

「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」

プロジェクト（伊藤レポート）

中間論点整理 要旨

1. 議論と現状・エビデンス

1) 日本企業のROEの低位集中は、レバレッジでなく事業収益力の低さが主因

投資家が重視する収益性指標であるROE（株主資本利益率）を国際比較すると、日本企業のROEは、最近上昇しているものの長期にわたり低水準であり、特に他国に比べてばらつきが少なく低位集中傾向にある。

また、ROEを分解し、売上高利益率、資本回転率、レバレッジをそれぞれ日米欧で比較すると、回転率やレバレッジには大きな差がなく、日本企業の低ROEは売上高利益率の低さによるところが大きい。

2) 厳しい中でも収益を維持する企業に4つの共通項

日本企業の収益性・株価が低迷した過去20年において、データが継続して得られる上場企業1600社のうち、株式のリターン（配当込みの株価上昇率）がプラスとなった企業は約200社だったという事実がある。

一方、このような厳しい環境下でも高いパフォーマンスを維持している企業には、（1）他社との差別化で顧客に価値を提供して価格決定力を持っている、（2）自社の存在が不可欠となるポジショニングと事業ポートフォリオ最適化を徹底している、（3）オープンイノベーション等他社との連携も視野に入れた継続的なイノベーションを行っている、（4）変化を恐れず、時代や自社に合った経営革新に合理的、積極的に取り組んでいるといった共通項が見られる。

3) 持続的低収益が助長する日本市場特有の短期志向と層の薄さ

日本株への株式保有期間が短く（売買回転率が高い）、かつ年ごとにヨリ短期化する傾向にある。このことは、投資家の短期志向化（ショートターミズム）を示唆するものと解される。ただ、この指標は市場の多様性や流動性を高めることとも関連しており、必ずしも投資家の短期志向を判定するものとは言えない。短期志向を考えるには、期間のみでなく、投資家が何を見て行動しているかを見る必要がある。

結論から言えば、日本市場もグローバル市場の中に組み込まれており、短期志向的な面は存在する。しかしその背景には欧米と異なる点がある。特に、日本市場には中長期的な視点から主体的判断に基づいて株式銘柄の選択を行う投資行動をとる層が薄いことが問題として指摘されている。

第一に、日本における短期志向の理由として、長期にわたって株価上昇期待が薄い状態が続いた中、短期の投資機会を追求することが経済合理性に合致していた面が強い。長期

投資を促すには、まずもって長期的に企業の収益性が高まり、株価上昇への期待が高まることが重要である。

第二に、日本の投資コミュニティにおいて、アセット・マネージャー、アセット・オーナー、セルサイド・アナリスト間に短期志向化を促すインセンティブが働いている。また、特に国内の機関投資家やセルサイド・アナリストが、企業価値を適切に評価して長期投資を促進していくために解決すべき課題も多い。

- ① 主要なアセット・オーナーとしての年金基金には、運用面での人員の少なさや専門性の低さ等の課題が提起されている。また、本来長期視点で投資収益性を見るべき年金基金が、母体組織や会計上の要請から、月次や四半期等の短期実績でアセット・マネージャーを評価する傾向が見られる。
- ② 国内のアセット・マネージャー（運用機関）は、金融機関系列が中心であり、ローテーション人事による長期経営コミットや専門性確保のしにくさ、長期パフォーマンスとの連動が薄い報酬体系等が問題として指摘されている。また、アセット・オーナーによる短期的な評価が、運用機関の評価に影響を与えている面もある。
- ③ セルサイド・アナリストが所属する証券会社には、長期的投資家よりも手数料が多く得られる短期志向の投資家にサービスを増やすインセンティブが存在している。また、セルサイド・アナリストに対しては、四半期開示等に過度に反応した短期志向化、中長期的なファンダメンタルズ分析や企業との本質的な対話の不足が指摘されている。

第三に、投資家が長期的な投資判断をするための情報が企業側から効果的に開示されていないことである。機関投資家は、長期的な企業価値を説明する企業に対しては、長期的な見方をし得るが、それでない企業に対しては短期的な収益に目を向けざるを得ない。短期的な業績だけでなく、企業の中長期的な価値創造を理解するための情報開示が重要である。

第四に、短期志向化を助長し得る制度的な仕組みがある。たとえば、比較的安い株式手数料で高速売買できるインフラ整備や投資家への適時開示を目指した四半期開示が、セルサイド・アナリストや機関投資家の短期志向を助長するという「意図せざる結果」を招いている可能性がある。

4) 企業価値をめぐる基本的な考え方の違い

「中長期的に企業価値を向上させるべき」というテーゼについては企業側も投資家側も異論はない。しかし、「企業価値」の解釈については、企業側の中にも温度差があり、投資家・アナリストの考えも一様でない。この結果、企業と投資家との間で効果的な対話が阻害されている面がある。

企業価値については、一般には経済価値・株主価値として株式時価総額や企業が将来的に生み出すキャッシュフローの割引現在価値（DCF）等に焦点を当て、中長期的に資本コストを上回る利益を生む企業が価値創造企業として評価される。一方、企業が生み出す価

値をもっと広く捉え、株主、顧客、従業員、取引先、社会コミュニティ等のステークホルダー価値の総和とする見方もある。

価値創造は付加価値の最大化とも捉えられるが、付加価値についても大別して二つの考え方があり、企業活動にかかわるステークホルダー全般への価値の分配総額と捉える考え方と、株主以外のステークホルダーに対する分配額（コスト）を利潤から差し引いた余剰額が資本コストを上回った残余部分と捉える考え方である。日本では前者の考え方が暗黙のうちに一般化していたと言える。

顧客、従業員、取引先、社会コミュニティ等、ステークホルダー全体の価値を高めることが株主価値を向上し、どのように企業価値の中長期的向上につながるかを企業と投資家が対話を通じて認識を共有していくことが重要な課題である。

5) 「資本コスト」とROEをめぐるミスマッチ

【ROE】

多くの投資家は企業評価の最も重要な指標の一つとしてROEを捉えている。ROEは経営の目的ではなく結果であり、持続的成長への競争力を高めた結果として向上する。したがって投資家は、企業が内部留保を再投資して成長することを求めており、有効活用できない場合は株主還元も含めた対応を期待している。ROEを極大化すべきか否かは議論が分かれるが、最低限資本コストを超える水準を目標にすべきとの考えは共通している。投資家が長期投資できる企業とは、持続的な競争優位により、中長期的に資本コストを上回る利益を創出できると見込まれる企業である。

企業側は、ROEを重要な指標として認識していても、必ずしも最重要視しているわけではない。実際の経営目標として現場に落とし込みにくいことや（無借金経営を是とする考え方もあって）レバレッジの考え方が馴染まないことが理由として挙げられる。ROEやROIC（投下資本利益率）を自社の投資評価に盛り込む企業や自社に合わせた形で要素分解して現場目標に落とし込んでいる企業もあるが、多数派ではない。

【資本コスト】

資本コストは、市場が期待する収益率であるが、妥当な資本コスト水準については議論が分かれる。一つの参考として、日本株に対して国内外の機関投資家が求める株主資本コストについて聞いた調査では、平均的には6~7%を想定していることが確認された。負債コストと株式コストの加重平均(WACC)等数値化して使いやすい考え方もあるが、実際の資本市場では、数値化しにくい情報も総合的な評価に反映されている。企業がそうした評価を視野に入れて投資家と対話し理解を促すことで、資本コストは低下する余地がある。

企業側においては、これまで間接金融中心の資金調達構造が続いてきたこともあり、資本コストに対する意識が国際的に見て決定的に低いことが重大な問題である。ROEが平均的な株主資本コストである6~7%を下回っている日本の上場企業は過半に達しているとのデータもある。日本の上場企業のうち、資本コストを意識する企業は約4割、投資家に

開示している企業は全体の約1割弱という調査結果も得られている。

6) 日本型短期主義経営への懸念

欧米と比べ、日本企業が資本市場の短期志向の影響を受けているという認識は必ずしも強くない。その背景の一つに、日本においては一般的に経営に最も影響を与えているのは顧客に対する品質・サービスや雇用の継続という認識が強く、株主（投資家）の影響力が相対的に低いことがある。また、ややもすれば短期志向的になりがちな資本市場や投資家との間では財務的な会話をするものの、自社内では財務的な指標にこだわらなかったという「ダブルスタンダード経営」が過去に寄与したとの見方もある。さらに、資金調達における間接金融の比率が高く、資本市場との密な対話が必ずしも必要なことも影響しているとの指摘がある。このことは、日本企業が長期的な研究開発や設備投資等を継続することができた理由の一つであるが、一方で資本コストやROE等への認識の低さ、内部留保の惰性的な再投資や配当政策の不明確さにつながっている面もある。

また、日本企業の経営者のインセンティブ構造を見ると、欧米企業等と比べて全般的に報酬水準が低く業績連動部分が少ない傾向が見られる。この背景の一つとしては、従業員との連帯を重視し、低水準の報酬を受け入れる土壌があることが示された。また、使命感や責任感、社会的信頼度の向上等の非金銭的なインセンティブが果たす役割の大きさも指摘された。これらも日本企業が資本市場の短期変動に比較的影響を受けず、安定的な経営を行う傾向に寄与してきた面がある。

一方、多くの上場企業において、経営者の在任期間が業績に関係なく例えば4～6年と比較的短く固定的になっていることが確認されている。在任期間が業績にどのように影響するかについては議論があり得るが、こうしたサイクルや上記の安定志向が、経営者が中長期的な判断や必要なリスクを取って収益向上に向けて抜本的な改革に取り組みにくくしている可能性はある。また、持続的に低収益状態にある企業や資本規律に対する考えが明確でない企業においては、四半期等の短期業績を意識した利益調整で長期投資を控える傾向があることや、セルサイド・アナリスト等の関心が四半期業績や短期的な業績予想に集中することによる影響を受けて短期志向化する懸念も示されている。

7) 中長期的な企業価値を判断するための開示と対話の不足

【開示のあり方】

投資家は、日本企業の開示の全般的な改善を評価する一方、短期業績だけでなく、より中長期的な経営戦略・ビジネスモデルに関する情報を求めている。

現行開示制度の課題としては、特に四半期開示制度や業績予想制度について、業種や企業による重要度の違い、負担の大きさ、企業と投資家の対話や投資コミュニティの短期志向に与える影響等が議論された。結果として、各制度には賛否両論があり、いずれの側面からも公平・客観的に議論すべきことの重要性が認識された。こうした制度が果たしてき

た役割や意義を適切に評価する一方で、企業と投資家の議論が短期的な方向に陥っているなど「意図せざる結果」を招いている面があることが指摘された。

一方、中長期的な企業価値を判断するための情報開示については、投資家から経営戦略、リスク情報、ESG（環境、社会、ガバナンス）情報等へのニーズが示されている。その中でも、特に日本企業に特徴的な中期経営計画の作成・開示については海外投資家も含め対話の土台として有益との評価がある。他方、内容として財務的な指標等（特にROEや配当性向等）との関連を示してほしいとの要請や目標を達成する実行力への信頼感が薄い面があることが指摘されている。

【企業と投資家の対話・エンゲージメント】

企業と投資家の対話については、「日本版スチュワードシップ・コード」が制定され、機関投資家が「目的を持った対話（エンゲージメント）」を通じて、投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任が示されている。

一方、本プロジェクトでは、質の高い対話を実施するためには、企業側・投資家側双方に課題が存在することが確認された。上述の「企業価値」や「資本コスト」等に対する認識ギャップや企業開示における課題とともに、投資家が中長期的な企業価値を評価する能力を高める必要性等が提起されている。また、多くの機関投資家がインデックス運用に傾斜していることが、個別企業との対話・エンゲージメントへのインセンティブを低めている面があることも指摘されている。

本プロジェクトでは、具体的な対話・エンゲージメントのあり方についても議論が行われた。基本的な姿勢として、対話の質ではなく会議の回数等に着目するなど対話を行うこと自体が目的となったり、投資家が企業の持続的成長を評価する実力を伴わない場合には、経営の時間を奪い企業価値向上の阻害要因になりかねないとの懸念が示された。特に経営者・取締役会メンバーとの対話の内容としては、ガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスクへ対応等、投資家として建設的に対話できる項目に関し、目的を持って対話に臨むべきとの見解が示された。さらに、株主との対話や説明責任に関するベストプラクティスや投資家間のネットワーク作り等の重要性、対話の場としての株主総会の重要性等が提起された。

2. あるべき方向性とさらに検討すべき事項

1) 企業と株主の「協創」が持続的成長の基礎条件

持続的成長とは、中長期的に企業価値を高めることである。それは、中長期的に資本コストを上回るパフォーマンスをあげることによって実現され、投資家はそうした価値創造に期待して長期投資を行うことができる。

投資先企業の持続的成長を期待する投資家は、ボトムラインとしての「当社株主に帰属する当期純利益」の全てまたは一部を内部留保として企業内に蓄積し、それを再投資して

成長原資として役立てることを期待している。これは株主（投資家）が持続的成長を期待し、それに協力していることを意味する。つまり、持続的な企業価値創造は企業と株主との「協創（協調）」の成果と捉えるべきであり、株主が成長の後押しをする存在であることを経営者や事業責任者が認識することが必要である。

投資家側においても、株主価値を独立で捉えるのではなく、企業による顧客価値、従業員価値、取引先価値、社会コミュニティ価値等を長期的な株主価値の向上につなげていくという認識を持って、企業の持続的な価値創造力を評価することが必要である。

2) パッシブ運用から深い分析に基づく銘柄選択を

日本市場では機関投資家がパッシブ運用に偏っており、中長期的な投資家層が薄いことが指摘されている。市場全体のインデックス等の運用手法をとる投資家層においては、投資先企業の選別が行われなため、会社側と投資家側のギャップが埋まらず、企業と投資家との間の「協創」や「対話」の促進につながらない。こういった負のスパイラルを断ち切り、企業と投資家との間の「協創」を実現するには、中長期的な視点から主体的判断と分析に基づいて株式銘柄を選択する投資家層を厚くする機運を醸成する必要がある。その際には、アクティブ運用など個別企業の企業価値を評価することが基本であるが、株式の流動性も考慮しつつ一定の企業価値基準で企業を選別したインデックスを主体的に選択して投資に組み込むことも一つの方向性として考えられるだろう。

また、パッシブ運用に偏った運用のもとでは、個別の投資銘柄の選択の比重が減り、企業分析のプロフェッショナルとしてのセルサイド・アナリストの機能が十分に使いきれないことにも注意すべきである。また、投資家の短期志向化も、アナリストの深い分析力に対する需要を減退させている面がある。単純なパッシブ運用偏重ではなく、企業に対する中長期的な投資を実現するためにも、アナリストの能力を高め、本来の役割を取り戻すべき時に来ている。

3) 「短期主義」経営に陥らず、資本効率を意識した企業価値経営に向けて

企業の持続的成長は、長期的な視野を持つ投資家との協創による成果であり、それを評価する重要な指標がROEやROICといった資本利益率（以下「ROE等」）である。グローバル経営を推進するには、国際的に見て広く認知されているROE等の経営指標を経営の中核的な目標値に据え、それにコミットした経営を実行していく必要がある。この際、短期的な観点からROEまたは利益を捉えるのではなく、中長期的なROE等の向上が企業価値向上に向けた原資確保につながり、それが様々なステークホルダー価値を高め、長期的な株主価値向上に結びつくという企業価値経営を実現することが肝要である。

ROEについては、その重要性を認識する必要がある一方で、レバレッジ（負債依存度）を過度に高めたりして短期的にROEを押し上げることに対する批判が根強くある。確かに欧米（特に米）企業でそうした傾向があることも事実である。しかし、だからといって、

日本企業がROEを重視した経営を行う重要性を否定してはならない。ROEを重視する経営をめぐっては、日本と欧米ではその水準や成熟度に彼我の差があることを認識すべきである。ROEの平均が15%前後の米国企業と、5%前後の日本企業では、ROEをめぐって立っているステージが異なる。今後、日本企業は、「正しいかたち」でROEを経営目標として積極的に取り組む必要がある。また、投資家側も資本コストを上回る成果を持続的に創出している企業を正当に評価すべきである。

ROE等の水準を評価するに当たって最も重要な概念が「資本コスト」である。日本には資本コストに対する理解が欠落している企業も少なくない。長期的に資本コストを上回る利益を生む企業こそが価値創造企業であることを日本の経営陣は再認識し、理解を深めるべきである。幸い、アベノミクスによるマクロ政策などが奏功し、企業のROEも上昇傾向にある。こうした流れを加速し、確実なものとするためにも価値創造企業を可及的速やかに増やしていく必要がある。前述のように、グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が7%超であり、ROEが8%を超える水準で約9割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回ることになる。グローバルな投資家と対話をする際の最低ラインとして8%を超えるという水準を意識し、さらに自社に適した形で水準を高め、持続的な成長につなげていくことが重要である。

一方、資本コストには、経営陣のコミットメント、情報開示や投資家とのコミュニケーション、将来の不確実性リスク等が総合的に反映される。資本コストの上昇は企業価値にマイナス要素となる。したがって、経営者が資本コストについて理解を深め、自社基本的な考え方を示して投資家との建設的な対話を深めることが課題であり、こうした対話が資本コストの低下につながるという意識を持つことが重要である。

資本コストやROE等を中長期的な経営指標として組み込んでいくためには、ビジネスモデルやマネジメントシステム、インセンティブ構造等を変革していくとともに、精度の高いリスク・マネジメントを前提に適切なリスクを取って競争力確保・向上に取り組むことが求められる。その際、CEOが思い切った経営執行する前提条件として、有能なCFOの存在が重要であり、今後そうしたCFO人材のプールを拡充すべく、その育成・強化に注力していくべきである。

投資家側も、企業との対話を行う際、ROEを押し付けるのではなく、企業が事業活動の現場に具体的に落とし込めるように、ROE基準に基づく投資判断の重要性、製造リードタイムの短縮、在庫の短期化、歩留り改善等に分解して共通理解を促す努力をすべきである。

企業がROE等で示される収益力を向上し、付加価値を高めることは、日本経済の好循環、持続的成長につながる。給与や人材投資の増加、研究開発や設備投資のための原資確保、株式市場を通じた年金資産の増加、税収確保、ひいてはグローバルな競争力を評価した海外からの投資の拡大など、さまざまなプラス効果が期待できる。資本コストを意識したROE等の資本効率の向上はアベノミクスの第三の矢の中核として捉えられるべきであろう。

日本の経営者の大きなモチベーションとして使命感があり、社会からの評価がインセン

ティブとなっている面がある。上述のような日本経済への貢献とともに、国民一人ひとりが将来資産の運用という視点で各企業を評価するようになることが企業の姿勢にも影響を与え、企業価値増大が経営者の使命感として根付くことにもつながることが期待される。

4) 眠れる金融資産を国富（価値）創造につなげる資本市場改革

持続的成長企業への投資を中長期的な家計資産形成につなげるためにも、直接的な株式保有や投信、年金を通じた（間接的な）投資に対する理解と行動を促すための環境づくりが重要である。このため、日本企業を支える資本市場のプレイヤーとして、機関投資家（年金、保険、投資信託等）と個人投資家それぞれのインセンティブ構造を検証し、中長期的な投資に向けた方策を検討することが必要である。

機関投資家やアナリストは、資本市場に流動性と多様性を提供し、市場機能を高める役割を期待される存在である。したがって、日本市場の投資コミュニティにおいて過度に短期志向に偏るインセンティブ構造を是正し、機関投資家やアナリストが企業価値を適切に評価し、長期投資を行うプレイヤーの層が厚くなるような環境づくりが重要である。たとえば、欧米で普及しているCSA（コミッション・シェアリング・アレンジメント）等も検討に値しよう。

株式市場における長期投資を促進するためには、長期視野の個人投資家の育成・促進も重要である。特に重点となるのは、これまで預貯金で金融資産を形成してきた個人である。前述のとおり、家計金融資産における株式・債券・投信購入比率は8%～16%である一方、預貯金残高は5割を超えており、その額は800兆円を超える。これは欧米と比べて日本的な「特殊性」といえる。しかし、こうした特殊性は一方で大きな「可能性」を秘めている。これら潜在的な投資家層の膨大な預貯金が、企業の長期的かつ本格的な応援株主として株式市場に移動すれば、日本企業の価値創造を支える豊かな基盤が形成されることになる。そのための個人投資家作りが重要である。

企業の持続的成長のための重要かつ長期的な資金供給源であり、個人の投資に対する意識・理解の醸成や資本市場の厚みを向上させるものとして、年金制度、特に確定拠出型年金制度やNISA（少額投資非課税制度）が重要な役割を果たしうる。したがって、現行制度をより使いやすくする改善や金融リテラシー向上への取り組みが重要である。また、「日本版スチュワードシップ・コード」の具体的運用において機関投資家がどのように説明責任を果たしていくべきかについても検討がなされることが期待される。

5) 「緊張と協調」による企業と投資家の真の対話促進

企業と投資家の対話・エンゲージメントは「緊張と協調」の両側面を満たすべきである。

緊張：経営陣は企業価値創造に向けたビジョンや戦略を投資家と対話し、支持と理解を得る必要がある。しかし、こうした対話の機会は、投資家の厳しい評価によるスクリーニングを受ける機会でもあり、投資家が厳しい評価を下せば、成長資金を絶たれ

ることになりかねない。まさに「緊張」の場面である。

協調：持続的成長は企業と株主との協創（協調）の成果である。良質な対話・エンゲージメントは、相互理解を促進するとともに企業価値を高め、企業と長期志向の機関投資家の双方に利益をもたらすことができる。

対話・エンゲージメントは、企業と投資家との間の切磋琢磨を促し、企業の持続的な価値向上を促す限りにおいて望ましい。機関投資家は投資先企業やその事業環境等に関する深い知識を得る十分な準備をし、経営の細部に過度に干渉・介入することなく、建設的に対話できる経営上のテーマや項目に関し、目的を持って対話に臨むべきである。従来のIRミーティングでは、企業が説明し、投資家の質問に回答することに費やす時間が大半だったが、今後は企業と投資家が互いに考えを示し、「双方向の対話」を深めていくことが重要である。そのためには投資家は資本市場の声あるいは株主共同の利益を代弁する責任を自覚することが重要である。短期的・個別利害を追求して単にリストラを要求するといったことではその責務を果たせない。

また、対話・エンゲージメントの内容とともに、「誰」とどのような「場」で実施するかも重要な検討事項である。特に企業戦略やガバナンス等の対話・エンゲージメントにおいては、取締役会メンバーやCEO等経営トップとの対話が有益である。その上で、株主総会や決算説明会、その他の機会をどのように対話の場として有効活用するかを考えるべきである。

対話・エンゲージメントにおけるアナリストの本来の役割を再確認・再構築することも検討されるべきである。機関投資家の短期志向化に呼応するように、セルサイド・アナリストにも短期志向的な行動が見られる。セルサイド・アナリストは企業の四半期開示等に過度に反応することなく、中長期的な深いファンダメンタルズ分析や企業との本質的な対話を行うことが求められる。

また、従来のIR活動では、できるだけ広く平等に情報を伝える観点から、セルサイド・アナリストを重視する傾向があったが、今後はバイサイドのアナリストやポートフォリオマネジャー等様々な機関投資家との直接対話を促進することも重要である。これらの直接対話を進めると、すべての投資家を相手にするのと異なり、自社の経営方針を深く理解し、共感してくれる投資家との中長期的な関係を構築することが可能となる。そうした流れが構築できると、企業側も投資家側をより深く分析して、どの投資家とエンゲージメントするかを意識する必要が出てくる。

アセット・オーナーの意識改革も必要である。四半期毎の業績に一喜一憂せず、長期の運用を任せる姿勢の下、投資先の企業価値を高めるための対話・エンゲージメントの必要性や評価のあり方を考えるべきである。この際、各国の「コーポレート・ガバナンス・コード」の目的や内容、策定・実施プロセス、果たしている役割等を踏まえ、日本への示唆を検討することも有益であろう。また、企業との対話に関し、投資家が知識や経験を共有し、投資家間あるいは企業等と意見交換を行う「投資家フォーラム」のような場づくりも

検討に値する。その際、場や組織を作ること自体ではなく、より充実した対話・エンゲージメントのために何が必要かという実質的な協議が行われることが重要である。

6) 持続的な企業価値につながる企業開示の見直し

企業の情報開示は、投資家が中長期的な企業の価値創造を評価するために有益な情報が適切に提供されるものになるよう転換することが必要である。短期的な業績のみに偏ることなく、非財務情報も含めた企業の現状や将来の価値創造に向けたプロセスを評価するための統合的な報告が求められる。

現行の四半期開示制度と業績予想制度は重要な意義と役割を果たしてきたが、一方で投資家やアナリストの四半期情報への過剰な反応などは是正されるべきである。制度の「意図せざる結果」のみをもって制度変更を実施すべきではないが、企業及び投資家にとっての費用対効果、持続的成長に向けた投資家と企業の対話促進、市場プレイヤーの行動に与える影響、海外の動向等、多角的な観点から最も適切な制度のあり方を検討すべきである。

企業と投資家が中長期的な視点から対話を深め、企業価値を高めるためには、非財務情報も含む中長期的な情報開示が必要である。その際、投資家側は本当に知りたい中長期的な非財務情報とは何かを企業に伝え、企業側は企業戦略やリスク情報、ガバナンス等ESG情報を資本コストや投資収益率等の財務経営指標と関連づけて伝えることで、企業側の経営リテラシーを練磨することが重要な課題となる。統合報告に向けた取り組みはそのための有効な手段の一つになり得ると考えられる。