

「ヘッジ取引と課税をめぐる諸問題 —取引単位の研究を中心として—」

まつばら ゆり
松原有里

目次

序章	455
第1章 ヘッジ取引の概観	456
第1節 ヘッジ取引の定義	456
第2節 機能	456
第3節 類似の取引	459
第4節 小括	462
第2章 法律および規則	462
第1節 規制・監督の動き	462
第2節 法律—内国歳入法典の規定	462
第1項 取引の形態・性質に関する規定	462
第2項 評価に関する規定	463
第3節 レギュレーション	464
第1項 「ヘッジ規則」制定の動き	464
第2項 個別規定—株式ヘッジ（‘SRRP’）に対する規定	465
第3章 判例	466
第1節 判例法理をめぐる流れ	466
第2節 Corn Products Ref. Co. v. Commissioner判決	467
第3節 Arkansas Best Co. v. Commissioner判決	468
第4節 両判決の意義と問題—FNMA判決	470
第1項 両判決の意義	470
第2項 FNMA事件—概要	470
第3項 FNMA事件—判決	472
第4章 理論的検討—「取引単位」をめぐる議論	473
第1節 アメリカにおける学説の状況	473
第1項 問題の所在	473
第2項 歴史的展開—3つのアプローチ	474
第2節 「取引単位」をめぐる問題	474
第1項 取引の「分解」および「統合」	474

第2項 具体例—「内包オプション」および「指数リンク債」の場合	475
第3節 検証	477
第1項 inconsistencyの問題	477
第2項 構成要素の「複合」および「合成」	478
第3項 「複合」と「合成」—問題点および解決の試み	480
終章 解決および展望	481
第1節 類型化の試み	481
第1項 ミクロ・ヘッジとマクロ・ヘッジ	482
第2項 ダイナミック・ヘッジとスタティック・ヘッジ	482
第3項 キャッシュ・フロー・ヘッジ	483
第2節 わが国への含意	484

序章

本稿は、金融派生商品をめぐる取引(以下、「デリバティブ取引」と称する。)の中から、ヘッジを目的とした取引について「課税の適正化」という観点から考察するものである。

近年、金融・資本市場の自由化・国際化にともなう多様なデリバティブ取引が行われ²、課税上の問題も生じるようになった。例えば、タックス・ポジションの変更が容易になり、従来型の金融所得と比較して、所得を正確に把握することが難しい³という問題がある。また、別の金融商品のキャッシュ・フローだけを模倣することが可能なため、経済的結果は同じでも、法的形式が異なれば、課税上一方の取引については課税され、他方には課税されないという問題が顕在化した⁴。

このような問題を解決するため、本稿では、所得課税の観点からデリバティブ取引の法的性質(character)について、課税上の検討を加えることにする⁵。もとより、本稿において、現実の取引をすべて網羅し個別に分析することはできない。新しい取引は、日々開発されており、スワップの様に、テーラーメイド型の取引も多いからである。課税当局は、このような取引に対して、事後的な対応をしているのが現実であり、本稿の目的は、その方針を検証することにもある。

具体的には、デリバティブ取引について、課税上、①従来から存在する他の類似する取引にあてはめて取り扱うべきか(cubbyhole approach)、または独自の取引として捉えた上で、②取引全体をひとまとめにして取り扱うべきか(integration approach)、③取引の構成要素(components)毎に分解して取り扱うべきか(bifurcation approach)、という「取引単位」をめぐる議論を検討し⁶、デリバティブの先進国であるアメリカの議論を分析したい。

続いて、デリバティブの中でも、ヘッジ⁷を目的とした取引(以下、「ヘッジ取引」と称する)に焦点を絞る。デリバティブ取引の機能としては、ヘッ

ジ(hedge)、投機(speculation)、裁定(arbitrage)の3つがある⁸が、他の2つの取引とは異なり、ヘッジ取引に関しては、現行制度上原則として決済基準(matching principle)が適用されている。これは、課税上、ヘッジ取引には、取引全体をひとまとめとして取り扱う考え方が採用されているためである。しかし、どのような取引をヘッジ目的として認めるか否かという基準が不明確であるのが問題とされる。特に、ヘッジ目的と当事者が主張するもののは実は租税回避を目的とするような取引への対応が問われている。課税上、整合的な取り扱いが要求されよう。

以下、本稿の構成を述べる。第1章では、ヘッジ取引の定義・機能を概観し、その他の取引との相違についても検討する。続いて、ヘッジ取引に関する従来の争点を制度面から検証する。第2章ではアメリカ合衆国の条文上の規定を、第3章では同国における判例の流れを追うことで、法律と判例という2つの側面から相関関係を探す。第4章では、理論的な検討を行う。特に、デリバティブ取引全般に関して、課税上取引をいかに分解あるいは統合すべきかという問題を検討する。終章では、対象をヘッジ取引に絞り、わが国への適用可能性を探る。しかし、この点に関しては法律論としてまだそれほど深い議論がなされているわけではなく、先行研究もないことから、他の学問分野の議論をも参考にすることになろう。最後に展望を述べる。

なお、本稿で言及する「取引単位」についても、ここで付言しておきたい。近年、契約の形態はますます多様化・複雑化し、多くの新種の取引が登場している⁹。それらは、例えば複合的取引あるいは継続的取引等と命名され、その法的性質について研究する試みも盛んである¹⁰。

では、やはり新種の取引であるデリバティブのような金融取引の場合、法的性質はどのように定義されるのだろうか。蓋し、租税法の世界では、租税法固有の概念が存在しない場合、私法上の概念を借用することが認められる¹¹。しかし、私法上

の概念がそれほど成熟していない場合はどうすればよいのであろうか。経済学など、別の学問分野の成果を取り入れることは、理論上可能なのであろうか。租税法上、新種の取引を考察する際に常に問題となる点であろう。ヘッジ取引の取引単位をどうとらえるかという問題も、まさにそのような疑問から出発しているのである。

尤も、本稿で行う取引単位に関する考察の範囲は、「課税の適正化」という目的に限定される。その意味で本稿は、ヘッジ取引という素材を使った新種の契約に対する性質決定についての租税法の分野からの一つのアプローチでもある。

第1章 ヘッジ取引の概観

第1節 ヘッジ取引の定義

最初に、本稿の論述をすすめるにあたって必要な「ヘッジ取引」の内容を明らかにしたい。一般的には「ヘッジ (hedge)」とは、別々のポジションの間に存在している関係で、一方のポジションに係る損失の全部あるいは一部を、別のポジションに係る利益で相殺すると期待される関係のことである¹²。このとき、相殺されるポジションを「ヘッジ対象」と称し、対するポジションを「ヘッジ手段」と称する¹³。

以上が一般的な定義づけである。それでは、租税法上のヘッジ取引については、いかなる定義がなされるのだろうか。

租税法上の明文の定義は、アメリカに存在する。内国歳入法典1.256(e)によれば、ヘッジ取引とは、「納税者の通常の営業もしくは事業活動の中で (in the normal course of a trade or business)、主としてリスクを減少させるために結ぶ取引」である。ここでいうリスクとは、ヘッジ対象に内在するもので、具体的には、「納税者の保有する資産の為替・価格の変動、あるいは借入金利の変動に対するリスク」のことである。加えて「当該取引に係る損益が、通常の損益 (ordinary income) であること」及び「当該取引の契約締結日までに、(中略) 納税者が、その取引をヘッジ取引として

明確に認識すること」も要件とされる。

さて、アメリカ租税法特有の議論として、通常所得 (ordinary income) とキャピタル・ゲインの識別の問題が存在する。これはヘッジ取引と認められた取引から生じる利益または損失を、キャピタル・ゲイン／ロスではなく、通常所得として取り扱うことで、投資所得より低い税率が課される¹⁴ことから生じる問題であるので、わが国の議論に直接反映するものではないが、アメリカにおける判例および議論の流れを追う際に重要である¹⁵。

よって、わが国の実態に当てはめて議論する場合、アメリカの議論を若干修正し、その定義も、もっぱら「主として、リスクを減らすために結ばれる事業活動の範囲内での取引」で「契約日に、ヘッジ取引と明確に認識されるもの」を対象とするのが妥当と考えられる。

それでは、具体的にはどのような取引をさすのだろうか。また、上記の各要件をみれば、即ヘッジ取引に該当すると解してよいのだろうか。ヘッジ取引の適用範囲はどの程度まで許容されているのか。次節で検討する。

第2節 機能

デリバティブ取引は、①投機 (speculation)、②裁定 (arbitrage)、③ヘッジ (hedge) の3つの機能に分けられる¹⁶。ここで「投機」とは、将来の相場での値上がりまたは値下がり予測して、商品の売買を行ない利益を追及するハイ・リスク、ハイ・リターン取引のことであり、「裁定」とは、異なる市場間 (場所・時間) における価格差を利用して利益をあげる「鞆取り」をその目的とする。「ヘッジ」が、あくまでポジションの相殺によるリスクの回避という消極的な立場をとるのに対して、利益をあげる手段としてデリバティブ取引をとらえている点で、これらの機能はヘッジと異なる。さらに、利益が生じる以上、所得の把握もヘッジに比べて容易である。所得課税の枠組みの中で、デリバティブ課税を考えると、この差異は無視することができない。

とはいうものの、実際に行なわれる取引の中で、ヘッジ目的をそれ以外の機能と厳密に区別することは難しい。デリバティブを使った投資戦略は、必ずしも、ひとつの要素・ポジションだけに固執して行なわれているわけではないからである。むしろ、複数の要素を組み合わせる「合成ポジション」を作るという投資戦略が存在する。これらは「ヘッジ・ポジション」と呼ばれるが、その代表的なものは、「コンバージョン」と呼ばれる¹⁷原資産とオプションを組み合わせた投資である。以下、その内容を検討する¹⁸。

ヘッジ取引に用いられてきた代表的なオプション戦略としては、①「プロテクティブ・プット」、②「カバード・コール」、③「コンバージョン」等がある。これらは、いずれも相場の変動(ボラティリティー：volatility)による損失を出来るだけ回避するために考案された。

ケース)「プロテクティブ・プット」とは、相場が先行き下落する恐れのある場合に、原資産の買い(例えば、現物株ポートフォリオ)+プット・オプションの買い(コール・ポジション)を組み合わせ

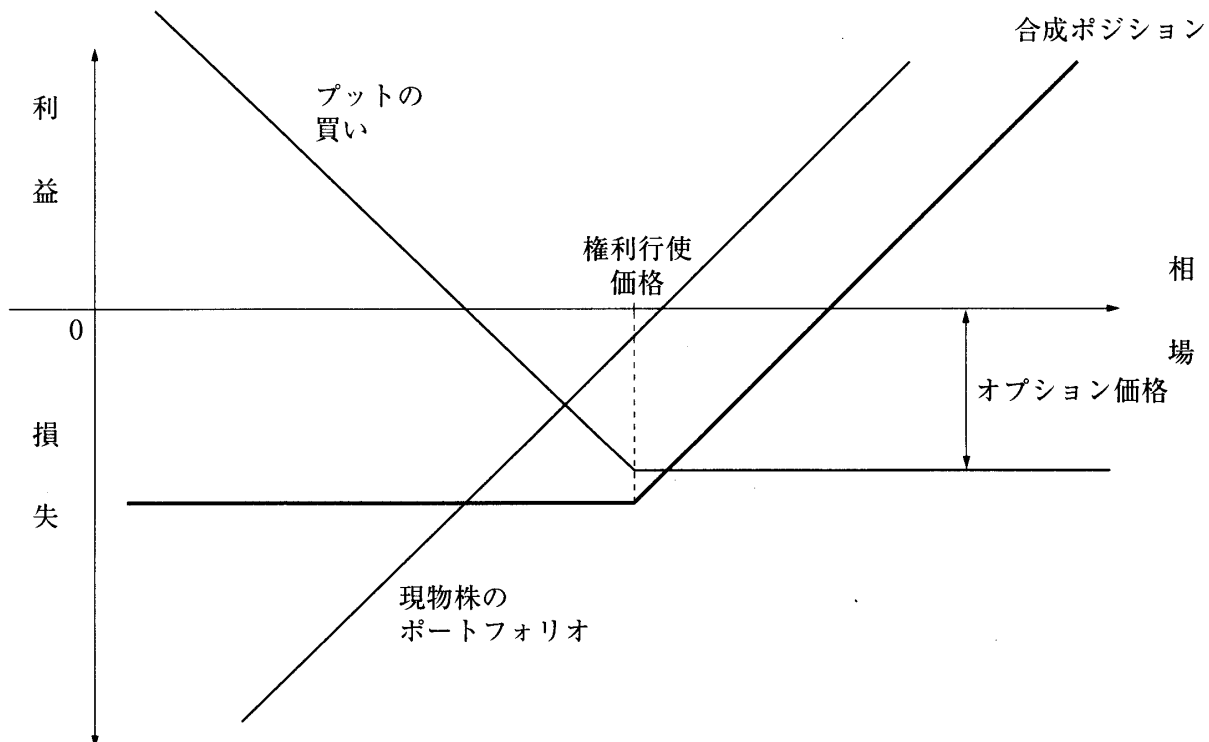
せることで、満期日における相場下落時の原資産の損失を限定しようとするものである。これは、将来の原資産の価格動向に対して、基本的には強気ではあるが、将来起こりうる値下がりリスクについても保険をかけておきたい場合になされる選択である。【下図①参照】

このポジションをとると、満期日の原資産の値下がりリスクは、事実上、行使価格—オプション・プレミアムに抑えることができる。

ところが、このオプション戦略は原資産の価格変動のスピードが著しく速い場合(ボラティリティーが非常に大きいとき)には、ヘッジ・ポジションとしては有効ではないという難点があった。合成ポジションが右上がりになっているためである。現に、1987年10月のアメリカにおけるブラック・マンデーには対応できず、それ以降、「プロテクティブ・プット」は投資戦略としては急速に魅力を失うこととなった¹⁹。

ケース)「カバード・コール」は、反対に相場の先行きが停滞気味と予想される場合に、用いられるオプション戦略である。すなわち、原資産の買い+

【図①】



コール・オプションの売りを組み合わせ、具体的にはオプション・プレミアムの収入で現物株の運用利回りを向上させようとするものである。この場合、仮に満期日に原資産が行使価格以上に値上がりしても、コール・オプションが行使されると、オプションの売り手 (option writer) は、値上がり益を放棄して保有する原資産を引き渡さなければならなくなる。

しかし、先にオプション・プレミアムの収入は確定しているため、ペイオフ・ダイアグラム上、損益は一定となる²⁰。【下図②参照】

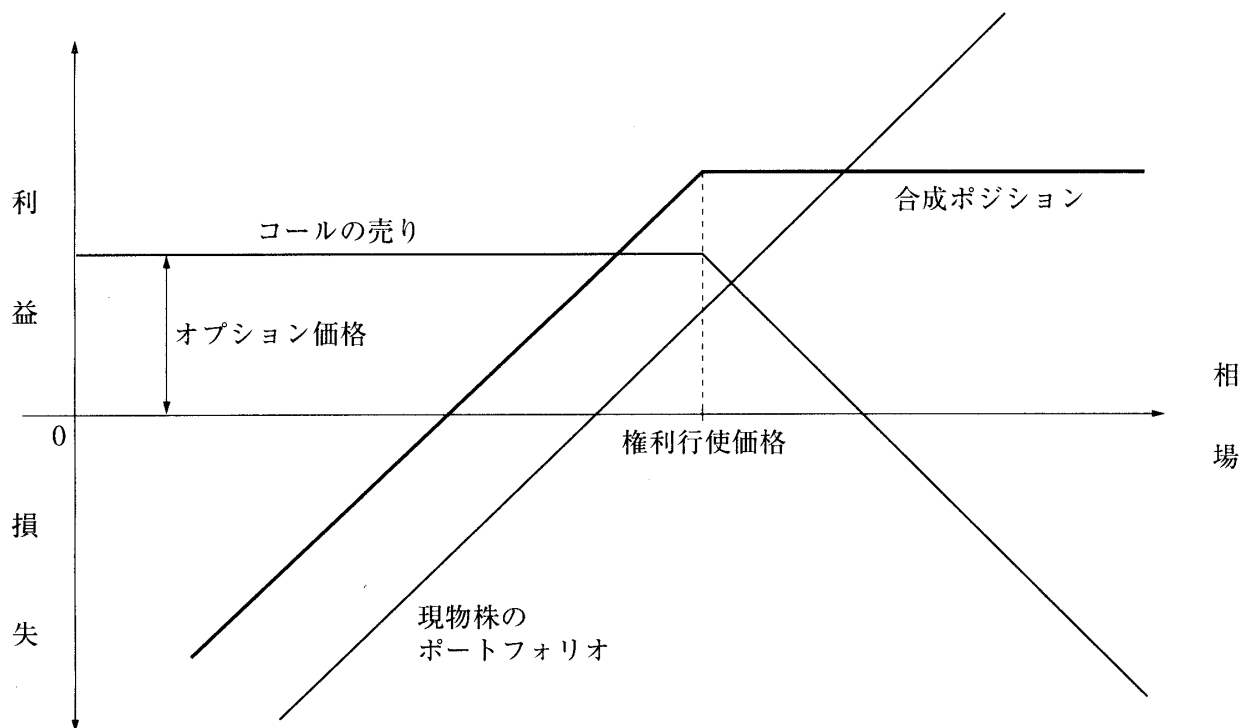
しかし、二つの戦略は、あくまで現物ポートフォリオをオプションと組み合わせるといふ戦略であったため、現物株のどの銘柄を選択するか、あるいは利益確定の際に生じるポジション解消の際の執行リスクをどう解決するかといった問題が、解決されないまま残ってしまった²¹。そこで、考え出されたのが先物取引とオプション取引の組み合わせによるヘッジ・裁定取引である。これが、③の「コンバージョン・リバーサル」である。すなわち、株価指数などの先物である原資産の売りもしくは買い+プットとコールの合成ポジションというオプション戦略で、具体的には原資産の価格

変動リスクをヘッジしつつ、裁定利益を得ようとするときに用いられる。

ケース)「コンバージョン」とは、原資産である先物の買いに対しコールの売りとプットの買いを同時に行なって「合成売りポジション」をつくる戦略で、プットの価格が原資産である先物やコールの価格より割安な場合に行なわれる。【下図③参照】

ケース) 一方「リバーサル」とは、先物の売りに対してコールの買いとプットの売りを同時に行なって「合成買いポジション」をつくるというもので、「リバーサル・コンバージョン」とも称される。この方法は、「コンバージョン」とは逆に、コールの価格が原資産 (先物) やプットの価格より割安なときに行なわれる。【図省略】

なお、この「コンバージョン」については、その満期日におけるポジションの価値は、常に行使価格Kと等しいことから「プット・コール・パリティ」として知られる。その関係を数式で表すと、以下のようなになる²²。



$$S^k + P^k - C^k = S^k + \text{Max}(K - S^k, 0) - \text{Max}(S^k - K, 0)$$

ここで、 $S^k > K$ のとき： $S^k + P^k - C^k = S^k + 0 - (S^k - K) = K$

$$S^k < K \text{ のとき： } S^k + P^k - C^k = S^k + (K - S^k) - 0 = K$$

ただし、 C^k = 満期日におけるコール・オプションの価値

P^k = 満期日におけるプット・オプションの価値

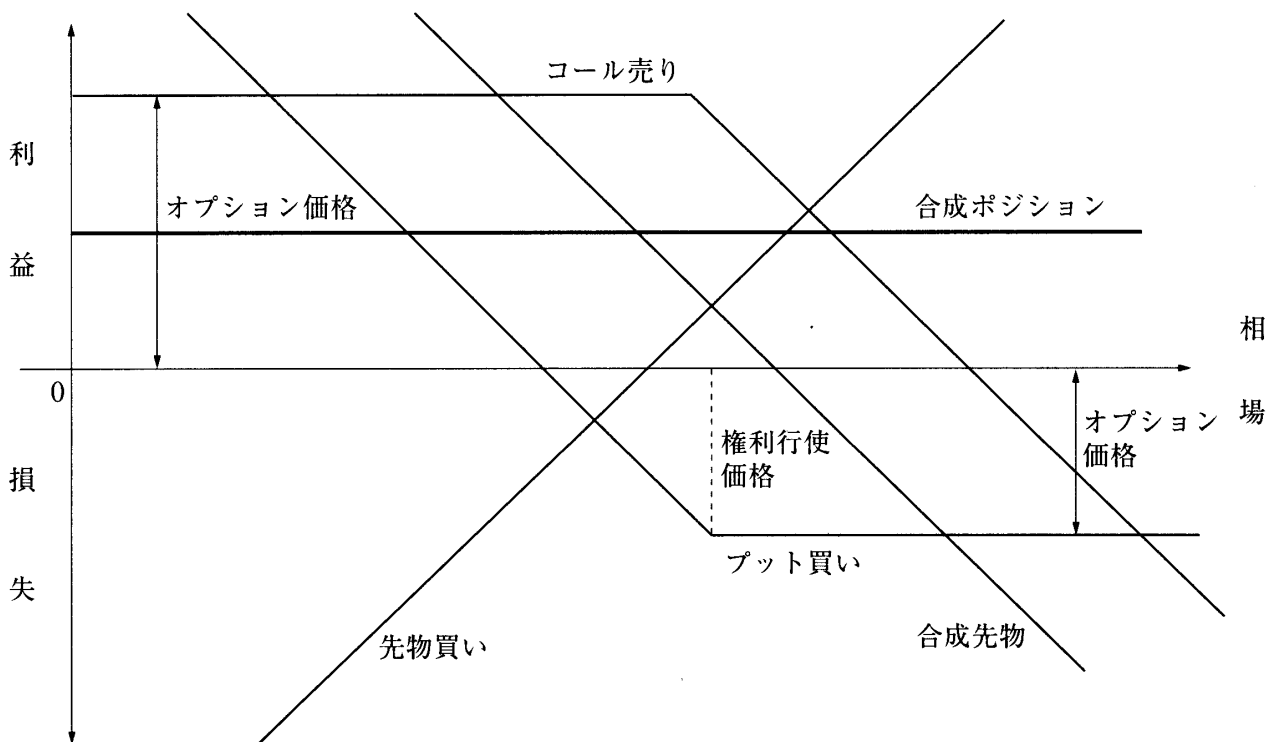
S^k = 満期日における原資産の価値

K = 行使価格

なお、この「プット・コール・パリティ」の関係式には、オプションの権利行使ができる日が満期日のみというヨーロピアン・タイプの取引で、取引費用も信用リスクもゼロという条件のもとでのみ成立する。

実際に、これらの具体的な取引を概観すれば、ヘッジ取引とそれ以外の取引を明確に区別することが、いかに困難かが容易に推測できよう。しかし、デリバティブにヘッジ機能を認める以上、客観的に識別できる法律上の何らかのメルクマール

【図③】



を確立することが重要である²³。そこで、次節ではデリバティブ先進国のアメリカで内国歳入庁がどのような対応をしたのか考察することにする。

第3節 類似の取引

デリバティブ取引を法律上(租税法上)、契約として捉える際に何らかのメルクマールが必要ということは、ヘッジ目的を有するデリバティブ取引が、すべて法律上(租税法上)の「ヘッジ取引」として認められる訳ではないことを意味している。すなわち、あるものはヘッジ機能より裁定機能の方が強く、また仮にヘッジ機能を認めたとしても、それが取引全体をヘッジしているのか、あるいはその一部かで効果も異なるから、課税上はその対応方法を変えるべきではないのかという考え方である。アメリカ租税法には、ヘッジ取引を適用除外とする規定が存在する。いわゆる「anti-abuse rules」と呼ばれる規定であるが、代表的なものにストラドルがある。ここでは、そのような取引を「(ヘッジ取引と)類似の取引」として概観する。その多くは、ヘッジ取引がレギュレーションに規定される以前、あるいは相前後して租税回避を防止するために定められた。

「ストラドル」とは、1970年代後半に、アメリカで盛んに行なわれた取引である²⁴。

一般的な意味でのストラドルは、オプション戦略の一つである。そのような意味で用いる場合には、同一限月、同一行使価格のコールとプットの買い・売りを同時に行ない、オプションの組み合わせによって合成ポジションをつくる取引を意味する。このとき、ストラドルには「買い」と「売り」の両方が存在する。相場の見通しについて、強気と弱気が対立したり、近い将来相場が大きく変動すると予測されるときに用いられるのが「買い」、逆にあまり大きな変化がないと考えられるときの戦略が「売り」である。【下図④参照】

次に、かつて問題となった「Tax Straddle (税の両建て取引)」について考察することにしたい。課税上のストラドルとは、先物取引のポジションを操作することで、損失の先出し・利益の繰延べを行ない、納税者の短期キャピタル・ゲインを長期キャピタル・ゲインに転換させて租税回避をはかろうとするものである²⁵。以下、具体的なTax Straddleのスキームを見ていくことにしたい²⁶。

ケース) 納税者が、Year 1の5月に20ドルのキャピタル・ゲインを得たとする。「ストラドル (Tax Straddle)」を行なう場合、同時に翌年以降一対の先物取引を契約することにする。例えば、①Year 2の4月に、銀を50ドルで引き渡す先物契約を売る【図④】

という契約と②Year 2の2月に、銀を50ドルで引き渡す先物取引を買うという契約である。

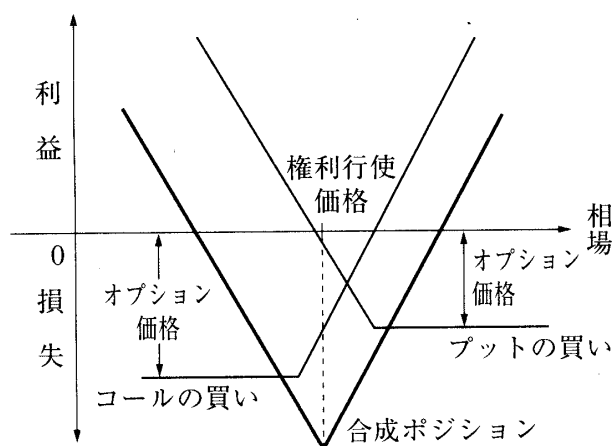
この対の契約は、同時に同量の同じ商品を異なる限月に引き渡す契約である。よって、2つのポジションは相互に関係があり、納税者はある程度当該商品の価格変動リスクを免れることができるはずである。

例えば、期中でYear 1の11月に銀の価格が70ドルに値上がりした場合、納税者の行動はこう予測される。①の先物取引のポジションを売り、損失20ドルを差金決済によって作り出す。同時に、①と全く同じ限月が翌年4月の銀先物を70ドルで売る契約を新たに結び、キャピタル・ロスが20ドルあることにする。その結果、Year 1のキャピタル・ゲインは相殺されて0になる。したがって、課税されるのは、Year 2に新たな先物契約から生じた20ドルのゲインのみである。

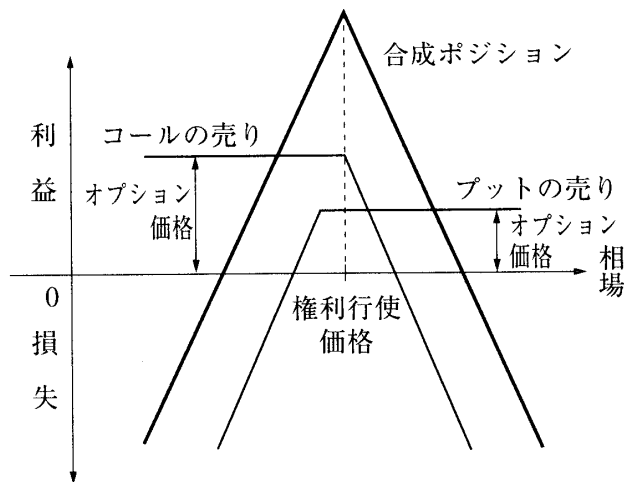
逆に、仮にYear 1の11月に銀が30ドルに値下がる場合は、②の契約を差金決済し損失の20ドルを作り出す。このとき、同時に翌年2月を限月とする銀の先物を30ドルで買うという新たな先物契約を結ばなければならない。その結果、Year 1はやはりキャピタル・ゲインがロスと相殺されて0になるため課税されず、20ドルの所得は値上がり時同様、Year 2に繰り越される。

なお、Year 2で再び同じようなストラドルのスキームをつくれれば、Year 1でロック・インした

<ストラドルの買い>



<ストラドルの売り>



キャピタル・ゲインを、さらに長期に繰り延べることも理論上は可能である。

このような取引は、納税者の意図的な利益操作、つまり租税回避目的以外にこれを行なう目的も考えられないことから、内国歳入法庁および議会は対応策をとることにした。1977年にレヴェニュー・ルーリング (revenue ruling 77-185) による規制が公表されたが²⁷、これは、ストラドルによる短期キャピタル・ロスを取り締まるものである。それは、実質的に同じポジションですぐに置き換えられる損失ポジションの清算は、真に経済的な意味での変化がないため、1つの完結した取引としては認められないというものであった。

続いての対策が、1981年内国歳入法典改正法および1984年改正法における規制の強化である。改正法の内容は、内国歳入法典1256条で時価主義 (Mark-to-Market) の概念を導入する²⁸とともに、ストラドルについては、同1092条で特に規定 (ストラドル・ルール) を置くというものであった。

内国歳入法典1092条(c)は、ストラドルを、納税者が一方のポジションの損失リスクを「実質的に減らす (diminish)」1つあるいはそれ以上のポジションをとっているとき、「個人的資産 (personal interest)」についての「相殺ポジション」を指すとしている。またストラドルと認められた取引については、仮に損失が出た場合でも、その損失は課税上「相殺ポジション」の未実現利益を超えた分だけ認め、その期に損失計上できなかった分は翌期以降に繰り越すことができるとした²⁹。しかし、この損失の繰延べの規定は、ヘッジ取引については対象外とされている³⁰。

さらに内国歳入法典1256条では、所定の先物取引に対し、すべての投資家 (investor) は時価主義を義務づけることにした。この条項に関しては、未実現の利益に課税するものであるとして、合憲性が争われたケースが存在するが、裁判所は原告の訴えを認めなかった³¹。

もっとも、「anti-abuse rule」は、ストラドル・

ルールだけではない。他のルールについて、以下簡単に述べる。

「ショート・セール・ルール」とは、株価が下落傾向にあるとき、ショート・ポジションを有する者の「空売り³²」を防ぐために設けられた³³。内国歳入法典1233条は、空売りをした日に1年以上対象資産を保持していた場合には、空売りによる利益および損失は長期のものとみなし³⁴、空売りをした日に対象資産を1年以下しか保有していないか、空売りのポジションを維持している間にそれを入手した場合、空売りによって得た利益は、短期のものとみなす規定を置いた³⁵。この規定により、投資家は株式の「空売り」(ショート・ポジション) で短期のキャピタル・ロスを実現し、その一方で同じ株式を長期に持って、ゲインを得ることができなくなった。

これは、ストラドル同様、アメリカ租税法上の長期キャピタル・ゲインと短期キャピタル・ゲインの税率が異なるため「Timing whipsaw (課税のタイミングの不一致により、ゲインとロスに対し一貫性に欠ける取り扱いになる状態)」が生じることに起因した³⁶。

次に、「ウォッシュ・セール・ルール」とは、「同時売買」のルールである³⁷。内国歳入法典1091条は、納税者が「個人資産に関する相殺ポジション」を保有している場合には、そのポジションによる認識された収入を超えるいかなる損失の一部も、ポジションが終了してから30日を経過するまでは損失に計上することは出来ないと定めた。このルールは、「実質的に同じ株式」を買う場合に適用され³⁸、その場合、利益は課税され、損失が生じても損金に算入できない。

実は、このウォッシュ・セール・ルールについては、1981年改正法で拡張され、ストラドル・ルールとして内国歳入法典1092条が制定されたという経緯があった。その背景には、租税回避に対する対抗策という意味があったことは前述の通りである³⁹。

第4節 小括

さて、論点をヘッジ取引に戻そう。先述の「プット・コール・パリティー」に関し、原資産を便宜上リスクのないゼロ・クーポン債と仮定すると⁴⁰、数式は以下のように置き換えられる⁴¹。

$$S + P^k = Z^k + C^k$$

ここで、S = 株価、P^k、Z^k、C^kは、それぞれ行使時の価格である。

すなわち「プット・コール・パリティー」をゼロ・クーポン債の合成ポジションと考えると、配当落ち株式 (S)、ゼロ・クーポン債 (Z)、プット・オプションの売り (P)、コール・オプションの買い (C) の4つに分けられる。では、各要素に「分解」したとき、これらはどう課税されるのだろうか。

アメリカ租税法上、所得課税は原則として実現主義を採用している。株式とプット、コールは、そのリターンが不確実なことから実現するまで課税は行なわれない。これに対して、ゼロ・クーポン債は、行使時に金額が確定することからその時点で課税対象となる。つまり、理論的に同一のファイナンスに対し、ばらばらに課税される構造を許容してしまうことになる。

それでは、「プット・コール・パリティー」のように構成要素毎の課税が異なる取引については、どのような課税が適切なのだろうか。以降の章では、アメリカの法制度および理論を概観することで、解決策を探ることにしたい。

第2章 法律および規則

第1節 規制・監督の動き

アメリカでは、1981年および1986年の改正租税法によって一部のデリバティブ取引に規制をおき始めた⁴²。しかし、規制が本格化したのは、1990年代以降である。その背景には、世界中で行なわれているデリバティブの想定元本の金額が膨大になったことがあげられる⁴³。また、その間、投機的な取引の失敗によって破産する会社や自治体が次々現れ社会問題となったことも大きい⁴⁴。本章

では、内国歳入法典の規定を概観した後、1994年および95年に制定された一連のヘッジ規則を中心に議論を進めることにする。ちなみに、課税上ヘッジ取引に関する包括的規定は、内国歳入法典ではなく1994年に出された規則（以後、「1994年規則」と称する）にある。

第2節 法律—内国歳入法典の規定

内国歳入法典は、デリバティブ取引について、アメリカ租税法上のキャピタル・ゲインないし通常所得の分類にそって、取引の形態・性質、所得の評価方法等を定めているようである。よって、本節ではこれらの規定を検討することとする。ただし、取り上げる規定は、あくまで、ヘッジ取引に関するレギュレーションと関連する条文である。

第1項 取引の形態・性質に関する規定

内国歳入法典上、最もヘッジ取引と関係の深い条文は1221条であろう。同条は、キャピタル・アセットを原則としてその目的に関係なく納税者によって保有されるプロパティーと定義した上で、いくつかの例外を列挙している。この条文でキャピタル・アセットの範囲外となる取引が、ヘッジ取引として取り扱われる⁴⁵。

これに対し、1092条はストラドルの内容を定義してヘッジ取引には含まれない取引を定め、1091条は取引の行なわれる時期によりヘッジと認められる取引とそうでない取引を区別した。

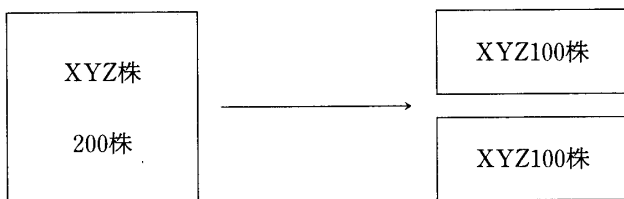
さらに、1997年7月に内国歳入法典1259条が新しく追加された。「みなし売買 (constructive sale)」の規定である。「みなし売買」とは、アメリカ租税法上、新たに創設された概念で、以下の5つの「値上がりした財務ポジション (appreciated financial position)」にあたりと認められた場合に適用される⁴⁶。その5つの要件とは、①同一ないし実質的に同等のプロパティーのショート・セールを行なうこと、②同様の相殺する想定元本契約を結ぶこと、③同様の履行するための先物や先渡し契約を結ぶこと、④前述の①から③のポジションをとる場合に、同一ないし実質的に同等のプロパ

ティの取得がなされること、⑤レギュレーションに規定された範囲で、前述の①から④に定められた取引と、実質的に同様の効果を有する、1つないしそれ以上の取引を行なうことである⁴⁷。

そして、一度「みなし売買 (constructive sale)」と認められた取引に対しては納税者は、あたかも、そのようなポジションが売却、譲渡、もしくは「みなし売買 (constructive sale)」の日に時価 (FMV) で終了したものとして利益を認識する⁴⁸。これは、いわゆるショート・セール (空売り) を行なう納税者に対して、当該株式が値上がり (appreciation) した際に、「みなし課税」をかけるという趣旨の規定である⁴⁹。

さて、この「みなし売買」の規定とヘッジ取引の関係はどのように考えればよいのだろうか⁵⁰。実は、この規定により「完全ヘッジ」による租税回避が、ほぼ不可能になったと言われている⁵¹。では「部分ヘッジ」についてはどうなのであろうか。その一例として、納税者がプロパティについて「複数のポジション」を保有し、その一部でヘッジ取引を行なう場合がある⁵²。具体的なケースで考えてみることにしたい⁵³。

ケース)Mは、XYZ株を200株購入した。その際の時価は100ドルであったが、Mは価格変動によるリスクを軽減するため、XYZ株をスワップでヘッジすることにした。その方法とは、XYZ株が80ドルから140ドルの幅 (range) で変動する場合の影響をなくすというもの⁵⁴で、購入時にまず100株、半年後に残りの100株のスワップ契約を結んだ。



通常の場合は、課税上2つのヘッジ取引をひとまとめにし「みなし売買」として取り扱うところである。しかし、Mが個々に100株ずつを認定し、

それぞれ別個の取引であると主張する場合にはどうなるか。条文上、「みなし売買」と特定するには、「実際の売買 (actual sales)」と同様の方法で行なうべきと定められているだけ⁵⁵なので、実際には納税者によって対応にばらつきが出る可能性があり、曖昧な点が残ってしまう。

第2項 評価に関する規定

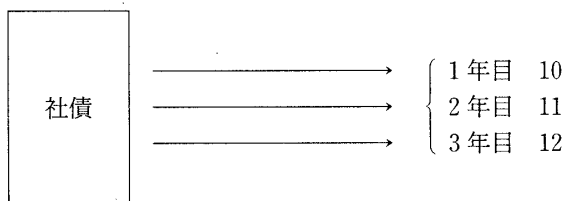
さて、取引の性質が確定すれば、当該取引の所得および損失をどう評価するかが問題となる。内国歳入法典1256条は、同条の規定をみたま契約に対して時価主義 (Mark-to-Market) を認めている⁵⁶。

尤もヘッジ取引に関しては、1256条(e)でこれを適用しないことが定められている。これは、ヘッジ取引の目的上、他の取引とは異なり個々の構成要素毎に所得の評価を行なうことは適当ではないと考えられるためである。

ここでのヘッジ取引は、「A)主として①納税者に保有されるプロパティに関する物価や通貨の変動リスクを減少させるため、もしくは、②納税者によってなされる借入れ、または課される債務に関連する金利、物価、為替の変動リスクを減少させるため、納税者の通常の営業やビジネスにおいて結ばれる取引、B)取引が締結されるか、IRSがレギュレーションを制定するまでに、納税者が明確にヘッジ取引と認める取引」⁵⁷に限定される。さらに、ヘッジ取引で生じる損失については、控除額は制限されるものの、原則として当該課税年度の次の年に損失を繰り越すことができる⁵⁸。

なお、キャピタル・ゲインやロスに対しては、その他、1271条以下で特に「OIDルール (Original Issue Discount Rule)」を定めている。この「OIDルール」とは、納税者が負債商品の取得および保有に際し、取得時点の商品のリターンやベーススの全部もしくは一部が不確定な場合であっても、予想されるリターン (これはあくまで未実現の利益であるはずである) を各年度の現在価値に割り引いてそれぞれ振り当てるという方法である⁵⁹。具体例を挙げよう⁶⁰。

ケース) Rは、額面価額133ドルの3年物の社債(bond)を100ドルで発行した(ゼロ・クーポン債)。受取利息は、年利10%(複利)とする。社債の保有者は、3年後に一括して利息を受け取るにもかかわらず、OIDルールのもとでは、利息は各年度に配分されることになる。その金額は、1年目： $100 \times 0.1 = 10$ ドル，2年目： $(100 + 10) \times 0.1 = 11$ ドル，3年目： $(100 + 10 + 11) \times 0.1 = \text{約}12$ ドルである。その結果、保有者は1年目に10ドル，2年目に11ドル，3年目に12ドルの所得があったと見なされ、課税されることになる。一方、発行者の方は利息が発生(accrue)する年度毎に、保有者に支払ったか否かは関係なくその金額を控除される。



ここからは、OIDルールが一種の発生主義の発想から出ていること、それゆえ1256条と同様に時価主義(Mark-to-market)が問題となることがわかる⁶¹。実は、このOIDルールが採用されるに際してアメリカでも非常に議論がなされたが⁶²、その最大の論点は「未実現利益への課税」の可否であった。もちろん、OIDルールを支持する立場からは、形式的な分類ではなく経済的実態にそくした適切な課税をすべきという意見があり、それは、従来の課税体系の仕切りを壊し、取引の内容そのものを課税対象から外してしまうようなデリバティブ取引の場合、説得的な意見である。しかし、従来の所得課税の枠組みの中で規定される以上、OIDルールはあくまで例外規定として扱われるべきであり、実際その適用範囲には制限が設けられた⁶³。

結局問題となるのは、デリバティブ取引ないし契約をどの範囲でとらえるべきかという点であろう。OIDルールは、課税のタイミングに関するルールであるが、その根底にはやはり対象取引の性格

(character) についての問題をはらんでいた。

第3節 レギュレーション

第1項 「ヘッジ規則」制定の動き

ところで、内国歳入法典で行なわれたヘッジ取引に対する課税上の取り扱い、あくまで従来の課税体系の中で、よく似た類型を探し出し条項を追加するというやり方であったため、金融革新の流れに充分対応できていないとする批判を免れなかった⁶⁴。そこで、1990年初頭から、議会や内国歳入庁はレギュレーションの制定作業を試み、1994年に包括的な課税ルールとして「ヘッジ取引に関する規則(「ヘッジ規則」)」が登場することになった⁶⁵。本節は、その制定過程を考察した上で、未解決とされた問題についても探ることにしたい。

なお、アメリカ租税法上、内国歳入規則すなわちレギュレーション(Treasury Regulation)の制定過程は三段階に分けることができる。始めは、提案規則(proposed regulation)と呼ばれ、IRSが納税者に対して諮問する形で出されるもの、次いで、暫定規則(temporary regulation)は、あくまで暫定という形ながらその効力は一時的に有効とされるもの、その上で最終的に確定にしたものが最終規則(final regulation)となる。これらの過程は、原則としてすべて公開され、コメントも自由になされている。この過程は、1994年の「ヘッジ規則」についても同様であった。そこで適宜、各規則の内容にも言及することとする。

「ヘッジ規則」の内容は、①ヘッジ取引とは何かという性質に関する規定(Character Rule)⁶⁶と、②ヘッジ取引にいつ課税するかというタイミングに関する規定(Timing Rule)⁶⁷からなる。他に③企業グループ内で行なわれるヘッジ取引に適用される規定⁶⁸も存在する。提案規則と暫定規則は、まず定義づけから始めている。その背景には判例上、1988年に出された「アーカンサス・ベスト判決」以来、ヘッジ取引についての解釈が混乱するという状況があった⁶⁹。つまり、先行する判例の動向、あるいは納税者⁷⁰や議会の反応をみなが

ら制定作業を続けなければならなかったのである。

ここでヘッジ取引の定義について、再度確認する。内国歳入規則1.1221-2(b)は、「(ヘッジ取引とは、)通常の営業活動の中で、主に納税者の保有するまたは保有する予定の“通常の”資産に関する金利、価格もしくは通貨の変動、納税者の行なったまたは行なう予定の“通常の”義務ないし借入に関する金利・価格もしくは通貨の変動リスクを減少するための取引」と定義している。この定義の特徴は、リスクを減らす対象(ヘッジ対象)が金利・価格・通貨変動に限られていること、借入など負債に対するヘッジも認めていること(負債ヘッジ)等であろう。

したがって、この「1994年ヘッジ規則」上、重要な要件として挙げられるのは、①ヘッジ対象のプロパティー(hedged property)が“通常の”ものであるか、②ヘッジが「通常の営業範囲内の」ものか、③ヘッジが「主に1つないしそれ以上の規定されたリスクを減少させるための」ものかという点である。

このうち、①の“通常の”要件は、アメリカ租税法上、通常資産がキャピタル・アセットとは相殺できないことを意味し、②の「通常の営業範囲内」の要件は、例えば納税者の現在の営業を拡大するための取引には適用しないことを表す⁷¹。最後に③の「主にリスクの減少するため」という要件については、鞘どりを行なうような取引を排除することを指す⁷²。実際には納税者を取りまく状況次第で、個々に判断されることになろう⁷³。

次に、ヘッジ取引を適用するためには、これを認定する(identify)必要があるが、その要件はキャラクター・ルールの中に定められている⁷⁴。すなわち、原則として、認定はヘッジ取引の契約を行なう最終日(契約日)までに行なわねばならない。これは、納税者が事後的にヘッジ取引と主張することを防ぐためである⁷⁵。さらに、後に検証可能なように取引の記録を残さなくてはならない⁷⁶。そして、ヘッジ取引と認定された取引による利益

ないし損失は、通常所得の範疇で取り扱われる。

なお、ヘッジ取引による利益および損失のタイミングに関しては、内国歳入規則1.446-3および1.446-4が、これを規定している。その後、内国歳入規則1.446-6が新たに提案され内容が若干改正された。

それによれば、①ヘッジ取引の所得が明確に反映されること、②ヘッジ取引の計算方法は一度選択されたら、原則としてそのまま継続すること、③ヘッジ取引を行なった記録と共に、それに用いられた計算方法を帳簿書類に記録して残しておくことが要件とされ、いずれも納税者の恣意性を排除し、事後の客観性を高めた。

最後に、連結グループ間のヘッジ取引についてもふれることにしたい。このようなヘッジ取引は、グループ全体のリスクを減少させることにはならないため、通常のヘッジ規則のもとでは適格なヘッジ取引とは認められない。しかし、提案規則1.1221-2は、連結グループの個々のエンティティーをすべて単一の法的なエンティティーとしてとらえることを提案した。これを単一エンティティー・アプローチ(single legal entity approach)と称する⁷⁷。しかし、このような取り扱いは選択的であり、むしろそのような取引は内国歳入法典1502条の会社間取引に関する規定に従うべきという見解もあるため⁷⁸、提案規則は、折衷案を導入した。すなわち、第3者とヘッジ取引を行なっている会社内の他のメンバーとの間の取引では、ヘッジを認めるというものである⁷⁹。

以上が、「1994年規則」の概要である。この規則は、次章で紹介する判例の解釈に比べて、適用対象をかなり絞ったものであった。しかし、この時点ではまだ課税上の取り扱いが不明確な点もあった。次は、その点について考察する。

第2項 個別規定—株式ヘッジ(“SRRP”)に対する規定

「ヘッジ規則」は包括的規定であるとはいえ、株式については規定が不明瞭であった。すなわち、

同規則は株式を適用対象外としていたが⁸⁰、それは、ストラドル取引とヘッジ取引の関係をどう取り扱うかの結論が1994年にはまだ出ていなかったためであった。その後、1995年3月20日に今度は「株式ヘッジ (Stock Hedging)」に焦点を絞ったレギュレーションが新たに公表された⁸¹。もちろん、この規定が前述の「ヘッジ規則」を補完しているのは言うまでもない。もっとも、その内容はやや込み入っており、条文上の文言解釈が主要な部分を占めていることから、本稿では、二、三の論点のみを検討する⁸²。

「株式ヘッジ規則」の対象は以下の点である。まず①株式をヘッジする際の相殺ポジションについて定めた「実質的に同様もしくは関係あるプロパティー (substantially similar or related property以後、SRRPと略称する)」という要件についての検討、ついで②ストラドル・ルールとの関係、最後に③「利害関係者およびパススルー・エンティティー (Pass Through Entity)」に対する適用をめぐる諸問題である。このうち①は、概念の定義を中心にしたいわば文言解釈であるのに対し、②と③は、規則を実際に適用する際に問題になりそうな他の条文との関係を論じたものである。中でも重要なのが、新しく要件として定義された①の「SRRP」の概念及びそれを用いたストラドル取引とヘッジ取引との区別であろう。以下、検討する。

まず、「実質的に同様もしくは関係あるプロパティー (SRRP)」とは、納税者が株式をヘッジする際に、その相殺ポジションが構成していなければならない状態のことである⁸³。その際、特定の株式に関連するものだけがSRRPに該当するとされるが、具体的には①株式及びプロパティーの時価 (FMV) が主に単一企業、同一産業ないし同一の経済的要因等のパフォーマンスを反映するもの、②株式の時価 (FMV) が、プロパティーの時価 (FMV) の変化に直接近似すると合理的に予想されるものを指す⁸⁴。

この定義に関しては、内国歳入法典§1092(c)(1)の

ストラドル・ルールが定める「個人用資産 (personal property) に関連する相殺ポジション」との関係をどのように考えるかが問題となった⁸⁵。つまり、ヘッジ取引とストラドル取引の線引きをすることが、この「株式ヘッジ規則」の主な目的であった。提案規則1.1092(d)-2は、この点について、SRRPの範囲を、直接ストラドル・ルールの適用範囲に該当するポジション以外の取引を指すとした。ストラドル・ルールに該当するポジションとは、所有する株式もしくはショート・セールの相殺ポジションのことである。さらに最終規則では、財務省証券をSRRPの範囲内とした他、株式ポートフォリオに関しては緩やかな要件を課すことで、多様化・分散化ポートフォリオ (diversified portfolios) 戦略をとる納税者に対し、ストラドル取引の条文を適用しない立場にたつた⁸⁶。

これは、「ヘッジ規則」で非常に限定的に行ったヘッジ取引の定義に対して、かなり拡大修正を行ったようにもみえる。あるいは、デリバティブ取引の持つマーケット・リスクをヘッジするという機能を、ある程度肯定的にとらえこれを幅広く保護しようとしたと見ることもできよう⁸⁷。背景には、1994年に示された司法府の判断があったと考えられる⁸⁸。結局、これらの問題が生じるのは、そもそも、デリバティブ取引には納税者にとって異なる目的、すなわち、リスクの減少と租税回避が存在し、両者を正確に区別・評価することがきわめて難しいという理由による。本稿は、ヘッジ取引を他の目的を有する取引と区別できることを前提として議論を進めているが、この立場にたてば、ヘッジ取引は主にリスクの減少を目的とし、ストラドル取引が租税回避目的の取引ということになる。内国歳入法典上の定義もそれにそって行われている。しかし、現実には、そのように簡単に分けられるものだろうか。次章では、判例を検討することにする。

第3章 判例

第1節 判例法理をめぐる流れ

アメリカにおいて、ヘッジ取引に対する課税上

の問題が裁判上顕在化したのは、20世紀後半以降、それも数例に過ぎない。しかも初期の争点は、金融取引ではなく商品先物取引をめぐるヘッジの有無であり、その内容も、ヘッジ取引の利益や損失が租税法上キャピタル・ゲイン／ロス、または通常所得の枠内で処理されるべきかという所得の区分に重点がおかれていた。尤も、ヘッジ取引についてのそれぞれの裁判所の見解は存在する。本節では、これらの判例を順次分析し、その中に現れるヘッジ取引の定義・要件の変遷を明らかにしたい。

議論は以下の順序で進める。まず、リーディング・ケースであるコーン・プロダクツ判決（1955年）を取り上げ、判例法上のヘッジ取引の定義およびキャピタル・ゲイン／ロスと通常所得の範囲を考察する。続いて、アーカンサス・ベスト判決（1988年）を検討したい。同判決は、コーン・プロダクツ判決で出された定義ないし要件（以下、「コーン・プロダクツ原則」と称する）を修正したために問題となった。さらに両判決の意義と問題について分析することも必要であろう。最後にFNMA判決について考察する。

第2節 Corn Products Ref. Co. v. Commissioner判決⁸⁹

この事件は、1939年にとうもろこしの精製業者であった原告のコーン・プロダクツ社が、とうもろこしの商品先物取引から生じた利益・損失を通常所得の区分で申告したことに起因する。当時の内国歳入法典（1939年法）117条(a)(1)は、アメリカ租税法上、キャピタル・アセットにあたらぬ例外を限定列举していたが、先物取引がこれに含まれるか否かが不明確であったため、争われたものである⁹⁰。第一審の租税裁判所および第二審の第二巡回控訴裁判所はいずれもこれを通常所得と判断し、コーン・プロダクツ社側が上告したが、最高裁は下級審の決定を支持した。以下、詳しい状況を述べる。

申立人コーン・プロダクツ社は、とうもろこし

の精製業者であったが、その業務内容は、生とうもろこしをコーン・スターチやシロップ、飼料や油に加工・精製するというものであった。ところで、原材料の生とうもろこしの購入価格は、1937年から1942年の間、年平均で35,000,000ブッシェルから60,000,000ブッシェルへと変動した⁹¹ため、同社としてはその価格を安定させる必要があった。よって、同社は1937年にコーンの先物のロング・ポジションをとり始めたが、それは「とうもろこしの購買計画の一部として（as a part of its corn buying program）」また「生とうもろこしの適当な供給を獲得するための最も経済的な方法として」行なわれたものであった。すなわち同社は、それが同社の加工作業に必要であれば、先物契約を履行したであろうし、在庫不足になれば、加工用（for grinding）のとうもろこしの現物を買うために先物を売却したのである。このように、同社はとうもろこしの現物価格の上昇に対してバランスのとれたポジションに達したが、先物取引自体にとうもろこしの価格の下落を防ぐ効果があるわけではなかった。

1940年、同社はとうもろこしの先物680,587.39ドルを相殺したが、1942年には109,969.38ドルの損失を被った。これらの金額は、各年度の加工作業（manufacturing operations）から生じた通常所得および損失として報告されたが、その後、同社はこの先物取引が内国歳入法典117条（39年法）上の「キャピタル・アセット」に該当するとし、その損失もキャピタル・ロスとして取り扱われるべきと主張した。その際の同社の主張は、①先物取引は同社の加工作業とは別個の分離したものであり、②同社の先物取引は、ルーリングによってカバーされている「『ヘッジ』もしくは『投機的取引』ではない⁹²というものであった。以下は、裁判所の判断である。

まず①について、第一審の租税裁判所および第二審の第二巡回控訴裁判所はともに、コーン・プロダクツ社の先物取引を、とうもろこしの価格上昇に対する防止策および将来の供給を確実なものにす

るために計画された「同社のビジネスに不可欠な部分 (an integral part of its business)」と認められた。また①の主張に対しては、最高裁は次のような理由でこれをしりぞけた。曰く、申立人の主張に関しては、そのような主張を立証するいかなる記録もないことを挙げ、逆に先物取引は、同社のビジネスには、生とうもろこしの価格上昇に対する保証としてきわめて重要であるとした。さらに、原料の供給を安定させるためには、先物の購入は同社にとって、とうもろこしの貯蔵設備を増築するより安価であるとした。

次に、②の当該取引が「真のヘッジ (true hedging)」を構成していないという主張については、同社がその取引によって、完全にマーケットの動向から守られているわけではなく⁹³、原材料価格の上昇に対してのみ有効な手段であること、よって、主要なリスクにたいする部分的な保証を購入しているにすぎないとし、もう一つの大事な争点であった当該取引によるヘッジは、内国歳入法典(1934年法)117条(a)の例外に入らないという主張についても、次の様に述べている。

「申立人の行なったとうもろこしの先物取引は、117条(a)の定める例外に字義どおりに入るわけではないのは明白である。しかし、同条のキャピタル・アセット条項を、広く解釈するあまり、本来の目的たる毎日の営業活動から (from the everyday operation of a business) 得られた利益や損失は、キャピタル・ゲインやロスとして扱うより、通常所得として取り扱うべき」ということを超越してはならない。この条項は、そもそも内国歳入法典が認めている課税上の例外である。よって、キャピタル・アセットの定義は厳格に解釈されなければならない。反対にその例外規定は、広く解釈されなければならない。(中略)裁判所は、常に117条の「キャピタル・アセット」の用語を狭く解釈してきた⁹⁴。(以下、略)」

なお、クラーク判事は、次のようなオピニオンを出している。

「このケースは、商品先物のある種の取引についての課税上の取り扱いに関するものである。我々が、上告 (certiorari) を認めたのは以下の二点に関してである⁹⁵。すなわち、①先物取引が、キャピタル・アセット取引の『真のヘッジ (true hedge)』ではなく、それゆえ内国歳入法典117条の制限に従うものであるかどうか、あるいは、そのような取引の結果として生じた利益および損失は、通常所得ないし通常控除のもとになるのか、という点と②商品先物契約は、『証券 (securities)』に該当するか、また内国歳入法典118条の『ウォッシュ・セール』条項に従うものであるのかという点である。

我々はこれらの先物取引が、申立人のもとではキャピタル・アセットを構成しないと判断したため、当該取引が「ウォッシュ・セール (wash sale)」であるか否かという件には到達しない。」

以上が、「コーン・プロダクツ原則」の全容であり、内国歳入法典117条の「キャピタル・アセット」の定義には、この種のヘッジ取引は含まれないと判断した。ヘッジ取引については「当初の意図 (initial intent)」の有無、および「ビジネスに不可欠な部分 (an integral part of its business)」であるか否かが、その判断基準とされた。この「コーン・プロダクツ原則」は、以後約30年間にわたりヘッジ取引の判断基準となる。

第3節 Arkansas Best Co. v. Commissioner判決⁹⁶

その後、1988年になって、ヘッジ取引をめぐる新しい判決が現れた。Arkansas Best Co. v. CIR判決である。原告アーカンサス・ベスト社の保有していた銀行株式の売却損を、通常損失として控除できるかどうか争われたケースであった。アーカンサス・ベスト社の通常損失との主張に対し、内国歳入庁は、同社が内国歳入法典上の証券ディーラーには該当しないため、その株式の保有が投資目的かビジネス目的かに関係なく、キャピタル・ロスとすることを要求したものである。

第一審はアーカンサス側の主張を一部認容、一

部棄却したため、課税庁側が控訴し、第二審は逆の判断を下した。そのため、改めて上告 (writ of certiorari) されたものの、最高裁は控訴審の判断を支持した。詳細は以下のとおりである。

アーカンサス・ベスト社は、多角経営の持株会社であったが、1968年、ダラスにあるナショナル・バンク・オブ・コマースの株式約65%を獲得したのを機に、1974年まで株式を取得していた。この銀行は、ダラスの不動産市場が暴落し、1972年に連邦検査官が問題のある銀行と診断するまで、表向き経営状態は良好であった。

申立人は、1975年6月30日に同銀行の株を大量に売却し、同年の納税申告書には株式売却損9,995,688ドルを通常損失で控除した。ところが、課税当局はこの控除を認めず、キャピタル・ロスにあたる判断した⁹⁷ため、アーカンサス・ベスト社が裁判所に提訴した。

すなわち、銀行の株式は、内国歳入法典1221条の字義どおりの定義の範疇に入るので、同条の例外には該当しないことは認める。しかし、「コーン・プロダクツ原則」により、投資目的よりむしろ通常のビジネス目的で取得ないし売却された資産 (assets) に関しては、通常取り扱いをすべきというものである。

第一審は「実質的に投資目的で購入された株式」がキャピタル・アセットであり、売却時にはキャピタル・ゲインないしロスをもたらすが、その一方で「実質的投資の動機もなしにビジネス目的で購入・保有された株式」は通常の資産であり、その売却からは通常利益・損失が生じるとした⁹⁸。ここでは1972年を通じてのアーカンサス・ベスト社の株式取得が、銀行の「拡大局面 (growth phase)」の間に起きたものとみなして、これらの取得は主として投資目的であり、ごく一部のみビジネス目的であったと判断された。それゆえ、この期間に取得された株式はキャピタル・アセットであり、1975年に売却された際の損失はキャピタル・ロスになる。

しかし、それ以降「問題局面 (problem phase)」となってからの株式取得については、例外を除き、もっぱらビジネス目的で取得され保有されたものと判断した。追加的資本なくして、銀行はおそらく行き詰まったであろうからである。したがって、この部分の株式売却損については、通常損失とする旨の判断を下した。

これに対し、第二審は、第一審を覆し、1975年に売却したすべての株式をキャピタル・ロスとして取り扱うように判断した⁹⁹。その理由は、ナショナル・バンク・オブ・コマース銀行の株式が、同裁判所の判断によれば明らかに内国歳入法典1221条の「キャピタル・アセット」の一般的定義の範疇に入ること、さらに、申立人 (アーカンサス・ベスト社) は、そもそも証券ディーラーではないので、本事案は銀行の株式が「キャピタル・アセット」の例外にあたるかどうかを議論するような「コーン・プロダクツ原則」の文脈にはなじまないという理由による。つまり二審は、アーカンサス・ベスト社の株式の取得・保有目的を、それが条文上の「キャピタル・アセット」に該当する判断とは無関係なものと結論づけたのである。

最高裁は、控訴審の判断を支持し、アーカンサス・ベスト社側の上告を棄却した¹⁰⁰。その理由として、以下のように述べている。

「申立人は、『コーン・プロダクツ原則』で示された) 要件を誤解しているものと考えられる。ビジネス関係は、キャピタル・アセットか否かという最初の決定とは無関係である。しかしながら、条文上の例外の適用可能性を決定することには関係がある。コーン・プロダクツにおいて、先物取引と同社のビジネスとの『近い関係 (close connection)』は、コーンの先物が生のコーンの貯蔵された在庫の代用物となりうるかどうか依存する。とうもろこしの先物取引が、ビジネス上不可欠な部分 (an integral part of a business) として取り扱われず、単に投機目的とされるならば、その取引は、コーンの在庫を代用するものとはみなさ

れず、例え例外規定を拡大解釈したとしても、内国歳入法典1221条の範疇には入らない。(以下略)。」¹⁰¹

以上が「アーカンサス判決」の概要であるが、同判決が問題となったのは、「コーン・プロダクツ原則」で示された内国歳入法典1221条の「キャピタル・アセット」の範囲およびヘッジ取引についての判断基準を変更した点にあった。

マーシャル判事は、以下のようなオピニオンを表明している¹⁰²。

「このケースで示された問題は、アーカンサス・ベスト社の保有するキャピタル・ストックが、当該株式がビジネス目的か投資目的かに関係なく内国歳入法典1221条の定める『キャピタル・アセット』であるかという点である。」

なお、1221条は、「キャピタル・アセット」の定義であり、例外として5項目が列挙されている。したがって本判決は、この条文の文言を厳格に解釈し、当該取引がキャピタル・アセットの例外とみなされない以上、ヘッジ取引により生じる損益は通常所得ではなくキャピタル・ゲイン/ロスの範疇で処理されることになるかと判断すべきであろう。しかし、「キャピタル・アセット」の要件のみならず、当該取引のどの部分がヘッジ取引に該当するのか、という基準に関しても「コーン・プロダクツ原則」のそれとは明らかに異なる文言で述べられ、以後混乱する原因になった。以後、判例の流れは「コーン・プロダクツ判決」と「アーカンサス判決」の解釈の間を揺れ動くことになる。

第4節 両判決の意義と問題—FNMA判決

第1項 両判決の意義

さて、ヘッジ取引をめぐる判例には2つの流れが存在することが明らかになった。「コーン・プロダクツ原則」と、「アーカンサス・ベスト判決」の新たな判断基準との対立である。そして、この相違は、具体的には内国歳入法典上の「キャピタル・アセット」の範囲をどう解釈するかという問題に

起因する。つまり、条文の文言を立法趣旨に即して拡大解釈するか、それとも厳格解釈するかという点である。ここで、もう一度「コーン・プロダクツ原則」の内容を振り返ってみることにしよう。同原則は、ヘッジ取引であるか否かを、当該取引がビジネス上不可欠な部分 (an integral part of a business) であるか否かによって区別している。すなわち、取得の目的による区別である。

しかし、この基準は、何をもって「不可欠な部分 (integral part)」とするか、つまり「ヘッジ」か否かの境界線が不明確であったため、濫用されるという批判を招いた¹⁰³。「アーカンサス・ベスト判決」は、それに反して、あくまで客観的に厳格な判断基準を用いることで解決しようとし、ここに両者の対立があった。

つまり、「アーカンサス・ベスト判決」以降の判例の流れは、納税者の「当初の意図 (initial intent)」を重視する考え方と、「実質的に納税者のビジネスと近い関係 (close connection) の有無」という要件との対立であった。「コーン・プロダクツ原則」で認められた要件は、納税者の主観的な意図を判断基準としたのに対し、「アーカンサス・ベスト判決」で示された要件は、もっぱら客観的な要因、近い関係の有無を要求したのである¹⁰⁴。ヘッジ取引の性質および範囲は、内国歳入法典1221条のキャピタル・アセットの定義をめぐる解釈と裏返しに変化する。その際、問題とされたのは①取引 (契約) のフレキシビリティを尊重すべきか、②取引 (契約) の性格を当該取引が有用なものかどうかで変えてもよいのか、③後続の結果も考慮して判断すべきかといった点であった。そして、これらの対立点については、金融取引をめぐるヘッジ、すなわちFNMA判決¹⁰⁵ (FNMA v. CIR) へと持ち越されることになる。

第2項 FNMA事件—概要

この事案は、Federal National Mortgage Association (以後、FNMAと称する) という団体¹⁰⁶が、社債 (debentures) 発行やモーゲージ取得の

ため、1984年および85年に行なった金融取引の損失の取扱いをめぐる争われた。

FNMAは、もっぱらモーゲージの売買をビジネスとしていたが、保有するモーゲージはほとんど長期かつ固定利率であり、自らはより短期の負債を発行するがあった。そこで同社は財務省証券の空売りおよびプット・オプションを行ない、1985年には外債を発行した。なお、為替リスクに対しては、為替スワップを、また金利リスクを回避するためにはヘッジ取引を行った。これら一連の取引は、同社の資産負債管理委員会の承認するヘッジ・プログラムに沿って行なわれていた。

ところが、1984年と1985年に行なったヘッジ取引について、当初の予想と外れ損失が生じたことから問題が生じた。FNMA側は、当該取引を「真の (true)」金利ヘッジ取引にあたるとした上で、この取引から生じた損失を、別の取引ないしポジションから生じた利益と相殺した上、課税上通常損失の項目で処理した。これに対して、課税当局側がこの取引はヘッジではないと判断した¹⁰⁷ことから争いとなったものである。裁判所は、課税当局側の主張を斥けた。以下、内容を検討する。

その前に、当時の状況を概観する¹⁰⁸。FNMAは、ヘッジ取引をいくつかに分類しているが、その内訳は①予定された社債 (debenture) の発行に対して、金利先物取引のショート・ポジション及び財務省証券のショート・セールおよび先物取引のプット・オプション、②アラスカ・ハウジング・ファイナンス社の社債 (notes) を購入に対して、社債ヘッジ (debenture hedge)、③転換可能契約 (convertible commitment) に対して、転換可能契約ヘッジを行うものであった¹⁰⁹。

さて、申立人FNMAは、1984年および1985年にかけてヘッジ取引による損失を計上したが、その主な内訳は以下のとおりである¹¹⁰。

	1984	1985
社債ヘッジ	(\$ 31,745,315)	(\$ 53,103,401)
AHFC //	(21,968,387)	(17,963,094)
転換可能 //	—	—
契約ヘッジ	51,890	562,076
	(53,158,812)	(70,504,419)

なお、この他為替スワップ取引も行われたが紙幅の都合上省略する。さて、「金利先物取引のショート・ポジション」について、FNMAが、これを自らの社債発行のために行なった「債券先物取引のロング・ポジション」と組み合わせて課税上相殺したことが問題とされた。ここで「金利先物取引のショート・ポジション」と「債券先物取引のロング・ポジション」は、互いの損益が逆方向なため、相殺できるという機能がある。

FNMAは、これによって借入コストを相殺しようとしたが、1984年後半から1985年半ばにかけては金利が下落したため、金利先物取引のショート・ポジションだけ事前にクローズ・アウトすることにした。FNMAは、その結果生じた損失を「ヘッジ損失」と考え、値洗い基準で計算した金額を、課税上の通常損失として計上した。

次に「財務省証券のショート・セールおよび先物取引のプット・オプション」についても、FNMAはこれらの取引が同社の委員会の認めたヘッジ・プログラムの一部であるとして、純額で計算した上でどちらも課税上の通常所得として計上した。

続いて、「社債ヘッジ」であるが、FNMAは「通常の営業活動の一部として」、すなわちモーゲージのファイナンス活動の一環として毎月社債を発行しており、同委員会はその一部に対しヘッジ取引を行なうことを認めていた¹¹¹。「社債ヘッジ」は、FNMAが社債を発行すると決めてから、実際に発行されるまでの間、金利上昇のリスクをヘッジするために行なわれていた。

もっとも、このヘッジ取引は、ヘッジ対象である社債発行に伴う金利コスト上昇のリスクを封じるのには役に立ったが、「社債ヘッジ」がFNMAの全ポートフォリオのスプレッドをヘッジした訳ではない¹¹²。そのため、ヘッジ損失が生じることになった¹¹³。

次にFMNAは1984年にアラスカ・ハウジング・ファイナンス社 (以下AHFC) の担保証券を3億ドルで購入する契約を結び、いくつかの契約を交わしたが、その内容は、同証券がモーゲージのプールによって保証されていること、AHFCは、1985

年9月1日以前ならいつでも証券を引き渡すか否かの選択権(option)を有しているが、引き渡さない場合はペナルティーが科されること、この契約は、FNMAに予め決められた利率で未確定の将来の日に引き渡す証券を購入する義務を負わせるというものであった。

委員会は、この契約の一部をヘッジするために金利先物取引を行なうことを認めた。まず、金利先物取引のショート・ポジションとコール・オプションで1億7500万ドル分のヘッジを行なわれたが、残りの1億2500万ドルに関してはカバーできなかった。ところが、ヘッジが行なわれた1984年の5月から年末にかけて、金利が下がったため、FNMAはこの金利先物取引で21,965,387ドルの損失を出すことになった。さらに、翌1985年には先物で14,864,917ドル、オプションで3,098,177ドルの損失を計上した。結局、AHFC証券の価格上昇に対してヘッジできたのは、約346億3100万ドルと推定される。

以上が、FNMAのヘッジ取引の概要である。次項では、裁判所がどのような判断を下したのか見ていくことにしたい。

第3項 FNMA事件一判決

裁判所は、まず、FNMAのヘッジ・プログラムに沿った一連の取引が、課税上「真のヘッジ(truly hedge)取引」を構成するか否かの判断を行ない¹¹⁴、その後、内国歳入法典1221条の下でヘッジ取引の検討を行なった。要件として、以下の点を挙げている¹¹⁵。①先物ポジションとヘッジされたポジションの価格の関係、②先物のポジションの大きさ、③先物契約の保有期間、④マーケットの動向についての証拠、⑤先物取引の記録・報告する方法。

この基準に従い、いずれもヘッジを構成したものと裁判所は認めた。そして、個々のヘッジ取引はマイクロ・ヘッジであるとされたが、それは前節で概観した記録資料によるものであった。なお、ヘッジには、特定の社債やモーゲージ契約に伴う金利上昇のリスクを減少させる意義があったとき

れ、これらの取引は「真のヘッジ」と認められると判断した。

FNMAの行なった取引がヘッジ取引として認められると、次にヘッジ資産の処分による利益・損失が、内国歳入法典1221条の区分に入るのかという問題が生じる。個々の取引を分析することにする。

まず先物取引については、ロング・ショートのポジションを問わず、またプット・オプションも含めて、一貫して内国歳入法典1221条の「プロパティ」¹¹⁶として取り扱うものとした¹¹⁶。この「プロパティ」の定義については、前述の「コーン・プロダクツ原則」と「アーカンサス・ベスト判決」の間で見解がゆれたものの、その後の判例の流れは、どちらかといえば、「コーン・プロダクツ原則」に沿った形で解釈する傾向がみられた¹¹⁷。しかし、これは両判決の解釈に対する優劣の判断からというより、「プロパティ」の内容がどちらの判決の内容に近いかという観点をもとに判断されたためであろう。本事案についても、「プロパティ」すなわち、先物取引および商品についての解釈に主眼が置かれた。

裁判所は、内国歳入法典1221条の例外規定については、これを広く解釈すべき、よって先物取引も例外として列挙されてはいないものの、通常所得として取り扱うべきと判断した¹¹⁸。続いて、ヘッジ取引に関しては、FNMA側のモーゲージを購入・保有するためのシステムに不可欠な部分(integral part)であるかが問題とされた。課税庁側が、当該取引がヘッジとして内国歳入法典1221条の例外規定として通常所得の取り扱いを受けられるためには、それがヘッジ対象と「同一のプロパティ(same property)」でなければならないと主張したためである¹¹⁹。しかし、裁判所はこれに同意しなかった¹²⁰。そこで、FNMAのモーゲージ・ノーツが法的にどのような性格のものであるかが問題となった¹²¹。

すなわち、モーゲージは①1221条1項の例外に

該当するのだろうか。また②同条4項の「Notes receivable」とは、どのような関係があるのだろうか。

①については、FNMA側もモーゲージは1221条1項の例外には当たらないとしているので、裁判では②の1221条4項との関係についてが争点となった。FNMA側の主張は、ヘッジ取引は「アーカンサス・ベスト判決」を拡大解釈すれば、キャピタル・アセットの取り扱いから除外されるというものであり、1221条4項の「プロパティ」に該当するというものであった。そして、「ヘッジ・ポジション」は「アーカンサス・ベスト」の論理によればモーゲージの代替として取り扱われるべきであるとした。

これに対して、裁判所は、そのような拡大解釈をとらず、モーゲージを1221条の条文上の例外に入る範囲内で解釈している。裁判所の見解は、「通常の営業の範囲内」で行なわれたモーゲージ・ローンは、内国歳入法典1221条4項の定める「notes receivable」であり、通常所得として取り扱うべきというものであった¹²²。

最後に問題となったのは、FNMAがそのモーゲージでいかなる業務(service)を行っていたかという点であった。裁判所は、以下のように判断した。すなわち、FNMAの業務は、法律および規則でホーム・モーゲージのセカンダリー・マーケットを安定させること、およびオリジネーターの流動性を高めることに規制される。モーゲージの発行体は、FNMAがその業務活動を拡大することによって恩恵をこうむっていた。よって、個々のヘッジ取引との関係も以下のように結論づけられた。

「先物およびショート・セールの取引は、どちらもFNMAのモーゲージ契約および同社の発行する社債(debenture)に対するヘッジであったので、それらはFNMAのポートフォリオの購入および保有に不可欠に関連するものと結論づけられる。『不可欠な関係』とされる理由は、先物契約がモー

ゲージの価値下落と相殺するために設定され、社債ヘッジが先物の行使日のスプレッドを許容範囲内にしたことによる。(途中、略)当該ヘッジ・ポジションは、どちらもモーゲージの購入および売却という同じ目的に関するものであり、FNMAの行ったポジションは、同社の金利ポジションをこれらのヘッジ証券で代替するというものであった。これは『コーン・プロダクツ』のケースで、とうもろこしの現物を先物で代替したのと同じである¹²³。したがって、FNMAのヘッジ取引は、『内国歳入法典1221条4項のモーゲージと十分に近い関係』にあり、キャピタル・アセットから除外されているものと結論づけられる。」

FNMA判決は、両判決を融合しながらもアーカンサス判決に依拠した判断を下したかのように見える。しかし、実際には融合だけでなく若干の修正がおこなわれていると見るのが正しい。「コーン・プロダクツ原則」で考慮された、納税者の主観的な「当初の意図」はそれほど重視されず、むしろヘッジ対象とヘッジ取引の客観的な「近い関係」の有無や「同種性」に焦点が当てられたからである。また、その解釈をめぐって、拡大解釈と厳格解釈という問題も生じた。さらにFNMA固有の問題として、ヘッジ・ポジションの範囲を検討しなければならない点も見逃せない。そこで、次章はこの問題について考察することにした。

第4章 理論的検討—「取引単位」をめぐる議論

第1節 アメリカにおける学説の状況

第1項 問題の所在

前章までは制度面からの検討を行ってきた。しかし、刻々と変化するデリバティブ取引に対して、そのようなex postの事象を分析するだけでは不十分である。よって、今度は理論面からデリバティブ取引を考察することにする。特に、どの取引に対して一括もしくは分離して課税を行なうべきかという「取引単位」を検討したい。

具体的には、アメリカで近時出された論文をいくつか取り上げることにする。これは、前章まで

の議論との比較を容易にするためであると同時に、ex anteな問題点を明確にするためである。

第2項 歴史的展開—3つのアプローチ

アメリカにおけるデリバティブ課税に関する議論は、1980年代後半から本格化した。初期のものは、必ずしもデリバティブ取引を前面に出して論じてはいなかった。例えば、ストリップス債をはじめとする利付債¹²⁴、あるいは負債商品への課税が議論の中心であった。またアプローチの仕方も、アメリカ租税法の課税区分上、資産と負債のどちらのカテゴリーに入れるべきか、さらに負債であれば、それは確定債務なのか不確定債務なのかといった課税区分の類型化に関するもの¹²⁵と、取引によって得られた所得に対し「いつ」「どれだけ」課税すればよいのかという、タイミングに関するものに大別される。課税のタイミング (timing) や継続性 (consistency) を論じたもの¹²⁶も多い。

最近の傾向および特徴としては、議論が専門化・先端化してきたことが挙げられる。例えば、ファイナンス的な見方から課税の適否を論じたもの¹²⁷や、制度論の立場に立ちつつ、新しい課税類型を生み出そうとする方向へと発展していくもの等である。それらの方法論を大きくまとめると、次の3つに分けることができよう¹²⁸。①カビーホール・アプローチ、②バイファケーション・アプローチ、③インテグレーション・アプローチである。

まず①カビーホール・アプローチとは、デリバティブ商品を、旧来の別の金融商品と同視して、同じ課税上の取り扱いをしてしまうというものである。この方法では、例えば、社債にかかわるキャッシュ・アウト・フローはすべて利子として取り扱う。一度旧来のパターンと同視・分類してしまえば、後の課税方法を一々考える必要がないので最も簡便な方法であるが、本来は異なるものに課税するのであるから、不都合が出てくるのが予想され、またどの金融商品と同視するのかが不明確である。

次に②バイファケーション・アプローチとは、デリバティブ商品をいくつかの基本的な要素に分解し、課税していくという考え方である。例えば、「仕組み債 (structured notes)」を社債の部分とインデックス取引の部分に「分解」して、2つの取引が同時になされたものとして課税関係を考える。元々、ファイナンス理論から来た分類法で、デリバティブは、すべて、オプションやその他のいくつかの基本的な取引や商品の合成という考え方に基づく。もっとも、問題点は、課税上、取引の首尾一貫性が確保されない点にある。

最後の③インテグレーション・アプローチは、各デリバティブ毎に適切と思われる課税上の取り扱いを考えていく方法である。つまり、新しい課税方法でアド・ホックに対応するというのであるが、具体策が不明なため、根本的な解決とはならない危険がある。

それでは、いかなる場合にいかなるアプローチを用いるべきか。また、そもそもデリバティブ取引はいかに「統合」「分解」されるべきか。そのような問題が議論される大きなきっかけとなったのが、Alvin Warren Jr.によって1993年に発表された論文であった¹²⁹。次節では、この論文の見解を中心に議論を進めることにする。

第2節 「取引単位」をめぐる問題

第1項 取引の「分解」および「統合」

Warren教授の分析によれば、近年の金融革新の多くは3つの要素から構成されている¹³⁰。すなわち、①「分解 (Disaggregation)」、②「再結合 (Recombination)」、③「リスクの再分配 (Risk Re-allocation)」である。①の「分解」とは、株式や負債といった伝統的な金融商品を基本的な構成部分 (constituent parts) と市場で取引される部分に分けることである。株式の元本と利子の部分がそれぞれ該当する。現行の租税法は、このような金融取引を念頭において作られているといえる。なお、「分解」によるメリットとしては、投資家が費用効率的な方法で金利エクスポージャー¹³¹をヘッジできる点、ないし、マーケットの流動性を

高める点があげられている。

次に、②の「再結合」とは、伝統的な商品のうち一度分解したものを新しい商品の中に再結合してしまうことである。例えば、支払い利息は伝統的なカテゴリーでは負債だが、特定の株価指数にリンクする金融商品と捉えることもできる。

最後に③の「リスクの再分配」であるが、リスクを金融商品本体から一度切り放し、別のカテゴリーで再構成するデリバティブの機能のことを指す。具体例としては、オプションや想定元本契約のような金融派生商品が、価格や金利などの変動に関連してヘッジや投機取引をすること等が考えられる。

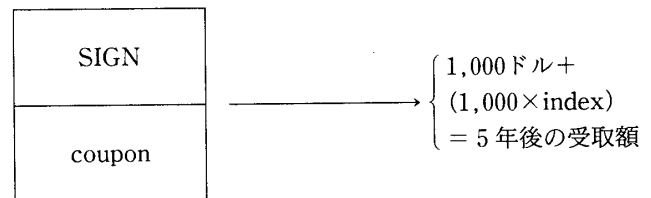
ところが、これらの機能によって、デリバティブ課税には従来の所得課税にはない問題が起きてしまった。それは、「課税の繰延べ・所得の付け替え」が自在になるという取引自体に起因する（内的要因）のと、所得課税の制度上の問題に起因する（外的要因）の双方による。Warren教授は、デリバティブ取引について「分解」ないし「統合」した上で、従来の実現主義の枠組み（‘wait-and-see approach’¹³²）を離れて、いわゆる時価基準（‘yield-to-maturity basis’）を適用すべきと主張している¹³³。「課税のタイミング」の不一致により、所得課税の体系に歪みが生じるのを防ぐためであった。

それでは、取引はいかなる場合に「分解」もしくは「統合」されるべきか。境界線はどこに引くべきだろうか。これらの問いに答えるためには、やはり、デリバティブ取引を実際に「分解・統合」する作業を行なってみる必要がある。次節では、未確定債務（Contingent Payment Debt Instruments：以下、CPDIと称する）について「内包オプション」や「指数リンク債」という具体例をもとに考えることにする。CPDIを取り上げるのは、確定債務（Fixed Payment）と異なり、課税上の取り扱いが不明確であるためである。

第2項 具体例—「内包オプション」および「指数リンク債」の場合

内包オプションとは、ワンセットで取引される金融商品の中にひとつの構成要素として、内包されているオプションのことである¹³⁴。市場で独立して取引される金利オプションや、キャップ・フロアー・カラーのような店頭取引とは異なり、オプションとして明示的に意識されないことも多い¹³⁵。次のような例を考えてみる¹³⁶。

ケース) A会社は、1,000ドルの利札付きの5年物株価指数成長型債券（Stock Index Growth Note 以後SIGNと称する）を発行することにした。5年後、SIGNの所持人は1,000ドルの投資分プラス1,000ドル×S & P 500の増加分%の合計額を受け取ることになる。仮に株価指数が2倍になれば、全部で2,000ドルを受け取ることになる。株価が下がったとしても、最低1,000ドルの支払いは保証されている。なお、この債券には支払利息はない。



ここで、SIGNは株価指数という不確定債務（contingent payment）の負債商品である。また、明らかに内包オプションである。「内包型」というのは、この例に見られるように利子や元本の支払いが一部未確定であることを意味する。つまり、未確定な部分のある点が、通常の負債商品とは異なる。この場合、支払いが確定しているギャランティー部分が1,000ドルであり、未確定分は残りの株価指数S & P 500の履行に基づく金額である。

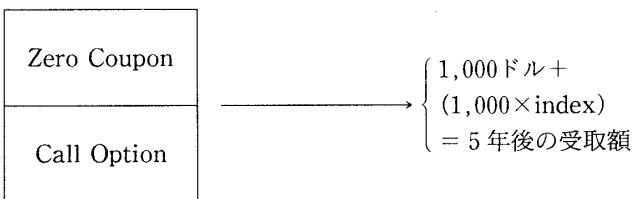
では、そのような場合、課税上はどのように取り扱うべきか。

方法論としては、次のようなやり方が考えられよう。すなわち、①リターン部分を一種の利子所

得とみなして、5年後の受取総額で課税するという方法、②リターン部分を確定部分(1,000ドル)と未確定部分(残りの受取分)とに分けて、別々に課税する方法、③リターン部分を①の場合と同様ひとまとめして考えるが、未確定部分については、利益(株価指数)が上がった場合とそうでない場合で取り扱いを変えるべきという方法である。

実はこのケースは、アメリカで1991年に実際に起きた例¹³⁷であった。1991年以前の課税当局の対応¹³⁸は、この2つの構成要素を別々に分け、未確定部分に対しては時価主義、確定部分には実現主義で対処していた。(②のアプローチ)尤も、未確定部分に関しては、事実上、適正な課税は不可能であった。

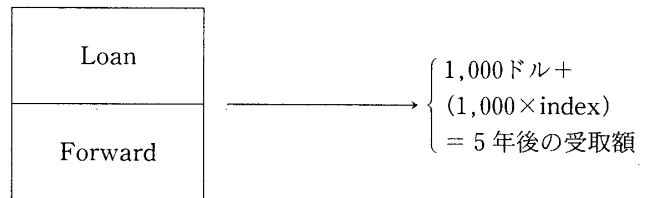
この対応法は、以下の場合、理論的に問題が生じる¹³⁹。SIGNは、常に5年物のゼロ・クーポン債1,000ドルと同じく5年物の差金決済型でヨーロッパ(行使日は期限日の1回だけ)のS&Pコール・オプション—ただし、その行使価格は、SIGNが発行されたとき株価指数の値と等しい—の組み合わせと、同様のリターンを生じるからである。



ここで、5年目の終わった後、もし、指数が上がらなければ、コール・オプションは無価値になり、ゼロ・クーポン債は1,000ドルの価値を有する。これは、インデックス債の一種であるSIGNすなわち「指数リンク債」と同じ経済的価値を有することになる。また仮に、S&P500が当初の値より高いとすると、コールはその価値を超え、ゼロ・クーポン債は1,000ドルのままである。この合計額は、そのままSIGNの支払金額と同じである。

アメリカ財務省は1991年に「指数リンク債」に対し、ゼロ・クーポン債の部分とコール・オプションの部分に分割(bifurcate)して、利子はゼロ・クーポン債の部分の要素に課税するという提案規則を発表した¹⁴⁰。

しかし、この他にもまだ上記の設例の金融商品を分割する方法がある。SIGNは、1,000ドルのローンと条件付の先渡し契約にも分けられる。先渡し契約の条件は、借り手が5年後に1,000ドルのS&P500の超過分を複利で交換することを義務付けている。その場合、利子は5年間で1,000ドル全体に帰属し、不確定利益も損失も5年後に考慮に入れられる。



しかし、仮に納税者が別々にオプションとゼロ・クーポン債を買ったケース、あるいはローンと条件付先渡しを別々に購入するケースを想定してみよう。別々の場所で購入した場合、利子はオプションないし先渡しの購入価格には帰属されず、さらにゼロ・クーポン債とローンに対する課税上の取り扱いも異なる。経済的利益は同一であるにもかかわらず、一括して購入した場合との課税上の取り扱いが矛盾する結果となってしまう。

そのため、1993年に財務省はもう一度、提案規則を発表したが、今回は利子を「指数リンク債」の全額に帰属させるというものであった¹⁴¹。この方法は、納税者の選択の幅を広げ、課税当局にとっても税収増大という効果をもたらすはずであった。しかし、一連の提案は後にすべて撤回されている¹⁴²。

以上の点から金融派生商品によって生じた問題を完全に解決するためには、商品を単に「分割」

するか「統合」するかという議論だけでは、不十分ということがわかる。金融派生商品を仮に「分割」するとしても、それをどのように「分割」するかで、全く異なる課税上の取り扱いがなされるからである。確かに、時価主義やリターンの帰属といった技術的な対応は、部分的な解決策としては有効かもしれない。しかし、そのような解決策は、デリバティブ取引ないし、商品をどのように「分割」「統合」するかという議論をクリアした後に考えるべき問題であって、根本的な解決策とはなりえない。

金融派生商品に対する課税は、その商品ないし取引がどのような目的で納税者に保有されているかという点も考慮しなければならない¹⁴³。とすれば、その構成要素の内容自体もまた検討すべきではないだろうか。そのような問題を論じたものとして、David Weisbachの1995年に発表した論文がある¹⁴⁴。次節ではその内容を紹介しつつ、同論文で用いられた構成要素の「合成」・「複合」という新たな概念を使って、議論を進めることにする。

第3節 検証

第1項 inconsistencyの問題

本章の目的は、デリバティブを課税上類型化することにある。その前提として、ここでは、Weisbach教授の提唱する「複合 (hybrid)」および「合成 (synthetic)」という新たな概念を用いる。具体的には、①複合的な取引をどのように「分解」あるいは「統合」すべきか、②合成的なデリバティブ商品をオリジナルとどう区別すべきか、③仮に当該取引がヘッジ目的と認められ、他の取引とは異なった取り扱いが行なわれた場合、他の取引との整合性、継続性をどう図るかという問題を検討したい。

Weisbach教授は、Warren論文の結論部分から出発している。それは、デリバティブ取引から生じる課税上の問題に対して出された対応策で全部で5つあった¹⁴⁵。①実現ベース課税から、時価基準あるいはキャッシュ・フロー税へ移行し、②関連する金融商品を一つの単位 (unit) として統合、

経済的実態にそくした課税する、あるいは、③金融商品を構成要素に分割、経済的実態にそくして課税する、④特定の商品については、新たな課税方法を考える、⑤課税できない場合には、金融商品の費用の控除を制限するというものである。

Weisbach教授は、このうち②と③の方法に着目して両者を比較する作業を行なった。まず、デリバティブ課税について、多くの評者が③の「バイファケーション・アプローチ」を統一性がないという理由で批判している点を指摘している¹⁴⁶。その理由は、特有の分割方法がないため、異なったやり方が異なった課税上の取り扱いを生じさせることとなり、どの分割アプローチを使うべきかという原則もないこと、さらに、取引毎に一貫性のない取り扱いをするのは課税の継続性に欠けるためである。

しかし、Weisbach教授はこれらの主張を短絡的としている¹⁴⁷。両者は別々の問題を抱えており、直接には比較することはできないというのがその理由である。よって、同論文では、以下の結論が導かれることになった。すなわち、①「バイファケーション」は、デリバティブ課税の理論的に最もすぐれた方法である。②尤もこれは複雑なので、定式すなわちフォーミュラを用いる方が適切な場合もある。しかし、その場合も定式 (フォーミュラ) は、できるだけ「バイファケーション」に近づけるべきである。③「インテグレーション」は、デリバティブ商品の組み合わせを課税するのには、難点のあるアプローチである。④マッチングの点からは、非常にゆるやかな形の「インテグレーション」を拡張すべき、という4点であった¹⁴⁸。

さて、前述の一貫性のなさ (inconsistency) が原因となるケースとしては、次の場合が考えられよう。第一に、ひとつの証券 (security) に対して何らかの金融派生商品を結合する場合である。これをWeisbach教授は、「複合=ハイブリッド」と名づけている。第二に、法的形態は異なるものの、別の商品のネット・キャッシュ・フローだけにそっくり似せてデリバティブ商品を作る場合が想定さ

れる。これを「合成＝シンセティック」と呼ぶ。この時、課税形態がオリジナルと異なるのはいうまでもない。第三に、ストリップス債のような分離取引やセキュリタイゼーションが考えられる。キャッシュ・フローが別々の要素に分割され、そのまま売却、処分されるのが通例である。したがって、これらの取引への従来型の課税は、やはり問題が生じることになる。そこで、次は、この「複合」と「合成」に絞って検討する。

第2項 構成要素の「複合」および「合成」

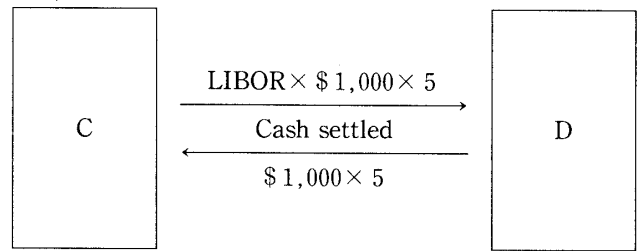
まず、定義を確認する。Weisbach教授によれば、「複合商品＝ハイブリッド」とは、他の商品と結合することで伝統的な課税のカテゴリーには当てはまらない、単一の証券(security)へと変化したものを指す¹⁴⁹。これが、一般にデリバティブとして知られているものである。なお、ここで用いられる「複合」の意味は、具体的にはオプションや先物といった金融派生商品の組み合わせであり、伝統的な課税のカテゴリーが存在しないものである。Weisbach教授は、具体的な「複合商品」について3つの例をあげた。①未確定債務付負債商品(CPDI)、②スワップ、および③「前払い先渡し(prepaid forward)」と称される取引である。

このうち、①のCPDIは前節で述べた。また、Weisbach教授が③「前払い先渡し」と呼ぶ取引は、リターンを保証される金額が少額であるため、アメリカ租税法上、負債商品と分類されない取引のことで、本稿では省略する。よって、ここでは、②のスワップについて検討することにする。

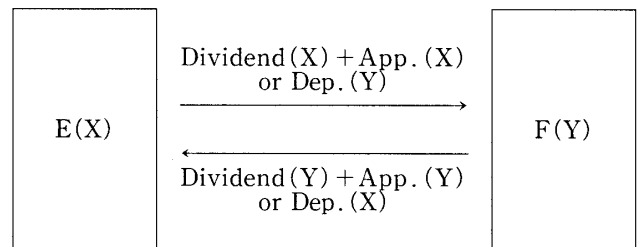
スワップとは、「想定元本に基づく規則的な支払いを交換する契約」を指す¹⁵⁰。以下のケースを想定しよう。

ケース) CはDに対して、5年間毎年LIBOR×1,000ドル(想定元本)を支払う代わりに、DはCに対して5年間毎年100ドルを支払うこととする。支払いは、相殺されるため、LIBORが10%より低い場合は、DがCに差額を支払わなければならない。

反対に、LIBORが10%より高い場合には、CからDへの支払いが行なわれる。



ケース) EはX株を所有し、FはY株を所有している。両者は5年間の契約を結ぶことにしたが、それはEがFにX株の配当をすべて支払い、5年後もしX株の株価が上昇すればその分の差額を支払い、株価が下落すれば、FはEにX株の下落分を支払うものとする。さらに、Y株に関してEとFはそれぞれ反対方向に同様の支払いを行なう。仮に、EかFに信用リスクが生じたときには、この値上がり分と値下がり分の差額受渡は毎年行なわれることにする。



これらの取引についての課税はどうなるのだろうか。差金決済の場合、ほとんど相殺されるため表面上の金額はきわめて少額となるのが普通である。さらに、スワップは相対取引であるため、実際の所得の補足が容易ではない。ここでは、スワップ取引の法的性質について詳しく述べる余裕はないが、これらの例は簡単に起きかえられる。一つは①「ローンの相殺」、もう一つは②「先渡し取引の連続」としてである。

まず①について、金利スワップ取引を同じ想定元本のローンの相殺として考える。ここでは、C

はDに1,000ドルを年利10%で5年間借り、DはCに1,000ドルを年利LIBORで5年間借りているのと同じことである。その場合、課税上どちらも負債商品として課税される。また、EF間の取引(エクイティー・スワップ)は貸株(lending the stock)とみなすことができる¹⁵¹。

次に②については、スワップを先渡し取引の連続したものとしてとらえる¹⁵²。最初のケースでは、CとDは全部で5つの連続した先渡し取引を行ない、双方ともLIBORと10%との差額を支払わなければならない。Dは事実上100ドルにつき、毎年LIBORを支払う「先渡し取引」を購入したことになる。というのも、マーケットは普通将来の金利を今の金利より高く考えるが、スワップの支払いは確定的でオフ・マーケットであるため、金利差に左右されることなく一定と期待されるからである¹⁵³。

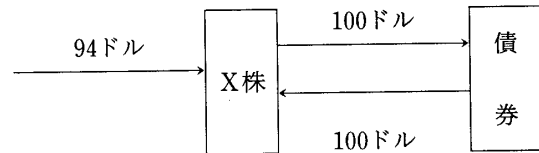
実は、スワップ課税についてはアメリカでもほとんど野放しであった。またレギュレーションができたとはいえ、その内容は主に課税のタイミングを定めたもので、スワップ取引自体の法的性質まで分析するものではなかった。よって、スワップ契約の細かい点について不明確であった。

次に、「合成」について検討する。Weisbach教授は、「合成商品」を、ある別の商品のキャッシュ・フローをそっくり真似たネット・キャッシュ・フローのマルチプル・ポジションを保有して作り出されるものと定義している¹⁵⁴。「合成商品」の例はたくさんあり、負債、エクイティー、オプションなどほぼすべてに関係している¹⁵⁵。

では、「合成」の問題点とは何であろうか。まず指摘されるのは、ほとんどの合成商品が、経済的には同一の取引にもかかわらず異なって課税される点である¹⁵⁶。各構成要素が別々に実現するためである¹⁵⁷。次の例を考えてみよう。

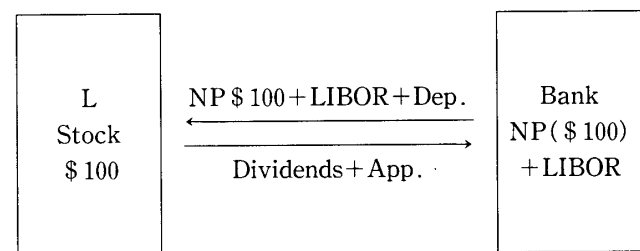
ケース) Jは配当落ちの株式Xを94ドルで購入し、さらに、これを100ドルで売る先渡し契約を結ん

だ。実質的に株式は値上がりしているが、かわりの債券を購入する際の譲渡益がかからないようにするためである。



Jは、このようにして「合成商品」をつくり、翌年100ドルを受け取ることになる¹⁵⁸。しかし、Jは翌年の差金決済の時まで利益も認識することはない。この問題は、以下の場合さらに複雑になる。

ケース) Lは100ドルの価値のある株式を低価法で保有し、利益を認識せずにポジションを diversify¹⁵⁹したいと考えている。そこで、投資銀行と次のようなエクイティー・スワップを結ぶことにした。スワップ期間中、毎年投資銀行はLに100ドルの想定元本+LIBORを支払い、さらに満期時には株価の下落分を支払う。一方、Lは投資銀行に配当金をすべて支払い、満期時には上昇分を支払うものとし、双方の支払いは相殺される。



このケースでは、実質的にLは自分の所有する株式のリターンを債券のリターンにスワップしたことになる。しかし、もしLが証券を売却し債券を購入すれば、利益の実現を避けることができ、またLIBORの支払いを他の種類のリターンにスワップすることもできる。これらの取引は、Jの先渡し契約によって作られる取引と同じである。しかし、「複合商品」の場合は問題がさらに複雑になる。スワップや未確定債務は、いかなる状況の

組み合わせにも合うように複合され柔軟性に富むからである。

以上の例からは、「複合」や「合成」といった概念でさえも、このままでは、取引単位を分析するための必ずしも有効な手段とはなりえないということがわかる。では、解決策は存在するのだろうか。

第3項 「複合」と「合成」—問題点および解決の試み

問題点は以下のとおりである。「複合商品」は、複数の商品が結合してできることから、個々の商品の多様な性質を受け継ぎ、現行法の課税区分にあてはまらない。そのため、取引の当事者は、課税が不確実という不安を抱えている。そして、課税上の不確実性のコストは重大な問題である。納税者は、過少あるいは過大な課税を考慮して行動するからである。スワップへの課税が不明確であったり、CPDIの場合利益や損失が満期時まで課税が繰延べられるのがこれにあたる¹⁶⁰。

一方、「合成」の問題は、実現基準をとる以上、構成要素によって別々に課税が行なわれることから、課税のタイミングが不一致になり、課税金額にも差がでてしまうというものであった。プット・コール・パリティの問題である。

それでは、このような問題をどのように解決すればよいのだろうか。

Weisbach教授の提案は、デリバティブ商品およびその課税方法を2種類に分け、「複合型」取引については、「インテグレーション・アプローチ」を、また「合成型」取引については、「バイファケーション・アプローチ」をとるべきとした¹⁶¹。しかし、このような分類は、果たして正しいのだろうか。この結論が妥当なものか検証することにする。

まず、「複合=バイファケーション・アプローチ」のアプローチのもとでは、「複合商品」は一つもしくはそれ以上の基本的な単位に分解され、その単位ごとに課税されることになる。つまり、この方法では「複合」を構成している商品の分解が行な

われることになる。この場合、課税上既知となっている課税単位・構成要素に基づくので、簡便性に優れているといえる。さらに、納税者から見れば、結果がある程度予測できるという利点もある。課税当局側から見れば、現行の法制上、タックス・アービトラージを防止し公正な課税を実現するためには、このように取引を分解するか、カビーホール・アプローチのような「みなし課税」をかけるしか方法はないのであるから、理論的に問題のある「みなし課税」よりは妥当な方法といえよう。

しかし、「複合=バイファケーション・アプローチ」にも、問題は残っている。継続性とアービトラージの問題である。この方法といえども、分割する方法がケース・バイ・ケースで代われば、課税の方法も異なってしまう¹⁶²。分割法の選択に関しては、何らかの基準ないしルールを設け、恣意性を防ぐ他ない。

さらに留意すべき点として、「複合」によって本来生じていたはずのシナジー効果が、分割により消滅する点が指摘される¹⁶³。また、分割した構成要素が経済的実態から乖離してしまう点も問題とされるであろう。結局、アービトラージが存在する以上、根本的に解決されることはないから、アービトラージをより抑えることのできるものが、次善の課税方法と言えるのであろう。

では、「合成=インテグレーション・アプローチ」の方はどうか。Weisbach教授は、「インテグレーション」の内容を3種類に分けて議論を進めている¹⁶⁴。①「部分統合 (partial integration)」, ②「ヘッジ・レジーム (hedging regime)」, ③「完全統合 (full integration)」の3つである。ここで①「部分統合」とは、取引の一部のみを統合するというもので、ストラドル・ルールが該当する。これは、疑わしい取引に対して課税上の恩典を否定する方法であるといえる。

次に②「ヘッジ体制」について、これは①の例外である。ヘッジ取引とヘッジ対象をタイミングおよびキャラクターの一部をマッチングさせるので、「ヘッジ規則」が該当する。

最後の③「完全統合 (full integration)」として、Weisbach教授は、「外貨レジーム¹⁶⁵」をあげているが、本稿では省略する。

これらの分類の相違は、結局、デリバティブ取引に対する「インテグレーション」をどの範囲に設定するのが適切かという問題に帰結する。つまり、「分割」の場合と同様、どのように「統合」するかという点に関してのコンセンサスがない限り、このアプローチを選択しても、その範囲によっては課税上の取り扱いにばらつきが出てしまうのである¹⁶⁶。

それでも、「合成＝インテグレーション・アプローチ」を主張することにメリットがあるのだろうか。考えられる理由としては、①「分解」しないため、「合成商品」に生じているシナジー効果を損なうことなく、課税することが可能となる、②その結果、取引ないし商品の経済的実態にそくした適正な課税が可能となる、といった点であろう。

しかし、これらのメリットとされる点については、①「分解」して課税した方が適切と考えられる場合、②どのポジションを「統合」するか、取引単位の決定方法がない場合、③納税者にとっては「インテグレーション・アプローチ」をとる方が、課税上、不利な場合には機能しない。

したがって、Weisbach教授は次のように結論づけた。

「完全統合」のレジームは、統合されるべき単位・構成要素が決定し、それが適切に課税されているときのみ機能する。しかし、この状況は、通常、納税者が意図的にポジションの結合を行なう時に起こる。また「部分統合」のレジームは、濫用によって、損失の繰延べ等の行なわれるのを排除するため用いられる。しかし、このレジームの問題は、正規の取引と濫用を区別できないという点にある。現に、1995年にレギュレーションが制定されるまで、株式ヘッジとストラドルについての識別は困難であった¹⁶⁷。

最後に「ヘッジ・レジーム」について、Weisbach

教授はこれを高く評価している¹⁶⁸。その理由は、規則が幅広い原則で柔軟性に富んでいること、さらに、他の2つのレジームと比べて、納税者が所得を反映している適切な方法を決定する点を挙げている。

しかし、「ヘッジ・レジーム」にも未解決な点が残っている。特定という要件があるとはいえ、納税者がどのポジションをヘッジとして取り扱うのか否かが依然不明確であることである。結局、実現主義を放棄しないかぎり、「合成商品」に対する真に適切な課税は存在しないのではないだろうか。

以上の議論から、Weisbach教授の提唱する「合成＝インテグレーション・アプローチ」に関しては、「ヘッジ・レジーム」を除いて、それほど強力な解決策とはなりえないのではないかと思われる。ただし、この議論はこれで終わりという訳ではない。Weisbach教授は、現行のアメリカの「ヘッジ・レジーム」を改良すべき点として、いくつかの提案を行なっている¹⁶⁹。その内容にふれつつ、章括を行うことにしたい。

まず「ヘッジ・レジーム」そのものを拡張することを提案しているが、例として、アメリカ租税法上、キャラクター・ルールがタイミング・ルールより制限的であることをあげ、これをタイミング・ルールなみに拡張すべきと主張している。つまり、リスクを減らすために行なわれたかに関係なく、全ての相殺ポジションにヘッジ・ルールを適用すべきという訳である。

しかし、ここでWeisbach教授の主張するとおりに、そのまま「ヘッジ・ルール」を拡張してもよいのだろうか。その前に、未解決の問題を整理する必要があるのではないか。取引のどの範囲が真のヘッジ取引であるということを区別する基準は、どこに存在するのだろうか。

終章 解決および展望

第1節 類型化の試み

最後に、ヘッジ取引を適切に課税するために取引をどう類型化できるか検討したい。そのために

は、ヘッジの類型化を図らなければならない。

これまでの議論から、ヘッジ取引を規模と時間で区分することにしたい。例えば「マイクロ」対「マクロ」、「スタティック」対「ダイナミック」という類型である。

第1項 ミクロ・ヘッジとマクロ・ヘッジ

これは、ヘッジ取引の大きさをどの単位でとらえるかという問題である。複数の取引がまとまって一つの契約集団を形成しているとき顕在化する問題であろう。通常、契約集団を全般的にカバーするヘッジを「マクロ・ヘッジ」、これに対し個々の取引について手段と対象が一对一に対応するヘッジを「マイクロ・ヘッジ」と呼ぶ¹⁷⁰。この場合、対応関係が容易に確認できるのは、「マイクロ・ヘッジ」の方である。したがって、検討すべきはもっぱら「マクロ・ヘッジ」である。

「マクロ・ヘッジ」の場合は、まず正確な定義が困難である。なぜなら、包括的である以上、様々な定義が可能だからである。それでは、「マクロ・ヘッジ」の内容とは具体的にどのようなものだろうか。例えば、「予定ヘッジ¹⁷¹」は「マクロ・ヘッジ」に含めて考えてもよいのだろうか。また、「マクロ・ヘッジ」をそもそも、適格なヘッジとして認めてよいのだろうか¹⁷²。

「予定ヘッジ」については、そもそもヘッジ取引として認めるか論争がある¹⁷³。よって、課税上は、何らかの確定契約が付されているものに対してのみヘッジ取引として認めるのが妥当であろう¹⁷⁴。実際、アメリカの租税法上も、予定取引が認められるのは、購入予定取引についてのヘッジ、および取得予定の通常資産もしくは負債に関わるヘッジ取引のみである¹⁷⁵。

次に、「マクロ・ヘッジ」を、今度は適格ヘッジとして認めてもよいのかという点については、アメリカ会計上では元来、制度上認めてこなかった¹⁷⁶。その理由は、何らかのリンクエッジなしに、契約の有効性を評価したり最終的に損益を形状する客観的方法がないからというものであった。し

かし、現実に企業の行なう財務活動においては、個別に対応関係が特定できる「マイクロ・ヘッジ」を行なうことはまれで、「マクロ・ヘッジ」を行なうのが通常である。そこで、仮に一对一の対応関係が確認できなくとも、客観的な記録ないしスケジュールによってヘッジ対象とヘッジ取引との間に、何らかのリンクエッジが存在すればこれを課税上「ヘッジ取引」として認定することは不可能ではないと主張された¹⁷⁷。このような観点から、アメリカ租税法上、「(狭義の)マクロ・ヘッジ」は一応ヘッジ取引として認めている¹⁷⁸。ただし現行法上は、ヘッジ対象となるリスクを金利、価格および為替に制限している点に注意を要する¹⁷⁹。

さらに、ヘッジ対象の内容が取引のそれと一致しない場合(「クロス・ヘッジ」)は、どうなるのだろうか。これについては、判例上、「近い関係」の有無という判断基準が別に存在すること¹⁸⁰から一応認められていると解する。ただし、その場合も何らかの記録を残すべきであるし、ヘッジ対象となるリスクの種類もある程度制限する必要がある。

第2項 ダイナミック・ヘッジとスタティック・ヘッジ

さて、ヘッジ取引の取引単位を区分するのは、大きさや種類だけではない。その状態が、静止しているかあるいは動的なものかも重要である。前者を「スタティック・ヘッジ(static hedge=静的ヘッジ)」、後者を「ダイナミック・ヘッジ(dynamic hedge=動的ヘッジ)」という¹⁸¹。

「スタティック・ヘッジ」とは、ヘッジ開始時から終了まで、ヘッジ手段のポートフォリオが不変であるヘッジのことである¹⁸²。これに対し、「ダイナミック・ヘッジ」とは、別名「デルタ・ヘッジ」とも称され、ヘッジ手段のポートフォリオを絶えず調整することで、市場価格の変動に対し、ヘッジ手段とヘッジ対象の価値も同額(正負反対)の変動を生じさせるようにするヘッジをいう¹⁸³。通常問題となるのは「ダイナミック・ヘッジ」の方である。具体例を考えることにする。

ケース) A銀行が額面 \$ 1,000,000 現物債券を原資産とする行使価格100のアット・ザ・マネー・(以下ATMと称する) コール・オプションを販売する。ATMコールのデルタは、0.5であるが、A銀行のポジションはショート・ポジションなので、デルタは-0.5となる。よって、ポジション・デルタをゼロにするためには、オプション1単位について0.5の債券の現物を保有(ロング・ポジション)すればよい。これを、式で表すと次のようになる。

$$\text{ポジション・デルタ} = \text{オプションのデルタ} + \text{原資産のデルタ} = -0.5 + (1.0 \times 0.5) = 0$$

このようなポジションをとるために、A銀行は、額面 \$ 1,000,000 の0.5倍である \$ 500,000 の債券を購入した。コール・オプションが行使される確率が50%であったためである。翌日の債券価格は、101に上昇し、オプション・デルタも0.6に変化したため、ニュートラルにすべく債券のロング・ポジションも0.6単位に調整する必要が出てきた。債券を価格101で買い増し、\$ 600,000 保有することにする。翌々日、債券価格は99に下がった。ポジションをニュートラルにするためには、現物を0.4保有すれば足りるので、今度は価格99で債券を \$ 200,000 売却、計 \$ 400,000 のロング・ポジションとした。

このように、コールの売り手のヘッジ取引は、原資産価格が上がれば原資産を買い、下がれば売るというオペレーションを常にとり続けなければならない、結果的には損失が累積していく¹⁸⁴。つまり、オプションの売り手はプレミアムを受け取り、ヘッジを行なう過程で損失を出していくことになるが、最終的にネットの利益が、当初予定した利幅になっていれば、目的は達したことになる。逆に、コールの買い手にとっては、最初にプレミアムを支払うため、この時点でコストがかかるが、その後のヘッジ取引によって、利益が累積する。したがって、買い手にとっては、累積利益が当初のプレミアムを上回った場合に、取引は成功した

とみることができる。

さて、このような取引に対して、租税法はどのような対応ができる、もしくはすべきなのか。毎日の個々の売買取引は、全体としてみればすべてヘッジ目的で行なわれているものである。ヘッジ対象と相関・対応関係も深い。しかし、全体としての利益または損失は、オプションが行使されるか、期限が終了するか、もしくは解約日かのいずれかの時点まで表面には現れない。

このようなデルタ・ヘッジの特質から、ヘッジに含めるか否かで争いがあった。肯定的見解をとる立場からは、ダイナミック・ヘッジこそ最も効果的にヘッジを達成できる手段である、とする。一方で、これに否定的見解をとる立場からは、このようなオペレーションは、ヘッジではなくむしろスペキュレーションとしてとらえるべきと主張している。

判断の難しい問題ではあるが、この種の「ダイナミック・ヘッジ」を課税上のヘッジ取引の範疇に含めるのは、実際に対象を特定するのが困難である点から不可能に近いと言わざるを得ない。しかし、スペキュレーションというには、あまりに消極的なオペレーションであることから、否定説に全面的に賛同するのも適当ではない。

したがって、課税上、原則としてヘッジ取引の範囲外とし、もし例外を認めるのであれば、このような取引が証券・銀行業で主に用いられる手段である点を考慮して、トレーダーやディーラーも対してのみ適用する条項を新たに設けるべきである¹⁸⁵。

最後に今後の課題となるであろう新しいヘッジにも目を向けることにする。

第3項 キャッシュ・フロー・ヘッジ

「キャッシュ・フロー・ヘッジ (cash flow hedge)」とは、通常とは異なり、キャッシュ・フローそのものをヘッジすることで、価格や金利の変動リスクを減らそうとするものである¹⁸⁶。スワップ取引、特に変動金利から固定金利への転換

を念頭におけばよい。具体例で考えてみることにする。

ケース) A社は、X銀行から\$1,000借りたが、その際の返済条件は変動金利で利率はLIBOR+1%であった。ところが、金利が上昇する危険があったため、A社は金利リスクをヘッジする必要にせまられた。そこで、A社は新たにY社と想定元本\$1,000の金利スワップ取引を結ぶことにした。その内容は、A社がY銀行に年5%の固定金利を支払うかわりにY銀行からLIBOR+1%の変動金利を受け取るというものである。

この時、A社からX銀行への変動支払いは、事実上、年5%の固定支払いに置き換えられる。というのも、Y銀行からA社への変動金利の支払いがA社からX銀行へのキャッシュ・フローと同一になるため、変動金利分に関してA社のキャッシュ・イン・フローとキャッシュ・アウト・フローは相殺してゼロとなるからである。これは、一般に「変動金利負債の固定化」と呼ばれるもので、他にも変動利付債(FRN)の投資に対する同じ利率での金利スワップや、先渡し契約に対する予定取引の為替スワップなどが、キャッシュ・フロー・ヘッジの例として考えられる¹⁸⁷。

それでは、はたしてこの種のヘッジに課税を行うことはできるのだろうか。その前に、もう一度この取引の意味について考えてみなくてはならない。キャッシュ・フロー・ヘッジが、今までのヘッジ取引とは異なる性質を有するものであることは既に述べた。そのために、これを「ヘッジ取引」とは認めないという有力な見解があり、その原因は、スワップ取引とヘッジの関係をどうとらえるかという点に関しての見解にあった。

すなわち、その目的を「キャッシュ・フローの確定」と観る立場からは、ヘッジ対象である借入金の返済金利を固定化させるような(変動金利→固定金利)取引は、ヘッジ取引に該当するといえるが、「固定金利負債の変動化(固定金利→変動金

利)」を行なうスワップ取引は、ヘッジ取引としては認めないということになる¹⁸⁸。

一方で、その目的を「ヘッジ対象の価値を確定するもの」という立場からは、「変動金利負債の固定化」は価格リスクを伴うためヘッジ取引には該当しないが、「固定金利負債の変動化」の場合はヘッジ取引にあたる、と正反対の結果になってしまう¹⁸⁹。よって、課税の立場からこれをヘッジと判断するのはきわめて難しい。それは、スワップに対する課税の困難さに通じるものである¹⁹⁰。

実はこの他にも未解決の問題はたくさんある。例えば、原資産(ヘッジ対象)とヘッジ取引が異なる国に存在する場合に起こるスプリット・ヘッジの問題などである。本稿では言及できなかったが、国境を超える取引に関しては、源泉(source)についても検討する必要があるだろう。国際課税とヘッジ取引をめぐる問題に関しては、また別の機会に論じることにはしたい。

第2節 わが国への含意

最後にわが国の現状を述べる。金融課税に関しては、平成9年(1997年)の税制調査会において金融課税小委員会が設けられ、同年12月に中間報告が出されたが、その内容は、あくまで金融システム全般に関する議論であり、具体的なデリバティブ課税の方法まで踏み込むものではなかった¹⁹¹。

一方、国税庁は、平成10年(1998年)10月30日に「金融商品に関する法人税の取り扱いについて(いわゆる「デリバティブ通達」)」という通達を出したが、これが、わが国初のデリバティブ課税の包括規定となった¹⁹²。その内容は、先物取引、先渡し取引、スワップ取引およびオプション取引、さらには公社債・株式の空売り等の用語の定義、およびこれらの取引の損益の計算、特に帰属年度を中心とした取り扱いを規定するものである¹⁹³。

これに先立ち、平成5年3月15日に国税不服審判所の裁決が出されている。これは、オプション料をめぐる所得の年度帰属が争われた事案であった¹⁹⁴。概要は以下のとおりである。

原告Xは、A（訴外）との間で日経平均株価オプションの買付取引を行なったが、その内容は、平成2年9月27日に、XがAからコール・オプション10単位およびプット・オプション6単位を買付けるというものであった。その後、Xは同年10月1日に全てのオプションを転売した。なお、Xは本件オプションの買付けに際しオプション料およびオプション手数料をAに支払ったが、これらの支払いが実際に行なわれたのは10月2日であり、XがAから転売による利益、すなわちオプション料収入—手数料を受け取ったのは10月4日であった。ところが、Xはこれらのオプション料を平成元年10月1日から平成2年9月30日までの事業年度の所得の計算上、損金として算入したことから問題となった。課税庁（以後、Yと称する）は、これらのオプション料をいずれも本件オプションの取得価格に算入すべきとして、更正処分を行なった。Xはこれを不満として争いとなったものである。

ここでの争点は、オプション料およびオプション手数料を当該事業年度の所得の計算上、損金の額に算入できるかという点であった。

X側は以下の主張をした。曰く、オプションは権利行使期間満了により消滅するから、有価証券とは全く性質の異なるものである。よって、これらのオプション料を資産として処理することは妥当ではなく、オプション料等の債務が確定する日である契約日（9月27日）に属する事業年度の損金とすべきである。

これに対して、Y側の主張は、本件のオプション料はオプションを取得するために支出した費用であり、また本事案のオプションは流動性を有しているから、有価証券に類似するものであり、オプション料はオプションの権利そのものの取得価額に含まれ、オプション手数料の方も取得のための付随費用とみなされる。よって、どちらもその支出した時点において資産計上すべきというものであった。さらに、オプションの転売時には収入にかかる原価として、権利放棄時にはその期の損金に算入すべきとされた。

判決はXの訴えを認めず、オプションの権利は無形資産であるから、オプション料はこれを取得するための対価、オプション手数料は取得するための付随費用であると解するのが相当とした。

そこで、今回の通達においては、オプション料は原則として転売等の約定日、行使日又は権利消滅日に属する事業年度の損益とすることが定められた¹⁹⁵。

他に、本通達には「複合的な取引に関する損益の計算規定」も存在する。通達7-1は複合金融商品について、通達7-2はデリバティブ取引を両建てした場合について、通達7-3は合成デリバティブ取引についてそれぞれ損益の帰属時期を定めているが、これらは、本稿で検討してきた取引単位に関する規定であろう。「複合」および「合成」の概念も用いられている。尤も、通達は「複合」金融商品について、デリバティブ取引と金融資産又は負債を組み合わせ、証券化したもの及び一つの契約により一つの商品としたものとし¹⁹⁶、「合成」デリバティブ取引については、複数のデリバティブ取引を組み合わせることによって種類の異なるデリバティブ取引を合成する場合を指すものと定義している¹⁹⁷。なお「デリバティブ取引の両建て」とあるのは、「ストラドル取引」のことである。ただし、本通達ではまだヘッジ取引については、特別に規定をおく段階までは至っていない。

そもそも筆者が、ヘッジ取引について関心をもったのは二つの理由による。

第一に、デリバティブ課税を考える際、通常はデリバティブ取引の「分割」を中心に考えるのに対し、ヘッジ取引の場合は逆に「統合」することから、その適用には、何らかの基準が存在するのではないかと考えた。同時に、それらの基準に対しては、理論的裏付けないし検証作業が必要なのではないかと考えた。

もう一つの理由は、リスク・ヘッジと租税回避との関係である。言うまでもなく、デリバティブにはリスクがつきものである。論文執筆中も著名

なヘッジ・ファンドが破綻していった。とすれば、これをやみくもに租税回避と決め付けることはできない。このような問題に対して法律家のなすべきことは、これを排除するのではなく、むしろ当事者のため取引ないし課税ルールを明確にすることではないだろうか。この観点から、本稿ではヘッジ取引に対する適切な課税を考察した。

以下、結論を述べる。ヘッジ取引はデリバティブ取引の例外規定である。したがって、その適用には、タイミングおよびキャラクター等の一定の要件が必要である。しかし、ひとまとめにヘッジ取引といっても様々な種類がある。本稿では、いくつかの局面から分析したが、ミクロないしステティック・ヘッジ以外に関しては、課税が技術的にも理論的にも可能なのは「マクロ・ヘッジ」の場合のみであり、それも原資産（アンダーライン）との相関関係や当事者の意思が立証できるといった要件を充たすことが必要である。結局、各取引の内容を実際に検討して、それぞれに合った課税範囲を決定していくのが望ましい。そして、課税上の取り扱いの一貫性を保つには、今回試みたような類型化を行うのも一つの解決法であろう。もちろん、デリバティブ取引は常に進化していくものであるから、その類型化作業も継続的に行われなくてはならない。

- 1 デリバティブとは、「ある原資産の市場価格又はその指数など、基礎となる他の変数の値によってその価値が決定される商品」と定義される（渡邊幸則・森厚治「デリバティブと税務—わが国及び主要国における取扱い—(上)」国際税務16巻6号17頁（1996年））。
- 2 我が国におけるデリバティブ取引は、主に1985年のプラザ合意以降、活発化した。
- 3 See D. Weisbach, Tax Responses to Financial Contract Innovation, 50 Tax Law Review 492 (1995). 黒澤利武「OECDにおける金融課税をめぐる動き」金子宏編『国際課税の理論と実務』（有斐閣1997）199頁。
- 4 See J. Strnad, Taxing New Financial Products: A Conceptual Framework, 46 Stanford Law Review pp. 569- (1995). ローゼンブルーム／宮崎裕子訳「金融派生商品の国際課税問題—米国の視点—」国際税務16巻1号30頁（1996年）。
- 5 See, G. May, The U.S. Taxation of Derivative Contracts, Tax Notes, Sep. 25, p. 1619 (1995)
- 6 中里実「金融革命の進行と租税法」『租税法研究』第24号（有斐閣1996）17-8頁。
- 7 ヘッジのもとの意味は、「垣根・生け垣」のことであり、境界線や防御策を表す言葉であった。そこから、投機活動に対する損失を防ぐという意味へと派生していった。
- 8 渡邊・森前掲論文、17頁。
- 9 例えば、内田貴「契約の再生」（弘文堂1990）、大村敦志「典型契約と性質決定」（有斐閣1997）。
- 10 山田誠一「『複合契約取引』についての覚書（1～2）」NBL485～486、中田博康「継続的売買の解消（6）」『法学協会雑誌第109巻第1号』2頁他。
- 11 金子宏『租税法（第6版補正版）』114頁。（弘文堂1998）
- 12 H. Bierman, et. al. 著、白鳥庄之助他訳「ヘッジ会計（増補版）」（中央経済社1997）9頁。
- 13 具体的には、ヘッジ対象とは原資産／負債、ヘッジ手段は先物・先渡し・オプションといった取引を指す。
- 14 Reg. 1. 1221-2
- 15 本稿第3章を参照。
- 16 渡邊・森、前掲論文17頁、他。
- 17 高橋誠・新井富雄「デリバティブ入門」（日本経済新聞社1996）110頁。
- 18 日本経済新聞社編「株式オプション取引入門」（日本経済新聞社 1989）137頁。
- 19 高橋他、前掲書。109～110頁。
- 20 〃 108～109頁。
- 21 日経、前掲書。150頁。および新井・高橋、前掲書110頁以下。
- 22 新井・高橋、前掲書111頁。
- 23 業法毎に異なるとしてもである。このような見解をとるものとして、「金融法研究第14号5頁（1997）

- における神田発言。
- 24 渡邊・森, 前掲論文21頁。
- 25 その背景としては, アメリカの租税法上, 長期(1年超)と短期(1年未満)のキャピタル・ゲインに対する税率が異なる(長期の方が短期より税率が低い)という状況があった。
- 26 See. E. Kleinbard, *Equity Derivative Products: Financial Innovation's Newest Challenge to the Tax System*, 69 *Tax Law Review* 1320 (1991), .
- 27 Kleinbard, *ibid.* .
- 28 1256契約については, 本稿, 第2章第2節参照。
- 29 IRC §1092(a)
- 30 IRC §1092(e)
- 31 *Murphy v. United States*. 93-1 USTC 50, 270. (1993). ここで, 裁判所の挙げた理由というのは, 原告(Murphy: 個人投資家)は, 先物取引からいつでも利益を得ることが出来たはずであり, (損をしたのは) 銀行預金から利息を引き出さなかったのと同じことというものであった。しかし, この判決には批判も多い。
- 32 「空売り」とは, 有価証券を有しないで, その売付けをすることである。
- 33 S. Kolbrenner: *Derivatives Design And Taxation*. 15 *Virginia Tax Review* 247.
- 34 IRC §1233(d).
- 35 IRC §1233(b).
- 36 Whipsawとは, もともとこのぎりで真っ二つに切ることを指す。別の論者は, この状態を「Consistency」および「Symmetry」という表現で区別している。See. R. Shuldiner: *Consistency and the Financial Products*. *Taxes*, Dec. 1992. 781-782 pp.
- 37 IRC §1091
- 38 J. コックス/M. ルービンシュタイン著・仁科一彦監訳「オプション・マーケット」HBJ出版局125頁。
- 39 Kleinbard. *supra. ibid.* 806p.
- 40 ゼロ・クーポン債とは, クーポン(利札)がない債券のことで, クーポンの再投資レートを考慮しなくてよい分, 割引発行される債券のことである。すべての利付債は, 概念的にはゼロ・クーポン債に分解して考えることができる。
- 41 A. Warren.: *Financial Contract Innovation and Income Tax Policy*, 107 *Harvard Law Review* 465 (1993)
- 42 例えばストラドルについては, 1984年改正法によって多くの規定が変更された。過渡期の判例として, *Rivera v. Commissioner*, 89 T.C. 343, 87 TNT 166-9 (1987)は, 1984年以前のストラドル・ルールについて, 株式の先渡し契約の相殺には適用されないとしている。
- 43 アメリカ会計検査院(GAO)によれば, 1990年当時に世界中のデリバティブ取引の想定元本合計残高は, 10兆1720億ドル, 1991年で14兆0280億ドルである。国際決済銀行(BIS)によると, 1998年6月時点での残高は69兆9000億ドルにのぼり, 日本銀行の発表するわが国金融機関のデリバティブ取引残高は, 1998年9月末現在で12兆9000億ドルである。
- 44 カリフォルニア州オレンジ郡の破産(被害総額約20億ドル), イギリスのベアリングス証券の債券先物取引が失敗し(8.5億ポンドの損失)倒産した事例。わが国でも, 昭和シェル石油の為替先物による1663億円の損失や同じく鹿島石油の1525億円の損失などがあげられる。なお, 1998年9月には, アメリカでも有数のヘッジ・ファンドであったLTCMが, 破綻したのも記憶に新しい。
- 45 ヘッジ取引は通常所得の範囲内で行なわれる取引である。
- 46 IRC §1259(c)(1).
- 47 IRC §1259(c).
- 48 IRC §1259(a)(1).
- 49 しかし, 株価が値下がり(depreciation)した時, 還付する訳ではない。その意味で, この条文は非対称なものという批判もあり得よう。もっとも, これはショート・セールのスキームを使って課税逃れをはかる納税者を対象に考えられた規制であることから, 値下がり時の還付まで行なう必要はないという主張も説得力を持つ。筆者は後者の見解を支持する。

- 50 D. Schizer, Hedging under Section 1259, Tax Notes, July 20, 1998 345p.
- 51 Schizer, *ibid.* 347p.なお、本稿では基本的にヘッジ取引を租税回避目的の取引とは同視しない立場をとっている(「ヘッジ善玉説」とでもいうもの)が、Schizerはそのような見解にくみしないようである。
- 52 IRC §1259(e)(3).
- 53 Schizer, *ibid.*
- 54 このようなスワップ契約を、カラー(collar)という。価格の上限と下限を設定しその範囲でリスクを軽減する。
- 55 IRC §1259(e)(3).このことは、特に部分ヘッジに対する課税の難しさを示している。
- 56 IRC §1256(a).
- 57 IRC §1256(e)(2).損失繰延べルールに対する例外。
- 58 IRC §1256(4).
- 59 IRC §1273このOIDルールについては、取引を「分解」という観点から「Bifurcation rule」であるという評価がある。
- 60 Kolbrenner. *supra.* 242, 262p.
- 61 OIDルールは、リンク債に対する課税を考える際にも問題となる。本稿第4章。
- 62 Kolbrenner, *ibid.* 212p.
- 63 OIDはあくまで負債商品に対する課税ルールである。
- 64 See. G. May, The U.S. Taxation of Derivative Contracts, 68 Tax Notes 1619, at 1620-1621 (1995)
- 65 The Conference Committee Report on the Revenue Reconciliation Act of 1993で、ヘッジ取引について適切な課税の取り扱いをするよう要請されていたのに対して答えるという形態をとった。
- 66 Temp. reg. sec. 1, 1221-2T(b)
- 67 Prop. reg. sec. 1, 446-4 et. al.
- 68 Prop. Treas. reg. sec. 1, 1221-2(d)(1)(2).
- 69 Arkansas Best v. Commissioner, 485 U.S. 212 (1988).本稿第3章を参照。
- 70 納税者サイドの議論としては、以下のものがある。The Association of the Bar of the City of New York, Committee on Taxation of Corporation, Report on Temporary and Proposed Regulations Relating to Hedging Transactions, Tax Notes, May 23, 1994. F. Hertz, et. al. Taxation of Hedging Transactions: Final and Unanswered Questions, Tax Notes, Sep. 19, 1994.前者は提案規則および暫定規則について、後者は最終規則についてのコメントである。
- 71 TD 8555.
- 72 Treas. Reg. sec. 1. 1221-2(b).
- 73 例えば、市場の変動が激しい場合や「特定の取引」として特に認められるもの等が考えられる。TD8555参照。
- 74 Treas. Reg. sec. 1. 1221-2(e).スケジュールやステートメントが要求されている。
- 75 ただし、例外としてsubstantially contemporaneous identificationが認めらる。これは、例えば特定の商品(inventory)の購入・販売取引であれば、取引が始まってから35日以内に特定すればよいというものである。
- 76 Treas. Reg. sec. 1. 1221-2(e)(4).
- 77 Prop. Treas. Reg. sec. 1. 1221-2(d)
- 78 Hertz, et al. *supra.* 1611p.
- 79 Prop. Treas. Reg. sec. 1. 1221-2(d)(2).
- 80 Kolbrenner, *ibid.* 272p. note 160.
- 81 Treas. reg. sec. 1. 246-5 and 1. 1092(d)-2.なお、本稿では「株式ヘッジ規則」としたが、原語では、“SSRP regulations”となっている。
- 82 B Ferguson, et. al. The Latest Stock Hedging Regulations., Tax Notes, June 26, 1995.
- 83 Ferguson, *ibid. supra.* 1795p.このとき、プロパティ自体はSSRPにはならない。
- 84 Ferguson, *supra.* 1798p
- 85 Ferguson, *supra.* 1797p.
- 86 Treas. Reg. sec. 1246-5(c)(1).
- 87 ちなみに、「株式ヘッジ規則」では、この他「実質的に重複する」という要件を用いて、株式のポートフォリオについては、そのポジションに反映された株式が実質的に重複する場合のみ、SSRPと認めて

いる。

88 FNMA v CIR.本稿第3章。

89 Corn Products Refining Co. v. Commissioner,
350 U.S. 46, 76 S. Ct. 20, 100 L. Ed. 29 (1955)

90 この39年法は後に改正されているが、キャピタル・アセットに関しては、1954年法の規定は39年法の117条(a)(1)の内容と実質的には変わっていない。
U.S. Tax Cases-Cited 55-2 USTC. 56,061

91 「ブッシェル」とは穀物の計量単位のこと、とうもろこし1ブッシェルが500ポンドである。

92 Ruling of General Counsel Memorandum
17322, XV-2 Cum. Bull. 151 [1936 CCH]

93 価格の下落に歯止めをかけるものではない。

94 See. Hort v. Commissioner, 313 U.S. 28,31;
Kieselbach v. commissioner, 317 U.S. 399, 403.

95 348 U.S. 911.

96 108 Supreme Court Reporter 971 (1988),

97 I.R.C. s 1211(a)「キャピタル・ロス・リミテーション」:キャピタル・ロスの控除は、キャピタル・ゲインの範囲内でのみ認められるとする規定である。

98 講学上「ビジネス目的テスト (business purpose test)」と称する。

99 800 F. 2d. 215 (1986)

100 480 U.S. 930, 107 S. Ct. 1564, 94 L. Ed. 2d.
757

101 108 Supreme Court Reporter 972-977pp.

102 108 Supreme Court Reporter 973p.

103 108 Supreme Court Reporter 977p.

104 「ビジネス目的テスト」と「関連性テスト」の対立である。

105 100 TC 541. 90 T.C. 405 (1988), affd. 896 F.
2d 580 (D.C. Cir. 1990)

106 FNMAは、the National Housing Actによって組織され本部はワシントンD.C.にある。

107 100 US Tax Court Reports 568p.

108 100 United States Tax Court Reports 541p.

109 紙幅の都合上省略する。

110 100 US Tax Courts 551p.

111 1984年度の社債発行額21兆3240億ドルに対し3

兆5560億ドルがヘッジ(16.7%),1985年度の社債発行額230億5900万ドルに対し20億ドルがヘッジ(8.5%)された。

112 100 U. S. Tax Courts, *supra*. 555p.

113 損失の内訳は、1984年に先物取引による\$15,362,283,1985年の先物取引の売却による\$174,029,1984年の財務省証券のショート・セールと社債の発行を相殺した結果の\$6,387,536,1985年の同様の\$51,216,251,翌年のショート・セールによる\$1,713,121(しかし、最後の分については年度が違うため控除は認められなかった。),およびプット・オプションによる\$9,995,496である。

114 Fulton Bag & Cotton Mills v. Commissioner,
22 T.C. 1044, 1052 (1954), Muldrow v. Commissioner,
38 T.C. 907, 913 (1962).

115 100 US Tax Court Reports 567p.

116 Modesto Dry Yard, Inc. v. Commissioner, 14
T.C. 374 (1950), etc.

117 Azar Nut Co. v. Commissioner, 94 T.C. 455
(1990), affd. 931 F. 2d 314 (5th Cir. 1991), Dial
v. Commissioner, 968 F. 2d 898 (9th Cir. 1992),
affg. T.C. Memo. 1990-9, etc.

118 100 US Tax Court Reports 574-575pp.

119 「コーン・プロダクツ原則」のヘッジ取引は、ヘッジ対象と同種の資産でなければならないという要件。

120 「コーン・プロダクツ原則」が修正されている。

121 100 US Tax Court Reports 576p.

122 Burbank Liquidating Corp. v. Commissioner,
39 T.C. 999, 1998 (1963)

123 しかし、この見解に関しては批判も多い。「コーン・プロダクツ原則」では、ヘッジ対象とヘッジ手段は同種のプロパティーないし商品でなければならないからである。

124 「ストリップス債」とは、利息支払いのためにクーポン(利札)のついている債券のうち、元本と利息部分を分離して独自に流通させるものをいう。

125 See. D. Hariton, The Taxation of Complex
Financial Instruments, 43 Tax Law Review 731
(1988); Kleinbard, *ibid*.

- 126 N. Cunningham & D. Schenk, Taxation Without Realization: A "Revolutionary" Approach to Ownership. 47 Tax Law Review 725 (1992); Shuldner, A General Approach to the Taxation of Financial Instruments, 71 Tex. Law Review 243 (1992)
- 127 Strnad, *ibid.* p 569 (1994).
- 128 中里実「金融革命の進行と租税法」『租税法研究24号』(有斐閣1996年) 17頁, 同「金融取引関係の課税ルールのある方一望ましいデリバティブ通達とは」税研第80号49頁 (財団法人日本税務研究センター1998), 同「金融取引と課税」(有斐閣1998年) 503頁。
- 129 Alvin Warren Jr.: *supra.* p460.抄訳として, 水野忠恒「デリバティブの課税問題」(第46回租税大会記録) 96頁 (1995年)。
- 130 同様の見解をとるものとして, Kolbrenner, *ibid.* 228-231pp.
- 131 「エクスポージャー (exposure)」とは, リスクそのものではないが何らかのリスクに曝されている状態をいう。
- 132 wait & see approachとは, 1986年度の暫定規則で採用された方法で, 正確には, 確定+未確定の債務の結合が, 発行価格を超えるまで課税を遅らせるという方法であった。See. Kolbrenner, *ibid.* 255 p.
- 133 このような表現はやや特殊である。「実現主義」と「時価主義」に対応する。
- 134 新井・高橋, 前掲書162頁。
- 135 たとえば, 定期預金の一部も, 内包オプションの機能を有する。
- 136 Warren. *ibid.* *supra.* P. 483 note. 91.
- 137 1991年にオーストリア国債の起債をめぐる問題となった。
- 138 当時は, 1986年の提案規則が適用されていた。未確定債務の課税方法については, Kolbrenner, *ibid.* *supra.* 255-58pp.
- 139 Warren, *ibid.* *supra.* p. 484
- 140 Prop. Tres. Reg. §1. 1275-4(g) (1), 56 Fed. Reg. 8308, 8310(1991)この方法は, バイファケー
- ション・メソッドとも呼ばれた。
- 141 納税者からみて選択の幅が広がったことから, チャイニーズ・メニュー・メソッドと名づけられた。
- 142 Warren. *ibid.* 485p.これらの規則は, 1993年1月25日付で公布 (publish) されるはずだったが, クリントン政権 (当時) が, 政治的理由から葬ってしまった。その後の展開, 特に1994年規則に関しては, 本稿第2章参照。
- 143 Warren, *ibid.* 486p.
- 144 D. Weisbach, Tax Responses to Financial Contract Innovation, 50 Tax Law Review 491 (1995)
- 145 Warren. *ibid.* *supra.* p. 492, Weisbach, *ibid.* *supra.* p.492
- 146 代表的な論者が, Strnadである。
- 147 Weisbach, *ibid.* *supra.* p. 493
- 148 Weisbach, *Id.* p. 494.
- 149 Weisbach, *Id.* p. 496
- 150 Weisbach. *Id.* p. 499.スワップについては, キャッシュ・フロー・ヘッジの議論で改めて取り上げる。
- 151 しかし, このような「みなし課税」ができるという理論と, 実際にそうしてもよいという議論は全く別のものである。
- 152 Weisbach, *Id.* p 500.
- 153 設例の場合, 最初のLIBORの支払いは80ドルにすぎないが, 翌年以降の4回は90ドルになる。
- 154 Weisbach, *Id.* 502p.
- 155 Weisbach, *Id.* 505-507pp.
- 156 Weisbach, *Id.* 503p.
- 157 例として, 「プット・コール・パリティ」が挙げられている。
- 158 ショート・セールである。
- 159 ポートフォリオ理論で用いられる投資戦略の一つで, 投資先等を多様化・分散させてリスクを抑えようとする考え方。
- 160 本章第2節の議論。
- 161 Weisbach *ibid.*
- 162 このようなことは, スワップの分解の仕方を考え

- れば容易に理解できる。
- 163 Weisbach, Id. 522p.この点は、むしろ「合成」の議論で主張すべき点であるようにも思われる。
- 164 Weisbach, Id. 526p.
- 165 IRC Sec. 988(d)
- 166 この点をWeisbach教授は「根本的な単位の欠如」と指摘している。Weisbach, Id. 529p.
- 167 Weisbach, Id. 534p.株式ヘッジについては、本稿第2章の議論。
- 168 Weisbach, Id. 537p.
- 169 Weisbach, Id. 538p.本稿第2章参照。
- 170 白鳥他, 前掲書。282頁。
- 171 「予定ヘッジ (anticipated hedge)」とは、予定取引をヘッジ対象とするヘッジを指す。
- 172 この問題に関しては、アメリカで争いがあった。
- 173 FASB基準書第52号では予定取引のヘッジについて認めていないが、同80号はこれを認めた。
- 174 単なる「予測取引」は認めない。
- 175 Reg. 1221-2T
- 176 FASB基準書第52号。
- 177 これは「(狭義の) マクロ・ヘッジ」の定義でもある。
- 178 Prop. reg. 1. 1221-2(c)
- 179 Tem. reg. 1, 221-2T.
- 180 本稿第3章参照。
- 181 白鳥他, 前掲書。285頁。
- 182 白鳥他, 前掲書。
- 183 白鳥他, 前掲書。278頁。
- 184 「オプションの理論価格はオプションの売り手の製造コスト」といわれる所以である。
- 185 例えば、「ミックス・ストラドル勘定」のような項目であろう。
- 186 FAS. No. 133, Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities (June 1998)
- 187 See. SFAS Task Force Draft, Accounting for Derivative Instruments and for Hedging Activities, (Dec. 9. 1997), Appendix A.
- 188 See. FASB基準書第133号第4号
- 189 その代表的な見解が、国際会計基準草案E48である。
- 190 スワップに関しては、事実上up-front paymentに対する課税が考慮されるのみである。
- 191 税制調査会金融課税小委員会「金融システム改革と金融関係税制—金融課税小委員会中間報告—」(平成9年12月) むしろ、金融所得のような「足の速い所得」に関しては課税を放棄するという考え方も紹介されている。
- 192 もちろん、その前に通達を法律と同レベルで扱ってもよいのかという議論はある。金子宏「租税法(第6版補正版)」107頁。本稿では、基本的に肯定説にたって議論を進める。
- 193 注目すべきは「債務保証等類似デリバティブ取引」についても別に規定を設けている点である。これはデフォルト・スワップのようなクレジット・デリバティブを指す。
- 194 裁決事例集45号171頁。増井良啓「オプション料の損金算入時期」『ジュリスト』1,063号135頁(1995)。
- 195 デリバティブ通達5-1~5, 5-7
- 196 デリバティブ通達7-1 (注) 1
- 197 デリバティブ通達7-3