【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.）

〒100-8977
東京都千代田区霞が関1-1-1
法務省
法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会　御中

2026年10月30日

部会委員の皆様

件名：2026年9月30日の会社法制（株式・株主総会等関係）部会ヒアリングに関するICGNのフォローアップ

9月30日のヒアリングにおいて、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）に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、また、部会委員の皆様からご質問をいただきましたことに、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。投資家の視点から作成された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、会員による企業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に関する規律の策定において、広く活用されています。

ICGNは、日本のコーポレートガバナンス改革を支持しており、その勢いが維持されることを期待しております。金融庁及び東京証券取引所が主導する改革により、企業が株主の権利を強化し、株主との対話を深めることが促されてきた中で、部会において検討されている提案が、明確かつ十分な根拠なく既存の株主の権利を制限するものとなることを、私どもは引き続き懸念しております。

提案されている制限により、日本のコーポレートガバナンス改革を通じて実現された進展の多くが後退し、海外投資家の日本の資本市場への関心が低下するおそれがあります。これは、日本の発行会社、その従業員及び国内の株主を含め、日本及びその関係者の利益にかなうものではありません。

私どもの懸念及び立場の詳細を示すものとして、部会において申し述べた意見陳述書[3]を改めて本書に添付いたします。

---

[1] ICGN「グローバル・ガバナンス原則」（2021年）
[2] ICGN「グローバル・スチュワードシップ原則」（2024年）
[3] ICGN「法務省 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会における意見陳述書」（2026年9月30日）

ヒアリングの場で事前に準備することができなかった2つのご質問について、書面にて回答することをお約束いたしました。以下に、私どもの回答を申し上げます。

質問1：部会参考資料36における実質株主確認制度に関する提案

> 「……実質株主確認制度に関して新しい提案を記載した資料が提出されたわけですけれども、この提案について可能な範囲で御意見を伺えないでしょうか。」

私どもは、部会参考資料36[4]に示された提案は、すべての市場参加者に不公平な負担を課し、日本の資本市場の活動に悪影響を及ぼすものと考えます。また、海外投資家は特に大きな悪影響を受けるものと考えます。

したがって、ICGNは、部会参考資料36に示された実質株主確認制度に関する代替案に賛成いたしません。理由は次のとおりです。

1. **議決権の停止を拡大する必要性が示されていないこと。**
   1.1 部会参考資料36は、平時において議決権の停止が必要である理由を示していないこと。
   1.2 「会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しに関する中間試案」は、意図的に実質株主確認制度に議決権の停止を設けなかったこと。
   1.3 投資家と企業との対話は任意のものであり、既に機能していること。

2. **提案されている制度の下では、株主が意図せず、かつ、いつでも議決権を失うおそれがあること。**
   2.1 株主に帰責性があるとの判断がないまま、株主が議決権を失うおそれがあること。
   2.2 仲介機関の不備により、投資家の議決権が停止されるおそれがあること。
   2.3 通常の事業運営の中で議決権の停止が生じるおそれがあること。

3. **企業、仲介機関及び株主の負担が増加すること。**
   3.1 示された追加的な手続は、明確な便益のないまま、企業、仲介機関及び投資家に負担を課すこと。
   3.2 議決権の停止に係る0.5%の閾値に達しているか否かを企業が確実に判断することは、煩雑かつ困難であること。

4. **議決権の停止は、取締役会ではなく、独立した裁判所が判断すべきであること。**
   4.1 取締役会が議決権の停止を判断することには、利益相反が生じること。
   4.2 株主は、議決権の停止を争うために裁判所に訴えを提起しなければならないこと。

[4] 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36「要綱案の取りまとめに向けた補充的な検討について」（経済産業省、2026年9月30日）

1. 議決権の停止を拡大する必要性が示されていない

1.1 部会参考資料36は、平時において議決権の停止が必要である理由を示していない

ICGNは、実質株主確認制度における議決権の停止に賛成いたしません。また、これを平時に拡大する説得力のある根拠が示されているとは考えておりません。

部会資料16は、有事、すなわち取締役の選任若しくは解任、合併又は解散など、経営に重要な影響を与える事項が株主により株主総会の目的とされた場合に限り、議決権の停止を認めるものです。

部会参考資料36は、平時、すなわちそれ以外のいかなる時点においても議決権の停止を認めるものです。部会参考資料36は、平時における議決権の停止がなければ、大半の上場会社において実質株主確認制度が機能せず、上場会社は自らの株主を把握するための私的な調査に引き続き費用を負担しなければならないと主張しています。

しかしながら、当該調査の費用は、現行の私的な調査が負担となっていることを示すにすぎず、過料を伴う法的義務が課された後に仲介機関が回答しなくなることを示すものではありません。また、平時に会社が確認請求を行うことができるか否かと、請求に回答がない場合に株主が議決権を失うべきか否かとは、別個の問題です。

1.2 中間試案は、意図的に実質株主確認制度に議決権の停止を設けなかった

ICGNは、中間試案が意図したとおり、実質株主確認制度における制裁は、議決権の停止ではなく、過料とすべきであると考えます。

中間試案は、実質株主確認制度の趣旨を建設的な対話の促進とし、違反に対する措置として過料を定める一方、議決権の停止は通知義務制度においてのみ設けました。通知義務制度の趣旨は、会社の支配に関する透明性の確保です。また、中間試案は、実質株主確認制度において議決権の停止を設けるためには、例えば株式会社の支配に関する重要な情報の把握など、趣旨を追加する必要があるとの指摘にも言及しています[5]。

部会参考資料36は、経済安全保障及び外為法上の投資審査にも言及していますが、中間試案及び部会資料16のいずれも、これらを実質株主確認制度の趣旨としていません。

部会資料16は、第15回会議において、対話の促進という趣旨では議決権の停止という重い制裁を正当化できないとの意見が多数であったことを記録しています。これを受けて、部会資料16の提案は、有事（前記のとおり）に限り、対象となる株式が発行済株式の0.5%以上である場合に限り、かつ、確認請求に対する不回答が故意又は重大な過失によるものである場合に限り、実質株主確認制度における議決権の停止を認めるものとしています。部会参考資料36が提案するように、これらの要件のうち有事への限定及び故意又は重大な過失の要件の2つを撤廃することは、議決権の停止の運用方法を変更するにとどまらず、その根拠を大幅に拡大するものであり、私どもはこれに反対いたします。

---

[5] 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会「会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しに関する中間試案」（法務省、2026年）第2部第2の1（注6）

また、平成26年会社法改正の際、公開買付規制に違反して取得された株式に係る議決権行使の差止めを認める制度の提案は、金融商品取引法の違反と会社法上の株主の基本的な権利の喪失との結び付きが十分ではないとされ、採用されなかったことにも留意すべきと考えます[6]。

1.3 投資家と企業との対話は任意のものであり、既に機能している

ICGNは、対話の促進を目的とした請求に回答しなかったことをもって、株主が議決権を失うべきではないと考えます。対話は義務ではなく、部会参考資料36自身も、実質株主確認制度は株主に対話を強制するものではないとしています。さらに、企業と投資家との対話が機能していないことを示す証拠もありません。東京証券取引所が2026年8月に公表したアンケート調査では、上場会社の75%が投資家との対話は有意義であると回答しています[7]。

2. 提案されている制度の下では、株主が意図せず、かつ、いつでも議決権を失うおそれがある

2.1 株主に帰責性があるとの判断がないまま、株主が議決権を失うおそれがある

ICGNは、議決権は株主の基本的な権利であると考えます。したがって、株主に帰責性があることについて独立した判断がないまま、株主が議決権を失うおそれのある制度には反対いたします。

私どもは、部会参考資料36が、各層の仲介機関に対し、確認請求を転送したか否か及びその転送先を報告することを求め、指図権者が自ら是正することを認め、是正がなされた場合には議決権の停止が解除されるものとしていることを承知しております。ただし、議決権の停止が確定した後に是正がなされた場合には、当該株主総会における議決権は回復されません。いずれにせよ、議決権の停止は、株主に帰責性があるとの判断ではなく、当該株式の実質株主が確認されないままであることを理由として生じるものです。議決権の停止を、制裁ではなく、実質株主を確認できない状態が継続することの帰結と位置付けたとしても、株主に帰責性があるとの判断がないまま議決権を失うという事実に変わりはありません。仮に議決権の停止を設けるとしても、故意又は重大な過失による違反に限定されない限り、均衡のとれた措置とはいえません。

部会参考資料36は、議決権停止通知を行う時点において上場会社が違反者の故意又は重大な過失を判断することは極めて困難であると指摘しています。そうであるとすれば、それは当該要件を撤廃し、又は善意の立証責任を株主に負わせる理由ではなく、そもそも上場会社に議決権を停止する権限を与えるべきか否かを問い直す理由となるものです。

私どもは、訴訟における立証責任は上場会社が負うべきであると考えます。

---

[6] 坂本三郎編著『一問一答 平成26年改正会社法〔第2版〕』（商事法務、2015年）378頁

[7] 東京証券取引所「『投資家への期待・要望』等に関する企業アンケートの結果について」（2026年8月12日）https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/1020/20260812-02.html

2.2 仲介機関の不備により、投資家の議決権が停止されるおそれがある

ICGNは、仲介機関が確認請求の転送又は回答を怠った場合には、いかなる制裁も、投資家ではなく当該仲介機関に対して科されるべきであると考えます。確認請求に回答する義務を負うのは仲介機関ですが、議決権を失うのは投資家です。

機関投資家、特に海外の機関投資家は、カストディアン及びサブカストディアンの多層的な連鎖を通じて日本株を保有しており、その連鎖のすべての段階を管理しているわけではありません。部会参考資料36は、この保管の連鎖によって誰が何を保有しているかを正確に把握できることを前提としていますが、実際には必ずしもそうではありません。海外の仲介機関に対する過料の実効性に限界があるとしても、そのことのみをもって、仲介機関に制裁を科すのではなく投資家の議決権を停止することが正当化されるものではありません。

投資家が会社に対して直接申告することを認めても、保管の連鎖における不備の問題は解決されません。海外のカストディアン、オムニバス口座又は多層的な保有構造を通じて株式を保有する投資家は、公告のみからは、自らの株式が対象となっているか否か、さらには申告が必要であること自体を判別できない場合があります。

2.3 通常の事業運営の中で議決権の停止が生じるおそれがある

ICGNは、議決権の停止が通常の事業運営の一部となるべきではないと考えます。

部会参考資料36は、部会資料16[8]が提案するように有事に限定するのではなく、いかなる時点の確認請求にも議決権の停止を拡大するものです。その結果、通常の事業運営の中で議決権が停止されるおそれがあります。

実質株主確認制度の中核的な趣旨は、企業と株主との建設的な対話の促進です。意見陳述書において申し上げたとおり、本制度を株主の議決権を奪うために用いることは、その趣旨に真っ向から反するものです。有事を超えて議決権の停止を拡大すれば、例外的な場面に限らず、通常の事業運営の中で対立が生じることになります。

意見陳述書では、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あると申し上げました。

3. 企業、仲介機関及び株主の負担が増加する

3.1 示された追加的な手続は、明確な便益のないまま、企業、仲介機関及び投資家に負担を課す

ICGNは、部会参考資料36が議決権の停止に先立って追加する手続に賛成いたしません。

当該追加的な手続とは、各仲介機関による確認請求の転送の有無に関する報告、確認未了通知、投資家が会社に直接申告できる仕組み、及び取締役会決議による議決権停止通知です。

[8] 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会 部会資料16（法務省、2026年）

私どもは、この手続が実効的であるとは考えておらず、生じ得る弊害は、示された目的及び便益を大きく上回るものと考えます。この手続は、まさに身元を明らかにしていない株主自身の自発的な行動に依存するものであるため、便益がほとんどないまま、上場会社、仲介機関及び投資家のいずれにも過大な事務負担を課すおそれがあります。

その他の投資家にとって、この経路はほとんど必要ありません。日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家は、照会を受けた企業に直接回答する体制を既に整えており、実際にそのような照会に日常的に回答しています。私どもとしては、より多くの投資家がスチュワードシップ・コードを受け入れるよう促す方が、企業と投資家との間の情報の流れを改善する上でより効果的であると考えます。

また、部会参考資料36は、確認未了通知から3週間を経過してもなお実質株主を確認できない場合に、取締役会決議により議決権停止通知を行うことを認めるものです。議決権停止通知の日から1か月を経過したときは、議決権の停止は、当該通知に係る株主総会の日の2週間前の日に確定し、その日までに実質株主が確認されなかった株式が対象となります。これらの通知期間が意味を持つのは、その間に株主が自ら名乗り出る場合に限られます。株主が管理できない保管の連鎖のいずれかの段階で情報の流れが途切れている場合には、回答期間を追加しても、求められる確認が得られる可能性は低いと考えます。

また、部会参考資料36では、自己申告の真偽（申告された株式数の正確性を含みます。）を誰が確認するのか、また、上場会社が実務上その確認を行うことができるのかが明らかではありません。自ら申告した投資家は、意見陳述書において申し上げた実質株主確認制度の双方向での利用の考え方と整合的に、株主提案権の行使や株主総会への出席を含め、その他の株主の権利を行使できるようにすべきです。

3.2 議決権の停止に係る0.5%の閾値に達しているか否かを企業が確実に判断することは、煩雑かつ困難である

ICGNは、同一の実質株主が複数の仲介機関を通じて株式を保有している場合に、議決権の停止に係る0.5%の閾値に達しているか否かを判断するためにこれらの保有を合算するという部会参考資料36の提案に賛成いたしません。企業がこれを確実に適用することはできません。部会資料16は、保有を合算することなく同じ閾値を適用するものです。

意見陳述書において申し上げたとおり、一人の投資家による一つの企業の株式の保有は、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いることが通例です。各仲介機関は自らが関与する部分しか把握できず、証券貸借により株式は仲介機関の間を移動し、また、各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。共通の識別子なしにこれらの保有を合算すれば、二重計上と計上漏れの双方のおそれがあり、株主が議決権を失うか否かが、いずれの当事者も検証できない合計値に依存することとなります。また、この手続は、会社にとって多大な時間と負担を要する可能性があります。

確認請求の時期については、確認の基準日を、議決権の基準日に係る総株主通知が行われる年2回の日、すなわち3月31日及び9月30日に限定することを支持いたします。上場会社は引き続きいつでも確認請求を行うことができますが、その請求は、これら2つの日のいずれかにおける株式の保有者を照会するものとなります。もっとも、基準日をこのように限定したとしても、データの構造的な複雑さ及び企業がこれを収集する負担に関する私どもの懸念は残ります。

4. 議決権の停止は、取締役会ではなく、独立した裁判所が判断すべきである

4.1 取締役会が株主の議決権の停止を判断することには、利益相反が生じる

ICGNは、取締役会が株主の議決権を停止するか否かを判断する立場に置かれるべきではないと考えます。取締役会は、その判断に当たって利益相反に直面することになるためです。

部会参考資料36及び部会資料16のいずれにおいても、議決権停止通知を行う旨の決定は取締役会決議によるものとされています。部会参考資料36は、平時において確認請求を行うことができる回数を制限するものの、有事に限らず平時の確認請求についても議決権の停止を認めるものです。

その結果、取締役会は、取締役自身の選任や会社の支配に関する事項が議決される株主総会を前にした場合を含め、いつ、誰に対して議決権の停止を用い得るかについて、より大きな影響力を持つことになります。部会資料16は、議決権の停止の濫用的な利用は取締役の善管注意義務違反となるとしていますが、義務違反に基づく責任追及は、株主総会が終了した後の救済にとどまります。議決権の停止には、少なくとも、その効力が生じる前に裁判所の命令を要するものとし、取締役会の判断のみによって議決権が失われることのないようにすべきです。

取締役会レベルで構造的な利益相反を生じさせることに加え、取締役会にこのような権限を与えることは、投資家との間に不和、さらには対立をもたらし、建設的な対話及びエンゲージメントを妨げるおそれがあります。

4.2 株主は、議決権の停止を争うために裁判所に訴えを提起しなければならない

ICGNは、仮に議決権の停止を設けるとしても、議決権が停止される前に裁判所の判断を得るべきは会社であり、議決権の停止を阻止するために株主が裁判所に訴えを提起しなければならないものとすべきではないと考えます。

実質株主確認制度について、部会参考資料36は、上場会社自身が判断を行い、自らの取締役会決議により議決権停止通知を行うものとし、株主は、議決権の停止の効力の発生を阻止するために、異議を述べ、かつ、訴訟手続を提起しなければならないものとしています（これは、株主が議決権停止通知を実際に受領していることを前提としますが、部会参考資料36の下では、そのことは保証されていません。）。

部会資料16もまた、通知から1か月以内に株主が裁判所に申立てを行うことを前提としており、私どもはこれにも賛成いたしません。

裁判手続の費用に加え、裁判所に訴えを提起しなければならないことは、投資家と企業との間の信頼を損ない、エンゲージメントをより対立的なものとするおそれがあります。エンゲージメントがより対立的なものとなれば、近年のガバナンス改革によって実現されてきた成果の多くが損なわれることになります。

意見陳述書では、実質株主確認制度における制裁として過料を維持すること、及び議決権の停止は確定した裁判所の判断を経た場合に限って認めることを求めました。

質問2：株主総会の招集請求権の行使要件並びに英国及びフランスとの比較

> 「ＩＣＧＮの本拠地が所在しているイギリスとか、あるいはフランスにおいては、……臨時株主総会の招集請求権の行使要件は５％とされていますし、大量保有に係る開示基準を下回っていないということと、それから、実質株主の制度に関しては回答義務違反者に対して議決権停止の措置が認められていることについて、どのように評価されているのかを伺いたいと思います。」

ICGNは、要件を3%から5%に引き上げることに賛成いたしません。理由は次の2点です。

1. 他市場における実務のみをもって、日本にとって適切な要件が定まるものではないこと。
2. 株主は、事前に自らの身元を公に開示しなければ株主総会の招集を請求できなくなり、少数株主にとって重要な保護が失われること。

1. 他市場における実務のみをもって、日本にとって適切な要件が定まるものではない

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。要件は、株主の権利、取締役会の構成及び経営者の保身に対する牽制の仕組みに関する、各市場のより広範な制度設計の一部として捉えるべきです。私どもは、制度全体を考慮することなく要件を変更すべきではないと考えます。

例えば英国では、英国コーポレートガバナンス・コードが、コンプライ・オア・エクスプレインの原則の下、取締役会の少なくとも半数（議長を除きます。）を独立した非業務執行取締役とすることを求めており[9]、2025年にはFTSE350構成企業の取締役会の94%がこれを満たしていました[10]。また、株式の保有構造も日本とは大きく異なります。日本の一部の企業では、持ち合いを含め、依然として他の企業が株式の大きな割合を保有しており、他の株主が3%の保有を形成することさえ困難な場合があります。

日本における株主の権利は、いくつかの点で他市場よりも手厚く保護されており、日本がより弱い保護の方向に向かう必要はありません。私どもは、3%の要件を日本の資本市場における高い水準を示

[9] 英国財務報告評議会（Financial Reporting Council）「英国コーポレートガバナンス・コード」（2024年1月）Provision 11

[10] Grant Thornton「Corporate Governance Review 2025」（2026年1月）15頁

すものの一つと考えており、他市場に合わせるために日本がその水準を引き下げるべき理由について疑問を持っております。

私どもが5%への要件の引上げを支持することを検討するためには、日本のコーポレートガバナンスの状況が国際的なグッドプラクティスに沿って更に改善される必要があります。例えば、意見陳述書でも述べたとおり、日本では独立社外取締役へのアクセスは依然として限られています。取締役会の独立性は、株主の権利を制限するいかなる提案においても重要な考慮要素です。

議決権の停止についても、質問1への回答で述べたとおり、同様のことがいえます。要件を引き上げつつ投資家保護を弱めることは、コーポレートガバナンスの水準の観点から日本を誤った方向に導くものであり、やがて日本が機関投資家にとって魅力の乏しい市場となるおそれがあります。

2. 株主は、事前に自らの身元を公に開示しなければ株主総会の招集を請求できなくなり、少数株主にとって重要な保護が失われる

要件を5%に引き上げると、大量保有報告の基準と一致することとなり、実務上、当該権利は既に保有状況を開示した株主しか利用できなくなります。保有状況を公に開示することなく権利を行使できることは、少数株主にとって重要な保護です。権利は開示基準以上の株主にのみ認められるべきであるとの考え方を受け入れれば、他の株主の権利についても当該基準に合わせた見直しが必要となる可能性があり、今回の提案よりもはるかに広範な変更となります。

要件が引き上げられれば、単独で株主総会の招集を請求できる株主は少なくなり、共同で請求する必要のある株主が増えることになります。ご質問の中でもご指摘があったとおり、このように共同で行動する株主は、金融商品取引法上の共同保有者として扱われる可能性が高く、更なるハードルが加わることになります。意見陳述書において申し上げたとおり、要件の引上げは個人株主及び規模の小さい機関投資家のアクセスを不均衡に制限するものであり、共同保有者として扱われることは、その負担を更に増すこととなります。

最後に

部会の皆様が投資家の視点に真摯に向き合ってくださっていることに感謝申し上げるとともに、今後の審議においても引き続きご協力させていただきたいと存じます。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。

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。ご質問やご意見がございましたら、グローバル・ポリシー・ディレクターのピーター・ファン・フェーン

（peter.vanveen@icgn.org）又はポリシー・エグゼクティブのトーマス・ステーブルズ（thomas.stables@icgn.org）までご連絡ください。

敬具

ジェン・シッソン

ICGN 最高経営責任者

Companies Act (Shares and Shareholders Meetings) Subcommittee
Legislative Council
Ministry of Justice
1-1-1 Kasumigaseki, Chiyoda-ku
Tokyo 100-8977
Japan

30 October 2026

Dear Members of the Subcommittee,

Subject: ICGN follow-up to the hearing of the Companies Act (Shares and Shareholders Meetings) Subcommittee of the Legislative Council, Ministry of Justice, on 30 September 2026

Thank you for inviting the International Corporate Governance Network (ICGN) to present the global investor perspective at the hearing on 30 September, and for the questions raised by subcommittee members.

Led by investors responsible for assets under management of >US$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*[11] and *Global Stewardship Principles*[12], 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.

ICGN supports Japan's corporate governance reform agenda and wishes to see its momentum maintained. Our concern remains that the proposals before the Subcommittee would restrict existing shareholder rights without clear and sufficient justification, at a time when reforms led by the Financial Services Agency and the Tokyo Stock Exchange have encouraged companies to strengthen shareholder rights and engage more closely with their shareholders.

There is a risk that the proposed restrictions could reverse much of the progress made through Japan's corporate governance reforms and reduce foreign investors' interest in Japan's capital markets. This would not be in the interests of Japan or its stakeholders, including Japanese issuers, their employees and their domestic shareholders.

We attach the statement we presented to the subcommittee again to this letter[13], which outlines our concerns and position in detail.

We undertook to answer in writing two questions we could not prepare for in advance of the meeting. Please find our considered answers below:

[11] International Corporate Governance Network, *Global Governance Principles* (ICGN, 2021).
[12] International Corporate Governance Network, *Global Stewardship Principles* (ICGN, 2024).
[13] International Corporate Governance Network, *Statement to the Companies Act (Shares and Shareholders Meetings) Subcommittee of the Legislative Council, Ministry of Justice, Japan* (30 September 2026).

Question 1: The beneficial shareholder identification system proposal in Reference Material No. 36

> *"...we would like to hear your views on the new proposal concerning the beneficial shareholder identification system set out in Reference Material No. 36."*

We believe the proposal set out in Reference Material No. 36[14] would impose an unfair burden on all market participants and would have a negative effect on capital market activity in Japan. We also believe that foreign investors will be especially negatively affected.

ICGN therefore does not support the alternative proposal for the identification system set out in Reference Material No. 36, for the following reasons:

1. **The case for extending suspension has not been made.**
   1.1 Reference Material No. 36 has not shown why suspension is needed in ordinary times.
   1.2 The Interim Proposal on the Review of the Companies Act deliberately kept suspension out of the identification system.
   1.3 Dialogue between investors and companies is voluntary and is already working.

2. **The proposed system could disenfranchise shareholders accidentally and at any time.**
   2.1 A shareholder could lose its votes without any finding of fault.
   2.2 Suspension could fall on investors for failures by intermediaries.
   2.3 Suspension could occur in the ordinary course of business.

3. **The burden on companies, intermediaries and shareholders would increase.**
   3.1 The additional process as outlined would burden companies, intermediaries and investors without a discernible benefit.
   3.2 It would be onerous and difficult for companies to reliably establish whether the 0.5% threshold for suspension has been reached.

4. **Suspension should be decided by an independent court, not the board.**
   4.1 The board would face a conflict of interest in deciding to suspend.
   4.2 Shareholders would need to go to court to challenge suspension.

1. The case for extending suspension has not been made

1.1 Reference Material No. 36 has not shown why suspension is needed in ordinary times

ICGN does not support suspension under the identification system, and we do not believe a compelling case has been made for extending it to ordinary times.

Material No. 16 would allow suspension only in an emergency, meaning a shareholder meeting at which shareholders have put forward matters that significantly affect management, such as the election or dismissal of directors, a merger or the dissolution of the company.

Reference Material No. 36 would also allow suspension in ordinary times, meaning at any other time. Reference Material No. 36 argues that, without suspension in ordinary times, the

[14] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Reference Document No. 36*, Supplementary Consideration Towards the Compilation of the Outline Draft (Ministry of Economy, Trade and Industry, 30 September 2026).

identification system would not work for most listed companies, which would have to keep paying for private investigations to find out who their shareholders are.

However, the cost of those investigations shows only that the current private approach is a burden. It does not show that intermediaries would fail to respond once they are under a legal duty backed by administrative fines. Whether companies can make identification requests in ordinary times is also a separate question from whether shareholders should lose their votes when a request goes unanswered.

1.2 The Interim Proposal deliberately kept suspension out of the identification system

ICGN believes the administrative fine, not suspension, should remain the sanction under the identification system, as the Interim Proposal intended.

The Interim Proposal gave the identification system the purpose of promoting constructive dialogue and backed this with an administrative fine for breaches, while providing for suspension only under the notification system. The notification system's purpose is one of transparency about who controls a company. The Interim Proposal also records the view that suspension under the identification system would require an additional purpose, for example, obtaining important information relating to corporate control.[15]

Reference Material No. 36 also cites economic security and foreign investment screening, but neither the Interim Proposal nor Material No. 16 gives these as purposes of the identification system.

Material No. 16 records that, at the fifteenth meeting, many took the view that the purpose of promoting constructive dialogue could not justify the severe sanction of suspension. In response, the proposals outlined in Material No. 16 would allow voting rights to be suspended under the identification system only in an emergency (as defined above), only where the shares concerned amount to 0.5% or more of issued shares, and only where the failure to respond to the identification request was intentional or grossly negligent. Removing two of these conditions, the emergency limit and the requirement of intent or gross negligence, as Reference Material No. 36 proposes, would significantly broaden the grounds for suspension, which we oppose, and would not simply change how suspension operates.

We also note that during the 2014 amendment of the Companies Act, a proposal to allow injunctions against the exercise of voting rights on shares acquired in breach of tender offer rules was not adopted, because the link between a breach of the Financial Instruments and Exchange Act and the loss of a fundamental shareholder right under the Companies Act was considered insufficient.[16]

1.3 Dialogue between investors and companies is voluntary and is already working

ICGN believes a shareholder should not lose its vote for failing to respond to a request made to promote dialogue. Dialogue is not mandatory, and Reference Material No. 36 itself states that the identification system does not compel shareholders to engage in dialogue. Furthermore, the evidence does not suggest that dialogue between companies and investors

[15] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Interim Proposal on the Review of the Companies Act* (Ministry of Justice, 2026), Part 2, Section 2, 1, note 6.
[16] Saburo Sakamoto (ed.), *Ichimon Itto: Heisei 26-nen Kaisei Kaishaho* (One-by-one Q&A: The 2014 Amendment to the Companies Act), 2nd ed. (Shojihomu, 2015), p. 378.

is failing. In a survey published by the Tokyo Stock Exchange in August 2026, 75% of listed companies said that their dialogue with investors was meaningful.[17]

2. The proposed system could disenfranchise shareholders accidentally and at any time

2.1 A shareholder could lose its votes without any finding of fault

ICGN believes voting is a fundamental right of shareholders. We therefore oppose a system where a shareholder could lose its votes without an independent finding that it was at fault.

We note that Reference Material No. 36 would require intermediaries at each tier to report whether they forwarded a request and to whom and would allow an instruction-giving person to correct the position, with the suspension lifted if it does so, although a correction made after the suspension is confirmed would not restore its votes at that meeting. Even so, suspension would follow from the shares remaining unidentified rather than from any finding that the shareholder was at fault. Describing suspension as the consequence of a continuing failure to identify the beneficial owner, rather than as a sanction, does not change the fact that the shareholder would lose its votes without any finding of fault. If suspension is pursued at all, it would not be a proportionate response unless limited to violations committed intentionally or with gross negligence.

Reference Material No. 36 observes that it is extremely difficult for a listed company to determine a violator's intent or gross negligence at the time of issuing a suspension notice. If that is so, it is a reason to question whether listed companies should be given the power to suspend voting rights at all, rather than a reason to remove the requirement or to place the burden of proving good faith on the shareholder.

We believe the burden of proof in court should rest with the listed company.

2.2 Suspension could fall on investors for failures by intermediaries

ICGN believes that where an intermediary fails to pass on or answer an identification request, any sanction should fall on the intermediary rather than the investor. The duty to respond to an identification request sits with intermediaries, but it is the investor who would lose its vote.

Institutional investors, particularly overseas investors, hold Japanese shares through multi-tiered chains of custodians and sub-custodians, and do not control every step in that chain. Reference Material No. 36 assumes that this custody chain can provide an accurate picture of who holds what, which in practice is not always the case. Any limits on the effectiveness of administrative fines against overseas intermediaries do not in themselves justify suspending the voting rights of investors rather than sanctioning the intermediaries.

Allowing investors to declare themselves directly to the company does not solve the problem of failures in the custody chain. Investors holding through foreign custodians, omnibus accounts, or multi-layered holding structures may not be able to tell from a public notice that their shares are affected, or that they need to declare themselves at all.

2.3 Suspension could occur in the ordinary course of business

ICGN believes suspension should not become part of the ordinary course of business.

---

[17] Tokyo Stock Exchange, *Results of Corporate Survey on Expectations of and Requests to Investors* (12 August 2026), https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/1020/20260812-02.html.

Reference Material No. 36 would extend suspension to identification requests made at any time, rather than confining it to emergencies as proposed in Material No. 16[18]. Voting rights could therefore be suspended in the ordinary course of business.

The core stated purpose of the identification system is promoting constructive dialogue between companies and shareholders. As outlined in our statement, using the system to remove shareholders' votes runs directly against that purpose. Extending suspension beyond emergencies means that conflict arises in the ordinary course rather than only in exceptional cases.

Our statement asked that suspension follow a final court judgment, consistent with the treatment of other shareholder rights under the Companies Act.

3. The burden on companies, intermediaries and shareholders would increase

3.1 The additional process as outlined would burden companies, intermediaries and investors without a discernible benefit

ICGN does not support the additional steps Reference Material No. 36 would add before suspension.

The additional steps would be in the form of reports from each intermediary on whether it forwarded the request, a notice that identification is incomplete, an option for investors to declare themselves directly to the company, and a suspension notice issued by board resolution.

We are not convinced this process would be effective, and believe that the potential harms would vastly outweigh the suggested objective and benefits. It would impose a potentially excessive administrative burden on listed companies, intermediaries and investors alike while delivering little benefit, since it depends on voluntary action by the very shareholders whose identity has not been forthcoming.

For other investors, the route is largely unnecessary. Signatories to Japan's Stewardship Code already have processes for responding directly to companies that approach them, and regularly respond to such requests. Promoting the Stewardship Code so that more investors sign up to it would, in our opinion, be more effective in encouraging a better flow of information between companies and investors.

Reference Material No. 36 would also allow a suspension notice to be issued by board resolution where the beneficial owner has still not been identified three weeks after the company gives notice that identification is incomplete. The suspension would then become final two weeks before the shareholders meeting to which the suspension notice relates, provided at least a month has passed since the suspension notice. It would apply to any shares whose beneficial owner had still not been identified by that date. These notification periods only help if the shareholder comes forward in the meantime. Where there is a break in the flow of information at a point in the custody chain the shareholder does not control, the additional time to respond is unlikely to produce the identification sought.

Reference Material No. 36 is also unclear as to who would verify a voluntary declaration, including whether the number of shares declared is accurate, and whether a listed company could carry out that verification in practice. An investor that declares itself should in turn be

[18] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Document No. 16* (Ministry of Justice, 2026).

able to exercise its other shareholder rights, including the right to make proposals and to attend the meeting, consistent with the two-way use of the identification system set out in our statement.

3.2 It would be onerous and difficult for companies to reliably establish whether the 0.5% threshold for suspension has been reached

ICGN does not support the proposal in Reference Material No. 36 that, where the same beneficial owner holds shares through several intermediaries, those holdings should be added together to decide whether the 0.5% threshold for suspension has been met. Companies could not apply this reliably. Material No. 16 would apply the same threshold without adding holdings together.

As our statement set out, a single investor's holding in a company is routinely spread across several custodians, prime brokers and sub-accounts. Each intermediary sees only its own part, securities lending moves shares between them, and each response is a snapshot that is out of date by the time it is compiled. Adding these holdings together without a common identifier risks both double-counting and undercounting, so whether a shareholder loses its vote would depend on a total that no single party can verify. This process would also be potentially very time-consuming and burdensome for the company.

On the timing of identification requests, we would support limiting the record date for identification requests to two dates a year, 31 March and 30 September, when the full shareholder list is prepared for the voting rights record date. A listed company could still make a request on any date, but it would ask who held the shares on one of those two dates. However, even with these limited record dates, our concerns about the structural complexity of the data, and the burden on companies of collecting it, remain.

4. Suspension should be decided by an independent court, not the board

4.1 The board would face a conflict of interest in suspending shareholder voting rights

ICGN believes a board should not be put in a position to decide whether to suspend shareholders' voting rights, because the board would face a conflict of interest in doing so.

Under both Reference Material No. 36 and Material No. 16, the decision to issue a suspension notice would be made by board resolution. Reference Material No. 36 would also allow suspension to follow identification requests made in ordinary times, not only in emergencies, although it would limit how many requests a company could make.

The board would therefore have more say over when, and against whom, suspension could be used, including ahead of a meeting that will vote on the directors' own election or on matters of corporate control. Material No. 16 notes that abusive use of suspension would breach directors' duties, but a claim for breach of duty offers a remedy only after the meeting has taken place. Any suspension should, at a minimum, require a court order before it takes effect, so that voting rights cannot be lost on the basis of a board decision alone.

Besides creating a structural conflict of interest at the board level, giving the board such powers would likely lead to disharmony, and even conflict, with investors, and could impede constructive dialogue and engagement.

4.2 Shareholders would need to go to court to challenge suspension

ICGN believes that, if suspension is pursued at all, it should be for the company to obtain a court decision before voting rights are suspended, not for the shareholder to go to court to stop the suspension.

For the identification system, Reference Material No. 36 would leave the listed company to determine the matter and issue the suspension notice by resolution of its own board, with the shareholder having to object and bring proceedings to prevent the suspension taking effect (presuming that the shareholder actually received effective notice of the suspension, which is not guaranteed under Reference Material No. 36).

Material No. 16 also leaves it to the shareholder to go to court, within one month of the notice, which we also do not support.

Besides the cost of going to court, having to do so could negatively impact trust between the investor and the company and could lead to a more confrontational approach to engagement. A more confrontational approach would undo much of what recent governance reforms have managed to achieve in Japan.

Our statement asked that the administrative fine be retained as the sanction under the identification system, and that suspension be permitted only following a final court judgment.

Question 2: The requisition threshold and comparison with the United Kingdom and France

> *"We would like to ask how you evaluate the following in the United Kingdom, where ICGN is headquartered, and France: (i) that the requirement for exercising the right to request an extraordinary general meeting is set at 5%, and moreover that this is not below the disclosure threshold for large shareholdings; and (ii) that measures suspending voting rights are permitted against those who breach the obligation to respond regarding beneficial shareholders."*

ICGN does not support raising the threshold from 3% to 5%, for two reasons:

1. Practice in other markets does not on its own establish what is an appropriate threshold for Japan.
2. Shareholders would no longer be able to requisition a meeting without first needing to disclose their identity publicly, removing an important protection for minority shareholders.

1. Practice in other markets does not on its own establish what is an appropriate threshold for Japan

The existence of a 5% threshold in other markets does not in itself establish that Japan should change. Thresholds should be seen as part of the broader market approach to shareholder rights, board structures and protections against entrenchment. We believe that a threshold should not be changed without considering the whole of the framework.

In the United Kingdom, for example, the UK Corporate Governance Code provides that at least half the board, excluding the chair, should be independent non-executive directors, on

a comply-or-explain basis[19], and 94% of FTSE 350 boards met this expectation in 2025.[20] The pattern of share ownership also significantly differs from Japan. At some Japanese companies, a large proportion of shares are still held by other companies, including through cross-shareholdings, which can make it difficult for other shareholders to accumulate even a 3% holding.

Shareholder rights in Japan are in some respects better protected than in other markets, and Japan need not move towards weaker protection. We see the 3% threshold as one indication of the higher standards in Japan's capital market, and therefore question why Japan should lower its standard in order to align with other markets.

For us to consider supporting a higher 5% threshold, we would need to see further improvements to Japan's corporate governance landscape to align with international good practice. For example, our statement noted that access to independent directors in Japan remains limited. Board independence is an important consideration for any proposal that would restrict shareholder rights.

The same applies to the suspension of voting rights as outlined in our answer to Question 1 above. Lowering investor protections whilst raising the threshold pushes Japan in the wrong direction in terms of corporate governance standards. This may in time make Japan a less attractive market for institutional investors.

2. Shareholders would no longer be able to requisition a meeting without first needing to disclose their identity publicly**, removing an important protection for minority shareholders**

Raising the threshold to 5% would align it with the large shareholding disclosure threshold, so that in practice the right would be available only to shareholders that had already disclosed their position. The ability to exercise rights without disclosing a holding publicly is an important protection for minority shareholders. Accepting the principle that a right should only be available above the disclosure threshold could also call for other shareholder rights to be realigned with that threshold, which would be a considerably wider change than the one proposed.

A higher threshold would mean fewer shareholders able to requisition a meeting on their own, so more would need to submit a requisition jointly. As noted in the questions put to us, shareholders acting together in this way would probably be treated as joint holders under the Financial Instruments and Exchange Act, which would add a further hurdle. Our statement set out that a higher threshold would disproportionately restrict access for retail shareholders and smaller institutional investors, and being treated as joint holders would add to that burden.

Conclusion

We are grateful to the Subcommittee for its engagement with the investor perspective and remain available to assist as its work continues. ICGN reiterates its support for Japan's governance reform agenda and its commitment to being a long-term partner in this work.

[19] Financial Reporting Council, *UK Corporate Governance Code* (January 2024), Provision 11.
[20] Grant Thornton, *Corporate Governance Review 2025* (January 2026), p. 15.

Thank you for the opportunity to share our perspective. If you would like to follow up with questions or comments, please contact our Global Policy Director, Peter van Veen (peter.vanveen@icgn.org), or Thomas Stables, Policy Executive (thomas.stables@icgn.org).

Yours faithfully,

Jen Sisson

Chief Executive Officer, ICGN

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

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」[21]及び「グローバル・スチュワードシップ原則」[22]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」[23]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。

[21] 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

[22] 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

[23] 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

本日は、部会資料14[24]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[25]（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[26]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、並びに部会参考資料30[27]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[28]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[29]。

---

[24] 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
[25] 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
[26] 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
[27] 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
[28] 部会資料14、35～41頁
[29] 部会資料14、38～39頁

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。
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[30]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

[30] 部会資料14、38～39頁

- 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
- 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[31]。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[32]。

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。

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

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。

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[33]。

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。

[33] 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

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。

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[34]。

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。

[34] 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[35]。

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。

[35] 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[36]。

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[37]。

[36] 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）

[37] 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[38]。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。[39]

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

[38] 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」）
[39] 部会参考資料30、157頁

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*[40] and *Global Stewardship Principles*[41] 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[42], 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[43] Item 3, the proposal to restrict shareholder proposals concerning the execution of business, and Item 4[44], 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[45], and finally on an issue recorded in Subcommittee Reference Material No. 30[46] regarding the exercise of shareholder rights.

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

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

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[47]*: 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*[48]*.*

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

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

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[49] 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.

[49] 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[50]. 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%[51]*.*

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.

[50] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Document No. 14* (Ministry of Justice, 2026), P.36, P.41.
[51] 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[52].

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.

[52] 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[53]*.*

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.

[53] 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[54]*.*

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:

[54] 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[55].

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[56].
- 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.

[55] EV22 Capital, *Suspending the Vote: What the numbers show*, August 2026, based on analysis of EDINET filing data, January 2025 to July 2026.
[56] 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[57] 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[58], 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.

[57] Legislative Council of Japan, Companies Act System (Shares, Shareholder Meetings, etc.) Subcommittee, *Subcommittee Document No. 14* (Ministry of Justice, 2026), P.29.
[58] 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