

## 移転価格とリスクの関係に関する Wills の議論——研究ノート

中 里 実

### 一 独立当事者間基準

自国の税収の減少を防止するという移転価格課税の究極的な目的を達成するためには、様々な方式が存在するものと思われるが、諸国の移転価格対策税制は、この点に関して独立当事者間基準 (arm's length 基準)——日本では、独立企業基準とよんでいる——を採用している。これは、きわめて大雑把ないい方をすれば、関連企業との間で取引を行っている企業の課税所得が、価格操作(および、それを通じての利益操作)等により意図的あるいは無意識的に減少させられている場合に、当該企業が、独立企業との間で取引を行っ

ていると仮定した場合と同じ価格で取引をし、同じ水準の利益をあげているものとして課税を行うというものである。アメリカの、一九九三年一月二一日の国内歳入法典四八二条に関する暫定規則においては、関連者間取引の結果が、非関連納税者が類似の状況下で類似の取引に従事していたならば実現されたであろう結果と一致すれば、当該関連者間取引は、独立当事者間基準をみたすとされている (Temp. Regs. § 1.482-1T (b)(1))。暫定規則は、また、次のように定めている。

「四八二条の目的は、納税者が関連者間取引に帰せられる所得を明確に反映することを確保し、そのような取引に関する租税回避を防止すること

である。四八二条は、関連納税者の真の課税所得を、各「関連」納税者の行う相対的な経済的活動を合理的に反映するように決定することにより、

関連納税者を非関連納税者とタックス・パリティ  
 — (tax parity) はおへ。」(Temp. Regs. § 1.482-1T(a)(1))

このように独立当事者間基準をもとに移転価格税制を組み立てる考え方の背後には、関連企業との間で取引を行っている企業も、独立企業との間で取引を行っている企業も、ほぼ同じ価格で取引し、同じ水準の利益をあげるべきであるとの価値判断が存在すると考えられる。換言すれば、似ている企業(ただし、似ている企業といっても、一方は関連者間取引を行う企業で、他方は非関連者間取引を行う企業であるという差はある)は、同じような課税所得をあげるはずだという考え方である。しかしながら、そのような考え方が、どこから生じたもので、また、どの程度妥当なものなのかという点については、必ずしも十分論理的に明らかにされているわけではない。

独立当事者間基準の下では、いずれの国の制度においても、価格を媒介として課税所得ないし税額を変更することが原則とされている。しかし、価格を媒介とすることは、たとえば、アメリカの内国歳入法典四八二条の文言上は現れてこない。また、価格ではなく、収益率ないし利益に着目するという方式も考えられる。事実、アメリカにおける移転価格税制の方向は、利益重視の方向に多少なりとも向かっているといつてよい。目下のところ、価格を媒介として独立当事者間価格(arm's length price)——日本では、独立企業間価格——を求めるという方式を放棄するという考え方は一般的な支持をえるにいたっていないが、価格に代わり収益率を重視する経済学的な考え方に立てば、利益に着目する方式も十分に根拠のあるものといえる。

また、このことと密接に関連することであるが、独立当事者間基準に関しては、いずれの国の制度においても、取引に着目して課税所得ないし税額を変更することが原則とされている。独立当事者間基準とは、そもそも、納税者の行っている関連者間取引の批准対象

たる非関連者間取引を見つけたして、関連者間取引を非関連者間取引に引き直すという方式である。そこにおいて、基本的に個々の取引に着目して独立当事者間基準が満たされているか否かが検討されるのである。このことは、独立当事者間基準において価格に着目することと表裏一体の関係にあるといつてよいであらう。さて、独立当事者間基準を適用して、納税者の行っている関連者間取引の比準対象となる非関連者間取引を見つけたすといつても、実際のところ、何から何まで類似の取引というものは現実世界には存在しえない。したがって、両取引は、一定の要素について類似の場合に類似の取引とされ、その他の要素は無視されることになる。すなわち、独立当事者間基準とは、関連者間取引を行う企業が、関連者間取引と一定の要素に関して類似であるところの取引を非関連者との間で行っている独立の企業と、同じ水準の価格・利益を（関連者間取引に関して）有しているとみなす制度なのである。ここに両取引の類似性判断の基準となる一定の要素としては、後述のように、価格に影響を及ぼすであ

らう要素が選択される。それこそが、比較可能性 (comparability) の判断基準として議論される要素である。この要素として重要なものにリスクがある。

本稿は、いくつかの重要な論点的を絞って、移転価格課税における比較可能性判断の重要な要素としてのリスクに関するアメリカの議論 (Willsの議論) を紹介しようというものである。以下のほとんどは、Willsの議論の紹介であり、その意味で本稿は論文と呼べるものではないことを最初にお断りしておく。

## 二 比較可能性判断の要素としてのリスク

独立当事者間基準を適用する上で最も重要なステップは、比準対象 (comparable) を見つけたすことである。比較可能性の有無が検討されるのは、基本的には関連者間取引と非関連者間取引についてであるから、具体的には、関連者間取引の比準対象である非関連者間取引を見出すことが、独立当事者間基準適用の第一歩である。

では、関連者間取引との間で比較可能性を満たす非

関連者間取引の存在は、どのような要件の下に認定されるのであろうか。この点、関連者間取引と非関連者

間取引の両者において価格に影響を及ぼす諸要素がそれぞれ類似していれば、両取引は比較可能性の基準を満たすとされ、非関連者間取引における価格が関連者間取引におけるべき価格(独立当事者間価格)とされるのであるから、結局、比較可能性の有無を判断する際の基準となる要素は、価格に影響を及ぼす取引上の様々な要素であるということになる。すなわち、取引の構成要素で価格に影響を及ぼすものをリスト・アップすれば、それが比較可能性判断の要素となる。このような要素として、アメリカの一九九三年の暫定規則は、以下のようなものを列挙している(Temp. Regs. §1.482-1T(c)(1)(i))。

- ・機能分析(functional analysis)
- ・リスク分析(analysis of risks)
- ・契約条件(contractual terms)
- ・経済的状况(economic conditions)
- ・取り引きされる財・サービス(property or services)

services)

両取引においてこれらの要素のそれぞれが類似である場合に、両取引は比較可能性ありとされる。

暫定規則は、リスクについては、関連者間取引と非関連者間取引において、当事者の負担するリスクの種類とその配分が類似しており、またリスク配分が経済的実体にそくしていることを比較可能性の要件としている。この要件は、かなり客観的に見えて、実は、本質的に主観的なものと考えられる。なぜなら、特にリスク配分については、数量化して類似であるか否かを判定することが不可能であり、実際には、どうしても大まかで定性的な主観的判断に依存せざるを得ないからである。また、契約上のリスク配分を明らかにすることは容易であろうが、リスクが実際にどのような負担されたかを経済的に明らかにすることはかなり困難なことである。

### 三 リスク負担とプレミアム

リスクという要素は、本来、事前(ex ante)の視点

に立ったものである点に留意する必要がある。リスクを引き受けるということは、投資した金額の将来リターンの期待値が低下するという他に他ならない。第一に、所得が実現主義に基づいて把握されるならば、このリスクの引受け行為自体が、その納税者のリスク引受け時の所得を引き下げることはない（もちろん、このリスクの引受けの際に保険に加入して保険料を支払うこともできるので、この場合には、支払保険料分だけリスク引受け時の所得が減少はするし、また、保険に加入しなくとも、引当金の控除が認められれば、同様にリスク引受け時の課税所得が減少する）。ところが、後に至って引き受けたリスクが顕在化すると、リスクを引き受けた者は損失を被り（事後的な (ex post) 視点）、この損失は、当該納税者の所得を引き下げる。このように考えていくと、リスクの配分が所得に影響を及ぼすのは、当該リスクが顕在化した時点であることが分かる。しかし、逆に、第二に、リスク引受けは無償で行われるわけではない。すなわち、高いリスクを引き受けた者に対しては、当該リスクが消滅

した場合、将来において高いリターンが認められ（ハイ・リスク、ハイ・リターン）、リスクを引き受けた者は利益を得て（事後的視点）、当該納税者の所得は将来において引き上げられる。この場合も、リスクの配分が所得に影響を及ぼすのは、将来においてである（ただし、リスク引受け時点でその対価を得る場合は、もちろん別である）。したがって、移転価格の問題に関して、高いリスクを現在負担しているから、現在の所得も高いはずだという主張をなすことができそうにはないように見える。

しかし、右の問題（特に、上の第一の問題と第二の問題との関係）に関しては、より精密な議論を展開することが可能である。以下においては、この点についての Wills の議論を少し詳しく紹介する。

現代的な財務理論の中で最も代表的なリスクの扱いに関する理論は、capital asset pricing model (いわゆる CAPM) である。CAPM の理論を念頭におくと、右のリスクに関する議論をより精緻に展開することができる。移転価格の分野において、CAPM の理論は、

そもそも、移転価格に関するアメリカ財務省の白書における BALRM (basic arm's length return method) を理論的に説明するために引き合いに出されたものであるが、ここでは、リスクという概念そのものをより深く理解するために用いることにしよう。<sup>(2)</sup> CAPMは、企業の資本コストに関する理論である。ここに資本コストとは、企業が投資を引きつけるために投資家に対して提供しなければならない最低限度の期待収益率であり、その大きさはプロジェクトのリスクに依存する。資本コストは、(通常は、税引前の)借入資本コストと自己資本コストの加重平均である。このうち、借入資本コストは、当該企業が市場において借入をなすときの利率率として直接的に測定される。これに対して、自己資本コストを直接的に測定することはできないために、それは、何らかのモデルにより推定せざるを得ない。この自己資本コストの推定方法の一つとして、CAPMは存在する。このモデルの下において、自己資本コスト( $r_c$ )は、

$$\textcircled{1} \text{リスク・フリーの収益率}(r_f) \text{と}$$

②平均的な自己資本投資に対するリスク・プレミアムと、(当該投資が平均的自己資本投資と比した場合にどの程度の systematic risk を有しているかを表すところの)  $\beta$  と呼ばれる係数<sup>(3)</sup>との積、の合計に等しいとされ

$$r_c = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

という式で表示される。このうち、平均的自己資本投資に対するリスク・プレミアムは、分散された自己資本投資に対する収益率( $r_m$ )の $\beta$ 超過分、 $r_m - r_f$ として測定される。平均的リスクの投資の場合、 $\beta$ は1となる。

さて、リスクは、systematic risk と unsystematic risk に分けられる。投資家は、その投資ポートフォリオを分散させることによって、unsystematic risk を回避することができるが、systematic risk ないし market risk と呼ばれるあらゆる投資に共通のリスクを、投資分散により回避することはできない。このうち、投資の収益率は systematic risk に対してのみ反応し、unsystematic risk は投資の期待収益率とは無

関係である。したがって、リスク・プレミアムは、systematic riskを負担することに対する報酬である。もっとも、投資家は両リスクを分けずにリスク負担に対する報酬を要求するのであり、企業の資本コストは unsystematic riskによっても影響を受けるといふ誤った考えが主張されることがあるが、これは、投資のあらゆる結果の平均であるところの期待収益率（これが、資本コストである）と、特定の結果が生じた場合のみに関する収益率、とを混乱していることから生ずる。すなわち、成功する可能性の低い投資について、通常程度の期待収益率（投資のあらゆる結果の平均であるところの期待収益率）をもたらすためには、成功した場合の収益率（特定の結果が生じた場合のみに関する収益率）はかなり高いものでなければならぬ。したがって、unsystematic riskが、投資が成功した場合の収益率とは関係を有するが、企業の資本コストとは無関係であるということはありうる。たとえば、金鉱山を経営する会社については、新しい金鉱山発見の可能性が非常に低い故に、成功した場合の収益率は極

めて高いが、そのような企業の資本コストは低い。要するに、CAPMで扱うところのリスク・プレミアムは、投資のあらゆる結果を考慮したものであって、特定の結果が生じた場合のみに関するものではないといふことである。

移転価格に関して、この区別は、ある投資について予想される結果が bimodal で、上手くいくと高い収益になるが、そうでないとマイナスになってしまい、その中間がないような場合（たとえば、試験研究のための投資）に、意味を持つ。また、時間とともに利益が大きく変動するような活動についても類似の問題が生ずる（すなわち、一定の時点のみからは全体の判断ができないからである）。いずれの場合においても、課税庁が、CAPM的に解釈された、BALRMを適用すると、課税庁は、当該投資が成功した場合に得られる高い利益ではなく、低い資本コストに注目してしまう恐れがある。したがって、納税者が収益率が高いのはリスクが高いためであると主張する場合、それが、資本コストが高いためか、それとも、資本コストは低い

成功の可能性が小さい活動を行っているためかを、正確に判断する必要がある。以上が、リスクに関する Wills の議論の要約である。

さて、収益率ではなく価格に着目して移転価格の問題を考える場合にも、右のリスクに関する議論は当てはまるであろうか。価格に着目する移転価格についての通常の議論においても、たとえば、納税者(買い手とする)が、取引の相手方である関連企業(売り手とする)は高いリスクを負担しているのだから、相手方が高い価格を要求するのは当然であるという主張をなすことがある。そこで、暫定規則も、比較可能性の要素としてリスクを掲げているのであろう。では、暫定規則は、投資のあらゆる結果の平均である期待収益率と、投資が成功した場合の収益率との区分を行っているであろうか。暫定規則が、リスク配分は各年を通じて整合的に行われなければならない、ある年度に損失を被った場合、後の年度の利益と埋め合わせられるというようになるべきで、常に一方の当事者が損失ばかり被るといふことは認めにくいと述べている(§1.

482-1T(c)(3)(ii)(D))とことから考えると、暫定規則は投資のあらゆる結果の平均である期待収益率を考慮することを要求しているように見える。次に、暫定規則におけるリスクは、systematic risk と unsystematic risk の両方を含んでいるのであろうか、それとも、systematic risk のみを指すのであろうか。独立当事者間基準が市場における非関連者間取引を批准対象としているところからすると、市場においてリスク・プレミアムが認められるのは systematic risk に対してのみであるから、やはり、右の Wills の議論は、価格に着目して移転価格の問題を考える場合にも妥当すると考えるべきなのであろうか。この点、どちらであるか必ずしも明らかではない。もっとも、systematic risk と unsystematic risk の区別自体が market portfolio をどう定義するかに依存している(その結果、市場の状況により区分が影響を受ける)のであるから、両者の差異について抽象的に議論しても、あまり意味はないのかもしれない。



(1) CAPMについては、詳しくは、たとえば、Richard A. Brealey & Stewart C. Myers, *Principles of Corporate Finance* (3rd ed. 1988) 参照。

(2) Cf Daniel J. Frisch, *The BALRM Approach to Transfer Pricing*, 42 *National Tax Journal* 261 (1989).

(3) 以下の議論は、John Wills, *Risk Measurement: Applying Financial Theory to Transfer Pricing*, 52 *Tax Notes* 1311, at 1312-1314 (1991) の紹介である。この論文は、非常に簡潔に移転価格におけるリスクの問題を論じたもので、極めてレベルの高いものである。

#### 四 為替リスク

さて、次に、為替リスクの問題について、リスク一般の議論とは別にふれておこう。為替リスクは、国際的取引を行っている企業に対して極めて重大な影響を及ぼすから、その移転価格との関連について独立に検討しておくことは不可欠なことと思われる。にもかかわらず、為替リスクと移転価格との関係については必ずしも十分な検討が行われているわけではない。

以下においては、為替リスクに関する最近のアメリカの議論 (Wills の議論) を要約して紹介する (項目分けも Wills の議論に沿っている)。なお、移転価格をめぐる議論において為替リスクが問題とされるのは、主に、再販売価格法、原価加算法、資産収益率法等の利益重視の方法が用いられる場合であるという点に留意されたい。

#### \* 従来 の 議 論

従来行われてきた為替リスクと移転価格との関係に関する議論においては、為替相場の変動に応じて移転価格がどのように変化するかという点が検討の対象とされてきた。そこにおいては主に理論的な観点から、関連者間取引と非関連者間取引との比較可能性の判断に際して、為替相場が変動した場合に比較可能性を確保するため、取引の条件に関してどのような調整を加えるべきかという点に関する議論がなされた。しかし、そのように為替相場が変動した場合に契約条件に対していかなる調整を加えるかを議論する前に、まず検討すべきは、当初の契約条件において為替相場変動のり

スクがどのように考慮されたかという点であろう。また、従来の議論においては、為替リスクが生ずるのは取引が nonfunctional currency で行われた場合であるから、nonfunctional currency で取引を行う企業に對しては、そのようなリスクを引き受けることについてプレミアムが認められる、したがって、そのようなプレミアムを認めるような形で比準対象の価格や利益について調整を加えるべきである、という主張がなされていた。

\*新しい見解の概要

しかし、取引が nonfunctional currency で行われた場合に為替リスクが生ずるといふ考え方は疑問である。以下で述べるように、為替リスクが生ずるか否か (identification of foreign exchange risk) は、通貨と通貨の交換取引が行われるか否かに関わりない問題であり、市場の状況と契約の条件に依存する、という点を認識する必要がある。また、企業が為替リスクにさらされている場合であっても、それに対してプレミアムが認められるのは、当該リスクが分散できない場

合に限られるという点についても留意しなければならぬ。

\*為替リスクとは何か

ここで強調すべきは、為替リスクと、為替差益・差損を混同してはならないという点である。後者は、前者よりもはるかに狭い概念である。為替差益・差損は、取引上のリスク (transactional risk) であって、契約条件合意の日と契約完了の日とのラグから生ずる。しかし、このようなラグが存在しない場合であっても、為替相場の変動は企業の収益に對して影響を及ぼす。例えば、日本の輸出業者は、円高になった場合、外国における外貨表示の販売価格の引き上げの困難から不利益を被る。このことは、輸出契約が円建てであろうが何であろうかわりはない。このようなより基本的なリスクは、投資リスク (investment risk) と呼ばれ、企業の収益・費用が為替変動により影響を受ける限り生ずる。これが、為替リスクである。この為替リスクは、企業が国内市場においてのみ収益を得ている場合であっても存在しうる (たとえば、ドル高の場合、

日本製品のアメリカにおける販売価格は下がり、その製品との競争にさらされている製品をアメリカ国内でのみ販売しているアメリカ企業の利益は減少する。このような為替リスクは、市場全体の特性であり、

個々の企業の属性ではない。ある企業が操業している市場において国際取引の影響があれば、その市場に参加しているすべての企業が為替リスクにさらされる。

このことは、いかなる市場についてもあてはまる。したがって、為替リスクは、一般の事業リスクと何らかわるところはない。為替リスクは、相対的価格が変動し企業の利益に影響を与えるという通常のリスクの一種であるにすぎない。

#### \* 為替リスクの測定

したがって、為替リスクは、(市場全体の特性であり、個々の企業の属性ではないから) 企業の財務諸表や契約条件のみを検討しても明らかにすることはできない。為替リスクに関しては、次の二つの点に関する理解が必要である。まず、第一に、企業の収益・費用の為替変動に伴う変化を、競合者のそれと比較するこ

とである。価格(そして、利益マージン)が為替相場の変動に応じてどのように変化するかという点に関しては、一般に、pass-throughの問題として議論されている。一定の場合には、pass-throughの程度が大きく、為替変動に応じて完全に価格が変化(逆に、利益マージンは一定)し、また、他の場合には、pass-throughの程度は小さく、価格は為替変動に応じては完全には変化しない(逆に、利益マージンは変化する)。pass-throughの程度に対して影響を与える諸要素については、産業ごとに検討されている。その結果、たとえば、アメリカ国内市場向けの製品を製造しているアメリカの製造業者にとっては、pass-throughの程度が小さい場合、ドルが高くなってもドル表示の利益は変化しにくいから為替リスクは低い。また、アメリカに輸出している日本企業にとっては、アメリカ市場におけるpass-throughの程度が小さい場合、円が高くなると円表示の受取が減るがアメリカ市場における販売価格はそれほど高くないから、為替リスクは高くなる。逆に、pass-throughの程度が大きい場合に

は反対の結論になる。しかし、いずれの場合も、取引がどの通貨で行われているかは重要ではない。したがって、為替リスクの問題について検討する際には、まず、*pass-through*の程度について明らかにする必要がある。そして、為替リスクが関連者間取引それ自体から生ずる場合、為替変動に応じて価格をどのように変化させるかという点に関する契約によりリスク配分が決定されるから、為替リスクの当事者間配分を論ずる際には契約内容を吟味しなければならない。次に、第二は、為替変動がおこる可能性についてであるが、この点は、移転価格の問題に関しては、*pass-through*ほど重要ではない。

\* 誰が為替リスクを負担するか

為替リスクは、それについての弾力性の低い生産要素によって負担される点で、租税の転嫁の場合と似ていると考えることができる。今、レントをもたらず資産がすべて取引の一方当事者により保有されており、また、取引費用が存在しないと仮定してみよう。この場合、日本企業(メーカー)が独立のアメリカのデ

イストリビューターを通じてアメリカで製品の販売を行っているとする。両者間の取引は円建で行われるとする。また、デイストリビューター・サーヴィスの業界は競争的で、両者間の取引において、デイストリビューターは取引関係に固有の資産に対する投資を行っていないとする(すなわち、簡単に取引相手を変更できる)。これに対して、日本企業は、当該製品に固有の投資をかなり行っているとする。この場合、デイストリビューターは、競争的な市場収益率のみをあげる。ここで、ドルが下がり、その効果がアメリカ市場で完全には製品価格に *pass-through* されないとすると、日本企業がアメリカ市場から得る売上と利益は減少する。したがって、この例でデイストリビューターは為替リスクを負担しない。もちろん、デイストリビューターは、日本企業との契約により、一定量の製品を一定の円建ての価格で購入する義務を負う。しかし、そのために収益率が市場収益率よりも下がれば、デイストリビューターは、円建ての価格が下げられない限り、当該日本企業との取引をやめてしまおうであろう(彼は、

コストをかけずに、いつでも取引相手を変更できる点に留意)。したがって、為替リスクは(行動を変化させることにより)それを避けることの困難な日本企業により負担される。すなわち、容易に変化させることのできない資産への投資を行っている場合、それから生ずるのは、可変資産に対するリターン割当ての後に残る residual return なのである。逆に、当該日本製品が世界的に販売されていて、アメリカ市場が世界市場の一部にすぎず、ディストリビューターへの販売がドル建てで行われており、ディストリビューターが取引関係に固有の資産に対する投資を行っているとする、結果は逆になる。

\* みかけ上のリスクと、現実のリスク

以上、要するに、長期においては、市場の要因によりリスク負担者が決まる。租税の転嫁の場合と同じく、契約上のリスク負担者とは必ずしも同一でない者によってリスクが負担されることになる。もちろん、短期においては、当事者は契約により義務づけられるので、そのことにより為替リスクの配分も決定されるように

一見したところは見える。しかし、現実には、必ずしもそうではない。アルミ地金のような国際的な代替物を扱う企業は、契約上の義務にもかかわらず、為替リスクを回避することができる。たとえば、アメリカからアルミ地金を(ドル建てで)輸入して再販売する日本企業は、円安になれば、契約と引渡のラグから生ずる為替差損を被る。しかし、同時にアルミ地金の在庫の円建ての価格が上昇する結果、当該日本企業の利益に変化は生じない。にもかかわらず、この在庫の円建ての価格上昇による差益は為替差益としては無視され、単に再販売の際の利益として扱われる。したがって、為替差益・差損の問題はみかけ上のもので、真の為替リスクとはあまり関係がない。逆に、ヘッジのような為替差益・差損を緩和させる手段により為替リスクが高められることもある。たとえば、このアルミを輸入する日本企業がヘッジのために先物契約を結んだとすると、当該企業は、円高になった場合の利益の減少のおそれを抱え込むことになる。いずれの場合においても、会計的にのみものごとを考えていると、会計処理

はできるかもしれないが、本質を見失うのである。

\* 為替リスクを負担するプレミアム

ここで思い起こさなければならぬのは、unsystematic なリスク(分散により回避できるもの)はプレミアムをもたらしなさいという点である。したがって、事業上のリスクを引き起こすであろう様々な要因を列挙し、そのリストが長いほど期待収益率も高いと考えるのは、大きな誤りである。そして、為替リスクが systematic risk であるか unsystematic risk であるかという点は、事実問題であり、特定の投資について具体的に検討することによってのみ答えることのできるものである。しかしながら、日本企業もアメリカ企業も全世界的な投資の分散を行っているとは考えられない。したがって、為替リスクの少なくとも一部は、systematic risk であると考えてよいであろう。ただし、注意しなければならぬのは、為替リスクが分散可能かという問題と、ヘッジ可能かという問題は別物であるという点である。そして、為替リスクを分散できないからこそ、費用を支払ってヘッジを行うと考

れば、ヘッジに要する費用は、為替リスクを負担することから得られるプレミアムの上限であるということになり、そのことから為替リスクのプレミアムを測定することができよう。もっとも、新種の金融商品の開発(たとえば、各種のスワップ)により、ヘッジの費用は下がっていると考えられる。しかも、為替リスクは相互に関連する多様なリスクの中の一つにすぎないから、そのみをとってあげて独立に議論することは必ずしも妥当ではない。

(4) 以下の議論は、John Wills, Transfer Pricing and Currency Risk, 49 Tax Notes 567 (1990) の紹介である。この論文は、為替リスクと移転価格の関係について分析した非常に優れたものである。

## 五 事業リスクと金融リスク

ここでは、企業の自己資本比率が移転価格に関する議論においてどのような意味を有するかという点についての Wills の議論を紹介しておこう。リスクが企業

の自己資本コストに対して及ぼす影響については、CAPMにより分析できるが、それによると、equity incomeに関するリスクは、企業の事業リスクと、企業の financial leverage の程度に依存するとされている。したがって、企業の financial leverage は、自己資本比率を下げる（その結果、低いコストの借入金と高いコストの自己資本の比率が変化し、その加重平均である資本コストが下がる）ことよってのみならず、それ自身が直接的に自己資本コストを増加させることにより、（借入金資本コストと自己資本コストの加重平均である）企業の資本コストに影響を及ぼすことになる。この両効果は、逆の方向に作用する（すなわち、financial leverage は、自己資本コストを上げるが、自己資本比率を下げる）。

すると、BALRMをCAPM的に解釈する考え方によれば、企業の資本コストがその独立当事者間収益率 (arm's length rate of return) であるから、独立当事者間収益率が financial leverage の程度により変化するという結果になる。このように考えた場合、移転価

格に関連して、①なぜ、資本構成のみを異にし他の点では等しい二企業の独立当事者間価格が異なるのかという問題と、②関連企業グループの各メンバーについて、その仮定的資本コスト算定上いかなる資本構成を前提とすべきか（たとえば、外国子会社の現実の資本構成を前提とすべきか）、という問題が生ずる。

このうち、第一の問題については、資金調達形態は確かに企業の利益に対して影響を及ぼすであろうが、それが、直接に、具体的な取引の価格に影響を及ぼすとは考えにくいから、独立当事者間価格が financial leverage の程度により変化するという結果は理解しにくい。資本構成に関する経済理論上も、生産物価格に関して言及は行われていない。しかし、移転価格が価格のみならず利益に着目して議論される場合もあるから、この問題は、結局は、利益と価格のいずれに着目するかという移転価格の基本的な問題と関連する。そして、独立当事者間収益率法は、基本的には利益に着目する方法である。

次に、第二の問題については、より詳細な検討を行

うことが必要である。financial leverageと自己資本コストの関係に関連して、金融リスクと事業リスクを分けて考える議論が行われている。<sup>(5)</sup>そこでは、企業の純粋な事業リスク測定のための資産ベータ(ないし、全自己資本ベータ)と、自己資本形態で投資を行う投資家の金融リスクと事業リスクを合わせたものを測定するための株式ベータ(ないし自己資本ベータ)が分けられている。そして、systematic business riskに依りて資産ベータが決定され、その資産ベータと企業のfinancial leverageの程度(financial risk)により株式ベータが決定される。この株式ベータが自己資本コストの指標となる。もっとも、実際には、資産ベータを直接測定することはできないから、まず、市場におけるデータから株式ベータを推定し、この株式ベータと企業のfinancial leverageの程度(financial risk)により資産ベータを推定することになる。

さて、移転価格に関して重要なのは株式ベータなのか資産ベータなのか問題となる。これは、結局、移転価格に関して重要なのが、事業リスクと金融リスク

を合わせたものなのか、それとも事業リスクのみなのかという問題である。この問題に関しては、移転価格について問題となるのは事業リスクのみであるという見解が存在する。子会社の資本構成は実際上は市場外の要因によりいわば恣意的に決定される(すなわち、親会社が、グループ全体の財務上の目的達成のために決定する)ので、移転価格の問題においてそれを重視すべきではないというのである。すると、移転価格におけるような関連企業グループのメンバーに対する利益配分に関しては、各メンバーの事業活動に関連する事業リスクのみを見ればよいということになる。したがって、移転価格の問題においては、各メンバーの資本コストの決定にあたり、当該グループに共通の自己資本比率を(したがって、共通のfinancial risk)割り当てるべきであるとの結論が導かれる。<sup>(6)</sup>

(5) 以下の議論は、Wills, supra note 4, at 1314-1317の紹介である。

(6) 詳しくは、Wills, supra note 4, at 1316参照。



## 六 資本コスト内外差

最後に、資本コストの内外差という点に関するWillsの議論を紹介しておこう。<sup>(7)</sup>この問題は、結局、CAPMにおけるmarket portfolioとは何かという問題と関連する。異なる資本市場の投資家にとってのリスクとリターンの関係が同じであれば、それらの資本市場は統合されている(integrated)といい、そうでない場合、資本市場は分割されている(segmented)という。資本市場が統合されている場合、リスクは世界的な投資について評価され、ベータも、全世界的なmarket portfolioに関するリターンをもとに計算される。資本市場が統合されているにもかかわらず、国内的なmarket portfolioについてベータを計算すると、そのベータは、リスクを過大評価し、資本コストを過大に見積もることになる。なぜなら、国内的なmarket portfolioにおいてはsystematicなリスクも、全世界的なmarket portfolioにおいては分散可能であるかもしれないからである。これに対して、資本市場

が分割されている場合には、ベータは、国内的なmarket portfolioについて計算しなければならない。その結果、たとえば、日本に投資するアメリカ企業は、その投資のリスクをアメリカのmarket portfolioに対して評価し、逆に、アメリカに投資する日本企業は、その投資のリスクを日本のmarket portfolioに対して評価しなければならない。このことは、移転価格に関して重大な問題を引き起こす。すなわち、分割された市場においては、投資の資本コスト(および、収益率)が、投資家の国籍に左右され、投資ではなく投資家の属性により影響を受けることになるという問題である。また、資本市場が分割されていると、リスクの国際的な分散が妨げられる結果、(個人投資家のレベルの投資分散ではない)企業による分散(corporate diversification)が必要となるであろう。そのために国内投資家はそのような企業による分散に対して対価を支払い、国内企業は、国内投資に関してよりも外国投資に関して低い資本コストを用いるであろう。なお、現実の資本市場が一定程度分割されたものであること

は、一般に認められている。

(7) 以下の議論は、Wills, *supra* note 8, at 1317-1318  
の紹介である。

(一橋大学助教授)