

**ICGN**International Corporate Governance Network
Inspiring good governance & stewardship

Mr. Hideki Ito
Director-General and Head of the Policy & Markets Bureau
Financial Services Agency (FSA)
3-2-1 Kasumigaseki Chiyoda-ku
Tokyo, 100-8967 Japan

CC: Toshitake Inoue, Deputy Director-General, FSA
Hitoshi Hirokawa, Director, Corporate Accounting and Disclosure Division, FSA

Via email:

16th December 2022

Dear Mr. Ito,

Re: Quarterly corporate reporting

The International Corporate Governance Network (ICGN) is pleased to submit this letter to the Financial Services Agency (FSA) regarding quarterly corporate reporting requirements which, we understand, is under discussion at the Disclosure Working Group (DWG) convened by the FSA.

Led by investors responsible for assets of around \$70 trillion, ICGN's purpose is to convene capital market participants to develop, promote and embed high standards of corporate governance and investor stewardship to preserve and enhance long-term corporate value, for the benefit of economies, society, and the environment. For more information, visit www.icgn.org.

We have a long history of engaging with regulators and other stakeholders in Japan to support measures that enhance corporate governance and stewardship practices. This reflects the importance of Japan as a primary equity market for ICGN Members, where over 30% of the market capitalisation of the Tokyo Stock Exchange (TSE) is held by overseas investors.

1: Rationalization of Japan's two-track system and ultimately abolishment of quarterly reporting

In Japan there are two kinds of quarterly report requirements: Quarterly Securities Reports required by the Financial Services Authority (FSA) according to the Financial Exchange and Instruments Act; and quarterly 'Tanshin' ("Short Notice") Reports required by the TSE in accordance with Listing Rules. Both reports are very similar requiring companies to disclose quarterly consolidated financial statements. Quarterly Securities Reports require companies to provide more detailed information, for example shareholder status, any material business changes or contracts during the quarter, and a simplified audit "review.

Quarterly Tanshin Reports are generally released around five days prior to release of the Quarterly Securities Reports. Sanctions for false statements are stricter for Quarterly Securities Reports resulting in penalties including up to five years imprisonment, whereas false statements in the Quarterly Tanshin Reports will subject a company to being placed on the TSE Watch List.

We understand that the purpose of the forthcoming review of quarterly reporting in Japan is

initially to rationalise these two approaches into a single mandatory quarterly reporting requirement. The aim is to reduce the reporting burden on companies as noted in materials published by the DWG¹ and to consolidate oversight for quarterly reporting under a single agency.

ICGN supports the rationalization and proposed abolishment of quarterly securities reports as required by the FSA. However, we recommend that the quarterly Tanshin reports as required by TSE remain mandatory to ensure that investors and other stakeholders are regularly appraised of material factors impacting company performance, business models and strategy on a timely basis.

2. Merits and de-merits of quarterly reporting

We appreciate that the intention of the FSA may be to encourage companies and investors to take a longer term, perspective towards corporate value creation. There are merits and demerits associated with quarterly reporting and there is no global consensus.

Many investors regard quarterly reporting as an important element of transparency, as well as a positive discipline for management. Others believe that quarterly reporting causes administrative burden, and discourages long-term thinking by both companies and investors, for example relating to investments, capital allocation and stakeholder relations.

In the US, quarterly reporting is mandatory and, given the size and influence of the US financial markets, several countries have emulated this approach. By contrast, there is no longer a mandatory requirement for quarterly reporting for companies based in EU Member States. Instead, the decision whether to continue publishing quarterly reports is voluntary and at the company's discretion. Today many quarterly reports in Europe focus on providing information on corporate strategy aimed at sustainable long-term value creation and relevant key performance indicators.

In the UK, many companies report on a six-monthly basis. This stems in part from the influence of the Kay Review on UK equity markets in 2012 which associated quarterly reporting with investor short-termism. Investors in the UK generally have strong relationships with UK listed companies – more so than perhaps in other markets – which may therefore partially compensate for the need for quarterly reporting. More generally, we observe that there has been a reduction in formulaic quarterly reporting and instead more trading updates. UK companies that still produce quarterly reports include those that have a dual listing in another market which requires quarterly reporting, or they compete with companies or have significant shareholder base in those countries.

3. ICGN position on quarterly reporting in Japan

Given the diverse perspectives of ICGN Members² around the world, ICGN does not generally have a formal position on whether quarterly reporting should be mandatory. ICGN supports transparency as a guiding principle of corporate governance, and while we understand the arguments of how quarterly reporting might encourage short term thinking, there are arguments suggesting that relaxing reporting periods could result in a higher cost of capital because of greater investment uncertainty.

While ICGN does not have a global position on whether quarterly reporting should be

¹ [The first meeting of the Working Group on Corporate Disclosure of the Financial System Council : FSA](#)

² ICGN Members are primarily institutional investors based on over 40 countries: 44% based in Europe (including UK), 27% USA, 25% Asia and 4% elsewhere.

mandatory, in the case of Japan, we would encourage the FSA not to abolish this requirement. The reason for this relates to the quality of corporate transparency and effectiveness of board oversight in Japan, comparative to other markets, leading to information asymmetry which negatively impacts the ability of investors to act as effective stewards in preserving and enhancing long-term value on behalf of their beneficiaries and clients. Examples of how information asymmetry occurs in Japan include:

- Japan is the only market in the world where annual report (The Securities Report (Yuho) in Japan) is not posted well ahead of the AGM, and it is a huge barrier to shareholders fulfilling their stewardship obligations to oversee the company's business model, corporate strategy, audited financial results, Key Audit Matters, and other corporate governance related information such as cross-shareholdings and executive remuneration. Yuho should be published well ahead of the AGM and with the full document in English.
- While the level of independent directors on TSE listed company boards has positively increased over recent years, this is still not commensurate with global standards.
- Many TSE listed companies are listed subsidiaries and have controlling shareholders with 50% or more voting rights which may minimise minority shareholder oversight and accountability.

Given the above examples, quarterly reports remain a source of valuable information for investors in TSE listed companies. We therefore reiterate the importance of maintaining quarterly reporting in Japan.

I hope that you have found our comments helpful, and we remain at your disposal should you have any questions. In this regard, please contact ICGN Board Member, Seiji Kawazoe by email at seiji_kawazoe@smatam.jp or ICGN's Japan Advisor, Amane Fujimoto by email at amane.fujimoto@icgn.org.

Yours faithfully,



Kerrie Waring
Chief Executive Officer, ICGN
Kerrie.waring@icgn.org

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
金融庁企画市場局局长
井藤英樹様

CC: 金融庁審議官 井上俊剛様
金融庁企業開示課長 廣川斉様

メール送付:

2022 年 12 月 16 日

拝啓

Re: 日本における企業の四半期開示

国際コーポレート ガバナンス・ネットワーク (ICGN) は、金融庁が招集する金融審議会ディスクロージャー・ワーキング グループ (DWG) で議論されている企業の四半期開示に関し、この書簡を金融庁に提出させていただくことを嬉しく思います。

約 70 兆ドルの運用資産を管理する投資家が主導する ICGN の目的は、資本市場の参加者を招集して、高水準のコーポレート ガバナンスと投資家ステewardシップを発展、推進、普及させることで、経済、社会及び環境の利益のために、長期的な企業価値を維持および向上させることです。詳細については、www.icgn.org をご覧ください。

私たちは、日本の監督当局やその他の利害関係者と協力して、コーポレートガバナンスとステewardシップの慣行を強化するための措置を支援してきた長い歴史を持っています。これは、東京証券取引所 (TSE) の時価総額の 30%以上が海外投資家によって保有しており、ICGN メンバーにとって主要な株式市場としての日本の重要性を反映しています。

1: 重複する制度の合理化、ひいては四半期報告書の廃止

日本では、2 種類の四半期開示の義務、すなわち、東京証券取引所が上場規則に従って求める四半期決算短信、金融庁が金融商品取引法によって求める四半期報告書があります。いずれも連結財務諸表の開示を求めており類似しています。四半期報告書は例えば、株主の状況、事業や契約の重要な変更の記述を求め、より詳細な情報開示が求められ、レビューの対象となっています。

四半期決算短信は、四半期報告書より一般的に平均5日程度早く開示されています。また四半期報告書の方が、虚偽記載についての罰則が厳しく場合により5年以内の懲役の対象となることがあり、一方、四半期決算短信は取引所が特設注意指定銘柄に指定する等の措置があります。

私たちは、日本での四半期開示の今後の見直しの目的は、元来、これら 2 つのアプローチを合理化し、単一の四半期決算短信とすることであると理解しています。その目的は、DWG³が発行した報告書に記載されているように、企業の報告負担を軽減し、四半期毎の開示の監督を単一の当局に統合することです。

³ [金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」\(第1回\)の開催について: 金融庁 \(fsa.go.jp\)](http://fsa.go.jp)

ICGN は、金融庁が提案する四半期開示の合理化と四半期報告書の廃止案を支持します。ただし、投資家やその他の利害関係者が会社の業績、ビジネスモデル、戦略に影響を与える重要な要因をタイムリーに定期的に評価できるようにするために、東証が要求する四半期毎の決算短信を引き続き必須とすることをお勧めします。

2. 四半期開示のメリットとデメリット

金融庁の意図は、企業や投資家が企業価値の創造に向けてより長期的な視点を持つよう促すことであると理解しています。四半期開示にはメリットとデメリットがあり、世界的なコンセンサスはありません。

多くの投資家は、四半期開示を透明性の重要な要素であり、経営陣の積極的な規律であると考えています。一方、四半期ごとの開示は管理上の負担を引き起こし、投資、資本配分、利害関係者との関係など、企業と投資家双方による長期的な思考を思いとどまらせると考える人もいます。

米国では、四半期ごとの開示が義務付けられており、米国の金融市場の規模と影響力を考慮して、いくつかの国がこのアプローチを模倣しています。対照的に、EU 加盟国に拠点を置く企業の四半期開示の必須要件はなくなりました。代わりに、四半期レポートの発行を継続するかどうかの決定は任意であり、会社の裁量に任されています。今日、ヨーロッパの多くの四半期レポートは、持続可能な長期的な持続的な価値の創造を目的とした企業戦略と関連する主要な業績評価指標に関する情報を提供することに焦点を当てています。

英国では、多くの企業が 6 か月ごとにレポートを作成しています。これは、2012 年の英国の株式市場に対するケイ・レビューの影響の一部起因しており、四半期ごとの報告と投資家の短期主義を関連づけるものでした。英国の投資家は一般的に英国の上場企業と強い関係を築いており、おそらく他の市場よりも強い関係を築いているため、四半期報告の必要性を部分的に補うことができます。より一般的には、定型的な四半期レポートが減少し、代わりに取引高の更新レポートが増えていることがわかります。依然として四半期報告書を作成している英国企業は、四半期報レポートを必要とする別の市場に二重上場している企業や、それらの国で企業と競合、または重要な株主基盤を持っている企業が含まれます。

3. 日本における四半期報告に関する ICGN の見解

世界中の ICGN メンバー⁴の多様な視点を考えると、ICGN は通常、四半期報告が義務付けられるべきかどうかについて正式な立場を持っていません。ICGN は、コーポレート ガバナンスの指針となる原則として透明性を支持しており、四半期ごとの報告が短期的な思考を促す可能性があるという議論は理解していますが、報告期間を緩和すると、投資の不確実性が高まるため、資本コストが高くなる可能性があることを示唆する議論もあります。

ICGN は、四半期ごとの開示を義務付けるべきかどうかについて世界的な統一見解を持っていませんが、日本の場合、この要件を廃止しないよう金融庁に奨励いたします。この理由は、他の市場と比較して、日本における企業の透明性の質と取締役会の監督の有効性に関連しており、情報の非対称性につながり、投資家が彼らの受益者と顧客の為に長期的な価値を維持および向上させる効果的なスチュワードとして行動する能力に悪影響を及ぼしています。日本で情報の非対称性がどのように発生するかの場合には、次のようなものがあります。

⁴ ICGN の会員は主に 40 か国超に拠点を有する機関投資家で、44%が欧州、27%が米国、25%がアジア、4%がその他となっています。

- 日本は、株主総会前に十分な時間を空けて、年次報告書(日本では有価証券報告書)が開示されていない世界で唯一の市場となります。このことは、投資家が、会社のビジネスモデル、企業戦略、監査済みの財務結果、主要な監査事項(KAM)および政策保有株式や役員報酬などのその他のコーポレートガバナンス関連情報を確認しながら、スチュワードシップ責務を果たすことを難しくしています。有報は、英語に翻訳されるとともに、株主総会前に十分な時間的な猶予をもって開示されるべきです。
- 東証上場企業の取締役会における独立取締役の割合は、近年増加していますが、これは依然として世界基準に見合ったものではありません。
- 東証上場企業には多くの上場子会社があり、少数株主の監督と説明責任が最小限に抑えられている可能性があります。

上記の例を考えると、四半期開示は、東証上場企業の投資家にとって貴重な情報源であり続けます。したがって、日本で四半期開示を維持することの重要性を繰り返します。

私たちのコメントがお役に立てば幸いです。ご不明な点がございましたら、お気軽にお問い合わせください。この件に関しては、ICGN 理事の川添誠司 (seiji_kawazoe@smatam.jp) または ICGN 日本アドバイザーの藤本周 (amane.fujimoto@icgn.org) までご連絡ください。

敬具



ケリー・ワリング

ICGN 最高経営責任者

Kerrie.waring@icgn.org