参考人提供資料

2026 年 9 月 30 日

法務省 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会における ICGN 意見陳述書（2026 年 9 月 30 日）

【参考訳】本和文は英文の参考訳です。英文と和文との間に相違がある場合には、英文が優先します。（This Japanese text is a provisional translation. In the event of any discrepancy between the Japanese and English versions, the English version shall prevail.

本日は、法務省及び部会の皆様に、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）に対し、グローバルな機関投資家の立場から意見を申し述べる機会をいただき、厚く御礼申し上げます。

ICGN は、運用資産総額 100 兆米ドルを超える機関投資家に支えられた、コーポレートガバナンス及びインベスター・スチュワードシップに関する国際基準の策定機関です。ロンドンに本部を置き、会員は 40 か国以上に所在しています。ICGN の「グローバル・ガバナンス原則」[1]及び「グローバル・スチュワードシップ原則」[2]は、会員による投資先企業の評価や議決権行使の判断において、また規制当局によるコーポレートガバナンス関連のルール策定において、広く参照されています。

ICGN は、日本のコーポレートガバナンス改革を長年にわたり支持してまいりました。スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードの導入、並びに企業価値の向上と資本効率を意識したガバナンスへの注力を含む一連の改革は、日本におけるガバナンスの実効性を高め、日本企業と株主との対話を促進するとともに、日本市場に対するグローバル投資家の信認を強めてきました。

背景

ICGN は、2026 年 5 月、「会社法制の見直しに関する中間試案」[3]に対する意見を提出し、株主提案権に係る議決権数の要件（300 個）の廃止案や議決権の停止の仕組みを含む、株主の権利の制限について懸念を申し上げました。

本日は、部会資料 14[4]の第 3 項（業務執行事項に係る定款の変更に関する議案の提出の制限）及び第 4 項[5]（株主による株主総会の招集請求権の行使要件の見直し）、部会資料 13[6]における実質株主確認

[1] ICGN「グローバル・ガバナンス原則」（2021 年）https://icgn.org/wp-content/uploads/ICGN-Global-Governance-Principles-2026-update-v2-1.pdf
[2] ICGN「グローバル・スチュワードシップ原則」（2024 年）https://icgn.org/wp-content/uploads/ICGN-Global-Stewardship-Principles-2026-update-v2-1.pdf
[3] ICGN「会社法制の見直しに関する中間試案に対する意見」平口法務大臣宛（2026 年 5 月 22 日）https://icgn.org/wp-content/uploads/21.-ICGN-response-to-Japan-MOJ-on-the-Interim-Proposal-on-the-Review-of-the-Companies-Act.pdf
[4] 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会 部会資料 14（法務省、2026 年）35～41 頁 https://www.moj.go.jp/content/001467056.pdf
[5] 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会 部会資料 14（法務省、2026 年）41～43 頁 https://www.moj.go.jp/content/001467056.pdf
[6] 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会 部会資料 13（法務省、2026 年） https://www.moj.go.jp/content/001465241.pdf

制度及び株主側からの通知義務制度、並びに部会参考資料 30[7]に記録された株主の権利行使に関する論点について、当法人の見解を申し述べます。

部会資料 14 第 3 項及び第 4 項に関する全般的な意見

ICGN は、部会資料 14 の第 3 項及び第 4 項のいずれにも賛成いたしません。理由は次の 3 点です。

1. いずれの提案も、十分な根拠なく既存の株主の権利を制限するものです。株主提案権に係る議決権数の要件（300 個）の廃止案と併せると、個人投資家及び海外投資家に対し、日本のガバナンス改革の流れが逆行しているとの印象を与えかねません。
2. いずれの提案も、金融庁及び東京証券取引所が主導してきた改革、すなわち株主の権利とガバナンスの強化及び企業と株主との対話の促進とは、逆の方向に向かうものです。
3. 加えて、第 3 項及び第 4 項が中間試案に含まれていなかった点を懸念しております。これほど重要な変更を行うに当たっては、十分なパブリックコメントの機会が設けられるべきであると考えます。

これらの提案は、日本では株主が勧告的決議を求める提案（勧告的提案）を実効的に提出できないという制度上の不整合に起因する面が大きいと考えます。そのために、株主はこれらの事項を取り上げる手段として定款変更議案を用いざるを得ない状況にあります。会社法において勧告的提案が認められれば、定款変更議案は減少し、あるいはほぼ解消されるとともに、当該事項に関する企業と投資家とのより建設的な対話が促進され、企業・投資家双方にとって大きな利益になると考えます。

また、コーポレートガバナンス・コードをはじめ、株主の立場を強化してきた改革の多くがソフトローであるのに対し、今回の制限は会社法というハードローとして定められる点を懸念しております。法律上の株主の権利が弱められる一方で、より高い期待は任意の取組みにとどまるとすれば、全体として後退したとの印象を与えるおそれがあります。

第 3 項　業務執行事項に係る定款の変更に関する議案の提出の制限

（背景）第 3 項[8]では、上場会社の株主は、業務執行事項に関する事項について、定款変更の形式により株主提案をすることができないものとされています。その範囲は法務省令で定めることとされ、部会資料 14 では例示が示されています[9]。

ICGN は本提案に賛成いたしません。理由は次の 5 点です。

1. 十分な根拠なく、株主の基本的な権利を制限するものであること。
2. 株主は、議案に対する賛否の議決権行使を通じて、その当否を既に判断していること。
3. 日本では勧告的提案が利用できないため、株主総会において株主の意見を示す唯一の正当な手段を閉ざすことになること。

[7] 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会 部会参考資料 30（法務省、2026 年）
https://www.moj.go.jp/content/001465242.pdf
[8] 部会資料 14、35～41 頁
[9] 部会資料 14、38～39 頁

4. 制限の対象範囲がガバナンスの中核的な事項を含み、かつ不明確であるため、正当な株主提案が拒絶されるおそれがあること。
5. 保有期間を 2 年に伸長することは、機関投資家にとって当該権利を著しく利用しにくいものとすること。

1　十分な根拠なく基本的な権利を制限すべきではない

株主提案権は株主の基本的な権利であり、十分な根拠なく制限されるべきではありません。本提案の背景の一つとして、内容の乏しい提案や、これらを株主総会資料に記載する企業の負担に対する懸念があるものと理解しております。もっとも、そうした提案はいずれの市場にも存在するものであり、すべての株主について権利を制限する十分な根拠とはならないと考えます。

広範な制限は、対処しようとする懸念との関係で均衡を欠くものと考えます。

2　株主は議決権行使を通じて提案の当否を既に判断している

株主提案は、提案株主のみではなく、すべての株主による議決権行使によって判断されます。機関投資家は、提案の内容を慎重に検討した上で、受託者責任に従い、株主の最善の利益にかなうとの判断に基づいて議決権を行使します。

また、一定の株式を保有する株主は、大量保有報告書において保有目的を記載することが既に義務付けられており、企業は主要な株主の意図を把握することができます。ハードローによる介入が必要であるとは考えません。

3　株主が意見を示す正当な手段を閉ざすことになる

米国とは異なり、日本では勧告的提案が一般に利用できません。会社法上、勧告的決議に拘束力がないことなどを理由として、企業はこれを受け入れてこなかった経緯があり、そのため株主は、株主総会に論点を提起する手段として定款変更議案を用いてきました。この制度上の不整合に手当てをしないまま当該手段を制限することは、株主が意見を示す正当な手段を閉ざすことになります。

4　対象範囲がガバナンスの中核的事項を含み、かつ不明確である

会社の利益を害するおそれがあることを理由として株主提案が制限され得る事項について、部会資料 14 の記載[10]は明確でなく、その範囲を懸念しております。例示には次の事項が含まれます。

- 不採算事業への参入及び撤退
- 経営方針及び経営計画
- 従業員の報酬及び労働条件
- 委員会の設置
- 特別委員会及び企業価値向上委員会
- 政策保有株式の見直し
- 個別の取締役の報酬の開示

[10] 部会資料 14、38～39 頁

- 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応に関する開示

これらはコーポレートガバナンスの中核をなす事項であり、日本のガバナンス改革の下で投資家が提起することを促されてきた論点も含まれます。これらの事項に関する株主提案の提出が広く制限されるべきではありません。

例示された各類型について、いかなる場合に「会社の利益を害するおそれ」があると判断されるのかの区別は明確でなく、その範囲は解釈に委ねられることとなり、正当な株主提案が企業により拒絶されるおそれを生じさせます。法律によって株主の権利を制限する以上、その文言はできる限り明確かつ透明であるべきです。

5　保有期間を伸長すべきではない

部会資料 14 では、当該提案に必要な株式の保有期間を 6 か月から、例えば 2 年に伸長することが考えられるとされています[11]。6 か月は既に相当の期間であり、2 年とすれば、多くの投資家にとって当該権利は事実上行使できないものとなります。実務上の課題についても考慮が必要です。

制度を導入する場合に必要な手当て

仮に部会が本提案の一部でも進められる場合には、次の手当てが不可欠であると考えます。

- 会社法において、株主による勧告的提案を認める旨を明文で規定すること。
- 株主提案の提出に対する制限は、取締役会の過半数が社外取締役である会社に限って適用し、判断が業務執行者のみに委ねられないようにすること。
- いかなる提案を拒絶したか及びその理由について、企業に開示を義務付けること。
- 許容される提案と制限される提案との区別を、可能な限り明確に定めること。

第 4 項　株主による株主総会の招集請求権の行使要件の見直し

（背景）第 4 項では、株主が株主総会の招集を請求するための議決権保有割合の要件を、100 分の 3 以上から 100 分の 5 以上に引き上げることが検討されています[12]。

ICGN は、当該要件の引上げに賛成いたしません。理由は次の 4 点です。

1. 当該権利は少数株主にとって重要な保護であり、要件の引上げは個人株主及び規模の小さい機関投資家に不均衡な影響を及ぼすこと。
2. 要件の変更を必要とするような、市場全体としての問題を示す証拠が示されていないこと。
3. 他市場において 5%の要件が用いられていることのみをもって、変更が正当化されるものではないこと。
4. 買収防衛策が増加している状況において要件を引き上げることは、少数株主の保護を弱めること。

[11] 部会資料 14、36 頁（注 3）及び 41 頁（補足説明「保有期間の伸長」）
[12] 部会資料 14、42～43 頁

1　少数株主にとって重要な保護である

要件の引上げは、個人株主及び規模の小さい機関投資家のアクセスを不均衡に制限することとなります。本提案は短期的な利益を追求する株主を念頭に置いたものとされていますが、その効果は、招集請求に至る前に企業との対話を行うことが通例である長期投資家を含め、すべての株主に及びます。

2　日本において問題が実証されていない

株主総会の招集請求は比較的まれであり、限られた数の投資家及び企業に集中しています。限られた事例に関する懸念をもって、すべての株主に認められた権利を弱めることは正当化されないと考えます。

3　国際的な比較のみでは変更は正当化されない

他市場に 5%の要件が存在することのみをもって、日本が要件を変更すべきであるということにはなりません。各市場は、株主の権利、取締役会の構成、経営者の保身に対する牽制の仕組みをそれぞれ異なる形で組み合わせており、比較に当たっては、単一の要件のみではなく制度全体を考慮すべきです。

4　買収防衛策は増加している

買収への対応方針を導入している企業の総数は概ね横ばいである一方、新規の導入は昨年 3 倍の 18 社に増加し、その半数は買収者又はアクティビストが登場した後に導入されています。企業が株主の活動に対応して株主の異議の影響を限定しようとする中で、株主保護を維持することの重要性を示すものです[13]。

部会資料 13　実質株主確認制度及び株主側からの通知義務制度

部会資料 13 における実質株主確認制度及び株主側からの通知義務制度に関する ICGN の立場は、次のとおりです。

1. 実質株主確認制度：議決権の停止の導入及びアセットオーナーまでの確認範囲の拡大に強く反対いたします。制裁としては、過料を維持すべきであると考えます。
2. 通知義務制度：独立した司法審査を経ることなく発行会社が議決権を停止することに強く反対いたします。仮に議決権の停止を設ける場合には、適切な手当てを伴った上で、独立した裁判所が判断すべきです。

[13] EV22 Capital「Japan's governance reform has reshaped and how investors should react」（2026 年 9 月）（MARR Online「M&A スクランブル」掲載のレコフデータに基づく）https://www.marr.jp/menu/ma_practices/ma_propractice/entry/68824

実質株主確認制度（部会資料 13　第 2 部第 2 の 1）

（背景）部会資料 13 では、既存の過料に加えて議決権の停止が制裁として追加されるとともに、指図権者の定義が拡大され、開示の対象が仲介機関の顧客、すなわちアセットオーナーにまで及び得るものとされています[14]。

ICGN は、制裁としては過料を維持すべきであると考えます。理由は次の 4 点です。

1. 議決権の停止は株主の基本的な権利を制限するものであり、パブリックコメントを経ずに導入されたものであること。
2. 本制度により得られる情報は、違反の有無の判断を確実にするものではないこと。
3. アセットオーナーまで確認範囲を拡大することは、実務上困難であり、均衡を欠くこと。
4. 本枠組みは、建設的な対話を促進するどころか、かえって妨げるおそれがあること。

1　基本的な権利の制限であり、パブリックコメントを経ていない

議決権の停止は、会社法上の他の株主の権利の取扱いと同様に、確定した裁判所の判断を経た場合に限って認められるべきです。議決権の停止は中間試案では提案されておらず、6 月の部会の審議において初めて示されたものであり、パブリックコメントの機会が設けられていません。本制度を株主の議決権を奪う手段として用いることは、建設的な対話の促進という本来の目的に真っ向から反します。

2　得られる情報では違反の判断ができない。

仮に議決権の停止が制度として許容されるとしても、得られるデータには次の 4 つの構造的な限界があります。

- 分散：一つのポジションが、複数のカストディアン、プライムブローカー及びサブアカウントに分散して保有されることが通例です。各仲介機関は自らが関与する部分しか把握できず、共通の識別子なしに集計すれば、二重計上又は計上漏れのおそれがあります。
- 証券貸借：貸株中は法律上の名義と経済的利益が分離し、借り入れた株式が再度貸し出され、又は空売りに用いられることもあります。カストディアンは、ある時点においていずれの顧客の株式が貸出中であるかを特定できないことが少なくありません。
- タイミング：保有状況は常に変動し、仲介機関ごとに照合の周期も異なるため、回答は集計された時点で既に過去のものとなっています。
- 目的の相違：仲介機関の記録は大量保有報告のために保有されているものではないため、株主の報告内容との不一致は当然に生じ得るものであり、違反の証拠とはなりません。

[14] 部会資料 13、44～45 頁

さらに、回答が得られない場合、法域上及びプライバシー上の制約、並びに議決権行使の指図と保有状況との相違により、情報の欠落が生じます。したがって、得られたデータは、建設的な対話の促進という本来の目的のためにのみ用いられるべきです。

3　アセットオーナーへの拡大は実務上困難であり均衡を欠く

ICGN は 2026 年 5 月の意見において、確認の範囲をアセットマネージャーを超えて拡大しないよう求めました。今般提案されている拡大は、実務上困難であり、対話の向上という利益との関係で均衡を欠くものと考えます。

- 機関投資家の保有は、多層かつ合同運用のファンド構造の下にあり、議決権を行使するアセットマネージャーと比べ、その背後にあるアセットオーナーの特定ははるかに困難です。
- 開示のためには、複数の顧客及びファンドとの守秘義務契約の再交渉が必要となる場合が少なくありません。
- 議決権を行使し、企業との対話を行っているのはアセットマネージャーです。アセットオーナーは、望めばいつでも直接対話を行うことができます。
- 日本株を保有するファンドに投資するアセットオーナーは、他の主要市場では負わない義務を負うこととなります。

4　建設的な対話への影響

株主構成に関する情報は、企業の関心を大株主に向けさせ、より建設的な対話を行い、より長期の投資期間を有する株主が後回しにされるおそれがあります。私どもの経験では、日本における対話の制約は、株主の特定よりもアクセスの面にあります。社外取締役との面談の機会は限られており、面談は企業自身ではなく証券会社を通じて設定されることが多く、数百名の投資家が参加する説明会では実質的な意見交換の余地はほとんどありません。これらは法制度ではなく実務の問題です。

株主側からの通知義務制度（部会資料 13　第 2 部第 2 の 2）

（背景）部会資料 13 では、株主が必要な大量保有報告書を提出せず、又は重要な事項について虚偽若しくは記載の欠けた報告書を提出した場合に、上場会社が議決権停止通知を発し、事前の裁判所の判断を経ることなく、通知から 1 か月後に議決権の停止の効力が生ずるものとすることが提案されています[15]。

ICGN は、発行会社が違反の有無を一方的に判断し、議決権を停止することに強く反対いたします。理由は次の 3 点です。

1. 当該権限が濫用されるおそれがあること。
2. 報告上の誤りの多くは、意図的なものではなく事務的なものであること。
3. 誤って違反を指摘された投資家の保護が十分でないこと。

仮に議決権の停止を設ける場合には、一定の手当てが不可欠です。

[15] 部会資料 13、52～53 頁

1　権限が濫用されるおそれがある

本提案の下では、取締役会は、その一方的な判断に基づき、取締役会決議のみによって、議決権という基本的な株主の権利を、当該議決権を有する株主に対して奪うことができます。これにより、次の懸念が生じます。

- 会社提案に反対する株主や株主提案を提出した株主を狙い撃ちする形で用いられるおそれがあること。
- 保有株式数のみならず、保有目的を根拠として違反の有無が判断されるおそれがあること。
- 前記のとおり、実質株主確認制度から得られる情報では、違反の有無を確実に判断できないこと。

2　報告上の誤りの多くは事務的なものである

2026 年 7 月までの 19 か月間の EDINET 提出書類の分析によれば、提出された報告書の 17.5%について訂正が行われ、訂正までの期間の中央値は 9 日、訂正の 10 件中 7 件は 1 か月以内に行われています。これは、違反が事務的な誤りにより生じ得るとする提案自体の認識とも整合します[16]。

3　誤って違反を指摘された投資家の保護が十分でない

誤って違反を指摘された投資家は、議決権を行使できない株主総会を前に、1 か月以内に裁判所に申立てを行うほかありません。申立てがどの程度迅速に処理されるか、すべての裁判所が必要な専門的知見を有しているか、また、これほど技術的なデータについて裁判所が容易に判断できるかについて、懸念を有しております。

議決権の停止を設ける場合に必要な手当て

- 発行会社の申立てに基づき、独立した裁判所が判断すること。
- 発行会社が、保有割合が報告基準を超えていること、開示が行われていない又は重要な点において不正確であること、及び議決権の停止が違反との関係で均衡を欠かないことについて、立証責任を負うこと。軽微又は技術的な違反は、議決権停止の対象から除外すべきです。
- 議決権の停止は、当該株式に限り、かつ期間の上限を定めた上で行い、期間の満了又は是正により自動的に回復すること。
- 対象となる違反は、株主共同の利益を著しく害し、かつ故意又は重過失によるものに限ること。
- 経済産業省「企業買収における行動指針」の考え方と整合的に、議決権の停止が経営陣の保身の手段として用いられてはならない旨を法律上明記すること[17]。

[16] EV22 Capital「Suspending the Vote: What the numbers show」（2026 年 8 月）（2025 年 1 月から 2026 年 7 月までの EDINET 提出書類の分析に基づく）

[17] 経済産業省「企業買収における行動指針」（2023 年 8 月 31 日）61 頁
https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/pdf/019_04_00.pdf

- 通知前の裁判所の関与が採用されない場合には、違反の有無の判断は、業務執行取締役ではなく社外取締役が行うことを原則とすること。

また、発行会社がすべての株主について遵守状況を監視することが想定されているのかについて、明確化を求めます。

株主提案権の議決権数の要件と株主の権利行使（中間試案第 2 部第 5、部会参考資料 30 第 2 部第 2）

ICGN は、株主提案権に係る現行の要件を維持するとともに、株主提案権を行使しようとする株主が実質株主確認制度を利用できるようにすべきであると考えます。理由は次の 3 点です。

1. 要件の引上げは、個人株主及び規模の小さい機関投資家のアクセスを不均衡に制限すること。
2. 実務上、実質株主として株式を保有する機関投資家にとって、当該権利は実効的に利用可能となっていないこと。
3. 株主が実質株主確認制度を利用できるようにすれば、要件を変更することなくこの問題を解決できること。

1　要件を引き上げるべきではない

ICGN は、株主提案権は所有に基づく基本的な権利であると考えます。機関投資家は、通常これを慎重に、かつ最後の手段として用いています。日本の要件である議決権 300 個又は 1%が一部の市場と比べて低い水準であることは認識しております。もっとも、要件の引上げは、個人株主及び規模の小さい機関投資家のアクセスを不均衡に制限する一方、大株主への影響ははるかに小さいものです。影響が小さいとはいえ、大規模な企業であっても、1%は相当な資本の投下を要し得ます。

部会資料 14 では、パブリックコメントにおいて、【A 案】及び【B 案】のいずれにも反対する意見が多数であり、そのうち個人から寄せられたものも多かったことが記載されています[18]。反対の理由としては、議決権数の要件を廃止し又は引き上げることが個人株主の権利行使の機会を著しく狭めること、株主提案権は決議を成立させる手段にとどまらず、経営陣に論点を提起する重要なガバナンス上の手段であること、否決された提案がその後に会社の方針に反映された例も少なくないことなどが挙げられています。

2　実質株主にとって権利が実効的に利用可能となっていない

パブリックコメントにおいて指摘され、部会参考資料 30 に記録されているとおり、機関投資家は通常、カストディアンを通じて株式を保有しており、実質株主であって名義株主ではないため、株主提案権を行使するには自らの名義に書き換える必要があります。6 月中旬開催の株主総会の場合、前年 9 月末までにこれを完了しなければなりません。[19]

[18] 部会資料 14、29 頁（第 2 部第 5 の 1　補足説明「パブリックコメントの結果」）
[19] 部会参考資料 30、157 頁

議決権 300 個の要件が廃止された場合、アセットマネージャーは、複数のファンドにまたがり議決権の 1%を超える株式について名義書換を行う必要があり、極めて煩雑な事務手続を要するほか、議決権の行使が通常の業務フローの外で行われることにもなり得ます。株主提案権を行使するためだけに名義書換を行うことは、現実的な選択肢とはいえません。

3　実質株主確認制度は双方向で機能すべきである

提案されている制度の下では、確認の手続を開始できるのは会社に限られます。株主が会社に対して株主提案を行う意向を伝え、確認を求めた場合には、会社は、当該株主が当該株式に係る指図権者であることについて、同じ手続により速やかに仲介機関に対して情報の提供を求めるべきです。これにより、実質株主は名義書換を経ることなく権利を行使することができます。株主提案それ自体が建設的な対話の一形態であり、本制度は双方向で機能すべきです。

最後に

ICGN は、日本のガバナンス改革を引き続き支持し、長期的なパートナーとして貢献してまいります。強固な株主の権利は、市場の信認と、日本が長期的な資本を惹きつける力の基盤です。

会社法の見直しに当たり、株主が勧告的提案を行うことができる仕組みを設けることを真剣にご検討いただくよう要請いたします。これにより、定款変更議案の多く、あるいはそのほとんどが不要となり、企業と投資家との間のより建設的な対話が促進されます。

部会資料 14 の第 3 項及び第 4 項については、提案方向には、進めないことを要請致します。また、これほど重要な提案については十分なパブリックコメントの機会を設けることも要請させていただきます。

部会資料 13 については、いずれの制度においても議決権の停止を導入されないこと、仮に通知義務制度において議決権の停止を設ける場合には、私どもが申し述べた手当てを伴った上で独立した裁判所の判断を要件とすることを要請いたします。また、確認の範囲をアセットオーナーまで拡大しないこと、得られた情報は建設的な対話の促進のためにのみ用いること、及び株主提案権を行使しようとする株主が本制度を利用できるようにすることを求めます。

日本はガバナンス改革において主導的な地位を確立してきました。私どもは、その地位が維持されることを期待しております。本日は、意見を申し述べる機会をいただき、誠にありがとうございました。

以上

30 September 2026

ICGN Statement to the Companies Act (Shares and Shareholders Meetings) Subcommittee of the Legislative Council, Ministry of Justice, Japan

I would like to begin by thanking the Ministry of Justice and the Subcommittee for inviting the International Corporate Governance Network (ICGN) to share the global investor perspective today.

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*[20] and *Global Stewardship Principles*[21] are widely used by our members in their company assessments and voting decisions, and by regulators when developing corporate governance rules.

ICGN has long supported corporate governance reforms in Japan. These reforms, including the introduction of the Japan Stewardship and Corporate Governance Codes, and the enhanced focus on governance for value creation and capital efficiency have enhanced the effectiveness of governance in Japan and encouraged Japanese companies to engage more closely with their shareholders. They have also strengthened the confidence of global investors in Japanese markets.

Background

In May 2026, ICGN submitted comments on the Interim Proposal on the Review of the Companies Act[22], raising concerns about restrictions on shareholder rights, including the proposed abolition of the 300-voting-rights threshold for shareholder proposals and mechanisms for suspending voting rights.

Today, I will set out our views on Material No. 14's[23] Item 3, the proposal to restrict shareholder proposals concerning the execution of business, and Item 4[24], the proposal to raise the threshold for requesting the calling of a shareholders meeting, the Beneficial Shareholder Identification System and Shareholder Notification System in Material No. 13[25], and finally on an issue recorded in Subcommittee Reference Material No. 30[26] regarding the exercise of shareholder rights.

---

[20] International Corporate Governance Network, *Global Governance Principles* (ICGN, 2021).
[21] International Corporate Governance Network, *Global Stewardship Principles* (ICGN, 2024).
[22] International Corporate Governance Network, Letter to Minister Hiraguchi, Ministry of Justice, "Interim Proposal on the Review of the Companies Act" (22 May 2026).
[23] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Document No. 14* (Ministry of Justice, 2026), P.35-41.
[24] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Document No. 14* (Ministry of Justice, 2026), P.41-43.
[25] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Document No. 13* (Ministry of Justice, 2026).
[26] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Reference Document No. 30* (Ministry of Justice, 2026).

Our overall observations on Material No. 14, Items 3 and 4

In Material No. 14, ICGN does not support Items 3 and 4, for three reasons:

1. Both proposals would restrict existing shareholder rights without solid grounds. Together with the proposed abolition of the 300-voting-rights threshold, they risk signalling to retail and international investors that the momentum of Japan's governance reforms is being reversed.
2. Both proposals would move in the opposite direction to the reforms led by the Financial Services Agency and the Tokyo Stock Exchange, which have encouraged companies to strengthen shareholder rights and governance, and to engage more closely with their shareholders.
3. Additionally, we are concerned that items 3 and 4 were not included in the Interim Proposal. We believe there should be an opportunity for full public consultation before changes of this significance are adopted.

We believe that the proposals largely deal with the anomaly that shareholders cannot effectively submit advisory resolutions in Japan, therefore necessitating the use of proposals to amend the articles of incorporation to raise these types of matters. We also believe that both companies and investors will benefit greatly if advisory resolutions are permitted under the Companies Act, as not only would they would reduce, if not eliminate, proposals to amend articles of incorporation but would encourage more constructive dialogue between companies and investors on those matters.

We are concerned that while many of the reforms that have strengthened shareholders' position, such as the Corporate Governance Code, are soft law, these restrictions would be hard law under the Companies Act. This therefore creates a concern that legal shareholder rights are being weakened, where stronger expectations are only in place on a voluntary basis, risking the perception of an overall step backwards.

Item 3: Restriction on shareholder proposals concerning the execution of business

Background[27]: Shareholders in listed companies would no longer be able to make proposals on matters relating to the execution of business by way of an amendment to the articles of incorporation. The scope would be set by ministerial ordinance, based on illustrative examples in Material No. 14[28].

ICGN does not support this proposal, for five reasons:

1. It would restrict a fundamental shareholder right without solid grounds.
2. Shareholders already judge whether a proposal has merit when they choose to vote for or against it.
3. Because advisory resolutions by shareholders are not available in Japan, it would close off the only legitimate channel for shareholders' views via AGM proposal.
4. The proposed scope includes core governance matters and is unclear, creating a risk that legitimate proposals are rejected.

[27] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Document No. 14* (Ministry of Justice, 2026), P.35-41.
[28] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Document No. 14* (Ministry of Justice, 2026), P.38-39.

5. Extending the holding period to two years would make the right substantially less accessible to institutional investors.

1. Fundamental rights should not be restricted without solid grounds

The right to propose is a fundamental shareholder right and should not be restricted without solid grounds. We understand that part of the background to these proposals is concern about proposals of limited merit, and the burden on companies of including them in meeting materials. Such proposals exist in every market and are not sufficient grounds for restricting the right for all shareholders.

A broad restriction would be disproportionate to the concern being addressed.

2. Shareholders already judge whether proposals have merit by voting on them

A shareholder proposal is voted upon by all shareholders, not solely by the proposing shareholder. Institutional investors consider proposals carefully and cast their vote in accordance with their fiduciary duties and based upon their judgment of what is in the best interests of shareholders.

Shareholders with significant holdings are already required to state the purpose of their holding in large shareholding reports, so companies already know the intentions of their significant shareholders. We do not believe hard law needs to intervene.

3. The proposal would close off a legitimate channel for shareholders' views

Unlike in the United States, advisory shareholder resolutions are not generally available in Japan. Companies have historically declined to adopt them because they are not binding under the Companies Act, so shareholders have used amendments to the articles to bring issues before the general meeting. Restricting this route without addressing that gap would close off a legitimate channel for shareholders' views.

4. The scope includes core governance matters and is unclear

We are particularly concerned by the scope of the proposal and the lack of clarity within Material No. 14 when describing[29] matters that may be restricted from shareholder proposals on the basis that they could cause potential harm to the company, including:

- entry into and withdrawal from unprofitable businesses;
- management policies and plans;
- employee compensation and working conditions;
- establishment of committees;
- special and corporate value enhancement committees;
- cross-shareholding reviews;
- disclosure of individual director remuneration; and
- disclosure of measures to achieve management that is conscious of cost of capital and share price.

[29] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Document No. 14* (Ministry of Justice, 2026), P.38-39.

These areas are fundamental to corporate governance, and include issues that investors have been encouraged to raise under Japan's wider governance reforms. The ability to file proposals in these areas should not be broadly limited.

The distinction between when a proposal within these categories in the illustrative list may or may not be liable to "cause potential harm" is not clear, leaving the scope open to interpretation and creating a risk that companies reject legitimate proposals. Where shareholder rights are restricted by law, the wording should be as clear and transparent as possible.

5. The holding period should not be extended

Material No. 14 raises extending the holding period for these proposals from six months to, for example, two years[30]. Six months is already a significant period and two years would put the right out of reach for many investors. There are also operational challenges that need to be considered.

Safeguards

If the Subcommittee decides to proceed with any aspects of this proposal, we strongly believe several safeguards are necessary:

- Advisory shareholder resolutions by shareholders should be expressly permitted under the Companies Act.
- Any restriction on the ability to file proposals should apply only where the company has a majority of outside directors on its board, so that the decision does not rest with executive management.
- Companies should be required to disclose which proposals have been rejected and why.
- The distinction between permissible and restricted proposals should be defined as clearly as possible.

Item 4: Threshold for requesting the calling of a shareholders meeting

Background: Under Item 4, the threshold for shareholders to request a shareholders meeting would rise from 3% of voting rights to 5%[31].

ICGN does not support raising the threshold for requesting the calling of a shareholders meeting, for four reasons:

1. The right is an important protection for minority shareholders, and a higher threshold would disproportionately affect retail shareholders and smaller institutional investors.
2. We are not aware of evidence of a market-wide problem in Japan that requires the change.
3. The use of a 5% threshold in other markets does not, in itself, justify the change.

[30] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Document No. 14* (Ministry of Justice, 2026), P.36, P.41.
[31] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Document No. 14* (Ministry of Justice, 2026), P.42-43.

4. Raising the threshold while takeover defences are increasing would weaken minority shareholder protections.

1. An important protection for minority shareholders

Raising the threshold would disproportionately restrict access for retail shareholders and smaller institutional investors. The proposal is framed around shareholders pursuing short-term gains, but its effect would fall on all shareholders, including long-term investors who typically engage with companies before considering a requisition.

2. No demonstrated problem in Japan

Requests to call shareholders meetings are relatively infrequent and concentrated among a small number of investors and companies. A concern relating to a limited number of cases does not justify weakening a right available to all shareholders.

3. International comparison alone does not justify the change

The existence of a 5% threshold in other markets does not in itself establish that Japan should change. Markets combine shareholder rights, board structures and protections against entrenchment differently, and comparisons should consider the overall framework rather than a single threshold.

4. Takeover defences are increasing

While the overall number of companies with takeover response policies has remained broadly stable, new adoptions tripled to 18 last year, with half introduced after a bidder or activist appeared, highlighting the importance of preserving shareholder protections as companies respond to shareholder activity by seeking to limit the impact of shareholder dissent[32].

Material No. 13: Beneficial Shareholder Identification System and Shareholder Notification System

ICGN's position on Material No. 13's proposals regarding the Beneficial Shareholder Identification System and Shareholder Notification System is as follows:

1. Identification system: We strongly oppose the introduction of suspension of voting rights and the extension of identification to asset owners. We believe the administrative fine should be retained as the sanction instead.
2. Notification system: we are strongly opposed to issuers suspending voting rights without prior independent judicial oversight. If suspension is pursued, an independent court should decide, with appropriate safeguards.

[32] EV22 Capital, "Japan's governance reform has reshaped and how investors should react", September 2026, citing RECOF Data published on MARR Online (M&A スクランブル series).

Beneficial Shareholder Identification System (Material No. 13, Part 2, Section 2.1)

Background: Material No. 13 adds suspension of voting rights as a sanction alongside the existing administrative fines, and broadens the definition of the instruction-giving person so that disclosure may extend to the customers of intermediaries, including asset owners[33].

ICGN believes the administrative fine should be retained as the sanction, for four reasons:

1. Suspension restricts a fundamental shareholder right and was introduced without public consultation.
2. The information obtained through the system cannot reliably support a determination that a breach has occurred.
3. Extending identification to asset owners would be impractical and disproportionate.
4. The framework could hinder, rather than promote, constructive dialogue.

1. Suspension restricts a fundamental right and was introduced without consultation

Suspension should be permitted only following a final court judgement, consistent with the treatment of other shareholder rights under the Companies Act. It was not proposed in the Interim Proposal and appeared for the first time in the Subcommittee's deliberations in June, without public consultation. Using the system to remove shareholders' votes is directly opposite to its stated purpose of promoting constructive dialogue.

2. The information cannot reliably support a determination of breach

Even if suspension were acceptable in principle, the data has four structural limitations:

a) Fragmentation: one position is routinely spread across several custodians, prime brokers and sub-accounts. Each intermediary sees only its own part, and aggregating without a common identifier risks double-counting and undercounting.
b) Securities lending: when shares are on loan, legal title and economic interest diverge, and lent shares can be lent on or sold short. A custodian often cannot say at any moment which client's shares are on loan.
c) Timing: holdings change continuously, and intermediaries reconcile on different cycles, so each response is a snapshot that is out of date by the time it is compiled.
d) Records kept for different purposes: intermediaries' records are not kept for Large Shareholding Reporting, so a mismatch with a shareholder's report is to be expected and is not evidence of a breach.

Non-response, jurisdictional and privacy constraints, and differences between voting instructions and holdings add further gaps. The data should therefore be used solely for its stated purpose of promoting constructive dialogue.

[33] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, Subcommittee Document No. 13 (Ministry of Justice, 2026), P.44-45.

3. Extension to asset owners is impractical and disproportionate

In our May response, we asked that identification should not extend beyond the asset manager. We consider the extension now proposed impractical and disproportionate to any benefit for dialogue:

- Institutional holdings sit across multi-layered and commingled fund structures, making the underlying asset owner far harder to identify than the manager who votes.
- Disclosure would often require confidentiality agreements to be renegotiated across multiple clients and funds.
- The asset manager is the party that exercises the vote and conducts engagement. Asset owners can already engage directly if they wish.
- Asset owners investing in a fund with Japanese holdings would face obligations they would not face in other major markets.

4. The effect on constructive dialogue

Information on shareholder composition may direct companies' attention towards their largest shareholders, at the expense of shareholders whose engagement is more constructive and whose investment horizons are longer. In our experience, the main constraint on dialogue in Japan is access rather than identification: access to independent directors is limited, meetings are often arranged through brokers, and group calls with hundreds of investors leave little room for substantive exchange. These are matters of practice, not law.

Shareholder Notification System (Material No. 13, Part 2, Section 2.2)

Background: Material No. 13 proposes that where a shareholder fails to file a required large shareholding report, or files one containing a material false or incomplete statement, the listed company may serve a notice suspending the shareholder's voting rights, which takes effect one month later from the notice, without any prior court determination[34].

ICGN is strongly opposed to issuers determining violations and suspending voting rights unilaterally, for three reasons:

1. The power could be misused.
2. Many reporting errors are administrative rather than deliberate.
3. Investors incorrectly accused of a breach have insufficient protection.

If suspension is nevertheless pursued, certain safeguards are essential.

1. The power could be misused

Under the proposal, a board could remove a fundamental ownership right by internal resolution, on the basis of its own unreviewed judgement, against the shareholder whose vote is at stake. This gives rise to the following concerns:

[34] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Document No. 13* (Ministry of Justice, 2026), P.52-53.

- The power could be used to target shareholders who oppose management proposals or who have submitted shareholder proposals.
- Issuers could rely on the stated purpose of holding, not only the number of shares held, to determine a violation.
- As described above, data from the identification system cannot reliably establish a breach.

2. Many reporting errors are administrative

An analysis of EDINET filings for the 19 months to July 2026 found corrections to 17.5% of reports, with a median correction time of nine days and seven in ten corrections made within a month. This is consistent with the proposal's own recognition that violations may arise from administrative error[35].

3. Insufficient protection for investors incorrectly accused of a breach

An investor wrongly accused has only one month to apply to the court, before a meeting at which it cannot vote. We are concerned about how quickly applications would be handled, whether all courts have the necessary expertise, and whether any court could readily assess such technical data.

Safeguards if suspension is pursued

- The determination should be made by an independent court, on a petition filed by the issuer.
- The issuer should bear the burden of proving that the holding exceeds the threshold, that disclosure was missing or materially inaccurate, and that suspension is proportionate to the violation. Minor or technical breaches should be excluded from the scope of voting rights suspension enforcement.
- Suspension should apply only to the shares concerned, for a fixed maximum period, with automatic reinstatement on expiry or cure.
- Violations should be limited to those that significantly harm the common interests of shareholders and are intentional or grossly negligent.
- The law should state that suspension must not be used as a management defence tool, consistent with the Ministry of Economy, Trade and Industry's Guidelines for Corporate Takeovers[36].
- If court involvement before a notice is not adopted, the decision should in principle rest with outside directors rather than executive directors.

We also ask for clarification of whether issuers would be expected to monitor all shareholders for compliance.

[35] EV22 Capital, *Suspending the Vote: What the numbers show*, August 2026, based on analysis of EDINET filing data, January 2025 to July 2026.
[36] Ministry of Economy, Trade and Industry (METI), *Guidelines for Corporate Takeovers*, 31 August 2023, P.61.

The shareholder proposal threshold and the exercise of shareholder rights (Interim Proposal on the Review of the Companies Act Part 2, Section 5, Reference Material No. 30, Part 2, Section 2)

ICGN believes the existing shareholder proposal threshold should be retained, and that the identification system should be available to shareholders seeking to exercise the proposal right, for three reasons:

1. A higher threshold would disproportionately restrict access for retail shareholders and smaller institutional investors.
2. In practice, the right is not effectively available to institutional investors who hold shares as beneficial shareholders.
3. Allowing shareholders to use the identification system would resolve this without changing the threshold.

1. The threshold should not be raised

ICGN believes the right to propose is a fundamental ownership right, which institutional investors typically use sparingly and as a last resort. We recognise that Japan's threshold of 300 voting rights or 1% is low compared with some markets. However, a higher threshold would disproportionately restrict access for retail shareholders and smaller institutional investors, while having much less effect on the largest shareholders. Even at large companies, 1% can represent a substantial commitment of capital.

Material No. 14 records[37] that, in the public comment process, opinions opposing both Option A and Option B were in the majority, and that many of those opposing came from individual shareholders. The reasons recorded include that abolishing or reducing the voting rights requirement would significantly narrow the opportunity for individual shareholders to exercise their rights, that the proposal right is not merely a means of passing resolutions but an important governance tool for raising issues with management, and that many proposals which were voted down have subsequently been reflected in company policy.

2. The right is not effectively available to beneficial shareholders

As raised during the public comment period and recorded in Reference Material No. 30[38], institutional investors usually hold shares through custodians, so they are beneficial rather than registered shareholders and must re-register shares in their own name to exercise the proposal right. For a mid-June AGM, this must be done by the end of September of the previous year.

If the 300-voting-rights alternative were abolished, asset managers would need to re-register more than 1% of voting rights across multiple funds, which would require highly burdensome administrative procedures and could place the exercise of voting rights outside the ordinary operational workflow. Re-registration solely to propose is therefore not a realistic option.

[37] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Document No. 14* (Ministry of Justice, 2026), P.29.
[38] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Reference Document No. 30* (Ministry of Justice, 2026), P.157.

3. The identification system should work in both directions

Only companies can initiate a request under the proposed system. Where a shareholder informs the company that it intends to submit a shareholder proposal, the company should promptly request confirmation from the intermediary that the shareholder is the instruction-giving person. This would allow beneficial shareholders to exercise the right without re-registration. A shareholder proposal is itself a form of constructive dialogue, so the system should work reciprocally.

Conclusion

ICGN reiterates our support for Japan's governance reform agenda and our commitment to being a long-term partner in this work. Strong shareholder rights are fundamental to market confidence and to Japan's ability to attract long-term capital.

We urge the Subcommittee to seriously consider including mechanisms for shareholders to raise advisory resolutions in the revised Companies Act as this will eliminate most if not all proposals to amend articles of incorporation and instead encourage more constructive dialogue between companies and investors.

We urge the Subcommittee not to proceed with Items 3 and 4 of Material No. 14, and to ensure that proposals of this significance are subject to full public consultation.

On Material No. 13, we urge the Subcommittee not to introduce suspension of voting rights under either system, and if suspension is pursued under the notification system, to require determination by an independent court with the safeguards we have set out. Identification should not extend to asset owners, the information obtained should be used solely to promote constructive dialogue, and the system should be available to shareholders seeking to exercise their proposal right.

Japan has established itself as a leader in governance reform, and we want to see that leadership maintained. Thank you again for the opportunity to share our perspective.

ENDS