

FOR SUBMISSION VIA E-GOV PUBLIC COMMENT SYSTEM

11 April 2025

Subject: Publication of Draft Cabinet Orders and Cabinet Office Ordinances Pertaining to the Amendments to the Financial Instruments and Exchange Act, etc. of 2024

The International Corporate Governance Network (ICGN) appreciates the opportunity to comment on Publication of Draft Cabinet Orders and Cabinet Office Ordinances Pertaining to the Amendments to the Financial Instruments and Exchange Act, etc. of 2024. We are grateful to the Japan Financial Services Authority for their help and engagement with us to understand the English translations of the relevant documents.

Led by investors responsible for assets under management of over \$90 trillion, ICGN is an authority on global standards of corporate governance and investor stewardship. Headquartered in London, our membership is based in more than 40 countries. ICGN's *Global Governance Principles* and *Global Stewardship Principles*, written from an investor perspective, are widely used by our members in their company assessments and voting decisions, and by regulators when developing corporate governance rules.¹

We understand that the goals of the amendment to the definition of an “act of material proposal” are designed to clarify the rules around acting in concert and therefore to create clarity on instances where institutional investors can safely engage with invested companies on a collaborative basis.

We generally agree that collaborative engagement can be beneficial in some circumstances and that the framework should exist in order to allow investors to do so, should they wish to, in a way that does not give rise to legal or compliance barriers or compliance issues.

We agree that the criteria set out to determine who needs to be considered joint holders are helpful.

However, we are concerned that some of the amendments in the Q&A, seeking to clarify the definition of an act of material proposal may have some unintended consequences, for example:

- Confusion may exist between the definitions of “suggesting” and “proposing” certain actions to companies. The line between suggesting something and proposing it is unclear as written. This may give rise to investors being confused as to what they are permitted to discuss in a normal course of business stewardship discussion.
- We believe that further clarity on the actions that would be considered to be “substantively request(ing)” would be helpful – for example, which of the following would be considered to be “substantive” Shareholder proposals, public campaigns (this would also need further defining (e.g., open letters, dedicated website, pressure through comments in media), pre-declaration of voting intentions and other actions that might be considered to be substantive.
- For example, we think that the government needs to clarify what is meant by something “being proposed in a manner that does not allow management discretion”.

¹ ICGN [Global Governance Principles](#) (2021), ICGN [Global Stewardship Principles](#) (2020)

- As a case study, explaining your voting policy, and therefore setting out an expectation of board composition, does sometimes imply that investors are asking for a change to the board composition in order to receive support for director elections and it is unclear from the draft Q&A document if this would therefore be considered a material proposal.
- Similarly, the rules around discussing cross shareholdings and encouraging companies to eliminate these positions are unclear and may give rise to investor concerns. Encouraging companies to reduce or eliminate cross shareholdings is a common investor stewardship request and we believe that this should not be discouraged.
- This is particularly important as there are instances where investors may own more than 5% of the shares of a company on their own, not as part of a collaborative engagement, and as such may feel restricted in what they are able to engage on with their investee companies without being subject to special enhanced reporting requirements.

We believe that the feedback loop between investors and companies is an important shareholder right, but also a key benefit of public market status for companies and that any amendment that even inadvertently disrupt that feedback process and the clear and open exchange of views between a company and its owners is unhelpful and not in the best interests of long-term value creation.

ICGN is grateful for the opportunity to comment on these proposals and is very happy to discuss our concerns further, we would be happy to convene a discussion of our international institutional investor members if that would be helpful. Thank you again for the opportunity to share our perspective. If you would like to follow up with questions or comments, please contact policy@icgn.org.

Yours faithfully,



Jen Sisson
Chief Executive Officer, ICGN

PROVISIONAL JAPANESE TRANSLATION

タイトル: 公示案の発表および 2024 年金融商品取引法等の改正に関する内閣府令案について

国際企業ガバナンスネットワーク（ICGN）は、2024 年金融商品取引法等の改正に関する内閣府令案の公示案についてコメントする機会をいただきありがとうございます。日本金融庁には、関連文書の英訳を理解するためのご協力をいただき、感謝申し上げます。

900 兆ドル以上の運用資産を担当する投資家によって主導される ICGN は、企業ガバナンスと投資家スチュワードシップの世界的基準の権威です。ロンドンに本部を置き、会員は 40 カ国以上に拠点を置いています。ICGN のグローバルガバナンス原則とグローバルスチュワードシップ原則は、投資家の視点から書かれており、会員が企業評価と投票決定を行う際に広く使用されており、規制当局が企業ガバナンス規則を策定する際にも使用されています。

協調的エンゲージメントが特定の状況で有益であり、投資家が法的またはコンプライアンスの障壁や問題を生じさせることなく協力してエンゲージメントを行えるような枠組みが存在することを理解しています。

協調的エンゲージメントが特定の状況で有益であることを一般的に同意し、投資家が法的またはコンプライアンスの障壁や問題を生じさせることなく協力してエンゲージメントを行えるような枠組みが存在することを理解しています。

共同保有者と見なされるべき人々を判断するための基準が役立つことに同意します。

ただし、物質的提案行為の定義を明確にしようとする Q&A の一部の改正により、一部の意図しない結果が生じる恐れがあります。例えば：

提案する行為と会社に対して提案する行為の定義に混乱が生じる可能性があります。記述された通りでは、提案する行為と提案する行為の間の境界が不明瞭です。これにより、投資家が通常の業務スチュワードシップの話し合いにおいて何を議論することが許されているかについて混乱する可能性があります。

「実質的に要求する」と見なされる行為についてのさらに明確な説明が役立つと考えます。例えば、次のうちどれが「実質的」と見なされるか：株主提案、公的キャンペーン（これもさらに定義する必要がある。例：公開書簡、専用ウェブサイト、メディアでのコメントを通じた圧力）、投票意向の事前宣言およびその他の実質的と見なされる可能性のある行動。

政府が「管理の裁量を許さない方法で提案されている」とは何を意味するのかを明確にする必要があると考えます。

ケーススタディとして、投票ポリシーを説明し、したがって取締役会の構成に期待を設定することが、投資家が取締役選挙の支援を受けるために取締役会の構成の変更を求めていることを暗示する場合があります、これが物質的提案と見なされるかどうかは草案の Q&A 文書からは不明です。

同様に、クロス株式保有について議論し、企業にこれらのポジションを排除するよう促すルールは不明瞭であり、投資家の懸念を引き起こす可能性があります。企業にクロス株式保有を減少または排除するよう奨励することは、一般的な投資家スチュワードシップの要求であり、これが奨励されるべきではないと考えます。

これは特に重要です。なぜなら、投資家が協調的エンゲージメントの一部ではなく、個々に企業の株式の5%以上を所有している場合があります、そのため特別な強化報告要件の対象となることなく、投資先企業とエンゲージメントすることが制約される可能性があるからです。

投資家と企業との間のフィードバックループは重要な株主権利であると考えていますが、企業のための公開市場の地位の重要な利益でもあり、意図せずともそのフィードバックプロセスと企業とその所有者との間の明瞭かつオープンな意見交換を妨害することは、長期的な価値創造の最善の利益に反し、有害であると考えます。

ICGNはこれらの提案にコメントする機会をいただきありがとうございます。懸念についてさらに議論することを大変喜んでおり、国際機関投資家会員の討論会を開催することが役立つ場合には喜んで承ります。再度、意見を共有する機会をいただきありがとうございます。質問やコメントについてフォローアップしたい場合は、policy@icgn.orgまでご連絡ください。

敬具

ジェン・シソン

最高経営責任者、ICGN

仮訳：日本語



Jen Sisson
Chief Executive Officer, ICGN