

**ICGN**

International Corporate Governance Network

Office of the Counsellor,
Civil Affairs Bureau
Ministry of Justice
1-1-1 Kasumigaseki
Chiyoda City
Tokyo
100-8977
Japan

22 May 2026

Dear Minister Hiraguchi,

Subject: Interim Proposal on the Review of the Companies Act

The International Corporate Governance Network (ICGN) appreciates the opportunity to comment on the Interim Proposal on the Review of the Companies Act (hereby referred to as “the Act”).

Led by investors responsible for assets under management of over \$100 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*¹ and *Global Stewardship Principles*², 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.

We offer the following comments on the Act:

Part 1, Section 3: Review of Contributions in Kind

We note the proposal to relax the requirement for external inspector valuation of in-kind contributions to companies, presumably with the primary aim of facilitating start-up formation and broadening employee participation in share ownership schemes. We are broadly sympathetic to measures that expand employee participation in ownership, and we recognise the policy intent behind reducing administrative burdens on early-stage companies.

However, we encourage consideration of whether the removal of the inspector requirement could give rise to valuation risks, particularly in relation to the integrity of opening balance sheets. We note that any such risks would in principle be subject to scrutiny at the point of listing, when an audited balance sheet would be required. We do not have a firm objection to this proposal at this stage, but we would welcome further clarification on the safeguards that would remain in place to ensure the reliability of reported asset values in the absence of an external inspector.

Part 2, Section 1: Virtual Shareholders Meetings

The Annual General Meeting is a cornerstone of shareholder rights. It provides institutional investors with the opportunity to meet directly with boards and management, to ask questions, and to exercise their rights as owners. Expanding access to AGMs through the

use of technology is broadly welcome, and we support measures that enable greater participation by both domestic and international investors. However, expanded access must not come at the cost of the fundamental purpose of the AGM. Virtual-only formats risk materially weakening the transparency and accountability of boards and management precisely at the moments when shareholder oversight matters most.

ICGN's position on virtual-only shareholder meetings is consistent across all jurisdictions in which this question is under consideration. We do not consider virtual-only meetings to represent best practice, and we strongly prefer hybrid formats, which enhance accessibility while preserving the ability of shareholders to attend and participate in person. Physical participation remains an important safeguard of shareholder rights and the quality of dialogue between investors and companies.

Emergency Scenarios

- While we generally believe that virtual only AGMs should only be used in an emergency, if companies wish to allow for this circumstance in their articles, they should be required to achieve a super majority vote of support from their shareholders, and the allowance should be time bound.

Safeguards

- An amendment to articles permitting virtual-only meetings should therefore be treated as a significant constitutional change affecting shareholder rights, not simply an operational question about meeting format. Once a broad authority is embedded in the articles, shareholders may have limited practical recourse if future meetings fall short of expectations. As such, any permission for virtual only AGMs should be time bound and investors should have the opportunity to vote again on any extensions – for example a maximum three-year permission and then the requirement for another binding vote to continue a virtual only format. Additionally, shareholders need an additional mechanism to be able to quickly reverse a previously-approved decision to approve virtual-only AGMs in the event of a governance change, issue or significant change of circumstances.
- In circumstances where virtual-only meetings are permitted, we believe robust safeguards are essential to protect the rights of shareholders. We offer the following as illustrative examples of the safeguards we would consider necessary, noting that this list is not exhaustive and that appropriate safeguards will need to keep pace with evolving technology and market practice:
 - Shareholders must receive timely, complete, and accessible information about the meeting, including all materials necessary to assess the items on the agenda, in sufficient time to participate meaningfully.
 - Shareholders must be able to exercise their voting rights in full, including the ability to vote in advance by proxy, to vote live during the meeting, and to change a previously submitted vote during the course of the meeting where they wish to do so in light of proceedings.

- Companies must ensure that all shareholders who wish to attend are able to do so, with clear and reliable access arrangements guaranteed in advance. In the Japanese context, this should include explicit provision for institutional asset managers who have been identified as instruction-giving persons under the beneficial shareholder identification framework to attend and participate, consistent with the provisions on AGM access set out in Part 2, Section 2 of the proposal.
- Shareholders must have a meaningful right to ask questions of, and receive responses from, the board and management, without filtering, batching, or time-limiting that avoids substantive issues. Shareholders should also be able to virtually “raise their hands” to ask questions in a way that is visible to other shareholders, so that they are able to identify whether there are unanswered questions.
- All board members and key members of management should be required to attend, with their camera switched on throughout the meeting, and be available to engage with shareholders.
- Proponents of shareholder proposals must be able to access the meeting and present their proposals effectively.
- Companies should have robust contingency arrangements in place to address technical failures, with alternative means of communication specified in advance, consistent with Part 2, Section 1, Subsection 2(1)(e) of the proposal.

We also note that the cost argument made in favour of virtual-only meetings deserves careful scrutiny. Once appropriate safeguards are implemented, including the systems necessary to ensure meaningful shareholder participation and protect against technical failure, the cost advantage of virtual-only formats over well-run hybrid meetings is not straightforward. For some companies, particularly smaller ones, the systems required to deliver a virtual-only meeting with adequate safeguards may be more costly than a hybrid format. We suggest ensuring that cost arguments do not drive the adoption of virtual-only formats without proper regard for the quality of shareholder participation they deliver.

For virtual-only formats specifically, we believe it may be appropriate for companies to seek external assurance over the operation of meeting safeguards, to provide shareholders with confidence that their rights are being protected. This is consistent with the proposal's provisions on communication records under Part 2, Section 1, Subsection 2(3), which we welcome as an important transparency measure.

Part 2, Section 2: 1. Beneficial Shareholder Identification System

We welcome the overall objective of the proposed beneficial shareholder identification system. In modern securities markets, legal title, custody, investment discretion, and voting authority are frequently distributed across multiple parties. A framework that enables listed companies to identify the parties with authority to direct the exercise of voting rights has the potential to support more constructive issuer-shareholder dialogue and better reflect the

practical realities of intermediated securities holdings. We are pleased that the proposal explicitly frames the purpose of the system as the promotion of constructive dialogue. This framing must remain central to the system's design and implementation.

We believe several aspects of the proposal would benefit from further consideration to support effective and proportionate implementation.

Scope of Identification

- We support the proposal's focus on the instruction-giving person as the endpoint of the identification chain. This appears well aligned with the practical realities of voting and engagement in intermediated holding structures, and identifying the party with authority to direct voting rights provides issuers with a meaningful basis for dialogue.
- We would also encourage consideration of what restrictions should apply to the use of information disclosed through the identification system. The framework should include clear limits on how issuers may use shareholder information once obtained, to ensure it is used solely for the purpose of promoting constructive dialogue and not for other purposes. Appropriate confidentiality safeguards would strengthen investor confidence in the integrity of the system and support its stated objective.
- We also note that the proposal is broadly modelled on the EU Shareholder Rights Directive (SRD) II, which we consider a reasonable and well-established reference point for the framework's design.
- We suggest considering the introduction of a minimum shareholding threshold below which identification requests need not be fulfilled, consistent with the approach taken under EU SRD II. A threshold of this kind would help ensure that the operational burden on intermediaries remains proportionate, without materially limiting the ability of issuers to identify shareholders with whom meaningful dialogue is realistic.
- We would like to see it ensured that the identification chain does not extend beyond the asset manager level to asset owners. ICGN considers such an extension to be operationally impractical, and we do not believe it would materially enhance the quality of issuer-shareholder dialogue in a manner proportionate to the operational burden it would impose.
- The proposed definition of intermediary and its exclusion of investment managers, alongside unit holders of mutual funds appearing not to be envisaged as beneficial owners of shares held through those fund structures, suggest the current definition may require further consideration. In particular, the treatment of pooled investment vehicles such as mutual funds is not fully addressed by the current drafting. Given the prevalence of such structures among institutional investors, clarification of how the framework applies to fund structures would help issuers develop a fuller and more accurate understanding of their shareholder base.

Operational Implementation

We believe careful consideration should be given to the practical and technical arrangements necessary to support consistent implementation.

- The proposal does not yet specify the technical mechanism for disclosure, including message formats, structured data standards, or processing timelines. We encourage adoption of a standardised, digital-first approach aligned with internationally recognised standards such as ISO 20022, which is already widely used across intermediary chains in other jurisdictions and would support efficient and machine-readable communications.
- On timing, we note that the proposal presents several options for response deadlines, ranging from same-day processing to periods of up to seven days. We suggest setting timeframes that are operationally realistic for global custodians and cross-border intermediary chains, while remaining consistent with the system's objectives.

Costs

- We support the approach that costs should be borne by the listed company making the request, and we support further consideration of safeguards to promote transparency, predictability, and proportionality of fees.
- We would also like to draw attention to a practical observation from experience of comparable frameworks in other jurisdictions. Shareholder identification regimes in Europe and the United Kingdom have not, in practice, eliminated reliance on third-party service providers, and have continued to involve recurring operational costs for both issuers and intermediaries.
- We suggest this experience should be taken into account when assessing the likely cost implications of the proposed framework, and to ensure that issuers have realistic expectations of the operational savings the system may deliver.

Enforcement Mechanism

- We would draw attention to a specific concern regarding the application of administrative fines. Where information about an investment manager is provided to an issuer by a custodian as part of the identification chain, and where that process occurs without the investment manager's direct knowledge or involvement, it would be inappropriate for administrative fines to be imposed on the custodian as a result. We suggest it is ensured that the enforcement framework explicitly addresses this scenario and that liability for the accuracy of information rests with the party responsible for providing it.

Constructive Dialogue and AGM Access

- We welcome the proposal's stated purpose of promoting constructive dialogue and suggest the framework is implemented consistently with this objective. A system designed to facilitate shareholder identification should not be capable of being used

to obstruct engagement with investors who have proactively identified themselves. The integrity of the framework depends on companies using shareholder identification to support dialogue, not to selectively avoid it.

- We would also note that improved AGM access for beneficial shareholders is an important practical benefit this framework could deliver. The provisions on attendance and voting by instruction-giving persons as agents are welcome, and believe it is important to consider, as a future development, whether instruction-giving persons should be permitted to attend and exercise shareholder rights as principals rather than as agents, and the scope of the instruction-giving persons should not be limited to those whose information has been provided by the identification system.

Part 2, Section 2: 2. Rules Requiring the Shareholder Side to Notify the Stock Company

It is not clear why the Companies Act requires this notification system in addition to the requirements of the Financial Instruments and Exchange Act (FIEA). We believe that it would be helpful for the Act to clarify the purpose of this system and its intended outcomes. Although Page 62 of the supplementary explanation says that the stated purpose of the proposed amendments is the identification and disclosure of material information concerning control over companies, this is not mentioned in the draft Act. We are concerned including the notification system could mean a lack of safeguards in cases where issuers could be incentivised to abuse their ability to suspend voting rights under the Act.

Enforcement Mechanism

- We have significant concerns regarding the proposed enforcement mechanism under Part 2, Section 2, Subsection 2, which would allow a listed company's board of directors to determine, by internal resolution and without any requirement for independent oversight or judicial process, that a shareholder has violated large-volume shareholding reporting obligations and issue a notice suspending that shareholder's voting rights.
- We recognise that the proposal includes a contest period of three weeks to one month during which a shareholder may seek a provisional disposition to restore voting rights. However, we do not consider this period sufficient, particularly for global institutional investors operating across multiple jurisdictions and legal entities, for whom responding to a notice of this kind may involve complex cross-border coordination.
- We are also concerned about the proportionality of voting rights suspension as a sanction. Large-volume shareholding reporting violations by institutional investors frequently arise from administrative or clerical errors rather than any intent to conceal material information. The proposal itself acknowledges this risk in Note 2. Suspending voting rights in such circumstances is a severe sanction that is disproportionate to the nature of the underlying conduct.
- The proposal contemplates, in Note 5, a suspension of voting rights lasting up to five years following a violation. We consider this disproportionate. A sanction of this

duration would risk permanently impairing the ability of long-term institutional investors to exercise their rights as shareholders, and could have a material chilling effect on institutional investment in Japan more broadly. We urge that this aspect of the proposal be reconsidered.

- More fundamentally, we question whether it is appropriate for voting rights suspension to take effect prior to a final judicial determination that a violation has occurred. Voting rights are a fundamental right of shareholders. The ability of an issuer's board to initiate suspension through internal resolution, before any independent or judicial process has confirmed that a violation has taken place, represents a significant and disproportionate power. We would encourage the consideration on whether suspension of voting rights should be permitted only following a final court judgement, consistent with the treatment of other shareholder rights under the Companies Act.
- We are further concerned about the treatment of joint holders. It is unclear whether a notice of voting rights suspension issued against one entity within a group could extend to all affiliated entities sharing joint-holder status under the Financial Instruments and Exchange Act. For large global financial institutions, this could result in the disenfranchisement of entirely separate entities, including investment managers acting solely in the interests of their clients, on the basis of an error made elsewhere within the group. We call for explicit clarification of this point to ensure that entities acting with a pure investment purpose are excluded from any extended suspension of voting rights.
- We would also note that the cumulative effect of the enforcement provisions as currently drafted risks undermining investor confidence in Japan as a destination for long-term institutional capital. Measures that create uncertainty around the security of fundamental shareholder rights, including the right to vote, are likely to give global institutional investors pause. We believe it should be ensured that the enforcement framework strengthens rather than weakens Japan's reputation among global investors.
- In summary, we suggest that the enforcement framework be reconsidered. At minimum, we would encourage: a longer and clearly defined contest period that reflects the operational realities of global institutional investors; explicit exclusion of entities acting with a pure investment purpose from group-wide voting rights suspension; and consideration of whether civil fines represent a more proportionate sanction for procedural violations than the suspension of voting rights.

Part 2, Section 5: Review of Rules on Shareholders' Right to Propose

ICGN believes the exercise of shareholders' right to propose is a fundamental ownership right. Many of our members file shareholder proposals sparingly and often only consider using them as a last resort, deployed only after direct engagement has failed or is unavailable. While we recognise Japan's current threshold of 300 or 1% or more voting rights is the lowest among comparable peers and appreciate shareholder proposals in Japan are typically binding resolutions, we are concerned about the suggestions to either abolish the number of voting rights or increase them to a certain number (e.g. 500, 1,000, or 1,500).

Restricting the threshold to 1% or more risks disproportionately eliminating retail shareholders and smaller institutional investors whilst leaving the largest holders unaffected, achieving little beyond filtering out a small number of shareholder proposals that existing refiling and six-month holding period rules already filter out over time. Even a 1% threshold could effectively insulate the largest Japanese companies from legitimate shareholder proposals given the capital required.

Furthermore, given most investors view shareholder proposals as a significant escalation, restricting them as a path for recourse could lead to an increased litigation risk for companies as an unintended consequence of restricting the mechanism. ICGN believes the existing threshold is sufficient and should not be raised. Japan has established itself as a leader in its approach to governance reform, we believe raising the threshold would sit in tension with Japan's broader governance reform agenda.

Part 3, Section 1: Review of the Authority of the Nominating Committee

We are broadly supportive of the proposal to allow a board to consider when and where appropriate depart from the recommendations of its nominating committee, subject to the condition that a majority of directors are outside directors. We consider this conditionality to be an important safeguard. Where a board is already majority independent, it is reasonable for that board to exercise collective judgement over nomination decisions in a manner consistent with how unitary independent boards operate in other markets, where nominating committee recommendations are made to, and approved by, the full board.

We would note that this proposal provides a further argument in favour of majority independent boards as a baseline expectation for listed companies in Japan. We reiterate our view that majority independent boards should be the expected direction of travel for all listed companies, and we welcome any measure that reinforces the conditions under which boards can exercise genuine independent judgement.

More broadly, we would encourage the Ministry to ensure that reforms to governance structures prioritise practical effectiveness over formal compliance. The value of strong nomination processes and independent oversight is realised in the boardroom, not on paper. We would welcome measures that reinforce the expectation that governance structures function as intended, and that independent directors are equipped and empowered to exercise genuine independent judgement in practice.

Part 3, Section 2: Review of the Rules of the Agreement Limiting Liability

We note the proposal to extend the scope of limited liability agreements to executive officers, with liability excluded where an individual acted in good faith without gross negligence. We understand this proposal may reflect broader trends in other jurisdictions, including certain states in the United States, where similar exculpation provisions have been extended to executive officers in recent years.

However, we believe any extension of liability limitation to executive officers raises important questions about accountability, particularly in the context of companies with controlling shareholders, where shareholder litigation may represent one of the few effective remedies available to minority investors. We believe it should be ensured that any such extension is

subject to shareholder approval, and that appropriate carve-outs are maintained to preserve accountability where shareholder rights may otherwise be difficult to enforce.

Part 3, Section 3: Streamlining Disclosure in Business Reports and Annual Securities Reports

We strongly support the proposal to permit listed companies to satisfy their business reporting obligations through a single consolidated annual securities report, rather than filing two separate documents. We have advocated for this initiative on multiple occasions and are pleased to see it progressed in this consultation. Streamlining reporting requirements in this way supports timely disclosure, reduces administrative duplication, and helps ensure that investors have access to decision-useful information in a coherent and accessible format.

We would encourage the Ministry to ensure that any streamlining measures preserve the comparability and consistency of information available to investors across reporting frameworks. Simplification that reduces duplication is welcome; simplification that makes it harder for investors to assess companies on a consistent basis, or that limits the accessibility of decision-useful governance information, would not serve the interests of long-term institutional investors or the broader goal of well-functioning capital markets.

We are pleased to see continued efforts to streamline and optimise, and hope there will be further consideration moving forward on whether further opportunities for consolidation and simplification exist within the broader reporting framework.

We would also take this opportunity to encourage continued efforts to improve the accessibility of Japanese corporate disclosures for global market participants, including through more comprehensive and timely English-language reporting. As Japan continues to attract long-term international institutional capital, ensuring that decision-useful information is accessible to global investors in a timely and readable form will be an important component of sustaining and strengthening that confidence.

Conclusion

In conclusion, ICGN reiterates our support for Japan's governance reform agenda and our willingness to continue to be a long-term partner and supporter of this work.

Japan has established itself as a leader in its approach to governance and stewardship reform, and we want to see that leadership position maintained and strengthened.

We encourage the Government not to slow its pace of reform. We look forward to continued dialogue and stand ready to contribute the global investor perspective to the Ministry's ongoing work.

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

Courtesy translation - In the event of any inconsistency between the English original and the Japanese translation, the former shall prevail.

仮訳－英語原文と日本語訳に齟齬がある場合は、英語原文が優先されます。

法務省民事局参事官室

〒100-8977 東京都千代田区霞が関1-1-1

2025年5月22日

平口 洋 法務大臣 殿

件名：会社法の見直しに係る中間試案について

国際コーポレートガバナンス・ネットワーク（ICGN）は、会社法の見直しに係る中間試案（以下「本試案」）に意見を述べる機会を頂いたことに感謝します。

ICGNは、運用資産総額100兆ドルを超える投資家によって構成され、コーポレートガバナンスと投資家スチュワードシップの国際基準を策定しています。

ロンドンに本部を置く当ネットワークの会員は40カ国以上に存在します。ICGNのグローバル・ガバナンス原則¹およびグローバル・スチュワードシップ原則²は、投資家の観点から作成されたものであり、会員が企業評価や議決権行使の判断において広く活用しているほか、各国監督当局がコーポレートガバナンスに関する規則を策定する際にも参照されています。

本試案に関し、以下のとおり意見を申し述べます。

第1部 第3 現物出資制度の見直し

スタートアップの設立促進および従業員持株制度への参加拡大を主な目的として、現物出資に係る検査役による財産価格の調査要件を緩和する提案について、従業員の持株参加を拡大

する施策については概ね賛同するとともに、初期段階の企業に対する事務負担軽減という政策的意図を理解しています。

ただし、検査役の要件を撤廃することにより、特に開業時貸借対照表の信頼性に関連した財産評価上のリスクが生じる可能性があるかどうかを検討するよう求めます。かかるリスクは、監査済み貸借対照表が要求される上場時点において精査されることになることと理解しています。現時点において本提案に対する明確な反対意見はありませんが、外部検査役が不在の状況において報告資産価値の信頼性を確保するために残される保護措置について、さらなる説明を求めます。

第2部 第1 バーチャル株主総会及びバーチャル社債権者集会

株主総会（AGM）は株主権の根幹です。AGMは機関投資家が取締役会および経営陣と直接面会し、質問を行い、所有者としての権利を行使する機会を提供するものです。テクノロジーの活用によるAGMへのアクセス拡大は概ね歓迎すべきことであり、国内外の投資家双方による参加促進に向けた施策を支持します。ただし、アクセスの拡大はAGMの本質的な目的を損なうものであってはなりません。バーチャルのみの開催形式は、株主の監視機能が最も重要となる場面において、取締役会および経営陣の透明性と説明責任を実質的に弱体化させるリスクがあります。

バーチャルのみの株主総会に関するICGNの立場は、この問題が検討されているすべての法域において一貫しています。バーチャルのみの開催はベストプラクティスを体現するものとは考えておらず、アクセスのしやすさを高めつつ株主が対面で出席・参加できる環境を維持するハイブリッド形式を強く推奨します。物理的な参加は株主権および投資家と企業の対話の質を保護する重要な手段であり続けています。

緊急時への対応

バーチャルのみのAGMは緊急時にのみ利用すべきというのが当ネットワークの基本的な見解ですが、企業がこうした場合に備えて定款にその旨を定めることを望む場合は、株主の特別決議による承認を要件とし、かつその許可に期限を設けることが必要と考えます。

保護措置

バーチャルのみの開催を認める定款変更は、単なる開催形式に関する運営上の問題ではなく、株主権に影響を及ぼす重大な定款上の変更として取り扱われるべきです。一度定款に広範な権限が埋め込まれると、将来の総会が期待を下回る場合であっても株主の実際的な救済手段は限られる可能性があります。そのため、バーチャルのみのAGMの許可には期限を設け、投資家が延長に際して再度議決できる機会を確保すべきです（例えば最長3年を許可し、その後バーチャルのみの形式を継続するには再度の拘束力ある決議を要求するなど）。また、ガバナンス上の変化・問題・重大な状況変化が生じた場合には、株主が既承認のバーチャルのみAGM決議を迅速に覆せる追加的な手段が必要です。

バーチャルのみの開催が認められる場合、株主権保護のために強固な保護措置が不可欠と考えます。以下は当ネットワークが必要と考える保護措置の例示であり、この一覧は網羅的なものではなく、適切な保護措置は技術や市場慣行の進化に対応していく必要があるでしょう。

- ・株主は、議案を適切に評価するために必要なすべての資料を含む、総会に関する情報を、有意義な参加が可能となるよう十分な時間的余裕をもって、適時かつ完全な形でアクセスしやすい方法により受け取ることができなければなりません。
- ・株主は、事前の書面による委任状を通じた議決権行使、総会中のリアルタイムでの議決権行使、および審議の経過に照らして意思を変更したい場合における提出済み議決の変更を含め、議決権を完全な形で行使できなければなりません。
- ・企業は、出席を希望するすべての株主が参加できるよう、事前に明確かつ確実なアクセス方法を保証しなければなりません。日本においては、実質株主確認制度に基づき指示権者として特定された機関資産運用会社が、本試案第2部第2節に規定するAGMへのアクセスに係る規定と整合する形で出席・参加できるよう、明示的に措置が講じられるべきです。
- ・実質的な問題を回避する目的で事前選別、一括処理、または時間制限を受けることなく、株主は、取締役会および経営陣に対して質問し回答を受ける実質的な権利を有さなければなりません。また、他の株主が未回答の質問の存在を把握できるよう、株主がバーチャル上で「挙手」できる仕組みが必要です。
- ・すべての取締役および主要な経営幹部は総会への出席が義務付けられ、総会を通じてカメラを常時オンにした状態で株主との対話に応じることができなければなりません。

・株主提案の提案者は、総会にアクセスし自らの提案を効果的に提示できなければなりません。

・企業は、技術的障害に対応するための強固な緊急時対応策を整備し、本試案第2部第1節第2款(1)(e)と整合する形で、代替通信手段を事前に明示しておかなければなりません。

さらに、バーチャルのみの開催を支持する論拠として挙げられるコスト削減についても、慎重な検討が必要です。有意義な株主参加の確保と技術的障害への対応に必要なシステムを含む適切な保護措置が導入されると、バーチャルのみの形式が適切に運営されたハイブリッド形式に比べてコスト面で有利とは必ずしも言えません。特に中小企業にとっては、十分な保護措置を伴うバーチャルのみの総会に必要なシステムが、ハイブリッド形式よりも高コストとなる場合もあります。コストを理由とするバーチャルのみの形式の採用が、株主参加の質に対する適切な配慮なしに進められることのないよう求めます。

バーチャルのみの形式については、株主権が適切に保護されているという確信を株主に与えるため、総会保護措置の運営に関して外部保証を取得することが適当と考えます。これは、重要な透明性確保の措置として当ネットワークが歓迎する、本試案第2部第1節第2款(3)の通信記録に関する規定と整合しています。

第2部 第2 実質株主確認制度 1. 株式会社から実質株主を確認する制度

実質株主確認制度の全体的な目的を歓迎します。現代の証券市場においては、法的所有権、保管、投資裁量権および議決権行使権限が複数の当事者に分散していることが一般的です。上場企業が議決権行使の指示権限を有する当事者を特定できる枠組みは、発行体と株主の間のより建設的な対話を支援し、仲介型証券保有の実態をより適切に反映させる可能性を持っています。本試案が制度の目的として建設的な対話の促進を明示的に掲げていることを評価します。この枠組みは設計および実施の中核的理念として維持されなければなりません。

本試案のいくつかの点について、効果的かつ均衡のとれた実施を支援するためにさらなる検討が有益と考えます。

確認の対象範囲

確認の連鎖の終点として指示権者に焦点を当てた本提案を支持します。これは仲介型保有構造における議決権行使・エンゲージメントの実態に十分に対応したものであり、議決権行使の指示権限を有する当事者を特定することで、発行体が対話を行う上で意味のある根拠が与えられます。

また、確認制度を通じて開示された情報の利用に対してどのような制限を設けるべきかについても検討を求めます。発行体が取得した株主情報の利用方法について、建設的な対話の促進という目的のためにのみ使用され、それ以外の目的には使用されないよう、枠組みに明確な制限を設けるべきです。適切な守秘義務に関する保護措置は、制度の信頼性に対する投資家の信頼を高め、制度の掲げる目的達成を支援します。

なお、本提案は概ねEUの株主権指令（SRD）IIをモデルとされていますが、ICGNでは、これをフレームワーク設計における合理的かつ実績ある参照点と考えています。

EUのSRD IIにおける取扱いと整合する形で、一定の最低保有株式数の基準を下回る場合は確認請求への応答を要しないとする規定の導入を提案します。この種の基準を設けることで、仲介業者に対する業務上の負担を均衡のとれた範囲に抑えつつ、発行体が実質的な対話が可能株主を特定する能力を実質的に損なわないようにすることができます。

確認の連鎖が資産運用会社レベルを超えてアセット・オーナーにまで及ばないよう確保することを求めます。ICGNは、このような拡張は業務上非現実的であり、それが課す業務上の負担に見合った形で発行体と株主の対話の質を実質的に向上させるものとは考えていません。

仲介業者の定義案およびその投資運用会社の除外について、また投資信託の受益者がこれらのファンドを通じて保有される株式の実質的な所有者として想定されていないとみられることについて、現行の定義にはさらなる検討が必要であると思われます。特に、投資信託などの合同運用ビークルの取扱いは現行の条文では十分に対処されていません。機関投資家においてこうした構造が広く利用されていることを踏まえ、ファンドに対する適用方法を明確にすることで、発行体が株主基盤をより全面的かつ正確に把握できるようになります。

実務上の実施

一貫した実施を支援するために必要な実務上・技術上の措置について、慎重な検討が求められます。

本試案では、メッセージ形式、構造化データ基準、処理タイムラインを含む開示に関する技術的な仕組みがまだ特定されていません。国際的に認められた規格（すでに他の法域の仲介業者チェーンで広く使用されており、効率的で機械読み取り可能な通信を実現するISO 20022など）に沿った、標準化されたデジタルファーストのアプローチを採用することを推奨します。

タイミングについては、本試案が当日処理から最大7日間までの複数の回答期限案を提示していることを確認しています。グローバルなカスタディアンおよびクロスボーダーの仲介業者チェーンにとって業務上現実的であり、かつ制度の目的と整合した期限を設定することを提案します。

コスト

コストは確認請求を行う上場企業が負担するという考え方を支持するとともに、手数料の透明性・予測可能性・均衡性を促進するための保護措置をさらに検討することを支持します。

また、他の法域における同様の枠組みの経験から得られる実務的な知見を紹介したいと思います。欧州および英国における株主確認制度は、実際には第三者サービスプロバイダーへの依存を排除するには至っておらず、発行体および仲介業者双方に継続的な業務コストが発生し続けています。

本提案の枠組みのコスト面への影響を評価する際には、こうした経験を考慮に入れ、発行体が制度によってもたらされる業務上の節減効果について現実的な期待を持てるよう配慮することを提案します。

執行の仕組み

過料の適用に関して懸念される点をひとつ指摘致します。確認の連鎖の一環としてカスタディアンから発行体に資産運用会社に関する情報が提供される場合において、当該プロセスが資産運用会社の直接の知識・関与なしに行われるときは、その結果としてカスタディアンに

過料が課されることは不適切です。過料の適用に関しては、本シナリオを明示的に対処し、情報の正確性に関する責任が当該情報を提供する責任のある当事者に帰属するよう確保することを提案します。

建設的な対話とAGMへのアクセス

本試案が建設的な対話の促進を目的として掲げていることを歓迎し、枠組みをこの目的と整合する形で実施するよう求めます。株主確認を促進するために設計された制度が、自発的に自身を特定した投資家との関与を妨げる手段として利用されてはなりません。枠組みの信頼性は、企業が株主確認を対話支援のために活用することにかかっており、選択的な回避のためであってはなりません。

また、実質的な株主に対するAGMアクセスの改善は、本枠組みがもたらし得る重要な実務上の恩恵です。指示権者が代理人として出席、議決権行使できる旨の規定は歓迎されるものであり、将来の展開として、指示権者が代理人としてではなく本人として株主権を出席、議決権行使することを認めるかどうか、また指示権者の範囲を確認制度によって情報が提供された者に限定しないこととするかどうかについて検討することが重要と考えます。

第2部 第2 実質株主確認制度 2. 株主側から株式会社に対する通知を義務付ける制度

なぜ会社法が金融商品取引法（金商法）の要件に加えてこの通知制度を必要とするのか、明確ではありません。本試案が当該制度の目的と意図する結果を明確にすることが有益と考えます。補足説明の62頁では、提案される改正の目的として「会社の支配に関する重要情報の特定・開示」が挙げられていますが、これは法案本文には記載されていません。通知制度を含めることにより、発行体が会社法上の議決権停止権限を濫用するインセンティブが生じる場面における保護措置の欠如が懸念されます。

執行の仕組み

第2部第2節第2項に規定される執行の仕組みについて重大な懸念があります。同項は、上場企業の取締役会が独立した監督や司法手続を一切要することなく、内部の決議のみによって株主が大量保有報告義務に違反したと判断し、当該株主の議決権を停止する旨の通知を発することを認めるものです。

本試案には、株主が議決権回復のための仮処分を申請できる3週間から1カ月の争議期間が設けられていることを確認しています。ただし、複数の法域および法人にわたって業務を行うグローバルな機関投資家にとって、この種の通知への対応はクロスボーダーにわたる複雑な調整を必要とする場合があり、この期間が十分とは考えていません。

制裁措置としての議決権停止の均衡性についても懸念しています。機関投資家による大量保有報告義務違反は、重要情報の隠蔽を意図したものではなく、行政上または事務上のミスによって生じることが多くあります。本試案自体も注2においてこのリスクを認めています。このような場合に議決権を停止することは、当該行為の性質に対して不均衡な制裁です。

本試案は注5において、違反後最長5年間の議決権停止を想定しています。これは不均衡と考えます。この期間の制裁は、長期の機関投資家が株主として権利を行使する能力を恒久的に損なうリスクがあり、機関投資家の日本への投資全体に対して実質的な萎縮効果をもたらす可能性があります。この点について再検討するよう強く求めます。

より根本的な問題として、違反の発生が最終的に司法判断で確認される前に議決権の停止を発効させることが適切かどうかという点を問う必要があります。議決権は株主の基本的な権利です。発行体の取締役会が、独立した手続や司法手続による違反の確認なしに内部決議によって停止を開始できることは、重大かつ不均衡な権限です。会社法の下で他の株主権が取り扱われる方法と整合する形で、議決権の停止は最終的な裁判所の判決が確定した後に限り認めることとするかどうかについて検討するよう求めます。

さらに、共同保有者の取扱いについても懸念があります。金融商品取引法上の共同保有者の地位を共有する同一グループ内の一つの法人に対して議決権停止通知が発せられた場合、その効果がグループ内の関連法人すべてに及ぶかが明確ではありません。大規模なグローバル金融機関にとっては、グループ内の別の場所で発生したミスを根拠として、専ら顧客の利益のために行動している資産運用会社を含む、全く別個の法人が議決権を剥奪される結果をもたらす得ます。純粋な投資目的で行動する法人が議決権停止の拡張的適用から除外されるよう、この点について明示的に明確化するよう求めます。

また、現行の条文による執行規定の累積的な効果は、長期機関投資家の資金の投資先としての日本に対する投資家の信頼を損なうリスクがあります。議決権を含む基本的な株主権の安

全性に関して不確実性を生じさせる措置は、グローバルな機関投資家に躊躇を与えかねません。執行の枠組みがグローバルな投資家における日本の評判を強化するものとなるよう確保すべきです。

以上より、執行の枠組みを再検討するよう提案します。少なくとも以下の点を求めます。グローバルな機関投資家の業務上の実態を反映した、より長く明確に定義された争議期間および、純粋な投資目的で行動する法人をグループ全体の議決権停止から明示的に除外すること、手続上の違反に対する制裁として議決権停止よりも民事的罰則がより均衡のとれた措置であるかどうかの検討。

第2部 第5 株主提案権に関する規律の見直し

ICGNは、株主提案権の行使は基本的な所有者の権利であると考えます。当ネットワークの会員の多くは株主提案を控えめに活用しており、多くの場合、直接的な対話が奏功しなかったか利用できない場合にのみ最後の手段として検討します。日本の現行の閾値である「300個以上または議決権の1%以上」が比較対象国の中で最も低く、また日本の株主提案が通常拘束力のある決議であることを認識しつつも、議決権の個数要件を廃止するか、または一定数（例：500個、1,000個、1,500個）に引き上げるという提案については懸念を持っています。

閾値を議決権の1%以上に限定することは、最大の保有者には影響を与えないまま、個人株主や小規模な機関投資家を不均衡な形で排除するリスクがあります。既存の再提出要件や6か月保有期間の規定によってすでに時間をかけて絞り込まれている少数の株主提案を排除する以上の実質的な効果を生じさせることなく、結果的に大企業を正当な株主提案から守ることになりかねません。さらに、主要な日本企業については、必要となる資本を考慮すると、1%の閾値でも事実上その企業を株主提案から隔絶することになり得ます。

また、大多数の投資家が株主提案を重大なエスカレーションと捉えていることを踏まえると、それを制限することで、当該手段を制限したことの意図しない結果として、企業の訴訟リスクが増加する可能性があります。ICGNは、現行の閾値で十分であり引き上げるべきではないと考えます。日本はガバナンス改革へのアプローチにおけるリーダーとしての地位を確立しており、閾値の引き上げは日本の広範なガバナンス改革の方向性と矛盾するものと考えます。

第3部 第1 指名委員会等設置会社制度の見直し（指名委員会等の権限の見直し）

取締役の過半数が社外取締役である場合を条件として、取締役会が適切と判断する場合に指名委員会の勧告から逸脱することを認める提案を概ね支持します。この条件付けを重要な保護措置と捉えています。取締役会がすでに独立（過半数が社外取締役）している場合、その取締役会が指名に関する決定について集団的な判断を行使することは合理的であり、これは指名委員会の勧告を取締役会全体が受け取り承認するという他の市場における単一独立取締役会の運営方式と整合しています。

本提案は、日本の上場企業に対する基本的な期待として過半数が社外取締役である独立取締役会を支持するさらなる論拠となります。独立取締役会はすべての上場企業が目指すべき方向性であるとの考えを改めて表明するとともに、取締役会が真の独立した判断を行使できる条件を強化するいかなる措置も歓迎します。

より広く、貴省が、ガバナンス構造の改革において、形式的なコンプライアンスよりも実務上の有効性を優先されるようことを求めます。強固な指名プロセスと独立した監督の価値は、書面上ではなく取締役会の室内において発揮されます。ガバナンス構造が意図したとおりに機能し、独立社外取締役が実際に真の独立した判断を行使できるよう支援・権限付与されているという期待を強化する措置を歓迎します。

第3部 第2 責任限定契約制度の見直し

善意かつ重大な過失なく行動した個人については責任を除外するとして、責任限定契約の対象範囲を執行役に拡大する提案について承知しました。本提案は、近年同様の免責規定が執行役員に拡大されている米国の特定の州を含む、他の法域における広範な動向を反映したものと理解しています。

ただし、執行役への責任限定の拡張は、特に支配株主を有する会社において株主訴訟が少数株主に利用可能な数少ない実効的な救済手段の一つとなる場合に、説明責任に関する重要な問題を提起すると考えます。このような拡張には株主の承認を要件とし、株主権の行使が困難となりうる場面における説明責任を維持するために適切な例外規定が存置されるよう確保すべきです。

第3部 第3 事業報告等及び有価証券報告書の開示の合理化

上場企業が2つの書類を別々に提出するのではなく、単一の有価証券報告書（有報）によって事業報告義務を満たせるようにする提案を強く支持します。この取り組みについてはすでに、複数の機会を通じて提唱してきており、今回の諮問において前進が図られたことを歓迎します。このような形で報告要件を合理化することは、適時開示を支援し、行政上の重複を削減し、投資家が意思決定に有用な情報に整合的かつアクセスしやすくなります。

貴省が合理化措置によって、報告の枠組みを超えて、投資家が一貫して企業を評価するための情報の比較可能性および一貫性が維持されることを求めます。重複を削減する簡素化は歓迎されますが、投資家が一貫した基準で企業を評価することを困難にしたり、意思決定に有用なガバナンス情報へのアクセスを制限したりするような簡素化は、長期機関投資家の利益や、良好に機能する資本市場という広範な目標に資するものではありません。

継続的な合理化、最適化の取り組みを評価するとともに、今後も報告の広範な枠組みの中でさらなる集約、簡素化の余地があるかどうかについて引き続き検討されることを期待します。

また、グローバルな市場参加者にとって日本の企業開示へのアクセスしやすさを改善するための継続的な取り組みを促します。これには、より包括的かつ適時の英語による情報提供も含まれます。日本が長期にわたる国際的な機関投資家の資金を引き付け続ける中、グローバルな投資家にとって、意思決定に有用な情報が、適時かつ読みやすい形式でアクセスできることは、その信頼を維持・強化する上での重要な要素となります。

結論

結論として、ICGNは日本のガバナンス改革の方向性への支持と、この取り組みの長期的なパートナー・支援者であり続ける意志を改めて表明します。

日本はガバナンスおよびスチュワードシップ改革へのアプローチにおいてリーダーとしての地位を確立しており、そのリーダーシップの地位が維持かつ強化されることを願います。

改革のペースを緩めないよう政府に求めます。ICGNは、貴省との継続的な対話を楽しみにしており、進行中の作業にグローバルな投資家の視点を提供する準備があります。

意見を共有する機会を改めて感謝申し上げます。ご質問またはコメントがある場合は、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

¹ ICGNグローバル・ガバナンス原則

² ICGNグローバル・スチュワードシップ原則