

クロスボーダーM&A から見る「黄金株」の意義

2025年6月13日（米国時間）、トランプ米大統領は、大統領令に署名し、日本製鉄（以下、日鉄）とUSスチールの合併案を正式に承認した。この承認は、米国の国家安全保障と利益の維持を確保するため、両社が米国財務省との間で国家安全保障協定（National Security Agreement, NSA）を締結することが条件とされた¹。当該協定で鍵となる点は、日鉄がUSスチールの経営に関して、米国政府に特定事項への拒否権を持つ特別な株式、すなわち「黄金株」の発行を承諾したことである。本稿では、黄金株の定義とM&Aにおけるその重要性について説明する。

1. 日鉄とUSスチールにおけるM&Aの経緯

2024年3月、日鉄は対米外国投資委員会（CFIUS）にUSスチールの買収を申請した。この案件は審査を経て、当時のバイデン大統領に判断が付託された。バイデン大統領は、鉄鋼は国防とインフラ整備の重要な原材料であるため、国内の鉄鋼企業を外国資本が支配することになれば、国家戦略の自立性に影響を与える可能性があることを考慮し、本係争M&A案件は、米国の国家安全保障に危害を及ぼすおそれがあるとして否決した。しかしながら、トランプ大統領の就任後、本M&A案件の再審査が指示された。再審査では、案件が構成し得る米国の国家安全保障に対するリスク評価に加え、より踏み込んだ緩和措置の検討が行われた。M&Aに参加する両社とCFIUSとの複数回にわたる協議の末、トランプ大統領は最終的に、両社が国家安全保障協定を締結することを前提にM&Aを許可し、国家安全保障の維持と利益追求との間で均衡を図る決断を下した。

国家安全保障協定の具体的な合意内容は公開されていないものの、両社の共同声明によると、当該協定には以下の二つの中核的約束が含まれている²。

- (1) 日鉄は2028年までにUSスチールに約US\$110億を投資すること。
- (2) 米国政府は、「黄金株」を取得し、USスチールの経営に関して、次のような特定事項に対して拒否権を行使することができること。

¹ [The White House, Presidential determination regarding the proposed acquisition of the United States Steel Corporation by Nippon Steel Corporation, June 13, 2025.](#)

² [Nippon Steel Corporation and United States Steel Corporation, President Trump Approves Historic Partnership between U.S. Steel and Nippon Steel, June 14, 2025.](#)

本文の著作権は、台湾通商法律事務所により所有され、当所の書面許可なく、任意に使用してはならない。

- ・社名の変更
- ・US スチールの生産ラインの米国外への移転
- ・約束した投資の削減または延期
- ・米国政府の同意を伴わない工場の閉鎖³

上記の約束により、米国政府は US スチールに対して一定の管理と監督権限を保持するほか、今回の M&A が米国の経済的利益と国家の安全を損なわないことを担保している。一方で日鉄と US スチールは、この枠組みの中で経済的利益の最大化を目指すことが可能となった。

2. 黄金株の意義

黄金株は種類株式の一種である。普通株式と比較して、種類株式は特定の権利又は制限が設けられている。台湾の会社法第 157 条第 1 項では、会社が種類株式を発行するとき、定款においてその旨を定め、かつ、当該条項により明示的に認められた種類株式に限定しなければならないと規定されている。例えば、配当の優先的又は劣後的分配、董事若しくは監査役への選任の制限又は禁止、複数の議決権又は無議決権などが挙げられる。同条第 4 号では、特定の株主が会社の特定の重要事項に拒否権を持つ種類株式の付与について規定されている。このような種類株式は、その持株比率の多寡にかかわらず、特定事項に対して絶対的な決定権限を持ち、コーポレートガバナンスに実質的コントロール力を有することから「黄金株」と呼ばれる。

黄金株の具体的な権利の内容は、通常、各会社それぞれが経営ニーズに応じて設計することができる。例えば、社名変更、特定資産の譲渡、会社の解散など、株主が権利を行使することができる様々な事由が対象となり得る。しかし、黄金株は特定の株主に特定の事項において、大多数の株主の意思を覆すほどの強力な拒否権を与えるため、その権限はコーポレートガバナンスを左右し、一般株主の権利利益にも影響を与える可能性がある。このため、一部の国では黄金株の発行には条件が設けられている。例えば、台湾では会社法 157 条第 3 項において、現在、「非公開会社」に限り黄金株を設定することが認められている。

黄金株は、企業の柔軟なガバナンスツールとしてだけでなく、実務上、一般的に国家利益と資本市場のバランスを調整する手段としても認識されている。特に国家資源又は公共の利益に関わる会社については、各国政府は、黄金株を保有することにより、

³ [松本 萌, 日本製鉄、US スチール買収後の難路 「黄金株」の影響が焦点に, 日経ビジネス, 2025年6月17日。](#)

本文の著作権は、台湾通商法律事務所により所有され、当所の書面許可なく、任意に使用してはならない。

会社の経営政策が国家の安全及び経済的利益に影響を与えないことを担保することができるのである。例を挙げると、ブラジル政府は国防技術と国家の安全保障を確保するため、同国の航空機メーカーエンブラエル (Embraer) の黄金株を保有している⁴。また、M&A の実務においても、黄金株の活用には先例がある。2024 年チェコの EP グループが英国の郵便事業会社ロイヤルメール (Royal Mail) を買収する際に、取引審査を通過させた重要なポイントとして、EP グループが英国政府に対し、特定事項に関する拒否権を付与する黄金株の発行を約束した事例が挙げられる⁵。

3. 結論

企業間の M&A は世界各地で絶え間なく展開されており、その戦略も進化し続けている。如何に交渉の過程において利益を最大化するかは、双方の協議による合意に頼るだけでなく、法的枠組みの中で多様な制度を柔軟に運用できるかにかかっている。今回の M&A 案件は、黄金株制度の導入により、日鉄、US スチールそして米国政府それぞれの利益に配慮し、国家安全保障審査及び企業経営との間の均衡を図ることに成功した。この方式は、今後の M&A 実務における重要な参考戦略の一つとなる可能性があり、その動向は注目に値するであろう。



⁴ [Brad Haynes and Anthony Boadle, Exclusive: Boeing willing to preserve Brazil's 'golden share' in Embraer deal, Reuters, 19 January, 2018.](#)

⁵ [Simon Jack, Royal Mail owners agree to £5bn takeover offer, BBC News, 29 May 2024.](#)

本 Newsletter は、法律の原則に基づいて説明するものであり、具体的な案件に対する法律意見を提供するものではありません。また、各案件により、その内容及び事実関連が異なり、考慮される面も異なるため、具体案件に対する法律意見のご相談は、弊所へお問合せ下さい。