



December 12, 2014

Professor Yasuhiro Osaki
Chairperson
Study Group on General Shareholders' Meeting Processes
The Council of Experts Promoting Dialogue between Companies and Investors for Sustainable Growth
The Ministry of Economy, Trade and Industry
1-3-1 Kasumigaseki, Chiyoda-ku
Tokyo 100-8901
Japan

By email: hatakeyama-tamon@meti.go.jp

Dear Professor Osaki,

ACGA Response to METI Study Group on Japanese AGMs

Thank you for the opportunity to respond to your questions regarding the challenges facing foreign investors when voting shares in the Japanese market. We discussed these questions in our most recent ACGA Investor Discussion Group meeting in early December 2014 and received useful feedback from members.

Our answers below draw from both member feedback and a new survey we are undertaking on proxy voting standards and practices in Asia (to be published in Q1 2015). This report follows our first benchmark study of shareholder voting in the region in 2006.

Our responses to your specific questions are as follows:

Q1. Reconfirm that the short timeframe for making voting decisions (caused by AGM clustering and the short period between proxy materials release and voting date) is indeed a problem and it has negative effect on perception about governance in Japan?

The environment for voting in Japan has improved in many ways since the mid-2000s. A new regulation from the Financial Services Agency (FSA) in March 2010 required mandatory publication of voting results on resolutions at general shareholder meetings. There has been a gradual trend towards less clustering of meetings in late June. And some leading companies are releasing their convocation notices (ie, final AGM agendas and full meeting materials) before the legal deadlines. Japan was also the first market in Asia to create an electronic share voting system for institutional investors (ICJ) and is still one of the few in the region with such infrastructure.

Nevertheless, the consensus among our institutional investor members is that the timeframe for voting in Japan remains relatively short and does have a negative effect

on perceptions of corporate governance in Japan. These issues are compounded by the lack of availability at many listed companies of AGM meetings materials in English.

The key challenges in Japan are well-known:

- The minimum **two-week rule** under the company law for release of AGM agendas and materials.

This was a common standard in Asia in the mid-2000s, but as the table below indicates more markets today in Asia have moved to a 21-day rule and/or a minimum 28-day best practice guideline. Indeed, 28 calendar days has been a best-practice guideline in the region since at least 2006.¹

Deadlines for final AGM notices & materials		
	2006	2014
China	20 days	20 days
Hong Kong	21 days	28 days (20 business days)
India	21 days	21 days
Indonesia	14 days	14 days
Japan	14 days	14 days
Malaysia	14 days	21 days
South Korea	14 days	14 days
Singapore	10 market days	14 days
Taiwan	10 days	21 days
Thailand	7 days*	7 days*

* In Thailand the CG Code states 28 days and is treated more a rule than a “comply or explain” guideline. Thailand’s AGM checklist recommends 30 days.

Source: Asian Corporate Governance Association: *Forthcoming report titled ACGA Asian Proxy Voting Report 2015*, compiled with the assistance of Asia Research & Engagement.

Actual practice in Japan is better than the rule implies. According to research by the Financial Research Center of the FSA Japan, only about 14% of listed companies with June AGMs sent their convocation notices on the legal deadline in 2013. The average was 19 days in advance and many companies achieved up to 22 days.²

¹ See the *ACGA Asian Proxy Voting Survey 2006 (Inaugural Report)*, p20.

² R. Ueda, “Corporate Governance in Japan: Developments in Listed Companies and Roles of Institutional Investors”, p69. A product of the Financial Research Center of the FSA, this paper was also published by the OECD in October 2014.

While these trends are indeed positive, it is worth noting that many listed companies in certain other Asian markets, notably Hong Kong, Singapore and Thailand, are now sending out their final notices and meeting materials four to six weeks earlier. ACGA analysis of listed companies in Hong Kong found that large caps published 45 days before AGMs on average in 2014, while for small caps it was 40 days. In Singapore, the respective figures were 23 days for large caps and 21 for small caps. The shorter lead time in Singapore is a function of both its shorter deadline of 14 days for notices and a tighter four-month deadline for the holding of AGMs. In Hong Kong, companies have up to six months. Meanwhile, in Thailand, it is common for the larger listed companies to send out their AGM agenda and meeting materials around four to six weeks before their meetings. The tight 7-day rule still exists and has some impact on sub-custodian banks who collate voting results, but no longer dictates the behaviour of listed companies.

- **Custodian-bank voting deadlines:** Unless their custodian bank is linked to the ICJ system, which allows shareholders to vote up to a day before general meetings, global investors must typically cast their votes around eight days before AGMs in Japan (although experience varies). This clearly shortens the voting window for investors. It is also worth noting that only around 460 firms are registered with ICJ, hence this additional time benefit applies to only a minority of issuers by number (albeit who represent a majority of the market cap).
- **Clustering:** While the severity of this situation has lessened somewhat, there continues to be a large number of companies holding their AGMs in the latter half of June, especially the last week. Around 80% of listed companies have March year-ends and choose to hold their AGMs within three months. The Financial Research Center paper indicates that while the number of AGMs on the peak day in late June (the last Thursday of the month) has fallen from around 56% of all meetings in 2006 to 41% in 2013, the vast majority of companies (75%) still hold their AGMs in that last week.³

These problems are compounded for global investors because of the significant position of Japan in their investment universe. A large global investor could typically own shares in more than 500 companies in Japan (sometimes more than 1,000) compared to only a couple hundred or less in other Asian markets. Voting across such a wide spectrum of firms becomes commensurately more difficult—and is exacerbated if there is also a lack of material translated into English.

The short timeframe and clustering particularly affects investors who take a “risk-based” approach to voting. That is, of several hundred company meetings at which they will be voting, they focus special attention on the 40-50 that pose the most risk from either a business or governance perspective. If there is a controversial item on the AGM ballot and an investor wishes to seek clarification from a company, there is usually not enough time to do so. This then forces them to rely even more on proxy voting advisors.

³ R. Ueda, p68.

Q2. What would be a desirable situation (eg, AGMs should be widely spread by one to two months like the UK and US, the interval between proxy release date and AGM dates should be 4-5 weeks at least, etc.)?

Our members would welcome a range of initiatives to provide more time for AGMs and voting. For example:

- **Extending the AGM season through later record dates:** As we understand, there is no hard company law regulation in Japan mandating a three-month deadline for AGMs. However, it is common practice for companies to set their record date (or “base date”) for determining voting eligibility according to their fiscal year-end, which means they must hold their AGM within three months. Our members support the idea of setting later record dates, which would allow for an extended AGM season, such as over a four-month period.

It is worth noting that Japan and Korea are the only two markets in Asia with tight AGM deadlines. Most other markets range from four months (Singapore, Thailand) to six months (China, Hong Kong and Taiwan).

We should emphasise, however, that we are not calling for any change in the rule requiring companies to submit their annual audited securities report within three months. We envisage a situation where the deadline for the securities report and the AGM are delinked, as is the case in most markets we cover in the region.

Shorter record dates: A related issue is the length of the record date itself, which is long by international standards, as METI’s own research shows.⁴ Global investors would welcome a much shorter record date period in Japan of three to four weeks at the most. Given the IT technology available today, a three-month record date appears hard to justify.

- **Earlier notice deadlines:** There is also widespread support for extending the two-week deadline for sending out convocation notices (which in Japan typically include both the final AGM agenda, with detailed resolutions, and the business report with the annual financial statements). Global investors would welcome at least a 28-day deadline, which is in line with minimum best practice standards in other developed markets, and for all materials to be translated into English. If material is not available in English, foreign investors would generally need at least an additional week to have the relevant information translated before they can make an informed voting decision.

If amending the company law proves difficult, other options would be the adoption of a new TSE rule or a “comply or explain” guideline in the new CG Code encouraging companies to meet the 28-day best practice standard.

⁴ See the recent METI research in the reference material of the study group (p.8 and p.9)
http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushi_soukai/pdf/002_03_00.pdf

- **Daily meeting quotas:** An idea used to limit clustering quite effectively in some markets is the daily meeting quota. That is, allowing no more than, say, 200 AGMs on any one day. Companies would register for their preferred dates and then quotas would be allocated on a first-come, first-served basis.

Unfortunately, this would not totally stop clustering in the last week of June in Japan, since a daily quota of 200 would still allow 800 meetings to be held over the last Monday to Thursday of the month. The quota would either need to be set lower—say 150 per day—or a weekly quota imposed.

Another idea would be to require or encourage large cap companies or those with a certain percentage of foreign shareholding to spread out their AGM dates over a longer period of time (say one to three weeks).

A genuine concern of foreign investors is that any move to later or shorter record dates may not help a great deal if companies still choose to cluster their meeting dates.

Q3. Whether there are any other concerns regarding AGMs?

Members do have some other concerns or suggestions regarding AGMs in Japan. These include:

a. Meeting attendance: A particular challenge faced by institutional investors who wish to attend general meetings in person is the difficulty of being recognised as a shareholder, because their fund is usually not the legal or registered owner of the shares. It is often difficult to get sub-custodian banks to organise the required proxy attendance forms and some listed companies do not recognise “beneficial ownership” status. This situation also exists in certain other Asian markets, but is largely on the way to being resolved.

b. Vote confirmation: The lack of proper vote confirmations (ie, listed companies confirming they have received proxy votes from specific shareholders and that these votes have been counted) is an increasing cause for concern among global investors. Unfortunately, the same challenge pertains in all markets. Given that Japan is more advanced in the area of electronic voting, it is possible that it could also be at the forefront of finding an international solution to this problem.

c. AGM webcasts: It is becoming quite common in other markets for companies to arrange webcasts of their AGM. This allows shareholders who cannot attend to follow the discussion, vote their shares and ask questions. Our members would welcome webcasts of Japanese AGMs also.



As a final comment, we believe that the recent adoption of the Stewardship Code and METI's work on encouraging greater company-investor dialogue both lend strong support to the work of your Study Group on enhancing shareholder meeting processes in Japan. We are very encouraged that METI is reviewing this area of corporate governance and look forward to any further assistance we could provide.

Yours truly,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'JA Allen'.

Jamie Allen
Secretary General

本仮訳は、読者の理解に資するため、事務局が作成・公表したものです。本仮訳を利用するに当たっては、原文を併せてご確認ください。原文は経済産業省ウェブサイトよりダウンロード可能です。

(仮訳)

2014年12月12日

**「株主総会のあり方検討分科会」座長 尾崎安央教授
(経済産業省主催 持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会)**

日本の年次株主総会に関する経済産業省の検討分科会に対するアジア・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション (ACGA) の回答

海外投資家が日本市場における議決権行使に関し直面している問題について、質問に回答する機会をいただいたことに感謝する。私たちは2014年12月初めに開催した直近のACGA Investor Discussion Group会議においてこの問題について討議し、メンバーからコメントを得た。

以下の私たちの回答は、メンバーからのコメント及び、アジアにおける議決権行使に関する基準と実務に関して私たちが行った新しい調査(2015年第1四半期に公表予定)に基づいている。この報告書は、2006年に実施したアジアにおける議決権行使に関する最初のベンチマーク調査に続くものである。

質問に対する私たちの回答を以下に記載する。

Q1.議決権行使の決定に関する時間的な制約(年次株主総会の開催日の集中及び株主総会資料の公表から議決権行使日までの期間が短いことによる)が株主にとって問題となっており、日本におけるコーポレート・ガバナンスについてマイナスの影響を与えていることの再確認

日本における議決権行使の環境は、2000年代半ば以降、様々な点で改善している。金融庁が2010年3月から施行している新しい規制は、株主総会での決議に関する結果の公表を義務付けている。株主総会が6月末に集中することも徐々に改善傾向にある。また一部の主要企業は、招集通知(株主総会の最終的な議案及び株主総会資料)を法的な期限以前に公表している。日本はまた、機関投資家向けに議決権行使の電子的システムを構築した最初の市場であり、そのようなインフラを備えている市場はアジアでは依然として少数である。

しかしながら、私たち機関投資家のコンセンサスとして、日本における議決権行使の時間的猶予は相対的に短く、日本のコーポレート・ガバナンスに関する認識にネガティブな影響を与えている。これらの問題は、多くの日本の上場企業において英文の株主総会資料を入手できないことにより強められている。

本仮訳は、読者の理解に資するため、事務局が作成・公表したものです。本仮訳を利用するに当たっては、原文を併せてご確認ください。原文は経済産業省ウェブサイトよりダウンロード可能です。

日本における主要な問題点は周知のとおり以下のとおりである。

- 会社法のもとで株主総会の議案及び資料の公表が最低2週間と定められていること。

これは2000年代半ばにはアジアにおいて共通の基準であったが、以下の表が示すように、今日のアジア市場では、これが21日、ないしはベスト・プラクティスのガイドラインとして最低28日となりつつある。実際、少なくとも2006年以降のアジアにおいては、28日がベスト・プラクティスのガイドラインとされている。

最終的な株主総会通知及び資料の期限		
	2006	2014
中国	20日	20日
香港	21日	28日 (20営業日)
インド	21日	21日
インドネシア	14日	14日
日本	14日	14日
マレーシア	14日	21日
韓国	14日	14日
シンガポール	10営業日	14日
台湾	10日	21日
タイ	7日*	7日*

* タイのコーポレートガバナンス・コードでは28日と記載されており、これは“comply or explain”のガイドラインよりも強いルールとして取り扱われている。タイの年次株主総会のチェックリストは30日を推奨している。

出所：アジア・コーポレート・ガバナンス・アソシエーションにより近刊予定の「ACGA アジアの議決権行使報告書 2015年」（Asia Research & Engagementの協力により編集）

日本における実務は、規則が示すよりも良好である。金融庁の金融研究所の調査によれば、6月に株主総会を実施する上場企業のうち、2013年に法的な期限日の当日に招集通知を発送したのは約14%にとどまる。平均は19日前であり、多くの企業が22日前までに招集通知を発送している。

傾向としては改善しているが、香港、シンガポール及びタイをはじめとする他の多くのアジア市場において、現在では多くの上場企業が最終的な招集通知及び株主総会資料を4週間から6週間前に発送していることは注目に値する。香港の上場企業に関するACGAの分析によれば、2014年に大型株では株主総会の45日前、小型株でも40日前に公

本仮訳は、読者の理解に資するため、事務局が作成・公表したものです。本仮訳を利用するに当たっては、原文を併せてご確認ください。原文は経済産業省ウェブサイトよりダウンロード可能です。

表されていた。シンガポールでは、大型株で23日前、小型株で21日前であった。シンガポールの方が短いのは、招集通知の期限が14日前、株主総会の開催期限が4ヶ月と短いことが要因である。香港においては、企業は6ヶ月の猶予がある。タイでは、上場大企業は、株主総会議案及び総会資料を株主総会の4週間から6週間前に発送するのが普通である。7日という短期間のルールは依然として存在し、議決権行使の結果を照合する常任代理人（sub-custodian bank）に一定の影響を与えているが、上場企業の投票行動にはもはや影響を与えていない。

- カストディアン銀行の議決権行使期限
カストディアン銀行がICJシステムにリンクし、株主総会の1日前に議決権を行使できる場合を除き、世界の機関投資家は通常、日本の株主総会の約8日前に議決権を行使しなければならない（ただし状況によって異なる。）これは明らかに投資家の議決権行使期間を短縮化している。また、ICJシステムに登録している企業は約460社にとどまり、したがって議決権行使の期間が長くなるのは少数の会社にすぎない（但し、時価総額の上では多くの割合を占めている。）
- 株主総会開催日の集中
株主総会の開催日が同一日に集中する状況はやや緩和されているが、依然として多くの企業が6月後半、特に最終週に株主総会を開催している。上場企業の約80%は3月末を期末とし、3ヶ月以内に株主総会を開催している。金融研究所の報告書によれば、6月末のピーク日（6月の最終木曜日）に株主総会を開催する企業数は、総数に占める比率では2006年の約56%から2013年には41%に減少しているが、依然として大多数の企業（75%）が6月の最終木曜日に開催している。

投資している株式の中で日本は重要な位置を占めるため、世界の投資家にとって、こうした問題の度合いは強まっている。大規模なグローバル投資家は通常、500社以上の日本企業の株式を保有している可能性がある（1,000社を超えることもある）が、これに対して他のアジア市場では、200社から300社にとどまる。そのような多数の企業の議決権を行使することはその数に比例して困難となり、資料が英語に翻訳されていないことでさらに事態は悪化する。

議決権行使の期間が短く、株主総会の開催日が集中していることは、特に議決権行使に「リスクベース」のアプローチをとる投資家に影響を与える。すなわち、議決権行使を予定する数百の企業の株主総会のうち、投資家は、事業又はコーポレート・ガバナンスの面から最もリスクの高い40-50社に注目する。問題を生じさせる可能性のある株主総会議案があるケースにおいて、投資家は企業に明確化を求めるが、通常は十分な時間がない。そのため投資家は、議決権行使のアドバイザーにより依存することになる。

本仮訳は、読者の理解に資するため、事務局が作成・公表したものです。本仮訳を利用するに当たっては、原文を併せてご確認ください。原文は経済産業省ウェブサイトよりダウンロード可能です。

Q2 望ましい解決策（例：英国や米国のように年次株主総会を1ヶ月から2ヶ月間にわたって分散して開催させ、株主総会資料の公表日と年次株主総会開催日との間に最低4-5週間の猶予を置く等）

私たちは、年次株主総会及び決議のためにより多くの時間を割くため、各企業にイニシアティブの幅を持たせることが望ましいと考える。

- **基準日を遅らせることにより年次株主総会の開催時期を拡大する：**日本においては、事業年度の終了後3ヶ月以内に年次株主総会を開催することを強制することは会社法で要求されていないと私たちは理解している。しかし、日本の企業は通常、議決権を確定するための「基準日」を事業年度末に設定しているため、年次株主総会を事業年度末の3ヶ月以内に開催しなければならないこととなっている。私たちは、基準日をもっと遅く設定することにより、年次株主総会が開催される時期を事業年度末後4ヶ月超等に拡大することが可能になるという案を支持している。

年次株主総会の開催期限を厳格にしているのは、アジアでは日本と韓国だけであることも特筆に値するだろう。ほかの国では、年次株主総会の開催に4ヶ月（シンガポール、タイ）から6ヶ月（中国、香港、台湾）の幅がある。

ただし、監査済の有価証券報告書を3ヶ月以内に提出することを企業に要求する規定の変更を求めているわけではない。アジアの他の地域のように、有価証券報告書の期限と年次株主総会の日程が切り離されている状況を私たちは想定している。

- **基準日から年次株主総会までの期間を短縮する：**関連した問題としては、経済産業省の調査が示すように、基準日から年次株主総会までの期間が国際的な標準から比較すると長いことがあげられる。世界の投資家は、日本において基準日から年次株主総会までの期間を長くとも3週間から4週間に短縮することが望ましいと考えているだろう。今日様々なITテクノロジーが利用可能であることから、基準日から年次株主総会までの期間を3ヶ月とすることは正当化できない。
- **招集通知の発送の期限を早める：**招集通知（日本では通常、議案の詳細が説明された参考資料、及び年次財務諸表と事業報告書が含まれる）の発送期限を年次株主総会の2週間前よりも早めることにも幅広い支持が得られている。世界の投資家は、他の先進国でのベスト・プラクティスに合わせ、遅くとも28日前に発送し、すべての内容が英語に翻訳されることが望ましいと考えている。内容が英語で利用できないならば、海外の投資家は議決権行使の決定を行う前に、有用な情報の翻訳に通常少なくとも1週間かかることになる。

本仮訳は、読者の理解に資するため、事務局が作成・公表したものです。本仮訳を利用するに当たっては、原文を併せてご確認ください。原文は経済産業省ウェブサイトよりダウンロード可能です。

会社法を改訂することが困難であるならば、企業に 28 日前の発送を促す新たな東証規則または新たなコーポレートガバナンス・コードの「遵守または説明」のガイドラインを採用する方法もある。

- **1 日当たりの年次株主総会開催数の上限を定める**：1 日当たりの年次株主総会開催数の上限を定めることは、集中を制限するためのアイデアとして、一部の地域で有効に機能している。これは、1 日に認められる年次株主総会の開催数を、例えば 200 以下に制限するものである。企業に希望日を登録させ、先着順に割り当てる。

1 日当たり 200 に制限しても、6 月の最終週の月曜日から木曜日までの間に 800 の年次株主総会の開催が認められるため、残念なことに、日本では 6 月最終週に集中することは避けられないだろう。この上限はもっと低く（例えば 1 日当たり 150 に）設定するか、または 1 週間当たりの制限を課すことが必要となる。

別のアイデアとして、大企業や、海外株主を一定割合有する企業に、年次株主総会開催日を長期にわたって（例えば 1 週間から 3 週間）分散するよう要求するまたは促すことがあげられる。

基準日を遅らせたり、基準日と年次株主総会開催日の期間を短くしても、企業が年次株主総会開催日を集中させることを選択するならば、何も改善されないということを、海外投資家は憂慮している。

Q3 年次株主総会に関するその他の懸念

私たちには、日本における年次株主総会に関して以下の懸念または提案がある。

a 年次株主総会の出席率：海外株主のファンドは通常、株式の法的な所有者または登録した所有者ではないため、年次総会に機関投資家本人が出席しようとしても、株主として認識されるのが困難な状況がある。常任代理人（sub-custodian bank）に、代理出席に必要な文書を用意させるのが困難であり、一部の上場企業は、「受益権」という地位を認めていない。この状況は特定のアジア地域でも残っているが、解決に向けて大きく前進している。

b 投票の確認：投票の確認（すなわち、上場会社が、特定の株主から議決権行使書を受け取り、それらを票としてカウントしたことを確認すること）が適切になされていないことに対して、世界の投資家の間で懸念が広がっている。残念なことに、同様の問題は多くの市場においてみられる。電子投票の分野で日本は先進していることから、この問題の国際的な解決策を先頭に立って見つけることができるだろう。

本仮訳は、読者の理解に資するため、事務局が作成・公表したものです。本仮訳を利用するに当たっては、原文を併せてご確認ください。原文は経済産業省ウェブサイトよりダウンロード可能です。

c 年次株主総会ウェブキャスト：他の地域では、年次株主総会のウェブキャストが配信されることは珍しくなくなっている。ウェブキャストにより、出席できない株主が審議の内容を理解し、投票・質問することが可能になる。私たちは、日本でも年次株主総会のウェブキャストが一般化されることを望む。

最後に、スチュワードシップ・コードの採択と、経済産業省による企業・投資者間の対話の促進に向けた作業は、日本における株主総会プロセスの向上における委員会の作業を強く支持するものであると私たちは考えている。経済産業省がコーポレート・ガバナンスに関するこの分野を見直していることに、私たちは非常に勇気づけられ、今後もさらなる支援を提供できることを楽しみにしている。

ジェイミーアレン
Secretary General