

Goldman
Sachs

大いなるリセット

コロナ後の投資フレームワーク

Steve Strongin
steve.strongin@gs.com

Deborah Mirabal
deborah.mirabal@gs.com



石油ショックのように影響が明確で範囲を特定できるような事象もあれば、ルールを変え、あらゆることの見直しを迫るような事象もある。コロナショックはルールを変えるような事象といえよう。「ディスラプション(disruption)」という言葉は現在では、新たな技術が新たな企業を創造し、旧態依然とした企業を破壊することを意味するが、コロナショックのような事象も、新たなビジネスモデルの誕生と旧態依然としたビジネスモデルの破壊を引き起こす可能性がある。コロナ後の事業および投資環境を乗り切るには、コロナショックがもたらした複雑で刻々と移ろう変化の潮流を理解しなくてはならないだろう。そうした泥沼のような状況をわかりやすく単純化したいという誘惑に抗うのは難しい。足元の投資トレンドのいくつかを取り上げて長期の投資テーマにすればいいのではないかと考えるのも無理はない。問題は、長期の投資テーマと投資トレンド(特に短期のトレンド)は別物だということだ。今日のトレンドが明日のオーバーシュートになる例は少なくない。それよりも、変化をもたらしめている要因と変化が生じている構造を深く理解する必要がある。

コロナショックは経済全体をリセットするような事象だ。投資家と企業にとっては、資本が新たな行き先を見出さなければならないような、そして昨日の戦略が(止まった時計がたまたま正しい時刻を指すように)偶然によってしか奏功しなくなるような、存在の根幹にかかわる事象と言える。市場は、ビジネスモデルがすでに機能しなくなっている企業を見出し、より有望なビジネスモデルを擁する新しい企業に資本を移すことにたけている。そしてまた、ルールは変化を続け、同じプロセスが繰り返される。公的政策が経済への打撃の最小化に主眼を置いているのはまったく正しいことであり、それは変化を抑制する政策とさほど変わらない。これに対して、市場は変化を受け入れなくてはならない。機能するビジネスモデルを後押しし、機能しないビジネスモデルを淘汰することによって、経済は新たな環境に適応する。そうした変化は本来的に混沌としている。何か1つ変化すると、その他の多くのものに可能性やインセンティブを与えるためだ。新型コロナウイルスがもたらしたディスラプションに対する経済的支援策は、昨日の経済を復活させることではない。それは、今日の勝ち組企業の成功を強化・拡大するとともに、負け組企業を改革し、必要な改革を実施できない企業に取って代わる新規参入企業に資金を提供することだろう。

そのための評価をどのように下せばよいのだろうか。有効なフレームワークと思われるのは、コロナ後の投資環境を、競争環境の構造的ダイナミクスを捉えた3つの局面とそれらの局面の変化をもたらしめている4つの主要テーマに分けることだ。そうすることにより、変化を促す一貫した要因を、その時々で最適な変化を決定づける構造的環境から切り離すことができる。単純な例(後に詳述)を挙げると、企業は明らかによりストレス耐性(resilience)の高い供給・物流システムを構築する必要がある。今日このことは、たまたま現時点で最も優位にある企業に対する供給関係に変化が生じることを意味する。既存企業が足元の厳しい状況下で期待通りの結果を出している企業に供給・物流システムをシフトするに伴い、強い再編圧力が生じるだろう。しかし多くの場合、その成功は「状況」次第だ。問題への理解が進めば新たな解決策が見出され、既存企業とその顧客は、再び変わらなければ深刻なリスクに直面することになるだろう。システムのストレス耐性(resiliency)は今後も競争上のテーマになるとみられる。たとえ今その企業に耐性があっても、それを維持できる体制が備わっていなければ、優位性は一時的なもので、今後深刻なリスクにさらされるだろう。重要なのは、そうした企業は今日、たまたまストレス耐性が注目された時期に最も耐性が高かったにすぎず、新たな企業が事業の重点、資本、イノベーションを耐性向上に傾注するようになれば、逆に危険な状態に陥ることになるということだ。

コロナ後を生き抜くための3つのフェーズ

COVID-19（新型コロナウイルス感染症）後の世界における投資は、相互に重なりあう3つのフェーズ、すなわち維持(preservation)、統合・強化(consolidation)、革新(innovation)の3段階に分かれることになると考えられる

維持のフェーズでは不透明感が極めて大きいため、最善の策は、今持てる物を維持し、それが将来の有益な基盤となるかどうかを見極めることである。この局面では、投資家、各国政府ともに資金調達とバランスシートの修復に集中する傾向にある。その要点は、極めて単純明快である—この段階では、さまざまな結果を想定することができるため、できるだけ多くの資金を携えて明日まで生き抜くことこそが将来のリターンを最大化につながる。同時にこれは、適切でなくなるまでは最も適切だが、その後状況が明確になるにつれてまったく間違っただけのものとなる戦略の1つである。というのは、機会を可能な限り素早くつかむべき時が来るか、あるいは単により生産的な別のものに投資した方が賢明であるような資本の明らかな浪費にすぎなくなるためである。

2つ目のフェーズは統合・強化である。この段階では、ビジネスモデルが現状に合致しており、実際にコロナ後の世界で優れた成果を上げることができることを証明できる企業が他の企業と一線を画すようになる。このフェーズでは、供給基盤が極めて限定されることになるとしても、顧客はローカルの勝ち組へのシフトに非常に前向きとなる。わかりやすく言えば、「有効であることがわかっているソリューションを使うべき」で、あまり明確ではない長期的な戦略的事業ニーズは二次というわけである。この結果、統合・強化のフェーズでは、危機により生じた保守的傾向を反映して成功が成功を生むようになるため、資本フロー、物理的な投資の両面でモメンタムが大きく高まる一方でその範囲は狭まることになる。この統合・強化フェーズでは多くの変化が生じるが、実際に新しいものが登場するというわけではなく、大半の成功例では、その結果既存の技術や企業間でシェアの移動が生じるに過ぎない。

3番目のフェーズは革新である。革新の初期段階では、コロナ後の世界のあらゆる側面が明確になるわけではないが、いずれは明らかになる。企業、顧客ともに、それぞれの新たなニーズと新しいベンダーや製品に何を期待するかを明確に把握できるようになる。さらに重要な点として、事業上の問題点が根本的に変化し、従って新たなソリューションに対するニーズとその潜在的な価値が高まる。また、すでに変化が進行しているため、変化の通常のコストは小さくなり、従って破壊が容易になる。これは、大規模な破壊と高い投資リターンが生じる可能性を示唆し、大量の資本を惹きつけることになる。こうした動きは、それまでに謳歌していた優位性を盤石なものにしようとする急ぐ統合・強化フェーズでの勝ち組を脅かすことになる。投資家の目から見れば、さまざまな新たなソリューションや企業が登場するにつれてモメンタムは弱まり、投資対象の幅が広がる局面を迎えることになる。

投資という観点では、これらのフェーズを乗り切る鍵は、持続可能な競争優位性と単に環境を反映した競争優位性とを区別することである。統合・強化フェーズでは、競争優位性は自己連鎖的に強まり、ある水準に達すると、他よりも優位にあるというだけで十分になる。しかし革新のフェーズでは、こうした優位性が脅かされることになり、競争優位性が実際にどの程度持続可能であるかを理解することが重要になる。

競争優位性の持続可能性は、次の2つの問いに対する答えにより決まる。まず、「コロナ後の新しい世界において真の価値を生み出しているか?」、2つ目は、「生み出す価値の持続的な収益化を実現できるか?」である。最初の問いについて、以下で詳しく解

説する。これにより、コロナ後の大きな投資テーマの特性が決定されることになる。2つ目の問いは、コロナに限定されない幅広い問いであり、この点を取り上げた過去のレポート「[A Survivor's Guide to Disruption](#)」が参考になる。このレポートは、持続可能な競争優位性の構造的な要因について分析したもので、その要点は、垂直統合ではなく専門化の方が柔軟で持続可能なビジネスモデルを創造できるということである。コロナ危機の過程を通じて、垂直統合された企業は社内の非中核的機能の混乱に対して極めて脆弱である一方、非中核的機能については外部のベンダーを活用している専門企業はベンダーやテクノロジーを容易に入れ替えることができ、環境の変化に巧みに適応できることが明らかになった。

コロナ後の企業の在り方と投資を形作る4つのテーマ

コロナ後には、以下の4つの重要なテーマが環境の変化を促すことになると考えられる：(1) システムのストレス耐性(resiliency)、(2) 不可逆的新習慣(sticky learning)、(3) リスク許容度別市場セグメンテーション(risk based market segmentation)、(4) 規制の再設定(regulatory resets)。

システムのストレス耐性(Resiliency)

システムのストレス耐性というテーマは、旧来のシステムはコスト最適化が行き過ぎており、ストレス下での信頼性最適化が不十分であったことを反映したものである。割安な供給ラインは長く、複雑で、さまざまな弱点を内包している可能性がある。コロナ後の世界では、企業や消費者は信頼性により大きな価値を置くことになると見られる。これは、ストレスが生じた場合の負荷平衡、すなわちリバランシングが可能なよりシンプルなシステムを意味する。例えばこれはクラウドベースのコンピューティングのような新しいシステムである場合もあれば、輸送コストの最小化ニーズを反映してローカルなシステムとグローバルなシステムがともに維持され、サプライヤーは極めて局地的な需要に可能な限り応えるために常時グローバルなシステムのリバランシングを行う世界の石油化学製品のサプライチェーンのような旧来のシステムも該当する。

COVID-19によりサプライチェーンがローカルなものとならざるを得なくなる可能性が盛んに議論されているが、その答えは、断固として「ノー」であると同時に、明らかに「イエス」である。分散プラットフォームでは供給はローカルであるケースが多いが、システムが機能するのはそれがグローバルであるため、「ローカル・オンリー」では局地的なイベントに対して極めて脆弱となり、コストも割高となる。システムのストレス耐性には、冗長性に加えて、ストレスのかかったシステムや機能しなくなったシステムからの負荷のリバランシング能力が不可欠である。複数のユーザーを有する地理的に分散された大規模なプラットフォームを持つ企業および独自のプラットフォームではなくこうした外部のプラットフォームを利用している企業にとって、リバランシングは容易である。概して、ローカルなサプライヤーの場合、耐性のあるサービスの効率的な提供に不可欠な類のシステムの冗長性を地域的あるいは局地的に維持する余裕がない。

より深い問題は、統合・強化に関するものである。プラットフォームは、規模が極めて大きければうまく機能する。こうした特性が集中化を生む傾向にあるが、単一のプラットフォームあるいは単一のサプライヤー（または単一の供給国）への依存は、大きな集中化リスクを生む。こうした状況の一般的な解決策は、「少ない数の」プラットフォームを有し、競争と効率化を促すことであるが、現実にはこれは答えにはならず、より複雑な企業構造や企業行動によってのみサプライチェーン・リスクの管理が可能となる

(「A Survivor's Guide to Disruption」のChapter 3: Perfecting Platformsを参照)。

投資家にとってこのテーマの最も厄介な点は、統合・強化フェーズと革新フェーズにおける競争ダイナミクスが大きく異なることである。統合・強化フェーズでは、成功は主として実績によりもたらされる—COVID-19下でそれなりの実績を維持できれば、明らかにストレス耐性を備えていると言える。コロナ危機による活動停止、ならびに効率化の追求と信頼性確保の必要性との間で生じると考えられるリバランシングの極めて異例な特質を踏まえ、場合によっては新規参入の道が開かれる可能性がある。COVID-19の影響をあまり受けていない分野にたまたま属するサプライヤーが実際にストレス耐性を有するとは限らず、コロナの打撃を受けたサプライヤーが強靱性を示し、また将来的にも強靱性を維持できるような新たな戦略を構築する可能性がある。

従って、直近の勝ち組への極度の集中化がまず生じ、これに続いて、新規参入者やいくつかの生き残った「負け組」がコスト効率の高いストレス耐性を獲得するにつれて大規模な破壊が生じることになると考えられる。そこで鍵となるのは、「幸運な」勝ち組がその地位を生かしてコロナ後の世界が実際に必要とするものに変化していくことができるかどうか、あるいはその一時的な優位性を短期的な利益のために生かそうとすることとどまるかである。

前述の通り、今後、ますます多くの業界においてクラウド・コンピューティングや石油化学のサプライチェーンのようなグローバルな供給システムのネットワークが支配的になると予想される。このようなグローバルかつ局所的に至る所を網羅するシステムは、広範にわたるグローバルなサプライチェーンやローカルなサプライヤーでは不可能な形、すなわちグローバルな混乱に対してはローカル化、ローカルな混乱に対しては他の地域への負荷のリバランシングにより対応することができる。なお、システムのグローバルおよびローカルという意味合いはその設計により大きく異なり、またサプライチェーンの段階によっても差異があることに留意する必要がある。コロナ後には垂直統合の衰退が続くと予想される数多くの理由の一つは、輸送およびローカルな配送のための負荷の最適な地理的リバランシングの仕組みは生鮮食品の保管や貯蔵と同じではなく、また非生鮮食品やサービス業の場合とも異なることにある。グローバルであるはずのものが結局地域的なものとなるケースが考えられ、また一口にローカルと言っても定義はさまざまである。重要な点は、比較的短い供給ラインと、この短い供給ラインに支障が生じた場合あるいは過度な負担がかかった場合の局地的な混乱からのリバランシング能力を兼ね備えることである。

不可逆的新習慣(Sticky learning)

不可逆的新習慣とはすなわち、企業や個人が従来はどうすべきかわからなかったことをすでに学習し、この新たな状態が新たな選択を行う新たな基盤になるというプロセスを意味する。例えば、もはや患者にオンライン診療の利用方法を教える必要はなく、単にオンライン診療の方が医療機関に通院するよりも効率的でありさえすれば事足りる。不可逆的新習慣においては、従来とは異なる「テスト」を経ることになる。現在生じているあらゆる変化が永続的なものとなるわけではないが、従来は実現するまでに何十年も要した多くの変化が今やわずか数年で生じる可能性がある。また、多くの技術にとって、先行利用という概念があまり意味を持たなくなる。これまでテクノロジーの多くにおいては、増価ではなく採用の拡大という過程が重視されてきた。企業は、価値の創造や価値の収益化の機会が限られていても、最も獲得しやすい顧客基盤を追求してきた。

その背景には、ユーザー基盤を確立することにより、当面の利益は期待できなくても将来的に機会が提供されるとの考えがあった。しかし、今や多くのユーザー基盤が変化していることから、企業にとっては、価値の創造と獲得が実現する可能性が最も高いユーザー基盤を追求することが賢明な策となっている。これに伴い、先行利用者はあまり魅力のないターゲットとなる。というのは、こうした利用者は常に新しいものを追い求めるため、むしろ、動きが鈍い遅行者、特に所得水準が高い遅行者が明らかに優れたターゲットとなる。このような先行者から遅行者へのシフトは、将来的な消費者向けデジタルテクノロジーの在り方を根本的に変える可能性がある。わかりやすい例を挙げると、フィンテックにおいては、融資プラットフォーム（若年の非貯蓄者）よりも預金プラットフォーム（恒例の投資家）の方が先端に行くことになると考えられる。

不可逆的新習慣の統合・強化フェーズと革新フェーズは、若干の逆説的な要素を含む。重要になるのは、変化を好まず、環境に促されてようやく学習するユーザーである。COVID-19はこうした学習を余儀なくしているが、同時に、新たなデフォルト・ユーザーの基準が生まれている。新規参入者にとっては、勝ち組のインターフェースが基盤となると同時に、変化を嫌うユーザーを引きつけるために活用すべき新たな基準となる。これは、スプレッドシートをはじめとするさまざまなアプリケーションにおいてすでに経験したパターンである。かつては革新であり、参入障壁となっていたものが標準となり、新規参入者が容易に競争に挑むための架け橋となるのである。統合・強化フェーズにおいて勝ち組が収めた成功が大きければ大きいほど、この基準はより深く根差した確固としたものとなり、革新のフェーズにおいては勝ち組に戦いを挑むことが極めて魅力的かつ容易となる。

企業向けの市場においても、こうしたダイナミズムは同じであるが、より深いものとなる。企業は、在宅勤務、あらゆるもののオンライン化、クラウドの迅速な採用、新たなサプライチェーン、新たな流通チャネル、新たなグローバル・アライアンスなどを含むさまざまな業務プロセスの広範にわたる実験的な導入を迫られている。これにより企業の購買パターンに変化が生じるだけでなく、企業構造そのものも変化する可能性が高い。「[A Survivor's Guide to Disruption](#)」において、専門化の特性と効率性を向上し、使用資本を削減するための手段としてのプラットフォームとサービスの活用について論じた。これまでは、品質を維持し、革新を可能とするためにそうした機能をコントロールする必要があるとの経営陣の考え方がこうした傾向の足かせとなってきた。COVID-19をきっかけにこれらの企業は、多くの場合、それまでコントロールしていたとは思っていたのは幻覚に過ぎず、ベンダーの方が自分たちよりも革新に向けて有利な状況にあったということを学習している。給与計算、コンピューティング、流通、ロジスティクスといった面でグローバルな分散化が進んでいるベンダーを活用していた企業は、これらの機能を社内で処理していた企業に比べてCOVID-19に比較的容易に対応することができた。こうした不可逆的新習慣は、企業がコロナ後の世界において資本と業務の効率化を追求するにつれて、企業構造の急速かつ大規模な簡素化を促すことになる可能性が高い。企業は、事業にとって実際に何が中核となるのかを否が応でも理解することになり、その中核となる要素はコロナ以前に考えていたよりもはるかに少ないのである。繰り返しになるが、ベンダーが大きな成功を収めていれば、その競争優位性が深く根差したものでない限り、革新のフェーズでは新規参入者にとって競争のターゲットが魅力的かつ明確なものとなる。

リスク許容度別市場セグメンテーション(Risk based segmentation)

リスク許容度別市場セグメンテーションは、異なるグループが今後、新たなリスク選好

度に応じて大部分の支出を行うということだ。新型コロナウイルスの流行が終息した後も、飛行機の利用や混雑したレストランでの食事、スポーツ観戦、都市圏での居住などを避ける傾向が強まる見込みであることは、これまでも広く指摘されている。だが経済活動を早期に再開した地域の消費者行動を見てみると、すでにこうした憶測は、実践的な経験、実際のリスク、そして渦巻く感情がもたらす複雑な社会の変化を過度に単純化しすぎたものであることが分かる。今後消費者がどのようなリスクを取ろうとするかに関して様々な変化が起きるのはほぼ間違いないが、この変化が何らかの単純なパターン辿るとは考えにくい。

1918-1919年のスペイン風邪流行後には、禁酒法とジャズ・エイジが同時に台頭した。最も単純な見方としては、病気のリスクが高い人々や法的に弱い立場に置かれている企業など、脆弱なグループがリスク回避姿勢を強めると考えられる。反対に、人口の大半は高リスク者に該当せず、さほど脆弱でないグループはすでにリスク行動を取る傾向のある人口層(若年層)に集中している。これらグループは脆弱なグループと大きく異なる消費パターンを示す公算が大きい。

企業は従業員と顧客両方のリスクを考慮しなければならないうえ、政府や裁判所が将来的に企業の責任を問う可能性も念頭に置く必要があるため、さらに複雑な一連の選択を迫られることになる。おそらく、消費と企業行動ともこうした実態を反映して変化するだろう。子供対象の事業は従来と運営方法を変えず、若者はむしろ「人生は一度きり」と考えてリスクを自ら取りに行く可能性もある。対照的に、高齢層の顧客が多い事業はリスクに基づく対応を行うことで市場シェアを大きく伸ばせるかもしれない。投資の観点からさらに重要なことに、法的リスクにさらされている企業は、このエクスポージャーを積極的に管理する必要があるかもしれない。金融危機によってサブプライムローンの貸し手が銀行から消費者金融へと移ったように、法的責任を負うリスクが高い事業機能をキャピタルライトな企業へと移す動きが進むことで、新規参入企業にとって様々な事業機会が生まれる可能性さえある。

リスク許容度別市場セグメンテーションにおいては、統合・強化、革新のサイクルは2段階のプロセスというよりむしろハムスターの回し車のようなものになるかもしれない。なぜなら、新型コロナ関連の医療問題が急速かつほぼ完全に解決しない限り、対応の必要なリスクの性質は変化し続けるとみられるためだ(リスク関連のルールが絶え間なく変化するかもしれないため、後述した規制再整備によって複雑化する可能性もある)。より大手の企業は比較的複雑で費用のかかるリスクソリューションを開発・検証できる立場にある一方、中小企業はこれを簡潔化してより有効なソリューションを安価に提供することができる。リスク要因次第では、集約化と細分化の持続的なサイクルにつながり得る。リスク回避姿勢の強い顧客を対象とする事業にとっては、これはまずまず明白なプロセスとなる一方、あまりリスク回避的ではない顧客を対象とする事業にとってはさほど明白ではないが、リスクが低下するか、容易に管理できるようになるにつれて、これら企業はリスク回避層を取り込むために市場の再区分を重視するとみられる。

リスクがさらに安定しても、明確かつ大きな問題であることに変わりなければ、明白な2段階のプロセスを辿る可能性がある。統合・強化の段階では、企業のリスク選好度に沿って消費者が二分し、統合された2つのビジネスグループができる。例えば、郊外人口の高齢化と都市人口の若年化が進めば、これら消費者を支えるすべての企業の地理的な分布が一変する。統合・強化の後には、これら2つの人口層の目的がよりはっきりと区別されるため、企業はリスク選好度とその他の二次的な特徴の両方に基づいてこれらグループに的を絞ろうとする。よってこれら分野では照準を絞った激しい競争が起きるとみ

られる。

また、1つの医学的発見によってこのテーマすべてが消滅もしくは全面的に再定義される可能性があることも指摘したい。したがって、こうした動きに注いだ資金は常にリスクの高い投資となる。実際、新型コロナウイルスの感染拡大に伴うリスクやソーシャル・ディスタンスは投資テーマとしてかなり注目されたが、結果として極めて脆弱なものとなった。弾力性と定着学習は医療技術の変化より長く続き、資本投資へのインプリケーションも極めて明白だ。リスク選好度に基づく細分化ショックの性質とこのインプリケーションは、医療技術や制度上のその他側面の技術的变化によって容易に変わる。後述するように、「都市密度は上昇するか、それとも低下するか？」といったリスク細分化に関する最も単純な疑問でさえ、相反する要因や技術が市場をどちらの方向にも押しやる可能性があるため全く定かでない。

規制の再設定 (Regulatory resets)

規制の再設定は法規制の構造が大きく変化することで、新たな事業機会が生まれるとともに多くが消滅するという考えである。ヘルスケアがこの最たる例だ。病院はおそらく、余剰能力や規制されたリターンなど、公益企業と同様の要件を課される公算が大きい。反対に、医薬品開発をめぐる規制は緩和される可能性があるうえ、新たな技術開発を促進するために訴訟から保護する措置が取られるかもしれない。いずれの場合も内部補助や法的責任の問題を避けるために、病院は組織構造をかなり大きく変えなければならないことが示唆される。医療ネットワークは、存続するために新たな形態に生まれ変わる必要があるかもしれない。このほか、銀行、運輸、通信、小売サービスも全く新しい規制制度が整備され、新たなビジネスモデルの誕生と古いビジネスモデルの消滅につながるとみられる。こうした規制拡大は多額の固定費がかかるため、大抵の場合当初は大企業に有利となり、集約化を後押しする。ルールが一旦定めれば、より安価での対応が可能になるほか、大企業がリスクの高い事業活動から手を引くにつれて、技術革新が促進され、新規参入企業が増える。最終的には通常、集約化を牽引した企業が市場から退くのではなく、規制の厳しい活動以外の市場分野に焦点を絞ることになる。

ここでは、統合・強化と革新フェーズの違いが一層鮮明だ。当初の法規制変更は、何が機能して、何が機能せず、誰がその責任を負うのかという新型コロナ危機そのものに関係するものとなる。これが機能した制度を強化し、しなかった制度を罰することになるため、統合・強化のプロセスがさらに後押しされるのはほぼ間違いない。第2段階では統合・強化自体、つまりこれに伴う市場支配力の集中、競争の欠如、経済不均衡などが規制変更の主な対象となる。これをきっかけに、新規参入を促し、市場集約化を牽引した企業を抑える一連の規制措置が講じられる可能性が高い。

空きスペース

余談として、投資テーマには含まれないものの注目に値するトピックが1つある。それは、空きスペースだ。新型コロナ危機後の景気停滞の特徴として、企業倒産で生まれた空きスペースや需給チャンネルの変化によって生じたギャップの問題がある。これが特に統合・強化の議論と絡んで新型コロナ危機後の経済について頻繁に取り上げられる話題となることは間違いないが、実際のところ別の投資テーマになるものではない。今後、数多くの中小企業がこうした市場環境への備えができていなかった、もしくはもはや有益なビジネスではないとの理由で倒産する可能性がある。経済および雇用の観点からすると、こうした企業倒産が厳しい経済状況の大部分をもたらそう。だが倒産自体が投資可能な機会を生む見込みは低い。政策や投資の観点から見ると、失われた事業がもたらす真の問題はこれらすべてが何千にも及ぶ特有の事例であるということだ。それぞれが、今後の新しい事業機会や新型コロナウイルスとともに消え去った機会のどちらかを表している。投資および政策面での問題は、こうした空きスペースを埋めるだけでなく、上述したテーマに沿ってこれを活用するために、既存企業と新規参入企業をどのように支援するかということだ。こうした環境で多くの企業が倒産するという事実だけでは、この空きスペースを活用して今後どのような事業機会が生まれるかが分かりにくい。

結末はテーマではない

変化のドライバとなっているテーマとその結末は区別することが重要である。この好例は密度だ。新型コロナウイルスの感染拡大によって建物の密度が低下することは、容易に考えられる結末だろう。だが上記のように、実際にはこれまで論じてきた要因と将来的な医療実態の複雑なバランスによって左右される。

ソーシャル・ディスタンスは、特に大きな責任を負う企業や顧客に要求された企業による不動産需要を高める。反対に、在宅勤務に関する定着学習やその他の様々な技術は、従業員と顧客サービスをオフィスや店舗から遠隔での勤務・営業に切り替えやすくする。住宅に関しては、郊外や農村部などの低密度地域は新型コロナウイルスの感染リスクがやや低い、概して総合医療の質と近接性は都市部に比べて劣る。自らリスク回避を選択している人にとっても、これは若干の検討事項となる。さほどリスクにさらされていない人にとっては、単に密度の低い地域を好む嗜好の変化ではなく、概ね機会とコストの問題となる。医療と法律に関する不確実性が解消するまで、当面は弾力性がおそらくより重要なテーマとなる見込みで、リスクまたは責任に関する新たな情報を反映して事業運営を調整することができれば、企業にとってはより良い選択肢となろう。

今後の都市密度を考察するにあたり、米国で最も人口密度の高いニューヨーク市が新型コロナウイルスによる大打撃を受けた一方で、中国のティア1都市や香港、ソウルなどの大都市では同規模の感染拡大が確認されていないのは注目に値する。密度に関する問題はその他と同様、ウイルスや治療に関する知識だけではなく、様々な適応のコストや性質にもかかっている。例えば、マスクは新たに物件を購入するよりはるかに安い、現時点で様々な種類のマスクやソーシャル・ディスタンス戦略の絶対的・相対的な効果はまだ明らかになっていない。また、ワクチンで医療面の問題が解決したとしても、この有効性や普及率次第で都市密度には異なる影響が及ぶ。また、最適な対処策がワクチンではなく治療であることが判明しても、三次医療センターへのアクセスが必要な集中治療室(ICU)での複雑な治療を要するのであれば、リスク回避姿勢の強い人も郊外や農村部で人との接触を避ける生活をするより、密度の高い都市部を好む可能性がある。

る。

医療技術によってリスク細分化がテーマでなくなる場合を除き、企業は従業員と顧客両方の多様なリスク選好度に対応しなければならないため、不動産に関して非常に複雑な選択を迫られることになる。大企業の多くは特に若い才能を呼び込む目的で、都市部に大規模なオフィスを構えている。こうした有能な若者は高リスク人口には入らない可能性が高い。経済を再開した地域では、実際にこうした若者が都市部に最初に戻り、再び高密度活動を行っている様子が確認されている(混雑したレストランでの食事やスポーツ観戦など)。反対に、これら企業の高齢従業員は高いリスクを抱えており、安全対策が必要かもしれない。よって密度の高いオフィスとテレプレゼンスの活用が混在したハイブリッド構造が長きにわたり市場の特徴となる状況が考えられる。例えば、大学の教室に集まった多くの学生に対し、高齢の教授が遠隔で授業を行うケースなどが予想される。ワクチンができたとしても、これが高リスク層にも安全であることが証明され、接種率が高い安全性を確保できる十分な水準に上るまで、こうした調整が必要になるかもしれない。

したがって、ここで議論する密度や安全性の「テーマ」は、「結末に基づくテーマ」による直接的なインプリケーションではなく、むしろリスクグループ全体で最適化された弾力性と定着学習の複雑で動的なトレードオフになるとみられる。だがおそらく最も予想しやすい結末は、柔軟性、弾力性、専門性の高い企業が最終的に勝者になるということだ。複雑な問題には通常、複雑な解決策が必要になる。動的な問題にはほぼ必ず動的な解決策が必要になる。つまり、企業は新しい最良の解決策を迅速に見つけなければならないということだ。こうした解決策を他社に提供できる企業(当社が「A Survivor's Guide to Disruption」で取り上げたホスティング会社やサービサー)とこうした解決策をうまく利用できる企業が最終的な勝ち組となる一方、停滞したままの企業や支配力を維持して不確実性に対応しようとする企業は負け組となる。

最後に、政府は必ずこうした安全性に関する問題の一部を成文化する。これが実態と一致するものであれば影響は比較的小さくなるが、政府が実態を変えようとするれば、大規模なコストと機会を生むのは避けられない。企業への影響として考えられる2つの結末は：1) 政府は一部の分野で余剰能力の保持を義務付け、厳しい規制下の経済活動をその他と区別する形で規制に基づく構造的細分化を進める；2) 政府は責任の観点から一部の経済活動の法的リスクを高め、リスクを分離するためにこうした活動を潤沢な資本プールから切り離す動機を生む。このどちらも、医薬品開発と消費者金融ですで見られているように、「A Survivor's Guide to Disruption」で論じた構造的な変化を加速させる(医療ビジネスの事例は第5章を参照)。投資の観点からすると、政府によるこうした措置は重要ながら、非常に予測しがたい場合が多い。法制化の意図が極めて明白でも、実際に施行するうえでの詳細によってしばしば当初の意図と大きく異なる影響が出る。そのため、規制の状況を細かくフォローして注意を払うことは重要ではあるものの、政治のプロセスには様々なノイズが入る可能性があるため、本来の規制の意図のみに基づいて投資を行うことは勧められない。また、規制当局や政治家が勝ち組の企業自体を問題視することで、結果その業界が統合強化から革新のフェーズに入る可能性もありうる。

付属開示事項

レギュレーションAC

私達、Steven Strongin、Deborah Mirabal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。

特に断りがない限り、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・カンパニーの外務員ではなく、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、さらに詳しい情報がご入用の際には、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がご入用の際には、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がご入用の際には、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进行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がご入用の際には、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・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（平日の午前9時から午後6時にお問い合わせください）。Ouidoria Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou 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。

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はありません。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>および<https://www.fiaadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures/1/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018>を通じて入手可能なオプションおよび先物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でも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

© 2020 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、または(ii) 再配布することを禁じます。