

# 博士論文

## 企業情報開示とコーポレートガバナンスの潮流と展開 －欧州化学会社の租税関連開示の実証分析－

2021 年（令和 3 年）3 月

中央大学大学院戦略経営研究科ビジネス科学専攻博士後期課程

宮石 知子

## 目次

第1章	序論 .....	4
第2章	先行研究の検討 .....	8
第1節	近年の国際租税課題に関わる既存研究 .....	8
第2節	コーポレートガバナンス等他のアプローチによる既存研究 .....	11
第3章	リサーチデザイン .....	13
第1節	本論文における用語の定義 .....	13
第2節	分析対象グループ .....	14
第3節	サンプリング .....	14
第4節	実証手法の設定と構成 .....	17
第4章	欧州化学会社 19 社の概要 .....	18
第1節	沿革 .....	18
第2節	事業とビジネスモデル .....	29
第3節	立地 .....	45
第5章	欧州化学会社 19 社のサステナビリティ開示 .....	52
第1節	サステナビリティの構成要素 .....	52
第2節	租税関連開示とその文脈 .....	67
第3節	Tax Strategy, Tax Principles .....	77
第6章	欧州化学会社 19 社における COVID-19 の影響とその開示 .....	87
第1節	2020 年定時株主総会の開催状況 .....	87
第2節	2020 年度第 1 四半期，中間期における業績予想の公表状況 .....	94
第3節	株価推移 .....	110
第7章	実証結果と議論 .....	121
第1節	非財務情報開示の潮流 .....	121
第2節	我が国の開示制度への示唆 .....	130
第8章	結論と今後の課題 .....	145
	謝辞 .....	148
	参考文献 .....	149

## 図表一覧

表 1 化学関連売上高トップ 50 位内の欧州企業（2015 年度～2017 年度） .....	15
表 2 化学関連売上高トップ 50 位内の欧州企業（2018 年度～2019 年度） .....	16
表 3 分析対象欧州化学会社一覧.....	17
表 4 欧州化学会社 19 社の本社・研究開発拠点立地 .....	48
表 5 欧州化学会社 19 社の製造拠点立地.....	50
表 6 欧州化学会社 19 社の非財務情報における租税関連開示一覧 .....	68
表 7 欧州化学会社 19 社の租税関連開示（カテゴリー別集計） .....	73
表 8 欧州化学会社 19 社の租税関連開示の文脈.....	86
表 9 欧州化学会社 19 社の直近の年度決算発表と 2020 年定時株主総会開催の状況 .....	91
表 10 各国の COVID-19 緊急法令（株主総会運営関連） .....	93
表 11 欧州化学会社 19 社の 200 年度通期見通し開示の状況（2020 年 6 月期決算発表 時点） .....	110
表 12 租税の文脈における企業の認識と本論文分類との比較 .....	128
表 13 化学関連売上高トップ 50 位内の日本企業（2019 年度） .....	132

## 第1章 序論

本論文のテーマは、上場企業にとって近年コーポレートガバナンスの評価尺度にまで発展した、非財務情報開示における適切性の要件である。

筆者は国内企業に在籍し、サステナビリティ推進を担当する部署が、契約を締結しているか否かを問わず、ESG<sup>1</sup>格付けを行う数多の評価会社からの質問に対応する様子を見聞してきた。このような部署では、機関投資家と定期的に対話を行い同社主催のセミナーにも参加する等多忙を極めている。スコアリングには定量的手法が用いられるが、質問や回答、開示内容そのものには定性的情報が多いため、企業としては何が格付けに直結するのか判断に苦慮する状況も見受けられる。2020年7月には、日立製作所が音頭を取り、味の素や花王、日本生命保険等の企業、投資家、監査法人の19社からなるESG情報開示研究会の活動が開始されたとの日経記事が掲載された。その研究会の事前調査においても「何のための開示か」「評価会社に振り回されている」といった疑問や不満の声が挙がったとのことである<sup>2</sup>。

こうした問題意識を踏まえ、本論文で論じるのは「適切な非財務情報開示とは何か」である。そのことが、「企業価値を向上させる非財務情報開示とは何か」についての説明を提供する前提となるだろう。

非財務情報開示を潮流という時間軸の観点で捉えた場合、非財務情報開示がガバナンス論と関連付けられるようになった昨今の動向と、新型コロナウイルス感染症（以下「COVID-19」）が影響を及ぼす非財務情報開示の行方に関する2つの論点がある。

我が国において、企業情報開示、特に非財務情報開示がガバナンス論と結びつけられる契機となったのは、2015年から適用開始となったコーポレートガバナンス・コード（以下「コード」）の制定であろう。この時コードは、それまで明確ではなかったコーポレートガバナンス（企業統治）という経営管理用語に定義を与えている。

本コードにおいて、「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みを意味する。

本コードは、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。

（出所：コーポレートガバナンス・コード（2018年改訂版）前文）

<sup>1</sup> ESGとは、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）の頭文字をとったもので、企業の長期的成長のために必要なポイントを示す。機関投資家がESGの観点で企業への投資意思決定を行うことを「ESG投資」と言う。本論文では、企業のESG活動が社会の持続可能性（サステナビリティ）に寄与するという考えから、ESG投資家に限定されない広範なステークホルダーに関係のある概念として扱っている。

<sup>2</sup> 出所：日本経済新聞 2020年9月18日付「奔流 ESG投資 シリーズ3『何のための開示なのか』」。

これにより、コーポレートガバナンスとは企業経営のための自律的なシステムであること、その目的は企業価値の向上であり、究極的には企業のみならず社会経済全体の持続的成長に貢献するものであるというガバナンス論が、日本においても浸透・定着してきたと考えられる。

そして、コードの5つの基本原則の中で「適切な情報開示と透明性の確保」が以下のように説明されている。

**【基本原則3】**

上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。

（出所：コーポレートガバナンス・コード（2018年改訂版）第3章）

ここでは、企業情報の中でも特に経営理念や戦略といった非財務情報が重視されていること、法令に基づく開示以外の情報提供も主体的に行うべきであることと共に、情報の利用者にとって有用性の高い開示が要請されている。また、2018年改訂版では、「ESGに関する対話が進む中、企業のESG要素に関する『情報開示』についてコードに盛り込むべき」というパブリックコメントに対応し、非財務情報にESG関連が含まれることが明確化されている<sup>3</sup>。

こうしてコードの理念は整ったが、企業情報開示の有用性や実質が伴っているかについては様々な問題意識が提起されている。コード改訂版においても、日本企業の企業情報開示に関わる傾向や問題点を以下のように指摘し、さらなる積極的開示を求めている。

我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆるESG要素）などについて説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。

（出所：コーポレートガバナンス・コード（2018年改訂版）p. 11、第3章「考え方」）

実際に、適時開示書類であるコーポレートガバナンス報告書<sup>4</sup>の記載は、各社一律で多様性に欠け、いわゆる「横並び」であるといった声も聞かれるところである。非財務情報開示の本質が議論されないままに、開示対応に追われている企業側の一面が現れているものと

<sup>3</sup> 日本取引所グループ Web サイト 2018 年 6 月 1 日付マーケットニュース「改訂コーポレートガバナンス・コードの公表」<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20180601.html>

<sup>4</sup> 投資家が各社のガバナンス体制を独自に比較・判断することができるよう、コーポレートガバナンス関連情報を報告書として集約し、東京証券取引所の Web サイトにて一覧で常時掲載している。

考えられる。今日、基本原則 3 が言及する情報開示がそれまで以上にクローズアップされるに至った背景には ESG や SDGs<sup>5</sup>の隆盛があるが、それも実務現場の負担や混乱を増す結果になっていることは前述の通りである。

2020 年、そのような中で世界的な COVID-19 パンデミックが発生した。本論文執筆現在においてその収束時期はもとより企業業績に及ぼす影響も見通せないが、それゆえにこそ企業の経営理念や戦略といった事業の中長期的見通しや、さらには企業そのものの存続可能性が示される非財務情報開示の実効性が求められてくるものと考えられる。それは日本企業のみならず世界においても同様である。突然のパンデミック危機に直面して、形式的・表面的な開示を維持できなくなる企業が頻出し、投資家サイドではますます企業の社会貢献度やサステナビリティに依存するようになるだろう。ESG 高格付けを得るためにはどのような開示内容を行ったらよいかという論点から、企業情報開示の本質を問うような変化が現れてくると考えられるのである。

本論文では、以上のテーマについて欧州企業における租税関連開示を巡る議論を切り口にして考察を進める。

租税という分野を選択するのは、経済のグローバル化の結果として国際課税がクローズアップされ、OECD の税源侵食と利益移転 (Base Erosion and Profit Shifting, 以下「BEPS」) プロジェクトが、世界的なビジネス展開を行う企業の租税行動の認識に変革をもたらしたからである。日本企業においても、自社の Web サイト上にタックスポリシーを掲載する事例は増加している。それにもかかわらず、企業経営において租税をどのように位置づけているかについて、対外的に理解しやすい形で宣誓している日本企業はまだ限られていると言える。BEPS プロジェクト第 2 ラウンドのデジタル経済課税<sup>6</sup>の取り組みは、各国の調整が取れず足踏み状態が続いている。このことがかえって、国際課税の問題を、各国間の利益配分という企業経営とは無縁の政策的・徴税事務的な議論に落着かせてしまった感がある。このように、租税分野は極めて経済的・社会的要素でありながら、企業の戦略・ガバナンスとどのように関係づけるかといった議論が劣後している。言ってみれば、非財務情報開示としてのひな型が存在しない分野なのである。我が国コードが目標とする「自律的ガバナンス機能の主体的かつ独自開示」を考察するにあたって、租税は他社事例という先入観が比較的希薄な、観察・分析にふさわしい分野であると考えられる。

---

<sup>5</sup> SDGs とは、持続的な開発目標 (Sustainable Development Goals) の略称で 2015 年 9 月の国連サミットで採択された。国連加盟国が 2030 年までに達成する 17 の目標が掲げられている。我が国では政府内に SDGs 推進本部を設置し、アクションプランや実施指針が策定されている。企業に対してはそれぞれの経営戦略の中に SDGs を据えて持続的な成長を図っていくことが重要とされ、国際社会から各企業の信頼性を高め、グローバルな投資家から高評価を得るためには、特に、ビジネスと人権、責任あるサプライチェーン、企業の社会的責任が重視されている。(出所: SDGs 実施指針改定版 (2019 年 12 月), p. 8-9, 外務省 Web サイト <https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/oda/sdgs/effort/index.html>)

<sup>6</sup> BEPS 包括的取り組み (Inclusive Framework on BEPS) に含まれる、2020 年内の合意を目指したデジタル経済に対応した課税権の議論。グローバル企業が現地国に物理的拠点を持たなければ課税権がないとする現在の国際課税原則が、IT の発展により経済実態に合わなくなっているため、物理的拠点が一定のケースに現地国の課税権を認めようとするもの。元来 BEPS 最終報告書 (2015 年) Action 1 においては、インターネットにより海外にサービスを提供する米国 IT 企業が念頭に置かれていたが、自国産業が狙い撃ちされるのをよしとしない米国が国際課税ルール見直しのための国際的交渉テーブルから離脱する等の事態が続いている。

ところで、従来租税分野の研究対象となってきたのは、BEPS プロジェクトの連想から米国グローバル企業だった。しかし、日本企業への実務上の示唆を考慮した場合に、タックスプランニングの考え方の点において米国企業は日本企業と親和性が薄い。本庄（2017）が指摘するように、米国企業が租税回避を行うようになったのには、外国子会社が行う国外事業や国外投資からの所得は米国に配当するまで課税繰延が認められており、こうした国外所得をオフショア・タックスヘイブンに帰属させ、一方で米国のタックスヘイブン対策税制の適用を回避すれば二重非課税が可能となる米国税制に特有な背景がある<sup>7</sup>。こうして蓄積された海外に帰属する留保利益に対しては、2018 年、トランプ政権下の税制改正により課税が行われたものの 1 回限りの措置であった。一般に、日本の税制下では、かつて Google や Apple が用いていたとされる租税回避手法<sup>8</sup>は利用できないと言われている。

一方、欧州の地は、OECD 本部が所在し、EU 税制はじめ EU 独自の制度的ビジネス・インフラが整備されて、日本企業が参考とすべき点が多い。それでありながら、欧州各国の税率引き下げ競争や投資誘致を目的とした税制上の恩典は今なお継続しており、その動向はサステナビリティの観点も含めて欧州企業の経営方針に影響を及ぼしているものと考えられる。欧州企業は、非財務情報開示、特に租税開示を通じて、ステークホルダーにどのように訴求しようとしているのだろうか。それが本論文テーマのアプローチである。

本論文では、欧州企業の租税開示を手掛かりに非財務情報開示の適切性について論じた後、わが国のディスクロージャー制度への示唆にも言及する。

---

<sup>7</sup> [参考文献] 本庄（2017），p. 17-174.

<sup>8</sup> 代表的なスキームとして、アイルランド 2 社とオランダの導管会社を組み込んだ「ダブルアイリッシュ・ダッチサンドイッチ」がある。

## 第2章 先行研究の検討

### 第1節 近年の国際租税課題に関わる既存研究

2000年代より、租税回避とCSRの関係を実証対象とするアプローチが会計学的にも企業経営論の立場からもトピックとなっている。

Hoi & Zhang (2013) では、従来の学説において、2通りのCSR活動の捉え方が存在し、それによって租税回避との関係についての認識が異なるとしている (p. 2025-2026)。

一つは、CSR活動は企業の中にある共有化された信念と整合するという理解である。ここにおける共有信念とは、必ずしも企業行動の経済的側面だけではなく環境や対外インパクトを検討した上で企業として正しい道を選択する企業文化を指す。この考えに従えば、過度な租税回避行為は公衆から非倫理的、無責任と見做されるため社会コストが高くつく (Weisbach, 2002) ために、租税回避と無責任なCSR活動は正の関係にあるとする。

もう一つは、CSR活動を、企業レピュテーションを高めるためのリスクマネジメント戦略と捉える学説である (Godfrey, 2005 他)。過度な租税回避に関与する企業は、レピュテーションの毀損といった制裁、政治やメディアの圧力、課税当局のペナルティ、消費者ボイコット等のリスクを下げるために、責任あるCSR活動を行おうとする。その意味で、租税回避と無責任なCSRは負の関係にあるという。

Hoi & Zhang (2013) は、米国の公開企業を対象として、無責任なCSR活動と、IRS<sup>9</sup>により摘発された過少申告やコンプライアンス違反との関係を実証し、無責任なCSR活動を行う企業は租税にもアグレッシブであるという結果を導き出している。これは、CSR活動に関わる考え方のうち前者の、企業文化が租税回避行為に影響を与えるとする説の信憑性を高めるものである。

Sikka (2010) はさらに、企業の皮相的、偽善的なCSRに切り込んでいる。Enron, WorldCom, UBS 等の大規模な租税回避事案を取り上げ、こうした企業では責任ある倫理的な行動規範を約することでその社会的な存在意義を正当化しているにもかかわらず租税回避に走っており、組織文化や行動が必ずしもCSR開示と整合しているわけではないと指摘する。組織の偽善、公表と行動の矛盾が露呈しNGO等の批判を受けることで、企業にネガティブな結果をもたらしていると論じている。

このような租税回避とCSRとの静態的とも言える関係を論じた研究とは別に、企業の租税行動に変化を与え得る要因に焦点を当てているのが、Hanlon & Slemrod (2009) である。それまでの既存研究は、企業ごとの実効税率には大きな差異があり (Dyreng et al., 2008)、税務リスクに対する関心が企業によって大きく異なる実証結果を明らかにしてきたが、税に対してアグレッシブである企業のベネフィットとコストについて厳密に分析した論考はほとんどないと述べている (Hanlon & Slemrod, 2009, p. 126)。Hanlon & Slemrod (2009) では、アグレッシブな租税行動の結果としてのベネフィットとコストを株価に収斂させて実証分析を行った。研究の結果、ある企業が租税回避スキームに関与しているという報道に

---

<sup>9</sup> 米国内国歳入庁（国税庁）(Internal Revenue Service) の略称。



対し、概してその企業の株価が下落する事実を発見している。この傾向が強いのは小売業でありこうしたセクターではとりわけ消費者による強い反発が窺えること、実効税率が極端に低くない企業ほどネガティブ反応は少ないことも観察されている。こうした研究は税の経済的側面を深耕したものであるが、同時に税務当局に対してアグレッシブであるというニュースが、株価という企業価値の下落を通じて、投資家による租税回避抑止効果につながり得ることも示唆している。

以上の既存研究は概ね米国一国を対象としており、他国企業との比較研究は多くなかった。Avi-Yonah & Lahav (2012) では、翻って米国企業の国際競争力に着目し、EU と米国との多国籍企業の実効税率の調査を行った。この研究の当時、米国は OECD 諸国の中で日本に次いで 2 番目に法定税率が高く、米国に本社を持つ企業は競争上不利であるという批判があり、オバマ政権下でも税率引き下げが議論された<sup>10</sup>。しかし、法定税率では配当の税務上の扱いや移転価格などの各国間・企業間差異を反映しないため、実効税率を用いて欧・米比較を行ったのである<sup>11</sup>。結果として、調査 10 年間のうち 8 年で欧州企業の実効税率が米国企業のそれを上回っており、業種別に見ると、欧州では鉱業、トレード、金融が低く、米国では製造、流通、サービス、公的機関が低い。後年、本庄 (2017) が「米国ベース多国籍企業は、高率の法人税率の適用を回避することが習い性になってしまったようにみえる」(p. 173) と指摘した米国企業の特徴が、この Avi-Yonah & Lahav (2012) の研究で明らかにされている。

やがて 2010 年代後半に入ると、税の透明性、企業情報開示の議論が進展していく。

多様なステークホルダーに対して企業に透明性を求める政策や仕組みに言及しているのが、吉村 (2017) である。欧米等一部の国では、課税当局による情報取得が可能な制度・態勢が整っているかという観点以外に、租税戦略に関する企業の姿勢や税務ポジションに係るリスクを投資家向けに開示させると共に、広く企業のステークホルダー一般に向けて公平な税負担に係る説明義務を課す試みがあることを紹介している (p. 635-636)。欧米の事例を引用しながら税の透明性と租税回避行動変化との関係を論じるもので、税務行政側に視座がある。

一方、BEPS プロジェクト最終報告 (2015) 以降の国際課税に関わる最新研究としては、前述のデジタル経済課税をテーマにしたものがある。Avi-Yonah & Clausing (2019) は、この 10 年間で、独立企業間原則<sup>12</sup>や PE 基準<sup>13</sup>といったいくつかの国際税制の重要な要素がもはや 21 世紀経済にフィットせず、米国テクノロジー企業 (Amazon, Apple, Facebook, Google, Netflix) を念頭に置いたデジタル経済にあるべき利益配分の方法について論じている。ただし、現実には、自国企業の競争力を削ぎたくない米国と、消費者基盤を活用する米

---

<sup>10</sup> 結局、大統領選の公約であった連邦税の大幅引き下げ (35% から 21% へ) が、2017 年末、トランプ政権下で成立した。

<sup>11</sup> 日本企業は実効税率が高いため調査から除外されている。

<sup>12</sup> 移転価格の原則ともいうべき概念で、海外子会社等関連者との取引を独立した第三者と同等の条件とすることを求めるルール。アームズレングス原則 (Arm's length principle) とも呼ばれる。

<sup>13</sup> 一般に事業等を行う一定の場所を恒久的施設 (Permanent Establishment : PE) といい、「PE なければ課税なし」が法人事業税における国際的なルールとなっている。OECD モデル条約では「支店 PE」「建設 PE」「代理人 PE」が PE の範囲として挙げられている。なお、物品の保管・展示・引き渡しのためだけに施設を保有する場合等、複数の PE 除外規定も含まれている。

国 IT 企業の活動に伴って税収減の問題に直面しデジタルサービス税<sup>14</sup>を導入し始めた欧州との間で貿易戦争がエスカレートしている。著者は租税学者として、国際協調による租税回避問題の解決の見通しが立たない現状を憂慮している。

以上、2000 年代から直近までの既存の租税研究を俯瞰してきたが、これら先行研究にはいくつかの課題が残されている。

第一に、実証分析対象のほとんどが米国企業であり、日本企業が置かれた租税環境と異なる面が多分にあることである。例えば、吉村（2017）が言及している、海外の一部の国に見られる、税務当局に対する透明性から、投資家、さらには市民に対する透明性への拡大発展という現象が、果たして日本でも当てはまるのか検証されてはいない。Avi-Yonah & Lahav（2012）においても、欧米比較というメソッドを採用しながらも、問題意識は米国企業の税負担率の相対的高低に集中している。

第二に、CSR、コーポレートガバナンス、タックスコンプライアンスいずれの関係を論じるにしても、租税回避<sup>15</sup>に焦点が当たっており、中間的・中立的な租税行動は対象ではない点である。こうした研究は租税回避行為に対抗する立法・執行分野への貢献は高いと考えられるが、企業戦略における租税の文脈を直接のテーマとするものではない。また、「租税回避」の用語について世界標準の定義がなく、何を租税回避とみなすかは文献ごとに設定せざるを得ないのもこうした研究の課題と考えられる。

第三に、Hanlon & Slemrod（2009）の実証研究に見られた租税回避が株価に与える影響といったリサーチメソッドには、投資家等から企業の租税行動がどのように評価されているかという受動的視点が研究の主流となっていることである。企業は株価へのネガティブインパクトを確認することでその租税行動を改めるというモデルが前提となっているものと考えられるが、企業独自の経営判断による自主的開示という能動的視点は抜け落ちている。

このうち第二の課題に関しては、Hardeck et al.（2019）が、どのような文化的側面が企業の納税と CSR との関係性におけるバリエーションに影響を与えるかという研究テーマで取り組みを行っている。Freeman のステークホルダー理論では、税は社会に貢献する CSR 要素であるとして補完的関係を主張する一方、他のステークホルダー理論の下では、税は他と同様に最小化すべきコストであり、イノベーションや経済成長等を阻害し、社会的福利全体を減退させるとして代替的関係を仮定している。Hardeck et al.（2019）においては、この補完/代替という観点は、企業の租税回避行為の議論を越えて、ステークホルダーに対して法人税の問題を企業がどのように捉え、描き、振る舞うかという広範な視点を反映していると論じている。24 か国の CSR レポートを分析し、文化的側面が CSR 税務開示に異なる効果を持っていることを発見している。最も重要な研究上の貢献は、それまでの「税と CSR」に関わる研究では実効税率や CSR 格付けといった企業パフォーマンスを集約した指標を用

<sup>14</sup> 各国独自のデジタル課税。スペインやフランスは、2020 年内に OECD 内で各国の合意が得られなければ独自課税を強行する構え。一方米国は関税で報復すると警告している。（出所：日本経済新聞 2020 年 1 月 26 日付「デジタル課税 米が冷や水」）

<sup>15</sup> 文献により「Tax Avoidance」「Tax Aggressive」「Tax Shelter」といった表現は様々だが、本論文ではこれらをすべて「租税回避」という用語で統一している。

いて関係性にフォーカスしてきたのに対して、企業自らが提供している CSR 開示を調査することで発展させている点であろう。その意味で前述した第三の課題をも克服していると言えるが、税と CSR の関係は企業が属する国の文化的環境によって異なるという結論には、コーポレートガバナンスの枠組みの中で企業の経営戦略として税の透明性をいかにして担保すべきかといった視点は希薄であり、この点は引き続き既存研究の課題であると考えられる。

## 第2節 コーポレートガバナンス等他のアプローチによる既存研究

本節では、租税開示のみならず広く非財務情報開示をテーマとした、コーポレートガバナンス等のアプローチを視座とする先行研究について整理する。日本における近年の動向が対象である。

現在の投資家の情報開示に対する関心は、財務情報のみならず、非財務情報、特に環境、社会、ガバナンスに配慮する企業を重視する投資手法である ESG 投資へ移行している（江川，2018，p.216-221）。ESG の課題は運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼし得るものであり、その点を意識し経営することこそ長期的な企業価値の増大につながるという考え方<sup>16</sup>は、従来の CSR からサステナビリティという多義的な概念へと発展させてきた。こうした流れを受け、現在 ESG は日本の、特に公開企業にとって避けることのできない IR として認識されつつあるのは第1章で述べた通りである。こうして、経営陣が株主をはじめとするステークホルダーに配慮し、環境や社会といった社会的責任の遂行も含めて、長期的企業価値増大を図るための布陣としてガバナンスがあるとする ESG 論（北川・佐藤・松田・加藤，2019，p.61-62，p.79，p.110-111）において初めて、戦略的情報開示の問題をコーポレートガバナンスのフレームワークの中で議論することが可能になったと言えよう。

その一方で租税関連のディスクロージャーに限定すれば、2019 年に、サステナビリティ報告国際ガイドライン策定機関である Global Reporting Initiative（以下「GRI」<sup>17</sup>）が「税」に関する新たなスタンダードを追加したところで、実務的な定着に関しては端緒に着いたばかりである。また、伊藤（2019-a）は、政府や課税当局からの政策技術的アプローチに偏向する既存研究の中で、社会的正義の観点から税を捉えている。これを企業開示に応用すると、企業が行う IR やディスクロージャーに経済的公正さ、法的公正さに並んで社会的正義が仮託される可能性を示唆しているものと考えられる。ただし、この考え方も税というグローバルなマネーの流れを管理することで、持続的な社会づくりのための国際的な公的資金を確保しようとする政策的視点から脱しているわけではない。このように、企業側に視座を置いた場合、企業開示における租税における分配の概念と企業の社会的・経済的価値創造との関係性については明らかにしている先行研究は発見できなかった。

翻って企業実務においては、従来税の透明性に対する取組みに積極的ではないと評され

<sup>16</sup> 国連による責任投資原則（Principles for Responsible Investment，以下「PRI」）前文より。

<sup>17</sup> 2000 年に包括的なサステナビリティ報告のためのガイドラインを初めて公表した。

てきた日本企業においても<sup>18</sup>、近年、各国税務当局からチャレンジを受ける潜在的リスクの増加が予想されることから、税務ガバナンスへの関心が高まっているとされる（Kalløe・河崎，2019，p.34-35）。昨今実務で盛んに用いられる「税務ガバナンス」であるが、タックスコンプライアンスに抵触した場合に課税処分を通じて企業レピュテーションの毀損を惹起するとの危惧から、我が国においてもコーポレートガバナンスの一環として組み込むべきという意見（岩崎，2017，p. 4 等）が見られるようになっている。企業は税をどのような文脈で捉えているのかという問いの一つの解答を示した先行研究である。

ところで、格差の拡大や気候変動が問題視される中で、経済的成長か環境かといった二項対立ではなく、資本主義をいかにして公正で持続可能なものにするかというテーマを掲げているのが諸富（2020）である。具体的には宿泊サービスの Airbnb や移動サービスを提供する Uber を例に挙げ、土地、労働、資本を情報資源で代替しつつ高質なサービス提供に集中している企業の台頭を、「資本主義システムの非物質化」と呼んでいる。そして、こうした「資本主義の非物質主義的転回」というビジネスの根底的な変化に適応しきれていないことが、日本の製造業の国際競争力の低下や生産性の低迷を生んでいるとしている。日本企業が、「非物質化主義的転回」を志向し無形資産を核とした新しいビジネス構造へと移行するならば、同じ付加価値を生みだすのに必要な資源やエネルギー投入量、温室効果ガス排出量は削減される可能性があると言及。つまり、環境と経済を両立させる鍵は「非物質化」にあるということである<sup>19</sup>。

この諸富（2020）の主張は、コーポレートガバナンスに関して直接の言及はないものの、企業が社会的問題に向けてどのように対処すべきなのかについて、資本主義経済の変容から解き明かしていると捉えることができる。昨今我が国においてコーポレートガバナンスが重要視されてきた背景として、これまで人口に膾炙していたのは企業経営における株主第一主義であったと考えられる。しかし、日本企業が新たな資本主義システムに適応するために事業形態や経営目標を転換しようとするならば、これまでの株主第一主義は、より広範なステークホルダーを対象としてより社会性を備えたものに修正される可能性がある。コーポレートガバナンス論興隆の要因については本論文のテーマではないが、ガバナンス論に新たな視点を追加する文献であると考えられる。

以上、既存研究の検討を通じ、本論文では、それぞれのコーポレートガバナンスの枠組みの中で、独自の経営判断により自主的・自律的なディスクロージャーを行う能動的な企業モデルを想定する。そして、それら企業が、非財務情報開示、とりわけ租税関連開示と企業価値との関係をどのように捉えているか、そしてそれが COVID-19 パンデミックの発生によってどのように変化していくのかについて以下論考を進める。次章では、分析対象となる欧州企業のサンプリングと実証方法を示す。

---

<sup>18</sup> [参考文献] 諸富（2013）p. 296-301, [参考文献] 宮石（2020）ほか。

<sup>19</sup> 以上、出所：[参考文献] 諸富（2020）、「はじめに」、p. 95-100 ほか。

### 第3章 リサーチデザイン

#### 第1節 本論文における用語の定義

本章では、既存研究の検討結果としてリサーチデザインを導出する。

本論文では、企業価値の尺度として ESG（環境・社会・ガバナンス）を中心に据えながら、SDGs やサステナビリティ、CSR といった用語を使用しているが、まずはこれらの概念、範囲、相互関係を明確にしておきたい。

一般に報道されている ESG には「ESG 投資」と「SDGs」の意味が混在しているが、我が国の年金積立金管理運用独立行政法人（以下「GPIF」）は、ESG 投資と SDGs の関係について整理している。GPIF では、「社会的な課題解決が事業機会と投資機会を生む」ものであり、機関投資家側の ESG 投資と投資先企業の SDGs の取り組みは表裏一体であるとしている。そして、機関投資家は、ESG を投資プロセスに取り入れるべきと国連が提唱した PRI に署名し、一方、国連加盟国が合意して採択された SDGs は民間企業を社会課題解決の主体と位置付けており、日本企業にも SDGs が設定する目標を企業戦略に取り込む動きがあるとしている<sup>20</sup>。本論文においても両者の関係は GPIF の定義と同様に扱っているが、日本企業の ESG への取り組みの主目的がレピュテーション改善活動に留まり表層的な面が否めないという問題意識があることは、第1章で述べた通りである。

次に「サステナビリティ」という用語であるが、本論文においては持続可能な社会の実現に向けて企業が担う範囲を射程に入れている。企業そのものの存続可能性がその中核となると考えられるが、ビジネスの活路を見出すべく社会の持続可能性に企業として関与していくケースは増えている。例えば、脱炭素の問題への対処には、消費者・需要側の意識変化のみならず、技術・インフラ面で供給側たる企業の支援は必須である。本論文では自律的、自主的開示を行う企業モデルを想定していることから、社会のサステナビリティと企業のビジネスモデルがどのような関係を持つのかが眼目となる。

「CSR」は文字通り企業の社会的責任を示しているが、上述のサステナビリティの定義と比較した場合に、本業とは直接関係のないボランティア活動の意味も包含しており、本論文の直接の対象ではない。

ところで、非財務情報に関しては、財務諸表に表れない、いわゆる「見えざる資産」「無形資産」としての議論があるが、本論文においてはこの枠組みを採用していない。その理由として、第一には、2017 年に経済産業省が策定した「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンスーESG・無形資産投資ー」<sup>21</sup>において、企業が開示すべき非財務情報は「価値観」「ビジネスモデル」「持続可能性・成長性」「戦略」「成果と重要な成果指標」「ガバナンス」の6項目が挙げられており、必ずしも「無形資産投資」に限定していないからである。第二

<sup>20</sup> 出所：GPIF Web サイト <https://www.gpif.go.jp/investment/esg/#b>（2021 年 1 月 7 日閲覧）。

<sup>21</sup> 安倍政権時代の「日本再興戦略 2016」におけるコーポレートガバナンス改革の一環として、持続的な企業価値向上と中長期的投資を促進する方策の研究会の検討の結果として策定されたもの。（出所：経済産業省 Web サイト <https://www.meti.go.jp/press/2017/05/20170529003/20170529003.html> 2021 年 1 月 7 日閲覧）。

には、非財務情報の中でも租税関連情報は企業にとっての経営管理上の位置づけが定まっておらず、本論文では企業の租税に対する認識そのものを研究対象としているためである。

## 第2節 分析対象グループ

第1章で述べた通り、日本企業への示唆という観点で欧州企業を分析対象とする。欧州企業を選定したのには、BEPS プロジェクトで争点となった米国 IT 企業のデジタルビジネスに対する文脈が、現段階では、租税回避の問題から反トラスト法<sup>22</sup>やプラットフォーム規制<sup>23</sup>の問題に移行しつつあることも後押ししている。米国企業より欧州企業の方が経営課題としての租税の問題に特化し深耕していくことが可能と考えられる。

そして欧州企業のうち業種・業態の同質性を担保しつつ比較分析を行うために、化学セクターを抽出する。化学会社を選択する理由として、第一に、欧州では収益規模で世界のトップランキングに入るグローバル企業が多く存在するため、サンプル数の充足により有意な分析が期待できる点が挙げられる。第二には、化学業界も他のセクターと同様 M&A が頻繁に行われているが、現在、大型買収案件、特にクロスボーダーの統合事案が一段落しており、経営方針に一定の着地点が見られると推測されることである。また、第三の理由として、欧州における他の大型業種としては金融セクター・医薬セクターがあるが、これらは本論文の分析対象としては不向きであることが挙げられる。すなわち、金融には世界標準で統一された規制があり、企業の自主的開示を観察する対象にはなりにくい。また、医薬業界は現在もなお M&A が活発化している。これは、同業界にとって M&A が製品ラインナップやパイプライン<sup>24</sup>を充実させる上で不可欠な戦略であるためであり、直近では武田薬品工業（日本）の Shire（アイルランド）買収や、AbbVie（米国）の Allergan（アイルランド）買収等の大型案件が発生している。このため、多国籍というよりはむしろ無国籍企業の様相を呈しており、欧州を本拠とする企業ならではの特徴を捕捉することは、化学業界と比較した場合より困難と考えられる。

## 第3節 サンプリング

次章から第6章までの欧州化学会社分析にあたっては代表的サンプルを選択し、多角的・

<sup>22</sup> 2020年10月6日、米国議会下院の司法委員会が Google, Facebook, Apple, Amazon.com の4社に独占禁止法の行為がないか調査しその報告書をまとめている。報告書は、「大きすぎる支配力は適切な監視と法律の執行で抑えなければならない」と結論づけ、分野が近い事業を手掛ける企業に構造的な分割を求めることを含んだ規制強化を例示している。（出所：日本経済新聞 2020年10月7日「巨大IT規制強化を 米下院 独禁法巡り報告」）

<sup>23</sup> デジタル市場での寡占の問題を扱う規制。日本では「特定デジタルプラットフォームの透明性及び公正性の向上に関する法律案」が閣議決定されており、2021年春の施行を目指している。日本における代表的な規制対象企業は楽天やヤフー。（出所：日本経済新聞 2020年5月6日「デジタル規制特集 巨大IT支配に監視の目」）

<sup>24</sup> パイプラインとは新薬候補のこと。パイプラインが豊富であることが製薬企業の成長を決める重要な要素となる。

多面的な観察を通して理論を構築するケーススタディ方式を採用する。テーマである租税の中核を占めるのは国際課税の分野であるため、大規模でグローバルなビジネス展開を行っている企業が本論文の代表的サンプルとして相応しいと考える。

化学分野の研究支援を行っている米国学術専門団体 American Chemical Society が、毎年 7 月に前年度のグローバルトップ 50（化学部門の売上高ベース）を発表しており、サンプリングデータは当該資料 ”C&EN's Global Top 50 chemical companies” を利用する。具体的には 2015 年度から直近の 2019 年度まで間にトップ 50 にランクインした欧州を基盤とする企業を抽出する。

- データ出所：American Chemical Society (ACS) Web サイト  
“CHEMICALS & ENGINEERING NEWS”  
2015 年度：July 25, 2016 C&EN's Global Top 50 chemical companies of 2015  
2016 年度：July 24, 2017 C&EN's Global Top 50 chemical companies of 2016  
2017 年度：July 30, 2018 C&EN's Global Top 50 chemical companies of 2017  
2018 年度：July 29, 2019 C&EN's Global Top 50 chemical companies of 2018  
2019 年度：July 27, 2020 C&EN's Global Top 50 chemical companies of 2019
- 売上高は米ドルベースのため、為替の変動により前年度のランキングが修正されることがある。表 1，2 の世界ランクは当該年度の為替相場を使用したものである。

表 1 化学関連売上高トップ 50 位内の欧州企業（2015 年度～2017 年度）

2015年度			2016年度			2017年度		
世界 ランク	企業名	化学売上高 /総売上高 (%)	世界 ランク	企業名	化学売上高 /総売上高 (%)	世界 ランク	企業名	化学売上高 /総売上高 (%)
1	BASF	81.5	1	BASF	95.2	1	BASF	95.0
6	Ineos	100.0	7	LyondellBasell	84.4	5	Ineos	100.0
8	LyondellBasell	81.5	8	Ineos	100.0	8	LyondellBasell	82.1
12	Air Liquide	95.3	11	Air Liquide	97.4	11	Air Liquide	98.4
13	Linde	84.5	14	Linde	84.9	14	Linde	87.6
14	AkzoNobel	100.0	15	AkzoNobel	100.0	16	AkzoNobel	100.0
16	Evonik Industries	100.0	17	Evonik Industries	100.0	17	Evonik Industries	100.0
19	Yara	100.0	21	Covestro	100.0	18	Covestro	100.0
20	Covestro	100.0	22	Solvay	100.0	24	Solvay	100.0
23	Solvay	100.0	23	Yara	100.0	27	Yara	100.0
24	Bayer	30.2	26	Bayer	28.4	28	Lanxess	100.0
30	Syngenta	74.0	30	Syngenta	74.0	29	Bayer	27.4
31	DSM	100.0	33	DSM	100.0	30	DSM	100.0
36	Lanxess	100.0	35	Lanxess	100.0	33	Arkema	100.0
37	Borealis	100.0	37	Arkema	100.0	34	Syngenta	73.1
38	Arkema	100.0	38	Borealis	100.0	36	Borealis	100.0
47	Johnson Matthey	39.8	47	Johnson Matthey	40.1	50	Clariant	100.0
			50	Clariant	100.0			

表 2 化学関連売上高トップ 50 位内の欧州企業（2018 年度～2019 年度）

2018年度			2019年度		
世界 ランク	企業名	化学売上高 /総売上高 (%)	世界 ランク	企業名	化学売上高 /総売上高 (%)
2	BASF	100.0	1	BASF	100.0
5	Ineos	100.0	5	Ineos	100.0
8	LyondellBasell	78.9	9	LyondellBasell	78.1
13	Air Liquide	98.0	10	Linde	90.1
15	Evonik Industries	100.0	12	Air Liquide	98.5
16	Covestro	100.0	18	Evonik Industries	100.0
17	Bayer	36.0	20	Covestro	100.0
21	Linde	100.0	23	Yara	100.0
24	Solvay	100.0	24	Solvay	100.0
25	Yara	100.0	27	Bayer	23.8
27	DSM	100.0	29	Syngenta	78.0
30	Arkema	100.0	30	DSM	100.0
31	Syngenta	77.0	33	Arkema	100.0
33	Borealis	100.0	36	Borealis	100.0
42	Lanxess	100.0	40	Johnson Matthey	47.4
44	Umicore	50.1	42	Umicore	41.9
47	Johnson Matthey	52.8	48	Lanxess	100.0

サンプリングの結果，分析対象企業一覧は表 3 の通りである．なお，「本社所在国」は原則として本社（Holding Company 含む）オフィスが所在する国を指す．また，「産業サブグループ（業種小区分）」は CHEMICALS & ENGINEERING NEWS のデータによるものであり，他の市場分析・証券分析を行う企業や機関による産業区分と異なる可能性がある．



表 3 分析対象欧州化学会社一覧

企業名	本社所在国	産業 サブグループ	上場/非上場
[1] BASF	ドイツ	総合化学	上場
[2] Ineos	英国	石油化学	非上場
[3] LyondellBasell	オランダ・米国・英国	石油化学	上場
[4] Air Liquide	フランス	産業ガス	上場
[5] Linde	英国	産業ガス	上場
[6] AkzoNobel	オランダ	塗料・コーティング	上場
[7] Evonik Industries	ドイツ	総合化学	上場
[8] Yara	ノルウェー	農業化学	上場
[9] Covestro	ドイツ	総合化学	上場
[10] Solvay	ベルギー	スペシャリティ化学	上場
[11] Bayer	ドイツ	総合化学・製薬	上場
[12] Syngenta	スイス	農業化学	非上場
[13] DSM	オランダ	スペシャリティ化学	上場
[14] Lanxess	ドイツ	総合化学	上場
[15] Borealis	オーストリア	石油化学	非上場
[16] Arkema	フランス	総合化学	上場
[17] Johnson Matthey	英国	触媒	上場
[18] Clariant	スイス	スペシャリティ化学	上場
[19] Umicore	ベルギー	触媒	上場

データ出所：C&EN's Global Top 50 chemical companies

#### 第 4 節 実証手法の設定と構成

第 4 章で分析対象会社の沿革やビジネスモデル等の開示環境とその前提を、第 5 章で非財務情報開示の現況とそこでの租税開示の位置づけを押さえた上で、第 6 章で COVID-19 パンデミック発生により変容する業績予想の開示方針と、これに対する投資家評価に関して株価推移を用いて分析する。

第 7 章の考察においては、第 4 章～第 6 章の欧州化学会社の分析の総括から適切な非財務情報開示における理論構築を試み、日本企業との対比を通じてわが国のディスクロージャー制度への示唆について議論する。

## 第4章 欧州化学会社 19 社の概要

### 第1節 沿革

本分析対象企業のほとんどは創業時期が古く、大規模でドラスティックな買収・売却を繰り返して今に至っている。本節では、現在の企業体を形成した歴史を企業自らが公表している情報を中心に整理する。はじめに各社の Web サイトに掲載された沿革<sup>25</sup>を抜粋し、次に開示内容について補足する。アナリスト等による外部資料ではなく企業開示を重視するのは、事業再編の歴史を企業自身がどのように認識し、それを対外的に発信しようとしているのかを論じるためである。企業来歴に関わるディスクローズは、その戦略・ビジネスモデルを深く理解するのに不可欠だけではなく、企業の開示方針・態度を把握する端緒となるだろう。

#### [1] BASF（ドイツ／総合化学／上場）

##### 【1865-1901 年：染料の時代】

1865 年、コールタール染料であるフクシン、アリニン生産のため創立。

##### 【1902-1924 年：肥料の時代】

##### 【1925-1944 年：新高圧合成の時代】

1925 年、生産と販売の合理化のため、[11] Bayer や Hoechst<sup>26</sup>を含む他の 5 社と I.G. Farben を設立、1933 年以降アウトタルキーと軍事軍備の政策において不可欠な製品を供給。

##### 【1945-1964 年：プラスチックの時代へ】

1952 年、独占解消のため I.G. Farben が解体され BASF として再設立。

##### 【1965-1989 年：多国籍企業への道】

##### 【1990-今日：持続可能な新世紀のスタート】

2008 年、ドイツ会社法に基づく株式会社 AG から、欧州会社法上の組織形態である SE へ変更<sup>27</sup>。

（出所：Web サイト"History-Chronology"& 150 周年記念冊子より筆者抜粋）

近年の売却事案としては、2000 年に Abbott Laboratories（製薬・米国）へ医薬品部門を売却しこの分野から撤退している。この撤退案件は Web サイト"History"には掲載がない。

<sup>25</sup> 各社 Web サイトは、2020 年 7 月 31 日閲覧。

<sup>26</sup> 現在、Sanofi（製薬・フランス）の傘下にある。

<sup>27</sup> 欧州会社法は、EU 加盟各国の会社法とは別に EU 域内で統一した事業展開を可能にする法制度。リストラクチャリング、事業再編を柔軟に行うことができるが、税制の規定が含まれておらず各国法に基づいた納税手続きが必要。（出所：外務省 Web サイト「欧州会社法の概要」（2020 年 7 月 31 日閲覧）

[https://www.mofa.go.jp/mofaj/area/eu/se\\_statute.html](https://www.mofa.go.jp/mofaj/area/eu/se_statute.html)。

BASFに限らず、売却・撤退事案は規模の大小を問わず沿革にリストアップされない傾向にある。

また、BASFは石油・ガス上流事業を子会社 Wintershall 社（ドイツ）を通じて行ってきたが、2019年、Wintershall 社は LetterOne 社（投資・ルクセンブルグ）傘下の DEA 社（ドイツ）と合併している。このジョイントベンチャーは 2020 年後半に IPO 予定となっている<sup>28</sup>。

## [2] Ineos（英国／石油化学／非上場）

1998 年、ベルギー/アントワープにある BP の旧酸化エチレン工場を所有していた Inspec（ファンド）に対し MBO を実施し Ineos 社設立。

その後、BASF, Bayer, Borealis, BP, Degussa, Dow, Enichem, Hoechst, ICI, Norsk Hydro, Solvay 等の事業を次々を買収。

2011 年、PetroChina International（英国）と合併で原油精製を行う Petroionex 社を設立、下流の石油化学生産への原料供給元とするための垂直統合。

（出所：Web サイト"History", "Joint Venture", "Our Profile"より筆者抜粋）

分析対象企業 19 社中唯一のオーナー企業である。事業買収により売上 600 億ドルにまで急成長した。Ineos 社としての社歴は浅いが、沿革にはそれぞれの買収事業の創業に遡って記載されており、最も古い事業の生産開始は 1890 年である。創業者であり Chairman の Jim Ratcliffe 氏は、買収等を通じ Ineos グループに集結した化学・石油産業のベストプラクティスを有する人材に言及し、グループ運営の核であると述べている<sup>29</sup>。このように、欧州化学企業には買収事業の起源・遺産に対して尊重の念を示す傾向が強い。

なお、本社の所在地を一時英国からスイスに移していたが、2016 年に英国に再移転している<sup>30</sup>。借入金過多で経営再建中だった同社は税コスト削減のためスイス移転を実施したが、その後の英国の法人税率引き下げによりスイスより有利になると見込まれたことが理由との憶測を呼んだ。

## [3] LyondellBasell（オランダ・米国・英国／石油化学／上場）

1989 年、Atlantic Richfield Company（略称 ARCO・石油・米国）の一部の化学・精製事業を分社化し、Lyondell Chemical 設立、米国上場。

2000 年、BASF 社（化学・ドイツ）と Royal-Dutch Shell 社（石油・オランダ/英国）の合併会社として 3 社（Montell, Targor, Elenac）の事業引継ぎにより、Basell 社がオランダで設立。

<sup>28</sup> 出所：BASF Report 2019, Management's Report, The BASF Group, p. 19-20.

<sup>29</sup> 出所：Web サイト「Our Profile-Introduction」（2020 年 7 月 31 日閲覧）

<sup>30</sup> 出所：Web サイト News「INEOS IS BACK IN BRITAIN（December 7, 2016）」（2020 年 7 月 31 日閲覧）

2007 年, Basell 社と Lyondell Chemical 社合併.

2018 年, 高性能プラスチック化合物, 複合材料, 粉末の世界的なリーディングサプライヤー A. Schulman 社 (米国) 買収.

現在, ポリオレフィン技術で世界最大のライセンサー.

(出所: Web サイト "History" より筆者抜粋)

2007 年合併時に買収資金が巨額の借入金で賄われたが, その後の金融危機により資金繰りに行き詰まり, 2009 年, 米国事業につき米国破産法 Chapter 11 の申請を行っている<sup>31</sup>. 自主再建の道を選び, 2010 年に承認された再建計画の中に新しい持株会社をオランダ・ロッテルダムに設立 (登記上の本社) することが含まれており, この親会社がニューヨーク証券取引所で上場している<sup>32</sup>.

Chapter 11 申請直前には非上場<sup>33</sup>であったことが要因なのか沿革の記載は全般に簡素であり, 現在も非上場を継続している [2] Ineos とは対照的である. 沿革には経営破綻に関する言及はない.

#### [4] Air Liquide (フランス/産業ガス/上場)

1902 年, 液化空気から酸素を生産するプロセス開発を基礎に設立, 1913 年, 株式上場. 1960 年, パイプラインを通じ複数の顧客とガス生産ユニットを相互に結びつけるネットワーク戦略を初めて採用.

1962 年, 極低温タンク技術の宇宙産業応用開始.

1985 年, 半導体産業に超高純度ガス供給開始.

1995 年, 医療ガスの認可, 病院サービス等ヘルスケア分野拡充.

2016 年, Airgas 社 (ガス・米国) 買収, 事業の補完的組み合わせにより各市場でのプレゼンス向上.

2017 年, ダイビング用レギュレーターと溶接ガスの事業を売却.

(出所: Web サイト "Our History" より筆者抜粋)

補足情報はない.

<sup>31</sup> 出所: みずほ銀行「わが国企業の競争力強化に向けてー海外企業の先進事例に学ぶ戦略の方向性」, p. 34-35, みずほ産業調査 Vol. 59 2018 No.1 (2020 年 7 月 31 日閲覧)

<https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/bizinfo/industry/sangyou/m1059.html>

<sup>32</sup> 出所: Web サイト Press Release 「LyondellBasell Reorganization Plan Confirmed by Bankruptcy Court (April 23, 2010)」 (2020 年 7 月 31 日閲覧)

<sup>33</sup> 合併後は Access Industries と ProChemie Holding による合併会社の傘下にあった. (合併当時のプレスリリース末尾の企業紹介より)

[5] Linde (英国／産業ガス／上場)

1879 年, ドイツでビール醸造のための冷凍システム開発により Linde 設立.  
1907 年, 創業者の一人が米国に子会社を設立するが, 第一次世界大戦で収用に遭い Union Carbide 社 (米国) に統合, 1992 年にこの旧 Linde 部門が Praxair 社としてスピンオフし米国で株式公開.  
2000 年, Linde 社は AGA 社 (ガス・スウェーデン) 買収.  
2004 年, Praxair 社は [4] Air Liquide 社のドイツ事業を買収.  
2006 年, Linde 社は BOC 社 (産業ガス・英国) を買収, Linde グループ結成.  
2013 年, Praxair 社は NuCO<sub>2</sub> 社 (飲料炭酸・米国) を買収.  
2018 年, Praxair 社と Linde 社経営統合, 新たに設立された英国持株会社 Linde plc の傘下入り.

(出所: Web サイト "Corporate Heritage" より筆者抜粋)

産業ガス第 2 位の Linde 社 (ドイツ) と第 3 位の Praxair 社 (米国) の経営統合<sup>34</sup>にあたっては, 寡占排除目的で Linde 社の米国事業の売却が米国連邦委員会の承認条件となっていた. 同時に, Praxair 社の欧州事業についても欧州委員会から譲渡先の承認を受けている<sup>35</sup>. この際に設立された持株会社 Linde plc は英国にオフィスを構えているが, 登記上の本社はアイルランド・ダブリンに置かれている. 統合により 2019 年売上は同業 (産業ガス) の [4] Air Liquide を抜いて首位に躍進している.

上記の売却手続が完了するまで Linde 社と Praxair 社は独立企業として事業運営を行い, 2019 年 1 月に統合手続きを完了した. Web サイト上, 統合完了までの旧 Linde, 旧 Praxair の事業運営に関わる情報は「Our Legacy websites」としてアーカイブされている.

[6] AkzoNobel (オランダ／塗料・コーティング／上場)

起源は, 1646 年創業の Bofors forge 鋳造所 (スウェーデン) に遡る.  
1994 年, Akzo 社 (化学/医薬品・オランダ) が Nobel Industries 社 (化学・スウェーデン) を買収・合併し AkzoNobel 設立.  
2008 年, Imperial Chemical Industries (略称 ICI・化学・英国) を買収.  
2018 年, スペシャリティ化学品事業を Carlyle グループ (投資ファンド・米国) 他へ売却<sup>36</sup>.

(出所: Web サイト "Our heritage" & プレスリリースより筆者抜粋)

<sup>34</sup> 共に上場企業であった.

<sup>35</sup> 出所: Web サイト Press Release 「Linde Announces Satisfaction of Final Conditions to Business Combination between Linde AG and Praxair (October 22, 2018)」(2020 年 7 月 31 日閲覧)

<sup>36</sup> 出所: Web サイト Media Release 「AkzoNobel closes sale of Specialty Chemicals to The Carlyle Group and GIC (October 1, 2018)」(2020 年 7 月 31 日閲覧)

スペシャリティ化学部門スピンオフ後の現在は、強力な市場ポジションとグローバルブランドを有していた高機能塗料とコーティング分野に特化している。この際の売却収益の大半は株主還元した<sup>37</sup>。当時の CEO は売却プロセスのクロージングにあたり「本件はスペシャリティ化学事業にとっても重要なステップである」と述べているが、沿革では本件売却には言及していない。

#### [7] Evonik Industries（ドイツ／総合化学／上場）

前身は、1968 年に石炭採掘 JV として設立され非鉱業事業も行う RAG グループ。  
2000 年以降、急速に縮小する鉱業部門とこれに対する公的資金の減少を受け、石炭採掘からの撤退とその他の産業グループに新しい基盤を創出する事業再編が開始。  
2003 年に RAG 株主が保有する Degussa 社（スペシャリティ化学・ドイツ）持分を傘下のガス会社と交換取得し、以降これを中核産業と位置づけ、2006 年最終的に Degussa 社の全持分を引き継ぐ。  
2007 年、化学・エネルギー・不動産のポートフォリオ会社として Evonik Industries 設立、現在はスペシャリティ化学会社としての戦略的位置づけを有する。  
2013 年、IPO。  
なお、前身企業が第二次大戦中ナチス政権と協力した歴史を有することから<sup>38</sup>、Evonik Industries 社はその社会的責任を鋭く認識して従業員研修の一環として多面的なプログラムを開発している。

（出所：Web サイト"History"より筆者抜粋）

企業沿革については、合同した企業の起源、技術・イノベーション、歴史に足跡を残した個人に至るまでに整理され、分析対象企業中随一の多面的な開示内容を持つ。前身企業が第三帝国時代に犯罪当事者であった事実を認めていることを含め、歴史的・政治的産業としての発展過程を従業員や投資家に積極的に提供している。

#### [8] Yara（ノルウェー／農業化学／上場）

前身は 1905 年創業の Norsk Hydro 社（ノルウェー）、同社は肥料生産に加えて 1960 年代に北海の石油探査にも関与。  
2004 年、Norsk Hydro 社の肥料事業を会社分割形態にて Yara 設立、続いて株式上場。

<sup>37</sup> 出所：Web サイト Media Release「AkzoNobel announces Extraordinary General Meeting on November 13, 2018 (October 2, 2018)」(2020 年 7 月 31 日閲覧)

<sup>38</sup> Degussa 社の子会社 Degesch 社が、第三帝国時代にアウシュビッツ収容所で毒ガスとして使用された Zyklon B を開発していたとされる。Degesch 社幹部がこの害虫駆除剤の収容所での使用目的を認識していたかは証明できないとしている。（Web サイト"History - Timeline" 1941 より。200 年 7 月 31 日閲覧）

2007 年, Kemira-GrowHow 社 (肥料・フィンランド) 買収.  
2014 年, Galvani 社 (肥料・ブラジル) との合弁契約締結によりラテンアメリカでの存在感を増す.  
2017 年, Kongsberg 社 (テクノロジー・ノルウェー) とゼロエミッションで世界初の完全電動および自律コンテナ船を建造するパートナーシップを締結.

(出所: Web サイト "History" より筆者抜粋)

世界最大の窒素肥料メーカー. 飢餓や CO<sub>2</sub> 排出といった社会・環境問題への取組みの歴史は古く, 2018 年には産業や地球が直面する課題への挑戦としての新企業戦略が策定されたことが, 企業沿革で述べられている. 事業ポートフォリオやイノベーションに関わる戦略ではなく, 企業ミッションやサステナビリティに関わる戦略が沿革の中で触れられているのは珍しい.

#### [9] Covestro (ドイツ/総合化学/上場)

起源は 1863 年創業の[11] Bayer に遡る. 20 世紀初頭には最初のプラスチック合成が行われる.

1937 年, ポリウレタンフォーム合成の発見.

2000 年, Bayer マテリアルサイエンス (2004 年に法的に独立したサブグループ) は, [3] Lyondell Industries (米国) の一部事業を買収. これによりドイツがポリウレタンの最大の生産国となる.

2005 年, Bayer グループから分社化された[14] Lanxess へ, ゴムと一部の化学品事業を移管.

2015 年, Bayer マテリアルサイエンス (化学品・プラスチックユニット) が分社化し, Covestro 社誕生, 同年上場.

ハイテクポリマー生産開発を扱う.

(出所: Web サイト "History" より筆者抜粋)

補足情報はない.

#### [10] Solvay (ベルギー/スペシャリティ化学/上場)

1863 年にアンモニアソーダプロセス工場として誕生, 1900 年には世界で消費されたソーダ灰の 95%がソルベイプロセスを使用して生産.

第二次大戦後から 1970 年代までの 30 年間で多角化・グローバル化を展開したが, 引き続き創業家の支配下にあり.

2001 年, 脆弱だったポリオレフィン事業を BP 社 (石油・英国) へ売却, 一方で BP 社

のエンジニアリングプラスチック事業を取得し、以降の特殊ポリマー事業成長への貴重なステップとなる。

2009 年、医薬品事業を Abbot Laboratories 社（製薬・米国）に売却。この際の売却資金は、最終的に 2010 - 2011 年の Rhodia 社（化学・フランス）の買収に充当された。Rhodia 社買収により多くの生産・販売・研究開発拠点が追加される。

2012 年、Rhodia 社 CEO の Jean-Pierre Clamadieu 氏が CEO 就任。グループ史上初めて社外からの CEO 招聘となった。

（出所：Web サイト"History"より筆者抜粋）

20 世紀末までにオイルショック、冷戦終結、情報化時代の到来といったグローバル化の課題に直面し、ライフサイエンス市場での成長、新興市場でのプレゼンス拡大、事業ポートフォリオの再構築を図っている。

CEO 登用におけるダイバーシティの面では、2012 年の社外 CEO 招聘に引き続き、2018 年には初の女性 CEO 指名を発表している。伝統的に男性優位の業界において多様性は重要な資産であると沿革内でも強調している。

[11] Bayer（ドイツ／総合化学・製薬／上場）

1863 年、染料工場としてパートナー形態にて創業。財務基盤構築のため、1881 年にジョイントストックカンパニー形態に変更。

当初主要製品は解熱鎮痛薬アスピリン。

1925 年 I.G. Farben に参加。第二次世界大戦後解体され、特許を含む多くの海外資産を喪失したが、ドイツの「経済的奇跡」と結びつき再建。

1973 年/74 年のオイルショックにより「経済的奇跡」終焉。この時石油由来の化学原料価格が 4 倍に跳ね上がる。

1990 年代のグローバル化と構造変化の課題が立ちはだかり、2001 年から 2010 年にかけて事業再編フェーズに入る。ヘルスケア、クロップサイエンス、マテリアルサイエンスの 3 つのサブグループ（独立法人）の誕生。

2004 年に[14] Lanxess 社（化学品・高分子材料）、2015 年に[9] Covestro 社（高機能ポリマー）をスピンオフにより設立。

2006 年、Schering 社（製薬・ドイツ）に株式公開買付を提案、支配権獲得。

2007 年、Bayer ヘルスケアの診断部門を Siemens（製造・ドイツ）へ売却。

2018 年、Monsanto 社（種子・米国）を買収・吸収合併。以降、Monsanto 株式はニューヨーク証券取引所での取引停止。

（出所：Web サイト"History"より筆者抜粋）

特に 2001 年からのグループ再編状況によって、ライフサイエンスのグローバルリーダーへ変貌する経緯が詳細に掲載されている。



[12] Syngenta（スイス／農業化学／非上場）

2000 年，Novartis（スイス）アグリビジネス部門と AstraZeneca 傘下の Zeneca Agrochemicals（英国）が合併，世界初の農業ビジネス特化企業として誕生。

農薬で世界最大手，種子でトップ 3。

2017 年，ChemChina（中国）が 95%株式取得完了，上場廃止。

（出所：シンジェンタジャパン Web サイト”沿革”，ChemChina 買収関連は本社 Web サイト内プレスリリース<sup>39</sup>より筆者抜粋）

2017 年に中国企業の傘下に入り非上場企業となったことが要因の一つと推測されるが，グローバル Web サイトに沿革の記載がないため，近年の事業活動しか捕捉できない状況である。

[13] DSM（オランダ／スペシャリティ化学／上場）

1902 年，石炭採炭のためにオランダ政府が設立したオランダ国家鉱山が前身。

1970 年代初頭までに全炭鉱閉鎖。

20 世紀末，Gist-brocades 社（バイオ・オランダ）の買収によりバイオテクノロジーに参入。

2002 年，石油化学事業を SABIC 社（サウジアラビア公社）へ売却。

2003 年，Roche 社（医薬・スイス）からビタミン&ファインケミカル事業買収。

2003 年，Avecia 社（化学・英国）から水性樹脂事業 NeoResins（米国事業）の買収。

近年は，先端技術ベンチャーの買収も行う。

（出所：Web サイト"Our Heritage"より筆者抜粋）

創業時の石炭採掘業からの撤退という点で[7] Evonik Industries と共通する。事業のポートフォリオを集中的に合理化していく一方で，社会・環境課題に対するソリューションを提供する企業として，様々な組織とのパートナーシップが沿革で触れられている。例えば，Ellen MacArthur Foundation との廃棄物削減に関わる新たな循環ソリューションの協力や，栄養学の観点から Cargill 社との砂糖消費量削減アクション等の記載がある。

<sup>39</sup> 出所：Web サイト News 「ChemChina participation in Syngenta exceeds 98% threshold（July 13, 2017）」ほか（2020 年 7 月 31 日閲覧）

[14] Lanxess（ドイツ／総合化学／上場）

【2003－2007 年：設立フェーズ】

2003 年の[11] Bayer 社（ドイツ）再編決議（化学品事業と一部高分子事業の分社化）に基づき，2004 年設立．2005 年上場．

【2008－2012 年：成長フェーズ】

2011 年，[12] Syngenta 社（スイス）の物質保護剤事業，[13] DSM 社（オランダ）のエラストマー事業買収．

【2013－2015 年：リストラフェーズ】

【2016－2018 年：再調整フェーズ】

2018 年，[10] Solvay 社（ベルギー）からリン添加剤事業を買収．

（出所：Web サイト"Company Overview"内「Quality Works Brochure」p. 12-13 より筆者抜粋）

Web サイト内に沿革サイトはなく，企業紹介資料に掲載された年表では Lanxess 社としての設立以降が記載対象となっている．同様に Bayer グループからスピンスアウトした[9] Covestro は旧 Bayer 時代の沿革も詳細に説明しており，対照的な開示状況となっている．

[15] Borealis（オーストリア／石油化学／非上場）

1994 年，Statoil 社（石油・ノルウェー）と Neste 社（石油・フィンランド）の合併としてデンマークで設立，このルーツから中央ヨーロッパと中東で高いプレゼンスを持つ国際企業として発展．

1996 年，Neste 社による Borealis 株式持分を OMV 社（オイルガス・オーストリア）と IPIC 社（国際石油投資・アブダビ）へ譲渡．

2005 年，Statoil 社の持分が IPIC 社と OMV 社に譲渡され，以降 Borealis 社の親会社持分は IPIC 64%，OMV 36%となる．

2006 年，本社をコペンハーゲンからウィーンに移転．

2018 年，プラスチックリサイクルの Ecoplast 社（オーストリア）買収．

2019 年，OMV 社とプラスチックリサイクル事業 ReOil で協業．

現在，ポリオレフィン，基礎化学品，農薬のリーディングプロバイダー．

（出所：Web サイト"History"より筆者抜粋）

近年では循環型経済とプラスチックリサイクルへの取組みを強化しており，2018 年には Borealis 社・顧客・バリューチェーンパートナー間で循環経済に関わる知見とイノベーションを交換するための，コミュニケーション・プラットフォーム EverMinds™ を立ち上げたことが沿革でも触れられている．こうした試みは業界初であり，まずは欧州市場に焦点を絞

り、オレフィンの用途や製品の再評価、再定義を開始している<sup>40</sup>。

[16] Arkema（フランス／総合化学／上場）

2004 年、Total 社（石油・フランス）の化学品部門の分離により設立、2006 年に株式上場。

2007 年、レオロジー添加剤製造の Coatex 社（フランス）を買収。

Total グループからは、2011 年にコーティング樹脂部門を、2015 年に傘下の接着剤製造 Bostik 社（米国）を買収。

2019 年には 3D 印刷用素材、航空機用炭素繊維強化複合材に適した米国初の PEKK 工場が稼働開始。

（出所：Web サイト"Arkema Group at a glance" – "Arkema in a nutshell"より筆者抜粋）

Arkema 社として株式上場を果たした 2006 年以降の沿革が掲載されるのみで、Total 時代の事業の歩みが不明となっている。

[17] Johnson Matthey（英国／触媒／上場）

1817 年、貴金属の純度分析事業で創業。

20 世紀に入るとプラチナなど自動車向けの貴金属販売に重心を置く。

1950 年代冷戦によって宇宙開発競争が激化する中、1960 年初頭には米国の宇宙計画で使用される燃料電池システム用の電気触媒を NASA に提供。

1970 年に米国で大気浄化法が制定されると排出制御触媒の製造を開始。

また、医療分野に必要な貴金属の販売にも進出、2001 年に製薬向け化学会社の MacFarlan Smith 社（スコットランド）を買収。

2002 年、ICI 社（英国）の触媒部門買収。触媒分野のさらなる拡大を図る。

2006 年、プロセス設計と技術ライセンス事業を行う Davy Process Technology（英国）を買収。

2007 年、セラミックス部門を分割し、コアの専門知識と持続可能な技術にフォーカス。

（出所：Web サイト"Our Heritage"<sup>41</sup>より筆者抜粋）

補足情報はない。

<sup>40</sup> 出所：Web サイト News 「Thinking circular, Borealis launches EverMinds™: a new communication platform dedicated to circular economy solutions (December 5, 2018)」(2020 年 7 月 31 日閲覧)

<sup>41</sup> 2017 年に創立 200 周年を記念して発行した「History Book」が添付されている。

[18] Clariant (スイス／スペシャリティ化学／上場)

1995 年, Sandoz 社<sup>42</sup> (製薬・スイス) のスペシャリティ化学品部門を分割により設立。  
1997 年, Hoechst 社 (総合化学・ドイツ) スペシャリティ部門買収により世界規模の事業基盤が確立。

2000 年, British Tar Product 社 (英国) を高額条件で買収し, 以降数年間にわたりバランスシートを悪化させた。高収益事業のセルロースエーテル<sup>43</sup>, モヴィリス・モウィタル, AZ 電子材料を売却し事業再構築に取り組む。

2011 年, Süd-Chemie 社 (スペシャリティ化学・ドイツ) を買収。機能材料と触媒の事業を取得。

2018 年, Saudi Basics Industries Corporation 社 (略称 SABIC, 石油化学・サウジアラビア) が筆頭株主となり, 同社と長期的な高機能材料分野における戦略的提携を前提としたガバナンス契約を締結。

(出所: Web サイト"History"より筆者抜粋)

2017 年, Huntsman 社 (スペシャリティ化学・米国) との対等合併計画を発表するが, 25%の株式を保有するアクティビスト投資家の反対に遭ったため, スイス法が求める 2/3 以上の株主承認を確保できる見込みが低く合併案を断念している<sup>44</sup>。当時の CEO は沿革の中でも, 「適切なタイミングでの完璧な取引」であったとして失望を隠さない。2018 年, この際反対意見を投じた投資家が持株を SABIC に譲渡したことで, 以降 SABIC が Clariant 社の最大のアンカー投資家となっている。

なお, 前身 Sandoz 社時代のビジネス履歴は沿革に含まれていない。

[19] Umicore (ベルギー／触媒／上場)

1805 年に鉱業権が与えられた Vieille-Montagne 鉱山に多数の鉱業・製錬企業が集まり, 1837 年に Umicore 社の最も古い前身が創設。

1906 年, Union Minière du Haut Katanga 社 (略称 UMHK) 設立。コンゴで銅等の採掘を行っていたが, 1968 年に当時のザイール政権が UMHK 資産を国有化。所有権が渡った Société Générale de Belgique 社 (コングロマリット・ベルギー) の傘下で, 新たな鉱業開発に着手する。

1990 年代後半以降, 特殊材料企業としての位置づけが進み非戦略資産を売却, 鉱業・コモディティ・ベースメタル生産から脱却, 現在は貴金属・亜鉛製品・先端材料に特化。

<sup>42</sup> その後 Chiba-Geigy と合併し Novartis 設立。

<sup>43</sup> セルロースエーテル事業は, 従来からパートナー関係にあった信越化学グループに売却された。(出所: Web サイト"History")

<sup>44</sup> 出所: Web サイト News 「Clariant and Huntsman jointly decided to abandon planned Merger of Equals (October 27, 2017)」(2020 年 7 月 31 日閲覧)

2001 年、社名を「Umicore」と改称。

2003 年、Degussa グループの PMG 社（貴金属・ドイツ）を買収し、自動車触媒製造のプレゼンスを確立。

2017 年、フィンランド・コッコラで、定置型触媒を製造する 2 番目のコバルト精錬所に投資。

現在、排出ガス制御触媒、二次電池用材料、リサイクルなどの技術のクリーン化に向けた研究開発に注力。

（出所：Web サイト"History"より筆者抜粋）

補足情報はない。

以上 19 社の沿革から浮き彫りになるのは、二度に渡る世界大戦、オイルショック、冷戦の終結、グローバル化と地政学的リスクの増大、金融危機といった難局に対峙し、時に負の遺産を継承しながら、間断なく事業の入れ替えを行い、現在の健康・クリーンといったメガトレンドに取り組むに至ったアクティブな姿である。沿革に関わる丁寧な記述は、現在の業績だけでなく過去の来歴の公表も企業活動の重要な一部と捉えられていることを窺わせる。

事業ポートフォリオの調整過程では買収と売却がセットとなるが、欧州の化学会社で顕著なのは買収事案における引継ぎ資産への尊重であろう。こうした遺産の中には、研究開発・イノベーションはもちろんのこと、業界ならではのベストプラクティス、マネジメント人材が含まれる。合併で急成長を遂げた[2] Ineos は端的な例である。買収先から本体の CEO を招聘した[10] Solvay のケースもこれを裏付けるものと言えよう。

欧州化学の大半においてウェットと言えるまでのこうした開示状況は、本社の所在国や社歴の長さ、上場／非上場の違いによって企業開示の精粗が決まるという我々の先入観を覆すだろう。次の節では、現在の事業ポートフォリオとビジネスモデルについて詳細に論じていく。

## 第 2 節 事業とビジネスモデル

企業の沿革は、過去から現在に至るまでの経済成長の姿を明らかにする。では、今後の成長基盤は何なのか。本節では、事業の方向性・志向について考察するため、現時点での事業ポートフォリオとビジネスモデルを整理する。

各社データの抽出にあたっての前提条件は、以下の通りである。

- 事業セクター（記載例：【ケミカル】）は、Annual Report 等の事業説明に記載されたものをそのまま使用している。この区分は、財務報告上の事業セグメントや組織ストラクチャー上の Division に必ずしも一致しているとは限らない。
- 本論文における「ビジネスモデル」の定義は「企業価値を創出するストラクチャー」である。「ビジネスモデル」としての記載がある企業は、おおむね、国際統合報告評議会（International Integrated Reporting Council、以下「IIRC」）の「価値創

造モデル」<sup>45</sup>を採用しているものと見られる。「ビジネスモデル」のタイトルのない企業については、事業説明の部分から、事業活動における競争優位性、バリューチェーン、収益構造、経済的・社会的成果（アウトカム）等の定性情報を抽出した。なお、KPI 等の定量情報は記載を割愛した。

- IIRC によるフレームワーク等国際的な開示ガイドラインへの準拠性の程度については、直接的な議論の対象外としている。

#### [1] BASF（ドイツ／総合化学／上場）

##### **事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向**

【ケミカル（16%）】石油化学製品、中間体 【マテリアル（20%）】機能材料、モノマー  
 【産業ソリューション（14%）】顔料分散剤・有機顔料、機能化学品 【表面技術（22%）】  
 触媒、コーティング 【ニュートリション&ケア（10%）】ケア化学薬品、栄養 & 健康  
 【農業ソリューション（13%）】 (%) は総売上高シェア

傘下の Wintershall 社（オイル&ガス、ドイツ）は、2019 年 5 月に DEA 社と合併し連結から外れ持分法処理されているため、上記には含まれていない。

（出所：BASF Report 2019, p.19-20 より筆者作成）

##### **ビジネスモデル**

＜IIRC フレームワークに基づくビジネスモデル＞

経済的成功を環境保護と社会的責任に統合し、持続可能な将来のための化学を創出。

- 約 10 万の顧客にイノベティブなソリューションを提供。
- 6 の戦略的アクション領域（イノベーション、サステナビリティ、オペレーション、デジタル化、ポートフォリオ、従業員）により顧客がフォーカスすべき点を先鋭に。
- 6 のセグメント、11 の事業部門、76 のビジネスユニット。
- Verbund システム\*（6 Verbund サイト、361 追加生産拠点、90 か国以上カバー）。

\*Verbund サイト（欧州 2 拠点、北米 2 拠点、アジア 2 拠点）は BASF の強みの一つで、生産プラント、エネルギー、材料の流れ、物流、生産インフラのすべて統合した、単一企業としては世界最大の化学複合施設。あるプロセスの副産物が他の原材料となる等、原材料やエネルギーを節約し生産量を向上させ、排出量を最小限に抑え物流コストを削減することで、シナジーを実現している。

（出所：BASF Report 2019, p. 21 & p. 23 & p. 28 より筆者作成）

<sup>45</sup> 価値創造の概念として「財務資本」「製造資本」「知的資本」「人的資本」「社会・関係資本」「自然資本」の 6 つの資本を提示し、これらの「インプット」→「事業活動」→「アウトプット」→「アウトカム」のプロセスをビジネスモデルの構成要素としたものである。

[2] Ineos（英国／石油化学／非上場）

**事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向**

【石油化学品】塗料，プラスチック，繊維，技術，医薬品，携帯電話等，さまざまな商品の製造に不可欠な原材料を生産。溶媒，バイオ燃料，塩素，合成油，包装材，絶縁材等。Ineos Enterprises を含むグループ 10 社にて運営。

【オイル&ガス】原油・天然ガス採掘・精製，トレード・ SHIPPING。グループ 6 社にて運営。

【自動車】四輪駆動車開発製造。グループ 1 社にて運営。

（出所：Web サイト"Product Overview", "Businesses"より筆者作成<sup>46</sup>）

**ビジネスモデル**

《具体的なビジネスモデルの開示なし。以下 Web サイトの各ページから抜粋》

- 自社製品は，世界中の人々の健康を改善し生活水準を向上させることに大きく貢献。（出所：“Product Overview”）
- エネルギー価格の上昇と気候変動により新たな低炭素エネルギー源と，資源・エネルギー効率の高い社会への移行が必要とされる中，化学産業はこの変化を可能にするために中心的な役割を果たす。持続可能性と石油化学産業は敵対的ではなく，サステナビリティは Ineos のビジネスの基本でありイノベーションの重要な原動力。（出所：“Sustainability”）
- 自社の強み：世界最大の化学グループとして主要セグメントのリーダーシップポジション／様々なエンドユース市場をカバーする 34 のビジネス／垂直統合による供給の確実性・規模の経済／低コスト・投資効率の高い生産設備／原料市場への良好なアクセス／最先端のテクノロジープラットフォーム／高度な価値創造の経営実績・経験（出所：“Key Strength”）

[3] LyondellBasell（オランダ・米国・英国／石油化学／上場）

**事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向**

【ケミカル】用途：自動車用油剤，家具・家庭用品，コーティング品・接着剤・クリーナー，化粧品・パーソナルケア製品。

【ポリマー】プラスチック樹脂（用途：自動車用部品，包装用，繊維，再生可能エネルギー技術，農業用フィルム・灌漑用，ヘルスケア，食品供給）。

【先端ポリマー】用途：自動車部品，特殊包装剤，エレクトロニクス・家電製品，建築材料，屋根，床材，ジオメンブレン，特殊パイプ。

【燃料】ガソリン・燃料部品，低硫黄ディーゼル，ジェット燃料，潤滑油，空気質改善用

<sup>46</sup> 本節において，各社 Web サイトは 2020 年 7 月 31 日閲覧。

酸素燃料（米国製油所にて生産）。

【テクノロジー】 記載省略

（出所：Sustainability Repot 2018, p.5 より筆者作成）

#### ビジネスモデル

《具体的なビジネスモデルの開示なし。以下 Web サイト"Who We Are"から抜粋》

- 軽量で柔軟な包装を通じて食品安全を強化。
- より強力で汎用性の高いパイプを通じて水の純度を保護。
- 道路上の多くの車やトラックの安全性・快適性と燃費を向上。
- 電子機器や家電製品の安全で効果的な機能を確保。
- 現代の課題に対するソリューションを進めるための鍵となる材料と製品を生産。

[4] Air Liquide（フランス／産業ガス／上場）

#### 事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向

【ガス&サービス（売上の 96%を占める）】

- 大型産業：金属・化学品・精製・エネルギー分野に、ガス専用プラントやパイプラインネットワークの開発サービスを提供。
- 産業用販売：少量を必要とする業界にガス・アプリケーション機器・関連サービスを提供。形態はバルク、液化、シリンダーいずれでも配送。
- ヘルスケア：病院や患者向けに医療用ガス、衛生用品、機器、サービス提供。化粧品・医薬品・ワクチン市場向けのヘルスケア原料の生産販売。
- エレクトロニクス：半導体、フラットパネル、太陽光発電パネル等の生産工程に使用されるガスや複合分子の提供・サービス

【エンジニアリング&コンストラクション】顧客が使用・販売するためのガス生産ユニットの設計・建設・設置。産業ガス生産プロジェクトの上流支援。

【グローバルマーケット&テクノロジーズ】エネルギー輸送、エネルギーと廃棄物の評価における技術ソリューション提供。循環経済アプローチによる資源回収と使用。

（出所：Universal Registration Document 2019, p. 22-33 より筆者作成）

#### ビジネスモデル

【全般】

広範な科学技術の専門知識を活用してほぼすべての経済セクターの成長を支援（気体分子の生産と評価、独自技術の統合とマーケティング、関連サービスとデジタルソリューション提供）。

ビジネスモデルのインパクトは、企業・環境・持続可能性の各分野における「長期的価値創造」。



【前提条件】安全、倫理、人権への尊重

【事業ごとのビジネスモデル】

- 大型産業：ガス長期供給サービス契約の継続性・信頼性、テイクオアペイ契約による最低量保証や変動費・インフラスライド契約。
- 産業用販売：地域経済に深く根ざすビジネス、ターゲット投資の戦略とポートフォリオ最適化の定期的見直しに基づき、大型産業向け生産ネットワークとの相乗効果や地理的密度を高めるため地元ディストリビューター買収を実施。
- ヘルスケア：医療ガスは主に大型産業向けのガス生産能力に依存し、独自の流通物流を開発。
- エレクトロニクス：キャリアガス長期供給契約、顧客の技術的課題に対応するための先端材料提供。
- エンジニアリング&コンストラクション：ガス&サービス事業において、顧客のニーズに対応するための効率的ユニットを設計するための高度な専門知識を提供できる等グループ内でも戦略的価値をもつ。
- グローバルマーケット&テクノロジーズ：水素では、生産から貯蔵、エンドユーザー向けのアプリケーションの流通から開発まで、サプライチェーン全体をカバーし、クリーンエネルギー源としての水素の使用、特にモビリティに貢献。

【競争関係】 記載省略

(出所：Universal Registration Document 2019, p. 19-36 より筆者作成)

[5] Linde (英国／産業ガス／上場)

**事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向**

《旧 Praxair》

【ガス】 サプライマネジメント、産業サービス、オイル&ガス向けサービス。

【表面技術】 金属・セラミックコーティング。

【パッケージ化ガス】 溶接用ガス、ドライアイス。

【食品・飲料】 用途：冷蔵・冷凍、ミキシング、温室栽培、ガス置換包装

《旧 Linde AG》

【ガス】 水素、アセチレン、一酸化炭素、二酸化炭素、溶接用シールドガス、希ガス、高純度特殊ガス。

【エンジニアリング】 プラント、コンポーネント、サービスの提供。生産と処理から流通、貯蔵、日常の産業および消費者向けアプリケーションまで、水素バリューチェーンのあらゆるステップをカバー。

【ヘルスケア】 医薬品ガス、医療機器、サービス、臨床ケアの組み合わせ。

(出所：Web サイト"Our Legacy websites"内合併前各社記載から筆者作成)

### ビジネスモデル

- ビジネスモデルは、空気と他のプロセスガスを顧客のエネルギー・資源効率化に資する、あるいは社会的便益を提供する用途に変換すること。
- 主要なビジネスオペレーションは、①空気や電気といった原料（成分）からの大気ガスを精製、②天然ガスや産業プロセス中の副産物を、水蒸気を用いてプロセスガス（水素等）に精製。様々な用途は、顧客、コミュニティ、地球に環境的、経済的、社会的ベネフィットを与える。
- 例えば酸素は、鉄鋼業のエネルギー削減や養殖業の繁栄を支え、呼吸酸素を必要とする何十万人の患者にサービスを提供。水素は、石油精製業の大気質改善に貢献する超低硫黄ディーゼル(ULSD)を作り、環境と人間の健康を守る。高性能な表面コーティングは、ジェットエンジンやタービンのエネルギー効率を向上。
- 売上高の 65%以上が固定料金や強靱なエンド市場によって保証されており、相場変動のインパクトを遮断。

（出所：Sustainable Development Report 2019, p. 8-10 より筆者作成）

### [6] AkzoNobel（オランダ／塗料・コーティング／上場）

#### 事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向

【産業別コーティング事業】航空宇宙、自動車用 OEM、商用車、家電製品、建物防火、家具・フローリング、海洋船舶、鉱業用重機。

（出所：Web サイト"Product - Industry"より筆者作成）

### ビジネスモデル

《具体的なビジネスモデルの開示なし。以下戦略に関わる開示から抜粋》

- 1792 年以来色と保護の標準を設定している塗料やコーティングの専門家であり、世界クラスの確立されたブランドのポートフォリオを有する。
- イノベーション、持続可能なソリューション、有機的成長、追加的買収に投資することで、すべてのステークホルダーに長期的な価値を創出。
- 各事業部門のサプライチェーン活動（製造と流通を含む）を単一のグローバル統合サプライチェーン(ISC)組織に統合

（出所：Annual Report 2019, p. 12-13 より筆者作成）

### [7] Evonik Industries（ドイツ／総合化学／上場）

#### 事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向

【ニュートリション&ケア】人や動物に使用される有効成分。

用途：製薬会社の医薬品有効成分，ヒトや動物向けの栄養製品，化粧品，家庭用洗浄剤。  
**【スペシャリティ添加剤】**最終製品の品質，耐久性，エネルギー効率を向上させる高性能添加剤，架橋剤。  
**【スマートマテリアルズ】**環境，エネルギー効率，モビリティ，健康等の現代の課題に対応。シリカ，シラン，過酸化物，特殊触媒，ポリアミド，コンポジット，メンブラン等ハイパフォーマンス・ポリマー。  
**【パフォーマンスマテリアルズ】**超吸収剤，ナトリウム，カリウムアルコキシド，ブタジエン，MTBE，イソノナール・カルボニル化，蓄熱。  
**【テクノロジー&インフラストラクチャー】**工場のライフサイクル関連サービスを提供。工場運営とプロセス開発，プラントの建設，運用，保守，解体，エネルギーと材料の流れまで含めた化学製造プラントの供給，サプライチェーンに沿った統合管理等。

(出所：Web サイト"Division"より筆者作成)

#### **ビジネスモデル**

- 売上の 80%程度はグローバル市場でのトップのポジションから生まれている。強い競争力の源泉は，顧客との緊密な連携，高いイノベーション能力，テクノロジーの統合プラットフォームにある。
- 自社の特殊化学製品は，顧客の製品と顧客自身のグローバル市場での成功に不可欠な貢献を行っている。顧客との協働はビジネスへの深い理解を通じて必要な製品の提供を可能にする。
- 市場志向の R&D は収益性の高い成長を導くキードライバーであり，イノベーション文化が基礎。高度に訓練された従業員は重要な成功要因であり，人材能力開発に注力。
- 会社が将来存続する前提条件として，持続可能な事業活動と責任のある企業行動はビジネスモデルの礎。バリューチェーン内のステークホルダーと徹底した対話を行い，サステナビリティ活動を推進。自社の製品や生産プロセス同様，顧客とその先の顧客の便益となる製品やサプライチェーンを常に考慮。経済的，環境的，社会的要因のバランスのとれた製品に対する高まる需要を観察し続けている。

(出所：Sustainability Report 2019, p. 7 より筆者作成)

[8] Yara (ノルウェー／農業化学／上場)

#### **事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向**

**【クロップニュートリション】**農家向け単一栄養素肥料，化合肥料，微量栄養素，飼料。  
**【法人向けソリューション】**工業薬品（尿素，アンモニア，硝酸塩，硝酸カルシウム，硝酸）。バイオガスエンハンサー，コンクリート添加剤，臭気・H<sub>2</sub>S ソリューション，集中太陽光発電所用の熔融塩ソリューション。

主な用途：

海上および静止用途環境ソリューション：AdBlue（ディーゼルエンジンの排気中の有害な NOx 排出量と反応し，排出を浄化する触媒）／SCR/SNCR システム（静止技術および海上技術からの空気への排出を削減）／鉱業用途：硝酸アンモニウム（爆発物原料）。

（出所：Annual Report 2019, p.11 より筆者作成）

### ビジネスモデル

【全般】窒素肥料と産業用途の世界的なリーディングプロバイダーとして，エネルギーの効率的な転換，天然鉱物や窒素を農業や産業に不可欠な製品に転換。

【事業ごとのビジネスモデル】

- クロップニュートリション：知識，品質，生産性を通じて農家の収益性をサポート。製品だけでなく作物固有のアドバイスやデジタルサービスや肥料管理ツールも提供。
- 法人向けソリューション：幅広い事業分野の中で急成長しているのが環境ソリューション。産業プラントに納入される窒素酸化物排出削減のための技術，試薬，アフタープロセスおよびサービスの完全なポートフォリオを有する。

（出所：Annual Report 2019, p. 11 より筆者作成）

[9] Covestro（ドイツ／総合化学／上場）

### 事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向

【ポリウレタン】硬質／柔軟な泡の前駆体（ポリオール，イソシアネート（MDI・TDI））。用途：家具，建物，冷蔵庫，モバイル製品。

【ポリカーボネート】多様な前駆体（顆粒・半製品・複合材料）。

用途：自動車部品（燃料消費量削減），スマートフォン等のエレクトロニクス機器，透析等の医療機器。

【コーティング・接着剤・特殊剤】最終製品の仕上げ材（塩基修飾イソシアネート，ポリウレタンディスパージョン，高機能エラストマー，フィルム）。

（出所：Annual Report 2019, p. 34-36 より筆者作成）

### ビジネスモデル

- 冷蔵庫や建物全体の絶縁材からラップトップや携帯電話ケース，傷つきにくく速乾性の車両コーティング，個人識別カード用のフィルムカバーまで，現代の生活の多くの分野で使用され，多種多様なセクターをカバー。
- 気候変動の進行，モビリティの増加，世界人口の増加，都市化の増加といったメガト

レンドの中、再生可能エネルギー、エネルギー効率の良い輸送、持続可能で手頃な価格の生活を提供することにフォーカスを当てている。

- 従来の材料を耐久性と軽量に富み、より環境に適合し、費用対効果の高い材料に置き換えることでメガトレンドに多大な貢献。

(出所：Annual Report 2019, p.34-35 より筆者作成)

#### [10] Solvay (ベルギー／スペシャリティ化学／上場)

##### 事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向

【マテリアル】自動車・航空宇宙産業向け特殊ポリマー、複合材料。

特徴：クリーンで安全な輸送、軽量化、エネルギー効率（低燃費、ハイブリッド車シフト）。

【ケミカル】日常生活に不可欠な化学中間体（ソーダアッシュ、シリカ、過酸化物等のモノテクノロジー）。

【ソリューション】特殊製剤を通じて独自の製剤とアプリケーションの専門知識を提供し、環境フットプリントを最小限に抑えながら歩留まりと効率を最大化。

フォーカス分野：バイオベース食材、腐食防止・疎水性・耐久性に優れた金属コーティング、鉱業における金属回収量の向上。

(出所：Web サイト"Our Company"より筆者作成)

##### ビジネスモデル

【全般】人、アイデア、要素を結び付け、科学の力を通じてすべての人に持続可能な共通価値を創造。家庭、食品、消費財、飛行機、自動車、バッテリー、スマートデバイス、ヘルスケアアプリケーション、水および空気浄化システムに見られる、より安全でクリーンで持続可能な製品に貢献。

【事業ごとのビジネスモデル】

- マテリアル：顧客とのイノベーションと、熱可塑性複合材料プラットフォーム・バッテリープラットフォームにより顧客の成功を加速（gate to gate market）。簡素化、キャッシュ最適化、デジタル化による機敏な業務効率改善。
- ケミカル：資源効率が重要な原動力となっている多くの市場のニーズに対する最先端の技術を提供。弾力性のあるキャッシュ創出（資産管理、プロセス革新、トップクラスのグローバル生産資産）。
- ソリューション：地球上のフットプリントを最小限に抑える最適化ビジネス。専門ニッチ市場へのイノベーションと投資を実行。シェールオイル&ガス等低リターン事業のターンアラウンド推進。

(出所：Web サイト"Our Company"より筆者作成)

[11] Bayer（ドイツ／総合化学・製薬／上場）

**事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向**

【クロップサイエンス】除草剤，殺菌剤，殺虫剤，種子・形質，環境サイエンス（林業・ゴルフコース・公園・鉄道業向け害虫駆除製品等），デジタル農業．

【医薬品】心臓病学，腫瘍学，眼科，女性の健康管理（婦人科治療等），感染症，放射線学，神経学に関わる処方箋医薬品および専門治療機器．

【コンシューマーヘルス】痛み，心血管リスク予防，皮膚科，栄養補助食品，消化器系保健，アレルギー，咳や風邪分野の市販医薬品，栄養補助食品，薬用スキンケア製品，その他のセルフケア製品．

（出所：Annual Report 2019, p. 26-27 より筆者作成）

**ビジネスモデル**

【全般】企業目的「Science for a better life.」達成のため，飢餓に終止符を打ち，誰もが健康的な生活を送るのを助けながら，生態系を保護するというキャンペーンを展開．

**【事業ごとのビジネスモデル】**

- クロップサイエンス：価値の高い種子，改良された植物特性，革新的な化学および生物学的作物保護製品，デジタルソリューション，持続可能な農業のための広範な顧客サービスの幅広いポートフォリオを提供．多数の分散型の製剤・充填サイトから現地市場のニーズに迅速に対応．
- 医薬品：特に心臓病や女性の健康管理のための処方箋製品，および腫瘍学，血液学および眼科の分野に焦点を当てた専門治療にフォーカス．データ，高度な分析，人工知能を活用して患者と顧客に大きな価値を提供し，研究開発から医療，商業，製品供給までの医薬品バリューチェーン全体の生産性を向上させる機能を構築．
- コンシューマーヘルス：デジタル技術とデータを活用して，ビジネスのあらゆる分野で戦略を加速．製品を超えたより広範なデジタルヘルスケアプラットフォームやエコシステムに向けて，新たな成長源発見を目指す．

（出所：Annual Report 2019, p. 26-27, Web サイト"Our Strategy"より筆者作成）

[12] Syngenta（スイス／農業化学／非上場）

**事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向**

【農薬】除草剤，殺虫剤，殺菌剤，種子製剤，生物農薬，作物増強剤．

【種子】種子，形質．

【サービス】農業アドバイス，栽培プログラム，デジタル農業，スチュワードシップ．

(出所：Web サイト"Company" Syngenta at a Glance 2019, "Our offer"より筆者作成)

#### ビジネスモデル

- 世界と地球の安全維持のための食物連鎖において重要な役割を果たすため、種子・作物保護の革新を農家に提供。自社の成功は、農業と環境にもたらす利益を通じて測定される。
- 製品・サービスを通じてステークホルダーに利益提供できる価値：  
小規模農場から大規模まで持続可能な農業イノベーション／安全で栄養価の高い食品・飼料を高い信頼と手頃な価格で提供／効率的で効果的な繊維および燃料／生産者のエンパワーメントと強力な食糧システムのためのツール／持続可能な生産と供給／従業員・サプライヤー・政府・地域社会と共有される経済的価値／農村開発と共同体の幸福／バリューチェーンを通じた人材・パートナー育成／適切な仕事と良いガバナンスの促進／研究促進・データ知識の共有。
- サステナビリティ投資の定義（5つの評価ステップ）：  
1. 研究開発、買収、パートナーシップ等の案件定義、2. 評価パス（アウトカムかオペレーションか）の選択、3. 優先事項を決定、4. 代替の有無を評価、5. 既存の代替案と純利益で比較。

(出所：Sustainable Business Report 2019, p. 4-5 より筆者作成)

#### [13] DSM (オランダ／スペシャリティ化学／上場)

#### 事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向

【ニュートリション】動物飼料、食品・飲料、医薬品、幼少期の栄養、栄養改善、栄養補助食品、パーソナルケアのためのソリューションを提供。

【マテリアルズ】電気部品、エレクトロニクス、自動車、フレキシブル食品包装、消費財等の業界向け特殊プラスチック（エンジニアリングプラスチック、樹脂、機能性材料）供給。世界最強のファイバーであるダイニーマ用、3D プリンティング用途向けの先端材料も含まれる。

【イノベーションセンター】現状の事業グループ外の新規開発を行うことと、現在のコアビジネスを加速させることの2つの機能をもつ。

(出所：Integrated Annual Report 2019, p.67 & p.85 & p.95 より筆者作成)

#### ビジネスモデル

【全般】人々と地球自体に利益をもたらす、栄養、健康、持続可能な生活に関する新しい科学的解決策を開発・提供。

【事業ごとのビジネスモデル】

- ニュートリション：それぞれのバリューチェーン（純品原体の生産、複雑高度な形態

への組み込み、カスタマイズされたプレミックスの供給、フォワードソリューション、ブランド化製品の提供)のすべてに地位を占め、グローバルに多様・高度化したポートフォリオを形成。

健康的な食事(動物性たんぱく質)のための6つのビジネスドライバー:

天然資源の効率的な利用/畜産によるCO2排出の削減/抗菌性への取り組みをサポート/海洋資源への依存を減少/食べ物ロス・廃棄を削減/肉、牛乳、魚や卵の品質を向上。

- **マテリアルズ:** 循環経済の概念が世界的に牽引する中、リサイクルベースやバイオベースの材料の使用など真に循環的な経済への移行を可能にする素材開発に注力。一例として、ニューモビリティ&コネクティビティでは、化石燃料から自動車用電力、水素燃料車への移行を支援する素材をターゲット。

(出所: Integrated Annual Report 2019, p. 67-68, p. 85-86 より筆者作成)

#### [14] Lanxess (ドイツ/総合化学/上場)

##### 事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向

【アドバンスト中間体】用途: 農薬, 自動車, 建設資材, 芳香族化合物, 医薬品, ゴム化学品, 半導体光起電力。市場ポジションは、欧州で No.1 もしくは No.2。

【スペシヤリティ添加剤】用途: リン系・臭素化難燃剤, 潤滑剤, 着色剤, ポリマー添加剤。市場ポジションはトップ3以内。

【パフォーマンス・ケミカルズ】用途: 顔料, 消毒・保存・材料保護製品, 水処理製品。市場ポジションは、ニッチ市場で No.1 から No.4。

【エンジニアリング・マテリアルズ】用途: 自動車, 電気・電子機器, 建設, 医療機器, 鉱業, タイヤ・ホイール, オイル&ガス, 産業用・機械製品。リーディングポジション。

(出所: Annual Report 2019, p. 1 より筆者作成)

##### ビジネスモデル

《具体的なビジネスモデルの開示なし。以下戦略開示から抜粋》

- バランスのとれたポートフォリオ管理戦略により安定性, 収益性, 成長を促進。
- キャパシティ拡大と既存設備の改善に焦点を当てたプロジェクト投資の資本利益率(ROCE)は平均 20%。
- 顧客ニーズと期待を製品開発とアプリケーション開発の中心に置くビジネス主導のイノベーション (Business-Driven Innovation)は、自社の競争力を高めるだけでなく、顧客の持続可能なビジネス運営に貢献。
- サステナビリティの可視化メリットを有する製品の開発に注力 (エネルギーと原材料の効率性重視)。



(出所：Annual Report 2019, p. 6-8, p. 53 より筆者作成)

[15] Borealis (オーストリア／石油化学／非上場)

**事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向**

【ポリオレフィン】プラスチックソリューション、アブダビ国営石油会社 (ADNOC) との合弁で事業展開。用途：エネルギー（ケーブル、エネルギー貯蔵、ソーラー）、自動車、パイプ（インフラ、配管、ヒートパイプ、オイル&ガス）、コンシューマー製品（包装材、繊維製品）。

【基礎化学品】メラミン（合成樹脂）、アセトン（塗料、アクリル、繊維、医薬品などの溶剤）、フェノール（接着剤、建設資材、CD、DVD、携帯電話）、エチレン、プロピレン。

【肥料】肥料、テクニカル窒素製品の生産・ディストリビューション。

(出所：Web サイト"Industry Segments"より筆者作成)

**ビジネスモデル**

【全般】気候、エネルギー、食料、健康、水と衛生、廃棄物、循環型経済の分野で世界的な課題に対処する新しいアプリケーションと材料ソリューションを開発し、顧客とパートナーにさらなる価値を創出。

**【事業ごとのビジネスモデル】**

- ポリオレフィン：顧客や業界パートナーと緊密に協力して、さまざまな業界やセグメントで革新的で価値を生み出すプラスチックソリューションを安全・軽量化・低価格で提供。バリューチェーンに沿ってエネルギーを節約し、天然資源のより効率的な使用を促進（再生可能なフィードストックへのポリマー・リサイクリング）。
- 基礎化学品：さまざまな産業で使用するための広範なベース化学物質を生産、収益の強固な基盤。
- 肥料：流通ネットワークを介して毎年約 500 万トンの肥料と技術的な窒素製品を生産供給、ヨーロッパ全土に 60 以上の倉庫があり、70 万トン以上の在庫容量を持つ。

(出所：Combined Annual Report 2019, p.22 より筆者作成)

[16] Arkema (フランス／総合化学／上場)

**事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向**

【接着剤ソリューション】建設・一般消費者、産業用組立て。

【コーティングソリューション】コーティング樹脂、コーティング添加剤。

【先端材料】高機能ポリマー、高機能添加剤。

以上の3セグメントで売上の79%を占める。

#### 【中間体】

(出所：Web サイト"Arkema Group at a glance"より筆者作成)

#### ビジネスモデル

- 顧客の課題に適応した革新的なソリューションを開発し、持続可能なパフォーマンスを追求
- 自社の強み：取引上の強み（トップ3に入る主要製品ライン，55 か国で事業展開，事業ポートフォリオ）／運営上の強み（144 の生産拠点，巨額の R&D 資産，メガトレンドにフォーカスした6つのイノベーションプラットフォーム，研究開発センター3 拠点，知財ポートフォリオ）／人的資本／財務上の強み（低い EBITDA 純負債倍率）.
- プライオリティ：イノベーションと製品スチュワードシップによって推進される持続可能なソリューションを提供／投資方針を通じて地理的に拡大した顧客をサポート／地域社会に深く根を下ろし責任ある企業として行動.

(出所：Universal Registration Document 2019, p. 26-27)

[17] Johnson Matthey（英国／触媒／上場）

#### 事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向

【クリーンエア】ディーゼル車向けの最新の触媒システムを開発，NOx 排出量 50%削減に成功.

【天然資源】新しい原子炉技術と高活性触媒により，家庭廃棄物をジェット機燃料に変換するプロセスを市場に投入，2020 年初頭に生産開始.

【ヘルス】がん治療薬である抗体薬物複合体（ADC）に使用される，抗体と低分子薬剤の橋渡しをするリンカーを製造.

【新事業】次世代電池素材である，高性能ニッケル酸リチウム「eLNO」量産化予定.

(出所：2019 Annual Report & Account, p.14-21 より筆者作成)

#### ビジネスモデル

- 資源とリレーションシップを効果的に活用して持続的な価値と成長を創造.
- 資源の構成：ノウハウと知財／ファイナンス／顧客との関係（製品開発と市場への迅速な投入等）／天然資源（白金族元素（PGM）のリサイクル含む）／製造オペレーション／人的資本.
- 創出する価値：社会に向けて，よりクリーンで健康な世界／株主等ステークホルダーに向けて，魅力的なリターンと当局への納税／従業員に向けて，強い企業文化と就労機会／自社に対して再投資用キャッシュ.

- 競争優位性は、基礎科学の知識とあらゆる顧客にカスタマイズ可能なソリューションの組み合わせにより高い参入障壁を構築する点にある。
- 製造能力への投資は、将来の需要と市場が鈍化した場合のコストベースの柔軟な対応を考慮し少なくとも 20% の高いリターンを求める等運用効率の改善を図る。

(出所：2019 Annual Report & Account, p. 22-23 より筆者作成)

[18] Clariant (スイス／スペシャリティ化学／上場)

**事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向**

【ケアケミカル】機能化学品（パーソナルケア、産業用・ホームケア、農業ソリューション）。

【天然資源】オイル&マイニングサービス（ヒューストン在、石油探査・製造・パイプライン輸送活動用のスペシャリティ製品や鉱業・肥料産業用爆薬・特殊添加剤等）、ファンクションミネラルズ（ミュンヘン在、ベンナイト関連製品）。

【触媒】石油化学製品（石油化学中間体とポリマーの生産者）、化学品（バルクケミカルとスペシャリティケミカルズの生産者）、精製（クリーン燃料製造用の精製所）、環境関連（化学プラントと固定機関のオフガス処理）等向け。

(出所：Web サイト"Our Businesses"より筆者作成)

**ビジネスモデル**

- ビジネスモデルは、様々なリソースを革新的で持続可能なソリューションに変えることで、進化する顧客のニーズに対応すると同時に、顧客、従業員、株主、環境など、すべてのステークホルダーに利益をもたらすよう設計されている。
- 強い企業戦略：平均以上に成長機会のある 3 つのコア事業領域に集中するために、ビジネス売却を推進中。
- 6 つの資本変革による価値創造：業績(金融・知的・製造資本)、人材(人・関係資本)、プラネット(自然資本)。
- 3 つの価値創造フェーズにおける事業活動実行：Idea to Market／Market to Customer／Customer to Cash。

(出所：Integrated Report 2019, p.16-19 より筆者作成)

[19] Umicore (ベルギー／触媒／上場)

**事業セクター・主要商品・顧客業種・最新動向**

【触媒】自動車触媒、貴金属化成品（排出処理、がん治療等の先進エレクトロニクス向け有機金属技術）。

【エネルギー】コバルト等特殊機能材料，二次電池材料，電解めっき，光学電子材料。  
【リサイクル】貴金属製錬，貴金属管理（保管，配送，ヘッジ），貴金属リサイクル開発（ジュエリー，コイン，高純度ガラス，工業用触媒）。

（出所：Integrated Annual Report 2019, p. 3 より筆者作成）

### ビジネスモデル

- 金属を機能性材料に変換，リサイクルにより新素材を製造することで，廃棄物金属を資源に変える一方で，よりクリーンな空気と e モビリティの向上のためのソリューションを提供する「クローズドループ・アプローチ」\*が競合との差別化要因。  
このビジネスモデルはすべてのステークホルダーに，経済的，社会的，環境的価値を提供。

\*クローズドループ・アプローチの構成要素

（材料ソリューション）

触媒材料：クリーンな空気と健康ソリューションを提供。

バッテリー材料：電気自動車へ性能追加，ポータブルエレクトロニクスのバッテリー寿命延伸，コンピュータのマザーボードや光ファイバー，衛星の中にも接続。

（アプリケーションのノウハウ）

（リサイクリング）28 種類の金属回収を手掛ける。

（出所：Integrated Annual Report 2019, p.12-13 より筆者作成）

以上，19 社に共通するのは，環境を中心とする現代の課題に対し新たな用途・高機能素材を提供するソリューションビジネスに今後の活路を見出している点である。それを支えるのがイノベーションであり，ビジネスあつてのイノベーションという構図である。特に，合併後の[5] Linde では，バリューチェーンを通じ原材料のインプットから最終的なインパクトに至るまで「サステナブル・バリュー」との関連を明確に反映したビジネスモデル図を公開している。概ねソリューションの提供先は顧客・市場といった狭義のステークホルダーを想定し，顧客との協業関係を強調する企業が多いが，[1] BASF の Verbund システムのように自社グループ内で循環経済を実践しているケースや，[11] Bayer や[13] DSM のようにバリューチェーンに含まれない人や地球規模でのサステナビリティを対象としているケースもある。

企業によっては，こうしたソリューション事業が現在の収益に与えるインパクト，つまり経済的価値はまだそれほど大きいものではないかもしれない。しかし，原料精製，化学物質製造の工程で化石燃料を使用し温室効果ガスを排出する化学産業では，環境・エネルギー分野への対策は不可欠である。[2] Ineos が直接的な表現で「持続可能性と石油化学産業は敵対的ではない」と主張するように，サステナビリティ社会への貢献は美辞麗句に留まらない，企業の存続意義に直結する課題なのである。

以上，現在の欧州化学会社における開示の前提や開示を取り巻く環境として，社会の持続的成長と呼応したイノベーションを基礎とするソリューション型の成長が重視されている

こと、持続可能性の核は人・地球環境にあることが事業やビジネスモデルの開示を通じて明らかとなった。では、本論文が焦点を当てている租税関連の開示に影響を及ぼす条件はあるだろうか。各社の実際のサステナビリティ開示に移行する前に分析すべき項目が残っている。次節ではこれについて述べる。

### 第3節 立地

本分析対象となったようなグローバル企業では、課税ベースの定義や税率、控除制度といった各国で異なる税制の規定を背景に、グループ内取引に移転価格を用いて節税対策<sup>47</sup>を行うことが可能である。とはいえ、そのことがグローバル化していない企業に対する競争優位性の一つであることは間違いなく、一方で企業のタックスプランニングは課税当局でもない限り知り得るものではないため、ここでは租税回避行為の有無やその違法性について議論しない。本節では、グループ内取引がどの程度「Artificial」に行われているか、立地という視点を通して考察を行う。そして、次章からのサステナビリティ開示との相関を探る一つのエビデンスとしたい。

観点は3つである。

第一に、本社が実際にオペレーションの行われている国に所在するかどうか。

第二に、研究開発拠点がどこにあるか。

第三に、製造拠点が市場に近いエリアに置かれているか。

第一の観点では、登記上の本社とプレスリリースを発信しているアクティブな本社が異なるケースを対象としている。ただし、一般に知られる所在地とは異なる本店登記を行っている事例はあくまで公表された範囲に限定され、ケースの網羅性が必ずしも担保されていないことは予めお断りしておきたい。第二の観点は、一部の米国企業が、無形資産を本社所在地とは無関係の低税率国に一括移転、ロイヤリティの名目で収益を集中させて、結果としてビジネス利益の大部分を租税回避していた事例からの反映である。グループ内のノウハウの蓄積、イノベーションの発信元として合理的な立地であるかどうかが焦点である。第三の観点は、人件費の安い発展途上国に人為的に製造拠点を置き過小な利益を配分する事例を想定している。現在のOECDによるデジタル課税等の取組みにも含まれていない古典的な問題だが、マネーローンダリングや労働搾取といった社会サステナビリティの課題にもつながり得る。ここでは、市場エリアとの同一性を判断基準とする。

第一と第二の観点については表4に、第三の観点については表5に整理している。

#### (1) 本社機能 (表4)

本章第1節において、[2] Ineos が主に節税目的で本社を再移転していることは述べた。

ここでは、登記上の本社と運営上の本社の所在地が国境を跨っている[5] Linde を取り上げる。

<sup>47</sup> 多国籍企業のタックスプランニングについては、諸富（2013, p. 251-254）等が詳しい。

2018 年、Linde AG と Praxair との合併後の新しい持株会社 Linde plc がアイルランドに設立されているが、取締役会を含む主要なガバナンス活動は主に英国に拠点が置かれている<sup>48</sup>。そのため、統合後のプレスリリースはすべて英国ギルフォードから発信されており、2019 年の年次株主総会はロンドンで開催されている<sup>49</sup>。一方で、旧 Linde と旧 Praxair のコーポレート機能は、それぞれの本社があったミュンヘン<sup>50</sup>（ドイツ）とダンベリー（米コネチカット州）に残されている。Praxair の CEO & Chairman であった Steve Angel 氏は新会社の CEO を務めているが、現在もロンドンで開催される取締役会等の出席を除き通常はダンベリーで職務を行っている<sup>51</sup>。

Linde の統合計画の全容は不明であるが、現時点では、統合前のオペレーションを維持したまま本社機能だけを第三国に移転したということになる。アイルランド税制は管理支配地基準であるため、自国内で設立登記された企業であっても実質的に国外で管理支配が行われていると認められた場合には非課税となる<sup>52</sup>。英国も政策上法人税率引き下げが行われており、いずれにしても節税メリットの高いエリアであるから、統合によるシナジー、コスト削減効果の一環として本社所在地が選択されたと推測される。

## （２）研究開発拠点（表 4）

まず、研究開発に関わる記載が発見できなかった[5] Linde と[17] Johnson Matthey は分析対象外である。

一覧性のあるデータを提供していないのは、[6] AkzoNobel、[8] Yara、[13] DSM の 3 社である。これら 3 社の研究開発関連情報としては、[6] AkzoNobel の場合、最新のイノベーションキャンパスは製造工場内に立地している。[8] Yara の場合、全世界の販売拠点到 R&D 拠点が併設されていると記載されている。農家への農業指導等も行うビジネスモデルであってみれば自然な立地であろう。[13] DSM の場合は、前節で記載の通り「イノベーションセンター」が事業セグメントとして一つの財務報告単位となっている。同社の最新 Web サイトによれば、研究分野ごとにナレッジセンター（RT&D センター）が設置されており<sup>53</sup>、2017 年にオランダのデルフトに開設されたバイオテクノロジーセンターは、「バイオリジカルサイエンス」研究における主要な RT&D センターであるが、同分野ではこれ以外にヘレーン（オランダ）とコロンビア、レキシントン（いずれも米国）に研究拠点が設けられている。DSM の本社がオランダに所在することを考慮すれば、恣意的な立地を伺わせる要素はない。

<sup>48</sup> 出所：旧 Linde の Web サイト News 「(Archived) Linde AG and Praxair, Inc. sign Business Combination Agreement for Merger of Equals (June 1, 2017)」(2020 年 7 月 31 日閲覧)

<sup>49</sup> アイルランドの Companies Act 2014, Article 176 では、一定の要件をもって国外での株主総会開催を認めている。

<sup>50</sup> 旧 Linde 本社所在地は、ミュンヘン郡の自治区であるブラッハ・イム・イザールタール。

<sup>51</sup> 出所：旧 Praxair の Web サイト News Release 「Linde and Praxair sign Business Combination Agreement to Become a Leading Industry Gas Company (June 1, 2017)」(2020 年 7 月 31 日閲覧)

<sup>52</sup> Apple ほかの米国企業が各国税制の差異を利用して行っていた租税回避スキームについては、志賀（2014, p. 136-146）等に詳細な記述がある。

<sup>53</sup> 研究分野は「アナリティカルサイエンス」「バイオリジカルサイエンス」「ケミカルサイエンス」「エンジニアリングサイエンス」「マクロモレキュラー（高分子化合物）サイエンス」「マテリアルサイエンス」「ニュートリショナルサイエンス」に区分されている。（出所：DSM Web サイト”Science & Innovation”，2020 年 7 月 31 日閲覧）

残り 14 社については、戦略的イノベーションの本社機能をメインセンターに集約させている企業群と、全世界に研究開発拠点を分散させている企業群とに分かれる。前者の企業は、[7] Evonik Industries, [15] Borealis (いずれも本社所在国と同一立地), [18] Clariant (本社：スイス、イノベーションセンター：ドイツ) であるが、研究分野ごとに 1 センターを設けているという意味では[1] BASF もこれに含まれる。後者の企業における研究開発拠点についても実際のビジネスとの関係で違和感はない。

以上、分析対象外となった 2 社を除き、研究開発拠点の立地の観点でタックスプランニングの存在を推定する要因はない。

### (3) 製造拠点 (表 5)

製造拠点では、欧州以上に北米での拠点数の多さが目を引く。これは、米国が世界最大の需要地であると共に、テキサス州を中心として原油精製、石油化学品の一大生産地でもあるからであろう。原料供給へのアクセスのよさが立地に影響しているのである。

新興国立地も散見されるが、中国を中心としたアジア市場における需要の拡大と生産設備の新增設といったトレンドと一致した動きである。よって工場立地とマーケットとの明らかな乖離は見られずビジネスの合理性を欠くタックススキームは認められないが、一方で、インド、タイ、マレーシア等の工場・子会社に配分される利益、すなわち移転価格の問題<sup>54</sup>は残る。特に新興国側の税務当局からの調査リスクのレベルは低くないと考えるべきだろう。なお、[8] Yara ではブラジルへの積極的な投資が目立つが、ブラジルは農産物の世界最大の輸出国であるから同社にとっては適切な意思決定結果と言える。

上記以外に関しては、化学会社が、原油・ガスや肥料原料となる鉱物資源の権益を保有するケースを考察に入れる必要がある。こうした資源採掘業では、権益取得や生産物の販売価格決定に関して事業者側に有利な特別課税方式が交渉によって決まるケースがあり、資源国からの所得移転が起こりやすい。しかし、本分析対象企業に関しては、直接のオペレーションはパートナーシップで結ばれたエネルギーメジャー等によって実施されていることもあり、立地データは不明である。

以上、本章では、各社の沿革、現在のビジネスモデル、立地を通じて、企業開示の特徴を見てきた。と同時に、次章で詳述するサステナビリティ開示の、背景や前提条件を推定するための情報をも提供できたと考えている。分析対象となった業種に共通する特徴もあれば、個々の企業に特有のものもあり、本章において一律の法則を見出すには至らない。しかし、非財務情報開示の内容や精粗は、欧州が「環境・エネルギーの先進国」であるといった政策上の要件に左右されるとするのみでは満足のいく説明にはならないことは明らかであろう。次章は、こうした企業側のアクティブな戦略性を意識下に置きつつ、サステナビリティ開示の構成要素や文脈について整理し、本論文のテーマである租税関連開示の扱いについて考察を進めていく。

---

<sup>54</sup> 通常、グループ内から技術・製造ノウハウ・設備・資金等を供給されるため、ここでは、これに対するサービスフィーの支払い・返済を控除した上での残余利益を指している。

表 4 欧州化学会社 19 社の本社・研究開発拠点立地

	本社所在地 Registered/Legal	本社オフィス 所在地	研究開発拠点	
			所在地	データ出所
[1] BASF	ルードヴィヒス ファーヘン (ドイツ)	ルードヴィヒスファーヘン (ドイツ)	【プロセスリサーチ&ケミカルエンジニアリング】 ルードヴィヒスファーヘン (ドイツ) 【アドバンスドマテリアルズ&システムリサーチ】 上海 (中国) 【バイオサイエンスリサーチ】 リサーチトライアングルパーク (米国)	BASF Report 2019 , Management's Report (p. 31), Innovation
[2] Ineos	リンドハースト (英国)	ロンドン (英国)	オレフィン・ポリマー事業を行うINEOS GROUP HOLDINGS S.A.のみ抜粋. 【テクノロジーセンター】 ヒューストン (米国), プリュッセル (ベルギー), ロジニャーノ (イタリア), ラヴェラ (フランス)	INEOS GROUP HOLDINGS S.A. 2019 Annual Report, Business(p. 79), Research and Intelleractual Property
[3] LyondellBasell	ロッテルダム (オランダ)	<事務所オフィス> ヒューストン (米国) ロッテルダム (オランダ) ロンドン (英国)	【テクノロジー (R&D) セグメント】 フェラーラ (イタリア), ルードヴィヒスファーヘン (ドイツ)	2019 Annual Report, Business & Properties (p. 18), Description of properties/Location
[4] Air Liquide	パリ (フランス)	パリ (フランス)	【イノベーションキャンパス】 パリ (フランス), フランクフルト (ドイツ), デラウェア (米国), 上海 (中国), 東京 (日本)	2019 Universal Registration Document, Integrated Management Report, Performance (p. 80), Innovating within innovation ecosystems
[5] Linde	ダブリン (アイルランド)	ギルフォード (英国) <事務所オフィス> ダンペリー (米国), ブラッハ (ドイツ), シンガポール	記載なし.	—
[6] AkzoNobel	アムステルダム (オランダ)	アムステルダム (オランダ)	拠点一覧はない. 2019年度トピックスとして, ウッドコーティン グ事業に関わるR&Dイノベーションキャンパス が伐採工場 (英国) に設立されている.	Annual Repot 2019, Business Overvie (p. 21), Review of the year
[7] Evonik Industries	エッセン (ドイツ)	エッセン (ドイツ)	【ストラテジック・イノベーションユニット】 グループ内のCreavis社* (エッセン, ドイツ). 同社ではR&Dと共にインキュベーターの役割も 担う.	Financial Report 2019, Combined Manegement Report, Research and Development (p. 40)
[8] Yara	オスロ (ノルウェー)	オスロ (ノルウェー)	研究開発拠点として独立した一覧はない. R&D拠点は60か国の販売拠点に併設.	Annual Report 2019, Global presence (前文)
[9] Covestro	レパークーゼン (ドイツ)	レパークーゼン (ドイツ)	【R&Dファシリティ】 ピッツバーグ (米国), レパークーゼン (ドイツ), 上海 (中国), 尼崎 (日本)	Annual Report 2019, Combined Management Report, Company profile (p. 37), Production Sites and R&D Facilities
[10] Solvay	ネデ・オヴェ・エ アンピーク (ベルギー)	ネデ・オヴェ・エアンピー ク (ベルギー)	【主要なリサーチ&イノベーション拠点】 ( ): 拠点数 北米 (7), 中南米 (1), 欧州 (9), アジアその他 (4)	2019 Annual Integrated Report, 2019 at a glance, Key figures (p. 32), Salvay around the world



[11] Bayer	レバークーゼン (ドイツ)	レバークーゼン (ドイツ)	【重要なR&Dロケーション】 パークレー, ボストン・ケンブリッジ, モリスタウン, サンフランシスコ, セントルイス, ホイッパニー, ウッドランド (以上米国), ベトロリナ, サンパウロ (以上ブラジル), ベルリン, ダルムシュタット, フランクフルト・アム・マイン, ケルン, モーンハイム・アム・ライン, ヴッパター (以上ドイツ), トゥルク (フィンランド), ガイヤー, リヨン, ソフィア・アンテポリス (以上フランス), ベルグセンフク (オランダ), オスロ (ノルウェー), パーゼル (スイス), 北京, 啓東 (以上中国), 大阪, 東京 (以上日本)	Annual Report 2019, Combined Management Report, Corporate profile and Structure (p. 28), Bayer worldwide 2019
			【R&Dセンター】 ギルロイ, クリントン, グリーンズボロ, スレイター, スタントン, ウッドランド (以上米国), ジーローズ・ヒル (英国), パート・ザルツウフレン (ドイツ), エンクホイゼン (オランダ), ヘント (ベルギー), サン・ソヴール, サリアン (以上フランス), シュタイン (スイス), ウベルランジア (ブラジル), 北京 (中国), ゴア (インド)	
[12] Syngenta	パーゼル (スイス)	パーゼル (スイス)	イノベーションセンターの立地データなし. 2017年にデルフト (オランダ) にバイオテクノロジー センターが開設.	Webサイト内 "Innovation in Agriculture", Our R&D Centers (2020年7月31日閲覧)
[13] DSM	ヘールレン (オランダ)	ヘールレン (オランダ)	【主要なR&Dユニット】 レバークーゼン, ドルマーゲン, ウアーディン ゲン, マンハイム (以上ドイツ), ノーガタック (米国)	Webサイト Press Release "DSM opens new biotechnology center in Delft, the Netherlands (April 3, 2017) " (2020年7月31日閲覧)
[14] Lanxess	ケルン (ドイツ)	ケルン (ドイツ)	【イノベーション本社 (IHQ)】 リンツ (オーストリア) 【イノベーションセンター】 ステュンクスンド (スウェーデン), ボルボー (フィンランド) 【パイロット工場】 ボルボー (フィンランド), シュヴェヒャト (オーストリア)	Annual Report 2019, Combined Management Report, Business Processes and Employee (p. 81), Research and Development
[15] Borealis	ウィーン (オーストリア)	ウィーン (オーストリア)	【R&Dセンター拠点】 ( ) : 拠点数 北米 (4), 欧州 (7), アジアその他 (4)	Combined Annual Report 2019, Borealis Business Activities, Innovation (p. 46), Organisational Structure
[16] Arkema	コロンブ (フランス)	コロンブ (フランス)	記載なし.	Universal Registration Document 2019, Profile, Ambition and Strategy (p. 5), A Global Industry Company
[17] Johnson Matthey	ロンドン (英国)	ロンドン (英国)	【イノベーションセンター】 フランクフルト (ドイツ) 【R&Dセンター】 ブラネック, ホイフェルト, ゲンドルフ (以上 ドイツ), パロアルト, ルイビル (以上 米国), ムンバイ (インド), 上海 (中国)	Webサイト内 "Innovation" Clariant's Global Innovation Network (2020年7月31日閲覧)
[18] Clariant	ムッテンツ (スイス)	ムッテンツ (スイス)	【R&D/テクニカルセンター拠点】 ( ) : 拠点数 欧州 (6), アジアパシフィック (6), 北米 (2), 南米 (1)	Integrated Annual Report 2019, At a glance (p. 6)
[19] Umicore	ブリュッセル (ベルギー)	ブリュッセル (ベルギー)		

表 5 欧州化学会社 19 社の製造拠点立地

	本社オフィス 所在地	製造拠点	
		所在地	データ出所
[1] BASF	ルードヴィヒスファーヘン (ドイツ)	6 Verbundサイト, 追加的361製造拠点, 【Verbund拠点】 ルードヴィヒスファーヘン (ドイツ), アントワープ (ベルギー), ジェイズマー (米国), フリーポート (米国), クアantan (マレーシア), 南京 (中国)	BASF Report 2019, Management's Report (p. 21), The BSAF Group
[2] Ineos	ロンドン (英国)	19か国, 86拠点, 【製造拠点の多い国】 ( ) : 拠点数 ベルギー (8), 中国 (5), フランス (5), ドイツ (9), インド (6), 英国 (6), 米国 (25*) *テキサス州に9 拠点集中.	Webサイト内"Locations" (2020年7月31日閲覧)
[3] LyondellBasell	<事務所オフィス> ヒューストン (米国) ロッテルダム (オランダ) ロンドン (英国)	【製造拠点】 ( ) : 拠点数 複数事業セグメントは一つの立地ごとにカウント. 国別: 米国 (13*), フランス (2), オランダ (3), ドイツ (6), イタリア (2), 英国 (1), スペイン (1), オーストラリア (1) *テキサス州に8拠点集中.	2019 Annual Report, Business and Properties (p. 17-18) Description of properties,
[4] Air Liquide	パリ (フランス)	製造拠点のみ抽出したデータなし. 2019年度トピックスとして, オスロの循環経済 プロジェクト (Magic Factory Project) 開示.	2019 Universal Registration Document, Integrated Management Report Performance (p. 79), The Magic factory, and exmanple of a circular economy in Norway
[5] Linde	ギルフォード (英国) <事務所オフィス> ダンベリー (米国), ブラッハ (ドイツ), シンガポール	【プラント】 米州: 350拠点 (米国, カナダ, メキシコ, ブ ラジル), EMEA: 230拠点 (スペイン, イタリ ア, ドイツ, ベネルクス, 英国, スカンジナビ ア, ロシア), アジアパシフィック: 230拠点 (中国, 韓国, インド, タイ) 【パイプライン】 5か所 (いずれも米国)	Annual Repot 2019, Item2 Properties (p. 16)
[6] AkzoNobel	アムステルダム (オランダ)	拠一覧はない. 2019年度設備の増強・移設トピックスとして, パウダーコーティング工場 (常州・中国), ウッドコーティング設備 (ハイポイント・ 米国) 開示.	Annual Repot 2019, Finacial Statement (p. 93), Note 11 Property, Plant and Equipment
[7] Evonik Industries	エッセン (ドイツ)	製造拠点は26か国に所在. 26か国の内訳: アフリカ (1), アジア (8), オセアニア (1), 欧州 (12), 北米 (2), 南米 (2) 拠点数としては, 米国, ドイツ, 中国が多い.	Webサイト内"Locations" (2020年7月31日閲覧)
[8] Yara	オスロ (ノルウェー)	製造拠点は28か所. 欧州の拠点数が最も多く, その他のエリアでは 南ア, インド, オーストラリア, カナダ, メキ シコ, ブラジル等. 2019年度のトピックスとして, セーハ・ド・ サリトレトリオグランデ (いずれもブラジル) の工場新設・拡張開示.	Annual Report 2019, Global presence (前文) Financial Statement (p. 115) 4-1. Property, Plant and Equipment
[9] Covestro	レバークーゼン (ドイツ)	【世界規模設備を有する製造拠点】 ベータウン (米国), アントワープ (ベル ギー), ブルンズビュッテル, ドルマーゲン, ウアーディングゲン, レバークーゼン (以上ドイツ), 上海 (中国), マーブター ブット (タイ).	Annual Report 2019, Combined Management Report, Company profile (p. 37), Production Sites and R&D Facilities

[10] Solvay	ネデ・オヴェ・エアンピー ク (ベルギー)	工業用地 (Industrial Site) は 115か所。 エリア別：北米 (39), 中南米 (8), 欧州 (44), アジアその他 (24)	2019 Annual Integrated Report, 2019 at a glance, Key figures (p. 32), Solvay around the world
[11] Bayer	レバークーゼン (ドイツ)	重要な製造拠点は33か所。 国別：米国 (7), アルゼンチン (2), ブラジル (3), ドイツ (10), メキシコ, ベルギー, フィンランド, フランス, イタリア, スイス, スペイン, 中国, インド, インドネシア, 日本 (いずれも1), 一部R&Dサイトと併設。	Annual Report 2019, Combined Management Report, Corporate profile and Structure (p. 28), Bayer worldwide 2019
[12] Syngenta	パーゼル (スイス)	製造拠点一覧はない。 2019年に100周年を迎えたグランジマウス (英 国)農薬工場が主力との開示。	Sustainable Business Report 2019, Our offer, Crop Protection (p. 15)
[13] DSM	ヘールレン (オランダ)	製造拠点一覧はない。	—
[14] Lanxess	ケルン (ドイツ)	【最も重要な製造拠点】 レバークーゼン, ドルマーゲン, ウアーディン ゲン, ベルクカメン (以上ドイツ), アント ワープ (ベルギー), トラフォードパーク (英 国), ラティーナ (イタリア), ベイタウン, エルドラド, パース・アンボイ (以上米国), エルミラ (カナダ), ジャガディア, ナグダ (以上インド), 常州, 南通, 寧波 (以上 中国)	Annual Report 2019, Combined Management Report, Business Processes and Employees (p. 80), Production
[15] Borealis	ウィーン (オーストリア)	製造拠点は 10か国に所在。 所在国：オーストリア, ベルギー, ブラジル, フィンランド, フランス, ドイツ, イタリア, スウェーデン, オランダ, 米国	Combined Annual Report 2019, About Borealis (p. 20), Borealis Worldwide
[16] Arkema	コロンブ (フランス)	製造拠点は144か所。 エリア別：北米 (43), 欧州 (61), アジア その他 (40)	Universal Registration Document 2019, Profile, Ambition and Strategy (p. 5), A Global Industry Company
[17] Johnson Matthey	ロンドン (英国)	主力の製造工場は41か所。 エリア別：北米 (11), 欧州 (14), 中国 (5), その他アジア (6), その他 (5)	2019 Annual Report and Account, Strategic Report, JM in Profile (p. 5), Where we operate
[18] Clariant	ムッテンツ (スイス)	製造拠点一覧はない。	—
[19] Umicore	ブリュッセル (ベルギー)	製造拠点は50か所。 エリア別：欧州 (19), アジアパシフィック (14), 北米 (11), 南米 (5), アフリカ (1)	Integrated Annual Report 2019, At a glance (p. 6)

## 第5章 欧州化学会社 19 社のサステナビリティ開示

### 第1節 サステナビリティの構成要素

本節では、非財務情報の中でも、ガバナンスやリスクマネジメント等を除外した狭義のサステナビリティ関連の開示を扱う。その中核はマテリアリティである。

サステナビリティという抽象的な概念に対して具体的なガイドラインを提供している国際的な団体が複数存在するが、欧州化学会社 19 社の統合報告書内非財務情報の大多数は GRI を採用している。マテリアリティの概念も、2016 年に発行された GRI スタンダード<sup>55</sup>でほぼ統一されていると考えて差し支えないだろう。GRI スタンダードにおけるマテリアリティの定義は、「組織が経済、環境、社会に与える著しいインパクトを反映する項目、ステークホルダーの評価や意思決定に対して実質的に影響を及ぼす項目」<sup>56</sup>であり、それまでの GRI ガイドラインと異なり多様なステークホルダーを想定したものとなっている。つまり、企業にとっての重要課題ではなく、経済、環境、社会へ影響を与える課題の開示が指定されているのである。

ところが、日本企業のマテリアリティ開示では、社会の課題に対する貢献活動が必ずしも本業の事業活動や企業ビジョンやミッションと関連付けられていない例に接することがある。したがって、本節で最も重視するのは、前章で取り上げた企業が実際に手掛けている事業やビジネスモデル等と、マテリアリティとの首尾一貫性もしくは整合性である。

統合報告書等の記載事項に関しては、2019 年度と 2014 年度の二期間につき抽出した。また、Web サイトで「サステナビリティ」のページを設けている場合には、Web サイトへの掲載内容も補足情報として併記している<sup>57</sup>。

#### [1] BASF（ドイツ／総合化学／上場）

##### **2014 年度統合報告書等**

###### **【マテリアリティ／社会課題】**

- ・エネルギー／気候    ・食料    ・資源／エコシステム    ・水    ・製造責任
- ・製品／課題解決    ・提携    ・雇用

（出所：BASF Report 2014, Management's Report, Sustainability Management）

##### **2019 年度統合報告書等**

<sup>55</sup> 2016 年の発行後、2018 年に「303 水」「403 労働安全衛生」の改訂版が発行、2019 年には「207 税」が追加、2020 年には「306 廃棄物」の改訂版が発行されている。

<sup>56</sup> 出所：2016 GRI スタンダード マネジメントアプローチの情報開示基準 103-1（特定非営利活動法人サステナビリティ日本フォーラムによる和訳）

<sup>57</sup> 各社の Web サイト閲覧日は 2020 年 7 月 31 日。なお、Web サイトのページタイトルには「"Sustainability"」といったようにダブルクォーテーションで囲み、統合報告書やサステナビリティレポートと区分して表記している。次節以降も同様。

【マテリアリティ／社会課題】

- ・エネルギー／気候
- ・安全衛生／製造管理
- ・大気／土壌
- ・資源廃棄
- ・水
- ・生物多様性
- ・人権
- ・雇用／ダイバーシティ

【上記への対策】

- ・イノベーション
- ・顧客とのエンゲージメント
- ・企業倫理
- ・デジタル化／データセキュリティ
- ・サプライチェーンへの責任
- ・ステークホルダーエンゲージメント
- ・透明性
- ・ガバナンス構造
- ・組織レジリエンス<sup>58</sup>
- ・持続的ファイナンス

(出所：BASF Report 2019, Management's Report, Integrated Sustainability)

Web サイト

【サステナビリティ・テーマのタイトル】

- ・環境
- ・従業員／社会
- ・バリューチェーン
- ・提携（様々なパートナーシップとネットワークへの参画）
- ・管理と手段
- ・SDGs
- ・循環経済
- ・Value to Society アプローチ\*
- ・課題解決の舵取り
- ・カーボンマネジメント

\*Value to Society アプローチ：社会貢献を高め、事業活動の悪影響を最小限に抑えるために、バリューチェーンに沿って事業活動の経済的、生態学的、社会的影響を金額で評価する手法を開発。その目的は、年次進捗モニタリング、バリューチェーンへの価値貢献の実証、評価結果にマクロ社会の視点を加味した情報に基づく意思決定にある。

(出所：“Sustainability”, “Learn more about sustainability at BASF”)

[2] Ineos (英国／石油化学／非上場)

統合報告書等

発行していない。アニュアルレポートは財務報告中心。

Web サイト

【サステナビリティ・テーマのタイトル】

- ・製品（CO<sub>2</sub>削減）
- ・最適化と効率性のための生産技術
- ・HSE<sup>59</sup>
- ・従業員
- ・強力な提携

(出所：“Sustainability”, “More On Sustainability”)

<sup>58</sup> 組織が存続し繁栄するために、漸進的な変化や突然の混乱に対して予見、準備、対応、適応する能力を指す。(出所：ISO22316「Security and resilience - Organizational resilience - Principles and attributes」)

<sup>59</sup> Health, Safety & Environment の略。職場における環境保護と安全の実践を指す。ちなみに、Ineos は Safety, health & environment と記載しているが内容は概ね同一と見られる。

[3] LyondellBasell（オランダ・米国・英国／石油化学／上場）

**統合報告書等**

発行していない。アニュアルレポートは財務報告中心。

**Web サイト**

【2018 年策定フォーカスエリア】

・持続可能な循環型製品    ・プラスチック廃棄    ・気候変動

【2018 年設定マテリアリティ】

・生物多様性／土地    ・クリーンな大気    ・気候変動    ・コミュニティ開発（雇用創出等）  
・廃水／廃棄    ・従業員エンゲージメント    ・安全衛生    ・人権    ・廃プラ  
・製造責任    ・社会経済上の価値創出    ・持続可能な循環型製品    ・持続可能な調達  
・透明で責任あるビジネス慣行    ・水の利用

【サステナビリティ・テーマのタイトル】

・HSSE<sup>60</sup>    ・プロダクトスチュワードシップ<sup>61</sup>    ・LifeBeats（企業独自のウェルビーイング・アプローチ）    ・公共政策と政治プロセスへの参画

（出所：“Sustainability”，Sustainability Report 2018）

[4] Air Liquide（フランス／産業ガス／上場）

**2014 年度統合報告書等**

【環境】    ・エネルギー消費    ・温室効果ガス    ・環境マネジメント

【社会】    ・安全    ・人材能力開発    ・地域価値創造

【ガバナンス・顧客】

・株主との信頼関係    ・顧客／患者    ・企業倫理    ・サプライヤー  
・公的機関との関係    ・生産管理システムと認証

（出所：2014 Reference Document, Corporate Social Responsibility & Sustainable Development Report）

**2019 年度統合報告書等**

【環境】    ・エネルギー    ・温室効果ガス排出    ・ライフサイクル評価    ・サステナブル経済    ・生物多様性    ・規制

【社会】    ・雇用    ・株主との関係    ・顧客／患者対応    ・サステナブル調達    ・財団  
・公共（public sphere）との関係

<sup>60</sup> Health Safety, Security and Environment（環境・安全・危機管理・環境保全）の略称。

<sup>61</sup> 開発，製造，流通，使用，リサイクル，廃棄のライフサイクルにおける製品の安全性についてリスクを開示して，バリューチェーンを通じて健康，安全，環境保護を不可欠な要素とする取組み。（出所：LyondellBasell Web サイトより筆者要約）

(出所：2019 Universal Registration Document, Environmental & Societal Report)

#### **Web サイト**

##### **【サステナビリティ・テーマのタイトル】**

- ・安全 ・倫理 ・人権への尊重 ・気候関連 ・環境データ ・Visilance Plan<sup>62</sup>
- ・非財務情報格付け ・ステークホルダー

(出所：“Group”, “Sustainable Development”)

[5] Linde (英国／産業ガス／上場)

#### **統合報告書等**

発行していない。アニュアルレポートは財務報告中心。

#### **Web サイト**

##### **【2019－2020 年優先事項のタイトル】**

- ・気候変動（脱炭素化への投資とイノベーション／GHG<sup>63</sup>削減強度／創造的持続的ソリューション提供）
- ・HSE（労働と物流の安全／健康とプロダクトスチュワードシップ／環境）
- ・人とコミュニティ（ダイバーシティインクルージョン／従業員コミュニティエンゲージメント／国際的慈善活動）
- ・インテグリティ／コンプライアンス

##### **【追加トピックス開示】**

- ・経済関連 ・環境関連 ・社会関連

(出所：“Sustainable Development”内 Sustainable Development Report 2019, p. 12-13 他)

[6] AkzoNobel (オランダ／塗料・コーティング／上場)

#### **2014 年度統合報告書等**

##### **【マテリアリティ・マトリックス】**

- ・バリューチェーン全体の資源エネルギー消費と炭素排出 ・安全
- ・エコプレミアム ・インテグリティ ・顧客ニーズ ・従業員エンゲージメント
- ・プロダクトスチュワードシップ ・能力開発 ・循環経済 ・持続可能なサプライチェーン
- ・業績／戦略 ・気候変動 ・製品マージン ・ステークホルダーエン

<sup>62</sup> フランスの Commercial Code Article L225-102-4 に規定された、関係会社・下請け業者・サプライヤーの人権や自由侵害・健康や安全等の労働環境に関する注意義務に関わる計画を指す。フランスに事務所登記を行っている一定以上の従業員規模を有する企業が対象で、2017 年より適用開始されている。

<sup>63</sup> 温室効果ガス (greenhouse gas)。

ゲージメント ・ 環境効率 ・ コミュニティ参画 ・ 資源不足／原料調達リスク

(出所 : Report 2014, Sustainable Statement)

#### **2019 年度統合報告書等**

【Paint】 ・ サステナブルな課題解決 ・ 顧客価値 ・ 協働イノベーション

【Planet】 ・ 資源生産性 ・ サプライチェーン持続可能性 ・ 衛生／安全

【People】 ・ 従業員 ・ 人権 ・ ケアプログラム

【上記以外のマテリアリティ】 ・ インテグリティ ・ 公平な課税

(出所 : Report 2019, Sustainable Statement)

#### **Web サイト**

【サステナビリティ・テーマのタイトル】

・ ESG データ ・ 人権 ・ #AkzoNobel Cares (コミュニティプログラム／国際教育支援等) ・ HSES

【サステナビリティページのリンク先タイトル】

・ GRI 対照表 ・ Tax ・ 年次報告 ・ 報告原則 ・ 3 D P/L\*  
・ 国連グローバルコンパクト COP

\* 3 D P/L : 全ての事業活動において、損益計算を活用して経済、環境、社会影響の 3 次元損益評価を行っている。当社のコストと利益だけでなく、バリューチェーン全体の価値創造(利益)とバリューチェーン内他のリンク (損失) も考慮。

バリューチェーンアクティビティは 3 つのセクションにグループ化。

- ・ アップストリーム : 原材料の精製、原材料の輸送、中間材料の製造等
- ・ 自社オペレーション : AkzoNobel サイトでの排出量、エネルギー使用量、廃棄物処理
- ・ ダウンストリーム : 製品の使用時および終末期における環境・自然への影響

2015 年のデータ結果が Web サイトに掲載されている。

(出所 : "How we operate", "Sustainability")

[7] Evonik Industries (ドイツ／総合化学／上場)

#### **2014 年度統合報告書等**

・ 従業員 ・ 環境／安全衛生

(出所 : Annual Report 2014, Management Report, Sustainability)

#### **2019 年度統合報告書等**



・従業員 ・安全 ・環境 ・バリューチェーン

(出所: Financial Report 2019, Management Report, Sustainability)

#### Web サイト

##### 【マテリアリティトップ 10】

・サステナブルな製品／顧客の課題解決 ・気候変動 ・希少資源の効率消費／  
循環経済 ・責任経営と人権 ・プラント安全性 ・R&D／イノベーション  
・戦略と成長 ・労働安全 ・デジタル化 ・プロダクトスチュワードシップ

(出所: "Responsibility", "Sustainability at Evoik"内 Sustainability Report 2019, p. 21)

[8] Yara (ノルウェー／農業化学／上場)

#### 2014 年度統合報告書等

発行していない。アニュアルレポートは財務報告中心。

#### 2019 年度統合報告書等

##### 【主要なバリュードライバー】

・原料価格 ・原材料の入手可能性 ・食料価格 ・規制改正

##### 【メガトレンド】

・気候変動 ・水 ・デジタル化 ・循環経済 ・食品産業統合 ・食料シフト  
・土壌劣化

##### 【ケイパビリティ・ポジション】

・製造責任 ・インフラ／物流 ・世界規模／プレゼンス ・人的資本  
・ナレッジマージン ・ブランド

##### 【営業ライセンス】

・倫理／コンプライアンス ・環境パフォーマンス ・衛生安全  
・プロダクトスチュワードシップ

(出所: Annual Report 2019, Strategy Review, Topics material for our value creation)

#### Web サイト

マテリアリティは Annual Report 2019 と同じ。

(出所: "This is Yara", "Sustainability"内 Yara's GRI Report 2019)

[9] Covestro（ドイツ／総合化学／上場）

**2015 年度統合報告書等**

Annual Report 2015<sup>64</sup>には、具体的なマテリアリティの記載なし。

**2019 年度統合報告書等**

【非財務報告（German Commercial Code）上の主要なサステナビリティ・トピックス】

- ・SDGs に貢献する創造的解決
- ・環境上の効率的な操業
- ・労働安全衛生
- ・就業の魅力
- ・プロダクトシュワードシップ
- ・循環経済
- ・インクルーシブビジネス<sup>65</sup>
- ・持続可能なサプライチェーン
- ・企業倫理／人権デューディリジェンス／透明性

（出所：Annual Report 2019, Management Report, Disclosures on Sustainability Reporting）

**Web サイト**

【2025 年までの設定ゴールの対象】

- ・SDGs に対応した R&D ポートフォリオ
- ・サプライヤーの行動規範
- ・温室効果ガス削減
- ・途上国等の生活水準向上
- ・脱炭素

（出所：“Sustainability”, ”Sustainability goals”）

[10] Solvay（ベルギー／スペシャリティ化学／上場）

**2014 年度統合報告書等**

【マテリアリティ-High】

<環境> ・エネルギー ・GHG 排出 ・環境事故と復旧 ・水利用 ・大気質  
・有害物質

<社会> ・顧客満足

<人的資本> ・従業員の安全衛生 ・従業員エンゲージメント／ウェルビーイング

<ビジネスモデル・イノベーション> ・持続可能なビジネスソリューション

<リーダーシップ・ガバナンス> ・安全／緊急事態対応プロセス

（出所：2014 Annual Report, Financial & Extra-Financial Information, Corporate

<sup>64</sup> 同社は 2015 年 8 月に Bayer からのスピンアウトにより設立しており、最も古い公表書類が 2015 年度版となる。

<sup>65</sup> 開発途上国の貧困層の人々を消費者、生産者、被雇用者、起業家等としてビジネスのバリューチェーンに取り込み、現地で雇用や商品・サービスを生み出すことによって、貧困層の人々の選択肢の拡大と企業の事業機会の拡大を同時に実現するビジネスを指す。（出所：国連開発計画（UNDP）駐日代表事務所 Web サイト）2005 年に World Business Council for Sustainable Development（WBCSD、持続可能な開発のための経済人会議）によって提唱。

Social Responsibility Report)

**2019 年度統合報告書等**

【マテリアリティーHigh】

<環境> ・温室効果ガス排出 ・大気質 ・エネルギー ・水／排水 ・廃棄／有害物質  
<社会資本> ・顧客福祉 ・社会的活動  
<人的資本> ・従業員の安全衛生 ・ダイバーシティインクルージョン  
・従業員エンゲージメント／ウェルビーイング  
<ビジネスモデル・イノベーション> ・持続可能なビジネスソリューション  
<リーダーシップ・ガバナンス> ・重大インシデントへのリスク管理  
・法務／倫理／規制体制の管理

（出所：2019 Annual Integrated Report, Management Report, Extra-Financial Statements）

**Web サイト**

【ポジティブな影響を与える 3 つの分野と 10 のプライオリティ】

<気候> ・GHG 排出削減 ・石炭火力設備の廃棄 ・生物多様性への負荷低減  
<資源> ・水の有効利用増加 ・循環型経済の加速 ・廃棄物再生 ・持続可能な解決  
に向けイノベーションの活用  
<よりよい生活> ・安全優先 ・ダイバーシティインクルージョン浸透 ・産休の拡大

（出所：“Sustainability”, ”Ten Sustainable Key Goals”）

[11] Bayer（ドイツ／総合化学・製薬／上場）

**2014 年度統合報告書等**

【マテリアリティーVery High】

- ・持続的な食糧供給 ・医薬品へのアクセス ・生産&プロセスイノベーション
- ・ステークホルダーエンゲージメント／提携 ・人的資本 ・安全 ・企業倫理
- ・プロダクトシュワードシップ

（出所：Annual Report 2014, Management Report, Sustainability Management & Governance）

**2019 年度統合報告書等**

【2018 年末設定マテリアリティー】

- ・イノベーション ・ヘルスケアへのアクセス ・持続的な食糧供給
- ・プロダクトシュワードシップ ・気候／環境保護 ・企業倫理

(出所: Annual Report 2019, Management Report, Strategy, Sustainability Management)

**Web サイト**

統合報告書記載事項に追加すべき情報なし.

(出所: Sustainability Report 2019)

[12] Syngenta (スイス/農業化学/非上場)

**統合報告書等**

発行していない.

**Web サイト**

**【マテリアリティ区分】**

・種子へのアクセス ・大気汚染 ・生物多様性 ・ビジネスインテグリティ  
・気候変動緩和と適応 ・対話/透明性/パートナーシップ ・従業員エンゲージメント  
・人権/公正安全な労働 ・農業イノベーション ・土地利用変化/森林破壊  
・製品責任 ・資源効率化 ・農村開発/貧困軽減 ・安全で栄養価の高い食品  
・土壌の健康 ・水の保全

(出所: "Sustainability" 内, Sustainable Business Report 2019, Non-financial performance)

[13] DSM (オランダ/スペシャリティ化学/上場)

**2014 年度統合報告書等**

**【マテリアリティ課題】**

<社会的変化> ・健康/ウェルネス ・栄養失調 ・食の安全/安心 ・高い経済成長  
・人権

<環境上の限界> ・持続的なバリューチェーン ・バイオ系循環経済 ・気候変動  
・水管理 ・資源制約 ・生物多様性 ・再生可能エネルギー/GHG  
排出 ・持続可能な動物保護

<ビジネスイネーブラー> ・オープンイノベーション ・キャリア/雇用  
・アドボカシー<sup>66</sup> ・ソーシャルメディア ・貿易障壁

<sup>66</sup> アドボカシーは一般に、政治的、経済的、社会的なシステムや制度における決定に影響を与えることを目的とした活動を言うが、DSM のケースでは、マルチ・ステークホルダー・コラボレーションというアプローチの下、開発途上国の適切な製品・プロセス開発におけるプラットフォームとネットワーク協力を指している。(出所: Royal DSM Integrated Annual Report 2019 内)

<信用・説明責任> ・税 ・生命倫理

(出所：Royal DSM Integrated Annual Report 2014, Report by the Managing Board, Stakeholder engagement)

### **2019 年度統合報告書等**

#### **【マテリアリティ課題】**

<環境> ・気候／エネルギー ・資源／循環 ・水安全保障 ・生物多様性  
<社会> ・栄養／健康 ・労働安全衛生 ・労働慣行／人権 ・リーダーシップ／  
人材開発 ・国際化／ダイバーシティ  
<ビジネス・ガバナンス>  
・事業倫理／透明性 ・地政学シフトとダイナミクス ・イノベーション  
・アドボカシー／エンゲージメント／提携 ・プロダクトスチュワードシップ  
・デジタルトランスフォーメーション

(出所：Royal DSM Integrated Annual Report 2019, Sustainability Statements, management approach for material topics)

### **Web サイト**

統合報告書記載事項に追加すべき情報なし。

(出所：“Sustainability”)

[14] Lanxess (ドイツ／総合化学／上場)

### **2014 年度統合報告書等**

#### **【トップマテリアリティ】**

・プラント／プロセスの安全性 ・労働安全衛生

(出所：Annual Report 2014, Corporate Responsibility)

### **2019 年度統合報告書等**

#### **【重要なトピックス】**

・柔軟な調達 ・安全／持続可能な製造現場 ・気候変動対策／エネルギー効率  
・エンゲージした従業員／成果を上げるチーム ・持続可能なプロダクトポート  
フォリオ ・ビジネス主導のイノベーション ・顧客との関係重視

(出所：Annual Report 2019, Corporate Responsibility)

**Web サイト**

統合報告書記載事項に追加すべき情報なし.

(出所: "Responsibility"内, Corporate Responsibility Report)

[15] Borealis (オーストリア/石油化学/非上場)

**2014 年度統合報告書等**

**【マテリアリティ課題】**

・倫理的な商慣習   ・人材の開発と維持   ・従業員の安全衛生   ・製品の安全性/  
顧客保護   ・エコデザイン/イノベーション   ・排出削減/省エネ   ・資源/原料の  
効率性   ・廃棄削減   ・サプライチェーンや物流における持続可能性

(出所: Annual Report 2014, Sustainability)

**2019 年度統合報告書等**

**【注力すべきコアのフォーカス分野】**

・気候変動   ・循環型経済   ・プラスチック廃棄/管理   ・プロダクトサステナ  
ビリティ

**【継続的モニターが必要な項目】**

・持続可能な調達   ・イノベーション管理   ・プロダクトスチュワードシップ  
・デジタルトランスフォーメーション

**【営業ライセンスに関わる項目】**

・安全衛生   ・エネルギー管理   ・ダイバーシティ/機会均等   ・人材開発  
・ステークホルダーエンゲージメント   ・非常時ガバナンス

(出所: Combined Annual Report 2019, Non-financial Report, Sustainability Management)

**Web サイト**

統合報告書記載事項に追加すべき情報なし.

(出所: "Company", "Sustainability")

[16] Arkema (フランス/総合化学/上場)

**2014 年度統合報告書等**

**【CSR テーマのタイトル】**

・化学品業界における安全性   ・エコロジカルフットプリント低減   ・イノベーショ

ンにおける持続可能な開発ソリューション ・ステークホルダーとのオープンな対話 ・従業員の能力開発（個人／集団）

（出所：2014 Reference Report, Corporate Social Responsibility）

#### **2019 年度統合報告書等**

##### **【優先事項】**

<エクセレンスを維持する>

- ・プロダクト stewardship ・労働安全衛生 ・業界リスクの防止／管理
- ・企業倫理 ・ダイバーシティ／機会均等

<好機を捉える>

- ・イノベーション主導のサステナブルな課題解決 ・コラボレーション型イノベーション
- ・企業活動へのデジタル技術の組み込み ・水／廃棄問題を含む循環経済検討
- ・GHG 排出削減／エネルギー管理 ・人材の養成／開発 ・職場のウェルビーイング／ワークライフバランス

（出所：Universal Registration Document 2019, Corporate Social Responsibility）

#### **Web サイト**

##### **【統合報告書記載以外の追加マテリアリティ】**

- ・ガバナンス ・透明性 ・ステークホルダーとの対話 ・職場における雇用関係／人権の尊重

（出所：“Social Responsibility”, “CSR ambition and commitments”, “Materiality Assessment”）

[17] Johnson Matthey（英国／触媒／上場）

#### **2014 年度統合報告書等**

##### **【フレームワーク・主要な分野】**

- ・ビジネスインテグリティ／倫理 ・サプライチェーン管理 ・EHS ・人的資源

（出所：2014 Annual Report and Accounts, Governance, Governance & Sustainability）

#### **2019 年度統合報告書等**

##### **【マテリアリティ】**

- <環境> ・水利用 ・資源希少性 ・GHG 排出 ・大気質 ・製品ライフサイクル管理
- <社会> ・安全衛生 ・ダイバーシティインクルージョン ・採用／リテンション

・現代奴隷法／児童労働　・責任ある調達　・コミュニティへのインパクト  
<ガバナンス>　・財政上の持続可能性　・倫理的なビジネス慣行／コンプライアンス  
・気候変動　・サステナビリティリーダーシップ

(出所：2019 Annual Report and Accounts, Strategic Report, Our Sustainability framework)

#### **Web サイト**

##### **【持続可能なビジネスゴール】**

- ・健康と安全　・従業員　・低炭素オペレーション　・責任ある調達
- ・サステナブルな製品　・コミュニティエンゲージメント

(出所：“Enhancing Life”, “Our Sustainability framework”)

[18] Clariant (スイス／スペシャリティ化学／上場)

#### **2014 年度統合報告書等**

##### **【マテリアリティーvery high】**

- ・企業倫理／コンプライアンス　・コーポレートガバナンス　・排出　・雇用条件
- ・エネルギー　・ライフサイクルインテグレーション　・プロダクト stewardship
- ・再生可能新素材　・ステークホルダーとの対話　・危険物の代用／代替
- ・サステナブルなイノベーション　・サステナブルなサプライチェーン　・透明性
- ・サプライチェーンコラボレーション

(出所：Annual Report 2014, The Clariant Story, The Five-Pillar Strategy, Achieving Financial Targets & Sustainable Success)

#### **2019 年度統合報告書等**

##### **【マテリアリティーのうちフォーカストピックス】**

- ・顧客との関係　・循環型経済　・デジタル化　・環境保護／資源　・成長／収益性
- ・イノベーション／技術進歩　・労働安全衛生／ウェルビーイング
- ・プロダクト stewardship／化学品のサステナビリティ　・人材獲得／リテンション

(出所：Integrated Report 2019, The Foundation of Success, Materiality Assessment)

#### **Web サイト**

##### **【独自のサステナビリティ・プログラム】**

- ・ポートフォリオバリュープログラム\*



\*社内だけでなく、バリューチェーン全体、最終的には化学セクター全体でサステナビリティを促進するためのスクリーニングプロセス。ライフサイクル全体にわたって各製品とソリューションを見直すための基礎情報となる。

(出所: "Sustainability", "Add Value with Sustainability"より筆者抜粋)

#### [19] Umicore (ベルギー／触媒／上場)

##### **2014 年度統合報告書等**

###### **【Vision 2015 におけるゴール】**

<経済> ・成長／リターン

<働き甲斐のある職場> ・安全 ・職業被ばく ・人材開発 ・優良雇用者

<環境効率> ・カーボンフットプリント低減 ・メタル排出低減 ・プロダクトサステナビリティ

<ステークホルダーエンゲージメント> ・持続可能な調達 ・ローカルコミュニティ

(出所: Annual Report 2014, About us)

##### **2019 年度統合報告書等**

###### **【2015－2020 ターゲット】**

<経済パフォーマンス> ・リーダーシップの強化 ・利益を 2 倍に ・ポートフォリオ見直し

<バリューチェーンと社会> ・サステナブル供給 ・サステナブルな製品／サービス

<環境効率> ・効率的な操業

<働き甲斐のある会社> ・安全 ・健康 ・エンゲージメント

(出所: Integrated Annual Report 2019, Materiality)

##### **Web サイト**

###### **【独自のサステナビリティ・アプローチ】**

・コバルトに関わる倫理的調達アプローチの外部検証

(出所: "Sustainability"より筆者抜粋)

以上、19 社のマテリアリティとその実現のための対策には、かなり共通点が多いことが見て取れる。

第一の視点は、「プロダクトシュワードシップ」、「提携型イノベーション」、「ステークホルダーエンゲージメント」といったキーワードが頻出する点である。これらはすべて、「現代の課題に対し新たな用途・高機能素材を提供するソリューション事業」を基軸としたビジ

ネスモデルから発展したと捉えることができる。社会貢献は自社のみで達成するのではなく、一連のバリューチェーンを通じて実現するものであり、それゆえ広範なステークホルダーとの提携といったオープンな事業活動が不可欠であるという認識が、マテリアリティ開示で明確になっている。この場合、総合的な化学産業だからこそバリューチェーン全体を俯瞰したマテリアリティが設定されるとする仮定は、[6] AkzoNobel の開示例で否定されるだろう。同社では、2018年にスペシャリティ化学品事業を売却し塗料とコーティング事業に特化している現在も、3DPLという製品のライフサイクル全般を対象とした評価アプローチについてWebサイト掲載を取り下げていないのである。バリューチェーン・サステナビリティに向けた企業独自のアプローチ、プログラムを設定しているのは、筆者が発見した限りであるが、[6] AkzoNobel のほかに、[1] BASF, [18] Clariant が挙げられる。[18] Clariant のポートフォリオバリュープログラムに至っては、自社が属するバリューチェーンを超越して化学セクター全体を射程に入れたサステナビリティ推進を実践しているとの記載がある。

もう一つの流れとしては、19社全社で従業員等を対象にした安全衛生の労働環境に言及している点である。HSESはSDGs<sup>67</sup>の目標8にも含まれメーカーにとっては基本動作の一つではあるが、化学物質を扱うことによる健康被害や一度事故が発生すれば人体への甚大な悪影響を及ぼし得る製造プラントを持つ業界であればなおさらであろう。また、特にエレクトロニクス、触媒、肥料等の原材料となる鉱物資源の採掘現場では、劣悪低賃金の労働環境や児童労働の状況がしばしば人権団体から告発され社会的問題になる。現在、こうした人権問題に対する社会的要請はサプライチェーン全体に及ぶため、採掘業に直接携わっていない企業でも直面せざるを得ない課題である。従業員の安全衛生に加え「サステナブル調達」や「ステークホルダーとの対話」といったマテリアリティを掲げている企業も目立つが、まさにこの文脈と考えられる。さらに遵法の観点から、[17] Johnson Matthey では「現代奴隷法」<sup>68</sup>について、[19] Umicore では「コバルトの倫理的調達」について言及している。後者のリチウムイオン電池材料となるコバルトは、現状、米国 Dodd-frank Act section 1502 や欧州委員会 Conflict Minerals Regulation において紛争鉱物規制<sup>69</sup>の対象には含まれていないものの、生産地がコンゴ民主共和国に集中することもあり、今後新たに追加される可能性も見据えているのかもしれない。

一方、マテリアリティとしては少数事例ではあるが、[1] BASF に「組織レジリエンス (Organizational Resilience)」, [15] Borealis に「非常時ガバナンス (Emergency Governance)」が挙げられているのは注目に値する。2社とも、2019年度版統合報告書で登場し2014年度にはリストアップされていない項目である。COVID-19 パンデミックの中、現在の日本企業では、アフターコロナも含めてコンティンジェンシー・プランの早急な見直しに迫られている。BASF, Borealis 両社のマテリアリティの詳細な意図は不明であるが、統合報告書の発行日はそれぞれ2020年2月28日と2020年3月12日であり、感染症拡大

<sup>67</sup> 2015年に国連サミットで採択された、2030年までに持続可能な社会を目指すための国際目標 (Sustainable Development Goals)。

<sup>68</sup> サプライチェーンにおける人身売買と現代奴隷制の監査・報告を規定した英国 Modern Slavery Act 2015 を指す。

<sup>69</sup> 紛争鉱物資源とはスズ、タンタル、タングステン、金を指す。これらが、原産地国での強制労働や人権侵害の原因、武装勢力の資金源となること等を根絶するために様々な規制が置かれている。

という外部環境の変化を反映したものであるのならば、素早い開示対応と評価できるであろう。

## 第2節 租税関連開示とその文脈

これまでに、欧州化学会社 19 社が、自社のみならずサプライチェーンを通じて、さらには化学業界全般のサステナビリティを強く意識して、マテリアリティを設定している様子を見てきた。マテリアリティの選定結果はそれぞれの企業が様々な開示媒体の中で主張しているビジネスモデルと整合性があり、対象は概ね「環境」と「人権」に集約される。では、租税は企業が標榜する「サステナブルな社会への貢献」とどのような関係があるのだろうか。本節と次節では、租税に対する企業としての認識、すなわち文脈について議論を進める。

表 6 では、2019 年統合報告書と Web サイト<sup>70</sup>から、各社の租税関連に言及している部分を抽出しその内容について一覧にしている。表 7 はカテゴリー別の集計である。カテゴリーは「サステナビリティ関連」「リスクマネジメント関連」「コーポレートガバナンス/コンプライアンス関連」とし、各社における租税の文脈を類推する端緒とした。3つの区分は原則統合報告書の部建てや Web サイトのページタイトルに拠っており、企業ごとに区分定義に特徴と差異がある。筆者独自の区分ルールは、「サステナビリティ関連」にはマテリアリティもしくはマテリアリティの説明記載に該当したものを含めていること、従業員行動規範 (Code of Conduct) 等企業ポリシーに関わるものは「コーポレートガバナンス/コンプライアンス関連」に含めていることの 2 点である。

表 7 の集計結果を概括すると、19 社中 15 社は租税について何らかの開示を行っていた。本節議論の焦点は租税の文脈であるから開示企業数の多寡を評価するものではないが、非開示企業に関して言うならば、4 社中 [12] Syngenta と [15] Borealis の 2 社が非上場であることと無関係ではないだろう。こうした企業では、広範な投資家に向けて全方位 IR を行う必要に迫られていないことの証左と考えられる。特に、[15] Borealis は、2014 年にフィンランド子会社 Borealis Technology Oy (略称: TOY) の取引につき現地税務当局より 2 億 8 千万ユーロの追加納付請求 (利息、罰金をふくむ) を受けたことが、当時の財務報告注記に記載されている<sup>71</sup>。この際の注記には、TOY のみならず Borealis グループ会社で当局監査が進行しており、そのうちのいくつかはグループ再編と移転価格に焦点が置かれているとある。しかしながら、この際も偶発債務としての注記を行うに留まり非財務情報としてのリスク開示は行っていない。株主を始めとする投資家に対しては、税務当局の再評価・修正により財務数値にインパクトを与えうる事態について財務報告を粛々を行う。租税の経済的側面が強調された事例と言えるだろう。

<sup>70</sup> Web サイトは 2020 年 7 月 31 日閲覧。

<sup>71</sup> 2008 年の TOY から Borealis 本社へのポリオレフィン技術に関わる独占ライセンス契約が、事業売却にあたるとして 7 億ユーロの課税所得増額修正を受けたもの。当時、2010 年の TOY・Borealis 本社間の触媒に関わるライセンス契約に関してはフィンランド税務当局の監査継続中であった。(出所: Annual Report 2014, Financial Statement, Note 9 Taxation, Tax Contingencies)

表 6 欧州化学会社 19 社の非財務情報における租税関連開示一覧

	開示媒体	サステナビリティ関連情報	リスクマネジメント関連情報	コーポレートガバナンス／ コンプライアンス関連情報
[1] BASF	2019年統合報告書	該当なし。  (出所：Management's Report, Integrated Sustainability)	具体的な言及なし。  (出所：Management's Report, Opportunities & Risks)	「グローバル行動指針」の一項目として、取引先・パートナーが関わるマネーローndリングへの対策の記載あり。  (出所：Corporate Governance, Compliance)
	Webサイト	該当なし。  (出所："Sustainability")	—	リンク情報としてTax Principlesが掲載。  (出所："Corporate Governance")
[2] Ineos	2019年統合報告書	—	—	—
	Webサイト	該当なし。  (出所："Sustainability")	—	英国税務戦略開示義務 (Finance Act 2016 <Schedule 19> 16(2))に基づくディスクロージャー掲載。  (出所："Legal")
[3] LyondellBasell	2019年統合報告書	—	—	—
	Webサイト	マテリアリティの一つ「公共政策と政治プロセスへの参画」には、英国税務戦略開示義務 (Finance Act 2016 <Schedule 19> 16(2))に基づくペーパーが包まれている。  (出所："Sustainability")	—	行動規範の一項目として、マネーローndリングへの対応の記載あり。  (出所：Code of Conduct 2020)
[4] Air Liquide	2019年統合報告書	マテリアリティの一つ「公共 (public sphere) との関係」における例示の中に、財務上の観点から、グループ企業所在国における納税と現地の様々な税務当局との良好な関係に注意を払っているとの記載あり。  (出所：Environmental & Societal Report)	具体的な言及なし。  (出所：Management Report)	—
	Webサイト	該当なし。  (出所：Sustainable Development)	—	—
[5] Linde	2019年統合報告書	—	—	—
	Webサイト	マテリアリティの経済関連トピックスにTax Strategy (GRI standards 201-1「Direct economic value generated and distributed」に対応するもの)の掲載あり。  (出所：Sustainable Development Report 2019)	—	サステナビリティレポート内「コンプライアンス」に、各種行政機関と議論を交わすトピックスの一つとして租税が挙げられている。  (出所：Sustainable Development Report 2019, 及びCode of Business Integrity)

	開示媒体	サステナビリティ関連情報	リスクマネジメント関連情報	コーポレートガバナンス／ コンプライアンス関連情報
[6] AkzoNobel	2019年統合報告書	マテリアリティとして「公平な課税」が抽出されている。詳細説明は財務報告の法人税注記をそのまま引用している。  (出所：Sustainable Statement)	具体的な言及なし。  (出所：Risk Management)	具体的な言及なし。  (出所："Integrity and Compliance Management")
	Webサイト	Tax Principlesへのリンクが貼付されている。Tax Principlesには2018年のエリアごとの納税実績が付記されている。  (出所："Sustainability")	—	具体的な言及なし。  (出所：Code of Conduct)
	2019年統合報告書	該当なし。  (出所：Management Report, Sustainability)	「リーガルリスク」の例示としてTax riskが掲載されている。 <Tax riskの内容> ・グループ内では、様々なビジネスプロセス、資本的支出の差異が存在。 ・各国の金融当局の再編、税制改革等の外部要因。 ・税務監査をきっかけとする遅延納付リスク。  (出所：Management Report, Opportunity & Risk Report)	—
[7] Evonik Industries	Webサイト	マテリアリティには該当しないが、英国税務戦略開示義務（Finance Act 2016 <Schedule 19> 16(2)）に基づくペーパーへのリンク貼付。  (出所："Responsibility", "Socially Responsible Investment(SRI)", "Evonik positions")	—	—
	2019年統合報告書	該当なし。  (出所：Stragy Review, Topics material for our value creation)	「リスク選好」の一つに、課税管轄地におけるコンプライアンス・リスクに晒されているとの記載あり。事業目的外の租税対策は追求しないこと、透明性ある管理に専心していること等の説明がある。  (出所：Risk Management)	—
[8] Yara	Webサイト	該当なし。  (出所："Sustainability")	—	・行動規範の一項目として、マネーローナリングへの対応の記載あり。 ・「コーポレートガバナンス」にTax Policy 2017へのリンク貼付。  (出所：Code of Conduct 2020, 及び "Corporate Governance")

	開示媒体	サステナビリティ関連情報	リスクマネジメント関連情報	コーポレートガバナンス／ コンプライアンス関連情報
[9] Covestro	2019年統合報告書	具体的な言及なし。  (出所：Management Report, Disclosures on Sustainability Reporting)	「法令／コンプライアンス」リスクの例示として税制を挙げているが具体的な説明はない。  (出所：Management Report, Opportunities & Risks)	該当なし。  (出所：Management Report, Compliance)
	Webサイト	該当なし。  (出所："Sustainability")	—	—
[10] Solvay	2019年統合報告書	該当なし。  (出所：Management Report, Extra-Financial Statements)	該当なし。  (出所：Management Report, Risk Management)	—
	Webサイト	該当なし。  (出所："Sustainability")	—	該当なし。  (出所：Code of Business Integrity)
[11] Bayer	2019年統合報告書	具体的な言及なし。  (出所：Management Report, Strategy, Sustainability Management)	「財務／税務」リスク内にTax riskの項目あり。 <Tax riskの内容> ・事業を行う様々な国々の規制を受ける。 ・それらエリアでの税制改正、税務当局による判断・解釈・監査結果は財務上のインパクトを及ぼすリスク。 ・大規模な買収・売却・再編等においてもインパクトあり。 ・税の枠組みを設定し継続的に評価対処しているが、これら見積りが不確実性のリスクをカバーするのに十分でない可能性がある。  (出所：Management Report, Opportunity & Risk Report)	具体的な言及なし。  (出所：Management Report, Compliance)
	Webサイト	該当なし。  (出所：Sustainability Report 2019)	該当なし。  (出所：Sustainability Report 2019)	該当なし。  (出所：Code of Conduct)
[12] Syngenta	2019年統合報告書	—	—	—
	Webサイト	該当なし。  (出所：Sustainable Business Report 2019, Non-financial performance)	—	該当なし。  (出所：Code of Conduct)

	開示媒体	サステナビリティ関連情報	リスクマネジメント関連情報	コーポレートガバナンス／ コンプライアンス関連情報
[13] DSM	2019年統合報告書	マテリアリティの一つ「事業倫理／透明性」の例示として租税が挙っており、税ポジションは事業活動エリアの範囲を反映した、ノーマルな商取引と一致しているとの記載があるほか、Taxation at DSM (Finance Act 2016 <Schedule 19> にも準拠)のリンクが掲載されている。  (出所：Sustainability Statements)	該当なし。  (出所：Corporate governance & risk management, Risk Management)	具体的な言及なし。  (出所：Corporate governance & risk management, DSM Code of Business Conduct)
	Webサイト	該当なし。  (出所："Sustainability")	—	該当なし。  (出所：Code of Business Conduct)
[14] Lanxess	2019年統合報告書	該当なし。  (出所：Corporate Responsibility)	「法務／各国環境／コンプライアンス」リスク内に、Tax Mattersの記載あり。 <Tax Mattersの内容> 税務は不確実性が高く、法令に従い正しく報告している場合でも税務当局が異なる結論を出すことがある。  (出所：Managemnt Report, Opportunity & risk report)	—
	Webサイト	—	—	「コーポレートポリシー」ページに「Taxation at LANXESS」へのリンクが貼付されている。  (出所：Code for Integrity, Compliance & Supplier Code of Conduct 及び "Good Corporate Governance", "Corporate Policy")
[15] Borealis	2019年統合報告書	該当なし。  (出所：Non-financial Report, Sustainability Management)	該当なし。  (出所：Non-financial Report, Responsible Business, Corporate Governance)	該当なし。  (出所：Non-financial Report, Responsible Business, Ethics & Compliance)
	Webサイト	—	—	該当なし。  (出所：Ethics Policy, 及びEthics Policy for Business Partners)

	開示媒体	サステナビリティ関連情報	リスクマネジメント関連情報	コーポレートガバナンス／ コンプライアンス関連情報
[16] Arkema	2019年統合報告書	該当なし。  (出所：Corporate Social Responsibility)	「コンプライアンス／訴訟手続／社会的期待／内部統制に関わるリスク」の例示として、内部取引における移転価格に関連して税務当局との見解相違による税再評価のリスクが開示されている。子会社Arkema Srlにおける現地ロンバルディア（イタリア）の税務監査で、最終的に1,470万ユーロの修正（利息・罰金含む）を行った事案に言及。  (出所：Risks & Internal Control)	—
	Webサイト	—	—	該当なし。  (出所：Business Conduct & Ethics Code of Arkema)
[17] Johnson Matthey	2019年統合報告書	マテリアリティには該当しないが、「ビジネスモデル」内で納税実績をステークホルダーへ提供する価値の一要素として挙げている。定量開示等詳細はない。  (出所：Strategic Report, Our Sustainability framework)	具体的な言及なし。  (出所：Strategic Report - Risks & Uncertainties)	—
	Webサイト	—	—	行動規範の一項目として、反マネーローニングの記載あり。  (出所：Business Integrity & Ethics)
[18] Clariant	2019年統合報告書	該当なし。  (出所：The Foundation of Success, Materiality Assessment)	—	—
	Webサイト	—	—	・2種類（従業員・サプライヤー向け）の行動規範にはマネーローニング活動の禁止の記載あり。 ・「ガバナンス」ページにTax Policy掲載。別途、英国税務戦略開示義務に基づくペーパーのリンクもあるが、記載内容はTax Policyと類似。  (出所："Tax Policy", "Tax Strategy", Code of Conduct, Code of Conduct for Supplier)
[19] Umicore	2019年統合報告書	該当なし。  (出所：Materiality)	該当なし。  (出所：Opportunities & Risks, Managing risk effectively)	—
	Webサイト	—	—	該当なし。  (出所：Code of Conduct)



表 7 欧州化学会社 19 社の租税関連開示 (カテゴリー別集計)

サステナビリティ関連	リスクマネジメント関連	コーポレートガバナンス/ コンプライアンス関連	開示なし
[3] LyondellBasell [4] Air Liquide [5] Linde [6] AkzoNobel [7] Evonik Industries [13] DSM [17] Johnson Matthey	[7] Evonik Industries [8] Yara [9] Covestro [11] Bayer [14] Lanxess [16] Arkema	[1] BASF [2] Ineos [3] LyondellBasell [5] Linde [8] Yara [14] Lanxess [17] Johnson Matthey [18] Clariant	[10] Solvay [12] Syngenta [15] Borealis [19] Umicore

では、カテゴリー別に租税の文脈を探っていく。

はじめに、各国の税制改正や税務当局との解釈の相違やその変化を根拠として、租税をリスクとして捉えている「リスクマネジメント関連」グループから見ていく。グローバルな取引を展開している企業のタックスコンプライアンスに関しては、日本の場合、主に新興国に所在する子会社との取引に関わる移転価格課税、すなわち二重課税のリスクとして取り上げられる<sup>72</sup>。こうした認識は[16] Arkema が移転価格に言及しているところと共通するが、ここでの特徴は課税所得の再評価リスクの所在が必ずしもグループ内取引に限定されていない点にある。例えば、[7] Evonik Industries が「様々なビジネスプロセス、資金的支出における差異（筆者翻訳、以下同様）」、[11] Bayer が「大規模な買収、売却、再編」を挙げているように、対象は広く捉えられている。しかし、その文脈は、[11] Bayer が「税の枠組みを設定し継続的に評価対処しているが、これら見積りが不確実性のリスクをカバーするのに十分でない可能性がある。」<sup>73</sup>と表明し、[14] Lanxess がもっと直接的に「法令に従い正しく報告している場合でも税務当局が異なる結論を出すことがある。」<sup>74</sup>と記載しているように、税の不確実性が企業の財務報告に与えるリスクという観点から脱するものではない。個社におけるリスク管理が、税の公平性や納税を通じた地域社会への貢献といった社会全体のサステナビリティに発展・転換するような文脈は見当たらないのである。

次に、「コーポレートガバナンス/コンプライアンス関連」グループに移ろう。このカテゴリーには、[5] Linde が「行政機関と議論すべきトピックス」という文脈で租税を取り上げた以外では、マネーローダリングに言及するグループとタックスポリシーに言及するグループとに分かれる。

不正資金の洗浄や犯罪組織への資金供与等を防止するマネーローダリング対策に関して、金融機関を除く一般企業にとって身近な規制と言えば安全保障貿易管理関連であろう。遵守すべき各種条約や各国諸法令がある中、最も影響力の高いのが米国 OFAC<sup>75</sup>規制である。

<sup>72</sup> 経済産業省 貿易経済協力局貿易振興課（2013）「新興国における課税問題の事例と対策」  
[kazeimondai\\_syousai.pdf](#) 等に詳しい。

<sup>73</sup> 出所：Bayer Annual Report 2019, p. 97.

<sup>74</sup> 出所：Lanxess Annual Report 2019, p. 131.

<sup>75</sup> 米国財務省外国資産管理室（The Office of Foreign Asset Control）. OFAC の Web サイト  
<https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/Pages/default.aspx>（2020 年 7 月 31 日閲覧）。なお、OFAC 規制については、上記 Web サイト以外に日本経済新聞記事「マネロン対策、他人事にあら  
ず」（2020 年 8 月 19 日）等も参考にしている。

規制は年を追うごとに強化されており、米国が指定した制裁対象（国・エリア・法人・個人等）やその関係先と取引を行う場合、意図的な違反はもとより知らずして行った違反に関しても口座凍結、決済不能、制裁金等の処分を受ける可能性がある。殊に化学業界では、その製品や技術が武器や軍事転用可能であるため最終需要家のバックグラウンドにまで神経を尖らせる必要がある。そして、タックスヘイブンやオフショア金融センターはその秘匿性ゆえマネーローンダリングに深く結びついており<sup>76</sup>、これらを利用し脱税や租税回避を行う組織・国家の要人等もまた OFAC 制裁リストに加えられている。つまり、一般企業における外交・安全保障上のコンプライアンス観点に限定したとしても、租税はその温床になり得るという意味で、マネーローンダリング対策の主要な構成要素なのである。

マネーローンダリングに関する記載があるのは、[1] BASF, [3] LyondellBasell, [8] Yara, [17] Johnson Matthey, [18] Clariant の 5 社であるが、いずれも従業員もしくはサプライヤーにおける行動規範に収載されているのが特徴である。

行動規範として掲げられている意味を考察するために、代表例として[1] BASF の「Our Code of Conduct (2020 年版)」を取り上げる。マネーローンダリングは BASF 行動規範の「We earn trust」<sup>77</sup>という部建てに贈賄防止・貿易管理と共に整理されている。まず、犯罪行為から派生した現金や資産を合法的な金融活動に移そうとする意図的な試みの手段として、BASF グループが利用されるのを防ぐため、あらゆる合理的な措置を講じている、とグループ従業員に対し明瞭な発信を行っている。その理由は、マネーローンダリングやテロ資金供与への関与は例え不注意であっても刑事犯罪であり、そのことにより企業としてのレピュテーションが毀損されるからである。具体的な方策としては、贈賄防止と同様に、従業員個人がビジネスパートナーの活動を常に警戒し、そのアイデンティティや不規則な資金の動き、不審な行動といったものを契約締結前、もしくは取引前に確認していくことが挙げられている<sup>78</sup>。

こうした反マネーローンダリングのアプローチは、日常的なビジネスを遂行する従業員・サプライヤー個々のインテグリティに依存しており、マネジメントによるタックススキームの選択や税務部門における管理体制、あるいは税務当局との折衝といった高度に専門的な内容とは異質の文脈を租税に与えている。また、マネーローンダリングという社会問題に厳然と対処する姿勢と具体的な対応を打ち出す姿は、たとえ目的の第一義が摘発・処分の回避であったとしても、リスクマネジメントとしての文脈に比べてより能動的、公開的であり社会的でもある。

さて、「コーポレートガバナンス/コンプライアンス関連」のもう一方のグループであるタックスポリシーであるが、「サステナビリティ関連」カテゴリーにおいて言及している企業もあるため、次節にまとめてポリシーやプリンシパルとして整理された内容につき議論したい。

---

<sup>76</sup> [参考文献]Palan, Muphy, & Chavagneux. (2010) 第 1 章, 第 2 章, 第 6 章等に詳しい。なお、「オフショア金融センター」は、オフショア顧客にサービスを提供する会計事務所、弁護士、銀行、税の専門家、トレーダーで構成されたコミュニティを指す。(出所：前掲書邦訳 p. 43-46)

<sup>77</sup> その他の部建てタイトルは「We care (総括部分)」「We play fair」「We respect」「We protect」。

<sup>78</sup> その他、マネーローンダリング関与の事実のみならず「疑わしき取引」についても当局へ報告する義務があるため、スピークアップ等の社内制度を利用した情報の提供を呼び掛けている。疑わしき取引の届け出義務は、日本で言えば犯罪収益移転防止法といった規制を想定しているものと考えられる。

では最後に、「サステナビリティ関連」カテゴリーで言及されている租税がどのような文脈で扱われているか見ていきたい。マテリアリティの文脈が明確なのは5社である。まず、[4] Air Liquide は各国税務当局との良好な関係やコミュニケーションの構築に注意を払っており、[3] LyondellBasell では政策決定プロセスの議論に参画すると記載している。いずれも、「リスクマネジメント関連」で焦点となっている税の不確実性をリスクファクターとして留めるのではなく、具体的な対処や企業としてのポリシーが示されている。もっとも、この2社の文脈ではあくまで租税の経済的側面が重視されていることは否めない。

翻って、[6] AkzoNobel では、公平な課税（Fair taxes）という社会サステナビリティに通じる文脈のマテリアリティが設定されている<sup>79</sup>。統合報告書内でこのマテリアリティに関する説明はなく、Financial Statements の法人税等注記が引用されているため以降はこの注記を元に Fair の意味を読み解いていこう。法人所得税の注記<sup>80</sup>は IFRS（国際会計基準）に準拠したものだが、大別して「実効税率調整表」と「繰延税金資産・負債」で構成されている。マテリアリティとの関連で注目されるのは、このうち前者の注記である。2019年の利益水準に基づく実効税率は29.3%（2018年は20.6%）であり、この数値は2018年の特殊化学品事業売却による影響を控除している。売却益の多くの部分が免税処理されており、比較可能性の観点から事業売却のインパクトを排除したとの記載がある<sup>81</sup>。実効税率に対して本社（親会社）が所在するオランダの法定税率は25%、グループ全体の加重平均法定税率は22.8%（2018年は24.9%）であるから、実効税率との大きな乖離がなく税務調整が少額であることがわかる。税務調整の主な部分は、特殊化学品事業売却後の事業再編の一環で、グループ内取引を見直したことである。グループ間資金調達の簡素化、グローバルなビジネスサポートサービス範囲の拡大、研究開発とサプライチェーンの機能一元化といった、グループ全体のコスト削減策の記載がある。これにより、個社ごとの利息、コストシェアリング、ロイヤリティに変化が生じ、付随する繰延税金資産が解除され<sup>82</sup>実効税率を押し上げる結果となった。この開示全般から得られる文脈は、租税行動における作為の排除、公正性と透明性であろう。

類似の文脈は、租税を事業倫理・透明性（Business ethics & transparency）の例示として挙げた[13] DSM にも見られるが、[6] AkzoNobel が財務報告の注記を示したのみであったのに比して、統合報告書内にマネジメントアプローチというタイトルで具体的な主張が見られるのが特徴である<sup>83</sup>。

「当社グループのタックスポジションは事業運営の一般的な取引形態と一致しており、企業戦略や事業活動の地理的な広がりを反映している。そうしたビジネスの全容は統合報告書を始めとするディスクロージャー類で透明性をもって提供されている。」

<sup>79</sup> マテリアリティ・マトリックス上、「会社にとっての重要度」「ステークホルダーにとっての重要度」共に「Low」レベル。

<sup>80</sup> 出所：AkzoNobel 2019 Financial Statements Note 8, *Income Tax*.

<sup>81</sup> 事業売却に関わる税務インパクトも含めると、実効税率は2019年28.4%、2018年7.5%となる。売却益の太宗は2018年に計上されているが、2019年は最終価格決定による決済とその税効果が発生した模様である。（売却益に関わる出所：2019 Financial Statements Note 2, *Divestment*）

<sup>82</sup> 繰延税金資産の変動には解除と再計上の両方があるが、相殺して47百万ユーロの解除超過（税コスト）となっている。

<sup>83</sup> 出所：Royal DSM Integrated Annual Report 2019, p. 160.

この一連の説明は、人工的なタックスプランニングへの関与を否定する[6] AkzoNobel の文脈に共通するが、[13] DSM は事業倫理や透明性の冒頭部分で、これらがマテリアリティ 足り得る根拠として「事業を行っていることに対する責任 (We take our responsibilities as a business seriously.)」であると踏み込んだ記載を付け加えている。

こうした納税における企業の社会的責任論については、[17] Johnson Matthey が、マテリアリティではなくビジネスモデルとしてさらに単純化した形で表現している<sup>84</sup>。そこでは、株主やその他のステークホルダーに対して会社が創出する価値が二つあり、一つが魅力的なリターン、一つが納税であるとしている。そして定量的に共有できる価値が、成長率、基礎収益率、1 株当たり利益、ROIC、運転資本なのである。計測可能な付加価値に対して、納税は企業の本源的な価値と言い換えることができようか。納税と企業戦略・ビジネスモデルの関係を端的に示した独特な開示例と言えるだろう。

本節では各社の非財務情報開示における租税の位置づけ・分類という観点から考察を行ってきた。本分析から明らかになるのは、企業戦略の観点では租税には経済的側面と社会的側面が共存するが、両者を分かちものは税の透明性の議論において公開性と目的の多様性が存在するか否かに行きつくということである。

すなわち、企業経営にとっての税の透明性の問題は以下の 2 つに分類できる。一つは課税当局に向けた開示もしくは当局との良好なコミュニケーションをターゲットにするものであり、税務の世界では伝統的な考え方だ。ここにおける文脈は、タックスコンプライアンスやレピュテーション毀損回避のリスクマネジメントとグローバルで納税水準を最適化すること双方のバランスを取ることにあり、税の経済的側面に着目したものである。その発想の中には当局限定に閉ざされたガバナンス体制が想定されている。もう一つは、より広範なステークホルダー向けの開示である。ここにおいては、租税に対する基本的なスタンスとその企業固有の戦略やビジネスモデルとの間に首尾一貫性があるという前提の下で、企業の社会的責任に結び付いた開示が行われる。社内においても多面的なガバナンスの枠組みが想定されているものと考えられる。

もちろん、現代の企業においていずれか一方に偏向することは考えにくい。あくまでバランスの問題である。本節における分析結果としては、明らかに社会的側面を重視している企業として、マテリアリティやビジネスモデル開示内で租税に言及している[6] AkzoNobel, [13] DSM, [17] Johnson Matthey の 3 社が挙げられる。従業員等の行動規範の中で反マネーロンダリングを挙げた 5 社（この中には[17] Johnson Matthey も含まれている）も同様の傾向を推定させる。その他については、もともと租税開示のない 4 社を除いた 8 社が、伝統的な経済的側面を重視する企業と捉えることができる。次節では、本節で一旦棚上げしていた Tax Strategy, Tax Principle といった租税に関わる各社ポリシーの内容を確認し、上記の暫定的結論を修正すべき要素があるか否かについて検討する。

---

<sup>84</sup> 出所 : Johnson Matthey 2019 Annual Report and Accounts, p. 23.

### 第3節 Tax Strategy, Tax Principles

近年、日本においても、Web サイトに Tax Strategy, Tax Principles 等グループのタックスポリシーを公開する企業が増加している。企業実務の立場で言えば、税務当局との間のコミュニケーションツールとして利用されてきた面はあるものの、端緒は SDGs や ESG 投資への関心の高まりがもたらした ESG 格付け要請への対応ではなかったか。つまり、タックスポリシーを策定して对外公表することの本来的な意義は、租税分野に特化して、社会的サステナビリティに対する企業行動の前提条件を表明することにあるものと考えられるのである。

ところで、タックスポリシーの開示はその成り立ちや経緯からすれば自主性、独自性を旨とするべきところであるが、開示項目を統一的に定めた規制の存在が各社のタックスポリシーの評価を複雑にしている。平易に言うならば、事業運営の実態から乖離し飾り立てられた開示になっていないかという懸念である。この点に特に影響を及ぼしていると考えられるのが、2017 年から適用が開始された英国税法による税務戦略開示義務（英国 2016 年財政法附則 19 条）<sup>85</sup>である。

この英国法は、英国所在の企業に対してその Web サイト上に税務戦略を公表することを義務付けたもので、税務当局（英国歳入関税庁, HM Revenue and Customs, 略称: HMRC）への提出ではなく公衆に供覧されるのが特徴である<sup>86</sup>。公開させることで、納税者に対して税務管理をより意識させ、税務ガバナンス体制の整備・強化が促進されることが期待されている。英国に拠点を持ちグループ全体の売上規模が一定以上であれば適用対象となり<sup>87</sup>、公開場所は英国法人の Web サイトでも、英国外親会社あるいはグローバルの Web サイトいずれでもよい。税務戦略に含める項目は以下の通りである。

- 英国における税務リスクの管理法
- タックスプランニングに対する企業の姿勢
- 英国における課税リスクの許容水準
- HMRC への対応方針
- 税務戦略が遵守している法律の具体的な条項
- 税務戦略が関連する会計年度
- 課税に関するその他の関連情報

<sup>85</sup> 以下、英国税務戦略開示義務については、PwC 税務ガバナンスニュース（2018 年 1 月 25 日）<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/news/tax-governance/governance-180125.html>、および EY 税理士法人 Japan tax alert（2019 年 2 月 7 日号）[https://www.ey.com/ja\\_jp/ey-japan-tax-library/tax-alerts/2019/ey-japan-tax-alert-20190207-01](https://www.ey.com/ja_jp/ey-japan-tax-library/tax-alerts/2019/ey-japan-tax-alert-20190207-01)、を参照している。（2020 年 7 月 31 日 Web サイト閲覧）

<sup>86</sup> [参考文献] 吉村（2017, p. 640）は、税務戦略の開示によって企業の租税回避に対するリスク選好を識別することが出来るという HMRC の調査結果を引用し、リスクアプローチによる税務調査実施を意図したものであると同時に、「公共の目に晒される（public visibility）ことを目的」とした制度であると紹介している。

<sup>87</sup> 多国籍企業では、OECD の国別報告（Country by Country Report）フレームワークの基準値である 750 百万ユーロ超のグループ総売上高が閾値となる。詳細は、HMRC ガイダンス <https://www.gov.uk/guidance/large-businesses-publish-your-tax-strategy>。（2020 年 7 月 31 日 Web サイト閲覧）

前節表 6 の通り、19 社中 10 社がタックスポリシーを公表しているが、その多くが英国法を遵守しているか、もしくは企業独自の記載部分はあるものの英国法の要件を充足している。英国法は税務戦略の開示がタックスプランニングの積極性を示す指標であるという理解を基礎としており、その前提に立つ限り現下の企業の開示実態は立法政策の観点からは有効であると解釈できる。一方企業の立場で、コンプライアンスやリーガルの枠組みを外した場合、税務戦略への取組みと認識のレベルは企業により異なっているものと考えられる。今後、我が国においても BEPS action12（税務当局への税務戦略開示制度）の導入が予定されているが、一般に租税回避に対するリスク選好が高くないとされる日本企業において、どこまで制度の実効性が得られるかは未知数である。また、グローバル展開を行っている日本企業の多くではすでに英国法の適用を受け対応済みであり、適用企業拡大の効果には疑問が生じるところである。

以下では、10 社各社のタックスポリシーの内容を筆者が抜粋した<sup>88</sup>。

我々はこれまで、19 社の沿革から現在のビジネスモデル、サステナビリティ上認識される課題まで、それぞれの首尾一貫性に留意しつつ俯瞰してきた。本節においても同様の視座をもって分析を進める。そして、遵守している規制のいかに拠らず、租税に対する認識として各社が経済的側面／社会的側面のいずれに比重を置いているのか、タックスポリシーの性質そのものを検討することが、本節の主眼である。

#### [1] BASF（行動規範に反マネーローンダリングの記載あり）

【タイトル】 BASF Our Tax Principles

【遵守する法律】 記載なし

【概要】

- 前文：「Value to Society」では税金は社会的利益と考えられている。当社は、企業が社会に提供する環境的、人的、社会的、ファイナンス的価値を測定・開示するための標準化されたモデル作成を目指す業界アライアンスのメンバーだが、適用される税法に従って十分な税金を分担し公共財政に貢献することが、経済的、社会的価値を創出することと認識している。Tax Principles ではガバナンスの枠組みを決定するタックスコンプライアンスと租税リスクへのアプローチを定めている。
- コンプライアンス：外部のアドバイザーから助言と評価を得る。不確実性やファイナンスリスクが解消できない場合は、会計基準等に基づき税務リスクを財務諸表に記録する。
- 税務当局との関係：オープンで建設的な対話と開示に基づき、信頼関係を維持。
- 透明性：税務当局との全面的協力体制と開示に関わる諸規制準拠に基づく。
- リスクマネジメント：税務リスクの評価プロセス。ビジネスリスクとの相互関係評価も含む。

<sup>88</sup> タックスポリシーのダウンロード日は 2020 年 7 月 31 日である。

- グループ内移転価格：アームズレングス<sup>89</sup>原則の遵守と適切な税配分。
- タックスコスト最適化：レピュテーションを維持しながら株主からの受託者義務に沿って税コスト削減に努める。税コスト最適化はビジネスの経済的実態に一致しており、価値が創出された場所で利益に対して納税。税制優遇措置は、ホスト国における投資、雇用、経済発展を促進するための長期的措置であり、透明性があり、公表または承認され経済的実質要件が満たされている場合には、税制上の優遇措置および免除を受け入れる。

前文において、財務情報開示では触れることのない租税の精神について述べられており、企業戦略やビジネスモデルと深く結びつけられた社会性の高い開示となっている。前節で取り上げた[17] Johnson Matthey のビジネスモデル説明にも共通するところがあり、租税の意義をより広範に捉えているという点で、社会的側面を重視した企業姿勢が見て取れる。

## [2] Ineos（経済的側面に比重あり）

【タイトル】 INEOS Ltd's UK Tax Strategy

【遵守する法律】 UK Finance Act 2016 <Schedule 19>

【概要】

- 前文：Tax Strategy の適用範囲は、Ineos Ltd.（英国在 Ineos グループ持株会社）の英国子会社事業のうち、英国税金に関わるすべて。
- リスクマネジメントとガバナンスに関わるアプローチ：英国グループが晒されているタックスコンプライアンスと報告リスク、取引リスク、レピュテーションリスクを、他のオペレーショナルリスクと同じ手法で管理。最高責任者の CFO 以外に、日々 CFO へ報告を行う Group Head of Tax が配置。
- タックスプランニングに対する姿勢：いかなる法域においても適法に納税を行う責任を認識。税制上の優遇措置や恩典を利用する際、これら政府が意図する政策目標とビジネス・オペレーショナル目標とが一致する場合がある。Group Tax は外部のアドバイスを求める場合がある。
- 受入れ可能な課税水準：英国税金削減が唯一の目的である人工的な取引は行わない。税法の解釈と適用に関して不確実性のある申告ポジションは常に透明性あり。
- HMRC へのアプローチ：オープンで透明性を心掛け、不必要な紛争を避けるために日常的な面会や事前クリアランス取得を行っている。

終始一貫して英国法への遵守の傾向が色濃く、経済的側面重視の企業姿勢について修正すべき要素はない。

<sup>89</sup> アームズレングスとは、互いに支配・従属関係にない当事者間で成立するだろう取引条件や価格を示す。税法では、海外子会社等の関連者との取引を独立した第三者間と同等の条件で行うことを求めるルールを指し、移転価格税制の基本原則となっている。



[3] LyondellBasell（行動規範に反マネーローンダリングの記載あり）

【タイトル】 UK Tax Strategy

【遵守する法律】 UK Finance Act 2016 <Schedule 19> 16(2)

【概要】

- 目的：適用されるすべての規制を遵守することに取り組む。透明性から得られる相互利益を認識し、税務に関して誠実に行動することにコミット。
- 税務ガバナンスとリスク管理：適切なスキルと経験を持つ上級職員が英国の重要な税務決定に関与していることを保証。税務戦略は CFO 等により継続的に見直される。
- タックスプランニングと税務リスク：外部アドバイザーからのアドバイスを求め、税務リスクを適切に評価。
- HMRC との関係：タイムリーな相談等を通じて、建設的・協力的な関係を構築。

目的において、（英国）税務当局との限定された透明性について記載があり、租税の経済的側面をより強く認識したタックスポリシーとなっている。

[5] Linde（経済的側面に比重あり）

【タイトル】 Tax Strategy（出所：Sustainable Development Report 2019, Economic Topics, p.48）

【遵守する法律】記載なし（GRI standards「201-1 Direct economic value generated and distributed」に対応）

【概要】

- 当社は、創造的かつ持続可能なソリューションを顧客に提供し、すべてのステークホルダーに長期的な価値を創出。
- 産業ガスビジネスのネイチャーは基本的にローカルであるため、オペレーションを行っている法域で納税。クロスボーダー取引では適切な移転価格を適用。
- 資本集約型の事業は経済成長に寄与。ゆえに出資を促進するタックスポリシーを支持している。
- 新技術を顧客の生産性向上や環境負荷軽減のため提供するビジネスを重視しており、知的財産を保護するタックスポリシーを採用。知的財産は、当初開発された米国とドイツで維持管理されており、両国とも低課税国ではない。
- 二重課税を排除するため租税条約ネットワークを支持。
- 納税額に影響を与えるエラーのリスクを最小限に抑えるように設計されたプロセスとコントロールを維持。定期的にモニタリングされている。
- 実効税率とタックスエクスポージャーは毎年 Audit Committee でレビューされ、年



次報告書 10-K<sup>90</sup>に開示.

ビジネスモデルと租税の関係を丁寧に説明した好事例と評価される。米国の IT 企業等が採用したタックスプランニングの機会をパターン分けした上で、それぞれを自社事業では該当しないと否定している。このように租税回避行為には関与しないという強い姿勢が伺える一方で、ステークホルダーに創出される長期的な価値と租税（納税）との関係については記載がない。経済的側面重視の評価を修正するものではないと考えられる。

[6] AkzoNobel（社会的側面に比重あり）

【タイトル】 Tax Principles

【遵守する法律】 記載なし

【概要】

- 前文：税に関する一貫した責任ある立場が、サステナビリティ戦略の不可欠な要素であると考えている。サステナビリティ基盤を構築した業界リーダーであることは Dow Jones Sustainability Index における一貫して高い格付けが実証。
- コンプライアンス：事業を展開する国のすべての関連規則の精神と条文の用法を遵守することを目指している。タックスコンプライアンスの枠組みを通じてモニタリング。
- 事業の合理性：アームズレングス適用と価値が創出されたエリアでの納税。タックスヘイブン地における人工的なスキームによる租税回避は追求しない。
- 税務当局との関係：オープンで建設的な対話。税に関わる明確さと確実性向上。
- 透明性：IFRS 等の基準に基づいた納税とタックスポジションの開示。
- 2018 年アップデート：①売却されたスペシャリティ化学品事業が非継続事業として開示されていることの説明, ②実効税率とキャッシュ税率の差異説明, ③年間納税額（法人税のみでなくすべての税目が含まれる）とエリアごとの分布図。

前文で、「サステナビリティ戦略」という文言が登場している。加えて、サステナビリティ上高格付けを受けていることを挙げており、タックスポリシーを公開することの意義を認識し真摯に対応している。財務情報開示では把握しにくい補足情報も充実しており、租税の社会的側面を重視している企業と評価できる。

[7] Evonik Industries（経済的側面に比重あり）

【タイトル】 Tax Strategy UK

【遵守する法律】 UK Finance Act 2016 <Schedule 19> 16(4)

【概要】

- スコープ：適用英国法人 15 社。

<sup>90</sup> 米国の上場企業が米証券取引委員会宛てに提出する年次報告書のフォーム。

- 目的：すべての法的義務を遵守し、税務当局開示することにコミット。より広範なレピュテーションを考慮に入れつつ、Evonik Industries AG（親会社）の高水準のガバナンスに沿って管理。
- ガバナンス：税務戦略とコンプライアンスに対する最終的な責任は、Evonik Industries AG の取締役会。税務担当役員は CFO。Audit & Risk Committee の要求事項に税が明確に含まれている。日々の管理は、CFO に説明責任のある税務責任者に委任。
- リスクマネジメント：財務報告システムに適用される全体的な内部統制フレームワークの構成要素として、税務リスクを評価。必要に応じて外部アドバイザーからアドバイスを求める。
- タックスプランニングへの姿勢とリスクレベル：ビジネス取引に参入する際に、税法とその精神に沿って、利用可能な税制上の優遇措置、救済、免除を使うことを目指すが、ビジネス取引と無関係の税務計画は行わない。英国の課税に関連して許容するリスクのレベルは、税務の確実性を達成するという全体的な目的と一致。
- HMRC との関係：定期的な会議やコミュニケーションを通じて透明で建設的な関係を構築。

[2] Ineos と同様、英国法への準拠レベルを超えるものではなく、経済的側面重視の企業姿勢について修正すべき要素はない。

[8] Yara（行動規範に反マネーローダリングの記載あり）

【タイトル】 Yara Tax Policy

【遵守する法律】 記載なし

【概要】

- 前文：グループ全体に適用されるポリシー。税目は主に法人所得税と付加価値税。税金を扱う際には、行動規範に含まれる価値観や原則に沿って倫理的に行動する。
- 税務・タックスプランニングへの取組み：、事業目的外で税制上の解決策を追求しない。ビジネスを行う際には、税金主導のアプローチではなく、オペレーショナル上もしくは商取引上のアプローチを選択。親子会社間取引は、Yara 規定を含む諸規則に従いアームズレングス原則で実施。OECD ガイドライン等国际的なベストプラクティスと一致する方法で税務を管理し、報告。
- リスクマネジメント：税法の適用や解釈に関して不確実性がある場合、必要に応じて外部顧問の利用を通じて判断を下す。租税戦略は、全社戦略と同様のリスクアプローチを採用、税リスクのレベルが全体のリスク選好に沿っていることを継続的に確認。
- ガバナンス：税務戦略の承認は取締役会権限。租税分野の最高責任者は CFO であり、CFO からグループ税務責任者にサブ委譲。
- 税務当局との関係：税務当局とオープンで正直な関係を築き協働して解決を目指す

が、税務当局の判決や税務上の立場に同意できない場合は訴訟が準備されている。

評価のポイントは前文に記載された「倫理性」である。本章第1節での分析の通り、同社のマテリアリティには「倫理／コンプライアンス」が挙げられているが、それは営業ライセンス維持の文脈であり租税への言及はなかった。「倫理性」の意味するところが、「事業目的外で税制上の解決策を追求しない」に留まるのか、広く社会的サステナビリティに通じるのか、本ポリシーから判断することは出来ない。

### [13] DSM（社会的側面に比重あり）

#### 【タイトル】 Taxation at DSM

【遵守する法律】 独自のポリシーだが、UK Finance Act 2016 <Schedule 19> 16(2)にも汎用可能。

#### 【概要】

- 前文：税金に対する責任あるアプローチは、堅牢で正しく機能する社会において持続可能なビジネスを行う上で不可欠であると考えている。企業の経済活動の結果として創出される直接・間接の課税からの収入は主要な公共財源であり、ゆえに税金は社会に関連するテーマ。しかし、当社の課税による社会貢献の方法を非専門家が理解するには複雑で開示が広範に渡っていることから、ポリシーから支払いまで課税に関連するすべての情報をこの文書にまとめるもの。
- タックスポリシー：税務ポジションは、ノーマルな事業オペレーションと一致しており、企業戦略と活動の地理的な広がりを反映。アームズレングス原則のほか、公正な税制のためのグローバルソリューションを支持。したがって、国別報告等のOECD イニシアティブを注視している。当社のSDGsには租税要素も含まれており、例えば、再生可能エネルギー源の取り込みと効率に寄与するアドバンスドソーラーおよびバイオ燃料ソリューションは、特定の国で税額控除を提供できる。税務戦略は企業戦略「Purpose Led, Performance Driven」の目的に沿うべきであり、タックスヘイブンの利用や租税回避活動には参加していない。様々な国の税務当局と良好な協働関係を築き、母国オランダでは税務当局との間で「水平的モニタリング」<sup>91</sup>の租税条項を締結。税務デジタル化ポリシーを策定し、デジタルでペーパーレスなプラットフォーム構築へ。
- タックスガバナンス：DSM ビジネス行動規範、経営フレームワーク、リスク管理システムに基づいて強固なガバナンスフレームワークを構築。オランダのコーポレートガバナンス・コードの113のベストプラクティスをすべて適用。
- 2019年 創出された経済価値と分配に関わる諸データ（税に限定されていない）
- 実効税率分析
- サステナブル課題解決への移行サポート（気候変動等社会貢献全般の記述）

<sup>91</sup> 税務当局が企業宛てに関連情報を事前に提供しリアルタイムで議論できる一方で、企業は事前に先行情報を提供し事後チェックを減らす、当局・企業相互に利益があるとされる制度。

● グループタックスチーム：①主要なタスクと責任，②税務リスクマネジメント

開示 10 社中，もっともボリュームが多く記載事項に独自性がある事例である．前文だけで同社の租税分野における社会貢献への認識は十分感得されるだろう．本文書には，必ずしも租税に限定されない社会貢献の具体例「サステナブル解決への移行サポート」が含まれている．前文にもその旨の断り書きがあり，事業運営と社会貢献が表裏一体の位置づけにある印象を読み手に与える開示例である．

[14] Lanxess（経済的側面に比重あり）

【タイトル】 Policy Taxation at LANXESS

【遵守する法律】 記載なし

【概要】：

- 前文：租税管理に対する責任あるアプローチは，堅牢で機能性の高い社会で持続可能なビジネスを行う上で不可欠な部分であると考えている．税金は，政府が健康，教育，住宅，インフラなどの重要なサービスを社会に提供することを可能にする重要な要素．税金は多くの SDGs に到達する上で極めて重要な役割を果たす．すべての税務開示および提出義務の遵守を保証する．
- タックスポリシー：国内外の税法の条文と精神に準拠しており，OECD ガイドライン等におけるベストプラクティスの採用に努めている．税務ポジションは，ノーマルな事業オペレーションと一致しており，事業活動の地理的な広がりを反映している．グループ内取引はアームズレングス原則に従い，いわゆるタックスヘイブンには関与していない．公正な税制のためのグローバルソリューションを支持しており，国別報告などのトピックを含む OECD イニシアティブを注視している．事業を行うすべての国の税務当局に対して透明性があり，彼らと緊密に協力して納税額を決定．
- ガバナンス：定款，行動規範，経営フレームワーク，リスク管理システムに基づいて強固な税務ガバナンスフレームワークを確立．税務・貿易コンプライアンス（TTC）グループが世界的な税務リスクを認識し，これらのリスクを適切に管理している．
- 会計・開示：投資家，監査役，税務当局との透明性を促進するだけでなく，ステークホルダーや社会との信頼関係を築くことを目的とする．
- 税最適化・移転価格ポリシー：税務政策チームは，今後数年間で導入される可能性のある法律を評価．
- 投資ストラクチャー：ビジネスの実態なく低税率の法域やタックスヘイブンと関わらないことを保証．

前文で，社会的サステナビリティにおける租税の位置づけを明確にしている．一部[13] DSM の前文と重複している箇所があり，開示のベストプラクティスが流布しているのだろうことが想像される．その上で，公共財源としての認識や SDGs を引用している独自記載

があり社会的側面を強く重視したタックスポリシーと評価できる。前節での暫定評価を修正する。

[18] Clariant（行動規範に反マネーローダリングの記載あり）

【タイトル】 Tax Policy（別途、UK Finance Act 2016 <Schedule 19>に準拠した文書も公表されている）

【遵守する法律】 記載なし

【概要】

- 税務当局に対する透明性を目指す。長期的に建設的な対話と相互信頼に焦点を当てている。
- 運用上の必要性がある場合を除き、秘密／非協力的な法域にある関連会社とは業務を行わない。そうした法域に位置する法人には実態を定義しその機能とリスクプロファイルに従ってアームズレングス原則により利益を割り当てる。
- 公正・公平な納税を行う義務の一方で、株主に対しては合理的なレベルで税率維持を図る責任も認識している。そのため、リストラプロジェクトを含めたタックスプランニングを考慮するが、その場合にも現地規制や移転価格要件に従い移転価格を算出する。人工的な税制上の取り決めに関与しない。
- 税務戦略は、Executive and Audit Committees によって定期的に見直される。

[3] LyondellBasell と同様に、透明性において税務当局との関係が一義的であり、租税の経済的側面をより強く認識したタックスポリシーと評価できる。

以上、本章においては、製品・技術・サービスを社会課題へのソリューションに転換し、サステナブル社会へ貢献することに化学産業の活路を見出している企業群における非財務情報開示の認識について議論してきた。マテリアリティの構成要素は環境と人権に収斂される点に共通項が発見されるものの、租税に対する認識は各社異なっている。それは、租税には経済性と社会性の両面が共存しており、企業経営の観点からは歴史的に経済的側面を重視する傾向が強かったためと考えられる。近年世界的に ESG や SDGs の要請が高まる中で、とりわけ社会貢献にビジネスモデルの舵を切った化学品 19 社において租税分野における社会的側面はどの程度重視されているのか、本章では開示分析から定義を策定し文脈別区分を行った。結論は以下の表 8 の通り、明らかに社会的側面を重視しているのは 5 社に留まり、現時点でもなお該当企業は多くないというものである。

表 8 欧州化学会社 19 社の租税関連開示の文脈

租税開示あり			租税開示なし
経済的側面重視	社会的側面重視	不明	
[2] Ineos [3] LyondellBasell [4] Air Liquide [5] Linde [7] Evonik Industries [9] Covestro [11] Bayer [16] Arkema [18] Clariant	[1] BASF [6] AkzoNobel [13] DSM [14] Lanxess [17] Johnson Matthey	[8] Yara	[10] Solvay [12] Syngenta [15] Borealis [19] Umicore

この傾向は今後どのように推移するのだろうか。その予測は極めて困難だが、社会・経済のあり方や変化、潮流と密接な関係があることは間違いない。

次章では、試みの一つとして、サステナビリティの認識に大きな影響を与えるだろう、2020 年全世界に蔓延した COVID-19 パンデミックについて取り上げる。本章から一転して、次章でフォーカスするのは財務情報開示である。金融市場ではこれまで適時開示を何よりも優先し企業は投資家の負託に答えてきた。金融危機等異例事態に関しても早期に業績見通しを公表することが求められ、それが確保された上での社会貢献であり企業の社会的責任であるとの認識が強かったと考えられる。COVID-19 発生後、企業・投資家共に何が起きているか、2020 年中間期決算発表までの財務情報開示状況と株価の反応を整理することを通じて、COVID-19 は果たして彼らの意識に変化をもたらしているのか否かについて議論する。その結論は、最終的には租税分野に対する企業認識の方向性を考察するための有用なデータとなるであろう。

## 第6章 欧州化学会社 19 社における COVID-19 の影響とその開示

### 第1節 2020 年定時株主総会の開催状況

COVID-19 感染拡大継続の中、本論文執筆時点で、その収束時期はもとより企業業績や戦略変更に及ぼす影響を見通すことはできない。しかし確実に言えることは、パンデミックの下社会全体の健康を守る義務が企業にも求められてきたということであろう。それが如実に現れたのが、株主とマネジメント・従業員の安全を考慮しつつ、2020 年の定時株主総会をどのように開催するかという問題であったと考える。コーポレートガバナンス改革の進展により登場したアクティブオーナーシップ<sup>92</sup>という概念に逆行することなく、どこに妥協点を見出していくか。本節では、社会的サステナビリティを重視している欧州化学会社が、いかにしてこの問題に対処したのかについて論じる。もちろん、こうした企業の選択は、本社（親会社）が所在する国における法令に制約を受けるため、各国の法対応にも言及することになるだろう。

論点は、日本企業を巡る、主として 2020 年 6 月定時株主総会開催に関する課題との対比という観点から、以下の 3 点である。

第一に、2019 年度末決算の公表日がいつだったのかという点である。この場合の公表日とは、統合報告書といった詳細レポートの発行日ではなく、売上高や EBIT、キャッシュフロー等の主要数値の結果をプレスリリースした日を指す。3 月決算の多い日本企業においては、緊急事態宣言により外出自粛が要請された時期に決算業務や監査手続きが当たり、法定期間内に決算数値を発表できるのか懸念の声が上がった。これに対応する形で、日本取引所グループからは上場会社宛てに「決算内容の確定時期が通例よりも遅れることが見込まれる状況を踏まえつつ、市場における不正確・不明確な情報に基づく価格形成を回避し、投資者に適切な投資判断を促す観点から、確定次第に決算内容を適切に開示いただくことに加えて、新型コロナウイルス感染症への対応状況や事業活動への影響などに関して、引き続き積極的な情報開示にお努めくださいますようお願い申し上げます。」と通知された<sup>93</sup>。日本企業と異なり 12 月決算が多い欧州企業ではどの程度の影響を受けたのか。

第二に、定時株主総会開催延期の有無である。我が国法務省は、現状慣行化されている 3 月決算会社の 6 月末定時株主総会開催は法令上要請されるものではなく、日程延期は可能としながらも、その場合の留意点について情報発信している<sup>94</sup>。すなわち、定時株主総会延

---

<sup>92</sup> 国連投資責任原則（Principles for Responsible Investment, 略称：PRI）は、2018 年 2 月 15 日にアクティブオーナーシップに関わるガイドラインを発行している。オーナーシップポリシーに ESG 課題を盛り込み、積極的な議決権行使等を強く推奨している。（出所：PRI Web サイト, Investment Tools, A Practical Guide to Active Ownership in Listed Equity）  
<https://www.unpri.org/listed-equity/a-practical-guide-to-active-ownership-in-listed-equity/2717.article>  
（2020 年 6 月 15 日閲覧）

<sup>93</sup> 出所：日本取引所グループ Web サイト マーケットニュース 2020 年 4 月 15 日付「新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた企業決算・監査及び株主総会の対応について」の公表について  
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20200415-01.html>（2020 年 6 月 15 日閲覧）

<sup>94</sup> 出所：法務省 Web サイト 2020 年 2 月 28 日付（5 月 15 日更新）「定時株主総会の開催について」  
[http://www.moj.go.jp/MINJI/minji07\\_00021.html](http://www.moj.go.jp/MINJI/minji07_00021.html)（2020 年 6 月 15 日閲覧）

期に伴い、定款に定めた株主の議決権行使および剰余金配当の基準日も移動する点である。これにより決算日（基準日）直後に株式を処分したケース等で株主に不利益が生じるリスクがある。株主権利確定ルールは各国異なり欧州企業各社で一律の事情があるとは限らないものの、株主の安全と権利行使確保との両立という観点で注目されるポイントである。

第三に、株主総会の開催方式である。株主がインターネット等の手段を活用し遠隔地からオンラインで株主総会に参加・出席できる形態を俗に「バーチャル型」と呼び、2020年6月にはソフトバンクグループ等がこれを採用している。我が国会社法では株主総会の招集時に「開催の場所」を定めることとされており、株主や取締役の全員が仮想空間で出席する「完全バーチャル型」については許容されないと解釈されている<sup>95</sup>。したがって、日本の場合バーチャルとは言っても、株主が、物理的な会場に出席するか、オンライン参加・出席のいずれかを選択する「ハイブリッド型」であるのが実態である。「ハイブリッド型」「完全バーチャル型」いずれにしても、企業と株主との間でインタラクティブなコミュニケーションを確保することが課題となる。欧州企業では、開催方式と共に特に株主の質問権をどのように扱ったのが焦点となる。

表9は以上の3点を盛り込み、欧州化学会社19社の状況を整理したものである。留意点を列挙する。

- 決算期は[17] Johnson Matthey の2020/3月末を除き、全て2019/12月末である。
- データは、各社 Web サイトのプレスリリースのほか、定時株主総会の開催状況に関しては「Notice of Annual General Meeting」「Proxy Statement」等も参照している。
- Web サイトの閲覧日は2020年6月15日である。この時点で開催内容が未定の企業に関しては閲覧日を延長してフォローアップを図り、データ出所を明らかにした。
- 開催方式である「バーチャル」「ハイブリッド」「リアル」の区分は、原則として企業開示に依拠している。このうち「バーチャル」と記載しているのは、株主のリアル出席が許されていない非公開のケースを指す。この場合、取締役等企業側の会場への出席状況や開催場所の特定の有無については、必ずしも明らかでないケースもある。したがって、わが国経済産業省資料で定義されたところの「バーチャル出席」か「バーチャル参加」<sup>96</sup>かの区別は行っていない。

1点目の2019年度末決算公表日から見ていこう。12月決算会社では、[7] Evonik Industries の2020年3月4日、[14] Lanxess の2020年3月11日を除き、16社が決算日後2か月以内に決算内容をリリースしている。これは、[2] Ineos, [12] Syngenta, [15] Borealis の非上場3社においても同様である。3月公表の2社は例年に比べて決算発表が遅延したのだろうか。この可能性について確認したところ、当初の発表予定日は不明ながらも、[7] Evonik Industries の2018年度決算は2019年3月5日に公表済みであり、[14]

<sup>95</sup> 出所：経済産業省 Web サイト ニュースリリース 2020年2月26日「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」を策定しました【資料2】p. 4.

<https://www.meti.go.jp/press/2019/02/20200226001/20200226001.html> (2020年6月15日閲覧)

<sup>96</sup> 出所：72に同じ。



Lanxess は 2020 年度決算の記者会見を 2021 年 3 月 11 日に予定している。この事実から、両社とも、2019 年度決算は予定通りの時期に確定したと推測できる。欧州におけるロックダウンや外出制限の実施は 3 月以降であったため、決算スケジュールに大きな影響を及ぼさなかったものと見られる。

では、3 月決算会社ではどうか。[17] Johnson Matthey は 2020 年 6 月 11 日に決算公表を行っているが、前期決算は 2019 年 5 月 30 日だったことから予定より 10 日程度の公表遅延だった可能性がある。とはいえ、同社の本社オフィスがある英国では 3 月 23 日から 7 週間に渡りロックダウンが実施されていた<sup>97</sup>。その制約下でこの程度の遅延で済んだのは、決算業務・監査業務ともに在宅勤務に対応したインフラ整備が進んでいたと評価するのが妥当だろう。

2 点目の株主総会開催延期の有無であるが、これに関しては対応が分かれている。非上場 3 社は非公表のため、データが取れるのが 16 社となるが、5 社 ([1] BASF, [7] Evonik Industries, [9] Covestro, [14] Lanxess, [18] Clariant) が延期を決定し、11 社 ([3] LyondellBasell, [4] Air Liquide, [5] Linde, [6] AkzoNobel, [8] Yara, [10] Solvay, [11] Bayer, [13] DSM, [16] Arkema, [17] Johnson Matthey, [19] Umicore) が予定通りの時期に開催している。

延期したグループは、[18] Clariant を除きドイツ勢である。ドイツ本拠企業の中で唯一、当初の予定通りに開催した [11] Bayer は、延期しなかった理由について、同社 Board of Management の Chairman である Werner Baumann 氏のコメントを発表している。すなわち、「1 株当たり 2.80 ユーロの配当金を、期限内に株主の承認を得て全額支払うことは私たちにとって非常に重要」であり、「株主総会を延期した場合、株主は質問を提出し、投票の権利を行使するために数ヶ月待たなければならなかっただろう」<sup>98</sup>と、企業判断として株主への早期配当支払いを優先させたのである。さらに最優先課題である株主総会の出席者の安全課題については、同社初のオンラインのみのバーチャル開催とすることで解消させた。完全バーチャル型での開催はドイツの緊急法令により認められたものであり、新法令が成立しなければ株主総会を延期せざるを得なかったのである。[11] Bayer は、株主総会の運営を進める前に立法者の決定を待っていたと説明している。

他方、延期したドイツ勢では、招集通知等に株主の権利確定ルールを詳細に記載することで株主の権利保護を図っている。同じく延期組の [18] Clariant (スイス) では、実に 3 回に渡り株主総会の開催方法につき発表を行っている。3 月 16 日、スイス連邦評議会による「株主総会の通常開催の禁止」が宣言され、[18] Clariant は 18 日には 3 月 30 日開催予定だった総会の延期を発表している。株主の権利行使方法について議論するために延期自体はやむを得なかったものの、新たな開催日はこの時点で決まっていない<sup>99</sup>。延期された総会日 (6 月 29 日) が決まったのは 4 月 29 日だが、この時も株主の不利益を排除するために

<sup>97</sup> 出所：JETRO Web サイト ビジネス短信 2020 年 5 月 11 日「ロックダウン緩和のロードマップ大枠を発表、6 月にも店舗や学校の一部を再開へ (英国)」

<https://www.jetro.go.jp/biznews/2020/05/5a9aeda4acee3a99.html> (2020 年 6 月 15 日閲覧)

<sup>98</sup> 出所：Bayer Web サイト News Release, *Bayer planning to hold online-only stockholders' meeting on April 28, 2020 (March 27, 2020)*. (2020 年 6 月 15 日閲覧)より抜粋。なお筆者訳による。

<sup>99</sup> 出所：Clariant Web サイト Media Release, *Clariant to postpone Annual General Meeting planned for March 30, 2020 (March 18, 2020)*. (2020 年 6 月 15 日閲覧)

は通常開催が望ましいと考えていた模様である。同社の **Executive Chairman** である **Hariolf Kottmann** 氏は、「今年の株主総会の実施方法に関係なく、取締役会は、株主が戦略の継続的な実行について十分な説明を受け、すべての議題に適切な方法で投票できるよう全力を尽くす」とコメントしている<sup>100</sup>。

このように意思決定の結果は異なるが、[11] Bayer, [18] Clariant 共に、異例事態の下でも株主の安全とその権利確保を同時に達成しようとする強いメッセージが発信されている。

最後の 3 点目については、各国の緊急法令で許容されるケースではバーチャル形式を採用している結果が明らかとなった。オンライン開催とは言え株主総会当日に質疑応答を行うには技術的な問題があるためだろう、多数の企業で事前に質問を受け付け総会開催日前に Web サイトに回答を掲載する等の対応により、質問権を保証する方法が採られている。2 点目で言及した通り、株主の権利が保護される限りにおいて、健康・安全を最優先にすれば仮想会議を選択するのは理に適っている。最終的にハイブリッドを採用したのは、[5] Linde（アイルランド）と[8] Yara（ノルウェー）だが、いずれの国の法規においても完全バーチャル型が認められなかったものと考えられる。興味深いのは[5] Linde で、本社登記をしているアイルランドの商法では対人会議が義務づけられているため、これを遵守する際にはロンドンにある本社オフィスに総会場を設営し、かつリアル出席希望の株主を拒むことはできない。しかし、[17] Johnson Matthey（英国）の招集通知にも記載があるが、英国法では株主の直接出席は認められていない。そこで現実的な対応として、取締役メンバーはじめ上級管理職はロンドンオフィスで同席せず、出席株主にも大幅な人数制限を課したようである。

日本企業と比較した場合に、特に注目されるのは 3 点目の、欧州各国では COVID-19 緊急対応法令を発出して企業の意思決定をリードした点にある。表 10 は、分析対象 19 社が株主総会招集に当たり開催方法で引用した 6 か国の緊急法令の一覧である<sup>101</sup>。もとより、定時株主総会は年に一度の株主との対話の機会である。パンデミックの渦中だからこそ株主の信頼・安心感を得ることに主眼を置いた立法・企業双方の意図が伺える。

次節では、2020 年度の業績予想を、各社が、いつの時点で、どのように公表したかについて論じる。

---

<sup>100</sup> 出所：Clariant Web サイト Media Release, *Clariant to hold Annual General Meeting on 29 June 2020 (April 29, 2020)*. (2020 年 6 月 15 日閲覧) なお、筆者訳による。

<sup>101</sup> 出所：[ドイツ] ドイツ連邦司法・消費保護省 Web サイト、[フランス] フランス政府法令等データベース Web サイト、[オランダ] オランダ政府 Web サイト、[ベルギー] ベルギー公共法令サービス Web サイト、[スイス] スイス連邦評議会 Web サイト、[英国] 英国法令 Web サイト。(2020 年 6 月 15 日閲覧)

表 9 欧州化学会社 19 社の直近の年度決算発表と 2020 年定時株主総会開催の状況

	本社所在国 (登記上の本社)	直近年度決算	年度決算公表日	定時株主総会開催状況
[1] BASF	ドイツ	2019/12月	2020/2/28	・ 2020/6/18開催 (当初予定 2020/4/30) ・ ライブ配信あり完全バーチャル ・ ドイツ COVID-19 Act. Article 2を典拠
[2] Ineos	英国	2019/12月	2020/2/27	非公表 (非上場)
[3] LyondellBasell	オランダ	2019/12月	2020/1/31	・ 2020/5/29開催 ・ ハイブリッド (オランダ法で可能であれば バーチャル選択予定) ⇒ 最終的な開催方式不 明
[4] Air Liquide	フランス	2019/12月	2020/2/11	・ 2020/5/5開催 ・ ライブ配信ありバーチャル, いわゆる behind closed doors ・ フランスOrdinance No. 2020-321を典拠.
[5] Linde	アイルランド	2019/12月	2020/2/13	・ 2020/7/27開催 ・ リアル予定 ⇒ 最終的に仮想オンライン方式へ変更. アイ ルランド法の義務付けにより英国の本社オ フィスでの対人会議となるが, 会社側取締役 会メンバーや上級管理職の出席なし. 株主の 大幅出席制限となり, バーチャル会議への参 加を促す. 株主は直接出席する方法とオンラ インを通じて出席する方法のいずれかを選択 できる, いわゆるハイブリッド型と考えられ る. (2020/7/6付プレスリリース) ・ 議決権行使資格の特定は, アイルランド Companies Act 2014, 1105(2)に準拠.
[6] AkzoNobel	オランダ	2019/12月	2020/2/12	・ 2020/4/23開催 ・ バーチャル (当初予定ハイブリッド) ・ オランダEmergency Law regarding Annual General Meetings of Shareholdersを典拠.
[7] Evonik Industries	ドイツ	2019/12月	2020/3/4	・ 2020/8/31開催 (当初予定2020/5/27) ・ 開催方法は感染拡大の状況次第 ⇒ 最終的にライブ配信ありバーチャル (2020/6/16付プレスリリース) ・ ドイツ COVID-19 Act. Article 2を典拠.
[8] Yara	ノルウェー	2019/12月	2020/2/7	・ 2020/5/7開催 ・ ライブ配信ありハイブリッド ・ リアル出席者の入場制限もありうる.
[9] Covestro	ドイツ	2019/12月	2020/2/19	・ 2020/7/30開催 (当初予定2020/4/17) ・ ドイツStock Corporation Act上の法定期限 の8か月以内の開催を目指す. ・ 開催方式未定⇒最終的にバーチャル (2020/6月発行招集通知) ・ ドイツ COVID-19 Act. Article 2を典拠.
[10] Solvay	ベルギー	2019/12月	2020/2/26	・ 2020/5/12開催 ・ ライブ配信ありバーチャル ・ ベルギーRoyal Decree No.4を典拠.

	本社所在国 (登記上の本社)	直近年度決算	年度決算公表日	定時株主総会開催状況
[11] Bayer	ドイツ	2019/12月	2020/2/27	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2020/4/28開催</li> <li>・配当等株主の議決権行使に配慮し当初予定通りの開催とし延期せず。</li> <li>・ライブ配信ありバーチャル</li> <li>・ドイツNew legislationを典拠。</li> </ul>
[12] Syngenta	スイス	2019/12月	2020/2/14	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2020/5/8開催</li> <li>・ライブ配信ありバーチャル（当初予定ハイブリッド）</li> <li>・オランダEmergency Legislationを典拠。</li> </ul>
[13] DSM	オランダ	2019/12月	2020/2/13	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2020/8/27開催（当初予定2020/5/13）</li> <li>・配当始め2019年決算に関わる付議延期。</li> <li>・ライブ配信ありバーチャル</li> <li>・開催方式は2020/7/1付プレスリリース・招集通知にて通知（法定期限内）。</li> </ul>
[14] Lanxess	ドイツ	2019/12月	2020/3/11	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2020/5/19開催</li> <li>・ライブ配信ありバーチャル</li> <li>・フランスOrdonnance No. 2020-321を典拠。</li> </ul>
[15] Borealis	オーストリア	2019/12月	2020/2/27	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2020/7/23開催</li> <li>・非公開、株主には直接出席が許されない。</li> <li>・Web投票と事前質問が強く推奨、7/15までに受け取った質問の回答は株主総会開催前にWebサイトに掲載。（2020/6/17付プレスリリース）</li> <li>・英国Corporate Insolvency and Governance Act 2020とガイダンスを典拠。</li> </ul>
[16] Arkema	フランス	2019/12月	2020/2/27	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2020/6/29開催（当初予定2020/3/30）</li> <li>・ライブ配信ありバーチャル（当初予定リアル）</li> <li>・スイスCOVID-19 Ordinance 2（リアル開催の禁止）が発効となったため、議決権行使方法について検証・議論するため延期を決定したもの。</li> </ul>
[17] Johnson Matthey	英国	2020/3月	2020/6/11	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2020/4/30開催</li> <li>・バーチャル開催（ライブ配信）</li> <li>・議決権行使は書面のみ、郵送もしくは代理人経由、質問は事前に書面にて（郵送or電子メール）。</li> <li>・ベルギーRoyal Decree No.4を典拠。</li> </ul>
[18] Clariant	スイス	2019/12月	2020/2/13	
[19] Umicore	ベルギー	2019/12月	2020/2/7	

表 10 各国の COVID-19 緊急法令（株主総会運営関連）

	法令名称	概要
ドイツ	Act to Mitigate the Consequences of the COVID-19 Pandemic under Civil, Insolvency and Criminal Procedure Law, Article 2. (2020/3/27)	<p>①定款に定めがなくともオンライン参加を可能に。（いわゆるハイブリッド型）</p> <p>②株主の物理的な出席のない完全バーチャル開催を認める。ライブ配信すること、株主質問の機会を与えること等が条件。</p> <p>③Boardによる総会招集決議の期限の短縮化（開催日前30日⇒21日）、議決権行使の特定を容易に（基準日：開催日前21日⇒12日、出席回答期限：開催日前6日⇒4日）。</p> <p>④定時株主総会の開催時期の延長（決算日後8か月以内⇒12か月以内）。<b>SEの会社形態をとる企業には適用されない。（SE: BASF, AG : Evonik Industries, Covestro, Bayer, Lanxess）</b></p> <p>⑤定款に定めがなくともBoard決議による配当金支払いを許容。</p>
フランス	Ordinance No. 2020-321. (2020/3/25) (Emergency Act (No.2020-290), Article11の株主総会運営に関わる特則に基づく)	<p>①株主が会場に出席しない株主総会を有効とする。</p> <p>②①の代替として、定款に定めがなくともビデオ会議、電話会議による開催が可能に。</p> <p>③上場企業の場合は、①②ともリアルタイムでのライブ配信を推奨。</p> <p>④招集通知を発送した後、Ordinanceの許容する方法で開催方法等を変更した場合、上場企業は迅速に公表する。</p>
オランダ	Temporary COVID-19 Justice and Security Act. (2020/4/16付下院可決)	<p>①開催方式につき、ハイブリッド型に加えバーチャル型の選択が可能に。</p> <p>②バーチャル型を選択する場合には、a)株主に開催方式につき明確に通知すること、b)議案等につき株主から電子的な方法で質問を受けること、c)質問に対する回答は事前もしくは総会の中でWebサイトに掲示する等の電子的な方法で行うこと等が条件。</p> <p>③参加を希望する株主が多い場合は、ワンサイドもしくは双方向のコミュニケーション手段をとることが推奨される。</p> <p>④株主総会開催を法定期限（決算日後6か月以内）を最長4か月延長可能に。</p>
ベルギー	Royal Decree No 4 containing various provisions on co-ownership and on companies and associations in the framework of the fight against COVID-19. (2020/4/9)	<p>①リモートもしくは代理人による議決権行使と開催延期の2つのオプションを提供。コロナ封じ込め目的が正当化される場合にのみ株主権利の制限を許容。</p> <p>②リモート開催の場合は、a)意見を述べる等株主が積極的な参加できる一方で不正な参加を防止する電子的な手段が講じられること、b)株主からの質問は書面でのみ受け付ける等質問権を制限することができるが、遅くとも開催日当日の決議前には書面で回答し、上場企業の場合は回答をWebサイトに掲載すること等が条件。</p> <p>③株主総会開催日は、法定期限（決算日後6か月以内）を最長10週間の延長が認められる。</p>
スイス	Ordinance on Measures to Combat the Coronavirus (COVID-19 Ordinance 2), Article 6b. (2020/3/16)	<p>①2020/4/19まで株主が物理的に出席する株主総会は禁止。</p> <p>②4/19までの開催につきすでに招集通知を発送済みの企業は、開催延期か、非公開総会における議決権行使方法を株主に通知。</p> <p>③株主が議決権行使ができるよう措置を講ずる必要がある。</p> <p>④その後改正により、議決権行使方法に関し書面、電子フォーム、あるいは代理人を通じた投票を株主に求めることができることとされた。</p> <p>⑤開催日の法定期限（決算日後6か月以内）の延長について定めなし。</p>
英国	Corporate Insolvency and Governance Act 2020 (2020/3/26)	<p>①6人以上の公開集会を禁止。</p> <p>②2020/9/30まで会議は特定の場所で行われる必要がなく、非公開開催が可能。</p> <p>③仮想コンポーネントを使い電子投票。事前質問や投票のための十分な機会が与えられねばならない。</p> <p>④株主総会の法定開催日から2020/9/30まで延期が可能。9/30以降も3か月単位の延長規定あり（2021/4/5を超えることは不可）。</p>

## 第2節 2020年度第1四半期、中間期における業績予想の公表状況

本節では、世界的なパンデミックが引き起こした経済環境の激変を受けて、企業が選択した業績予想開示方針を取り上げる。

業績予想数値は法定開示項目ではなく外部監査の対象外であり、本来その開示方針は企業の自主性が尊重されるべきものである。本邦においても、適時開示項目の一つとして、長年に渡る慣行が引き継がれてきた。とはいえ、投資家の意思決定において、また株価形成において、事業の現況や将来の経営方針に関して最も正確な情報を有する企業自身によって開示される業績予想情報が有用であることに疑いの余地はない。このため、日本の場合、東京証券取引所（以下「東証」）からは積極的な開示を要請され<sup>102</sup>、かつ決算短信や四半期決算短信の作成要領に業績予想情報が含まれていることから、少なくとも四半期決算公表毎に将来予測の見直しを行うことが企業側の実務となっている。投資家判断に重要な影響を及ぼす内容であること、発信がタイムリーであること等の理由から、有価証券報告書や四半期報告書といった法定開示書類よりむしろ重視されていると言って差し支えないだろう。業績予想は必ずしも経営者によるコミットメントではないとされる一方で、不合理な前提や不適切な算定方法に基づいた将来予測に関しては、過去、偽計取引や風説の流布等の罰則規定が適用された事例も存在することから、特に大きな事業環境の変化があった場合企業としては前提の置き方に慎重を期することになる。

こうして、我が国制度においては、市況に著しく影響を受けやすい業種あるいは天災やM&Aといった異例事項の発生を除いては、業績予想を開示している企業が太宗を占めている。また、東証の有価証券上場規程第405条第1項では業績予想の修正について規定しているが、業績予想を開示しないとした企業においても、社内予想値が前期の実績値と乖離<sup>103</sup>した場合は適時開示が求められる。「算定困難」の理由から業績予想を非開示とした企業が、期中に修正発表を行うのはこの規定が適用されるためである。COVID-19感染拡大による不透明な事業環境の下でも、事業に影響を及ぼすだろう期間を仮定するなどして予想を示すことが投資家の安心感につながるという論調は多く見られた<sup>104</sup>。

しかし、業績予想を公開することの意義は、将来の企業価値の予測が株価に収斂され投資家の投資判断足り得るという前提が確保された上でこそ有効である。よって、適時性・迅速性とは別に、そうした実効性が担保された開示内容であるかの視点は重要であろう。そこで、本節では、欧州化学会社19社の開示実績から業績予想に対する認識について考察することを目的とする。

以下は、各社の2020年3月期および6月期の決算数値に合わせて発表した通年見通しを整理したものである。3月決算の[17] Johnson Mattheyを除き、3月期は第1四半期、6月

<sup>102</sup> 出所：東京証券取引所 2018年8月「決算短信・四半期決算短信 作成要領等」p.6-7, 1.上場規程に基づく開示義務及び要請事項並びに開示に関する注意事項等, (2)決算短信等の開示に関する要請事項, ③将来予測情報の積極的な開示の要請。

<sup>103</sup> 前期実績を予想とみなすという考え方で、売上に対して10%、利益に対して30%の変動があった場合は修正が必要となる。

<sup>104</sup> 出所：日本経済新聞電子版 2020年6月2日「3月期決算の業績予想、56%が未定・非開示 東証」。

期は中間期（第 2 四半期）に該当し、決算時プレスリリースを利用している<sup>105</sup>。各社ともプレスリリースのボリュームがあることから、3 月期については「2020 年度見通し」を、6 月期は「2020 年度見通し」に加え「決算ハイライト」「COVID-19 対策」を抜粋した。なお、表中の略称の説明は以下の通りである。

- Q1, Q2：第 1 四半期（First Quarter）、第 2 四半期を指す。決算期間は 3 か月間。
- H1：上半期（First Half of Year）を指す。決算期間は 6 か月間。

## [1] BASF

### 【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

2020/4/30 公表

#### <Outlook 2020>

- 2020 年の経済回復に高い不確実性あり。
- 2020/2/27 に開示した業績予想は未達の見込み、予想を撤回。
- 自動車セクターの操業停止による経済環境悪化が最も深刻な影響と予測している。
- パンデミックの期間とその拡大状況を見積もることは不可能であり、現時点で 2020 年の売上・利益数値につき具体的な見通し立たず。

### 【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/7/29 公表

#### <2020 Q2 Highlights>

- ロックダウンによる販売量の落ち込みにより、売上高は前年同期比 12%減。程度の大小はあるが、あらゆる顧客産業が影響を受けている。
- 特別項目控除前 EBIT は前年同期比 77%減。
- 純利益は▲8 億 78 百万ユーロ（前年同期は 60 億ユーロ）。
- Wintershall Dea<sup>106</sup>株式に対する減損 8 億 19 百万ユーロ計上。原油・ガス価格見込みの長期的低下と推定埋蔵量の減少に伴うもの。なお、前年同期の純利益には、Wintershall 統合による連結除外時利益 57 億ユーロが含まれている。
- 営業活動によるキャッシュフローは前年同期比 2 億 96 百万ユーロ増、フリーキャッシュフローは前年同期比 5 億 51 百万ユーロ増。
- 各地での生産は維持・継続。
- 2020 年度の売上・利益の推移に関する公表は見送り。例年 8 月の需要が弱く、アグロソリューション事業の季節性もあり、Q3 での特別項目控除前 EBIT の大幅改善は見込めない。

#### <CEO コメント>

当社は、こうした時期にあっても、柔軟で意欲的な従業員、多様なポートフォリオ、堅固な財務基盤といった数多くの強みを足がかりとして成長。

<sup>105</sup> プレスリリースは各社の Web サイトから閲覧。最終閲覧日は 2020 年 8 月 31 日。

<sup>106</sup> Wintershall Dea 社については、第 4 章第 1 節 沿革 BASF を参照。

## [2] Ineos

### 【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

2020/4/22 公表（Q1 実績開示が中心で Q2 以降の予想記載なし）

その他のプレスリリース

2020/4/9 付「Investor update」

#### <Business Impact>

- 供給サイドにはほとんど影響は見られない。
- 需要サイドは、医療・食料等の消費財が自動車・建設の悪化を相殺し上回っている。
- 原油やエネルギー価格の下落はグループにとってポジティブ。

### 【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/7/21 公表

- Q2 の EBITDA は 3 億 20 百万ユーロ（前年同期、5 億 32 百万ユーロ）。
- 原油・製品価格の大幅な下落により在庫損失 60 百万ユーロ計上（前年同期、31 百万ユーロ）。
- ロックダウンによりすべての地域の需要に深刻な影響を受けている。にもかかわらず、包装、医療、食品、洗浄用途の需要は強く、自動車・建設の低迷を大きく相殺。化学産業は世界中の政府から必要不可欠なインフラ産業と認識されている。
- グループの全拠点で運営継続。サプライチェーンの混乱はない。
- 世界中がロックダウンから抜け出し徐々に正常化する中で、Q2 で危機の底を打つと予想。
- この不確実な時期に、キャッシュマネジメントと手元流動性に注力。裁量的固定費の削減に努め、不要不急の人事採用は停止するほか、資本プロジェクトを見直しターンアラウンド案件につき延期もしくは削減を決定。税務上還付と繰延手続きを申請。

## [3] LyondellBasell

### 【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

2020/5/1 公表

#### <Outlook>

- 原油価格下落と経済減速による影響は Q2 に現れる。
- 包装材や医療器具用のポリオレフィンの需要は強く、工業用耐久消費財関連は引き続き弱い。
- 石油精製・酸素燃料関連事業は、輸送燃料への需要低下により著しい影響を受ける。

### 【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/7/31 公表

#### <2020 Q2 Highlights>

- 純利益 3 億ドル（前年同期 10 億ドル）、在庫評価影響を除く純利益は 2 億ドル（前



年同期 10 億ドル).

- EBITDA 8 億ドル (前年同期 16 億ドル), 在庫評価影響を除く EBITDA は 7 億ドル (前年同期 16 億ドル).
- 営業活動からのキャッシュフロー 13 億ドル. 6 月 30 日時点の手元流動性を 58 億ドルまで強化.
- オレフィン&ポリオレフィン事業は, 包装・ヘルスケア用途ポリマーに対する強い需要の恩恵を受ける一方, 予想通り中間体・デリバティブ・精製・先進ポリマーソリューションの各セグメントは, 自動車製造やその他の耐久財市場で利用される輸送燃料・ポリマーの需要の大幅な減少の影響を受けた. パンデミックによる需要減少は Q2 に底を打つと予想.

<Outlook (CEO コメント)>

- 当社製品需要は経済活動の増大に伴って改善中.
- 当社のキャッシュ創出力は高い. 昨年 9 月の Investor Day で概略を説明した合併や買収等の戦略に引き続き注力する一方で, 設備投資削減計画を加速.
- 投資適格バランスシートへのコミットを続けながら, 配当に資金を回すことが資本展開戦略の基礎.
- 不安定なマクロ経済環境にもかかわらず, 当社の主要なポートフォリオ, 有利なポジション, 規律あるアプローチは, ビジネスサイクルを通じ回復力のある結果を提供し続けることを可能にすると信じる.

[4] Air Liquide

【2020 年度第 1 四半期 (2020 年 3 月期) 公表時】

2020/4/24 公表

<Outlook>

- Q2 ビジネスライン別見通し  
大型装置: 鉄鋼, 化学の産業用エアガスへの需要弱い. 産業用ガス販売: シリンダーガスを中心に最も影響を受ける. エレクトロニクス: 堅調. ヘルスケア: 病院・患者向け医療用ガス, 人工呼吸器, アルコールジェルの供給確保のため引き続き大きく動く.
- Q2 が COVID-19 による影響を最も受け, Q2 の終わりから Q3 のはじめにかけてロックダウンが徐々に緩和されてくるという仮定では, 堅牢なビジネスモデルの下 2020 年度も 2019 年度並みの利益確保見込み.

【2020 年度中間期 (2020 年 6 月期) 公表時】

2020/7/30 公表

<H1 (6 か月累計) 2020 Results>

- 売上回復とマージン改善.
- 売上は前年同期比 ▲3.2% で減少は限定的. 収益の 96% を占めるガス・サービスの堅調な世界市場を反映したもの. ガス・サービスでは, エレクトロニクスの売上が増加した.
- 地理的には, 中国は堅調な成長水準に戻り, 欧州では回復の兆しが見えているが,

南北アメリカの状況は対照的。

- 危機対応のコスト削減や、価格政策とポートフォリオ管理によりマージンを下支えする等、純利益は公表値から 1.8%改善。
- 事業投資決定は 13 億ユーロと高水準。その 1/3 が気候関連プロジェクト、イノベーション投資と顧客資産の買収双方を含む。
- 2020 年後半には、ロックダウンは限定的になる前提で営業利益のさらなる回復を見込む。売却案件等の特別項目を除外した純利益は、一定の為替レートの下では、2019 年度水準を達成することに自信。

#### [5] Linde

##### 【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

2020/5/7 公表（Q1 実績開示中心）

- 将来インパクトを予想することは極めて難しいが、マクロ経済の逆風緩和できると見込む。

##### 【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/7/30 公表

##### <Q2 Financial Highlight>

- 高水準の営業キャッシュフロー18 億ドル（前年比 76%アップ）。
- 営業利益率は前年と同水準。Linde AG のパーチェス会計の影響等を除く調整後営業利益率では、安定した固定価格収入とコスト改善に支えられ前年の比率から 230 ベースポイント拡大。
- 1 株当たり利益は 0.87 ドルで前年より 7%ダウン。調整後 1 株当たり利益は 1.9 ドルで前年比 4%アップ、ここからさらにマイナスの為替調整勘定を除外すると 8%アップ。

##### <CEO コメント>

- COVID-19 の影響と回復力については不確実性が高いが、こうした好決算を発表できた当社グループの産業ガス供給モデルの統合力に誇りをもっている。
- クリーンエネルギーという長期的傾向をサポートする、当社の高品質プロジェクト、防衛的エンド市場、インフラ・技術のリーダーとしての位置づけは、引き続き当社の大きな成長機会。
- 回復力のあるビジネスモデルと、短期的および長期的な成長機会を活用しながら、継続的に業績を最適化する能力を組み合わせることで、あらゆる環境の下で収益を伸ばすことができるという自信を与えてくれる。

##### <Full-year Outlook>

- 通期の希薄化調整後 1 株当たり利益は、前年に比べて 4%アップの 7.6 ドルから 7.8 ドル、為替の悪影響を除くと 7%から 9%アップの範囲になると予想。

[6] AkzoNobel

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

2020/4/22 公表

<Outlook>

- Q2 に著しい影響あり.
- 需要トレンドは、エリアやセグメント毎に異なる. 原料費に関しては、2020 年度上半期までは緩やかなプラス要因.

【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/7/22 公表

<Q2 Highlights>

- 売上前年同期比 19%減少, 調整後営業利益前年同期比 22%減少, 営業利益前年同期比 33%減少.
- マージン管理とコスト削減により ROS (売上高営業利益率) は未割当コストを除外すると 14% (前年 13.7%).
- COVID-19 関連影響は Q2 で緩和. 売上は, 4 月 30%減少, 5 月 5%減少.
- トータルコスト削減 1 億 16 百万ユーロのうち, トランスフォーメーションイニシアチブによる構造改革削減費用は 38 百万ユーロ.
- 純利益は 1 億 29 百万ユーロ (前年同期 2 億 31 百万ユーロ).

<CEO コメント>

- 厳格なキャッシュマネジメントと強固なバランスシートをもって, 引き続き COVID-19 の不確実性に対処.

<Outlook>

- パンデミックに起因する市場の混乱に対応しファイナンス計画を延期.
- セグメントや地域にもよるが, 2020 年後半も COVID-19 の影響は引き続き残る. 原材料は下期に好影響を予想.
- 2020 年末までに純債務/EBITDA 比率 1~2 倍を目標とする, 高い投資適格格付けを約束している.

[7] Evonik Industries

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

2020/5/7 公表

- Q1 は売上・利益に与える影響は緩やか. その後 COVID-19 のグローバル経済への波及範囲が見えてきたが, 現段階では明確ではない.
- 2020 年度の業績予想を修正. 売上 131 億ユーロ⇒115~130 億ユーロ. EBITDA 21~23 億ユーロ⇒17~21 億ユーロ.

【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/8/4 公表

<Q2 Highlights>

- 2020年の通期見通しは、5/7公表から変わらず、売上高115～130億ユーロ、調整後EBITDA 17億ユーロ～21億ユーロのレンジ。
- Q2結果は、売上は前年同期比14%減少、EBITDAは前年同期比19%減少、調整後純利益は前年同期比30%減少。調整後1株当たり利益は0.49ユーロから0.34ユーロへ減少。フリーキャッシュフローは大幅増加。
- 成長分野の資源効率部門とニュートリション&ケア部門は堅調に推移、それぞれ20%のEBITDAマージン達成。原油価格の低迷でパフォーマンスマテリアルズ部門は打撃を受ける。ボーナス支払い減少と税金の還付は、営業利益の減少と純運転資本の増加の影響を補う以上のもの。

<CFO コメント>

- 危機の中で高いキャッシュマネジメントとコスト管理を推進。一部の市場では、回復の初期兆しが見え始めているが、COVID-19による危機が落ち着いたとは言えない。

[8] Yara

【2020年度第1四半期（2020年3月期）公表時】

2020/4/23 公表

- 新規PJのうちBrazil案件が一時中断、立ち上げ時期が極めて不確実。
- オペレーション継続がトップ・プライオリティ。

【2020年度中間期（2020年6月期）公表時】

2020/7/17 公表

<Q2 Highlights>

- マージンの改善と固定コスト削減によって、特別項目を除くEBITDAは前年比8%増加。
- 純利益は2億23百万ドル、1株当たり利益0.83ドル（前年同期、2億30百万ドル、1株当たり0.84ドル）。
- キャッシュフローも改善中で、Q2でフリーキャッシュフロー10億ドル超を創出。現在進行中の事業売却案件が完了した後に、5%の自己株買いを行う予定。
- 世界的に広く安定した穀物バランスと尿素の供給圧力減退により、当社の市場環境は全体としてプラス傾向にある。肥料や食料分野は危機の際にも回復力があり、食料生産のサプライチェーンを維持することは全ての国にとって引き続き最優先事項。窒素肥料市場は、南半球のメインシーズンを前にブラジルを中心に堅調。

[9] Covestro

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

2020/4/29 公表

- 4/15 付，2020 年度年間業績予想を修正済み．EBITDA：10 億～15 億ユーロ⇒7 億～12 億ユーロ．

【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/7/23 公表（暫定 EBITDA がアナリストの最新コンセンサスを上回ったため，7/9 に事前プレスリリース）

<Q2 Highlights>

- 欧州と北米における COVID-19 大流行のさらなる拡大によって大きな影響を受ける．主要顧客業界の需要が大幅に減少したため，コア量は 4 月から 6 月に前年比 22.7%減少．売上高は 32.9%減，EBITDA は 1 億 25 百万ユーロ（前年比 72.8%減）．
- 厳格なキャッシュマネジメントの結果，EBITDA とは対照的に，FOCF<sup>107</sup>は 24 百万ユーロまで積み上げ（前年 51 百万ユーロ）．資本調達措置として，6 月 5 日に 10 億ユーロのユーロ債発行．償還は 2026 年 2 月と 2030 年 6 月，クーポンはそれぞれ 0.875%と 1.375%．
- 4 月に修正した通期見込みを確認したが，COVID-19 下の経済発展に伴う不確実性は依然として高いまま．当社の回復力を高めるために，グループのドイツ企業については，経営委員会と従業員代表が，2020 年 11 月末までに全従業員の労働時間と報酬を削減するモデルに合意済み．ドイツ外のグループ会社においても国別コスト削減策を実行中．

[10] Solvay

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

2020/5/6 公表

<Outlook>

- 2020/4/9 付，COVID-19 パンデミックで不確実性が増したことを理由に 2020 年度通期利益予想の撤回をリリース済み．

【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/7/29 公表

<Q2 Highlights>

- フリーキャッシュフローは，運転資本管理により 2 億 33 百万ユーロと堅固（前年同期 33 百万ユーロ）．
- H1 の売上高は，前年同期比 11%減少．4 月以降の航空，自動車，石油・ガス，建設市場の逆風が数量に影響を及ぼしたが，回復力のある市場（ヘルスケア，アグロ/フ

<sup>107</sup> Free Operating Cash Flow の略．営業キャッシュフローから設備投資額を差し引いたもの．

ード、ホームケア、パーソナルケア、エレクトロニクス) が一部相殺。Q2 の売上高は、数量の減少により前年同期比 18%減。

- H1 の総コスト削減額は 1 億 70 百万ユーロ。低需要水準に生産調整を行ったもの。
- H1 の基礎 EBITDA は前年同期比 15.6%減。Q2 の EBITDA は前年同期比 29.5%減。
- EBITDA マージンは、需要が大幅に減少したにもかかわらず、H1 は 21.7%で持続的な価格設定・コスト策を反映。Q2 の EBITDA マージン 20.2%。
- コンポジット事業ののれんに関連して総額 14 億 6000 万ユーロの減損を Q2 で計上。これにより、純利益は H1 で 3 億 45 百万ユーロ、Q2 で 1 億 90 百万ユーロ。

<Outlook for 2020>

- マクロの不確実性が続き可視性は限定的。Q4 で改善してくる前の Q3 には困難な市場ダイナミクスが継続すると予想。こうした中、コストに焦点を当て、2020 年通年で 3 億ユーロという 2019 年と同水準のフリーキャッシュフローの生成を目指す。

[11] Bayer

【2020 年度第 1 四半期 (2020 年 3 月期) 公表時】

2020/4/27 公表

<Outlook for 2020>

- Q1 は好調なスタートを切ったが、COVID-19 の影響は通年に亘ると予想され、現段階でインパクトを確実に定量化できず。
- 自社ビジネスのキーファクター：生産・供給、需要関係、資金市場、トレンド（コスト管理、デジタル化進展等）

【2020 年度中間期 (2020 年 6 月期) 公表時】

2020/8/4 公表

<Q2 Highlights>

- COVID-19 の影響にも関わらず堅調な業績。最優先は従業員の安全確保とサプライチェーンの維持。
- 売上高は 100 億 54 百万ユーロ（前年同期比 2.5%減）。特別項目控除前 EBITDA は 28 億 83 百万ユーロ（前年同期比 5.6%増）。特別項目総額は 125 億 11 百万ユーロ（ネットで損失）で、主要なものは旧 Monsanto 関連訴訟の和解<sup>108</sup>。最終的な純損益は△95 億 48 百万ユーロ。
- 1 株当たりコア利益は 5.3%増の 1.59 ユーロ。フリーキャッシュフローは 14 億 20 百万ユーロに上昇。

<Outlook for 2020 adjusted>

- H1 実績に加え残りの不確実性の伴う期間に仮定を置き、2020 年 2 月公表の通期予

<sup>108</sup> 2018 年に買収した Monsanto（米国）の主力商品だった除草剤の主成分に発がん性が疑われるとして提訴されていた案件。（出所：日本経済新聞電子版 2020 年 6 月 25 日付「独バイエル、1 兆円超の和解金で合意 農薬を巡る訴訟で」<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO60761910V20C20A6000000/>（2020 年 8 月 31 日閲覧）

想を以下に修正.

- 為替調整後の売上高：430 億～440 億ユーロ（修正前：440 億～450 億ユーロ）.
- 為替調整ベースの特別項目控除前 EBITDA：121 億ユーロ（修正前：123 億～126 億ユーロ）.
- 1 株当たりのコア利益：通貨調整ベースで 6.70～6.90 ユーロ（修正前：7.00～7.20 ユーロ）.
- ブラジルレアル下落の影響を会計上取り込む可能性高い. 2020 年 6 月末レートで換算すると、売上高は 420～430 億ユーロ、特別項目控除前 EBITDA マージンは 28%、1 株当たりコア利益は 6.40～6.60 ユーロとなる見込み.
- 和解金支払いは当初資金計画に含まれていない. 年内の 45 億ユーロ支払いのため Net Financial Debt を 330 億ユーロ（修正前：270 億ユーロ）とする予定.

## [12] Syngenta

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

非公表

【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/8/27 公表

<H1 Highlights>

- 売上高は、5 億ドルの為替のネガティブインパクトにもかかわらず 120 億ドル（前年同期比 2%増、為替調整後では 6%増）. 4 つのセグメントすべてが売上増加.
- EBITDA は 22 億ドル（前年同期比 7%増、為替調整後では 20%増）.
- COVID-19 関連は管理が良好で、サプライチェーン維持. H2 依然として厳しい.

<CEO コメント>

- COVID-19 パンデミック、穀物価格低調、為替の大幅な逆風にもかかわらず、グループのすべての事業部門で好調な業績を上げたことを嬉しく思う. これは、世界中の農家に対し、幅広く持続可能. 革新的で競争力のある製品とサービスを提供する戦略が、このような異常な時代であっても堅牢であることを示している. 成長とリーダーシップの達成を目指し引き続き取り組んでいく.

## [13] DSM

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

2020/5/7 公表

<COVID-19 impact>

- Q1 は、ニュートリション分野で売上 1%増、マテリアル分野で売上 7%減となり、この傾向は Q2 も続く.

【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/8/4 公表

<H1 Highlights>

- 売上高は前年同期比 1%減. 調整後 EBITDA は前年同期比 4%減 (ニュートリション事業: 5%増, マテリアル事業: 28%減)
- 調整後純利益<sup>109</sup> 3 億 99 百万ユーロ (前年同期比 4%減). 純利益 2 億 70 百万ユーロ
- 中間配当金は一株あたり 0.80 ユーロ.

<Outlook 2020>

- COVID-19 パンデミックの進行と世界経済への影響が不確実な中, ニュートリション事業は少なくとも 1 桁の増益 (前期比) が見込まれるが, マテリアル事業の見通しが限定的であることから, 全体的な収益予想を公表しないことが賢明と考えている.

<COVID-19 impact>

- パンデミック発生以来, 生産設備とサプライチェーンで厳格な衛生と安全を維持してきた.
- 特に売上が減退したマテリアル部門では, 設備投資を制限し運用コストを最小限にまで抑えてきた. リストラ策の一環として, 今年後半には年間 25 百万~30 百万ユーロの経常的なコスト削減実現を目指す.

[14] Lanxess

【2020 年度第 1 四半期 (2020 年 3 月期) 公表時】

2020/5/6 公表

- Q2, Q3 に COVID-19 大流行の影響を最も受けると予測.
- Q2 の特別項目控除前 EBITDA は 2 億~2 億 50 百万ユーロになると予想. 2020 年通期では 8 億~9 億ユーロを見込む (予想値修正前 9 億~10 億ユーロ).
- 中国, イタリア, インド, アルゼンチンのプラントが一時的にシャットダウン.

【2020 年度中間期 (2020 年 6 月期) 公表時】

2020/8/13 公表

<Guidance for 2020 confirmed>

- 通期の特別項目控除前 EBITDA は, 8 億~9 億ユーロで予想 (2020/5 月公表値と変わらず).
- Q2 の売上高は前年同期比 16.7%減, 特別項目控除前 EBITDA は前年同期比 20.3%減. EBITDA マージンは 15.6%とほぼ安定 (前年同期 16.3%) .
- 継続事業による純利益は 96 百万ユーロから 8 億 30 百万ユーロに大幅に増加. 同時に, 純金融負債は 17 億 40 百万ユーロから 9 億 29 百万ユーロに減少. これらは, Currenta株式売却に伴う変動. このキャッシュインフローを使用してバランスシートを強化し, 自己資本比率は 2019 年末と比べ 30%から 37%に上昇.

<sup>109</sup> 調整済 EBITDA は継続的な事業を反映した代替パフォーマンス指標.



[15] Borealis

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

2020/5/6 公表

<Review and Outlook>

- 多くのセグメントで需要は底堅いが、COVID-19 と原油価格下落によるネガティブな影響は Q2 以降に拡大。

【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/8/6 公表

<Q2 Highlights>

- COVID-19 と原油価格下落の環境にもかかわらず、Q2 財務結果黒字を維持。
- 純利益 64 百万ユーロ（前年同期 3 億 28 百万ユーロ）、前年同期を大幅に下回る。原油価格低迷による在庫の評価損失、軽原料対ナフサの使用による優位性が薄れたこと、スウェーデンでの蒸気クラッカー設備の計画外停止等が主要因。オレフィン需要は比較的安定。
- 継続的なレジリエンスプログラムは、不確実な世界市場見通しに対して堅調な財務状態を維持するのに貢献。2020 年下半年は純利益増加を予想。
- 2020 年通期見込み、純利益 2 億 15 百万ユーロ（前期 5 億 28 百万ユーロ）。2020 年末負債資本比率予想 31%（前年末 23%）。

<Outlook（CEO コメント）>

- 欧州ポリオレフィンの事業環境は、COVID-19 と Q2 以降の原油価格の悪化の影響を受けているが、パンデミック中の持続可能な生活のために当社の製品がいかに重要であるかを実証している。
- コストと投資の削減に焦点を当てて立ち上げたレジリエンスプログラムは、ポジティブな結果と強力なキャッシュフローを維持するのに貢献している。

[16] Arkema

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

2020/5/6 公表

<Outlook for 2020>

- 世界中で行われたロックダウンにより需要は Q2 に大きく減速。
- 欧州や米国の建設セクターは Q2 に影響を受けると見込まれる市場の一つだが、これにより接着剤・コーティング事業が大きな影響を受ける。
- 年央からの段階的需要回復を予想しているが、2020 年度通期業績に与える COVID-19 の影響を見積もるには不確実性が高い。

【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/7/30 公表

<Q2 Highlights>

- 売上高は 19 億ユーロ，前年同期比 15.6%減（H1 ベースでは 10.7%減）．建設，輸送部門の大幅な減速，一方で，栄養，包装，衛生関連需要良好．欧米の建設市場の進展と中国での堅調な販売に支えられ，6 月から順次改善．
- EBITDA 2 億 86 百万ユーロ（前年同期 4 億 7 百万ユーロ），EBITDA マージン 15.0%（前年同期 18.1%）．EBITDA マージン 20%の先端材料の堅調なパフォーマンス．緊急対策としての固定コスト削減実施．
- 調整後純利益は 90 百万ユーロ（前年同期 1 億 92 百万ユーロ），1 株当たり 1.18 ユーロ（前年同期 2.52 ユーロ）．
- 運転資本と設備投資の管理を反映して，2 億 88 百万ユーロ（前年同期 90 百万ユーロ）を創出．

#### <Outlook for 2020>

- グループ内の重要な国でのロックダウンの段階的解除に伴い，下半期需要は徐々に回復すると見込む．Q3 の売上高は一定の為替前提で前年同期比約 10%減少すると見積もっているが，これは Q2 の約 20%減少に比べて明らかな改善を示している．
- 流動性を維持するためにコスト，設備投資，運転資金に焦点を当て，固定費を前年比 50 百万ユーロ削減，設備投資を当初計画比 1 億ユーロ削減で確認済み．
- こうした取り組みと Q2 業績に加え，バランスのとれた地理的エクスポージャー，多様なエンドマーケット，堅固なバランスシートという，前例のない危機に対処する能力に自信を持っている．

#### [17] Johnson Matthey

##### 【2019 年度末（2020 年 3 月期）公表時】

省略

##### 【2020 年度第 1 四半期（2020 年 6 月期）公表時】

非公表

その他のプレスリリース

##### 2020/6/11 付 "Outlook for the year ending of 31st March 2021"

- 2020 年度の業績予想立たない．
- 各セグメントの状況
  - 空気清浄：顧客需要と直接リンクするビジネス．自動車 OEM 各社のシャットダウンは中国・欧州・米国と徐々に再開しているが，回復の道筋は不透明．
  - 貴金属化合物：多様なエンドユーザー市場に幅広く影響を受ける．PGM 価格も営業利益に影響を与える．
  - 健康：マクロ経済環境変化には比較的影響を受けない．
  - 電池材料：eLNO の商業化は順調に進捗．

##### 2020/7/23 付 "AGM trade update"

- Q1 売上高は，COVID-19 パンデミックの影響により前年比大幅ダウン．原因は，消費者需要の減少と顧客の一時的シャットダウンを受けた空気清浄セクター．他の

セクターは前年とほぼ横ばい。

- 効率化策により、2020 年度下半期中心に年間少なくとも 30 百万ポンドの初期利益を得る予定。3 年間で 2,500 名の人員削減、いくつかの協議プロセスを開始済み。2022 年度末までに年間 2 億 25 百万ポンドのコスト削減を見込んでおり、グループをさらに階層化、簡素化、集中化させる。
- 需要の可視性は依然として限られており、2021/3/31 までの見通しを提供することはできない。空気清浄セクターの活動が弱く上半期の業績が昨年を大幅に下回ったことから、下半期の業績のウェイトが大きくなると予想。

#### [18] Clariant

##### 【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

2020/4/30 公表

##### <Outlook>

- 2020 年度、売上・利益に対するネガティブインパクトを予想。Q2 に影響拡大。
- 中期的には、事業ポートフォリオが業界平均以上の成長・利益・キャッシュ創出達成を見込む。

##### 【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/7/30 公表

##### <H1 Highlights>

- 売上高は為替影響を除外した場合、19 億 45 百万スイスフラン (CHF) (前年同期比 5%減少)。EBITDA マージンは、前年同期実績 14.9%に対し 15.0%に改善。継続事業からの純利益は 90 百万 CHF に改善 (前期は△1 億 1 百万 CHF)。
- 営業キャッシュフロー 89 百万 CHF。
- 現在の経済環境を取り巻く不確実性にもかかわらず、当社のコアポートフォリオの成長プロファイルは衰えない。2020 年度通期業績は、COVID-19 パンデミックの進展に依拠する中、その緩和とキャッシュ生成に注力する。

##### <Outlook>

- Q3 の売上と収益性には、引き続き COVID-19 パンデミックによるマイナスの影響があると予想される。従業員の安全、地域支援、事業継続、キャッシュ生成を確保する作業部隊を迅速に設置。ポートフォリオの再構築や、3 つの中核的な専門分野に基づいて、より高い収益性を達成するために市場を上回る成長を目指す。

[19] Umicore

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）公表時】

非公表

その他のプレスリリース

2020/4/30 付 "Update on COVID-19 impact on Umicore"

<Full year 2020 outlook>

- グローバル経済への影響度は次第に見えてきたが、影響が継続する期間が不確実で需要の可視性は極めて低いため、現時点で信頼性のある通期見通しを提供することは不可能。
- EBIT：自動車生産 25%減の下では、触媒・エネルギー事業は 2019 年度レベルを大きく下回る。リサイクル事業は、鉄鋼価格が現在のままとの仮定の下で前年度レベルを上回る。グループ全体では前年度比大幅減少。

2020/6/15 付 "Umicore update on covid-19 impact and current trading"

<H1 Outlook>

- 2020 年中間期はリサイクル事業の好調を受け、前年同期並み。年度見通しの状況は、4/30 付リリースから進展なし。

【2020 年度中間期（2020 年 6 月期）公表時】

2020/7/31 公表

<H1 Highlight>

- パンデミックに対する回復力と事業活動の補完性を示し、リサイクルの業績が非常に好調で自動車産業低迷による触媒・エネルギー・表面技術分野への影響を相殺。
- 売上は 16 億ユーロ（前年同期比 4%減）、調整後 EBIT は 2 億 43 百万ユーロ（前年同期比 1%増）、調整後 EBITDA は 3 億 76 百万ユーロ（前年同期比 5%増）。

<Immediate response to the COVID-19 crisis>

- 健康で安全な労働条件の確保。
- 手元流動性の確保。

<Longer-term response to the COVID-19 crisis>

- 資金調達構造と流動性の強化。2025 年償還の 5 億ユーロ転換社債発行等。
- オペレーションと特定の有形・無形資産の再評価。北米の自動車用触媒生産活動を統合等。

<Outlook>

- 主要なエンドマーケットで生み出す不確実性を考えると、2020 年の信頼性の高い定量化された見通しを提供することは不可能。引き続き、2019 年の水準を下回る通年調整 EBIT を予想。
- 世界の自動車生産が通年で 25%減少するという当社シナリオの下では、下半期の触媒における売上・調整済み EBIT は上半期のそれらを大きく上回るものの、パンデミックと弱気な消費者マインドから引き起こされる不確実性により市場動向を読むことはできない。

以上の整理により、欧州化学会社 19 社の決算発表、また実績を含む業績予想の開示において、明らかとなるのは 5 点である。

第一に、各社が重視する業績指標は EBIT, EBITDA, 純利益とそれぞれ異なる中で、特別項目や一過性損益を排除した数値を用いて説明している企業が大多数となっていることである。特別項目とは、[1] BASF であれば Wintershall Dea 株式の減損処理、[3] LyondellBasell であれば石油・ガス在庫評価影響、[11] Bayer であれば旧 Monsanto 関連訴訟の和解金が挙げられる。複数年の推移をみる際、こうした項目が調整（控除）されているのは投資家として分析しやすいだろう。さらに、[3] LyondellBasell の在庫影響の調整のような専門的な特別項目に関しては、調整後数値を使用する合理的な理由も説明されている。

第二に、1 点目にも通ずるが、減損計上については必ず「非現金」であることが付記されている。資産に対してはすでにキャッシュアウト済みであるので、その減損時にはキャッシュフローに影響を及ぼさない。企業価値を算定する際は損益ではなくフリーキャッシュフローを基礎とすることを十分に理解しない投資家がいるとするならば、無用な誤解を避けるに重要な開示と考えられる。企業業績を分析する際にどこに焦点を当てるべきか判断のためのサポートがある。

第三に、COVID-19 関連の記載に、決算実績における分析のみではなく今後影響を受けるだろう事業・セグメント・顧客セクターが明瞭になっている点である。上記抜粋からセグメント説明は割愛しているが、例えば[17] Johnson Matthey の 6/11 付プレスリリースでは定性的ではあるもののセグメント別の感応度が記載されている。投資家にとっては、主力セグメントへの影響度合いから業績見込みを推測する助けになるだろう。

第四に、COVID-19 対策が明瞭な点である。特に[9] Covestro と[17] Johnson Matthey では、人員削減案に関して労使協議が開始もしくは交渉終了となっている。雇用慣行や労働法の適用に日本とは異なる部分があるのだろうが、公表までのスピードが速く、この危機を乗り越えんとする経営者の自信が伝わってくる。

最後に、通期見通しの開示の柔軟性、多様性である。表 11 は、「業績予想を開示している企業」、「前年度実績との対比で説明を行っている企業」、「損益ではなくフリーキャッシュフロー（FCF）等を COVID-19 拡大下における新たな指標として開示している企業」、「業績予想の非開示を選択している企業」で 19 社を分類したものである。なお、業績予想非開示企業に関しては、従来開示を行っていたが一旦発表した 2020 年見込みを撤回した企業と、これまでも非開示であった企業が混在している。また、売上や EBITDA ではなく FCF 等を指標として説明している企業については、パンデミック緊急対策として全世界ほとんどの企業が取り組んでいる手元流動性の確保の問題が関係しているものと見られる。

表 11 の結論は、2020 年 6 月期決算発表時点で通期の損益見通しを公表している企業は 19 社中 6 社に留まり、欧州化学会社においては必ずしも定型的な業績予想開示を重視していないという事実である。それでありながら、決算発表の全体を通して、セグメント説明を含め、現況だけでなく将来に渡る事業や経営戦略の方向性が明瞭であり、投資家に信頼感・安心感を与えるものとなっている。本来自主的・自発的であるべき業績予想において、適時

性と実効性の伴った、投資家にとって真に有用な開示事例と評価できよう。

表 11 欧州化学会社 19 社の 200 年度通期見通し開示の状況（2020 年 6 月期決算発表時点）

通期見通し開示 (修正含む)	前期損益との対比 を開示	FCF等損益以外の 指標を開示	通期見通し非開示 (発表の撤回含む)
[5] Linde [7] Evonik Industries [9] Covestro [11] Bayer [14] Lanxess [15] Borealis	[4] Air Liquide [16] Arkema [19] Umicore	[6] AkzoNobel [10] Solvay	[1] BASF [2] Ineos [3] LyonellBasell [8] Yara [12] Syngenta [13] DSM [17] Johnson Matthey [18] Clariant

次節では、こうした業績予想と株価との相関の有無について、非上場企業（[2] Ineos, [12] Syngenta, [15] Borealis）を除く 16 社を対象に調査分析する。企業側の開示状況を取り上げてきた本節から翻って投資家側からの評価が対象である。

論点は 2 点である。

一つは、COVID-19 発生以降、従来投資家が企業に対して優先して求めてきた適時開示、とりわけ業績予想公表の考え方に変化があるか否かである。これは、COVID-19 流行がなおも拡大を続けるこの期間、様々な側面から企業の社会的使命の定義が問い直されていることに対する投資家の反応に着目するものである。これにより、財務情報開示と非財務情報開示とのバランスやウエイト付けの変化や、さらには欧州化学会社における租税関連開示の今後の流れを推測するためのデータを提供できるものと考えている。

いま一つは、欧州化学会社 16 社の業績予想と株価との関係を分析することを通して、業績予想を含む決算発表の在り方についても議論したい。

### 第 3 節 株価推移

前節では、COVID-19 パンデミックの業績に及ぼす影響が不透明かつ不確実な状況下で、事業の将来見通しについて経営方針と融合させ説明を行う欧州化学会社 19 社の姿を明らかにしてきた。そのアプローチは必ずしも定型的ではないものの独自性・自主性に富んだものである。これに対して株式市場がどのように反応したのかが本節のテーマである。

本調査分析の手法には以下の前提や制約が存在する。

第一に、短期的には株価は経営者による業績予想に即時に反応するという仮定に立っている。よって本分析においては、業績修正や予想と実績の乖離といったサプライズ発生時と同様に、「定型的な」業績予想を公表しないことが投資家にネガティブに捉えられているの

であれば、「失望売り」の形で株価下落が見られるだろうと考える。反対に画一的な通期見込み数値を提示しないケースで株価に変動が見られないのであれば、投資家は業績予想発表の有無に対してニュートラルであると結論づけている。本調査を短期に限定するのは、COVID-19 収束の気配が見えない現状で長期間の株価データを得ることができないという実務的な理由の他に、株価の長期変動要因として業績予想のみを採用することに十分な有効性がないからである。

第二に、経営者による業績予想のみを対象とし、証券アナリストによるコンセンサス予想の機能と作用は度外視している。本分析は経営者による業績予想の有無が株価に影響するか否かに焦点を絞っているため、不必要に複雑な分析としないことを優先している。[9] Covestro では、7/23 の中間期決算発表前の 7/9 に、社内でまとめた暫定 EBITDA がアナリストの直近コンセンサス予想値を上回ったことからその旨をプレスリリースしている。このような積極的な IR 活動の下では、アナリストのコンセンサスと企業公表との乖離は一時的に発生してもやがて有効な投資指標に収斂していくものと考えられる。

具体的な調査方法は以下の通りである。

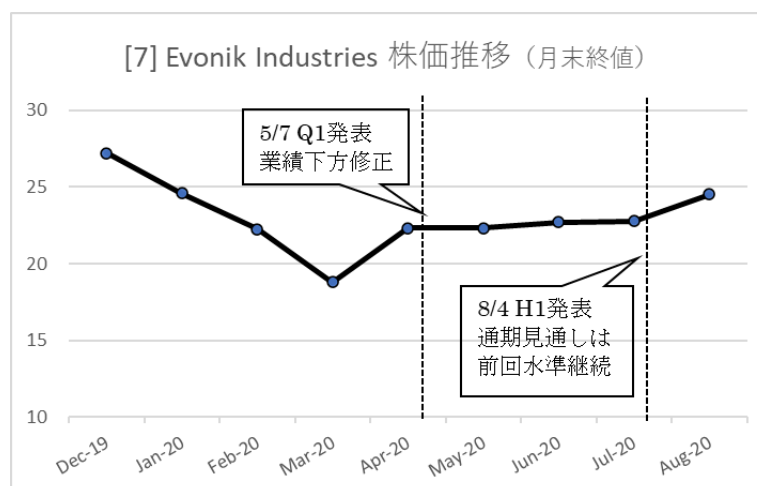
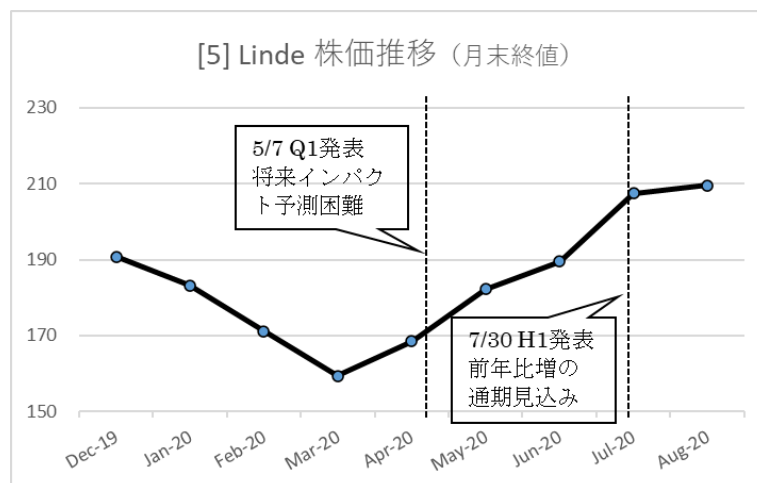
- 株価調査期間は、COVID-19 発生直前から直近までの 2019 年 12 月～2020 年 8 月までの各月末の終値を採っている。グラフは「月末終値」の推移であり、いわゆる「株価チャート」ではない点に留意されたい。
- 業績予想公表の有無については、第 1 四半期と中間期の決算公表日やプレスリリース日を特定してグラフに示している。しかし、上述の通りグラフは株価チャートではないため、業績予想発表の有無による株価の反応については 1 か月単位で分析する必要がある。業績予想を経営者によるものとアナリストによるものとに区分していないのも、1 か月単位の中では両者の差異が解消していくものと考えられるからである。
- 株価分析は、前節の結果であるグループ分け「(1) 通期見通し開示(修正含む)」 「(2) 前期損益との対比を開示」 「(3) FCF 等損益以外の指標を開示」 「(4) 通期見通し非開示(発表撤回含む)」を利用し、それぞれの企業群ごとに行う。なお、グループ分けの基準となる開示状況は 2020 年 6 月期発表時点で判断している。
- 株価データ出所：Bloomberg。各社証券の取引市場は以下の通りである。
  - ◆ Xetra<sup>110</sup> (フランクフルト証券取引所)：[1] BASF, [5] Linde, [7] Evonik Industries, [9] Covestro, [11] Bayer, [14] Lanxess
  - ◆ ニューヨーク証券取引所：[3] LyondellBasell
  - ◆ ユーロネクストパリ証券取引所：[4] Air Liquide
  - ◆ ユーロネクストアムステルダム証券取引所：[6] AkzoNobel, [13] DSM
  - ◆ オスロ証券取引所：[8] Yara
  - ◆ ユーロネクストブリュッセル証券取引所：[10] Solvay, [19] Umicore
  - ◆ ウィーン証券取引所：[16] Arkema
  - ◆ ロンドン証券取引所：[17] Johnson Matthey

<sup>110</sup> ドイツ証券取引所グループが運用する電子株式現物取引システム。フランクフルト証券取引所のシステムとして設計されたが、現在ではウィーン証券取引所、プラハ証券取引所、ブタペスト証券取引所等にも導入されている。

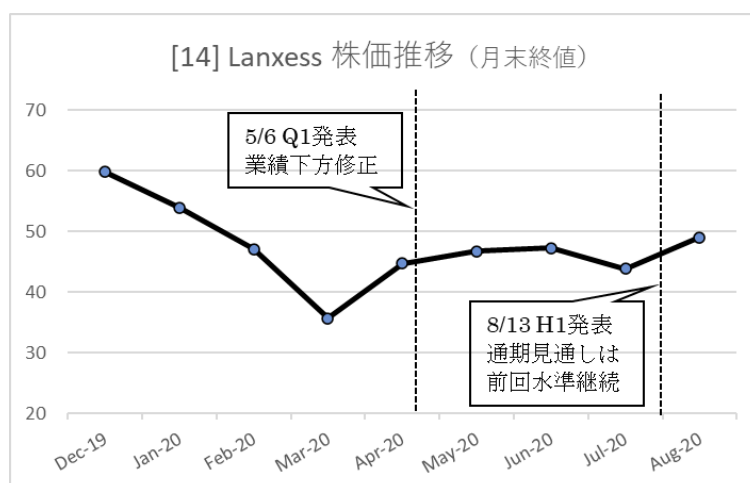
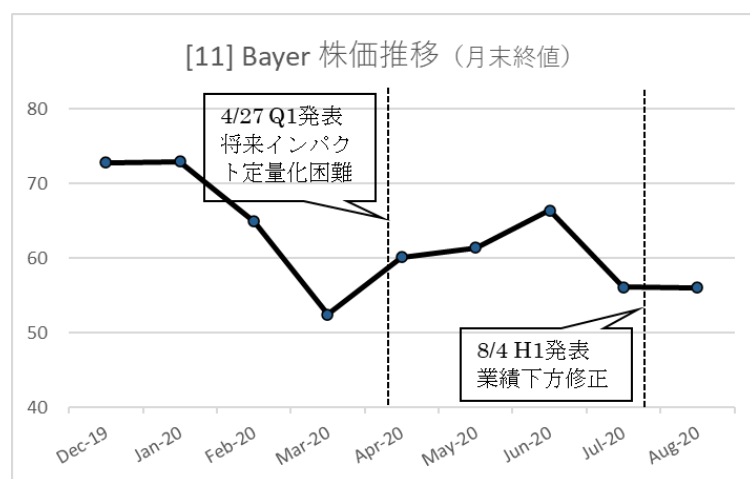
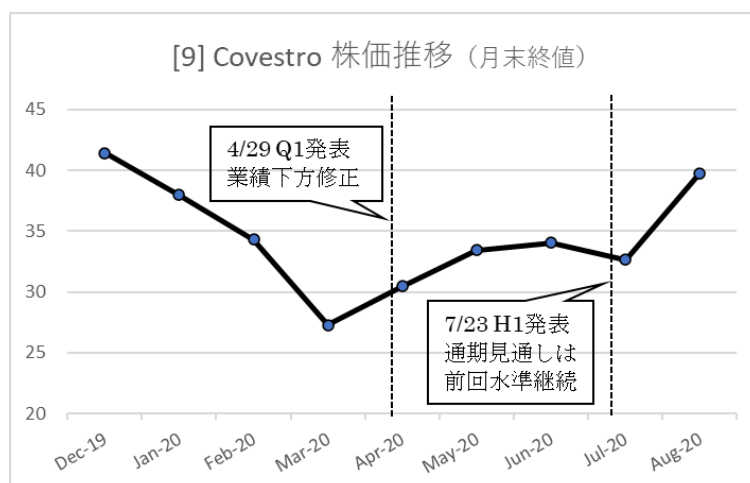
◆ スイス証券取引所：[18] Clariant

(1) 通期業績予想を開示している企業（修正含む）

[5] Linde, [7] Evonik Industries, [9] Covestro, [11] Bayer, [14] Lanxess







5 銘柄とも 3 月末に底値をつけているが、欧州各国がロックダウン・企業活動停止を開始した時期と重なっている。ちなみに、この期間で主要な株価指数の最安値を更新したのは、ドイツ DAX で 3/19、英 FTSE100 で 3/23、NY ダウ工業株 30 種で 3/23 であった

111. 3 月が株価の底であるというこの傾向は、(1) の企業群以外の全 16 社でも共通している。

このうち、現在の株価が COVID-19 発生直前の水準を上回っているのは[5] Lindeのみである。[5] Linde は 5/7 に第 1 四半期を公表する直前から株価が上昇しているが、5/7 時点では通期のインパクトを見通すことが困難であるとして業績予想は非開示だった。それでも株価が上がり続けたのは、第 1 四半期の決算内容が好調であったためだろう。以下の通り、いずれの数値も前年同期を上回っている。

- 営業キャッシュフロー：前年同期比 26%増加
- 営業利益：前年同期比 20%増加
- 調整後営業利益：前年同期比 11%増加（不利な為替換算影響を除外した場合：前年同期比 14%増加）
- EPS：前年同期比 35%増加、調整後 EPS：前年同期比 12%増加

最終的に中間決算発表時に前期比増の通期見通しを示すが、すでに織り込み済みということだろうか、株価に大きな反応は見られない。

一方、第 1 四半期決算時に下方修正を行い、中間期に見直しの結果修正後水準を維持継続しているのが、[7] Evonik Industries, [9] Covestro, [14] Lanxess の 3 社である。いずれも、第 1 四半期の下方修正後に株価の下落は見られない。3 月に売り込まれ過ぎた調整ともとれる。この後中間発表時に再修正がなかったにも関わらず株価を堅調に戻しているのが[9] Covestro で、他の 2 社と異なる変化を見せるのは、先述したようにアナリストのコンセンサス予想を上回る中間決算を公表し、通期予想に対する投資家期待を集めたことが関係しているのかもしれない。

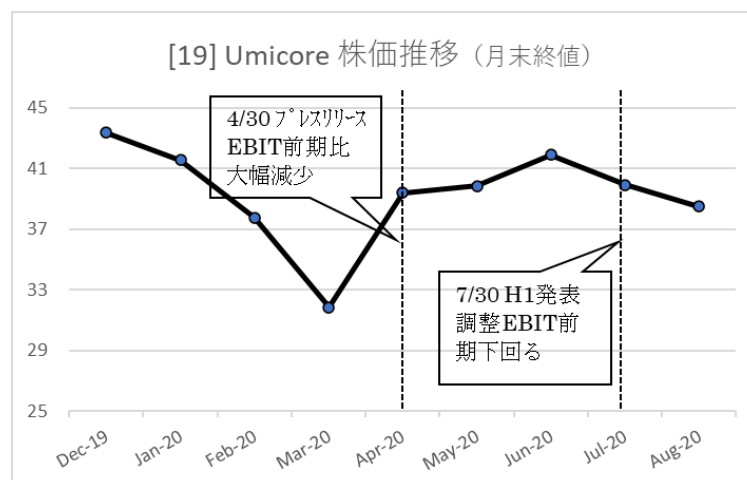
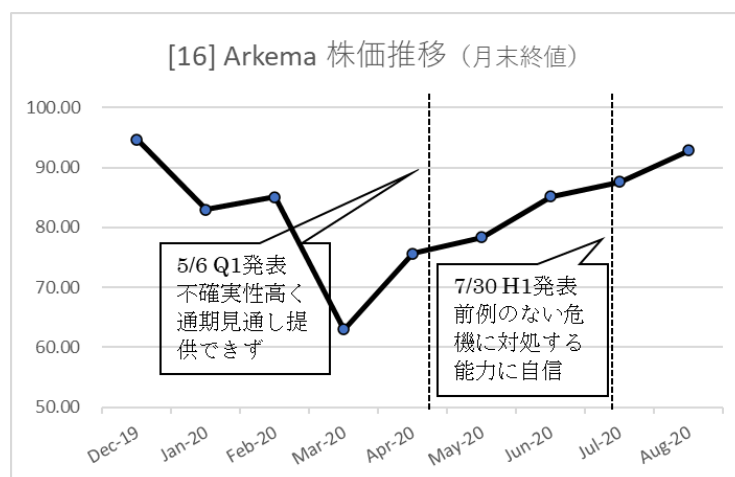
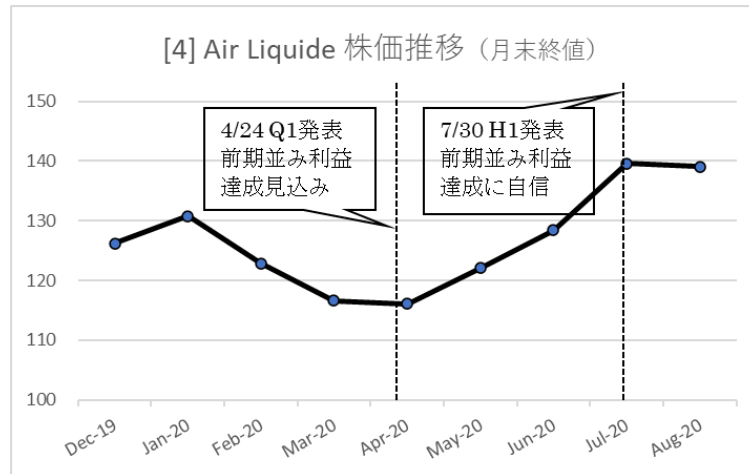
業績予想の有無が株価推移と相関にないことを最も強く示しているのが[11] Bayer である。同社は第 1 四半期決算時に通期見通しのアナウンスを見送り、中間期に 2020 年 2 月に発表した予測の下方修正を行っているが、いずれの時期にも直後の株価に大きな変動はなかった。5 社中最も株価の戻りが鈍い<sup>112</sup>が、6 月下旬に旧モンサント関連訴訟で巨額の和解金支払いに合意 (p. 101) したことが影響しているものと推測される。本件訴訟に関して[11] Bayer は一貫して争う姿勢を崩しておらず、和解関連は過去の業績予想には十分に反映されていなかった模様である。そのため和解報道時に株価は下落したが、その後中間決算時に合わせて通期下方修正を公表した際には本和解は織り込み済みであるから、直後の株価に動きはなかったものと解釈される。

---

<sup>111</sup> 出所：Bloomberg.

<sup>112</sup> [11] Bayer は、COVID-19 発生前（2019/12 月末）の 72.81 ユーロから直近（2020/8 月末）の 56.04 ユーロと 3/4 強までしか株価を戻していない。

(2) 前期損益との対比を説明している企業 [4] Air Liquide, [16] Arkema, [19] Umicore

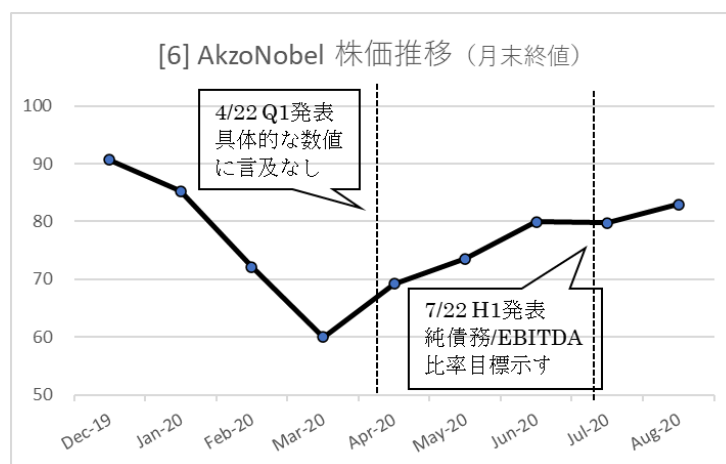


まず、このグループでは[4] Air Liquide と[19] Umicore を比較する。いずれも第1四半

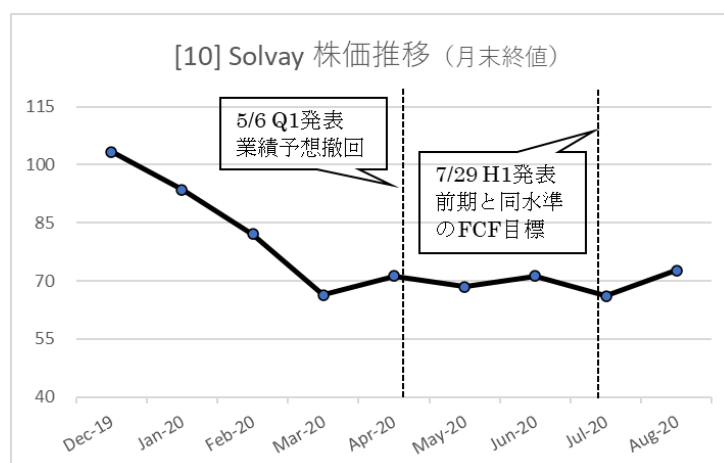
期決算時に前期実績との対比の形で今期見通しの説明を行い<sup>113</sup>、中間期においてもその見通しを変更しなかった企業である。[4] Air Liquide は、具体的な数値は非公表ながらも前期並み利益達成予測を発表したことが好感したのか、第 1 四半期発表以降株価を順調に伸ばし直近では COVID-19 発生前の株価水準を大きく上回っている。一方の[19] Umicore は、前期の EBIT 水準未達をアナウンスしているが、4 月末のプレスリリース以降の株価に大きな変動はない。この 2 銘柄のケースは、具体的な数値見込みではなく利益が前期水準を達成するという開示方法であっても、不透明な経営環境下において有用な投資情報足りえることを示している。

[16] Arkema は、第 1 四半期と中間期発表時ともに通期見込みにつき具体的な数値を提示しているわけではない。しかし、中間決算発表時には第 2 四半期に改善が見られていること等を根拠として「前例のない危機に対処する能力に自信を持っている」と宣言している。投資家サイドに、為替等の特殊要因を除いては少なくとも前期水準は達成すると予測させる開示となっており、明らかに第 1 四半期決算時に比べ見通しの不確実性は後退している。前期並みの利益確保という点において[4] Air Liquide と共通しており、期間後半の株価推移もこれと類似した動きとなっている。

### (3) FCF 等損益以外の指標を開示している企業 [6] AkzoNobel, [10] Solvay



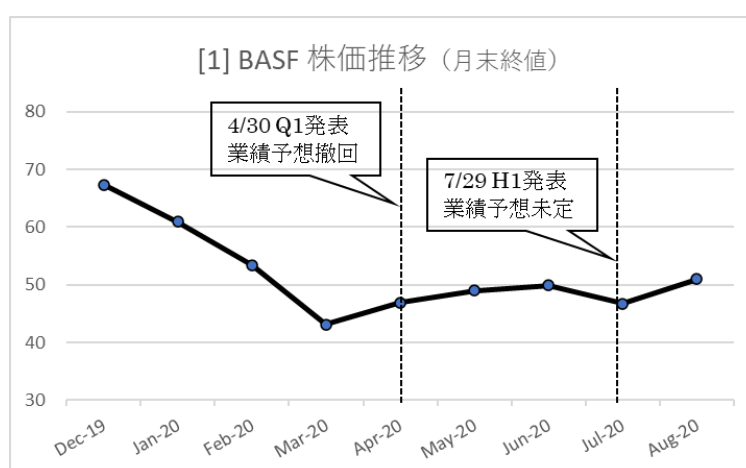
<sup>113</sup> [19] Umicore は第 1 四半期決算非公表。

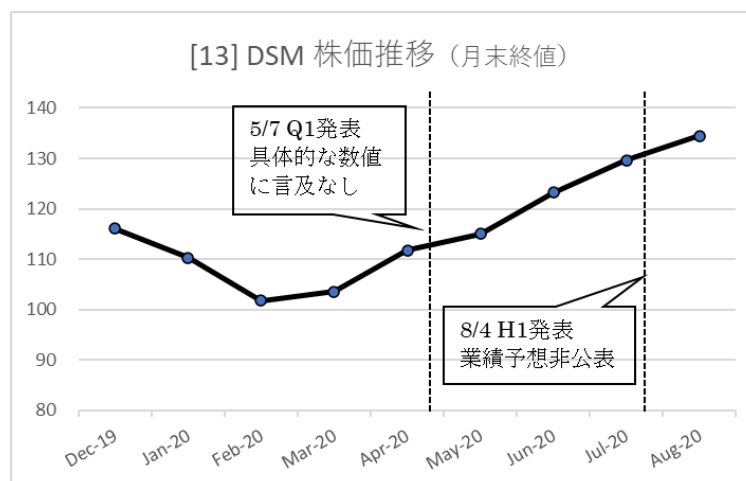
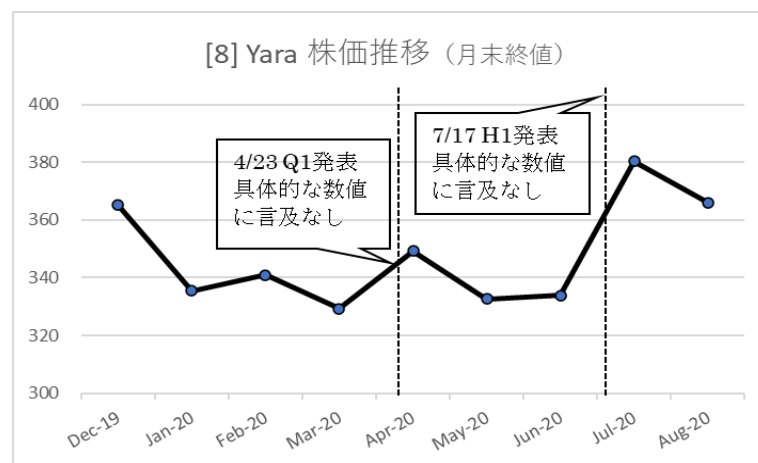
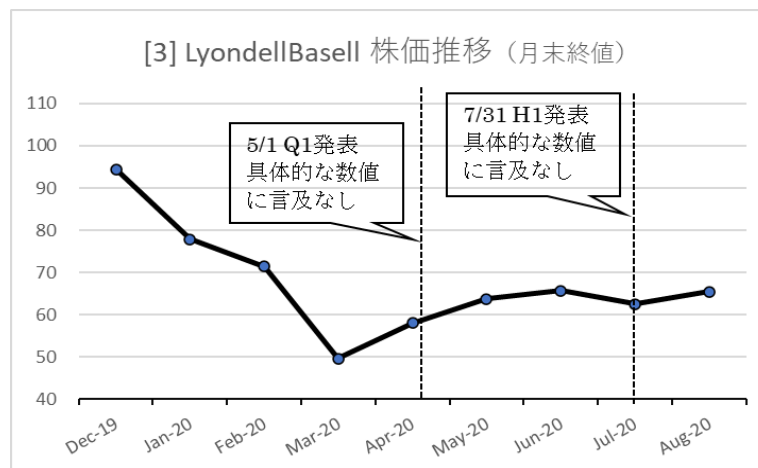


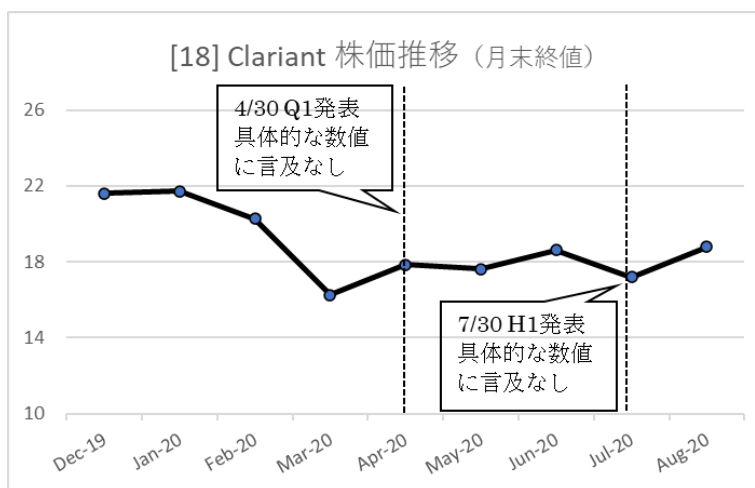
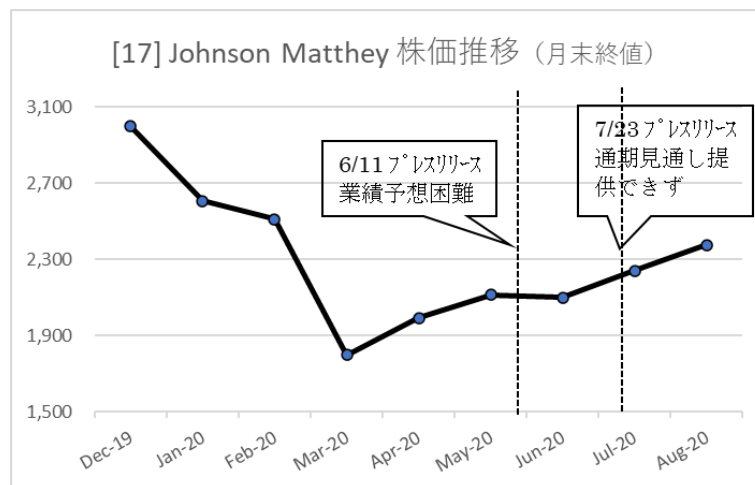
2 社とも、第 1 四半期発表時には通期見通しを非公表とし、中間期で利益ではなく他の指標を目標値として掲げている。[10] Solvay のフリーキャッシュフローは勿論のこと、[6] AkzoNobel の EBITDA 純資産倍率を構成する EBITDA は税引前営業キャッシュフローであるから、いずれもキャッシュフローを基礎とした指標である。投資家が将来の企業価値を判断するにあたってはむしろ利益水準より相応しい指標と考えられるが、発表後株価が反応したという状況は観察されない。この 2 銘柄に限定するならば、通期見通しに関してキャッシュフローを用いた指標は売上・利益の代替にはならないということになるだろう。

#### （４）通期業績予想を開示していない企業（発表撤回含む）

[1] BASF, [3]LyondellBasell, [8] Yara, [13] DSM, [17] Johnson Matthey, [18] Clariant







6 銘柄に共通するのは、2020 年度に入り 6 か月経過した決算期においても（[17]Johnson Matthey のみ 3 か月経過）業績予想を開示していないにもかかわらず、その直後に失望売りと見られる事態が発生していないことである。本調査分析の前提に当てはめると、定型的・画一的な業績予想を公表しないことを投資家がネガティブには捉えていない、つまり業績予想発表と株価に相関がない証左ということになる。

では、このケースにおける投資家の判断とは一体どういったものであろうか。業績予想非公表の意味は、2 通りに分かれるであろう。一つは第 3 四半期以降の経営環境にも高い不確実性が継続しており文字通り通期見通しが立たない企業、もう一つは社内的なコンセンサス数値は持ちながらも対外公表には至らない企業である。（4）の企業群にはこの 2 パターンが混在しているものと考えられる。中間決算時の開示内容に限定して分類するならば、前者の例は[1] BASF であり、後者の例は[13] DSM と言えよう。投資家心理としては前者のケースをよりネガティブに捉えるであろう。特に COVID-19 拡大下においては、ビジネスの底が見通せず業績の先行きが不透明な銘柄であるとの判断に傾くものと考えら

れる。実際に[1] BASF の株価は低迷しており、反対に[13] DSM は上昇している。

以上、(1)～(4)の調査分析により、株価の動向は業績予想公表の有無に依存しないことを示してきた。これまで見てきたように欧州化学会社 19 社には、詳細な決算発表、迅速なプレスリリース、統合報告書を代表とする非財務情報関連レポーティング、経営者の言明等、自発的かつ積極的な情報開示活動が顕著であった。ステークホルダーとの関係強化に尽力し、それら活動が定型的な業績予想を包摂していることが、市場の適正な評価を獲得している原因と捉えるべきであろう。と同時に、投資家サイドにおいても企業開示に対して柔軟な姿勢があることも強調すべき視点である。COVID-19 パンデミックの中にあって足元の景況感に不確実性を残しつつも、将来の事業や戦略を明確に説明している企業等は一定の評価が下されている。むしろ、危機の時期だからこそ、通期見通しという短期的な業績や業界内の競争力だけではなく、長期的なビジネス展望をも含んだ評価基準が必要とされているのではないだろうか。



## 第7章 実証結果と議論

### 第1節 非財務情報開示の潮流

ここ数年、ESGは投資運用上の概念から人口に膾炙するに至った。

ESGにしてもSDGsにしてもそのさきがけとなったのは気候変動問題である。

金融機関や投資家が、市場環境や社会環境の激変により投資回収の見通しが立たなくなった資産を呼ぶ「座礁資産」<sup>114</sup>という専門用語も、一般に知られるようになった。パリ協定による地球温暖化抑制目標を達成するためには、高度なCO<sub>2</sub>の回収・貯蔵技術が普及されない限り、低炭素への移行とエネルギー転換を通じて化石燃料ビジネスは回収が危ぶまれる投資資産となる。投資家にとっては、潜在的な新規投資への抑制はもちろん、投資引き揚げ（ダイベストメント）の対象であり、実際に、ノルウェーでは2015年に、政府ファンド法に基づき年金基金（時価総額約9千億ドル<sup>115</sup>）から石炭関連産業に投資しない方針を決めた。これにより、収入の30%以上を石炭関連の事業から得ている企業が投資先リストから除外されている。公表されたダイベストメントリストには59社中日本企業も5社含まれている。石油・天然ガスの輸出国であるノルウェーが、国内産業の支援ではなく、気候変動の問題が長期的に企業経営に及ぼす影響を優先したことは重く受け取られた<sup>116</sup>。

2019年には、欧州投資銀行（EIB）<sup>117</sup>が、石油や石炭など化石燃料に関連する事業への新規融資を2021年末で停止すると発表した。この時大きな衝撃となったのは、エネルギー業界の中心が石油や石炭から再生可能エネルギーへ移行する期間を支える「懸け橋」的な存在になるだろうと多くが考えている天然ガスも、座礁資産に含まれる可能性が高いとEIB副総裁が発言したことである<sup>118</sup>。

直近では今年7月、ブラジル政府がアマゾン川流域の熱帯雨林の破壊を防ぐ大統領令が発出されたが、機関投資家の圧力により早期の発令が実現したという報道があった。この記事には「ESGが経済全体のうねりとなり国家をも動かすようになった」という論評が添えられている<sup>119</sup>。

---

<sup>114</sup> 「座礁資産（Stranded Assets）」とは、気候温暖化が金融界にもたらすリスクを研究する非営利シンクタンクであるCarbon Tracker Initiativesが提唱したもの。座礁資産は、①相対コストや価格の変動による経済的座礁、②距離・干ばつ・洪水を起因とする物理的な座礁、③法令や方針変更による規制上の座礁、等の様々な要因が包含される。座礁資産の例として、エネルギー関連資産では、埋蔵量を含む生産待機中の石油・ガス資源、掘削リグ等の探査・開発用資産、処理端末等の生産システム、パイプラインやタンカー等の流通インフラが挙げられている。（出所：Carbon Tracker Web サイト、2020年9月18日閲覧、<https://carbontracker.org/resources/terms-list/#stranded-assets>）

<sup>115</sup> 運用規模は報道当時。なお、ノルウェー政府年金基金は日本のGPIFに次いで世界第2位の機関投資家。

<sup>116</sup> 出所：日本経済新聞電子版 2017年3月3日付「ノルウェー基金、日本企業から引き揚げ」（2020年9月18日閲覧）

<sup>117</sup> 欧州投資銀行は欧州連合（EU）の政策投資銀行。

<sup>118</sup> 出所：日本経済新聞電子版 2019年11月22日付「天然ガスは『座礁資産』か 欧州投資銀『銀行業務に不要』」（2020年9月18日閲覧）

<sup>119</sup> 出所：日本経済新聞 2020年9月16日付「奔流 ESG投資 1『焼き畑なら投資撤退』」

こうした近年の潮流に対して、一般の投資家も、ダイベストメントや ESG 格付けというプレッシャーに晒される企業も、ESG の本質を問う間もなく混乱しながら対応していたのが実態であったと考えられる。その中には、ビジネス倫理やコーポレートガバナンスを誇示して投資を招こうとする企業もあれば、ESG 投資のリターンは実は高いという経済的側面を強調する ESG 推進派もある。実際、2020 年 7 月 10 日付 *Financial Times* の記事<sup>120</sup>では、ESG リターンが上昇した理由の一つとして今年 3 月以降の原油価格の暴落を挙げている。COVID-19 感染拡大で原油需要が減少した上に産出国による減産調整が決裂し、一時は史上初のマイナスにもなった原油価格だが、前出の通り ESG ポートフォリオにおける一般に化石燃料資産の投資残高が小さいため、そのことが ESG 資産を守ったというのである。

この他にも、環境問題に留めずとも ESG が近年経済に大きな影響を及ぼすようになった理由はいくつか存在するだろう。しかし、ESG の趨勢を経済学的あるいは社会学的要因で説明することとは別に、非財務情報開示に励む企業の視座に立った場合、高格付けを目指す企業はもちろんのこと、現在 ESG 全般で高評価を取得している企業でさえも、「果たして非財務情報開示は企業価値の向上に益するのか」という疑問が残るのである。

その問いについて考察するためには、何よりもまず適切な非財務情報開示についての理論が必要である。本研究では、その理論を組み立てるために、特定の業種とエリアで絞られた企業群が実際に行っている、戦略やビジネスモデル、経営上の課題とその管理方針等の非財務情報開示を調査分析してきた。そして、ビジネスの過去・現在・未来への観察を通じて、企業の経済的発展の概要と非財務情報開示との関係を解説した。そして、非財務情報開示の代表例として、租税関連開示の動向について焦点を当てた。

分析対象となるエリアは、米国に比べた場合に、非財務情報開示に関して先進と評価されベストプラクティス発見が期待できる欧州を選択した。そして業種を化学産業としたのは、大型 M&A が一段落し観察しやすい業界であったことに加えて、何よりこの業界自体がサステナビリティの文脈において逆風に晒されておりジレンマを抱えているからである。特に石油化学では座礁資産として名指しされたエネルギーセクターをサプライヤーとしている。もともと、欧州石油化学産業は原油を精製して得られるナフサを主原料としており、その企業業績は原料価格と市況に左右されやすいと言われてきた。原料確保のため石油権益を保有する化学会社も多いが、原油価格下落局面では、[1] BASF の 2020 年中間期決算時の Wintershall Dea 株式減損に見られた通り、在庫のみならず石油関連資産全体の減損処理が巨額に膨らむリスクがある。また、ナフサからエチレン等の石油化学品基礎原料、誘導品、関連製品を経て最終需要家へ供給される複数のサプライチェーン内では、化石燃料を使用する生産工程が存在する<sup>121</sup>。さらには扱う製品が危険物質であることに起因する、従業員やサプライチェーン内の関係者の安全衛生、製造施設が立地するコミュニティの環境保全への配慮に関しては、気候変動問題に勝るとも劣らない重要な ESG 要請である。

ESG の興隆に併せて非財務情報開示に対するガイドラインが数多く登場しているが、従来、ルール of the 拡充・発展段階においては、投資判断に効果的であるかは当然のこととして、

<sup>120</sup> 以下は、日本語翻訳版（出所：日本経済新聞 2020 年 7 月 15 日「ESG 実は高リターン」）を参考としている。

<sup>121</sup> 以上、石油化学産業の生産工程とビジネスモデルについては、[参考文献]高田（2002）を参考にした。

漏れや逸脱がなく汎用的であるか、様々な団体によるフレームワークや基準を統一化できないか<sup>122</sup>といった点に注力する傾向があったと考えられる。対して、筆者が上述の手法を採用したのは、他の業界・エリアにおいて得られるだろう興味深い現象を捨象する代わりに、「適切な非財務情報開示」について、企業活動のより広範なプロセスを事実と経験をもって包括的に説明できると考えたためである。

本研究における理論構成は3段階に分けられる。

第1段階は、事業や経営方針に深く結びついた非財務情報開示と、外的圧力に反応して本来のビジネス活動とは単独・独立的に作成される、時として表面的な非財務情報開示とを区別することである。これについては、第4章の「第1節 沿革」と「第2節 事業とビジネスモデル」で各企業の起源から事業の発展過程を追いかけて、それが企業のサステナビリティ開示に収斂集約されているかを第5章「第1節 サステナビリティの構成要素」との連関を確認することで検討してきた。沿革から現在のサステナビリティまで一貫性を保ち、相互に整合性のとれた開示があることが、投資家の信頼を得られる適切な非財務情報開示の要件であるというのが本研究の主張である。

第2段階は、第1段階での結論を基礎としつつ租税関連開示にフォーカスし、各企業が事業経営の中で租税をどのように位置づけているか、租税が組織の持続可能性、さらには社会のサステナビリティとどのような関係があるのかを検討することである。これに関しては、まず第4章の「第3節 立地」において、本社、研究開発拠点、製造拠点の立地というごくシンプルな条件を利用して、租税回避スキーム採択の有無を推定し、企業グループ全体の税務ポジションの概括を探った。この観点でとりわけ重要なのは研究開発における立地政策である。そして、第5章「第2節 租税関連開示とその文脈」と「第3節 Tax Strategy, Tax Principle」において、租税というものが本来持つ経済的側面と社会的側面のいずれをより重視しているかという観点で対象19社を分類した。

第3段階は、租税関連開示の今後の方向性について考察する前提として、COVID-19 パンデミックが与える様々な影響を通じて説明することである。第6章がこれに該当する。様々な影響には、非財務情報開示そのもののみならず、財務情報と非財務情報のバランスも射程に含まれている。具体的なアプローチ方法として、企業・投資家双方の企業開示に対する認識の変化の有無に視点を置いている。「第1節 2020年定時株主総会の開催状況」と「第2節 2020年度第1四半期、中間期における業績予想の公表状況」は前者の企業サイドの認識を分析したものであり、「第3節 株価推移」は投資家サイドの認識を推定するデータである。

これら理論の核となるのは、企業開示とコーポレートガバナンスとのつながりである。一般に、企業開示がコーポレートガバナンスに結びつくことを通じて、企業の持続的な価値創

---

<sup>122</sup> [参考文献] 日本公認会計士協会（2020）企業情報開示・ガバナンス検討特別委員会 中間報告（p. 5）では、4つの論点のうち、第1の論点として制度開示と自主開示の相互関連性、第2の論点として国際・国内の連携がとれた報告フレームワーク・基準の構築を挙げている。  
こうした議論は世界の資本市場の関係者が一斉に始めており、そのきっかけとなったのはIFRSを作成する国際会計基準審議会（IASB）の母体組織であるIFRS財団が基準統一に向けた新組織設立の提案文書を発表したことにあると報道されている。（出所：日本経済新聞 2020年10月9日付「ESG情報比べやすく」）

造に結び付くという論説がある<sup>123</sup>。これを本研究における「適切な非財務情報開示」の理論に置き換えて説明するならば、投資家にとって真に有用で信頼性のある適切な企業情報開示はコーポレートガバナンスの強化を促し<sup>124</sup>、それが好循環を生み長期的な企業価値創出に資するということである。その点にこそ、適切な非財務情報開示が形式的・表面的な開示に対して優位性を保つ源泉がある。

以下、理論構成の各段階に分けてそれぞれ考察を進める。

#### （１）第１段階：非財務情報の首尾一貫性

第４章と第５章では、各社の沿革、現在の経営方針やビジネスモデル、サステナビリティ開示との首尾一貫性を議論している。欧州化学会社 19 社におけるポイントを２点に絞って再度整理する。

第一に、企業沿革が現在の事業目的や経営方針に結実している点である。多くの企業では長い社歴をもつが、その間目まぐるしくビジネスの取捨選択を行い、現在のメガトレンドとも言うべき健康・クリーンといったテーマに射程を合わせてきている。

典型的な例としては、[13] DSM の事業の変遷が挙げられる。オランダの国営炭鉱会社として設立した同社は、2002 年、石油化学事業を SABIC 社へ売却し撤退、以降はライフサイエンスや先端機能材料を主力とした企業として転身を遂げている。市況に左右されやすい石油化学から脱却した<sup>125</sup>現在、「人々と地球自体に利益をもたらす、栄養、健康、持続可能な生活に関する新しい科学的解決策を開発・提供」というビジネスモデルを打ち立てている。

また、近年目覚ましいのが、石油や石炭等の開発・生産を行う、いわゆる上流ビジネスからの撤退である。[1] BASF は、2019 年、石油・ガス上流事業を行う子会社 Wintershall 社と、LetterOne 社傘下の DEA 社を合併させている。この合併により[1] BASF のバランスシートと市況変動から受ける上流事業のセンシティブ性は縮小・低減されたわけだが、この意思決定の背景に ESG や SDGs への配慮があっただろうことは十分に推測できる。Wintershall Dea 社は IPO 予定とのことであるから、実現すれば同社株式は[1] BASF にとって一般投資株となり、ESG 投資家によるコーポレートガバナンス上の批判を緩和する材

<sup>123</sup> [参考文献] 日本公認会計士協会（2020）では、第３の論点として、企業開示とコーポレートガバナンスの連動を挙げている。開示が企業・投資家間の対話の基礎として有効に機能する上で、取締役会を主体とした企業報告の体制・プロセスを構築する必要があるとの見解を示している。企業開示のために運用ストラクチャーを構築する発想と考えられるが、それが持続的価値創造とどう結びついていくのかの説明は含まれていない。

<sup>124</sup> Financial Times 2020 年 7 月 10 日付記事（日本語翻訳版：日本経済新聞 2020 年 7 月 15 日付「ESG 実は高リターン」）では、直近で ESG 関連株価指数が一般駅な指数を上回る成績だった理由として、優れたサプライチェーンとコーポレートガバナンスの存在があり、「企業は高い ESG 格付けを得るためには通常、会社のサプライチェーン、従業員の就労慣行、社内の管理過程を監査し、必要に応じて変えていかなければならない」という米国 BlackRock（世界最大の資産運用会社）のコメントが紹介されている。

<sup>125</sup> 日本経済新聞 2020 年 9 月 16 日付「三菱ケミ HD 脱・石化依存」の記事では、三菱ケミカルホールディングスが、2005 年の旧三菱化学と旧三菱ウェルファーマの合併以降、石油化学依存からの脱却を狙い事業再編を進めてきた経緯が紹介されている。石油化学からの脱却理由として、市況変動を遮断することと共に国内の石油化学製品需要の減退により成長が見込みづらくなったことが挙げられている。

料となり得るだろう<sup>126</sup>。同様に年代は遡るものの、[7] Evonik Industries も、2000 年以降、急速に縮小する鉱業部門とこれに対する公的資金の減少を受け、石炭採掘から撤退している。

買収・撤退は常に技術と人材の流動化を生むが、欧州化学会社で特徴的なのはマネジメント人材や業界のベストプラクティスの獲得という点において買収先の人材を尊重するところにある。[2] Ineos は 1998 年設立の分析対象企業の中にあつては新興であるが、合併により急拡大し現在化学業界第 2 位の座を占めている。それぞれの買収事業の創業は古く、Ineos グループの創業者は会社の Web サイト上で、「買収を通じて Ineos グループに合流した化学・石油産業のベストプラクティスを有する人材はグループ運営の核」と述べている。[10] Solvay では、2012 年に買収先の CEO を本社 CEO に招聘した。こうした人材戦略の柔軟性や多様性を公開することは、買収先の従業員のみならず、コーポレートガバナンスの観点から投資家へのアピール項目となるだろう。

第二に、現代の社会課題に対して新たな用途・高機能素材を提供するソリューション事業にこそ化学業界の存続意義があるという主張を、マテリアリティの形で明らかにしている点である。19 社ほとんどのビジネスモデルに「ソリューション」「社会的ベネフィットの提供」といった文言が登場し、その実現のためのインプットとして技術・イノベーションがあるという構図となっている。

原料から最終製品に至るまでの重層的なサプライチェーンにあつては、ソリューションの提供先は一義的には顧客である。[7] Evonik Industries のビジネスモデルにある「顧客自身のグローバル市場での成功のために」「バリューチェーン内のソリューション」といった記述は、企業の付加価値が優先的に法人顧客に振り向けられていることを端的に示している。様々な産業セクターを顧客に持つ化学業界では、ライフサイエンス事業のような個人顧客向けのビジネスを除いては、最終需要家を通じて社会的持続可能性に貢献するビジネスモデルが主流である。

そのような、ある意味間接的な課題解決型事業を成長分野と見込む経営方針から、どのようなマテリアリティが設定されるのだろうか。

この疑問に対しては、一つの流れとしてサプライチェーン内のステークホルダーとの連携が挙げられる。頻出する「プロダクトスチュワードシップ」、「提携型イノベーション」、「ステークホルダーエンゲージメント」といったキーワードがそれである。社会への貢献は一連のバリューチェーンを通じて実現するものであり、オープンな事業活動が不可欠となる。

また一方の流れとしては、従業員等を対象にした労働環境への配慮が挙げられる。特にエレクトロニクス、触媒、肥料等の原材料となる鉱物資源の採掘現場では、劣悪低賃金の労働環境や児童労働の状況がしばしば人権団体から告発され社会的問題になる。それゆえ、サプライチェーン全体を対象とした「サステナブル調達」や「ステークホルダーとの対話」といったマテリアリティを掲げている企業が目立つ。またコンプライアンスの観点から、「現代

---

<sup>126</sup> [1] BASF のこの動きとは反対に、[2] Ineos は、2011 年、PetroChina International と合併で原油精製を行う Petroionex 社を設立し、下流の石油化学生産への原料供給元とするために垂直統合を行った。供給の確実性・規模の経済を拡大戦略として掲げているが、業界の潮流に逆行するような経営方針は、[2]Ineos が ESG 投資の対象となりえないオーナー企業であることと無関係であるとは言えない。

奴隷法」,「紛争鉱物の倫理的調達」について言及している企業もある。こうした人権問題は、ESGのうちS(社会)の分野につながる重要な課題でもある。

もっとも、この2つの流れは社会解決型ビジネスを推進するための方策や前提条件であって、ビジネスそのものの方向性を明示しているとは言えないものとなっている。例えば、多くの企業で「循環型経済」のマテリアリティが特定されているが、自社の製造工程に原料循環サイクルを設置していることを指している企業と、水や廃棄物等の循環設備を開発・製造することを指している企業が混在している。両者では、ソリューションが貢献し得る範囲は自ずと違ってくるはずである。今後は、こうした区分を明確にした開示が要求されていくものと考えられる。

以上2点のポイントを通じて、欧州化学会社においては、事業の起源から現在のビジネスモデルに至るまでの変遷が、現時点における経営ビジョンや企業としての存在意義が埋め込まれた上で非財務情報開示に集約されていることが明確になった。取り巻く事業環境の変化により企業経営が不確実性を増している今日、事業リスク評価の裏付けのある経営ビジョンと存在意義の提示は何よりも有用な企業情報であろう。そして、企業の存続と持続的な成長についてこれほどまでに首尾一貫した説明を行うためには、その根幹に強固なガバナンスと定期的な見直しが不可欠である。これら欧州化学会社の事例は、ルール・ガイドラインへの準拠性や開示トレンドをひたすら追求する事務的なアプローチを離れ、我々に適切な非財務情報開示の要件とは何かについて示唆を与えてくれる。

## (2) 第2段階：企業経営における租税の文脈

非財務情報としての租税の扱いは現在のところ統一的に定まったものがあるわけではない。租税がSDGsのいずれにも直接的には該当しないことが一つの理由であろう。従来から、企業にとって租税はコストであり最小化すべき財務項目であった。二重課税等のリスクを回避するためにタックスコンプライアンスに注力するのも、基本的には租税の経済的側面が重視された結果である。この傾向は租税の性格を如実に表しており現在でも変わることはない。一方で、OECDのBEPSプロジェクト等国際的な取り組みを経て、租税行動における企業倫理が問われることとなった。脱税や租税回避のスキームを使い、実際に企業活動を行っているエリアに適切な納税を行わない行為が、国際機関やメディアによる追及を受けそれが不買運動やボイコットにつながるリスクがある。こうした社会的コストは、企業が直接被る経済的損失と納税における企業の社会的責任とに分別できるが、後者の企業倫理を重視した考え方を、本研究では租税の社会的側面と呼んでいる。適切な非財務情報開示を考察するための第二段階として、租税の経済的側面と社会的側面のバランスを企業はいかにして取っているのかについて議論した。

第4章第3節では立地を取り上げている。

BEPSプロジェクト発足当時、租税回避スキームの実行者として取沙汰されたのは米国新興企業であり、それに対する抗議や非難が巻き起こったのは欧州の地であった。つまり、欧州企業は、一方ではBEPSが実行されており他方でその抑止活動の盛んなエリアに所在し、デリケートな立場にあるのである。志賀(2014)が指摘するように、米国企業が欧州の特定国をタックスプランニングに組み込んだのは、そのような国には外国資本を誘致する様々な税制上の優遇措置があるためである。これら企業は自社の無形資産をこうした軽課

税国と絡めることで租税を回避し利益を生み出している<sup>127</sup>。欧州企業であっても、BEPS 防止の中心地にあつて法令上、倫理上の圧力を受けながらも、専ら税務上の恩典を得ることを目的として知的財産等無形資産の所在地を選択すること自体は可能なのである。

本研究では、研究開発という無形資産に関して租税を主な目的とした立地政策を行っているか否か分析することで、租税に対する認識と企業経営における位置づけを推定している。結論としては、拠点が明らかでない[5] Linde と[17] Johnson Matthey を除いては、全て本社所在地国に主要な R&D センターを設置するか、全世界の製造拠点や販売拠点到分散して設置しており、タックスプランニングの存在を疑わせる状況にはなかった。これら企業は、少なくとも米国企業と比較した場合には、租税の社会的側面への意識が高いものと考えられる。

ところで、本研究の直接の目的ではないが、諸富（2020）が新しい資本主義の形として提唱している「非物質主義的転回」<sup>128</sup>という点に関連して、注目されるのが[13] DSM である。同社では「イノベーションセンター」が事業セグメントとして一つの財務報告単位となっている。典型的な装置産業であり一般には有形資産で利益を獲得しているとされる化学会社が R&D で一セグメントを構成する管理手法には、諸富（2020）が主張するように利潤創出の中核が有形資産から無形資産へと移行しつつあるビジネスモデル変化が反映してはいないだろうか。

さておき、ここまでで明らかになったのは、分析対象企業は概ね、サステナブル社会への貢献といったマテリアリティを挙げていること、アグレッシブな租税政策を採用しない経営方針を有することである。では、実際の開示で租税の文脈はどのように表現されているのか。調査分析の結果が第 5 章の第 2 節と第 3 節で説明されている。

まず、各社開示分類立てに沿って、「サステナビリティ関連」「リスクマネジメント関連」「コーポレートガバナンス/コンプライアンス関連」のカテゴリー別に文脈を探っていった。その結論として、租税における経済的側面と社会的側面の区分判断を、税の透明性の問題に関係づけて定義している。それは、税の透明性の議論において公開性と目的の多様性があるか否かということである。すなわち、極端に経済的側面を重視した場合、課税当局に向けた開示もしくは当局との良好なコミュニケーションをターゲットにすることになる。タックスコンプライアンスやレピュテーション毀損回避のリスクマネジメントと、グローバルで納税水準を最適化すること双方のバランスを取ることが主要なガバナンスである。他方社会的側面を重視する場合には、もっと広範なステークホルダーを前提にしている。単独の租税対策ではなく、企業理念や戦略に深く結びついた租税に対するスタンスが、企業の社会的責任と共に開示されている。

次に、上記定義を元に各社が公開している Tax Strategy 等の租税方針を分析し、租税の経済的側面をより重視している企業と社会的側面をより重視している企業に分類した。もっとも、経済的側面を重視するのは企業経営における伝統的な考え方であるため、新規の捉

<sup>127</sup> 出所：[参考文献] 志賀（2014）p. 149-151.

<sup>128</sup> [参考文献] 諸富（2020）では、「グローバル化」「金融化」「情報化」「サービス経済化」といった現代資本主義の進化を表すキーワードは全て、資本主義が「非物質化」していく過程で現れる現象面を示したものであると説明されている。デジタル産業では、有形資産ではなく無形資産こそが利潤創出の中核的要素となっており、こうした「非物質主義的転回」が新しい資本主義の姿であるとしている。（p. 3-7, p. 149-151 等）

え方である社会的側面の方に着目して、租税に関して社会貢献性を認めている企業や納税は事業を行う上での企業責任と表明している企業を選択していったのが実態である。この分類の結論として、19 社中、社会的側面をより重視している企業は[1] BASF, [6] AkzoNobel, [13] DSM, [14] Lanxess, [17] Johnson Matthey の 5 社に留まった。欧州化学会社においても未だ経済性を主軸に租税開示を行っている企業が多いことがわかる。

また、企業側の租税に対する認識（表 7）と本論文における分類（表 8）を比較した場合、「サステナビリティ分野」であると開示した企業において、経済的側面重視と社会的側面重視が混在していることも判明している。

表 12 租税の文脈における企業の認識と本論文分類との比較

各企業における租税の文脈 （表 7） サステナビリティ関連	本論文における租税分類 （表 8） 経済的側面/社会的側面
[3] LyondellBasell	経済的側面重視
[4] Air Liquide	経済的側面重視
[5] Linde	経済的側面重視
[6] AkzoNobel	社会的側面重視
[7] Evonik Industries	経済的側面重視
[13] DSM	社会的側面重視
[17] Johnson Matthey	社会的側面重視

このように、租税という分野においても何が企業のサステナビリティに該当するのかの認識には差異があるものと考えられる。

しかし、この結論は非財務情報開示の適切性を損ねるものでは決してない。その根拠となる事例は[5] Linde の Tax Strategy である。その中から特に重要と考えられる部分を以下に抜粋する。

- 産業ガスビジネスのネイチャーは基本的にローカルであるため、オペレーションを行っている法域で納税。クロスボーダー取引では適切な移転価格を適用。
- 新技術を顧客の生産性向上や環境負荷軽減のため提供するビジネスを重視しており、知的財産を保護するタックスポリシーを採用。知的財産は、当初開発された米国とドイツで維持管理されており、両国とも低課税国ではない。

産業ガスのビジネスは、通常自社プラントと顧客の設備をパイプラインでつないで、あるいは小口の場合は顧客への運搬が可能な場所に充填所を設けて、ガスを供給する。したがって実際の事業活動を行っている以外のエリアに利益を移転することは、事業ネイチャーとして原則ないというのが一番目の説明だろう。そして二番目の文章は、まさに無形資産の所在・立地について述べており、当初開発時から移転していないことを説明している。つまりこの箇所だけでも、BEPS プロジェクトが問題にした、企業倫理を問われるような種類の租税回避に関与するリスクが低いことが十分に理解されるのである。[5] Linde は経済的側面



を重視している会社に分類されるが、あらゆる事業リスクの中で、租税は、各国の税制改正や税務当局との解釈相違に対処することが優先であり、社会的課題として捉えるまでに至っていないということだろう。

これまでに、欧州化学会社では将来にわたるビジネス・戦略の方向性が明確に開示されていることは述べてきた。租税分野においても同様に、ビジネス遂行上租税が課題となる場合に、その原因とリスクの種類について適切な説明を行っているといえることができる。

### （３）第３段階：COVID-19 パンデミックによる非財務情報の行方

COVID-19 により、企業開示活動は停滞するのか、変容を遂げるのか。メディアは、エッセンシャルワーカーを擁する Amazon.com で、従業員が COVID-19 下の労働環境改善を求めて抗議活動を起こした事件を引用し、COVID-19 危機を通じて投資家がコーポレートガバナンスを評価する方法に変化の兆しが見られると報道している。2008 年の金融危機のとき異なり、従業員やステークホルダーの健康、安全、労働環境に関する企業情報に対して、これまでにない関心が集まっているという<sup>129</sup>。

「非財務情報開示は企業価値の向上に資するのか。」

従来こうした本質的な議論がないままに、企業が ESG の評価機関や投資家の要請に応え続けた時代は、このパンデミックで終焉を迎えるのではないか。なぜなら、危機に直面して企業も投資家も社会の持続可能性を否応なしに考えざるをえないからである。企業の存続は社会のサステナビリティの構成要素であると共に、これを支える基盤でもある。もちろん、COVID-19 対応策の中に人員削減を含めるケースをサステナビリティの概念でどのように考えるべきかという問題があり、さらには倒産が増加する局面で企業のサステナビリティ活動に投入する資金が枯渇する可能性も排除できない。第 6 章では、COVID-19 下の実際の企業開示状況について企業・投資家側双方の視点から分析している。

ここで焦点を当てるのは、これまで一貫して分析対象としてきた非財務情報開示から翻って、株価を通じて投資家評価が直接的に観察しやすい財務情報開示である。その中でも業績予想公表を取り上げ、COVID-19 下における業績予想公表の企業方針と効果、またその変化を探っている。

この分析調査で明らかになったのは、2020 年度中間期（2020 年 6 月期）の決算発表時点で通期（損益）見通しを公表していたのは、19 社中わずか 6 社に留まったという事実である。しかし、残りの 13 社含めて、各社の決算発表は、定型フォーマットによる公開ではない一方で、各セグメントの業況や将来に渡る事業や経営戦略の方向性が明瞭で、適時性と実効性の伴った投資家にとって真に有用な開示事例となっている。特に COVID-19 発生を原因として過去行った業績予想を撤回し、新たな見通しさえ公表を差し控えざるを得ない企業においては、その原因について丁寧な説明を行っている。

対して投資家サイドはこの状況にどのような反応を見せているのか。これについては、「通期業績予想を開示している企業」「前期損益との対比を説明している企業」「FCF 等損益以外の指標を開示している企業」「通期業績予想を開示していない企業」に分け、決算発

<sup>129</sup> 以上出所：Financial Times 2020 年 4 月 1 日付（日本語翻訳版：日本経済新聞 2020 年 4 月 3 日付「米アマゾン『赤十字』か」。Financial Times 2020 年 4 月 8 日付（日本語翻訳版：日本経済新聞 2020 年 4 月 10 日付「ESG 投資 コロナで変容」等。

表後の株価推移を確認した。その結果、業績予想非開示に対する失望売りは発見されず、反対に業績予想発表が好感された状況も観察されなかった。このことにより、投資家側においても、現在の企業開示状況に一定の信頼を寄せており、必ずしも業績予想そのものが不可欠な判断要素ではないことが伺える。

これは何を意味するのだろうか。一つの解釈として企業情報開示における時間軸の変容を挙げたい。COVID-19 感染拡大が引き起こしている経済の不透明性と不確実性の中で、投資家が評価するのは、長期を見据えサステナビリティを重視した戦略を有する企業であろう。レジリエンスをマテリアリティに掲げ景気悪化への耐性に注力している[1] BASF では、2020 年中間期に巨額の最終赤字となっても、株価を大きく崩すことはなかった。パンデミックを通して適切な非財務情報開示への要請はますます高まり、その期待は過去の業績を表すに過ぎない財務情報開示に対するもの以上となる可能性がある。

危機が開示の重要性の認識に影響を及ぼす点においては、租税開示も同様である。従業員や株主、さらにはコミュニティ等の広範なステークホルダーの安全・健康を専一とし資金を投じる一方で、手元流動性を厚くするために事業投資機会は縮小し、必要に応じて人事削減も間断なく行う。今後社会サステナビリティのための資金使途が厳選されていく中で、ESG 投資家のみならず従業員やサプライチェーン等のステークホルダーにとっても、企業の納税状況が関心事となり評価対象となる可能性が考えられるのである。そのような変化を経た先には、租税の経済性のみならず社会的側面を重視した開示例がさらに充実してくるものと予測される。

## 第 2 節 我が国の開示制度への示唆

前節の欧州化学会社を対象にした分析の結果は、企業情報開示に関していくつかの示唆を与えるものであった。本節では、企業単独の開示方針から視点を転換し、欧州企業と日本企業との開示結果の比較から我が国のディスクロージャー制度について議論する。対比する日本企業の業種は、欧州企業と同じ化学セクターである。

COVID-19 の世界的な感染拡大の中、日本における企業開示上の関心事は、2020 年 3 月期の決算発表と 2021 年 3 月期の業績予想公表をいつ行うかであった。本節で取り上げるのは後者の業績予想の問題である。

我が国の標準的なスケジュールでは、業績予想は前期末決算発表時、つまり期初に公表する。例年「未定」として発表する企業がないわけではないが、この場合、投資家・アナリストから業績不透明と受け取られ勝ちであり、その傾向は 2021 年 3 月期においても同様であった。現状の業績が不振であっても、パンデミックが影響を及ぼす時期に一定の仮定を置き早期に予想を提示することが、投資家の安心感につながるという論調は多かったのである。報道では、業績予想が未定・非開示の企業は 2020 年 3 月期決算発表時には 56%にも上ったが、その後の 2020 年 4 - 6 月期になると開示する企業が 66%までに増加したという。もっとも、4 - 6 月期に初めて業績予想を発表した企業の中には、公表値が市場予測に届かず失望を招くケースも多く、対して期初から予想を示していた企業は総じて下振れリスクが

少なかったという説もある<sup>130</sup>。

翻って本研究で考察の対象とするのは、感染症拡大という特殊事情下で、企業はどのタイミングで業績予想を示すべきかという問題ではない。欧州企業との対比を通じて、業績予想としてどのような形態・形式が効果的かという開示ルールの有効性についてである。欧州企業では、業績予想といった将来予測に関わる情報につき統一的・画一的ではないものの、事業の見通しが丁寧に説明され企業の独自性・自主性のあるディスクロージャーを行っていた。さらには投資家もその開示状況に一定の評価を与えていると捉えられた。

この点に関しては、東証が 2012 年に「業績予想開示実務上の取扱い」を公表している。その目的は「業績予想開示の柔軟化」であった。この際、将来予測については、従来開示が指示されていた翌期の「売上高」「営業利益」「経常利益」「当期純利益」「1 株あたり当期純利益」「1 株あたりの配当金」の予想値に限定されるものではなく、将来の見通しに係る記述的な説明や、主要な経営指標（例えば、ROE など）の見込み、将来の経営成績に影響を与える財務指標（例えば、設備投資や研究開発の支出、減価償却負担など）の見込み等幅広いものが含まれることが示された。とはいえ、旧来の開示方法を踏襲する企業は多く、東証は開示の実効性を向上させるために、以下のように、定量的なだけでなく定性的な開示をも要請している。

- セグメント・事業分野別の見通しや業績に大きな影響を与える可能性のある重要な経営上の施策など、将来予測情報の背景についての決算短信（定性的情報）等における具体的な説明。<sup>131</sup>

そこで、本節では、以上の東証の開示要請趣旨を踏まえ、対象企業の 2020 年度業績予想の開示状況を決算短信と決算説明会資料から抽出し、東証が業績予想開示の目的と掲げている「上場会社と投資者との間の重要な情報格差を解消し、投資者との充実した対話を通じて証券市場における公正かつ円滑な価格形成を確保」<sup>132</sup>することの実効性につき議論することとしたい。

#### （１）日本企業のサンプリング

分析対象会社のサンプリング・データソースは、欧州企業と同様に、American Chemical Society が発行する Chemical & Engineering News の化学セクター売上高トップ 50 である。日本企業選定にあたっては、複数年データではなく直近の 2019 年度データのみを利用する。

<sup>130</sup> 出所：日本経済新聞電子版 2020 年 6 月 2 日付「3 月期決算の業績予想 56%が未定・非開示 東証」、日本経済新聞電子版 2020 年 8 月 6 日「業績予想開示、66%に増加 コロナの影響明らかに」（2020 年 8 月 31 日閲覧）。

<sup>131</sup> 出所：東京証券取引所「決算短信・四半期決算短信作成要領等（2018 年 8 月版）」p. 7, 1.上場規則に基づく開示義務及び要請事項並びに開示に関する注意事項等, (2)決算短信等の開示に関する要請事項, ③将来予測情報の積極的な開示の要請。

<sup>132</sup> 出所：東京証券取引所 2018 年 8 月「決算短信・四半期決算短信 作成要領等」p. 6。

表 13 化学関連売上高トップ 50 位内の日本企業 (2019 年度)

企業名	2019年度 世界ランク	産業 サブグループ
[101] 三菱ケミカルホールディングス	8	総合化学
[102] 東レ	16	総合化学
[103] 住友化学	17	石油化学
[104] 信越化学工業	19	総合化学
[105] 三井化学	25	総合化学
[106] 旭化成	31	総合化学
[107] 東ソー	49	総合化学
[108] DIC	50	スペシャリティ化学

データ：Vol. 98, Iss. 29 (July 27, 2019) C&EN's Global Top 50 chemical companies of 2019

## (2) 2020 年度業績予想公表状況

以下、対象会社 8 社の 2020 年 3 月期と 2020 年 6 月期の、それぞれ決算短信および決算説明会資料から、2020 年度の業績予想と配当予想の状況を整理する。[108] DIC のみ 12 月決算であるが、同社を除いては期初と第 1 四半期決算発表時点の開示状況が網羅されることになる。決算短信においては、定量的情報のみならず定性的情報<sup>133</sup>にも留意している。

### [101] 三菱ケミカルホールディングス

#### 【前期 (2020 年 3 月期) 決算公表時】

2020/5/13 公表

＜翌期業績予想＞

- 「売上収益」「コア営業利益」「営業利益」「当期利益」「親会社の所有者に帰属する当期利益」「基本的 1 株当たり当期利益」の各項目につき、「上期」と「通期」を公表。参考として「税引前利益」も併記。
- 上期前年同期比：コア営業利益 80.9%減，当期利益 89.2%減，親会社の所有者に帰属する当期利益 100%減 (0 百万円)。
- 通期前年同期比：コア営業利益 28.1%減，当期利益 11.0%減，親会社の所有者に帰属する当期利益 9.4%減。
- 配当予想：年間 24 円 (2020 年 3 月期 32 円) / 連結配当性向 69.6%，配当方針は中期的利益水準の 30%の連結配当性向を目途。

<sup>133</sup> 具体的には、「経営成績等の概況－今後の見通し」(本決算)、「当四半期決算に関する定性的情報－連結業績予想などの将来予測情報に関する説明」(第 1 四半期決算)を指している。財務情報だけでは読み取ることが困難な経営実態について、各企業の分析や判断に基づいて文章で説明するもの。本節では定性的情報を「非財務情報」の一部として扱っている。

＜予想前提＞

- COVID-19 によるコア営業利益への通期影響額を▲800 億円と推計。収束時期が見通せない中、第 3 四半期以降回復に転じるとの前提に基づき作成。
- COVID-19 のネガティブインパクトとして、①機能商品セグメントにおける自動車用途等での需要の低迷、②ケミカルズセグメントの一部製品における軟調な市況の継続、原料価格の下落による受払差の悪化、③産業ガスセグメントにおける需要の減少、④ヘルスケアセグメントにおける国内医薬品の減販や研究開発費の増加、等。

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 6 月期）決算公表時】

2020/8/4 公表

＜第 1 四半期決算実績＞

- 上期予想値進捗率（経過月数ベースの進捗率 50%）：売上収益 48%，コア営業利益 60%，営業利益 83%，親会社の所有者に帰属する当期利益は超過（上期予想 0 億円→Q1 実績 52 億円）。

＜業績予想＞

- 上期予想含め、前回公表値から修正なし。

[102] 東レ

【前期（2020 年 3 月期）決算公表時】

2020/5/28 公表

＜翌期業績予想＞

- 「売上収益」「事業利益」「親会社の所有者に帰属する当期利益」「基本的 1 株当たり当期利益」の各項目につき、「上期」と「通期」を公表。
- 上期前年同期比（IFRS ベース）<sup>134</sup>：事業利益 64.8%減，親会社の所有者に帰属する当期利益 64%減。
- 通期前年同期比（IFRS ベース）：事業利益 44%減，親会社の所有者に帰属する当期利益 51.8%減。
- 配当予想：年間 9 円（2020 年 3 月期 16 円）／連結配当性向 36%。

＜予想前提＞

- COVID-19 の事業利益への通期影響額を▲700 億円と推計。COVID-19 感染拡大は第 2 四半期でピークアウトし、第 3 四半期から回復基調を辿ることを前提に作成。
- COVID-19 のネガティブインパクトとして、①繊維セグメントにおいて衣料用途や自動車関連分野をはじめとする産業資材各用途での需要減少、②機能化成品セグメントにおいても自動車関連用途を中心に需要減少、③炭素繊維・複合材料セグメントでは大手顧客の生産機数引き下げに加え、エネルギー・自動車関連需要の減少、④環境・エンジニアリングセグメントでは水処理事業での案件遅れ、等。
- 5 月 13 日に新たな長期経営ビジョン「TORAY VISION 2030」と中期経営課題「プ

<sup>134</sup> 東レは 2021 年 3 月期第 1 四半期より国際財務報告基準（IFRS）を任意適用。前期数値を IFRS ベースに調整した上で前期増減率を算出している。

プロジェクト AP-G 2022」をスタート。積極的な投資による事業拡大という基本戦略を維持しつつ、不確実性に対して成長戦略を可能にする事業構造改革や財務構造強化を推進。

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 6 月期）決算公表時】

2020/8/7 公表

＜第 1 四半期決算実績＞

- 前年同期実績比：売上収益 22.5%減，事業利益 63.7%減，親会社の所有者に帰属する当期利益 63%減。

＜業績予想＞

- 売上収益につき上期・通期とも前回公表値を下方修正。期初見込みから減収となったのは主として繊維セグメントと機能化成品セグメント。その他事業利益等は修正なし。

[103] 住友化学

【前期（2020 年 3 月期）決算公表時】

2020/5/15 公表

＜翌期業績予想＞

- 現段階で合理的な算定を行うことが困難なことから、業績予想、配当予想とも未定。
- 自動車関連やディスプレイ関連等の事業分野で今後も厳しい事業環境が続くことが想定。為替やナフサ価格の想定を含めて、合理的な業績予想困難。
- 当座貸越契約とコミットメント・ライン契約の締結や、グループファイナンスの実施により、今後も事業運営に必要な手元流動性を確保。

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 6 月期）決算公表時】

2020/8/4 公表

＜第 1 四半期決算実績＞

- 親会社の所有者に帰属する当期利益，▲68 億円。
- 前年同期実績比：売上収益 9.6%減，コア営業利益 54.5%減，営業利益 64.9%減，当期利益 90.4%減。

＜業績予想＞

- 「売上収益」「コア営業利益」「営業利益」「親会社の所有者に帰属する当期利益」「基本的 1 株当たり当期利益」の各項目につき、「通期」を公表。
- 前年同期比：売上収益 0.5%減，コア営業利益 39.7%減，親会社の所有者に帰属する当期利益 35.3%減。
- 配当予想：年間 12 円（2020 年 3 月期 17 円）／連結配当性向 98.1%，配当方針は中期的に 30%程度の連結配当性向。

＜予想前提＞

- COVID-19 のコア営業利益への通期影響額を▲500 億円と推計。
- COVID-19 拡大の影響は上期中心に織り込み，下期は徐々に回復していくものの一

定の影響は残ると想定。

- 業績予想に見込んでいるのは、健康・農薬関連事業におけるメチオニン市況の回復と北米販売増、前期の企業買収による南米販売増等。
- COVID-19 のネガティブインパクトとして、石油化学やエネルギー・機能材料での自動車関連分野、および情報電子化学でのディスプレイ関連分野で出荷数量の減少。
- その他、①石油化学における製品市況下落に伴う交易条件悪化、持分法適用会社の定期修繕の影響、②医薬品では、戦略的提携締結に伴う研究開発費等の経費増加。

#### [104] 信越化学工業

##### 【前期（2020 年 3 月期）決算公表時】

2020/4/28 公表

##### <翌期業績予想>

- 現時点で今後 1 年間の業績予想を合理的に行うことは困難のため、業績予想、配当予想とも未定。
- 世界経済への毀損が見通せない中、従業員の健康と安全の維持、生産の継続と販売の確保に注力。顧客にとって価値ある製品開発と安定供給、コスト競争力と品質の向上にも引き続き取り組む。
- 2020 年 3 月末において十分な手元流動性を確保。

##### 【2020 年度第 1 四半期（2020 年 6 月期）決算公表時】

2020/7/28 公表

##### <第 1 四半期決算実績>

- 前年同期実績比：売上高 7.0%減、営業利益 15.4%減、経常利益 12.5%減、親会社株主に帰属する当期利益 17.5%減。

##### <業績予想>

- 「売上高」「営業利益」「経常利益」「親会社株主に帰属する当期利益」「1 株当たり当期利益」<sup>135</sup>の各項目につき、「上期」のみ公表。
- 上期前年同期比：売上高 10.4%減、営業利益 13.6%減、経常利益 12.0%減、親会社株主に帰属する当期利益 15.8%減。
- 配当予想：中間配当 110 円、期末配当未定（2020/3 期年間 220 円）

#### [105] 三井化学

##### 【前期（2020 年 3 月期）決算公表時】

2020/5/14 公表

##### <翌期業績予想>

- 「売上収益」「営業利益」「税引前利益」「当期利益」「親会社の所有者に帰属する当期利益」「基本的 1 株当たり当期利益」の各項目につき、「通期」を公表。営業利益から

<sup>135</sup> 勘定科目名は信越化学工業が適用する日本の会計基準によるもの。

事業撤退等の非経常項目を除いた「コア営業利益」も参考値として併記。

- 前年同期比（IFRS ベース）<sup>136</sup>：営業収益 15%減，コア営業利益 52%減，税引前利益 45%減，親会社の所有者に帰属する当期利益 38%減。
- 配当予想は未定。

<予想前提>

- COVID-19 の影響は上期中にピークを迎えその後徐々に回復が見込まれること，原油価格の大幅な下落を前提として作成。

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 6 月期）決算公表時】

2020/8/13 公表

<第 1 四半期決算実績>

- 親会社の所有者に帰属する当期利益，▲23 億円。営業利益ベースで 48 百万円の赤字。
- 前年同期比：売上収益 26.2%減，コア営業利益 97.6%減。

<業績予想>

- 上期予想を追加。通期予想はいずれの項目も前回公表値を上方修正。
- 上期前年同期比：売上収益 20.4%，コア営業利益 87.4%，親会社の所有者に帰属する当期利益 95.1%。
- 通期前年同期比：売上収益 13.3%，コア営業利益 44.7%，親会社の所有者に帰属する当期利益 20.5%。
- 配当予想：年間 100 円（2020 年 3 月期 100 円）

<予想前提>

基本的に前回発表時と変更なし。

---

<sup>136</sup> 三井化学は 2021 年 3 月期第 1 四半期より IFRS 適用のため，前期実績を IFRS ベースに組み替えて増減率を算出。



【前期（2020年3月期）決算公表時】

2020/5/12 公表

＜翌期業績予想＞

- 不透明な環境下、2021年3月期の業績予想を合理的に行うことが困難であるため、業績予想、配当予想とも未定。
- 市場環境の透明度が改善するまでは、設備投資・投融資の抑制により手元資金の確保等により適切なキャッシュマネジメントに注力。
- COVID-19影響を踏まえた見通しとしては、①マテリアルセグメントでは、自動車・家電・衣料等の全般的な落ち込みと、原油安による石油化学関連の市況悪化により2020年3月期業績に届かない可能性。需要増が見込まれる5Gやタブレット端末向けの電子材、環境対応車向けLIB事業等に注力。②住宅セグメントでは、展示場閉鎖等の影響が建築請負の集客・受注に出ており、2020年3月期業績に届かない可能性。デジタルマーケティング等のコスト削減にて対応。③ヘルスケアセグメントでは、外出自粛が患者通院等の制約になっている一方、医療機器事業での需要が高まっており、安定生産・生産能力増強により供給責任を果たす。

【2020年度第1四半期（2020年6月期）決算公表時】

2020/8/4 公表

＜第1四半期決算実績＞

- 前年同期比：売上高 9.3%減、営業利益 27.2%減、経常利益 31.3%減、親会社株主に帰属する当期利益 44.3%減。

＜業績予想＞

- 「売上高」「営業利益」「経常利益」「親会社株主に帰属する当期利益」「1株当たり当期利益」の各項目につき、「上期」のみ公表。「通期」は「営業利益」につきレンジで公表。
- 上期前年同期比：売上高 8.4%減、営業利益 35.1%減、経常利益 36.8%減、親会社株主に帰属する当期利益 57.6%減。
- 通期前年同期比：営業利益 32.2%減～26.7%減。
- 配当予想：未定

＜予想前提＞

- 通期営業利益予想は、①マテリアルセグメントでは、自動車生産台数等関連需要の改善と石化製品の需要回復および交易条件の改善が見込まれ、前期比 50%前後の減益、②住宅セグメントでは COVID-19 による活動制約が徐々に解除されることを見込み、前期比 30%程度の減益、③ヘルスケアセグメントでは、人工呼吸器の需要が一段落つくことや医薬・医療事業の固定費発生が下期偏重型であること、一方で買収事業の寄与もあり 25%程度の増益を見込む。
- 事業範囲の広いマテリアルセグメントにおいてレンジによる営業利益予想を採用。これにより、グループ全体でもレンジで公表

[107] 東ソー

【前期（2020年3月期）決算公表時】

2020/5/12 公表

＜翌期業績予想＞

- 現時点では不確定要素が多く合理的な業績予想の算出が困難なため、未定。
- 配当予想：年間 56 円（2020 年 3 月期 56 円）

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 6 月期）決算公表時】

2020/8/3 公表

＜第 1 四半期決算実績＞

- 営業利益△9 億円，経常利益△5 億円，親会社株主に帰属する当期利益△20 億円。
- 前年同期比：売上高 18.8%減。

＜業績予想＞

- 「売上高」「営業利益」「経常利益」「親会社株主に帰属する当期利益」「1 株当たり当期利益」の各項目につき、「上期」のみ公表。
- 上期前年同期比：売上高 16.7%減，営業利益 72.8%減，経常利益 73.7%減，親会社株主に帰属する当期利益 85.1%減。

＜予想前提＞

- COVID-19 拡大に伴う世界的な需要収縮，ナフサや海外製品市況の急落，オレフィン製品・塩ビ樹脂・ウレタン製品を中心に製品価格下落による交易条件の悪化の影響。

[108] DIC

【2020 年度第 1 四半期（2020 年 3 月期）決算公表時】

2020/5/15 公表

＜業績予想＞

- 「売上高」「営業利益」「経常利益」「親会社株主に帰属する当期利益」「1 株当たり当期利益」の各項目につき、「上期」「通期」とも公表。
- 上期前年同期比：売上高 2.6%増，営業利益 8.7%増，経常利益 0%増，親会社株主に帰属する当期利益 23.8%減。
- 通期前年同期比：売上高 5.4%増，営業利益 8.9%増，経常利益 6.5%増，親会社株主に帰属する当期利益 -（億円単位で前期と同額）。
- 配当予想：年間 110 円（2019 年 12 月期 100 円）

＜予想前提＞

- 業績への影響について合理的な算定が困難であるため，2020 年 2 月 14 日に公表した業績予想を据え置き。
- 業績に影響を与える重要な要素として，国内外の経済情勢，市場動向，原材料価格・金利・為替レートの変動，紛争・訴訟，災害・事故のほか，事業再構築に伴う一次損失の可能性。

- COVID-19 影響については、第 1 四半期は増益を確保する等限定的。今後、自動車向け材料の出荷で影響が出る可能性。
- 従業員その家族、取引先等のステークホルダーの健康・安全を第一とする事業運営。生産現場では、各国政府の指示を仰ぎながら概ね生産活動を継続。
- パッケージ&グラフィックセグメントでは、食品包装分野で需要が増加した一方で出版用インキは需要減。カラー&ディスプレイセグメントでは、化粧品顔料の出荷が減少。ディスプレイ分野は第 1 四半期時点で大きな影響は発生していない。ファンクショナルプロダクツセグメントでは、幅広い工業製品の需要が落ち込みサステナブル樹脂<sup>137</sup>の売上に影響。

【2020 年度第 2 四半期（2020 年 6 月期）決算公表時】

2020/8/11 公表

＜第 2 四半期決算（累計）実績＞

- 上期前年同期比：売上高 10.7%減、営業利益 3%減、経常利益 18.1%減、親会社株主に帰属する当期利益 21.3%減。

＜業績予想＞

- 前回公表値「通期」を全項目につき下方修正。
- 通期前年比：売上高 8.9%減、営業利益 15.3%、経常利益 23.7%減、親会社株主に帰属する当期利益 36.2%減。
- 配当予想：110 円から 100 円に減配（2019 年 12 月期 100 円）。

＜予想前提＞

- 出版用インキ、化粧品用顔料など生活様式の変化による需要減少が大きい品目で売上の回復が遅れる見通し。原料価格下落効果は大きくなる見込みだが、出荷数量の落ち込みをカバーできず減益見込み。

以上を欧州企業との開示差異という観点で総括すると、以下の 2 点が挙げられる。

第一に、2020 年 6 月期までに通期の業績予想を示した企業が、8 社中 6 社と全体の 75% にのぼることである（[101] 三菱ケミカル HD、[102] 東レ、[103] 住友化学、[105] 三井化学、[106] 旭化成、[108] DIC）。残りの 2 社、[104] 信越化学工業と[107] 東ソーでは、第 1 四半期決算時に上期業績のみ公表している。この 2 社は、年間見通しを公表するまでには至らないが、第 1 四半期実績に社内管理数値を積み上げた上期累計値をいち早く外部に提供したということだろう。いずれにしても、この結果は欧州企業の開示例 19 社中 6 社（全体の約 32%）に比べるとかなりの高率である。

さらに、欧州企業では[19] Umicore のように、社内シナリオの下では下期の売上と調整済み EBIT は上期を大きく上回ると予測されながらも、主要なエンドマーケットにおける不確実性を考えると、2020 年の信頼性の高い定量化された見通しを提供することは不可能と判断している例がある。その際、「調整 EBIT は前期実績を下回る予想」という情報がリリースされている。日本企業で「業績予想未定」の場合は「算定困難」という理由が付き、

<sup>137</sup> 水性樹脂、UV 硬化型樹脂、ポリエステル、アクリル、ウレタン。

代替情報は提供されない。開示するかしないかの二択であり、欧州企業のような弾力的かつ柔軟な開示例は見られない。

第二に、IFRS か日本基準か適用する会計基準により表示科目に違いはあるものの、業績予想は収益と利益の各項目を開示している。唯一の例外は[106] 旭化成で、営業利益のみ、かつレンジ表示であった。2012 年の「業績予想開示実務上の取扱い」公表前の決算短信記載要領を未だに採用している企業が多いことが伺える。かつ、損益以外の経営指標・財務指標を基にした開示例は発見されなかった。対して、欧州企業では、以下のように自社にとって主要な経営指標に絞った効果的な開示例が見られ、日本企業と同様に損益項目を網羅的に開示していたのは[11] Bayer のみであった。

[5] Linde : 希薄化調整後 1 株当たり利益（為替影響調整前と調整後）、設備投資額

[7] Evonik Industries : 売上、EBITDA

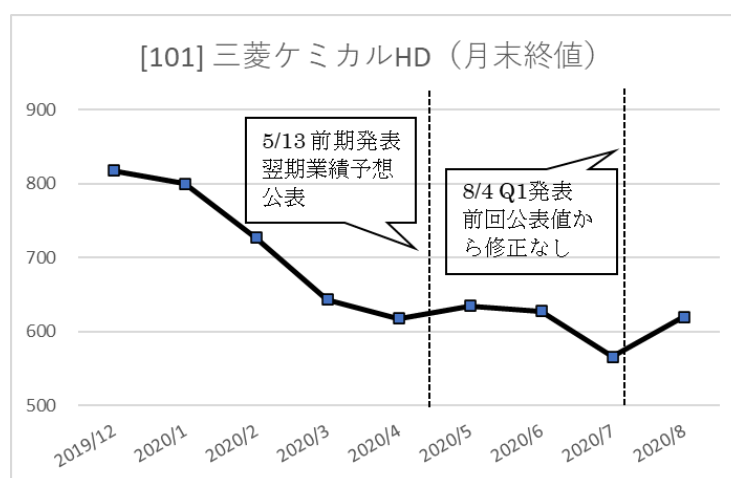
[9] Covestro : EBITDA、営業キャッシュフロー、ROCE<sup>138</sup>

[14] Lanxess : EBITDA

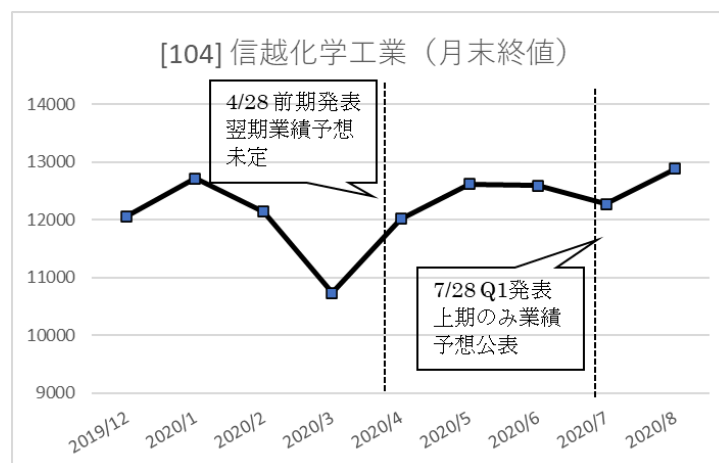
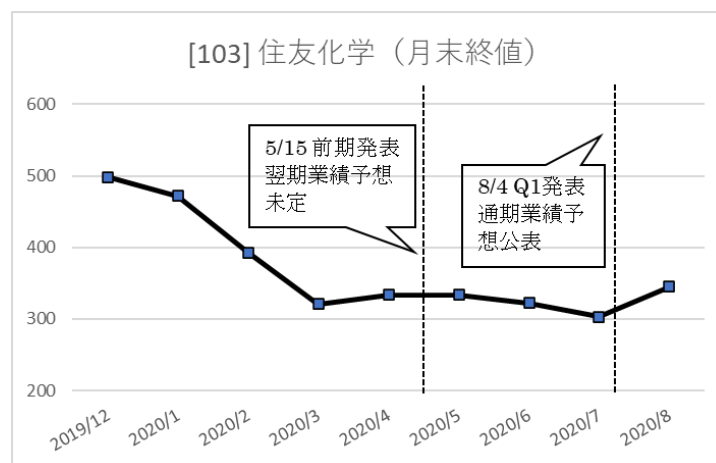
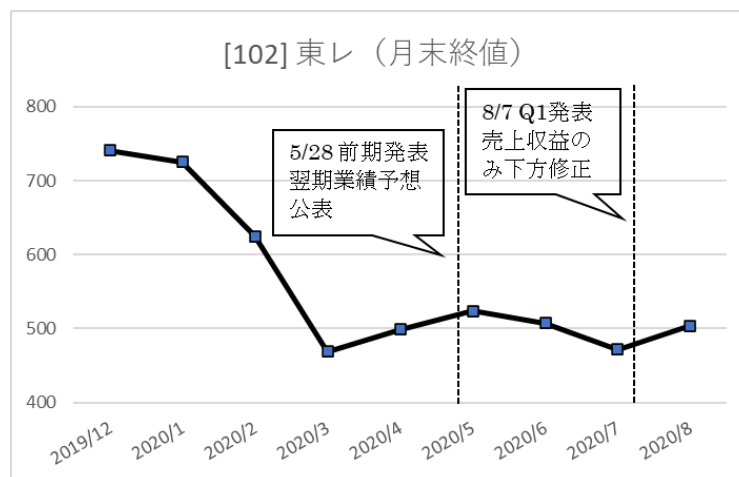
[15] Borealis : 売上、純利益、ネット有利子負債の増減、レバレッジ比率

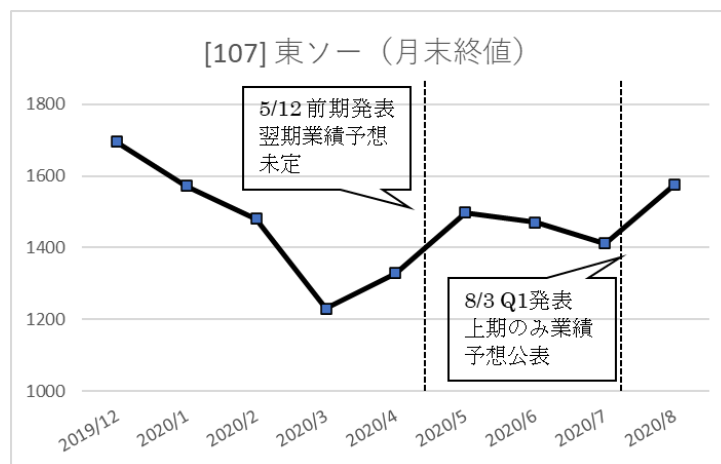
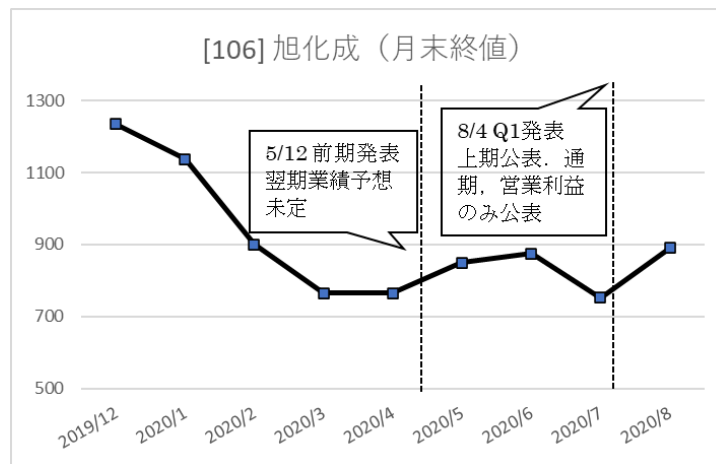
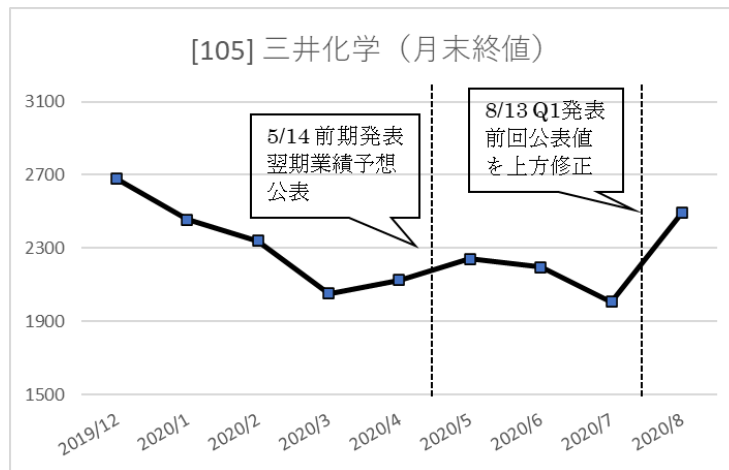
### （3）株価推移

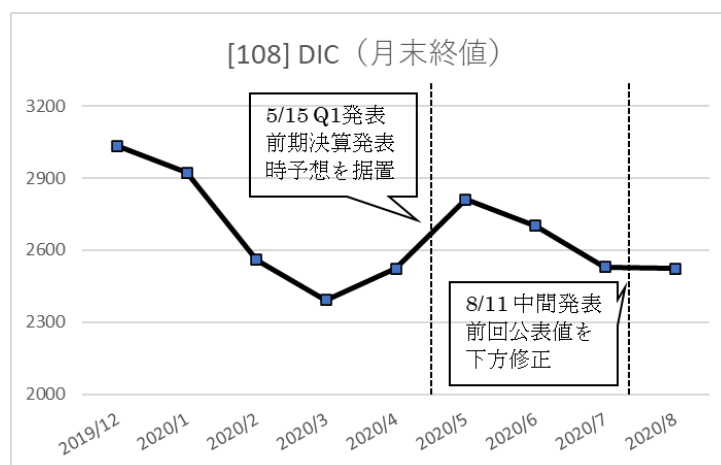
日本企業についても、2019 年 12 月末日から 2020 年 8 月末日までの株価の動きを抽出した。証券取引所は東証、データ出所は Bloomberg である。



<sup>138</sup> 使用資本利益率（Return on Capital Employed）の略。







ここでのポイントは通期業績予想を発表した後の株価の動向である。

2020年3月期発表時に翌期予想を行った企業は、[101] 三菱ケミカルHD、[102] 東レ、[105] 三井化学、[108] DICの4社である。このうち、発表日を挟む前月末と当月末の株価増加率が10%を超えたのは[108] DICのみであった。他の3社の株価増加率は3～5%に留まる。しかし、12月決算のDICは3月期決算時点では年間の業績予測の見通しが立たず、期初（2020年1月開始年度）に公表した業績予想の据え置き措置であることを公表している。したがって、業績予想開示が好感した証左にはならない。

2020年6月期に初めて開示を行った企業は、[103] 住友化学、[106] 旭化成の2社だが、発表日前後月末の株価騰落率が[103] 住友化学では+14%、[106] 旭化成では+18%である。しかし、2社とも予測値自体は前期比大幅減である上、[106] 旭化成は配当が未定であり、株価上昇の要因は掴めない。パンデミックの悪影響の下限が示されたことが一定の安心感をもたらしたとも言える。一方、開示状況に関わらず8月は各社総じて株価が上昇しており、個々の銘柄評価というよりはマクロ経済観測が反映されている可能性もある。

結論として、業績予想公表率が著しく高い日本企業ではあるが、開示が株価形成にどのような影響を及ぼしているか明らかではないのである。

#### （４）ディスクロージャー制度への示唆

以上、日・欧いずれが投資家にとって有用な投資情報足りえるかは検討の余地があると考えられる。

第一に、日本企業に見られた記載の統一性・画一性についてである。2017年2月の決算短信等の改訂は、「日本再興戦略2015」において、持続的に企業価値を向上させるための企業と投資家の建設的な対話を促進する観点から、企業の情報開示に関する諸制度や実務を横断的に見直し、全体として実効的で効率的な仕組みを構築することを求められた結果であった<sup>139</sup>。この際決算短信においても、開示の自由度が高められた一方で、短信発表時は

<sup>139</sup> 出所：日本取引所グループWebサイト「決算短信作成要領・四半期決算短信作成要領」（2021年1月7日閲覧）。

公認会計士による監査が終了している必要はなく、数字の確実性より、適時性・効率性・わかりやすさが重視される状況は改訂前と変わらない。こうして東証によって詳細な記載要領が引き続き作成され、企業間の比較可能性が確保されることとなった。この点に企業情報の読み手である投資家側のメリットがあることは事実であるが、本論文における日・欧の比較によれば、開示内容の硬直化を生み結果として企業価値を評価するための情報が不足する懸念がある。我が国における企業情報開示の柔軟性に配慮するなら、早期開示を要請するのと同時に、各企業にとって特に業績に影響を及ぼす項目にフォーカスした開示の拡充を促進する必要があるものと考えられる。

第二には、日本企業においては業績予想に関して短期見通しの記載に終始する傾向にあり、中長期戦略を掲げている企業はまだ少ない状況についてである。今回の対象企業の中で、決算短信の定性的情報に中期経営ビジョンを掲載しているのは[102] 東レ社のみであった。現状、事業計画説明会は決算発表とは分けて別途開催している企業が多いが、決算発表の中で、単年度に留まらず長期的な観点から事業の将来予測が投資家に提供され得るディスクロージャー制度が望まれる。



## 第8章 結論と今後の課題

本論文は、実務現場で聞かれる「非財務情報開示は企業価値の向上に益するのか」という疑問に対して、適切な非財務情報開示についての理論を構築することにより考察を試みている。実証手法としては、欧州を本拠とする化学会社を抽出し、非財務情報開示の中でも租税にフォーカスして丹念なケーススタディを展開してきた。このような手法を選んだのは、対象企業の類似性に焦点を絞って理論を組み立てることができると考えたからである。一方時系列の観点からは、現在の戦略やビジネスモデル、経営上の課題とその管理方針だけではなく、これらが成立してきた歴史的根源や、COVID-19 がもたらすだろう将来の変化も射程に入れている。近年の国際課税問題に関わる先行研究のほとんどは、定量分析により租税に関わる一定の企業行動・現象を精密に実証している。これに対して本論文では、非財務情報開示が重視されるようになった昨今の潮流を踏まえ、長期的な視点で企業開示とコーポレートガバナンスとの関係性に研究視座を拡大することにより、非財務情報開示の有効性に関する実務的含意を提供している。この点に本研究の独自性と貢献があると考えている。

欧州化学会社の分析を通じて明らかとなった適切な非財務情報開示に関わる含意は、次の3点である。

第一に、分析対象会社においては、事業の起源から現在のビジネスモデルに至るまでの変遷が、現時点における経営ビジョンや企業としての存在意義が埋め込まれた上で非財務情報開示に集約されていることが明確になった。取り巻く事業環境の変化により企業経営が不確実性を増している今日、事業リスク評価の裏付けのある開示は何よりも有用な企業情報であろう。これらの事例は、一部の日本企業に見られるルール・ガイドラインへの準拠性や開示トレンドをひたすら追求する事務的なアプローチを離れ、我々に適切な非財務情報開示の要件とは何かについて示唆を与えてくれる。

第二に、租税開示の文脈である。租税には従来から重視されてきた経済的側面と、企業の社会的責任やレピュテーションリスクを前提とした社会的側面があるが、欧州化学会社においてその多くが未だ経済性を主軸に租税開示を行っているという分析結果となった。しかし、租税の経済的側面を重視した開示を行っている企業でも、ビジネス・戦略の全般的方向性が明確に提示されており、租税分野がビジネス遂行上の課題となった場合には、その原因とリスクの種類について適切な説明を行っていることが明らかとなった。

第三に、COVID-19 下における業績予想公表の企業方針と効果、またその変化についてである。業績予想の早期公表を要請する我が国ディスクロージャー制度と異なり、欧州化学会社では、2020 年度中間期（2020 年 6 月期）の決算発表時点で通期（損益）見通しを公表していたのは、19 社中わずか 6 社に留まった。しかし、残りの 13 社含めて、各社の決算発表は、定型フォーマットによる公表ではない一方で、各セグメントの業況や将来に渡る事業や経営戦略の方向性が明瞭で、適時性と実効性の伴った投資家にとって真に有用な開示事例となっている。特に COVID-19 発生を原因として過去行った業績予想を撤回し、新たな見通しさえ公表を差し控えざるを得ない企業においては、その原因について丁寧な説明を

行っている。さらに株価の動向を分析したところ、投資家側においても、現在の企業開示状況に一定の信頼を寄せていると推定される調査結果が出ており、必ずしも定型的な業績予想そのものが不可欠な判断要素ではないことが伺える。

この現象は、COVID-19 が引き起こしている経済の不透明性と不確実性の中で、長期を見据えサステナビリティを重視した戦略を有する企業を、投資家が以前にも増して評価していることを示していると捉えることが出来る。さらに、COVID-19 は環境や安全だけでなく、租税開示にも同様の影響を与えることも推測される。なぜならば、パンデミック危機により手元流動性の問題が大きくクローズアップされ、今後社会サステナビリティのための資金使途が厳選されていくだろうからである。これにより今後は、投資家のみならず従業員やサプライチェーン等のステークホルダーにとっても、企業の納税状況が関心事となり評価対象となる可能性が考えられるのである。そのような変化を経た先には、租税の経済性のみならず社会的側面を重視した開示例がさらに充実してくるものと予想される。

こうした欧州化学会社を対象とした実証分析が、我が国のディスクロージャー制度に与える示唆とは何か。本論文では、欧州企業との対比を通じて、業績予想としてどのような形態・形式が効果的かという開示ルールの有効性に焦点を絞って考察を進めている。欧州企業では、業績予想といった将来予測に関わる情報につき統一的・画一的ではないものの、事業の見通しが丁寧に説明され企業の独自性・自主性のあるディスクロージャーを行っていた。さらには投資家もその開示状況に一定の評価を与えていると捉えられた。

一方日本においても、東証が業績予想開示の柔軟化を目的として、2012年に「業績予想開示実務上の取扱い」を公表している。この際、将来予測については、従来開示が指示されていた翌期の「売上高」「営業利益」「経常利益」「当期純利益」「1株あたり当期純利益」「1株あたりの配当金」の予想値に限定されるものではなく、将来の見通しに係る記述的な説明や、主要な経営指標（例えば、ROE など）の見込み、将来の経営成績に影響を与える財務指標（例えば、設備投資や研究開発の支出、減価償却負担など）の見込み等幅広いものが含まれることが示された。それにも関わらず、抽出した化学会社のほとんどが損益項目以外の主要な経営指標や財務指標を開示しておらず、企業間の比較可能性を優先した結果となっている。企業情報開示の柔軟性に配慮するのであれば、適時開示の要請と共に、各企業にとって特に業績に影響を及ぼす項目にフォーカスした開示の拡充を促進する必要もあるものと考えられる。

また、日本企業においては業績予想に関して短期見通しの記載に終始する傾向にあり、中長期戦略を掲げている企業は未だ少ない状況にある。現状、事業計画説明会は決算発表とは分けて別途開催している企業が多いが、決算発表の中で、単年度に留まらず長期的な観点から事業の将来予測が投資家に提供され得るディスクロージャー制度が望まれる。

最後に本研究の限界と今後の課題について述べる。

第一に、本論文においては、「適切な非財務情報開示とは何か」に焦点を当てており、適切な非財務情報開示が投資家の評価を得ることまでを研究の射程に入れているが、「適切な非財務情報は、真に企業の持続的な価値創造に資するのか」の検証は含まれていない。企業開示とコーポレートガバナンスとの有機的な結びつきが、企業の持続的な価値創造につな

がるメカニズムはあるのか。適切な非財務情報開示をステークホルダーに説明する中で、自主的・自発的にガバナンスが強化されていくのか。あるいは、ESG 投資等における高格付けを取得するために監査等外部の評価が入ることでガバナンスが鍛えられていくのか。こうした、企業開示とコーポレートガバナンスの因果関係・サイクル、企業価値創造のための媒介変数があるのかといった点は、適切な非財務情報開示に関わる考察をさらに発展させるためには不可欠な課題と認識している。

第二には、より実務的な課題として開示ルールの変化への対応がある。現在、非財務情報開示に関わる最新の動向として、開示基準の統一化と、非財務内容の数値化という 2 つの議論が始まっている。

前者については、乱立する ESG 情報開示基準を整理するために、IFRS 財団<sup>140</sup>が基準統一に向けた新組織設立の提案文書を発表している。欧州では脱炭素を経済復興の柱に据え、一方米国では大学の研究が進んでおり、ESG の知見は世界各地で蓄積されている。IFRS 財団が提案する新組織の人選にはこうした専門性の高さがポイントとなると言う<sup>141</sup>。

後者については、気候関連財務情報開示タスクフォース（以下、「TCFD」）<sup>142</sup>が先行している。TCFD では、2017 年 6 月に、企業の年次報告において財務に影響のある気候変動関連の開示を推奨する報告書を公表した<sup>143</sup>。気候変動のリスクと機会を経営戦略に織り込むことは、特に ESG 投資家にとって有用な企業情報となる。我が国においては環境省がこれに正式に賛同の意を表明しており、2018 年から気候変動の影響を受けやすいとされる業種を中心に TCFD に沿った気候変動リスク・機会のシナリオ分析支援を行っている<sup>144</sup>。2020 年 9 月 28 日現在、日本の企業・金融機関で TCFD の趣旨に賛同を表明しているのは 306 機関に及ぶ<sup>145</sup>。

本論文では、非財務情報の数値化の議論も含んだところで、果たして開示基準の統一化が必要なのかについては考察していない。適切な非財務情報開示のために望ましい開示ルールの提言は今後の重要な課題である。

第三の課題は、企業のサステナビリティ、すなわちその企業の価値にとって何が重要なサステナビリティなのかを深耕することである。本論文では、欧州化学産業をケースに採り、そのビジネスモデルが社会のサステナビリティと一貫性を維持しているという結論を得たが、必ずしもそのみが現代における企業のサステナビリティであるとは限らない。社会全体のサステナビリティとビジネスモデルとの関係性や、企業理念といった企業経営における倫理観・道徳観の差異等によって、サステナビリティを類型化していくこともまた今後の課題である。

---

<sup>140</sup> IFRS を作成する国際会計基準審議会（IASB）の母体組織。

<sup>141</sup> 以上、出所：日本経済新聞 2020 年 10 月 9 日付「ESG 情報 比べやすく IFRS 財団評議員会 副議長に聞く」

<sup>142</sup> G20 の要請を受け金融安定理事会（FSB）によって設置。

<sup>143</sup> 気候変動のリスクと機会に関わる、「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標と目標」の各項目の開示を要請。

<sup>144</sup> 出所：環境省 Web サイト「気候変動関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）」

<https://www.env.go.jp/policy/tcfd.html>

<sup>145</sup> 賛同企業は世界で 1433 であり、日本は賛同機関数としては世界一位となっている。（出所：TCFD コンソーシアム Web サイト <https://tcfd-consortium.jp/about>）

仮に、サステナビリティが、後者の専ら企業倫理によって規律されているものであるならば、こうした非財務情報開示を規定しその遵守状況を監視するコーポレートガバナンスのルールの有効性に関して新たな示唆が生まれる可能性がある。その際、ルールの導入、システム設計の問題に留まらず、企業内のより組織論的な議論になるだろう。企業情報開示とガバナンス向上のメカニズムの解明という第一の課題に続く、究極的な課題と言える。

## 謝辞

本論文は、2020年新型コロナウイルス感染症拡大の中、12年間勤務した住友商事からの退職、母の他界という筆者の個人的な変化と共に執筆することとなりました。

本研究を一貫して流れる問題意識は会社員としての視点から生まれたものであり、筆者自身想定外でしたが、結果としてこれまでのキャリアの集大成といった色合いを濃くしています。また、コロナという、企業経営上においても転換点となるべき事態が発生したことで、博士課程入学当初から比べると論文の方向性は随分と異なったものになりました。

こうした筆者の実務家としての志向・研究態度をご理解いただき、常に研究テーマに関して知的好奇心を喚起してくださった指導教授の杉浦宣彦先生には、改めて深謝申し上げます。本論文構想中の半年間、在外研究のためベルギーに滞在されていた杉浦先生から、最新の現地コーポレートガバナンス事情をお伺いしていなければ、決してこの研究課題には到達していなかったことでしょう。さらに、夏休みなどの長期休暇時期においても定期的にご指導いただいたおかげで、無理のない執筆スケジュールを維持することができました。

ご多用の中審査をお引き受けくださいました、副査の、榊原清則先生、山本秀男先生、阿部道明先生、酒井克彦先生にもここに謝意を表します。税と企業情報開示という一見脈絡の乏しいテーマに対して、それぞれのお立場から有用なご助言を頂戴いたしました。

また、榊原先生は筆者修士課程時代の指導教授でいらっしゃいます。直接ご指導をいただいていた当時から今に至るまで大きな視野で研究課題を把握するよう励ましてくださり、学術研究の基礎を作ってくださいましたことを、お礼申し上げます。

コロナ収束の兆しの見えない現在です。

本論文執筆にあたっては、「過去何があったのか」「今何が起こっているのか」「これから何が起こりそうか」というある程度長いタイムスパンを分析対象としました。それが、パンデミックが引き起こしている不確実性・不透明性に対処し得る研究手法の一つと考えたのです。

本論文が、実務現場における問題点を解消することに寄与し、またこれから学位論文を執筆する後輩の皆様にとって何らかの示唆になりましたら、筆者にとり望外の喜びです。

## 参考文献

(著者名アルファベット順)

- Avi-Yonah, R. S., and Y. Lahav. (2012). The Effective Tax Rate of the Largest U.S. and EU Multinationals. *Tax Law Review*, 65, 375-390.
- , and K. S. Clausing. (2019). Toward a 21<sup>st</sup>-Century International Tax Regime. *Tax Notes International*, 95(9), 839-849.
- Blouin, J., C. Gleason, L. Mils, and S. Sikes. (2010). Pre-empting disclosure? Firm's decisions prior to FIN48. *The Accounting Review*, 85(3), 791-816.
- Desai, M. A., and D. Dharmapala. (2006). Corporate Tax Avoidance and High-Powered Incentives. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 145-179.
- Dyreng, S. D., M. Hanlon, and E. L. Maydew. (2008). Long-run corporate tax avoidance. *Accounting Review*, 83, 61-82.
- European Commission - Press release, *European Commission proposes public tax transparency rules for multinationals* (12 April 2016).
- European Commission, Document 52016PC0198, *Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure for income tax information by certain undertaking and branches*. (12 April 2016).
- European Parliament, Texts adopted P8\_TA(2017)0284, *Disclosure for income tax information by certain undertaking and branches*. (4 July 2017, first reading).
- Financial Accounting Standards Board, FASB Accounting Standards Codification 740, *Income Taxes*.
- Global Reporting Initiative & Global Sustainability Standards Board, *GRI Sustainability Reporting Standards 2016*.
- Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30(4), 777-798.
- Hanlon, M., and J. Slemrod. (2009). What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics*, 93, 126-141.
- , and J. Heitzman. (2010). A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 127-178.
- Hardeck, I., K. Inger, R. Moore, and J. Schneider. (2019). Cross-Cultural Evidence on Tax Disclosures in CSR Reports: A Textual Analysis Approach. (June 2019)  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3308467](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3308467) (2020年11月30日閲覧)
- Henning, C. J., W. A. Raabe, and J. O. Everett. (2008). FIN 48 Compliance: Disclosing Tax Positions in and Age of Uncertainty. *The Tax Advisor*, 24.
- Hoi, C. K., Q. Wu, and H. Zhang. (2013). Is Corporate Social Responsibility (CSR) Associated with Tax Avoidance? Evidence from Irresponsible CSR Activities. *The Accounting Review*, 88(6), 2025-2059.
- Legislation.gov.uk, Finance Act 2016, *Schedule 19 Large businesses: tax strategies and sanctions*. (24 March 2016).

- OECD, *Tax Challenges Arising from Digitalisation – Interim Report 2018: Inclusive Framework on BEPS*. (16 March 2018).
- , Public consultation document, *Secretariat Proposal for a “Unified Approach” under Pillar One*. (12 November 2019).
- , *Statement by the OECD/G20 Inclusive Framework on BEPS on the Two-Pillar Approach to Address to the Tax Challenges Arising from the Digitalisation of the Economy*. (29-30 January 2020)
- Palan, R., R. Murphy, & C. Chavagneux. (2010). *Tax havens: How globalization really works* (1<sup>st</sup> edition.). New York: Cornell University Press (青柳伸子訳『タックスヘイブニンググローバル経済の見えざる中心のメカニズムと実態』東京：作品社, 2013).
- Sikka, P. (2010). Smoke and mirrors: Corporate social responsibility and tax avoidance. *Accounting Forum*, 34, 153-168.
- Weisbach, D. A. (2002). An economic analysis of anti-tax-avoidance doctrines. *American Law and Economics Review*, 4(1), 88-115.
- 別所直哉 (2020). 「プラットフォーム規制とイノベーション」『ジュリスト』1545, 39-44
- 別所徹弥・古瀬裕久・Barbosa, D & Perin, D (2010). 「ブラジル移転価格税制について」『International Taxation』30(9), 86-91.
- 江川雅子 (2018). 『現代コーポレートガバナンス』東京：日本経済新聞出版社.
- 藤井幸次郎・角田龍哉 (2020). 「プラットフォーム事業者側の視点」『ジュリスト』1545, 33-38.
- 長谷川茂男 (2018). 『米国財務会計基準の実務 (第10版)』東京：中央経済社.
- 本庄資 (2001). 「国際的租税回避の研究 (その4) 企業立地の選択 (low tax regime の利用)」『租税研究』616, 79-98.
- (2017). 「ポスト BEPS：多国籍企業をめぐる新しい国際課税原則 (第1回) 税の競争—法人税率引下げ競争の現状と英米二大国の問題点」『租税研究』816, 142-196.
- 伊藤恭彦 (2019-a). 「タックス・ジャスティス入門2：Tax Justice for SDGs(1) 持続可能な地球社会と税」『税務弘報』67(4), 72-75.
- (2019-b). 「タックス・ジャスティス入門2：Tax Justice for SDGs(2) 持続可能性を阻害する税源侵食」『税務弘報』67(5), 150-153.
- (2019-c). 「タックス・ジャスティス入門2：Tax Justice for SDGs(3) 国際課税の新しい枠組みと正義のリスケーリング」『税務弘報』67(6), 146-149.
- (2019-d). 「タックス・ジャスティス入門2：Tax Justice for SDGs(4) SDGsのための資金調達」『税務弘報』67(7), 140-143.
- (2019-e). 「タックス・ジャスティス入門2：Tax Justice for SDGs(5) グローバル・タックスを考える」『税務弘報』67(8), 134-137.
- (2019-f). 「タックス・ジャスティス入門2：Tax Justice for SDGs(6) 世代間協同と税制」『税務弘報』67(9), 66-69.
- 岩崎政明 (2017). 「講演録 企業のタックスコンプライアンス向上のための方策：その目的、内容、期待される効果について」『税大ジャーナル』27, 1-14.
- Kalloe, V.・河崎嘉人 (2019). 「税務ガバナンスに関する国際的な議論と多国籍企業における

- 税務ガバナンスの在り方：税務戦略とそれを支える Tax Control Framework」『International Taxation』 39(7), 34-47.
- 金子宏 (2017-a). 『租税法 (第二十二版)』 東京：弘文堂.
- 金子宏監修, 中里実・米田隆・岡村忠生編集 (2017-b). 『現代租税法講座 第4巻 国際課税』 東京：日本評論社.
- 加藤浩 (2015). 「EUにおける税の透明性の確保：ルーリングに関する自動的情報交換」『リファレンス (国立国会図書館)』 778, 25-45.
- 北川哲雄・佐藤淑子・松田千恵子・加藤晃 (2019). 『サステナブル経営と資本市場』 東京：日本経済新聞出版社.
- 増井良啓・宮崎裕子 (2011). 『国際租税法 (第2版)』 東京：東京大学出版会.
- 宮石知子 (2020). 「企業の開示戦略における比較論的一考察—日本企業の租税関連開示を事例として—」『研究年報 (中央大学大学院戦略経営研究科篇)』 7, 21-40.
- 宮崎裕子 (2016). 「一般的租税回避否認規定：実務家の視点から〈国際的租税回避への法的対応における選択肢を納税者の目線から考える〉」『ジュリスト』 1496, 37-43.
- モニターデロイト編 (2018). 『SDGs が問いかける経営の未来』 東京：日本経済新聞出版社.
- 諸富徹 (2013). 『私たちはなぜ税金を納めるのか：租税の経済思想史』 東京：新潮社.
- (2016). 「米国における法人税改革論争：グローバル化と法人課税の関係はどうあるべきか」『経済学論纂 (中央大学)』 56(3,4), 211-231.
- (2020). 『シリーズ現代経済の展望 資本主義の新しい形』 東京：岩波書店.
- 永田守男 (2007). 「FIN48 公表の意義」『同志社商学』 58(6), 86-105.
- 中里実 (2017). 「アグレッシブな租税回避と会社法：Tax compliance の視点からの研究ノート」『法学新報 (中央大学法学会)』 123(11・12), 221-244.
- 日本公認会計士協会 (2020). 「企業情報開示に関する有用性と信頼性の向上に向けた論点の検討：開示とガバナンスの連動による持続的価値創造サイクルの実現に向けて (中間報告)」(企業情報開示・ガバナンス検討特別委員会)
- 酒井克彦 (2004). 「事前照会に対する文書回答手続の在り方」『税務大学校論叢』 44, 464-580.
- 佐藤良 (2019). 「デジタル経済の課税をめぐる動向【第2版】」『調査と情報—ISSUE BRIEF』 1064, 1-13.
- <https://dl.ndl.go.jp/view/prepareDownload?itemId=info%3Andljp%2Fpid%2F11299248&contentNo=1> (2020年11月30日閲覧)
- 志賀櫻 (2013). 『タックスヘイブン：逃げていく税金』 東京：岩波書店.
- (2014). 『タックス・イーター：消えていく税金』 東京：岩波書店.
- 高田真好 (2002). 「石油化学産業におけるビジネスモデルの課題」『日本オペレーションズ・リサーチ』 47(8), 505-511.
- 高木英行 (2006). 「米国連邦税調査行政における新たな動向：限定争点集中調査 (Limited Issue Focused Examination) を中心に」『早稲田法学』 81(3), 191-227.
- T.L. ビーチャム・N.E. ボウイ編, 小林俊治監訳 (2017). 『企業倫理学 4 国際ビジネスの倫理的課題/社会的正義と経済的正義』 東京：晃洋書房.
- 吉村政穂 (2008). 「リスク要因としての税：米国 FIN48 の背景, CSR との関係」『租税研究』 705, 176-189.

—— (2017). 「『税の透明性』は企業に何を求めるのか? : 税務戦略に対する市場の評価」『民商法雑誌』 153(5), 632-651.