてきた(図表41参照)。

図表 41: MSCI日本株女性活躍指数(WIN)

MSCIジャパン指数相対、2010年1月31日=100として指数化、2019年4月8日現在



出所: MSCI, QUICK

## ミレニアル世代の姿勢の変化

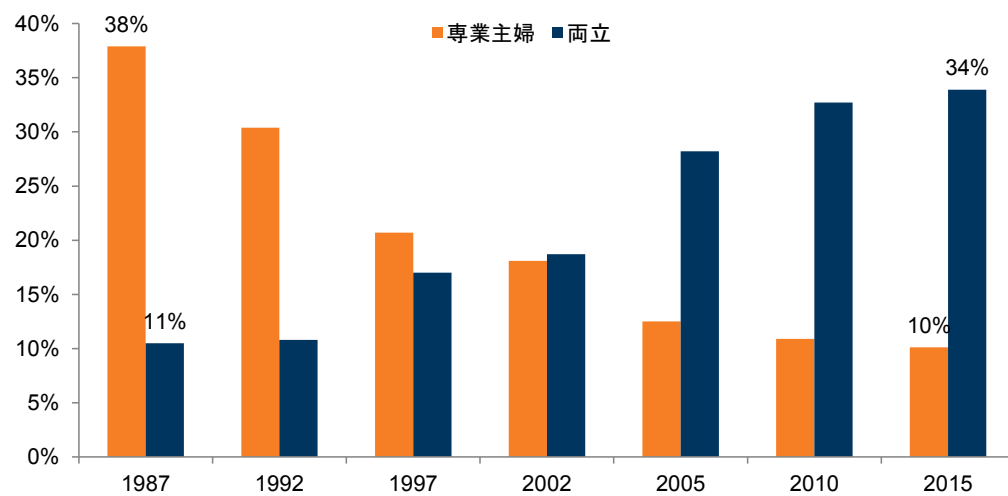
ジェンダー・ダイバーシティの進展を促すであろうもう一つの重要な追い風は、ワークライフバランスに対する日本の若年層の姿勢の明確な変化である。その例として、1987年には独身男性(18~34歳)の38%が将来の結婚相手が専業主婦であるべきと考え、結婚相手も職業を持つべきと考えていた男性はわずか11%であった。しかし、同じ調査が2005年までに逆の結果を示すようになり、2015年には若い独身男性の34%が実際にパートナーに期待するライフコースとして職業を持つことを望んでおり、専業主婦を望むと回答した独身男性は10%に留まった(図表42参照)。

このことは、ミレニアル世代ならびに若年層の姿勢が既にジェンダー・ダイバーシティに前向きな方向に転換しており、ワークライフバランスの改善を望む声もはや女性にとどまらず、日本社会全体に広がっていることを示唆している。

<sup>30</sup> <http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2017/12/2018-Guidelines-JAPAN.pdf>

<sup>31</sup> [https://www.gpif.go.jp/en/investment/pdf/ESG\\_indices\\_selected.pdf](https://www.gpif.go.jp/en/investment/pdf/ESG_indices_selected.pdf)

図表 42: ミレニアル世代の日本男性は共働きに前向き  
18~34歳の未婚者男性がパートナーに期待するライフコース



出所: 国立社会保障・人口問題研究所

## 付属開示事項

### レギュレーションAC

私達、キャシー・松井、鈴木 廣美、建部 和礼は、ここに本レポートで表明された全ての見解が、私達の見解を正確に反映したものであり、当社の業務や顧客との関係への配慮により影響を受けていないことを証明します。

特に断りのない限り、本レポートの表紙に掲載されている個人はゴールドマン・サックスのグローバル投資調査部のアナリストです。

### 開示事項

#### 規制に基づく開示事項

#### 米国法ならびに米国の規制に基づく開示事項

本資料に記載された企業に要求される以下の開示事項に関しては、上記の各会社に関する規制に基づく開示事項をご参照ください：主幹事会社または共同主幹事会社の役割；1%またはその他の持分；特定の業務に係る報酬の受領；顧客関係の種類；過去の証券公募における主幹事会社または共同主幹事会社の役割；役員の兼務；株式については、マーケット・メーカーおよび/またはスペシャリストの任務。ゴールドマン・サックスは本資料に記載された発行体の債券(あるいは関連する派生商品)の自己勘定売買を行います、あるいは行う場合があります。

追加の開示事項：**証券の保有ならびに実質的な利害の対立**：ゴールドマン・サックスの方針では、アナリスト、アナリストの下で業務を行うプロフェッショナル、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を保有することを禁止しています。**アナリストの報酬**：アナリストの報酬は、投資銀行部門の収益を含むゴールドマン・サックス全体の収益も考慮した上で決定されています。**アナリストによる役員の兼務**：ゴールドマン・サックスの方針では通常、アナリスト、アナリストの下で業務を行う者、またはその同居家族が、アナリストが調査対象としている企業の役員、取締役または顧問を兼務することを禁止しています。**米国以外のアナリスト**：米国以外のアナリストは必ずしもゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーの従業員ではなく、したがって調査対象企業とのコミュニケーション、公の場への登場、保有証券の売買を規制するFINRAの規則2241あるいは規則2242の適用対象とならない場合があります。

#### 米国以外の管轄地域の法律や規制に基づく追加の開示事項

以下の開示事項は、米国法ならびに規制に基づきすでに記載された項目以外に、各管轄地域で開示が求められているものです。**オーストラリア**：ゴールドマン・サックス・オーストラリアPty Ltdおよびその関連会社はBanking Act 1959 (Cth)で定義されるオーストラリアの公認預金受入機関ではなく、オーストラリアにおいて銀行サービスを提供することも銀行業務を営むこともありません。本資料および本資料の入手や利用は、ゴールドマン・サックスが別段に合意した場合を除き、Australian Corporations Actで定義されている”wholesale clients”のみを対象としています。調査資料の作成にあたり、ゴールドマン・サックス・オーストラリア投資調査部の社員が、調査資料で言及する企業およびその他の事業体が主催する会社訪問や工場見学、その他会合に出席することがあります。ゴールドマン・サックス・オーストラリアがかかる訪問や会合に関する状況に照らして適切かつ妥当と判断した場合には、その訪問や会合の費用の一部または全額を当該発行体が負担することがあります。本資料において金融商品に関してなんらかの意見が含まれる場合は一般的な見解であり、個々のお客様の投資目的、財務状況、もしくは必要性を考慮することなくゴールドマン・サックスが作成したものです。お客様は、これらの意見に基づき投資行動をとる場合、当該意見が自身の投資目的、財務状況、必要性に鑑み適切であるかを事前にご考慮ください。オーストラリアおよびニュージーランドのゴールドマン・サックスにおける利益相反に関する開示事項並びにゴールドマン・サックスにおけるオーストラリアセールサイドリサーチの独立性に関するポリシーは

<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html> をご覧ください。**ブラジル**：ブラジル証券取引委員会(CVM)

Instruction 598に関する開示情報については、<https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html> をご覧ください。CVM Instruction 598第20項が適用される場合、本文の最後に特に明記のない限り、本資料の初めに記載された最初のアナリストが、同項が定義する、本資料の内容に主たる責任を負う、ブラジルで資格登録されたアナリストとなります。**カナダ**：ゴールドマン・サックス・カナダ・インクはゴールドマン・サックス・グループ・インクの関連会社であり、したがってゴールドマン・サックス(上記定義)に関する会社に関する規制に基づく開示の対象に含まれます。ゴールドマン・サックス・カナダ・インクは、本資料を顧客に広範に配布する場合、その範囲において本資料を承認するものとし、またその内容に責任を負うことに同意しているものとします。**香港**：本資料に記載された、当社アナリストが調査対象としている企業の有価証券に関し、さらに詳しい情報をご入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C.にお問い合わせください。**インド**：本資料に記載された企業に関しさらに詳しい情報をご入用の際には、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、SEBIにおけるリサーチアナリスト登録番号

INH00001493、951-A, Rational House, Appasaheb Marathe Marg, Prabhadevi, Mumbai 400 025, India、法人登記番号U74140MH2006FTC160634、電話番号+91 22 6616 9000、Fax +91 22 6616 9001までお問い合わせください。ゴールドマン・サックスは本資料に記載された企業の(Indian Securities Contracts (Regulation) Act 1956第2項(h)で定義される)証券を1%以上実質保有している場合があります。**日本**：金融商品取引法第37条に定める事項の表示をご参照ください。**韓国**：本資料及びそのアクセスは、ゴールドマン・サックスとの別段の同意がない限り、韓国金融投資サービスおよび資本市場法の「プロフェッショナル投資家」に向けたものです。本資料に記載された企業に関しさらに詳しい情報をご入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C. ソウル支店までお問い合わせください。**ニュージーランド**：ゴールドマン・サックス・ニュージーランド・リミテッドおよびその関連会社は(Reserve Bank of New Zealand Act 1989で定義される)「登録銀行」でも「預金受入機関」でもありません。本資料および本資料の入手や利用は、ゴールドマン・サックスが別段に合意した場合を除き、Financial Advisors Act 2008で定義されている”wholesale clients”のみを対象としています。オーストラリアおよびニュージーランドのゴールドマン・サックスにおける利益相反に関する開示事項は

<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html> をご覧ください。**ロシア**：ロシア連邦で配布される調査レポートは、ロシア法で定義される広告ではなく、商品の宣伝を主目的としない情報・分析に該当するものであり、ロシアの資産評価に関する法の意義の範囲内における評価を提供するものではありません。調査レポートは、ロシア法ならびに規制に基づく個人向けの推奨を構成するものではありません。また、特定のお客様に向けたものではなく、お客様の財務状況、投資プロファイルまたはリスクプロファイルを分析することなく作成したものです。本資料に基づくお客様やその他の投資行動について、ゴールドマン・サックスは一切の責任を負いかねます。**シンガポール**：本資料に記載された、当社アナリストが調査対象としている企業に関しさらに詳しい情報をご入用の際には、ゴールドマン・サックス(シンガポール)Pte. (Company Number: 198602165W)までお問い合わせください。**台湾**：本資料は情報提供のみを目的としたものであり、当社の承諾なしに転載することはできません。投資に際しましては、各自の投資リスクを慎重にご検討ください。投資の結果につきましては個々の投資家が責任を負うものとします。**英国**：英国金融行動監視機構の規則において個人投資家の定義に該当するお客様は、本資料を本資料で取り上げた、当社アナリストが調査対象としている企業に関する過去のゴールドマン・サックス・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や本資料で使用した金融用語の用語解説をご希望の方は、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。

**欧州連合**：投資推奨または投資戦略を推奨、提案するその他の情報の客観的な提示、および個人の利益の開示または利益相反の表明の技術的な手続きに関する規制技術基準についての欧州議会および理事会規則(EU) No 596/2014を補足する欧州委員会委任規則(EU) (2016/958)の第6条2項に関連する開示情報は、欧州での投資調査に関する利益相反管理方針を記載した<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html> でご覧いただけます。

### グローバル調査資料：配布機関

ゴールドマン・サックスのグローバル・インベストメント・リサーチ部門は、全世界でゴールドマン・サックスのお客様向けに調査資料の発行と配布を行っています。世界各地のゴールドマン・サックスのオフィスに勤務するアナリストは、業界および企業、マクロ経済、為替、市況商品、ポートフォリオ戦略に関する調査資料を発行しています。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・オーストラリアPtyリミテッド

(ABN 21 006 797 897)が、ブラジルではゴールドマン・サックス・ドゥ・ブラジル・コレトラ・デ・ティツロス・エ・ヴァロレス・モビリアリオスS.A.が、オランダではゴールドマン・サックス・ブラジル：0800 727 5764 および/または [ouvidoriagoldmansachs@gs.com](mailto:ouvidoriagoldmansachs@gs.com)（平日の午前9時から午後6時にお問い合わせください）。Ouvridoria Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou [ouvidoriagoldmansachs@gs.com](mailto:ouvidoriagoldmansachs@gs.com). Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h, カナダではゴールドマン・サックス・カナダ・インクまたはゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーが、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が、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・ニュージーランド・リミテッドが、ロシアでは000ゴールドマン・サックスが、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。

**欧州委員会：**英国ブルーデンス規制機構により認可され、英国金融行動監視機構ならびに英国ブルーデンス規制機構の監督を受けるゴールドマン・サックス・インターナショナルは、欧州連合域内および英国国内における本資料の配布を承認しております。ドイツ国内においては、ドイツ連邦金融監督庁の監督を受けるゴールドマン・サックスAG およびゴールドマン・サックス・インターナショナル フランクフルト支店も本資料の配布を行うことがあります。

## 一般的な開示事項

本資料はお客様への情報提供のみを目的としています。ゴールドマン・サックスに関する開示事項を除き、本資料は信頼できるとされる現在の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。本資料に記載された情報、意見、推定、予想等は全て本資料発行時点のものであり、事前の通知なしに変更される場合があります。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、これができない場合があります。定期的に発行される一部の業界レポートを除いて、大部分のレポートはアナリストの判断により変則的な間隔を置いて発行されます。

ゴールドマン・サックスは、投資銀行業務、投資顧問業務および証券業務を全世界で提供する総合金融会社です。当社はグローバル・インベストメント・リサーチ部門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との関係を持っています。米国のブローカー・ディーラーであるゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーは証券投資家保護公社(SIPC) (<https://www.sipc.org>)に加盟しています。

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、当社の顧客およびプリンシパル取引部門に提供することがあります。当社の資産運用部門、プリンシパル取引部門、投資部門は、本資料で示された投資見解や意見と整合しない投資決定を下すことがあります。

当社および当社の関連会社、役員、社員は、法令あるいはゴールドマン・サックスのポリシーで禁じられていない限り、本資料に記載された証券または派生商品(もしあれば)の買い持ちや売り持ち、および売買を時として行うことがあります。

当社主催のコンファレンスで、当社の他の部門の従業員を含む、サードパーティのスピーカーが示す見解は、必ずしもグローバル投資調査部の見解を反映したものではなく、また当社の公式見解でもありません。

ここで述べるサードパーティは、セールス担当者、トレーダー、その他プロフェッショナル、およびその同居家族を含み、本資料で言及された金融商品について、本資料を執筆したアナリストの見解と相反するポジションをとることがあります。

本資料は市場や業種、セクターを越えた投資テーマに重点を置いています。本資料は当社が言及する業種またはセクター内の個別企業の見通しやパフォーマンスを識別しようとするものではなく、個別企業の分析を提供しようとするものでもありません。

本資料における、ある業種またはセクター内の一つもしくは複数のエクイティまたはクレジット証券に関する取引推奨は、いずれも本資料で論じた投資テーマを反映するものであり、テーマから切り離して当該証券を推奨するものではありません。

本資料は売却・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。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、もしくは要望を考慮した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、必要とあれば税務アドバイザーも含めて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変動することがあります。過去の実績は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得ます。為替変動は特定の投資の価格と価値、およびそれらがもたらす収益にマイナスの影響を与えることがあります。

先物、オプション、およびその他派生商品に関する取引は大きなリスクを生むことがあり、すべての投資家に適切な取引ではありません。投資の際にはゴールドマン・サックスの担当者もしくはウェブサイト<https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>を通じて入手可能なオプションに関する最新の開示資料をよくお読みください。オプションの買いと売りを組み合わせるスプレッドなどのオプション戦略では取引コストがかなり高くなる場合があります。関連資料をご希望の方はお申しつけください。

**グローバル投資調査部が提供する異なるレベルのサービス：**当社グローバル投資調査部が提供するサービスのレベルならびに種類は、コミュニケーションを受け取る頻度や手段に関するお客様のご要望、お客様のリスク特性や投資の重点分野ならびに大局的な投資観(市場全体、セクター固有、長期、短期等)、当社との顧客関係全体の規模や範囲、法律や規制による制約といった様々な要因により、当社の社内顧客および社外の他の顧客に提供されるサービスと異なる場合があります。一つの例として、特定の有価証券に関する調査資料の発行時に通知を依頼されるお客様もいれば、当社顧客向け内部ウェブサイトへ入手可能なアナリストのファンダメンタル分析の基礎となる特定のデータの、データフィードその他手段による電子配信を依頼されるお客様もいます。アナリストの根本的な調査見解の変更(株式の場合はレーティングや目標株価、業績予想の大幅な変更など)については、かかる情報を含む調査レポートが作成され、当社顧客向け内部ウェブサイトへの掲載という電子的発行または必要に応じてその他手段により、当該レポートがそれを受け取る資格のあるすべての顧客に広範に配布されるまでは、いかなる顧客にも伝達されることはありません。

すべての調査資料は電子的発行手段により当社の顧客向け内部ウェブサイトですべての顧客に一斉に配布され、閲覧可能となります。調査資料のすべての内容が当社顧客向けに再配布されたり、第三者のグリゲーターに提供されたりするわけではなく、ゴールドマン・サックスは第三者のグリゲーターによる当社の調査資料の再配布に責任を負っているわけでもありません。一つ以上の有価証券や市場、資産クラス(関連サービス含む)に関してご利用可能な調査資料やモデル、その他データについては、当社の営業担当者にお問い合わせいただくか、<https://research.gs.com>をご覧ください。

その他の開示事項については、<https://www.gs.com/research/hedge.html>をご参照いただくか、200 West Street, New York, NY 10282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

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

© 2019 ゴールドマン・サックス

本書の一部または全部を、ゴールドマン・サックス・グループ・インクの事前の書面による承諾がない限り、(i)複製、写真複製、あるいはその他のいかなる手段において複製すること、または(ii)再配布することを禁じます。