

移転価格とリスク・フリーの利子率

藤 岡 祐 治

- I はじめに
 - 1 問題意識
 - 2 先行研究
 - 3 本稿の構成

- II 関連企業間取引における通貨の選択と課税
 - 1 Chevron 事件の概要
 - 2 通貨の選択が持つ課税上の意味

- III OECD における金融取引に関する移転価格の議論
 - 1 BEPS プロジェクトにおける議論
 - 2 金融取引に関する討議草案
 - 3 金融取引に関する移転価格ガイダンス

- IV リスク・フリーの利子率の算定
 - 1 前提
 - 2 設例による検討
 - 3 金融取引に関する移転価格ガイダンスの検討
 - 4 小括

- V おわりに
 - 1 通貨によるリスク・フリーの利子率の差
 - 2 国際経済における米ドルが占める特殊な地位
 - 3 国際取引における通貨と課税

I はじめに

1 問題意識

本稿は、国際課税の文脈においてどのようにリスク・フリーの利率を算定すべきかを考察するものである。リスク・フリーの利率をどのように決めるかは、BEPS 行動計画の実施、特に移転価格税制に影響を与える。

国内取引の場合、リスク・フリーの利率については、その国の国債の利率を参照するケースが多いと考えられる。これに対し、国際課税が対象とする国際取引の場合、リスク・フリーの利率をどのように算定するかについて合意に達するのは容易ではないであろう。国内取引と国際取引の違いは、国際取引の場合、いくつかの通貨が関わってくる点である。これは、貨幣の対外的価値変動より生ずる為替差損益に対する課税が前提とする背景と共通する⁽¹⁾。すなわち、国際取引の場合、実際の取引で使用する通貨、当事者が通常用いている通貨及び納税に用いる通貨が異なることが多く⁽²⁾、リスク・フリーの利率を考えるに当たってもこれらを考慮する必要がある。それゆえに、国際取引においてリスク・フリーの利率を算定するのが難しいのであると考えられる。

まず、取引で使用する通貨は、その当事者が自由に決定できる⁽³⁾。この通貨の選択は、その選択に伴うリスク配分をどうするかということによって決まると考えられ、事後的に実現する課税所得に影響を及ぼす。もともと、こ

-
- (1) 国際的な取引に対する所得課税において金銭の価値変動が現れる1つの局面が為替差損益に対する課税である。為替差損益に対する課税については、藤岡祐治「為替差損益に対する課税：貨幣価値の変動と租税法（1）～（6・完）」国家130巻9・10号790頁（2017）、131巻1・2号162頁、3・4号368頁、7・8号750頁、11・12号1118頁（以上2018）、132巻1・2号192頁（2019）。
 - (2) 藤岡・前掲注1「為替差損益に対する課税（3）」328頁。ある取引における通貨の選択は、契約によって発生した債務をどの通貨によって弁済するかという問題もあるが、ここではどの通貨によって契約を結んだかという点である。
 - (3) 神田秀樹「通貨法についての整理と展望」金法1715号19頁、19-21頁（2004）。

れ自体はリスク・フリーの利子率と直接の関係はない。これに対し、事前の観点からは、当事者がどのような通貨を価値尺度として経済的な利得を考えているかということが影響する。特にリスク・フリーの利子率を検討する本稿の観点からは、こちらの方が重要である。

租税制度の基底には貨幣制度があるため、国際取引に対する課税においても当然貨幣（通貨）を考慮する必要がある。そして、このような観点から本稿では、リスク・フリーの利子率を検討する。

2 先行研究

国際取引に対する課税について通貨に着目することはあまり多くないが、既にこの点に着目している先行研究もある⁽⁴⁾。本稿では、リスク・フリーの利子率を検討するため、以下で見るように金融取引の移転価格に関する側面を検討する。この点に関連して、移転価格におけるリスクについてファイナンス理論を用いて分析を行い、移転価格における為替リスクの関係を論じているものがある⁽⁵⁾。また、移転価格と為替リスクの関係については、実際の関連企業間取引の価格に為替レートの変動がどのような影響を与えるかを分析し、移転価格の問題が起り得ることを指摘する研究もある⁽⁶⁾。このような研究が行われた背景には、移転価格税制を採用した1986年以後に円ドルの為替レートが大きく変動したということや、当時の日米の国際貿易の状況も関係していると考えられる。本稿は、リスクの部分については検討しないが、これらは移転価格において通貨に着目した研究として本稿と共通の問題

(4) Cf. PETER HARRIS & DAVID OLIVER, INTERNATIONAL COMMERCIAL TAX 11-12 (2010).

(5) 中里実『国際取引と課税——課税権の配分と国際的租税回避——』413-426頁（有斐閣，1994）〔初出1993〕（John Wills, *Transfer Pricing and Currency Risk*, 49 TAX NOTES 567 (1990) を参照しつつ論じる）。

(6) 角田伸広「為替変動の移転価格への転嫁と二重課税リスクの基本的構造」租税研究 679号 63頁（2006）。

意識を有している。このような意味において、本稿は、これらの先行研究につながるものとして位置付けることが可能である。

3 本稿の構成

以下では、国際課税におけるリスク・フリーの利子率について検討を行う。本稿の構成は次のとおりである。まず、関連企業間取引における通貨の選択が課税所得に影響を与えた事例として有名な Chevron 事件を紹介する (II)。もっとも、これは、リスク・フリーの利子率に直接関係するものではなく、国際課税において通貨についても考慮すべきことを示すためのものである。次に、OECD において金融取引の移転価格に関する側面について議論が行われているため、この議論を紹介する (III)。この議論の中では、リスク・フリーの利子率についても検討を行っている。以上を踏まえて、国際課税の文脈におけるリスク・フリーの利子率について理論的な観点から分析を行う (IV)。最後に、以上の分析に関連する点について付言した上で、結論をまとめる (V)。

II 関連企業間取引における通貨の選択と課税

1 Chevron 事件の概要

Chevron 事件⁽⁷⁾は、オーストラリアにおける事件で、関連企業間の貸付けについて独立当事者間基準の適用がいかに難しいかを示した事件として有名である⁽⁸⁾。石油メジャーの1つである Chevron のオーストラリア事業の再編に伴って行われた企業グループ内における貸付けが問題となった。既に

(7) *Chevron Australia Holding Pty Ltd v Commissioner of Taxation* (2015) 102 ATR 13; *Chevron Australia Holding Pty Ltd v Commissioner of Taxation* (2017) 251 FCR 40.

(8) Richard J. Vann & Graeme S. Cooper, *Transfer Pricing Money - the Chevron Case*, in ITP@20, at 407 (New York Univ. ed., 2016).

本事件を紹介する先行研究がいくつかあるので、事件の概要を簡潔に説明すると次のとおりである⁽⁹⁾。

オーストラリア事業の親会社である Chevron Australia Holdings Pty Ltd (CAHPL) が、この取引のために新設された米国子会社 Chevron Texaco Funding Corporation (CFC) と信用供与契約 (Credit Facility Agreement) を締結した。この契約は、豪ドル建てによるもので、25 億米ドルに相当する豪ドルを総額として⁽¹⁰⁾、1 か月豪ドル BBA LIBOR+4.14% を利子とするものであった⁽¹¹⁾。CFC は CAHPL との間で信用供与契約を締結するに当たって、米国でコマーシャル・ペーパーを発行して資金調達を行っていた⁽¹²⁾。そして、CFC が米国で発行したコマーシャル・ペーパーの利子率は約 1.2 % であった⁽¹³⁾。

この信用供与契約に基づいて CAHPL は CFC から借入れを行ったが、この借入れは両者の米国における口座をとおして行われ、口座間のやりとりは米ドルによって行われた⁽¹⁴⁾。なお、この信用供与契約に保証は付されてお

(9) 今村隆「移転価格税制と OECD 新ガイドライン—各国の裁判例を分析して— (第 2 回)」租税研究 824 号 102 頁, 105-108 頁 (2018) ; 川田剛「米国子会社を利用した資金調達に伴って支払われた金利が豪州から米国への利益移転に当たるとして移転価格税制により否認された事例」月刊税務事例 51 巻 9 号 111 頁 (2019) ; 川田剛「国外関連者との間の金銭貸借契約等における設定金利が高すぎるとされた事例」月刊税務事例 52 巻 2 号 110 頁 (2020)。

(10) 実際の表現は次のようなものであった。“[I]n the aggregate the equivalent in Australian Dollars ... of Two Billion Five Hundred Million United States Dollars” (*Chevron*, (2015) 102 ATR 13, at [2]).

(11) この利子率は、8.97% に相当するものであった (*Id.* at [125]).

(12) 米国でコマーシャル・ペーパーを発行するに当たっては、発行者が米国法人であり、米ドル建てである方が有利であるということも関係している (*Id.* at [107]).

(13) *Chevron*, (2017) 251 FCR 40, at [100]. なお、利子率が低いのは CAHPL の米国親会社である Chevron Corporation が保証を与えていたためである (*Id.* at [132]).

(14) *Chevron*, (2015) 102 ATR 13, at [2].

らず、CAHPL から CFC への担保の提供もなかった⁽¹⁵⁾。

また、この契約においては、どの通貨によって契約を締結するかについて当事者は意識しており、検討を行った上で豪ドルを選択していた。その結果、CAHPL の機能通貨は豪ドルであったため、信用供与契約による為替リスクは負わず、CFC が為替リスクを負うことになった⁽¹⁶⁾。なお、CFC は、為替リスクのヘッジはしていなかった⁽¹⁷⁾。

2 通貨の選択が持つ課税上の意味

この事件においては、CAHPL が CFC に対して支払った借入金利子の控除が問題となり、オーストラリア国税庁は CAHPL と CFC 間の取引について移転価格税制を適用し、CAHPL の利子費用控除の大部分を認めないという処分をした⁽¹⁸⁾。そのため、CAHPL と CFC 間の信用供与契約に対して独立当事者間基準をどのように適用するかが裁判では問題となった。その際に、論点の 1 つとなったのが、どの通貨による借入れであったかという点である。

この点は、2 つの意味で課税所得に影響を与える。第 1 に、取引の通貨は借入金の利率に関わってくる。契約締結時においては、米ドルに比べ豪ドルの利率が高かったということもあり、CAHPL にとって豪ドルによって借入れを行う方が利子費用控除の額は大きかった。

第 2 に、取引の通貨は為替差損益にも関係する。この事件では、信用供与契約の総額 25 億米ドルのうち 24.5 億米ドルを CAHPL は実際に借り入れ

(15) *Id.* at [117].

(16) *Id.* at [102]-[103], [148].

(17) *Id.* at [153].

(18) なお、移転価格税制の適用以外に、一般的否認規定 (GAAR) の適用、外国子会社合算税制 (CFC 税制) の適用、過少資本税制の適用も考えられた事案であった (Vann & Cooper, *supra* note 8, at 410-13)。

(176)

た。これは、約 37 億豪ドルに相当したため、CAHPL は、利子に加えてこの額を CFC に返済した。なお、借入時と弁済時の為替レートは異なるため、この返済した元本に当たる約 37 億豪ドルは、弁済時には 37.5 億米ドルに相当するものであった⁽¹⁹⁾。これに対し、仮に取引が米ドル建てによるものであったならば、CAHPL の CFC に対する弁済額は 24.5 億米ドルで足りたことになる。これは、弁済時の為替レートで約 24.1 億豪ドルに相当するため、CAHPL に 13 億豪ドルに近い巨額の為替差損益が発生することを意味する。

このように、取引における通貨の選択は、利子部分については利子率の大きさに関わるが、元本部分は為替差損益に関わるため、いずれも課税所得に影響を与える。この事件において裁判所は、事実認定の問題としても、さらに、移転価格の問題としても、豪ドルによる取引であると判断した⁽²⁰⁾。

取引の通貨が 1 つの争点となった本事件であったが、むしろ明らかになったのは金銭の貸付けという一見単純な取引において独立当事者間の利子率を算定するのがいかに難しいかということである⁽²¹⁾。さらに、この点に関して、OECD の移転価格ガイドラインは、1979 年以來、明確な指針を示すことができおらず、国際的に合理的かつ実行可能な指針が存在しないという批判もなされている⁽²²⁾。この金融取引に関する移転価格の問題がその後も残り続けていたところ、2020 年 2 月によく OECD がこれに関するガイダンスを公表するに至っている。そこで、このガイダンスがどのような内容か以下で分析する。

(19) *Chevron*, (2015) 102 ATR 13, at [118].

(20) *Chevron*, (2015) 102 ATR 13, at [302], [583]; *Chevron*, (2017) 251 FCR 40, at [134]. *See also* Vann & Cooper, *supra* note 8, at 439-41.

(21) Vann & Cooper, *supra* note 8, at 415-16.

(22) *Id.* at 416-24.

III OECDにおける金融取引に関する移転価格の議論

1 BEPSプロジェクトにおける議論

OECDが2020年に公表した金融取引に関する移転価格ガイダンスの内容に入る前に、このガイダンスを制定した背景を確認する。これには、BEPSプロジェクトの行動4と行動8-10、とりわけ行動9が関係している。

まず、行動4は、税源浸食をしている利子費用控除の制限についてベスト・プラクティスを勧告するものである⁽²³⁾。そして、BEPS行動計画において、行動4は、利子費用控除の制限について検討するとともに、関連企業間の金融取引に関する移転価格ガイドラインについても検討することになっていた⁽²⁴⁾。もっとも、金融取引の移転価格に関する側面については当初より行動計画の中でも時間を要することが認められていた⁽²⁵⁾。また、この点は当然移転価格とも関係してくる。

移転価格については、行動8-10が対応しており、これらは価値創造の場所と移転価格の結果を一致させる方策を検討するものである⁽²⁶⁾。その中でも、行動9は、企業グループ内におけるリスクの移転や過度の資本の割当てによって、実際に行った経済活動に対応しない利益が割り当てられることについての対策を検討するものである⁽²⁷⁾。そして、キャッシュ・ボックスのようにただ資金を拠出するだけでは、リスクの引受けは認められないため、

(23) OECD, LIMITING BASE EROSION INVOLVING INTEREST DEDUCTIONS AND OTHER FINANCIAL PAYMENTS, ACTION 4 - 2015 FINAL REPORT (2015).

(24) OECD, ACTION PLAN ON BASE EROSION AND PROFIT SHIFTING 17 (2013) (“[T]ransfer pricing guidance will also be developed regarding the pricing of related party financial transactions, including financial and performance guarantees, derivatives (including internal derivatives used in intra-bank dealings), and captive and other insurance arrangements”).

(25) *Id.* at 25.

(26) OECD, ALIGNING TRANSFER PRICING OUTCOMES WITH VALUE CREATION, ACTIONS 8-10: 2015 FINAL REPORTS 9 (2015).

(27) OECD, *supra* note 24, at 20.

リスク・プレミアムは帰属せず、リスク・フリーのリターンが帰属するに過ぎないということになった⁽²⁸⁾。このリターンが利子であるならば、行動4の利子費用控除の話につながってくる⁽²⁹⁾。すなわち、企業グループ内における利子の支払いのうち、経済的実質を欠くものについてはリスク・フリーの利子部分についてのみ控除が認められることになる⁽³⁰⁾。しかしながら、このリスク・フリーの利率が何かについては明らかではないという批判があった⁽³¹⁾。

ただし、元々予定していたことではあるが、BEPSプロジェクトの最終報告書を公表した2015年10月時点では、このリスク・フリーの利率に関連する金融取引の移転価格に関する側面については、引き続き作業を行い、2017年までにその作業を終えることになっていた⁽³²⁾。

2 金融取引に関する討議草案

BEPSプロジェクトの最終報告書や、それを受けて改訂された2017年版のOECD移転価格ガイドラインでも金融取引の移転価格に関する側面については別途作業を行うとしていたが⁽³³⁾、2017年にその作業は終わらなかった。その後、2018年7月にOECDは、金融取引に関する討議草案 (Discus-

(28) OECD, *supra* note 26, at 11. この前提には、注意深く実際の取引の描写 (delineation) を行うことが必要になる (吉村政穂「移転価格税制の強化 (無形資産の移転を中心に)」日税研論集 73号 43頁, 50-56頁 (2018) 参照)。

(29) OECD, *supra* note 26, at 11; OECD, *supra* note 24, at 20.

(30) OECD, *supra* note 23, at 13.

(31) Vann & Cooper, *supra* note 8, at 422 (“The risk-free rate of return is a concept, not a known fact as the BEPS works seems uniformly to assume.”).

(32) OECD, *supra* note 23, at 18; OECD, *supra* note 26, at 185.

(33) OECD, TRANSFER PRICING GUIDELINES FOR MULTINATIONAL ENTERPRISES AND TAX ADMINISTRATIONS 2017, at 20, 58 n. 2.

sion Draft on Financial Transactions) (以下「討議草案」という。)を公表した⁽³⁴⁾。この討議草案は、移転価格を担当する OECD 租税委員会第 6 作業部会が示したもので、合意に基づくものではないという位置付けであった (non-consensus discussion draft)。内容としては、BEPS プロジェクトの最終報告書などで示した実際の取引の描写の金融取引に対する適用を明らかにするとともに、企業グループ内の貸付けをはじめとした金融取引に関する個別の論点に関する方針を示すものである。

そして、OECD は、この討議草案を意見公募に付した。この意見公募は、討議草案全体に対する意見を求めるのと同時に、特に意見が欲しい事項については、討議草案の文中に項目を立てて、意見を求める旨を明記している点の特徴である。リスク・フリーの利子率 (risk-free rate of return)⁽³⁵⁾についても特に個別に意見を求めるものとして文中に掲げている⁽³⁶⁾。既に述べたようにリスクの引受けや管理を行っていない場合は、リスク・フリーの利子部分のみが帰属し、リスクの引受けや管理が認められた場合には、リスク・プレミアムも帰属することになる。このように、いずれにせよリスク・フリーの利子率が関わってくるため、リスク・フリーの利子率をどのように求めるかが、金融取引の移転価格に関する側面においては重要な点となってくる。

(34) OECD, PUBLIC DISCUSSION DRAFT, BEPS ACTIONS 8-10: FINANCIAL TRANSACTIONS (2018). 討議草案の概要については、藤枝純「金融取引の移転価格に関する OECD ガイダンス案」国際税務 38 卷 11 号 94 頁 (2018)；藤枝純ほか『デジタル課税と租税回避の実務詳解』185-191 頁 (中央経済社, 2019)。さらに、山川博樹「OECD の金融取引に係る移転価格の指針案—2018.7.3『公開 DD』のエッセンス、税実務家の見解、そしてわが国実務を踏まえた若干の考察—」21 世紀政策研究所『グローバル時代における新たな国際課税制度のあり方—ポスト BEPS の国際協調の下での国内法改正の動向—』75 頁 (21 世紀政策研究所, 2019) 参照。

(35) リスク・プレミアムを含むリスク調整後の収益率 (risk-adjusted rate of return) との関係では、リスク・フリーの収益率と訳した方が良いとも考えられる。

(36) OECD, *supra* note 34, at 11-14 (Box B.4.).

討議草案がリスク・フリーの利率の決定についてどのような指針を示したかについては、意見公募を受けて制定した金融取引に関する移転価格ガイダンスの中で取り扱う。また、2018年9月上旬に締め切り、同月中に公開した討議草案に対する意見公募の内容についても、金融取引に関する移転価格ガイダンスとの関係で取り扱うことにする⁽³⁷⁾。

3 金融取引に関する移転価格ガイダンス

(1) 位置付け

当初の予定では、2019年初頭に意見公募を踏まえた改訂草案をまとめ、2019年4月までに第6作業部会において合意するという計画であった⁽³⁸⁾。2019年半ばには、合意に達したという報道もあったが、2019年には新たな文書の公開はなかった。その後、OECDは、2020年2月に最終化した金融取引に関する移転価格ガイダンス (Transfer Pricing Guidance on Financial Transactions) (以下「本ガイダンス」という。) を公表した⁽³⁹⁾。

本ガイダンスは、討議草案とは異なり、OECD/G20 包摂的枠組みの文書として公表したものである。そして、本ガイダンスは、2017年版のOECD

(37) OECD, COMMENTS RECEIVED ON THE PUBLIC DISCUSSION DRAFT, BEPS ACTIONS 8-10: FINANCIAL TRANSACTIONS PARTS I-III (2018).

(38) Omar Moerer et al., *OECD Transfer Pricing Discussion Draft on Financial Transactions, a First Glimpse of Change to Come*, 27 TRANSFER PRICING REP. 608 (2018).

(39) OECD, TRANSFER PRICING GUIDANCE ON FINANCIAL TRANSACTIONS: INCLUSIVE FRAMEWORK ON BEPS ACTIONS 4, 8-10 (2020). なお、国連においても、同様の議論が進んでおり、国連移転価格マニュアルの中に、グループ内金融取引について新たな章 (B. 9.) を設けることになっている (United Nations, Econ. & Soc. Council, Comm. of Experts on Int'l Cooperation in Tax Matters, Twentieth Session, Update of the United Nations Practical Manual on Transfer Pricing for Developing Countries, U.N. Doc. E/C. 18/2020/CRP.14 (April 21, 2020)) もっとも、国連移転価格マニュアルにおいては、リスク・フリーのリターンに関する記述そのものはない。

移転価格ガイドラインを改訂するものという位置付けになっている。すなわち、本ガイダンスの Section A から Section E の内容は OECD 移転価格ガイドラインに新たに第 10 章として追加する⁽⁴⁰⁾。また、リスク・フリー及びリスク調整後の収益率に関する Section F の内容は、OECD 移転価格ガイドラインの独立当事者間基準に関する第 1 章の中に追加する⁽⁴¹⁾。このように、本ガイダンスは、OECD 移転価格ガイドラインに金融取引の移転価格に関する側面について初めて規定を設けるものである。

(2) 内容

本ガイダンスの位置付けは討議草案とはやや異なるものの、内容としては討議草案とそれに対する意見公募の内容を踏まえたものであり、討議草案とその内容において大きく異なるものではない。

実際の取引の描写をした上で、資金の拠出者が投資リスクのコントロールをせず、そのリスクの引受けが認められない場合、リスク・フリーの利子率のみが帰属するが、本ガイダンスはリスク・フリーの利子率の決定について次のような考え方を示す。まず、リスク・フリーの利子率についてリスクがないという一種の仮想的なものであるとした上で、実務上は、国債などの利子率を参照して決めることが多いとする⁽⁴²⁾。もっとも、本ガイダンスは、リスク・フリーの利子率の決定に当たってある特定の国債を常に参照するのではなく、取引の性質に応じて参照すべき債券を決めるべきであるという指針を示す⁽⁴³⁾。そして、参照すべき債券を決める際に考慮すべき要素として、

(40) OECD, *supra* note 39, at 4.

(41) *Id.* at 42. 具体的には、第 1 章の Section D (Guidance for applying the arm's length principle) の D. 1. 2. 1 (Analysis of risks in commercial or financial relations) の末尾に追加する。

(42) *Id.* at ¶¶ 1.109, 1.110; OECD, *supra* note 34, at 11 (Box B.4. ¶¶ 2, 3). なお、以下において討議草案と本ガイダンスで内容が同一の場合、内容が変更していないことを示すために討議草案も引用する。

通貨，発行時期及び満期の3つを挙げる。

第1に，為替リスクを除去するために，参照する債券の通貨については，資金拠出者の住所（domicile）がある国のものではなく，資金拠出者の機能通貨と同一のものとすべきであるとする⁽⁴⁴⁾。なお，機能通貨とは，課税所得算定の基礎となる価値尺度のことである。例えば，米国の場合，内国歳入法典で機能通貨に関する定めがあるが⁽⁴⁵⁾，日本では機能通貨に関する法律上の定めはない。

第2に，参照する債券については，取引開始時点に近いものとすべきであるとする⁽⁴⁶⁾。これは，マクロな経済環境が利子率に影響を与えることから⁽⁴⁷⁾，債券の発行時期を取引時点に近付けることによって，発行時期による利子率の差をできる限り小さくするためである⁽⁴⁸⁾。

第3に，参照する債券の満期については，取引の期間に合わせるべきであるとする⁽⁴⁹⁾。これは，債券の満期までの期間によってその利子率が変わっ

(43) OECD, *supra* note 39, at ¶ 1.110; OECD, *supra* note 34, at 11 (Box B.4, ¶ 3).

(44) OECD, *supra* note 39, at ¶ 1.111; OECD, *supra* note 34, at 11 (Box B.4, ¶ 4). さらに，本ガイダンスと討議草案は，複数の国が同一の通貨で国債を発行している場合，その利子率の差というのは発行者のリスクに由来するものであるとして，最も利子率が低い国債を参照すべきであるとする。

(45) I.R.C. § 985(a). 米国の場合，基本的には米ドルが機能通貨となるが，一定の場合に米ドル以外の通貨が機能通貨となる（藤岡・前掲注1）「為替差損益に対する課税（5）」1062-1059頁参照。

(46) OECD, *supra* note 39, at ¶ 1.112; OECD, *supra* note 34, at 11 (Box B.4, ¶ 5).

(47) OECD, *supra* note 39, at ¶ 10.32.

(48) なお，本ガイダンスは，取引時点と債券の発行時期が近くなくても，取引の期間と債券の残存期間が近いものでも良いとする（*Id.* at ¶ 1.112）。はっきりしないが，国債のイールド・カーブを参照するということであると考えられる（OECD, pt.I, *supra* note 37, at 111-12 (comments by BIAC); OECD, pt. II, *supra* note 37, at 215 (comments by KPMG)）。

(49) OECD, *supra* note 39, at ¶ 1.113; OECD, *supra* note 34, at 11 (Box B.4, ¶ 6).

てくるからである。

なお、本ガイダンスは、格付けの高い国債のみを参照すべき債券とはせず、それぞれの場合に応じて、別のものを参照することも許容している⁽⁵⁰⁾。例えば、インターバンク市場における取引に関する利率、金利スワップのレートや格付けの高い国債のレポ・レートなどがここに含まれる⁽⁵¹⁾。

以上が資金の拠出者についてであり、資金の借り手は独立当事者間における借入金利率について費用控除することができる。そして、リスク・フリーの利率との差額は、投資リスクを引き受けている主体に配賦することになる⁽⁵²⁾。

このように本ガイダンスは、討議草案の内容をほぼ踏襲した上で、意見公募で寄せられた意見を踏まえたものとなっている。もっとも、本ガイダンスに直接反映はしていないが、リスク・フリーの利率に関する興味深い意見もあった。例えば、発展途上国における適用の難しさを指摘するものがあった。すなわち、発展途上国が発行する国債の利率はデフォルト・リスクなどを織り込んでいるため、高いことが多い。そのため、発展途上国の国債の利率を参照すると、リスク・フリーの利率が高くなりすぎてしまうという問題がある⁽⁵³⁾。もっとも、発展途上国の側からすると、ある多国籍企業の機能通貨に関する国債の利率を参照して、事業を行っている発展途上国に帰属する利益を算定すると、帰属する利益が少なくなってしまうが、これは納得しがたいことであるとも考えられる⁽⁵⁴⁾。

このようなことが生じてしまうのは、そもそも、本ガイダンスで用いてい

(50) OECD, *supra* note 39, at ¶ 1.115; OECD, *supra* note 34, at 12 (Box B.4, ¶ 8).

(51) OECD, *supra* note 39, at ¶ 1.115.

(52) *Id.* at ¶ 1.108; OECD, *supra* note 34, at 13 (Box B.4, ¶ 11). *See also* OECD, *supra* note 33, at ¶ 1.103.

(53) OECD, pt. III, *supra* note 37, at 374-75 (comments by WTS Global).

(54) OECD, pt. I, *supra* note 37, at 112 (comments by BIAC).

るリスク・フリーの利率が理論的に考えられるリスク・フリーの利率とは乖離するためである⁽⁵⁵⁾。まず、発行時期や満期を考慮するということは、リスクを考慮するということを意味している。さらに、本ガイダンスにおけるリスク・フリーの利率は、名目額と実質額の区別もしていない。したがって、本ガイダンスのリスク・フリーの利率というのはリスク・プレミアムなどを含んだものであると解さざるを得ない。

IV リスク・フリーの利率の算定

1 前提

本ガイダンスを取り込んだ OECD 移転価格ガイドラインによれば、資金の拠出者が投資リスクのコントロールをせず、そのリスクの引受けが認められない場合、リスク・フリーの利率のみが帰属することになるが、これは原則として資金拠出者の機能通貨に関するリスク・フリーの利率となる。既に述べたように本ガイダンスが言うところのリスク・フリーの利率にはそれ以外の要素も含むものと考えられるが、仮に純粋なリスク・フリーの利率を求めることができたとして、これがどのような課税上の帰結を生むかを以下で検討する⁽⁵⁶⁾。なお、以下では、リスク・フリーの利率との関係を考えることから、事前 (ex ante) の観点から考察をする。

2 設例による検討

(1) 設例

そこで、設例を用いて検討する。ここでは、以下のようなグループ企業間における貸付けを考える。日本法人 A から米国法人 B に 100 万円 = 1 万米

(55) OECD, pt. III, *supra* note 37, at 367-76 (comments by WTS Global).

(56) リスクからの収益を除外するためには、本来的には、連続金利によって考えるべきであるが、以下では 1 年間の単利についてのみ検討する。

ドルを貸し付ける。もっとも、両者とは別の財務機能を担っている法人がこの取引を全て管理しており、この取引における利率はリスク・フリーの利率であったと仮定する。このとき、円によるリスク・フリーの利率を20%（年利）、米ドルによるリスク・フリーの利率を25%（年利）とする。満期1年の貸付けで、第0年度末に日本法人Aがアメリカ法人Bに貸付けをして、貸付けから1年後の第1年度末に利息の支払と元本の返済を受けるものとする。また、第0年度末における為替レートは1米ドル=100円とする。

(2) カバー無し金利平価

この設例のように通貨によって利率が異なり、それぞれの通貨建資産の期待収益率が異なる場合、その期待収益率が等しくなるまで金利裁定取引が行われる⁽⁵⁷⁾。つまり、自国通貨建資産と外国通貨建資産の2種類の資産がある場合、金利裁定取引によって両者の期待収益率は等しくなる。例えば、自国通貨建資産の金利を年率で*i*、外国通貨建資産の金利を年率で*i**とする⁽⁵⁸⁾。また、現時点（*t*期）における自国通貨の外国通貨に対する直物の為替レートを*e_t*、1期後の直物の期待為替レートを*e_{t+1}^e*とする。このとき、金利裁定が行われると、次のような関係が成り立つ（カバー無し金利平価）⁽⁵⁹⁾。

$$1+i = (1+i^*) \frac{e_{t+1}^e}{e_t}$$

そして、仮にこのカバー無し金利平価が成立しており、現在の為替レート

(57) 以下の記述は、藤岡・前掲注1)「為替差損益に対する課税(6)」169-167頁とほぼ同じである。

(58) なお、以下では、特に断りのない限り、全て名目額による利率や為替レートである。

(59) 岩本武和『国際経済学 国際金融論』66-68頁（ミネルヴァ書房，2012）；高木信二『入門国際金融（第4版）』117-118頁（日本評論社，2011）；藤井英次『コアテキスト国際金融論（第2版）』131-133頁（新世社，2013）。

である 1 米ドル = 100 円がこれにより決まっているとするならば、設例における 1 年後の第 1 年度末における期待為替レートは 1 米ドル = 96 円となる⁽⁶⁰⁾。

(3) 債権者と債務者が受け取る又は支払うと期待される金額

以下では、本ガイダンスが示す考え方を分析するに当たって必要な事項を検討する。本ガイダンスが資金の拠出者の機能通貨を重視したことを踏まえると、取引の通貨が何であるかという点に加えて、取引当事者である日本法人 A と米国法人 B の機能通貨がどの通貨であるかを考慮する必要がある。なお、ここでは、単純化のため、日本法人 A と米国法人 B の機能通貨は円又は米ドルのいずれかであるとする。

このとき 8 つのパターンが考えられることになるが、債権者である日本法人 A 及び債務者である米国法人 B それぞれについて、その機能通貨と取引の通貨の組み合わせである 4 パターンを考慮すれば足りる。そして、債権者である日本法人 A が受け取ると期待される金額と債務者である米国法人 B が支払うと期待される金額について、元本と利子の金額に分けて整理したのが以下の図表 1 及び図表 2 である。なお、以下の金額は取引を行った時点において予想されるものであり、実際に実現する 1 年後の為替レートがカバー無し金利平価から求められるものと一致するわけではないため、実際の金額は図表 1 及び図表 2 の数値とは異なる可能性がある。

(60) 円によるリスク・フリーの利子率である 20% を i 、米ドルによるリスク・フリーの利子率である 25% を i^* 、第 0 年度末における為替レートである 1 米ドル = 100 円を e_t としたときのカバー無し金利平価の式は以下ようになる。

$$1 + 0.2 = (1 + 0.25) \frac{e_t^e}{100}$$

したがって、1 年後の第 1 年度末における直物の期待為替レート e_1^e は 1 米ドル = 96 円となる。

【図表 1】

債権者	① 円建取引／ 機能通貨が円	② 円建取引／ 機能通貨が米ドル	③ 米ドル建取引／ 機能通貨が円	④ 米ドル建取引／ 機能通貨が米ドル
元本	100 万円	10,417 米ドル	96 万円	10,000 米ドル
利子	20 万円	2,083 米ドル	24 万円	2,500 米ドル
合計	120 万円	12,500 米ドル	120 万円	12,500 米ドル

【図表 2】

債務者	⑤ 円建取引／ 機能通貨が円	⑥ 円建取引／ 機能通貨が米ドル	⑦ 米ドル建取引／ 機能通貨が円	⑧ 米ドル建取引／ 機能通貨が米ドル
元本	100 万円	10,417 米ドル	96 万円	10,000 米ドル
利子	20 万円	2,083 米ドル	24 万円	2,500 米ドル
合計	120 万円	12,500 米ドル	120 万円	12,500 米ドル

まず、図表 1 は、債権者である日本法人 A について、米国法人 B に対する 100 万円＝1 万米ドルの貸付けが円又は米ドルのいずれかであり、日本法人 A の機能通貨が円又は米ドルの場合を示している。例えば、①「円建取引／機能通貨が円」は、日本法人 A と米国法人 B の取引が円建てによるものであり、債権者である日本法人 A の機能通貨が円であった場合である。そして、図表 1 では、このような場合における 1 年後における予想される受取額を元本部分と利子部分に分けて示している。このとき、取引の通貨は円建てなので、借入れに伴う利率は 20% となり⁽⁶¹⁾、債権者である日本法人 A は 1 年後の第 1 年度末に元本 100 万円と利子 20 万円を受け取ることになる。

次に、③「米ドル建取引／機能通貨が円」の場合について確認する。これは、日本法人 A と米国法人 B の取引が米ドル建てによるものであるが、日

(61) ここでは円と米ドルのリスク・フリーの利率が異なるものとして仮定しているので、取引をいずれの通貨で行うかによってそのリスク・フリーの利率も変わってくる。

本法人 A の機能通貨が円であった場合である。この場合、取引が米ドル建てによるものなので、借入れに伴う利率が 25% となる点には注意する必要がある。このとき、0 年度末に日本法人 A は 1 万米ドルを米国法人に貸し付け、1 年後に元本 1 万米ドルと利子 2,500 米ドルの返済を受けることになる。そして、カバー無し金利平価より 1 年後の第 1 年度末における期待為替レートは 1 米ドル = 96 円である。したがって、機能通貨が円である日本法人 A が第 1 年度末に受け取る金額は、元本が 96 万円、利子が 24 万円となる。

このように、日本法人 A の機能通貨が円であるケースについては、期待受取額は等しい。異なるのは、総額に占める元本と利子の割合である⁽⁶²⁾。また、日本法人 A の機能通貨が米ドルである図表 1 の②と④の場合についても、この貸付けによって期待される受取額はいずれも 12,500 米ドルで等しいが、その総額に占める元本と利子の割合が異なっている。さらに、図表 2 で示したように、同様のことが債務者である米国法人 B についても妥当する。

したがって、事前の観点から、リスク・フリーの利率のみを考えるのであれば、どの通貨によって取引をしたとしても、借入金による弁済額又は受取額の総額は、当事者の機能通貨によって決まる。つまり、取引の通貨は、債権者又は債務者の期待収益率に影響を与えず、その機能通貨のみが意味を持つ。さらに、ここで注意すべきは、それぞれのリスク・フリーの利率を決定するのは、当事者一方の機能通貨ではなく、それぞれの機能通貨であるという点である⁽⁶³⁾。

(62) 円と米ドルのリスク・フリーの利率は異なるため、利子の期待受取額は異なるが、この差は為替差損益として元本の金額で調整がなされる。なお、藤岡・前掲注 1 「為替差損益に対する課税 (3)」704-702 頁 (カバー付き金利平価の場合について) 参照。

(63) 例えば、日本法人 A と米国法人 B が米ドル建てで取引を行い、日本法人 A の

3 金融取引に関する移転価格ガイダンスの検討

以上の設例を用いた分析から、いくつかの点が明らかになる⁽⁶⁴⁾。まず、本ガイダンスが示すように、資金の拠出者にリスク・フリーの利率のみが帰属することになる場合、その資金拠出者の機能通貨に関するリスク・フリーの利率を用いる点は妥当である。

これに対し、本ガイダンスにおいて資金の拠出者の相手方である債務者のことをどこまで考えているかは、明らかではない。本ガイダンスでは、債務者については独立当事者間での利率費用を控除することができることを前提に、リスク・フリーの利率との差額を投資リスクを引き受けている主体に配賦するという方向性を示している⁽⁶⁵⁾。

問題は企業グループ間の借入金について独立当事者間の利率をどのように算定するかである。この点、本ガイダンスは、企業グループ間の貸付けについて、債権者及び債務者双方の観点から分析を行った上で、信用格付け(credit rating)を債務者の信用力を測る際に参照することが有用であると⁽⁶⁶⁾。そして、独立当事者間の利率の算定に当たって、債務者の信用格付けや契約内容などを考慮して独立価格比準法(comparable uncontrolled price method, CUP法)を適用する方法を示す⁽⁶⁷⁾。また、CUP法を適用する

機能通貨を円、米国法人Bの機能通貨を米ドルとする。すなわち、債権者である日本法人Aにとっては図表1の③の場合に当たり、債務者である米国法人Bにとっては図表2の⑧の場合に当たる。このとき、それぞれの期待収益率を決めているのは、取引の通貨である米ドルではなく、それぞれの機能通貨である。

(64) なお、本来的には一般化したものを示すべきであるが、設例を用いた分析でもその趣旨は示せたと考えられる。

(65) 前掲注52)に対応する本文参照。

(66) OECD, *supra* note 39, at ¶¶ 10.51, 10.61; OECD, *supra* note 34, at ¶¶ 42, 58.

(67) OECD, *supra* note 39, at ¶¶ 10.89-10.95; OECD, *supra* note 34, at ¶¶ 82-88.

ための比較対象取引がない場合について、債権者の資金調達コストからその利率を決定する方法 (cost of funds approach) も示す⁽⁶⁸⁾。さらに、CUP法の適用が難しい場合については、リスク・フリーの利率にリスク・プレミアムを加えて計算する方法も認める⁽⁶⁹⁾。

設例の分析からは、債権者だけでなく、債務者についてもその機能通貨の利率を借入金利率の利率として用いるべきということになる。この点との関係で、本ガイダンスが示す利率の決定は、どこまで債務者の機能通貨の利率を意識しているかは明らかではない。むしろ当事者の機能通貨を考慮するという視点は、独立当事者間の利率の算定という文脈においては欠けている可能性が高い。なぜならば、この文脈においては債権者と債務者に同じ利率を適用することを前提としていると考えられるからである。したがって、本ガイダンスは、企業グループ間の貸付けについて、債権者及び債務者双方の観点から分析を行うとするが、これはあくまで1つの独立当事者間の利率を求めるために両者の観点から分析を行うに過ぎず、両者の観点から見て差異が生じることまでは含意していないと考えられる。CUP法の適用が難しい例外的場合について、リスク・フリーの利率にリスク・プレミアムを加えて計算する方法も認めるが、ここでは債権者と債務者のどちらに着目するかを示しておらず、どのようにリスク・フリーの利率を求めるのかは明確ではない⁽⁷⁰⁾。

4 小括

ここまでの議論をまとめると次のようになる。まず、リスク・フリーの利

(68) OECD, *supra* note 39, at ¶¶ 10.97-10.100; OECD, *supra* note 34, at ¶¶ 89-91.

(69) OECD, *supra* note 39, at ¶¶ 10.104-10.106.

(70) ただし、期待インフレ率は考慮に入れている (*Id.* at ¶ 10.105)。もっとも、どこの国の期待インフレ率を考慮に入れるかまでは明らかではない。

子率を求めるに当たっては、債権者と債務者について、それぞれの機能通貨に関するリスク・フリーの利率を参照すべきである。これに対し、本ガイドランスにおいては、一方で、資金拠出者にリスク・フリーの利率のみが帰属するときにおいては、正当にその資金拠出者の機能通貨に関するリスク・フリーの利率を参照すべきとする。他方で、独立当事者間の利率を求めるときには、債権者と債務者それぞれの機能通貨を考慮するという視点が欠けている。このようにややバランスに欠けるものとなっているのは、リスク・フリーの利率を求める場面では、独立当事者間の利率をリスク・フリーの利率の部分とリスク・プレミアムの部分に分解する作業を行うため、債権者及び債務者の利率を必然的に分けて考えることになるからであると考えられる。

なお、討議草案に対する意見公募の中で出てきた意見として発展途上国におけるリスク・フリーの利率の算定が難しいというものがあつた⁽⁷¹⁾。この点は、リスク・フリーの利率を債権者及び債務者それぞれの機能通貨を参照して求めることによって基本的には解決することができると考えられる。すなわち、仮に債務者が発展途上国で活動をしている場合、その機能通貨がその国の通貨である限り、その国の通貨を参照してリスク・フリーの利率を算定することになる。このとき、機能通貨が別の通貨であった場合は、リスク・フリーの利率の問題ではなく、課税所得算定の問題であろう。

V おわりに

1 通貨によるリスク・フリーの利率の差

最後に、以上に関連する点を付言する。

(71) 前掲注 53) 及び注 54) に対応する本文参照。

まずは、通貨によるリスク・フリーの利子率の差についてである。ここまでの検討は、現行法と同様に名目額で所得を把握し、名目額による利子率を前提としてきた。そして、名目額による利子率は期待インフレ率を織り込んだものである⁽⁷²⁾。したがって、通貨によってリスク・フリーの利子率が異なるのは、期待インフレ率の差によるものである。それゆえに、発展途上国などにおいてデフォルト・リスクなどのリスク・プレミアムを考慮しないリスク・フリーの利子率が高くなるのは、期待インフレ率が高いためである。

もっとも、一定の条件の下、各国の期待実質利子率が等しくなる点には注意すべきである⁽⁷³⁾。まず、為替レートの変化率は、自国と外国のインフレ率の差に等しくなることが知られており（相対的購買力平価）、これは期待値についても同様に考えることができる⁽⁷⁴⁾。ここで、現時点（ t 期）における自国通貨の外国通貨に対する直物の為替レートを e_t 、1期後の直物の期待為替レートを e_{t+1}^e とする。そして、自国における期待インフレ率を π^e 、外国における期待インフレ率を π^{e*} とすると、相対的購買力平価の式は次のように示すことができる。

$$\frac{e_{t+1}^e - e_t}{e_t} = \pi^e - \pi^{e*}$$

また、カバー無し金利平価も併せて考えると⁽⁷⁵⁾、次の式が成り立つ。

$$i - i^* = \pi^e - \pi^{e*}$$

(72) 福田慎一『金融論——市場と経済政策の有効性（新版）』214-215頁（有斐閣、2020）。

(73) 岩本・前掲注59）99頁；高木・前掲注59）121頁；藤井・前掲注59）163頁。なお、以下の記述は、藤岡・前掲注1）「為替差損益に対する課税（6）」163-158頁とほぼ同じである。

(74) 岩本・前掲注59）89-90頁、97頁；高木・前掲注59）92-94頁；藤井・前掲注59）160-162頁。

(75) 前掲注59）参照。なお、本文で示したカバー無し金利平価の式は、以下の式に近似することができる（岩本・前掲注59）67-68頁；高木・前掲注59）118頁；藤井・前掲注59）132-133頁）。

これは、自国と外国の利率の差が、期待インフレ率の差に等しいことを示している。さらに、 r^e を自国の期待実質利率、 r^{e*} を外国の期待実質利率とすると、これは自国と外国の期待実質利率が等しくなることを意味する。

$$r^e = r^{e*}$$

このようにカバー無し金利平価と相対的購買力平価が成立すれば、各国の期待実質利率は等しくなる。これは金融取引の移転価格に関する側面を考えるに当たっても一定の意味があると考えられる。

特に、本ガイダンスとの関係では次の2点を指摘することができる。第1に、名目額を基準に考える現行法の下においては、リスク・フリーの利率を求めるに当たって債権者と債務者の機能通貨を参照することに意味があるが、実質額を基準に考える場合、実質利率はどの通貨でも変わらないので、機能通貨を参照する必要はない。循環論法ではあるが、名目額で考えているからこそリスク・フリーの利率を決めるに当たって機能通貨を参照する必要があるのである。

第2に、本ガイダンスやOECD移転価格ガイドラインによれば、リスクの管理などをしていない資金の拠出者については、リスク・フリーの利率のみが帰属し、これと独立当事者間の利率の差額については、リスクを引き受けている主体に配賦することになることが、その意味に影響を与える⁽⁷⁶⁾。本ガイダンスにおいてはCUP法を用いることが原則となっているが、仮にOECDが例外的に認める利率を理論的に考え、リスク・フリーの利率にリスク・プレミアムを加えて計算する方法によるものとする。さらに、一方で、債権者についてはその機能通貨を参照したリスク・フリーの

$$i - i^* = \frac{e_{t+1}^e - e_t}{e_t}$$

(76) OECD, *supra* note 39, at ¶ 1.108; OECD, *supra* note 52, at ¶ 1.103.

利子率を用いて帰属する所得を算定し、他方で、債務者についてもその機能通貨を参照してリスク・フリーの利子率を求めた上で、リスク・プレミアムを加えて計算したものとす。このとき、両者の差額というのはリスク・プレミアムに加え、両者のインフレ率の差も含まれることになる。しかしながら、リスクを引き受けた主体にリスクの対価でもない両者のインフレ率の差が帰属する理由はない⁽⁷⁷⁾。もちろん、このように利子率をリスク・フリーの利子率とリスク・プレミアムの和から計算しない場合が多いと考えられるものの、CUP法を適用する場合にも債務者側のインフレ率に関わる事情を考慮すると考えられる⁽⁷⁸⁾。そのため、CUP法を適用した場合にも、理論的に見てリスク・プレミアムでないものが含まれることになるであろう。したがって、厳密に考えた場合、リスクを引き受けた主体に帰属すべき所得は、名目額で考えたリスク・フリーの利子率と独立当事者間の利子率の差額ということにはならない。

2 国際経済における米ドルが占める特殊な地位

以上のように、理論的には、均衡状態においては実質利子率が通貨とは無関係に等しく定まるはずである。しかしながら、実際には、米ドルのリスク・フリーの利子率が低いことが知られている⁽⁷⁹⁾。そして、このように米ドルのリスク・フリーの利子率が低いことは、様々な意味で用いられる単語であるが、「法外な特権 (exorbitant privilege)」とも呼ばれる⁽⁸⁰⁾。

(77) ただし、リスクを引き受けた主体の機能通貨に関するインフレ率については帰属する余地がある。

(78) OECD, *supra* note 39, at ¶ 10.105.

(79) Tarek A. Hassan, *Country Size, Currency Unions, and International Asset Returns*, 68 J.FIN. 2269 (2013) (発行国の経済の大きさが実質利子率に影響を与えていると説明する)。

(80) Gita Gopinath & Jeremy C. Stein, *Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency*, 3 (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper

リスク・フリーの利率が低いこと以外に、米ドルはいくつかの特殊性を有している⁽⁸¹⁾。第1に、国際貿易はいくつかの限られた通貨で行われているが、その中でもとりわけ米ドル建てのものが多い点である。これは、米国が国際貿易に占める割合が大きいことを考慮しても、米ドル建てによる取引が多いということであり、ユーロとは大きく異なる。第2に、米国の銀行以外の銀行による米ドル建預金の受入総額は非常に大きく、米国の銀行が受け入れる米ドル建預金の額に匹敵するものになっている点である。第3に、米国企業以外の企業が、ユーロ建てなどではなく、米ドル建てによる借入れを選ぶことが多い点である。もっとも、米ドル建てによる借入れを行う企業の多くは、米ドル建ての収入があるわけではない。第4に、各国の外貨準備に占める米ドルの割合が高い点である。2020年第1四半期において、外貨準備の約62%を米ドルが占めている⁽⁸²⁾。

これらはいずれも関連しているという説明がある⁽⁸³⁾。まず、国際貿易を米ドル建て取引で行うと、輸入財が米ドル建てとなる。このとき、一方で、家計は米ドルで預金することを選好するようになる。他方で、預金を受け入れた銀行は預金の払戻しに対応するための米ドル建ての収入を確保する必要がある。もっとも、銀行の貸出しは必ずしも米ドル建てとなっているわけではなく、貸出先の企業の事業も米ドル建てになっているわけではない。米ドル建資産の調達に当たっては米国財務省証券などがあるものの、需要量には

No. 24486, 2018) (citing Pierre-Olivier Gourinchas & Hélène Rey, *From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege*, in *G7 CURRENT ACCOUNT IMBALANCES: SUSTAINABILITY AND ADJUSTMENT 11* (Richard H. Clarida ed., 2007)).

(81) Gopinath & Stein, *supra* note 80, at 1-2 が簡潔にまとめてある。実証研究については、同論文が引用するものを参照。

(82) Int'l Monetary Fund, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>.

(83) Gopinath & Stein, *supra* note 80, at 3-6.

足りないため、為替リスクのある資産を保有せざるを得なくなる。その結果、米ドルに対するリスク・フリーの利率が低下する。つまり、カバー無し金利平価が成立しなくなる。また、米ドルのリスク・フリーの利率が低いからこそ、米ドルの収入がない企業も米ドルによって借入れを行うことになり⁽⁸⁴⁾、中央銀行もこのような状況を考慮して、米ドルの外貨準備を増やすということになる。

カバー無し金利平価がデータ上は成立していないことについては、フォワード・プレミアム・パズルとして知られているが⁽⁸⁵⁾、ここでは一般的に米ドルのリスク・フリーの利率が低いということが重要である⁽⁸⁶⁾。この点は、金融取引の移転価格に関する側面を考えるに当たって次の意味を持つ。第1に、リスク・フリーの利率が支配的な通貨である米ドルについてのみ低いのであれば、実質額を基準に所得を考えたとしても、米ドルであるか否かという点で機能通貨が意味を持つてくる可能性がある。第2に、国際金融と国際貿易は異なるかもしれないが、実際には通貨を自由に選択できない可能性がある。

このように、リスク・フリーの利率は実質額で考えたとしても、通貨のことは無視できず、移転価格などの課税の局面においてその算定は容易でない⁽⁸⁷⁾。

(84) さらに、米ドルによる借入れの利率が低くなることから、国際取引も米ドル建てで行うようになる (*Id.* at 5)。ここでは、価値尺度としての通貨の役割は、価値の保蔵手段としての通貨の役割を補完するものであるという認識を前提とする (*Id.* at 41)。

(85) 永易淳ほか『はじめて学ぶ国際金融論』79-80頁、83-87頁〔吉田裕司〕(有斐閣、2015)；橋本優子ほか『国際金融論をつかむ(新版)』100-102頁〔小川英治〕(有斐閣、2019)。

(86) Gopinath & Stein, *supra* note 80, at 12 n. 11.

(87) 前掲注 31) 及びそれに対応する本文参照。

3 国際取引における通貨と課税

国際取引に対する課税を考えるに当たっては、実際の取引で使用する通貨、取引の当事者の機能通貨、そして、納税に用いる通貨の3つの通貨を考える必要がある。本稿では、リスク・フリーの利率を算定する局面においては、取引で使用した通貨ではなく、取引の当事者それぞれの機能通貨に着目すべきであることを明らかにした。しかし、これはあくまで現行法が名目額による課税を前提としているためであることも示した。また、このように名目額によって課税をしている限り、リスクの負担に応じて利子の配賦を行うことには限界がある。

実質額で考えた場合、リスク・フリーの利率は等しくなることが予想され、機能通貨による差はなくなるとも考えられる。しかし、実際には、ある特定の通貨に対する需要が高く、特定の通貨のリスク・フリーの利率が低くなるため、機能通貨が何であるかは無視できない。

さらに、リスク・フリーの利率に限らず、取引一般について考えると通貨の選択は課税所得に影響を与える。ただし、これはあくまで、事後の観点から為替リスクが顕在化したものである⁽⁸⁸⁾。だからこそ事後的な観点から考察することの多い移転価格の場面では、どの通貨による取引であるかに着目することが多いのであろう。

以上のように、名目額と実質額、事前の観点と事後の観点、いずれの場合においても、課税上の問題を考えるに当たって通貨の問題は出てくると考えられる。租税制度と貨幣制度については引き続き検討が必要であろう。

* 本稿は、日本証券業協会客員研究員としての研究成果である。また、JSPS 科研費 18K12640 の助成を受けたものである。

(88) 藤岡・前掲注1)「為替差損益に対する課税(6)」145-133頁。