

ESG 对日股的影响：东京证券交易所政策与上市公司治理

——日股创新高系列研究之三

研究结论

- 日股创新高的背后驱动因素之一，是东京证券交易所（以下简称东证）不断改善上市公司治理水平。东证在公司治理改革中做了哪些努力？效果如何？本文从 ESG 的角度切入，重在梳理东证在 ESG，尤其是公司治理方面的举措和成效。
- **日本公司治理改革有顶层战略引领。**2013 年“日本复兴战略”提出重新评估公司治理。以此为契机，以金融厅 2014 年公布的尽责管理守则（负责任机构投资者的各项原则）和东证 2015 年公布的公司治理守则（上市公司的行动规范）两方面双轮驱动，公司治理改革拉开帷幕。此外，为了促进投资者和上市公司的有效对话，金融厅还在 2018 年制定《投资者和企业的对话指南》，整理了有望重点讨论的事项。三份文件构成了上市公司和机构投资者站在中长期观点上建设性对话的指引。
- **公司治理守则引导提高日企中长期价值。**东证《公司治理守则》采用原则导向和“不遵守就解释”的方法，具备灵活度，包括确保股东权利和平等性、与股东之外的利害相关方之间恰当的协作、确保恰当的信息披露和透明性、董事会等的职责义务、与股东进行对话五大基本原则。2021 年的最新修订站在企业价值的中长期增长角度与可持续发展的角度，围绕发挥董事会的职能、确保企业核心人才的多样性、和可持续性议题三方面进行了调整，针对主板市场上市公司进一步规定部分要求更高治理水平的内容。
- 根据东证对主板市场上市公司披露的治理报告分析来看，东证上市公司在 2021 年修订的多个重要的公司治理事项上有明显改善：截至 2022 年 7 月 14 日，主板市场有超 9 成的上市公司，其公司外部独立董事占董事会人数的三分之一以上，有 12% 的公司外部独立董事人数过半数；主板市场有近 9 成上市公司、标准市场有近 64% 的上市公司进行了董事会应具备技能的披露，TOPIX100 成分股公司中，多数更看重财务、会计、经营、法律、风险管理、全球化、国际化、IT、数字化、数字化转型方面的能力。
- **东证推动日企信息披露与国际接轨，吸引全球资金。**日本从 2010 年起可以自愿适用 IFRS。实施 IFRS，有利于加强日本与海外公司之间的可比性，并更容易投资日本。截至 2022 年 6 月底，IFRS 的适用集中在东证主板市场，已适用、决定适用或预定适用 IFRS 的主板市场上市公司共 220 家（市值合计达 315 万亿日元），占主板市场市值总额（673 万亿日元）的 46.9%。
- 方便海外投资者，实施英文披露的公司明显增多。根据东证的调查结果，从公司数量上来看，2022 年底，东证全市场超 6 成公司实施了英文披露，主板市场则有 97% 的公司实施了英文披露，较上一年有明显改善。从市值角度来看，到 2022 年底，主板市场几乎全部实施了英文披露，与守则修订后的新增要求较为相符。
- **东证引导上市公司自主披露 ESG 信息。**东证以及日本交易所集团（JPX）在普及 ESG 投资以及促进 ESG 信息披露方面实施了多项举措，包括加入 SSE、支持 TCFD、发布 ESG 信息披露实务手册，为上市公司自愿披露提供引导。
- 从上市公司的自我认识角度来看，企业价值受绝大多数上市公司重视。根据东证对主板市场上市公司披露的治理报告分析来看，主板市场上市公司超 9 成将企业价值、经营战略和经营计划视为重要议题。较多主板上市公司将“多样性”“员工”“人力资本”等人力资本关系视为重要的 ESG 议题。

风险提示

ESG 政策发展存在较大的不确定性。

ESG 政策存在落地不及预期的可能性。

报告发布日期

2023 年 05 月 29 日

证券分析师

薛俊	021-63325888*6005 xuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100002
张书铭	021-63325888*5152 zhangshuming@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517080001
张志鹏	zhangzhipeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522020002

联系人

段怡芊	duanyiqian@orientsec.com.cn
-----	-----------------------------

目 录

前言：日股创新高的重要内核：公司治理.....	4
顶层战略引领公司治理改革.....	4
公司治理守则引导提高企业中长期价值	4
公司治理守则的基本介绍	4
公司治理守则最新修订及实施成效	5
东证推动信息披露与国际接轨，吸引全球资金	7
与国际接轨，IFRS 自愿适用的上市公司增多	7
方便海外投资者，实施英文披露的公司明显增多	8
东证引导上市公司自主披露 ESG 信息.....	9
风险提示.....	10

图表目录

图 1：守则及对话指南	4
图 2：公司外部独立董事占董事会 1/3 以上的公司比例	6
图 3：公司外部独立董事在董事会过半数的公司比例	6
图 4：TOPIX100 成分股公司披露的董事会应具备的技能	7
图 5：2014~2022 年适用 IFRS 的上市公司数量	8
图 6：适用 IFRS 的上市公司市值占比（万亿日元）	8
图 7：东证实施英文披露的上市公司数量占比	9
图 8：东证实施英文披露的上市公司市值占比（2022 年底）	9
表 1：《公司治理守则》的主要内容	5
表 2：东证《公司治理守则》2021 年主要修订	6
表 3：《JPX-QUICK ESG 议题解说集 2020》议题一览	9
表 4：可持续性披露的关键词（主板市场）	10

前言：日股创新高的重要内核：公司治理

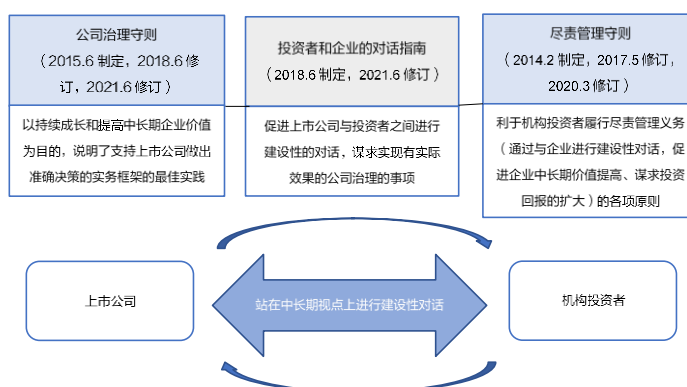
日本股市创新高不仅和宏观政策相关，日本企业的治理能力的提升也非常重要。日本东京证券交易所（以下简称：东证）从现代公司治理和全球投资趋势角度对上市公司提出系统性的要求，对日本股市创新高形成了重要支撑。

顶层战略引领公司治理改革

2013 年 6 月，内阁会议制定了“日本复兴战略”，其中提出重新评估公司治理，年内对日本版尽责管理守则进行研究和汇总，推动交易所采取措施强化公司治理。以此为契机，日本开始了公司治理改革，以金融厅公布的尽责管理守则（负责任机构投资者的各项原则）和东证公布的公司治理守则（上市公司的行动规范）两方面双轮驱动。

《尽责管理守则》期待投资者也能发挥促进被投资企业持续成长的作用，要求投资者准确把握被投资企业的情况并寻求与企业的交流，《公司治理守则》则以企业的持续成长和力图提高企业的中长期价值为出发点，要求企业与利益相关者合作，从中主动地应对 ESG 课题。此外，金融厅还在 2018 年制定《投资者和企业的对话指南》，作为上述两个守则的附属文件，其中整理了企业和投资者在对话时有望重点讨论的事项。三份文件构成了上市公司和机构投资者站在中长期视点上进行建设性对话的指引。

图 1：守则及对话指南



数据来源：日本证券经济研究所，东方证券研究所（2022 年）

公司治理守则引导提高企业中长期价值

公司治理守则的基本介绍

采用原则导向。东证制定的《公司治理守则》呈现基本原则、原则、补充原则三层结构，采用了“不遵守就解释”的方法，具备灵活性。关于各项原则如何实施，守则没有要求统一实施，但如果根据各公司的个别情况不实施原则的，公司则需要适当说明不实施的理由或者替代方案的实施情况。采用原则导向，关于其中的用语，守则没有明确进行定义，相关人员有望根据守则的宗旨和精神进行适当的解释和应对。

表 1：《公司治理守则》的主要内容

基本原则	主要内容
1. 确保股东权利和平等性：上市公司应确保股东的权利和平等性	● 实质确保股东的权利和平等性，包括确保股东对股东大会的议案有充分讨论时间，具体手段包括提前发送召集通知、以电子方式行使表决权、提供召集通知的英文版等等。 ● 关于资本政策的说明，包括基本方针、反收购政策、控股股权的变动和大规模稀释的必要性和合理性、出于政策目的的股东持股（披露持股方针、基于经济合理性验证的持股目的、关于合理性的说明、制定和披露表决权行使基准）
2. 与股东之外的利害相关方之间恰当的协作：上市公司应认识到，企业的持续性成长是员工、顾客、客户、社区等利害相关方贡献的结果，应努力与之协作。	● 以环境和社会问题为首的，对各种可持续性问题进行应对。 ● 确保企业核心人才的多样性，包括雇佣女性、外国人、社招员工。
3. 确保恰当的信息披露和透明性：上市公司，在按照法定要求披露财务信息和非财务信息的同时，还应会主动致力于提供其他信息，提供容易理解、可用性强的信息。	● 扩充信息披露，包括披露经营战略和计划、关于公司治理的基本方针、关于董事等的提名和报酬的方针及手续、英文披露、关于可持续性采取的措施。
4. 董事会等的职责义务：董事会应促进公司的持续成长，努力改善盈利能力和资本效率等，并发挥以下作用和职责。 （1）提示企业战略等等大方向。（2）管理层进行适当的风险保护环境建设。（3）从独立客观的立场出发，对管理层和董事进行有效监督。	● 有效利用公司外部独立董事，外部独立董事应为公司的持续成长和中长期企业价值的提高做出贡献，主板市场的上市企业应选任三分之一以上的公司外部独立董事（其他市场的上市公司应选任 2 名）等。 ● 确保董事会、监事会实际发挥作用，对董事会的有效性进行评价，会议运营（资料发放、审议事项等），信息获取（完善公司的支援体制、提供研修机会等）
5. 与股东进行对话：上市公司应从持续成长的角度出发，与股东进行建设性对话。	● 董事会应披露关于与股东进行建设性对话的方针。 ● 制定、发布经营战略和经营计划时，应以通俗易懂的方式向股东提示业务组合调整等具体如何实施。

数据来源：东京证券交易所、日本证券经济研究所，东方证券研究所

公司治理守则最新修订及实施成效

自 2015 年 6 月东证制定以来，《公司治理守则》先后在 2018 年、2021 年两次修订。整体上，2021 年的修订站在企业价值的中长期增长角度与可持续发展的角度，围绕发挥董事会的职能、确保企业核心人才的多样性、和可持续性议题三方面进行了调整。在新市场划分后，对于主板市场（Prime Market）及标准市场（Standard Market）的上市公司来说，修订后的基本原则、原则、补充原则全部适用；对于成长市场（Growth Market）的上市公司来说，仅适用修订后的基本原则。此外，根据主板市场是面向与全球投资者进行建设性对话为中心的企业的市场划分，在修订后的原则和补充原则中，针对主板市场的上市公司，守则进一步规定了一些要求更高治理水平的内容。例如，修订后的守则要求主板市场的上市公司，应就气候变化相关的风险和收益机会对本公司的

业务活动和收益等造成的影响进行必要的收集和分析，基于 TCFD 或与之同等的国际框架，不断充实信息披露的质和量。

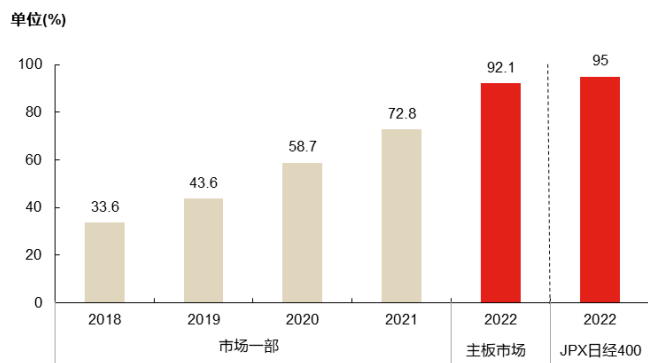
表 2：东证《公司治理守则》2021 年主要修订

修订事项	主要内容
发挥董事会的职能	主板市场的上市企业应选任三分之一以上的公司外部独立董事（必要时，可以推荐考虑选任过半数的公司外部独立董事）； 设置提名委员会、薪酬委员会（主板市场的上市公司，公司外部独立董事由委员会过半数选任）； 根据经营战略，披露董事会应具备的技能（知识、经验、能力）与各董事的技能的对立关系； 选任有在其他公司经营经验的经营人才作为公司外部独立董事。
确保企业核心人才的多样性	设定确保管理层多样性（起用女性、外国人、中途录用者）的观点和可测定的自主目标； 公布针对确保多样性的人才培养方针和公司内部环境整顿方针及其实施状况。
围绕可持续议题采取的措施	主板市场的上市企业，应充实基于 TCFD 或同等水平国际框架下气候变化披露的质和量； 制定可持续基本方针，公开公司采取的措施。
其他	主板市场上市的“子公司”，应选任过半数的公司外部独立董事或设置利益冲突管理委员会； 在主板市场的上市企业中推进投票权电子行使平台和英文披露。

数据来源：东京证券交易所，东方证券研究所

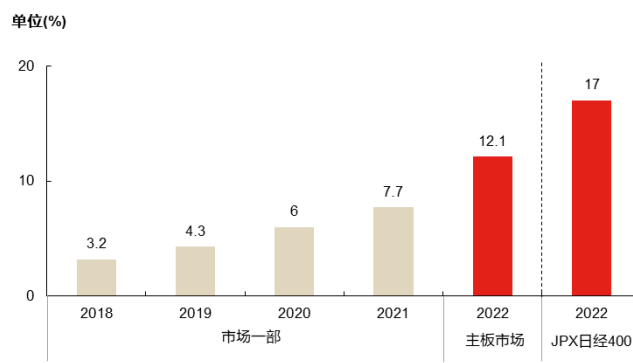
从《公司治理守则》最新修订实施一年后的情况来看，东证上市公司在 2021 年修订的多个重要的公司治理事项上有明显改善。根据东证对主板市场上市公司披露的治理报告分析来看，在发挥董事会职能方面，截至 2022 年 7 月 14 日，主板市场有超 9 成的上市公司，其公司外部独立董事占董事会人数的三分之一以上，有 12% 的公司外部独立董事人数过半数。

图 2：公司外部独立董事占董事会 1/3 以上的公司比例



数据来源：东京证券交易所，东方证券研究所 注：截至 2022.7.14

图 3：公司外部独立董事在董事会过半数的公司比例

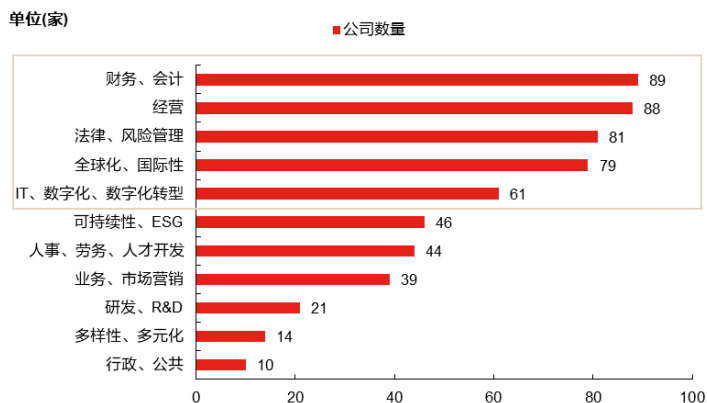


数据来源：东京证券交易所，东方证券研究所 注：截至 2022.7.14

在披露的董事会应具备的技能方面，截至 2022 年 7 月 14 日，主板市场有近 9 成上市公司、标准市场有近 64% 的上市公司进行了披露。以 TOPIX100 成分股公司为例，共有 94 家公司披露了董

事会应具备的技能，其中多数公司看重财务、会计、经营、法律、风险管理、全球化、国际化、IT、数字化、数字化转型方面的能力。

图 4：TOPIX100 成分股公司披露的董事会应具备的技能



数据来源：东京证券交易所，东方证券研究所 注：截至 2022.7.14

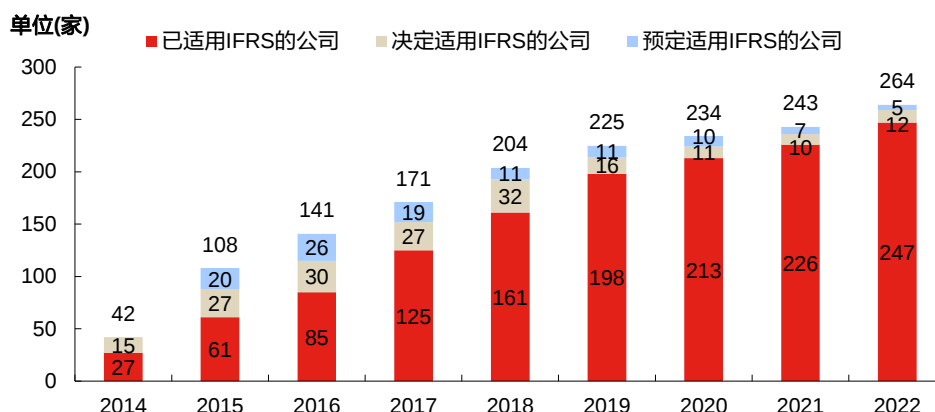
东证推动信息披露与国际接轨，吸引全球资金

与国际接轨，IFRS 自愿适用的上市公司增多

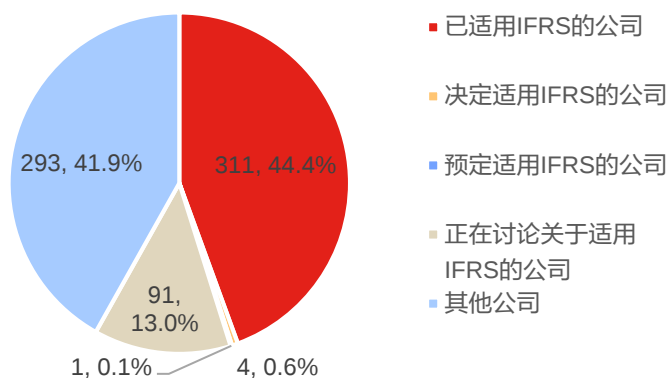
加强会计准则与国际接轨。近年来世界各国引入 IFRS 的脚步加快，各国的会计准则与 IFRS 呈趋同的趋势。在日本，从 2010 年起可以自愿适用 IFRS。另外，在日本复兴战略的顶层设计引导下，2014 年日本金融厅公布了关于自愿适用 IFRS 的企业在过渡时的课题和过渡带来的好处等的总结性报告，推进了适用范围的扩大。

实施 IFRS，有利于加强日本与海外公司之间的可比性，全球投资者将更容易对日本公司进行比较和分析，并更容易投资日本，有望进一步吸引全球资金；投资信息更具可比性，投资者可以更有效地做出投资决策来对公司而言，尤其是对于全球性公司而言，可以更有效地编制财务信息并提供同质信息。

IFRS 的适用集中在东证主板市场。东证已适用、决定适用或预定适用 IFRS（以下统称“适用 IFRS”）的上市公司逐年增加。截至 2022 年 6 月底，东证适用 IFRS 的上市公司达 264 家，市值总额合计 316 万亿日元，占东证全体上市公司市值总额（700 万亿日元）的 45.1%。分市场板块来看，适用 IFRS 的上市公司集中在主板市场，共 220 家公司，市值合计达 315 万亿日元，占主板市场全体上市公司的市值总额（673 万亿日元）的 46.9%。

图 5：2014~2022 年适用 IFRS 的上市公司数量


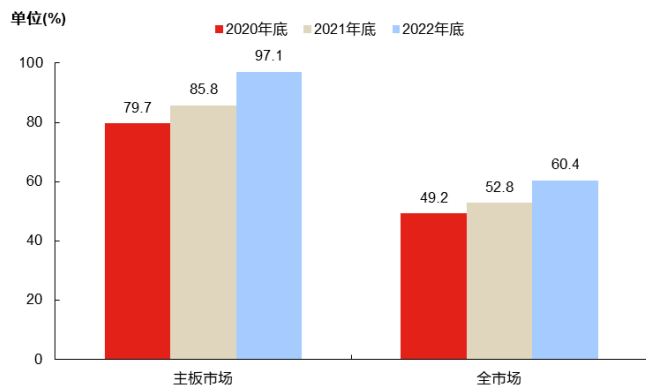
数据来源：东京证券交易所，东方证券研究所 注：各年度统计均截至当年 6 月底

图 6：适用 IFRS 的上市公司市值占比（万亿日元）


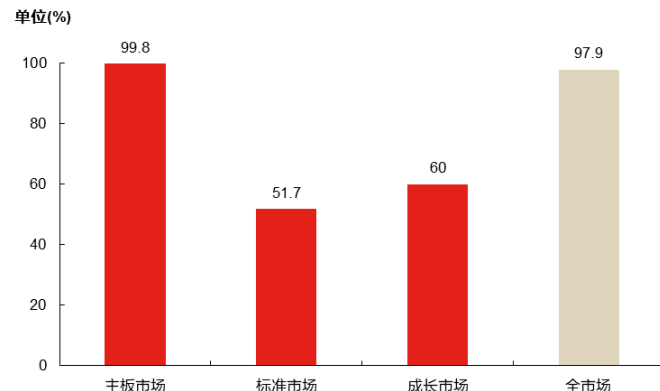
数据来源：东京证券交易所，东方证券研究所 注：市值截至 2022 年 6 月底

方便海外投资者，实施英文披露的公司明显增多

《公司治理守则》2021 年修订，进一步强调了主板市场上市公司进行英文披露的重要性，要求主板上市公司应当对披露文件中必要的信息披露英文版。根据东证的调查结果，从公司数量上来看，2022 年底，东证全市场上市公司超 6 成实施了英文披露，较上一年增长 7.6pct。主板市场上市公司则有 97% 的公司实施了英文披露，较上一年增长 11.3pct，有明显改善。从实施了英文披露的公司市值来看，到 2022 年底，主板市场几乎全部实施了英文披露，与守则修订后的新增要求较为相符。

图 7：东证实施英文披露的上市公司数量占比


数据来源：东京证券交易所，东方证券研究所

图 8：东证实施英文披露的上市公司市值占比（2022 年底）


数据来源：东京证券交易所，东方证券研究所

东证引导上市公司自主披露 ESG 信息

我们在之前的报告《境外 ESG 监管新发展——东方证券 ESG 专题研究系列之二》中，对东证以及日本交易所集团（JPX）在普及 ESG 投资以及促进 ESG 信息披露方面的举措进行了全面而细致的梳理。

JPX 于 2017 年加入了可持续证券交易所（SSE）倡议，并在 2018 年表示了对 TCFD 的支持。作为 JPX 支持可持续发展的重大举措，它与东证在 2020 年制定并发布了《ESG 信息披露实务手册》，支持上市公司自愿披露 ESG 信息，并于 2022 年 3 月底发布了第二本实务手册《JPX-QUICK ESG 议题解说集 2022》，旨在深入了解 ESG 问题并采取行动解决。

表 3：《JPX-QUICK ESG 议题解说集 2020》议题一览

	主题	具体议题
E（环境）	气候变化	缓和气候变化、能源利用与管理、适应气候变化
	预防污染	防止大气污染、化学物质管理
	资源循环	原材料采购与高效利用、废弃物和危险废弃物管理、塑料
	水	取水排水管理
	生物多样性	保全生物多样性及可持续利用
S（社会）	尊重人权	支持和尊重人权（国际人权宪章）、避免和消除对人权的负面影响、弱势群体的权利、财产权、安保人员
	雇佣和劳动惯例	排除强制劳动、有效废除童工、劳动中的非歧视及机会均等、骚扰和暴力、结社自由和集体谈判、劳动条件和社会保护、劳动安全卫生、多元化和包容性、促进和维持雇佣及开发员工能力
G（治理）	公司治理	确保股东权利和平等性、与股东以外的利益相关者进行适当合作、确保适当的信息披露及透明度、董事会等的职责、与股东交流
	ESG 风险管理	ESG 风险管理及流程
	反腐败	行贿受贿

数据来源：东京证券交易所，东方证券研究所

从上市公司的自我认识角度来看，企业价值受绝大多数上市公司重视。朝着提高企业价值这个方面，上市公司正在推进披露公司针对认为重要的 ESG 议题所采取的措施。根据东证对主板上市公司披露的治理报告分析来看，主板市场上市公司超 9 成将企业价值、经营战略和经营计划视为重要议题。较多主板上市公司将“多样性”“员工”“人力资本”等人力资本关系视为重要的 ESG 议题。此外，主板市场有近半数上市公司将 TCFD 框架作为参考。

表 4：可持续性披露的关键词（主板市场）

关于可持续性整体的关键词	可持续性基本方针	SDGs、ESG	企业价值	经营战略、经营计划	风险	收益机会
	366 家 (19.9%)	786 家 (42.8%)	1703 家 (92.7%)	1678 家 (91.3%)	1415 家 (77%)	374 家 (20.4%)
关于可持续性要素的关键词	地球环境	气候变化	自然资本	自然灾害	人权	多样性
	263 家 (14.3%)	904 家 (49.2%)	7 家 (0.4%)	81 家 (4.4%)	291 家 (15.8%)	1672 家 (91%)
	女性	外国人	员工	客户	人力资本	知识产权、无形资产
	1385 家 (75.4%)	979 家 (53.3%)	1529 家 (83.2%)	990 家 (53.9%)	1020 家 (55.5%)	943 家 (51.3%)
关于框架的关键词	TCFD	SASB	IIRC、综合报告框架	价值协作创造指南	ISO30414	关于知识产权、无形资产的投资、有效利用战略的披露及治理的指导方针
	906 家 (49.3%)	3 家 (0.2%)	6 家 (0.3%)	5 家 (0.3%)	1 家 (0.1%)	1 家 (0.1%)

数据来源：东京证券交易所，东方证券研究所 注：截至 2022.7.14

风险提示

ESG 政策发展存在较大的不确定性。

ESG 政策存在落地不及预期的可能性。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。