

黄金株と IFRS 第 10 号における支配概念

—日本製鉄株式会社による U.S. Steel 社の買収事例—

藤 田 晶 子

1. 問題の所在

計画の発表から 1 年半後の 2025 年 6 月 18 日に、ようやく日本製鉄による U.S. Steel 社の 100% 子会社化¹の手続きが完了した。当該買収は、2 兆円もの買収額もさることながら、大統領選に絡んだその政治問題化で注目をあびた。最終的に、トランプ大統領は、国家安全保障協定のもとで、アメリカ政府に対して U.S. Steel 社の黄金株 1 株を付与する条件で承認したが、そのさいの「もっとも重要なことは、U.S. Steel は引き続き米国によって管理されることだ」（日経新聞、2025 年 5 月 31 日）との氏の発言は、IFRS 第 10 号における支配概念に重要な問題を提起することとなった。

たしかに、U.S. Steel 社の当該黄金株には、設備投資や経営体制などの重要な意思決定に対して実質的な影響をおよぼしうる権限がふくまれており²、U.S. Steel 社に対するアメリカ政府の強い関与を可能にしている。U.S. Steel 社は、法的形式にそくして考えると、その株式 100%を保有する日本製鉄の子会社であるが、実質を優先する IFRS 第 10 号は、当該買収事例におけるアメリカ

政府の強い権限をどのように位置づけるのであろうか。いいかえると、IFRS 第 10 号の支配概念はこうした状況を十分に説明できるのであろうか。

本稿においては、上述の問題意識のもとで、IFRS 第 10 号における支配概念を整理したうえで、それと現実との乖離を明らかにし、意思決定の阻止をつうじて発現する支配形態、いわゆる、負の支配概念を検討していく。さらに、黄金株をはじめとする具体的事例の分析をつうじて、IFRS 第 10 号における支配概念とその限界を検討することとしたい。

2. 連結範囲と IFRS 第 10 号における支配概念

ここでは、IFRS 第 10 号の連結範囲にかかる支配概念を規定に忠実に確認しておくことにしよう。

IFRS 第 10 号は、連結範囲について、「投資者は、企業（投資先）への関与の内容にかかわらず、投資先を支配しているかどうかを判定し、みずからが親会社であるかどうかを決定しなければならない」（IASB, 2015, para. 5）とし、そこでの支配を「投資先への関与により生じる変動リターンに

対するエクスポージャーまたは権利を有し、かつ、投資先に対するパワーにより当該リターンに影響をおよぼす能力」（IASB, 2015, para. 6）と定義している。

当該支配概念は、次の 3 要素から構成される。すなわち、①投資先に対するパワー（「関連性のある活動を指図する能力」（IASB, 2015, para. 10））、②投資先への関与により生じる変動リターンに対するエクスポージャーまたは権利、③投資者のリターンの額に影響をおよぼすように投資先に対するパワーをもちいる能力である（IASB, 2015, para. 7）。ここでのパワーは、「投資先に関連する実質的な権利（substantive rights）」（IASB, 2015, para. B22）にもとづいて判断されるとし、そのさい、考慮すべき要素として「権利行使を妨げる財務的なペナルティやインセンティブ」「権利行使の可能性を低くする契約条件」（IASB, 2015, para. B23）などがあるという。

ここまでを簡潔にまとめると、IFRS 第 10 号における支配概念は、投資先の関連性のある活動を実質的に指図できる能力であり、その結果が投資者の利益に影響する状況と整理されよう。なお、本稿においては、IFRS 第 10 号にいう「関連性のある活動を指図する能力」を、便宜的に「意思決定を主導する能力」と表現することにしたい。なぜならば、本稿でとりあげる黄金株に固有の拒否権を、IFRS 第 10 号における支配概念の軸をなす積極的な意思決定能力と対比して検討したいからである。

ただし、IFRS 第 10 号においては、投資先の意思決定に影響をおよぼす実質的な権限が防御的権利（protective rights）である場合には、パワーとはみなさないと規定されている（IASB, 2015, para. B26-B28）。後述のように、防御的権利は、「投資先の活動の根本的な変更に関連するか、ま

たは例外的な状況でのみ適用される」（IASB, 2015, para. B26）とされ、その権利の対象として、信用リスクの変動を誘発する活動や、通常の事業から想定できない大規模投資などが列挙されている。

こうした IFRS 第 10 号における防御的権利は、形式的には意思決定の阻止を可能にする点で拒否権と類似するが、しかしながら、防御的権利は例外的事項に限定される点において、投資先の重要な活動に継続的に影響をおよぼしうる本稿の拒否権とは本質的に異なると考える。

もっとも、IFRS 第 10 号は「投資先が設計どおりに運営することを確保する約束だけではパワーの指標とはならない」（IASB, 2015, para. B54）とし、意思決定の逸脱を防止する権限は支配の根拠として不充分とみなしている。すなわち、IFRS 第 10 号は、支配の一形態として本稿の拒否権の存在を想定しているものの、それだけでは支配の根拠となりえないという。しかしながら、それは意思決定の主導的権限を中心において支配概念をとらえる IFRS だからこそその結論であり、拒否権のような意思決定の阻止により発現する負の支配もまた、支配の一形態といえるのではなからうか。いいかえると、現実の支配は、かならずしも IFRS 第 10 号のいうところの支配概念によって十分に整理できるとはかぎらない。

次節では先行研究に依拠しつつ、現実の経済社会において、所有構造や関係性をつうじて発現する支配の多様な形態を整理し、IFRS 第 10 号の規定を検討する。

3. 実質的支配と支配概念の拡張

ここでは、IFRS 第 10 号の支配概念を前提としつつ、La Porta et al（1999）らの先行研究に

における実質的支配の議論を整理し、その限界を指摘する。

La Porta et al (1999) は、企業の支配構造を国別および企業規模別に分析し、株主保護政策が充実していない国ほど、ひろく分散した株式の所有構造はみられず、支配株主がピラミッド型の所有構造や経営参加をつうじて大企業を支配していることを示した。結果として、主要なエージェンシー問題は、プロフェッショナルマネージャーによる逸脱ではなく、支配株主による非支配株主の利益の収奪であると指摘している。

こうした La Porta et al (1999) の指摘は、支配が形式的な議決権や直接的な意思決定権限にかならずしも依拠するものではなく、所有構造をつうじて増幅されることを示している。すなわち、支配株主は、ピラミッド構造をつうじて支配力を増幅させ、そのキャッシュフロー権 (cash flow rights) をうわまわる権限を保有している実態が観察されている。他方で、IFRS 第 10 号は、投資先に対する実質的な権利行使に着目して支配を判定する枠組を採用しているが、そこでは個別の権限やそのもとでの行使可能性を前提としているため、所有構造をつうじて累積的に形成される支配の増幅や、間接的な支配関係を充分にとらえることができていない可能性がある。

すなわち、IFRS 第 10 号の支配概念は、個別の明示的な権限にもとづく支配の把握には適しているものの、所有構造をつうじて形成される実質的な支配を十分に反映していない点で、その限界があるように考える。その意味で、La Porta (1999) は、IFRS 第 10 号の支配概念を検討するうえで、重要な示唆をあたえる論文であろう。

Bebchuk et al (1999) は、二重株式構造 (dual-class share structures)、株式ピラミッド (stock pyramids)、相互持株関係 (cross-ownership ties)

により、ごくわずかしき株式を保有していないにもかかわらず、企業を実質的に支配する支配的非支配株主構造 (controlling minority structure) が形成されることを指摘し、所有権とキャッシュフロー権の乖離がもたらすエージェンシーコストの増大と、それに対する規制強化の効果を検証している。これは支配がかならずしも持分比率にもとづくものではないことを示している。いいかえると、非支配株主持分でも現実的には支配が可能であることをあきらかにしている。

こうした所有構造のレバレッジによる支配力の増幅は、投資先に対する実質的な権利を判断しようとしながらも、結局のところは、議決権等の個別の権利を前提とせざるをえない IFRS 第 10 号の枠組では十分に把握できない可能性がある。すなわち、Bebchuk らの研究もまた、IFRS 第 10 号における支配概念の限界を示唆しているように思われる。

さらに、多国籍企業の国際的な所有権ネットワーク構造を分析した Vitali (2011) は、所有権がネットワークをつうじて累積的に伝播し、結果として、支配権が特定の中核企業に集中する構造的特徴を明らかにし、支配権の増幅メカニズムを検証した重要な示唆をあたえる論文であろう。Vitali (2011) は、4 万社もの多国籍企業について、それを起点および終点とするすべての所有権ネットワークを抽出し、世界中の多国籍企業の経済価値に対する支配権のほぼ 4 割がその中核をなす 147 社の多国籍企業によって保有されており、こうした国際的な超巨大主体 (international super-entity) が市場の競争を阻害するとともに、公式および非公式な交渉をつうじて支配権を行使していると指摘する。

Vitali et al (2011) が指摘する複雑かつ集中的な所有権ネットワークの実態は、La Porta et al

（1999）が示した支配権増幅の国際比較とも整合的であり、個別の権利を前提とする IFRS 第 10 号の支配概念が現実の所有権構造を充分にとらえきれていない可能性を示唆しているように思われる。

近年の研究においても、分散した所有構造のもとで実質的な支配が集中しうることが指摘されており（Fichtner et al., 2017; Bebchuk and Kastiel, 2017）、こうした構造的メカニズムをつうじた支配の増幅は現在も依然として重要な論点であると考えられる。

以上の先行研究に共通するのは、支配がかならずしも意思決定権限の行使として明示的にあらわれるものではなく、所有構造や関係性をつうじて増幅され、その発現形態も一様でないという点である。すなわち、現実の経済社会における支配の多様性に鑑みると、個別の権利と、意思決定の主導能力を軸として構成された IFRS 第 10 号の支配概念は、支配の一側面のみをとらえている可能性がある。

こうした問題意識にたつと、本稿の主眼である拒否権もまた、意思決定の主導的権限ではなく、意思決定を阻止することで企業の活動に影響をあたえる支配形態のひとつとして位置づけられるように考えられる。

4. 拒否権と負の支配

冒頭で述べたように、本稿の目的は、このたびの日本製鉄株式会社による U.S. Steel 社の買収を題材に、黄金株と IFRS 第 10 号における支配概念の関係性を整理することにある。そのために、まずは、拒否権を明確にしておく必要があろう。

本稿における拒否権（veto power）とは、企業の重要な活動に関する意思決定について、他の特定の主体がその成立を阻止できる権利である。支

配概念との関係でいえば、「投資先のリターンに重要な影響をおよぼしうる活動」についての意思決定を阻止する契約その他の法規制にもとづく権利であり、意思決定を主導する権限とは異なり、他者の意思決定を阻止することで企業行動に影響をおよぼす点に特徴がある。

IFRS 第 10 号は、拒否権について直接的には言及していないものの、投資先に関連する権利行使に障害が存在する場合には、当該権利が実質的な権利（substantive rights）に該当するか否かを慎重に判断することを求めている（IASB, 2015, paras. B22-24）。こうした権利行使に対する障害が具体的になにをさすのかは定義されていないが、拒否権の意義を明確化するために、投資先に関連する実質的な権利行使の支障となりうる類似の概念として、ここであらためて防御的権利（protective rights）と共同支配（joint control）をとりあげて比較しておこう。

まず、防御的権利についてである。上述したように、IFRS 第 10 号においては、他の主体がみずからの利益を保護するために、投資先の意思決定に制限をかける防御的権利を規定しており、具体的に、信用リスクの変動を誘発する活動や、通常の事業から想定できない大規模投資等が列挙されている（IASB, 2015, paras. B26-B28）。そこでの防御的権利は、権利行使の主体と、対象となる活動がきわめて限定的である点に注目したい。すなわち、権利行使できる主体は、非支配株主や債権者など、法的に保護された利害関係者であることが多く、対象となる活動もかれらの利益に直結する例外的事項に限定される。

したがって、防御的権利は、通常の活動、すなわち、IFRS 第 10 号のいう「投資先のリターンに重要な影響をおよぼしうる活動」にかかる意思決定には関与していないものとして位置づけられ

るとともに、こうした権利の影響が決定的でない点にも注目すべきであろう。他方で、本稿における拒否権とは、「投資先のリターンに重要な影響をおよぼしうる活動」にかかる意思決定に継続的に影響をおよぼしうる点で、防御的権利とは根本的に異なる。両者の差異は、たんに意思決定を阻止しうるか否かではなく、その意思決定そのものが将来の経済的成果を左右しうる活動に関連するか否かに求められる。この点において、IFRS 第 10 号の支配概念は、防御的権利を例外的事項に限定することで、関与する意思決定の範囲と、それを主導する能力の両面から構成されていると解されよう。

こうした防御的権利と拒否権の差異は、実証研究からも示唆される。Fried et al (2018) および Fried & Spamann (2018) は非支配株主に付与された拒否権 (minority veto rights) が企業行動におよぼす影響を分析している。Fried et al (2018) は、支配株主による企業の経済的価値の私的移転行為 (controller tunneling) として経営者報酬制度をとりあげ、それに対する非支配株主の拒否権を分析している。そこでは、イスラエルの事例ながら、こうした権利が報酬削減につながり、コーポレートガバナンスとして一定の効果を有しているものの、期待したほどの成果はえられていないことが実証されている。Fried & Spamann (2018) は、潜在的株式による希薄化 (cheap-stock tunneling) に対する非支配株主の拒否権を分析し、同様の結論にたっている。

なお、Fried et al(2018)および Fried & Spamann (2018) が分析対象とする非支配株主に付与された拒否権は、形式的には拒否権として位置づけられているものの、その対象は経営者報酬や潜在的株式による希薄化といった特定の取引に限定されており、機能的には投資者の利益保護を目的とする防御

的権利に近い性格を有している。

防御的権利ではないものの、「投資先のリターンに重要な影響をおよぼしうる活動」にかかる意思決定の障害となるであろう共同支配概念についても拒否権との異同点を確認しておこう。IASB によれば、共同支配は、「取り決めに対する契約上合意された支配の共有であり、関連性のある活動に関する意思決定が、支配を共有している当事者の全員一致合意を必要とする場合」(IASB, 2014, para. 7) とされる。すなわち、共同支配においては、関連する活動に関する意思決定は当事者間の合意によって形成され、複数の当事者による意思決定の形成過程への参加が前提となっているのに対して、拒否権は、意思決定の形成過程に参加することなく、その成立を阻止することにより影響をおよぼす点で大きく異なると思われる。

こうした防御的権利や共同支配にかかる IFRS の規定に鑑みると、そこでの支配概念は、「投資先のリターンに重要な影響をおよぼしうる活動」にかかる意思決定を主導する能力に軸をおいていることがわかるであろう。防御的権利はあくまでも例外的活動に限定され、かつ、その権利が決定的な影響を有していない点で、意思決定の主導的能力を左右するにはいたらず、他方で、複数の当事者が意思決定の形成過程に主導的に参加し、これらの合意を前提とする共同支配は、もはやその能力を喪失していると評価される。

防御的権利と異なり、本稿でとりあげる拒否権は、「投資先のリターンに重要な影響をおよぼしうる活動」にかかる意思決定を継続的に阻止できる権利である。すなわち、拒否権は意思決定を主導しないものの、それを実質的に阻止する点に特徴を有し、支配の一形態として位置づけることができよう。こうした支配は、意思決定を主導する能力、すなわち、正の支配のみを規定する IFRS

第 10 号の枠組においては、こうした負の支配を体系的にとらえることが困難であるように思われる。そこには、経済的実質に焦点をあてるとしながらも、結果的に個別の権利を前提とした法的形式に依存せざるをえない限界を内在しているといえる。

いいかえると、IFRS 第 10 号における支配概念は、多様な支配形態を網羅する概念ではなく、連結範囲を規定するための原則的モデルにすぎないのであって、問題は、その原則的モデルが、どの形態の支配をとらえ、どの形態の支配を見落とすのかという点にある。

5. 黄金株と国家による支配

黄金株とは、特定の株主に特別な権限を付与する種類株式であり、普通株主をうまわるより強い権限で意思決定を阻止できるところに特徴がある。ここでは、その発行を可能にする主要国の法制度を整理するとともに、上述した負の支配が黄金株の権限として実際に機能しているのか否かを検討する。

まず、わが国の会社法における黄金株の規定についてである。わが国においては、黄金株に直接的に言及する規定は存在しないが、会社法第 108 条 1 項 8 号にある「株主総会において決議する事項のうち、当該決議のほか、当該種類の株式の種類株主を構成員とする種類株主総会の決議があることを必要とするもの」により、定款でさだめれば、普通株式とは異なる定めをした拒否権付種類株式の発行が可能とされる（江頭、2024、166-167 頁）。また、その法的権限も、第 321 条の「この法律に規定する事項及び定款に定めた事項にかぎり決議することができる」種類株式総会の決議事項として付与される。

こうした法的根拠にうらづけられた拒否権の事例として、国際石油開発と帝国石油の経営統合により発足した株式会社 INPEX をあげることができる。株式会社 INPEX の 2025 年度有価証券報告書によれば、経済産業大臣が保有する甲種類株式には定款上の拒否権が付与されている。まさに、会社法第 108 条 1 項 8 号の適用と解される。

当該拒否権は、取締役の選解任、重要な資産の処分、定款変更、統合、資本の減少及び解散の決定についてであり、いずれも「中核企業として我が国向けエネルギー安定供給の効率的な役割に背反する形での経営が行われていく（または否定的な影響がおよぶ）蓋然性が高いと判断される場合」（INPEX、2026、46 頁）に行使するものとされる。すなわち、甲種類株式の存在により、株式会社 INPEX は、「経済産業大臣の判断によってはその経営の自由度が制約されることになる（INPEX、2026、46 頁）」という。

もっとも、拒否権は国家に限定して付与される権限ではない。非公開企業においては、特定の主体に対して拒否権付種類株式を付与する例もみられる。

英治出版は、2024 年 2 月にその発行済株式の 99.9%（5,800 株）を創業者から取得した面白法人カヤックに子会社化されたが、のこり 0.1%（1 株）をその従業員が加入・運営する一般社団法人「英治出版をつなぐ会」に黄金株として付与している。商号・パーパスの変更についてのみ行使できる当該株式の拒否権は、英治出版の組織文化や従業員の主体的な経営参加を目的としており（面白法人カヤック、2024）、限定的な範囲であるものの、企業の基本的方向性に影響をおよぼしうる点に注目したい。

これらの権限は、意思決定を主導するものではないが、当該意思決定の成立を阻止することによ

り企業行動に決定的な影響をおよぼしうる点において、負の支配が制度的に具現化した事例と位置づけることができる。

他方で、EU においては、国家に付与された黄金株が既存株主の利害に抵触する点が問題とされ、資本移動の自由 (freedom of capital movements) に制限をかける特別な権限は、EU 法に違反するとした司法判断がくだされている。

ここで、特別な権限とは、外国投資の上限設定などの所有権の変更を管理する権限、または経営上の決定に対する独占的な拒否権のいずれかを含む権限であり、そのひとつである黄金株とは、「政府が有限または無限に保有する株式であり、これにより国は特定の事象や会社組織の変更に対して拒否権を行使することができる株式」とされる (EU, 2005, p. 6-7)。古いデータではあるが、2005 年の時点で、141 もの企業が特別な権限を国に付与していたという (EU, 2005, Annex3)。

フランス政府により保有されていた Société Nationale Elf-Aquitaine の黄金株はその一例であろう。議決権を有する株式の保有制限および、4 つの子会社の譲渡にさいして経済大臣に事前の承認を求める当該株式であったが、域内投資に制限的性質を有し、EU の資本の自由な移動や設立の自由 (the free movement of capital and the right of establishment) を規定する条約第 73b 条および第 53 条とは両立しないとみなされた (EU, 2002, para. 19)。いいかえれば、このことは国家による拒否権が域内投資を実質的に制約しうることを示している。

なお、EU において、黄金株はそのおおくが資本の自由な移動をうたう EU 法に反するとみなされているのに対して、合法と判断された事例もあることに注目したい。それは、ベルギー政府が保有する Société de distribution du gaz SA の黄金株である。当該黄金株は、重要資産の処分および

国のエネルギー政策に反する取締役決議に対して取消を提案できる権限であったが、こうした権限は、決議後の事後的提案であるとともに、公共サービス提供義務を遵守させ、危機発生時のエネルギー供給を保証するための介入であるとして正当化されている (EU, 2002, paras. 43-55)。

このように、EU においては、黄金株にもとづく拒否権を一律に否定しておらず、その機能や目的におうじて判断しているものの、当該権限が企業の意思決定に対して実質的な影響をおよぼしうる支配の一形態を前提としている点で、負の支配の存在を示唆するといえよう。

世界 3 位の民間航空機メーカーである Embraer 社に対するブラジル政府の黄金株にも注目したい。ブラジルにおいては、1990 年に制定された民営化法 (1997 年に改定) により、定款でさだめられた事項について拒否権 (veto power) 付種類株 (particular class of the capital stock) を政府に付与することが認められているという (Teles & Dias, 2022, p. 21)。ブラジル政府に付与された Embraer 社の黄金株は、その企業名・事業目的の変更、軍事プログラムの策定や変更、支配権の移転などの事項について拒否権を行使でき (Embraer, 2026, p. 116)、その権限行使による負の支配は 2018 年のボーイングによる買収阻止でも如実に示されている。

すなわち、ブラジルにおいては、国家による拒否権が企業の重要な意思決定に対して実際に行使されており、意思決定を主導しないものの、企業行動に決定的な影響をおよぼしうる点で、負の支配が現実機能していることがわかる。このことは、拒否権が例外ではなく、国家による支配の一形態として制度的に定着していることを示唆している。

州ごとに会社法が規定されているアメリカにお

いては、たとえば、デラウェア州の会社法 § 151 (a)「株式の分類 (Classes and series of stock; redemption; rights)」によれば、株式の種類や、特別な権限など、それに付与される権限は定款により自由に設計することができる (Delaware, Title8-Chapter1-SubChapter V)。よって、規定上は、黄金株の付与は可能であると考えられるが、わが国やブラジルのように、国家が黄金株をつうじて拒否権を保持する事例は一般的ではない³。

むしろ、アメリカにおいては、U.S. Steel 社の事例にみられるように、CFIUS (Committee on Foreign Investment in the United States) や大統領権限により、国家が他企業による買収や重要な意思決定を阻止する事例がみられる。こうした権限は、株式所有にもとづく権限ではないものの、意思決定の阻止により企業行動に決定的な影響をおよぼしうる点で、本稿における黄金株と同様の機能を有するといえよう。

いいかえると、黄金株とそれに類する拒否権は特定の株式制度に依拠するものではなく、多様な制度形態のもとで発現しうる。

なお、近年、Google や Meta などのアメリカのテック企業において、議決権に格差をつける DCS (dual class share) の発行が顕著であるが、キャッシュフロー権と支配権とを切り離すことで、非支配株主による支配を強固にする DCS (佐賀, 2020, 4 頁) と類似しながらも、黄金株は意思決定を阻止する権限を中心にすえている点で異なる。DCS は、たとえば、Alphabet の例でいうと、1 株につき 1 票の議決権のクラス A に対して、クラス B は 1 株につき 10 票の議決権を付与される (Alphabet, 2026, p. 22) など、支配権を維持する効果を有するのに対して、黄金株は議決権の多寡により意思決定を主導するのではなく、意思決定を阻止する権限であり、支配のあり方として

質的に異なるものがある。すなわち、DCS は正の支配の強化であり、黄金株は負の支配であり、両者は対照的な関係にあるといえよう。

背景が異なるとはいえ、こうした事例からは、黄金株とそれに類する拒否権が現実中存在し、負の支配として機能していることが確認される。他方で、意思決定の主導能力を軸とする IFRS 第 10 号の支配概念においては、これがかならずしも充分にとらえられていない可能性がある。

6. おわりに—IFRS における支配概念の再検討

ここまで、日本製鉄による U.S. Steel 社の買収を題材に、IFRS 第 10 号における支配概念とその限界を検討してきた。そこでは、実質的権限をうたいながらも、投資先の意思決定を主導する権限に焦点をあて、それを個別に認識することで支配関係をみきわめようとする枠組が採用されている。しかしながら、現実の経済社会に目をむけると、支配の増幅や負の支配という多様な支配形態が存在し、そこには無視しえない乖離が認められる。

それを顕在化させたのがアメリカ政府に対して付与された U.S. Steel 社の黄金株であろう。巨額の設備投資や経営陣指名の制約など、その将来の経済的成果を左右する活動に関連する拒否権は、意思決定を主導しないものの、それを阻止する決定的な権限を有している。当該権限は IFRS 第 10 号がいうところの防御的権利には該当せず、負の支配にほかならない。こうした負の支配の存在は、単一主体による意思決定の主導的権限を軸に支配を把握する IFRS 第 10 号における枠組の限界を明確に示している。

もっとも、基準が複雑な現実の経済社会を網羅的に規定するのは困難であろう。しかしながら、

IFRS 第 10 号は連結範囲を規定するための原則的モデルとして理解されるべきであり、そのあるべき運用と限界をふまえて慎重に適用する必要があると考えられる。実態の反映という会計の基本的役割にてらしてみると、本稿で検討した事例は、画一的な基準の適用が有する限界の一例と位置づけることができよう。

注

- 1 もっとも、U.S. Steel 社は米国政府に対して黄金株を発行しているが、当該株式は通常の経済的権利をとまわず、企業的意思決定に対する拒否権を付与する性質のため、本稿においては持分比率とは区別してとりあつかう。
- 2 当初の計画どおり 2028 年までに 110 億 US ドルの設備投資をすること、アメリカの製造拠点における鉄鋼生産・供給能力の維持、独立取締役の選任権（トランプ大統領は商務省首席顧問を指名）、取締役会の過半数および経営陣の中核メンバーをアメリカ国籍とすることなどの権限を有している（日本製鉄、2025、167 頁）。
- 3 定款において特別な権限が付与されている事例として、Creative Action Network 社や Snapchat 社、Patagonia 社などをあげることができるが（Thomas, 2022）、いずれも特殊な組織形態である（Thomas, 2022）。

参考文献

- Bebchuk, L. & Kastiel, K., “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, *Discussion Paper No. 905*, Harvard Law School, 2017.
- Bebchuk, L., Kraakman, R. & Triantis, G., “Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control From Cash Flow Rights”, *NBER Working Paper*, No. 6951, 1999.
- Court of Justice of the European Union, *Case C483/99, Commission v France (Elf Aquitaine)*, Judgment of 4 June 2002. CELEX No. 61999CJ0483.
- Court of Justice of the European Union, *Case C503/99, Commission v Belgium (Distrigaz)*, Judgment of 4 June 2002. CELEX No. 61999CJ0503.
- Commission of the European Communities, Special rights in privatised companies in the enlarged Union—a decade full of developments, *Commission Staff Working Document*, 2005.
- Delaware General Corporation Law, *Title8-Chapter1-SubChapterV*, Delaware Code Online.
- Fichtner, J., Heemskerk E.M. and Garcia-Bernardo, J., “Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re concentration of corporate ownership, and new nancial risk”, *Cambridge University Press*, 2017.
- Fried, J.M., Kamar, E. & Yishay Yafeh, “The Effect of Minority Veto Rights on Controller Tunneling” *ECGI Law Working Paper*, 2018.
- Fried, J., & Spamann, H., “Cheap-Stock Tunneling” *ECGI Law Working Paper*, 2018.
- Gaydarska, N., & Rammeloo, S., “The legality of the “golden share” under EC Law”, *Maastricht Working Papers Faculty of Law*, 2009.
- International Accounting Standards Board, *International Financial Reporting Standard No.10 “Consolidated Financial Statement”*, 2015.（企業会計基準委員会監訳『IFRS 会計基準 2023』中央経済社、2023 年）
- La Porta, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. and SHLEIFER, A., “Corporate Ownership Around the World” *The Journal of Finance*, Vol. Liv. NO. 2, 1999.
- Teles, A.C. & Dias, M.O., “The Evolution of Privatization in Brazil: The Case of Embraer”, *International Journal of Development and Economic Sustainability*, 2022.
- Thomas, N., Golden Shares and Social Enterprise, *Harvard Business Law Review*, 2022.
- Vitali, S., Glattfelder, J.B. and Battiston, S., “The Network of Global Corporate Control” *Plos One*, 2011.
- 江頭憲治郎, 『株式会社法（第 9 判）』有斐閣, 2024 年。
- 佐賀卓雄, 「デュアル・クラス・シェア（DCS）・ストラクチャの論理と現実」, 証券経済研究第 111 号, 2020。
- Alphabet INC., Form10-K, 2026, 0001652044-26-000018.
- EMBRAER S.A., Form 20-F, 2026, 20-F.pdf.
- Inpex, 2025 年 12 月期有価証券報告書, securities20260326.pdf.
- 面白法人カヤック, 2024 年 2 月 29 日プレスリリース, <https://www.kayac.com/news/2024>.
- 日本製鉄, 2025 年 3 月期有価証券報告書, nipponsteel_jp_br_2024_all.pdf.