

流通市場の発展を意識した社債の課税ルール

長 戸 貴 之¹⁾

I. はじめに

本稿は、社債の課税ルールについて、将来的な流通市場の発展を意識しつつ租税政策の観点から考察するものである。現時点においては、債券の流通市場において中心的に取引されるのは、国債をはじめとする公債であるが、将来的な日本の社債市場発展の可能性を視野に入れて、現行法について評価しておくことには一定の意義があろう。

社債の流通市場が発展した場合の課税ルールを考えるにあたって、重要な考慮要素となるのは、第1に、実現主義との関係である。流通市場の発展は、納税者が実現主義の下で有する、所得実現のタイミングに関する選択権 (timing option) の価値を増大させることになるから、実現主義の弊害にいかに対応するかが問題となる。第2に、社債発行者の信用力や市場金利の変動に伴う社債の価格変動について、流通市場の発展による価格形成が、課税上どのように影響するかを考える必要がある。本稿は以上の点に特に着目して現行法を評価する。

本稿の構成は以下の通りである。まず、日本における社債市場の現況を確認した上で、現行法に至るまでの社債に関する課税の在り方を整理する(Ⅱ)。次に、日本に比して社債市場が発展しているアメリカにおいて展開された、

1) 本稿は、日本証券業協会の客員研究員としての研究成果の一部である。また、客員研究員会合においては、参加者各位から有益な助言を賜った。厚く御礼申し上げる。

債券の課税ルールに関する理論的枠組みを俯瞰する(Ⅲ)。その上で、日本法への含意を得る(Ⅳ)。なお、本稿は2016年12月末時点の情報に基づく。

Ⅱ. 日本における社債市場の現況と社債に関する課税ルール

1. 社債市場の現況

まず、日本の社債市場の現況を簡単に確認する。

日本においては、社債市場はそれほど成熟していない。日本証券業協会の統計資料によれば、2015年度における公社債発行額は約199.4兆円であり、その内訳は、国債が約173.7兆円(約87%)を占め、社債の発行額は、普通社債でも6.9兆円(約3.4%)に過ぎない²⁾。そして、発行される社債の大半はA格以上であり、BB格以下の高利回り債(いわゆるハイ・イールド債)の発行市場は見られない状態である³⁾。そのような現況の背景には、もともとの社債受託制度や適債基準をはじめとする公的規制があったこと⁴⁾や、社債への投資家層が銀行・生命保険に偏っており、その他の国内機関投資家や海外投資家からの資金の流入が少ないという事情⁵⁾の存在が指摘されている。このような状況は、社債市場が成熟しているといわれるアメリカとは対照的である。アメリカでは、もともと、歴史的な経緯により銀行融資に比べ社債による資金調達割合が相対的に高く⁶⁾、現在では普通社債の発行規模は1兆ドル

2) 日本証券業協会「公社債発行額・償還額(2016年10月分更新)」(<http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/hakkou/>, 2016年12月28日最終閲覧)。リーマン・ショック後に発行額の増加傾向を示し、10兆円規模に達したが、近年では減少傾向にある(日本証券経済研究所編『図説 日本の証券市場(2016年版)』68頁(2016)[松尾順介])。

3) 日本証券経済研究所編・前掲注2)72頁。古くは、岡東務「日本の低格付社債市場発展の条件」岡東務=松尾順介共編著『現代社債市場分析——新たなアプローチ——』69頁(シグマベイスキャピタル, 2003)。

4) 松尾順介『日本の社債市場』第1章第2章(東洋経済新報社, 2003)。

5) 太田珠美「わが国社債市場の位置づけと活性化策(1)」大和総研調査季報20号26頁, 36-39頁(2015)。

6) See Mark J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance* 54-59 (1994) [マーク・ロー(北條裕雄=松尾順介監訳)『アメリカの企業統治——なぜ経営者は強くなったか——』67-74頁(東洋経済新報社, 1996)](アメリカでは銀行への規制が強かった歴史的背景を説明)。

を超える水準になっている⁷⁾。また、1983年からハイ・イールド債市場が急成長し、1980年代後半には公募市場の20%以上を占めるようになり、その後、市場動向に左右され波はあるものの、金融危機が一段落した現在においては20%前後の水準となっている⁸⁾。

日本の公社債の流通市場では、売買高自体は1京円を超えたが、その90%超を占めるのは国債の売買である⁹⁾。社債の売買高は近年では30-40兆円規模にとどまり、社債の流通市場の活性化が課題¹⁰⁾とされて久しい¹¹⁾。社債の流通市場が成熟していない背景には、企業の長期資金需要が低かったり、伝統的に銀行借入が主で、そもそもの社債発行額が少なかったりという事情のほか、社債の流通量が少なく価格の透明性に問題がある点や、社債のレポ市場が未発達である点などが挙げられている¹²⁾。結果的に、社債を保有するのは銀行・生命保険をはじめとする機関投資家が中心であり、投資適格の社債を償還期まで保有する戦略（バイ・アンド・ホールド戦略）が基本となっているといわれる。これに対し、もともと社債の発行額自体は大きかったアメリカでは、ハイ・イールド債についても1980年代にその流通市場が大きく発展

7) 参照、日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場 2016年版』63頁（2016）[松尾順介]。

8) 参照、日本証券経済研究所編・前掲注7)64-65頁。

9) 参照、日本証券経済研究所編・前掲注2)80-81頁。

10) より巨視的には、銀行融資への過度な偏りが望ましくない可能性がある。バブル崩壊後の不況については、資本市場が未発達であって家計にとって銀行預金以外の運用先が乏しい点が過度の銀行救済へとつながったとして、銀行の役割を相対化すべきだとの提言があった。See Merton H. Miller, *Financial Markets and Economic Growth*, 11 J. Appl. Corp. Fin. 8 (1998).

11) 2009年から、日本証券業協会に「社債市場の活性化に関する懇談会及び関連するワーキング・グループ」(http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/)が設置され、継続的な議論がなされている。

最近の動きとしては、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行の促進及び投資家の裾野拡大に向けた環境整備を行っていく方向性として、報告書「社債権者補佐人制度に係る社債要項及び業務委託契約について」（平成28年8月24日）が公表されている。同制度に関し、参照、松本昌男「社債権者保護の充実に向けた取組み——社債権者補佐人制度に係る社債要項および業務委託契約について——」商事2112号12頁（2016）；神作裕之「社債管理者非設置債における社債の管理（上・下）」曹時68巻8号1913頁，同68巻9号2141頁（2016）。

12) 参照、日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会「社債市場の活性化に向けて」3頁（平成22年6月22日）。ほかに参照、岩井宣章「わが国債券流通市場構造の近時の特徴を探る」証券経済研究89号57頁（2015）（社債については債券ディーラー同士の売買によるマーケットメイク機能の発揮が必要であるとする）；翁百合ほか「パネルディスカッション 日本の社債市場の展望」金融財政事情67巻34号10頁，13-15頁（2016）。

した点に特徴がある¹³⁾。

上記のような日本における社債市場の現況を前提とすれば、本稿における、流通市場の発展を意識した社債の課税ルールの検討は、将来的な流通市場の発展に備えた¹⁴⁾ 準備的検討と位置づけるのが適切である。なお、本稿では、社債市場の発展のために課税上のような(優遇)措置を採るべきか¹⁵⁾ といった点については論じない。また、そもそも利子への課税を行うべきか否かの議論¹⁶⁾ は行わず、資本所得に対して一定の課税を行う租税政策上の立場を前提とする。ただし、税務執行コスト・納税協力コストにも鑑み、包括的所得概念を貫徹すべきとの立場まではとらない。

2. 社債に関する課税ルール

現在に至るまでの社債に関する課税ルールは次のようにまとめられる。ここでは、特に、将来的な社債の流通市場の発展を見据え、高利回りの割引債を念頭に置く。

(1) 源泉徴収制度の問題

平成25年度税制改正前には、割引債の償還差益部分について、発行時に、(発行価格に上乗せしての)一括前払いによる源泉徴収課税を行っていた(租税特別措置法(以下、「措法」という。)(平成25年法律第5号による改正前のもの)41条の12)。このような取扱いに対しては、発行時には未だ期間が経過しておらず、経済的には利子が発生していないにもかかわらず、早い段階で

13) Robert A. Taggart, Jr., *The Growth of the "Junk" Bond Market and Its Role in Financing Takeovers, in Mergers and Acquisitions* 5, 8-11 (Alan J. Auerbach ed., 1988).

14) ただし、不良債権処理の一環として、不良債権の売買(バルク・セール)が観察されるようになった。

15) 社債市場の発展のための税制上の優遇措置に位置づけられるものの1つとして、平成22年度税制改正で、非居住者又は外国法人への社債利子及び償還差益の非課税措置が実施されたことが挙げられる。参照、『平成22年度 税制改正の解説』522頁(2010)。同改正をはじめとする外国投資家への源泉地国課税の空洞化の経緯につき、参照、増井良啓「4号所得の空洞化」トラスト60『金融取引と課税(2)』21頁(2012)。

16) この点につき、参照、藤谷武史「所得税の理論的根拠の再検討」金子宏編『租税法の基本問題』272頁(有斐閣, 2007)。

債券保有者に課税が生じることへの批判があった¹⁷⁾。

このような批判もあり、平成25年法律第5号によって、平成28年1月1日以後に企業の発行する割引債への発行時の源泉徴収課税は廃止された（措法41条の12第7項3号）。そして、個人投資家については、平成25年度税制改正において金融所得課税の一体化が一步推し進められたこと¹⁸⁾に合わせて、償還時に償還金額を公社債の譲渡による収入金額として課税することとされた（措法37条の10第3項7号、37条の11第3項）¹⁹⁾。そして、普通法人を除く一定の内国法人や外国法人については、償還時に源泉徴収課税が行われることになった（措法41条の12の2）。他方、普通法人については、後述するように、毎事業年度末に保有している割引債の評価益に対して法人税が課税されているため（法人税法（以下、「法税」という。）61条の3、法人税法施行令（以下、「法令」という。）139条の2）、所得税の源泉徴収課税は行われない²⁰⁾。

(2) 発行者の課税関係

発行者側では、プレミアム発行やディスカウント発行をした場合の、社債の償還価格と発行価格との差額の取扱いが問題になる。この点について、平成19年度税制改正前には、ディスカウント発行の場合、社債発行差金として繰延資産に計上し、任意償却の処理とされていた²¹⁾。他方、プレミアム発行、すなわち、発行価格がその償還価格を超える場合には、その社債発行差益（

17) 西村総合法律事務所編『ファイナンス法大全（下）』741-742頁（商事法務、2003）〔太田洋＝錦織康高＝伊藤剛志〕；木村弘之亮「消費型所得概念説からみた割引債にかかる上乗せ源泉課税制度の当否」ジュリ1356号214頁（2008）。なお、個人投資家については、源泉徴収税額分につき、償還時に法人税からの税額控除が認められていた（措法（平成25年法律第5号による改正前のもの）41条の12第4項）。

18) 個人に関して、市場性のある公社債について譲渡損益が課税の対象となり（措法37条の11）、上場株式等に係る譲渡所得等については他の金融商品から生じる所得との損益通算（3年間の縦通算も含む）が認められるようになった（措法37条の12の2第1項・第5項）。参照、佐藤英明「所得税の改正と今後の改革の方向性」ジュリ1455号35頁、38-40頁（2013）。

19) 『平成25年度 税制改正の解説』150-151頁（2013）。

20) 同上152頁。

21) 商法上、月数按分の均等額以上の償却が要請され、法人税法上は、繰延資産は任意償却だが、償還期間にわたる月数按分の均等償却が要請されていた。

レミアム) について、発行事業年度から償還事業年度にかけて月数按分による均等額で益金算入することとされていた(平成19年度税制改正前の法令136条の2)。しかし、平成19年度税制改正において、企業会計の処理と平仄を合わせる形で整理され、社債発行差金は繰延資産には計上せず、負債から直接控除(差益の場合には負債に加算)し、収入額と債務額との差額を每期益金又は損金に算入することとされた²²⁾。ただし、ここでの社債の償還差損益に係る計上の方法は、定額法のみであり(法令136条の2第1項)、企業会計においては認められている利息法は認められていない。これは、次に述べる債権者側の取扱いである償還有価証券の調整差益又は調整差損の益金又は損金算入制度(法令139条の2)と平仄を合わせるものだと説明される²³⁾。

(3) 法人投資家の課税関係

ここでは、社債への投資家側の課税関係を確認する。特に、社債への投資は機関投資家をはじめとする法人が中心的であると考えられることから、法人投資家を念頭に置く。

法人税法及び同施行令は、社債をはじめとする有価証券の保有目的が売買目的か否かにより、異なる課税上の取扱いを定めている。

ア 売買目的有価証券

平成12年度税制改正以降、法人税法及び同施行令上、「売買目的有価証券」(法税61条の3第1項1号括弧書、法令119条の12)²⁴⁾に当たる場合、時価主義に基づく課税方法(いわゆる洗替方式)が広く導入されることとなった。すなわち、事業年度終了時に、保有する売買目的有価証券に係る評価損益を損金及び益金に計上し(法税61条の3第2項)、翌事業年度において益金及び損金

22) 『平成19年度 税制改正の解説』355-356頁(2007)。

23) 同上358-359頁。

24) 大まかには、短期的な価格の変動を利用して利益を得る目的で行う取引に専ら従事する者(参照、法人税基本通達(以下、「法基通」という。)2-3-26)が短期的売買目的でその取得の取引を行ったもの及びその取得の日において短期売買目的で取得したものである旨を帳簿書類に記載したものの(参照、法基通2-3-27)、と整理できる。

に計上する（法税61条の3第4項，法令119条の15）。

売買目的有価証券の時価評価金額については、有価証券の区分ごとに異なる。売買目的有価証券については時価主義課税が行われていると整理されるのが一般的である。現に、取引所売買有価証券（法令119条の13第1号）、店頭売買有価証券及び取扱有価証券（法令119条の13第2号）、その他価格公表有価証券（法令119条の13第3号）については事業年度終了の日における金融商品取引所や認可協会などから公表されている最終の売買の価格（それが無い場合には同日における最終の気配相場の価格。いずれもない場合は、同日前の最終の売買の価格又は最終の気配相場の価格が公表された日で当該事業年度終了の日にもっと近い日におけるその最終の売買の価格又はその最終の気配相場の価格）を基準としている²⁵⁾。他方、一応は売買目的有価証券と整理されているものの、法人税法施行令119条の13第1-3号に掲げる有価証券以外の有価証券（法令119条の13第4号）については、償還期限及び償還金額の定めのある有価証券については、売買目的外有価証券と同様に償却原価法を用いて帳簿価額を調整した金額その他その有価証券の時価として合理的な方法により計算された金額²⁶⁾（なお、法基通2-3-33）を用いることとされ（法令119条の13第4号イ）、それ以外の有価証券については事業年度終了の時における帳簿価額（同ロ）を用いることとされている。このような規定ぶりを見ると、償却原価法や事業年度終了の時における帳簿価額を用いる場合などは、必ずしも厳密に時価主義課税が貫徹されているわけではないと理解することもできよう。

現在、社債については、一部の新株予約権付社債を除き上場しているものではなく、店頭取引が中心であるから、売買目的有価証券に該当する社債については、基本的にその他価格公表有価証券に当たると解されるだろう²⁷⁾。し

25) 法令119条の13第3号についての「公表する価格」の意義につき、参照、法基通2-3-32。

26) なお、日本証券業協会では、「金融商品会計に関する会計実務指針」を受けて、「証券会社における時価情報の提供において留意すべき事項について（ガイドライン）」（平成12年8月、平成19年2月2日改正、施行）を定めており、これに基づいて提供された時価情報を用いている可能性もある。

27) なお、法人税法施行令119条の13第2号について、現在、店頭売買有価証券市場は開設されてい

たがって、時価主義課税の実施が適正になされるためには公表される価格の精度が重要になってこよう。

イ 売買目的外有価証券

売買目的有価証券に当たらない有価証券（売買目的外有価証券）から、償還期限に償還されないと見込まれる新株予約権付社債その他これに準ずるものを除いた「償還有価証券」については、每期原価法によって帳簿価格を調整した上で（法税61条の3第1項2号，法令119条の14），調整差益又は調整差損は当該事業年度において益金又は損金に算入される（法令139条の2）。ここでの調整差損益は定額法によって計算される（法基通2-1-32(1)）。

(4) 評価

以上からは、日本法における社債の課税ルールは、売買目的有価証券（厳密には法令119条の13第4号イの償却原価法によるもの及び同号ロに当たるものを除く。）かそれ以外かで、時価主義課税が行われるか、償却原価法（そのうち定額法）や事業年度終了の時における帳簿価額に基づいて課税されるかが異なるものと理解できる。そこで次に、社債の流通市場が発展しているアメリカにおける議論をみていくことにする。

Ⅲ. アメリカにおける議論

1. 資本所得への課税方法

(1) 評価枠組み

社債に関する課税ルールを構想するにあたって、いかなる評価枠組みを採用するかを明らかにしておく必要がある。この点について素朴に考えれば、

ないため店頭売買有価証券は存在せず、また、取扱有価証券はグリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄を指す（神田秀樹ほか編著『金融商品取引法コメンタール——定義・開示制度』203頁，207-209頁（商事法務，2016））と理解されている。

現行法が志向しているのは、個人所得税においては包括的所得概念、法人税においては純資産増加説であるといわれることから、それを達成することのできる課税ルールが望ましいと考えることもできよう。しかし、租税政策において厚生経済学による分析枠組みが浸透してきていることや、現に存在する課税ルールも包括的所得概念や純資産増加説からは乖離している側面があることに鑑みると、包括的所得概念や純資産増加説を一応のベースラインとすることを志向しつつも、それに過度に固執する必要もないといえる。

そこで、アメリカにおける議論を参照しつつ、厚生経済学的な発想に基づく評価枠組みとしては、次のような思考に依拠することが考えられる²⁸⁾。すなわち、現実に存在する所得課税制度は、包括的所得概念や純資産増加説を志向しつつも、実現主義による妥協を図っている。そこで、このような現状からの漸進的な改善方法を考える。ある制度変更がなされると、納税者は、新たに課税が生じることにより、その課税を逃れるために行動を変化させる。そして、そのような行動の変化はそれにかかる限界費用が、限界的な税負担減少額と均衡するまで生じると考えられる。この行動の変化により厚生損失が生じる。したがって、課税の対象とする所得を、弾力性の低いもの、すなわち、納税者の行動の変化によっては容易に回避することの難しい範囲に設定することで、効率的に税収調達を図ることができる。他方で、たとえば、課税の対象を弾力性の低いものにしたとしても、必ずしも最小の限界税収調達費用が達成されるわけではない。なぜなら、税務執行コスト・納税協力コストが増加する可能性があるからである。したがって、ある制度変更の評価にあたっては、制度変更（課税の対象の拡大）による所得の弾力性の変化によって増加する税収が、それに伴い生じる限界的な費用増加を上回る場合に望ましい変更であると評価することができる。ただし、定量的な検証は困難であることから、本稿で行うのは以上の評価枠組みに基づく定性的な評価にとどまる。

28) See Deborah H. Schenk, *An Efficiency Approach to Reforming a Realization-Based Tax*, 57 Tax L. Rev. 504-519 (2004).

(2) ありうる課税方法の類型

アメリカにおける社債に関する課税ルールをみていくにあたっては、資本所得への課税方法という枠組みの中に位置づけてみていくのが適切である。資本所得に対して、実現主義に起因する課税繰延の弊害²⁹⁾を小さくするための方法としては、大きく3種類にまとめられる³⁰⁾。それらは、①期待価値課税(anticipatory taxation, or expected value approach)、②時価主義課税(mark-to-market taxation)、③遡及課税(retroactive taxation)である。これらは、特にリスクへの課税が本質的に問題となるデリバティブへの課税方法を考える上で議論されることが多いが、資本所得一般にもあてはまる³¹⁾。

①期待価値課税は、ある投資や金融商品からの事前の期待収益に基づき課税するものである。この場合、当該投資や金融商品が有する最終的な支払額の不確定性(contingency)がなくなる前の段階で課税が発生する。内国歳入法典においては、OIDルールという形で規定されている(内国歳入法典1272-1275条)。この方法による場合、課税はあくまで事前(ex-ante)に予測される収益³²⁾に基づき行われるため、事後的(ex-post)な観点から実際に発生した所得に課税するわけではない点で、実際に発生した所得に課税していく包括的所得概念や純資産増加説とはずれが生じうる。

29) 昨今のような低金利下において、課税繰延の弊害を問題視することには実践的な意義を見出しにくいとの見解があるかもしれない(e.g., Yair Listokin, *How to Think About Income Tax When Interest Rates Are Zero*, 151 Tax Notes 959 (2016))が、課税繰延を国家から納税者への無利息貸付けと見た場合、問題となるのは、(リスクへの課税が完全に打ち消されるという前提をとらないのであれば)政府の借入金利ではなく、債務者たる納税者の(信用力に応じて変動する)借入金利である(Thomas J. Brennan & Alvin C. Warren Jr, *Realization and Lock-In When Interest Rates Are Low*, 151 Tax Notes 1151 (2016))から、検討の重要性は失われない。特に日本において、ハイ・イールド債の発行を見据えるのであれば、検討しておく必要があるといえるだろう。

30) See Alex Raskolnikov, *Reforming Derivative Taxation*, 13 Corp. Bus. Tax'n Monthly 31, 34-35 (2012). より詳細な分類として, see Alvin C. Warren Jr, *US Income Taxation of New Financial Products*, 88 J. Pub. Econ. 899, 913-920 (2004); Schenk, *supra* note28, at 520-547; 神山弘行「租税法における年度帰属の理論と法的構造(五・完)」法協129巻3号587頁(2012).

31) Raskolnikov, *supra* note30, at 34.

32) 期待価値課税に分類される他の種類の提案として、無リスク金利での所得の帰属を観念して課税する方法もある。See Noël B. Cunningham & Deborah H. Schenk, *Taxation without Realization: A "Revolutionary" Approach to Ownership*, 47 Tax L. Rev. 725 (1992).

②時価主義課税は、各課税年度末に保有する投資や金融商品の含み損益を認識して課税する方法である。対象となる資産やポジションの当該課税年度における価格変動を反映して課税するため、包括的所得概念や純資産増加説に忠実に課税を行うことができる。

③遡及課税は、不確定性のある投資の結果が明らかになった後に、事後的に遡及して収益を過去の課税年度に割り振る方法である³³⁾。

以下では、社債の流通市場の発展との関係で社債の課税関係を考えるという本稿の目的との関係で、実定法に手掛かりのある①②に特に着目して検討することにする。

2. 期待価値課税

(1) OIDルール³⁴⁾

1969年に内国歳入法典1232条の改正という形でOID(original issue discount)ルールが導入された³⁵⁾。それ以前は、割引債について、現金主義をとる債券保有者において、償還時や譲渡時までは一切総所得に計上されない取扱いだっただけで、これが、1969年改正により、現実の利払いがなくても毎年一定割合で通常所得として課税されるようになり、発生主義をとる発行者の下では每期、定額基準(straight-line basis)での利子控除が認められていたこととの関係でマッチングをするものとなった。OIDルールの運用にあたっては、内国歳入法典上、割引発行時のみなし利子部分であるOIDは、債券の満期約定償還価格(stated redemption price at maturity)と発行価格(issue price)との差額分と規定された。

1969年の導入当初、OIDルールは、単に、発行者側と債券保有者側の課税のタイミングのミスマッチを防ぐための規定にすぎなかった。しかし、当時

33) ただし、遡及課税の中でもAuerbach教授によるものは、実現時に課税するものでありながら、事前の観点から無リスク金利部分にのみ課税するものである(See Raskolnikov, *supra* note30, at 35). 参照, 神山・前掲注30)598-603頁。

34) 長戸貴之『事業再生と課税』199-200頁(東京大学出版会, 2017)。仕組みの詳細は、参照, 橋本慎一朗「OIDルールのデリバティブへの拡張」国家118巻5=6号600頁(2005)。

35) Tax Reform Act of 1969, Pub. L. 91-172, 83 Stat. 487, § 413 (1969)。

のOIDルールの下での発行者側の利子控除は、定額控除を認めていたため、貨幣の時間的価値を考慮に入れた場合、必ずしも経済的に「適正」な控除を規定するものではなく、過大な控除を認めるものであったことが問題視されるようになった。そのため、1982年租税衡平と財政責任法(Tax Equity and Fiscal Responsibility Act of 1982³⁶⁾、TEFRA)によって、経済的に「適正な」控除をすべく、満期利回り(yield-to-maturity)で、発行者側での控除と、債券保有者側での総所得算入が規定されたのであった。これにより、発行者側と債券保有者側双方において経済的な利子に対する「適正」な課税が目指された。そして、OIDルールは、支払額が不確定な債券への課税にも拡張されている(財務省規則 § 1.1275-4)³⁷⁾。

(2) OIDルールの評価

ア 疑似時価主義課税

OIDルールは、発生主義課税(accrual taxation)を志向するものとして、わが国租税法において貨幣の時間的価値への意識が希薄だった時代に紹介された。ただし、ここではOIDルールが経済的利子への「適正」な課税を試みるものの、あくまでそれが疑似時価主義課税にとどまるものであること³⁸⁾に鑑み、時価主義課税とは別のものとして論じる。具体的には、期待価値課税について既に述べたように、あくまでこの方法が、事前に予測した将来の期待収益について、満期利回りに基づいて所得を計測する点に起因する。

すなわち、現実には、発行後の市場金利の変動や発行法人の信用力の変動に応じて債券の価格は変動する。しかしながら、OIDは、債券の満期約定償還価格(stated redemption price at maturity)と発行価格(issue price)との差額分として定義されるところ、発行時点において既に支払額が固定したもの

36) Pub. L. 97-248, 96 Stat. 324 (1982).

37) 詳細は、橋本・前掲注34)624頁以下。

38) 詳細は、長戸・前掲注34)207-209頁。中里実「金融取引に関する租税制度の将来についての雑感」公社債月報477号2頁、6-7頁(1996)も、時価主義課税に近づけることを意識してOIDルールを紹介していた。

として扱われており、発行時に予期できなかったこれらの事情を反映できない³⁹⁾。特に、発行後に発行法人の信用力に変動があると、特に不良債権投資(distressed debt investments)の局面では、必ずしも満期約定償還価格の全額が支払われるとは限らない。そのため、この点を踏まえれば、現実には支払われる額が不確定である⁴⁰⁾とみることもできるのではないと思われる。そして、内国歳入法典においては、このような発行後の事情変更起因して生じた市場ディスカウント(market discount)⁴¹⁾について、債券保有者側からすれば、経済的にはOIDと性質が異ならないにもかかわらず、通常所得から低率で課税されるキャピタルゲイン⁴²⁾へと転換されてしまうことを防ぐためのルールとして、1984年から市場ディスカウントルール（内国歳入法典1276-1278条）が導入されている。しかし、市場ディスカウントルールでは、規定の複雑化を防ぐために、あくまで実現のタイミングまで待って、市場ディスカウント部分を通常所得として課税するという取扱いをするにとどまっている⁴³⁾。

- 39) 神山弘行「租税法における年度帰属の理論と法的構造(四)」法協129巻2号331頁、376頁（2012）。なお、論者によっては、これら発行後の事情を反映できないことをもって、このようなOIDルールは真の意味での期待価値課税ではないと評価する(See Gergen, *infra* note46, at 219)。
- 40) See David J. Shakow, *Taxation without Realization: A Proposal for Accrual Taxation*, 134 U. Pa. L. Rev. 1111, 1128-1130 (1986)。なお、債務超過のおそれによって満額での返済がなされない可能性がある場合については、支払額が不確定な場合に適用されるCPDI(contingent payment debt instruments)ルールの適用対象にはならない（財務省規則§1.1275-4(a)(3)）。
- 41) 大要、満期約定償還価格が取得者による購入価額を上回る部分と定義される（内国歳入法典1278条(a)(2)(A)）。
- 42) キャピタルゲインへの低率での課税を正当化するための根拠としては、ロックイン効果を緩和する機能が指摘されている（See Noël B. Cunningham & Deborah H. Schenk, *The Case for a Capital Gains Preference*, 48 Tax L. Rev. 319 (1993)）が、批判は強い(See Daniel N. Shaviro, *Commentary, Uneasiness and Capital Gains*, 48 Tax L. Rev. 393 (1993); Daniel Halperin, *Commentary, A Capital Gains Preference is not EVEN a Second-Best Solution*, 48 Tax L. Rev. 381 (1993))。
- 43) 納税者の選択により発生主義的に課税することは可能である（内国歳入法典1278条(b)）。なお、アメリカでは、金融危機の際、不良債権投資が盛んに行われたが、その際の課税方法について、不良債権投資が株式投資に類するものであるとして、市場ディスカウントルールが適用されることに大きな批判が生じた。See David C. Garlock, *How to Account for Distressed Debt*, 127 Tax Notes 999 (2010)（不良債権の不良度が重い場合には、支払額が不確定な債券に関するCPDIルールの適用対象とすることを提案）；Deborah L. Paul, *The Taxation of Distressed Debt Investments: Taking Stock*, 64 Tax Law. 37, 44-49 (2010); Ethan Yale, *Taxing Market Discount on Distressed Debt*, 32 Va. Tax Rev. 703 (2013)。

さらに、満期利回りが単一になるかは、金利の期間構造に依存する。すなわち、満期到来が遅いほど、発行後の金利変動リスクにさらされることになり、債券保有者はそれに対するリスク・プレミアム分の金利上乗せを要求するためか（流動性選好仮説）、統計的には長期金利は短期金利よりも高い傾向にある。したがって、発行時点において単一利率でみなし利子相当額を決定してしまうOIDルールは、事後的な包括的所得概念に基づく真に経済的に適正な所得を計算することはできないと指摘されている。

イ 戦略的売買への脆弱性

OIDルールは、金銭の時間的価値を考慮した課税を志向するものの、債券保有者の戦略的売買(strategic trading)に対して脆弱である。そして、その脆弱性は、債券の流通市場が発展した場合により顕著になる。すなわち、課税上、実現主義も維持されているために、納税者は所得の実現時期の選択権を有する。すると、発行後、金利上昇により債券価格が調整発行価格(adjusted issue price, 内国歳入法典1272条(a)(4))よりも低くなった場合、売主たる納税者はこれを売却することにより損失を計上することができ、逆に金利低下により高くなった場合には、これを保有し続けることで利益への課税を繰り返すことができる⁴⁴⁾。その結果、発行当初予定されていたOIDへの債券保有者側での課税は回避できてしまう。しかも、OIDルールの下では每期自動

この点につき、アメリカでは、市場ディスカウントが導入された当時は、市場ディスカウントは市場金利の変動により生じるものを中心で、発行者の信用力の変動はそれほど念頭に置かれていなかったが、近年の不良債権投資が盛んになった状況の下では、むしろ債券価格が信用リスクに左右される部分が大いいため、株式投資に近いものとして取り扱うべきであると議論が展開される傾向にある。この点は、もともとハイ・イールド債の発行にみられるように、事前に設定されたOID部分も発行者の財務状況や信用力を反映したリスク・プレミアム分を含めて利率が設定されていたはずであり、市場ディスカウントルールの導入時も信用力の変動に起因する部分も含めて理解していたであろう (Staff of J. Comm. on Tax'n, 98th Cong., General Explanation of the Revenue Provisions of the Deficit Reduction Act of 1984, at 93 (Dec. 31, 1984)) から、そのような峻別が成り立つのか疑問がなくなる。この点は、リスクの高い株式とリスクのない負債という観念を反映したものと理解できようか。

44) David A. Weisbach, *Reconsidering the Accrual of Interest Income*, 78 *Taxes* 36, 42 (2000). 戦略的売買についてより詳しくは、see Jeff Strnad, *The Taxation of Bonds: The Tax Trading Dimension*, 81 *Va. L. Rev.* 47 (1995).

的に発行価格が調整され引き上げられるため、戦略的売買の誘因は大きくなる⁴⁵⁾。

さらに、このような所得の実現時期の選択権の価値は、価格変動のボラティリティが大きければそれに連動して大きくなる傾向にあると分析されている⁴⁶⁾。

ウ 評価

本稿の評価枠組みによれば、ア、イに挙げた事情から、社債について純粋な実現主義から期待価値課税に変更することは以下の場合に望ましいと考えられる。すなわち、債券からのリターンの額が確定的であって、経済的な利子を事前の観点から把握するのが困難でなく、税務執行コスト・納税協力コストが低い場合である。また、取引コストが高いなどの事情で戦略的売買のおそれが生じない場合には、所得の弾力性が低く抑えられる。したがって、この場合には、期待価値課税への変更は、追加的な税収をあげるのに有効な課税方法であるといえる。逆に、債券からのリターンの額に不確定な要素が大きい場合には、事前の収益予想と実際に生じたリターンにずれが生じやすい点で正確性に欠け、また、流通市場が発展していて取引コストが低い場合には戦略的売買に晒される可能性があり、非効率的な課税方法となってしまう可能性がある。

3. 時価主義課税

(1) 時価主義課税の対象

アメリカにおいて、時価主義課税の対象となる範囲は、見方によっては日本よりも限定的である。第1に、内国歳入法典1256条に列挙された1256条契約(section 1256 contract)が時価主義課税の対象となる。そして、この場

45) Weisbach, *supra* note44, at 42.

46) See Mark P. Gergen, *The Effects of Price Volatility and Strategic Trading Under Realization, Expected Return and Retrospective Taxation*, 49 Tax L. Rev. 209, 242 (1994).

合、毎課税年度末に公正市場価値(fair market value)で売却されたものとみなされ、実現したものとみなされる損益は、40%が短期キャピタルゲイン・ロス、60%が長期キャピタルゲイン・ロスとみなされて課税される（内国歳入法典1256条(a)）。1256条契約として挙げられるのは、一定の市場性のある、先物契約、外国通貨契約、非株式オプション、ディーラー株式オプション、ディーラー証券先物契約である（内国歳入法典1256条(b)(1), (g)）。利子スワップ、通貨スワップ、株式スワップ、クレジット・デフォルト・スワップなどは含まれない（内国歳入法典1256条(b)(2)）。また、ヘッジ取引（内国歳入法典1221条(b)(2)(A)）についても適用除外となる（内国歳入法典1256条(e)）⁴⁷⁾。第2に、定常的に顧客と証券を売買等する証券ディーラーが保有する証券の在庫には課税上も時価主義会計が適用される（内国歳入法典475条）。他方で、上記の場合を除き、債券については、たとえ売買目的であっても法人投資家の下で基本的には時価主義課税の対象とはなっておらず、OIDルール及び市場ディスカウントルールが適用されている。

(2) 時価主義課税の評価

ア 債券への時価主義の適用

時価主義課税が有効に機能するのは、資産評価が容易であり、流動性に問題を生じない場合であると一般的に理解されている。この場合、時価主義課税の導入に伴い生じる評価や納付に伴う納税協力コストの増加が低く抑えられる。そして、アメリカでは、債券について、現行制度の下では市場金利の変動や発行者の信用力の変動が反映されるのは実現時になってしまうことや、先述の戦略的売買の存在に鑑み、時価主義課税が望ましいとの指摘⁴⁸⁾がなされることがある。債券について時価主義課税を行う場合、特に資産評価

47) これに対し、日本法上、一部の取引だけが時価主義課税の対象となっていることを念頭に、納税者側が主観的にヘッジ取引と認識しているものは全く客観性を伴わないものを除き、原則として時価主義課税の埒外に置くべきであるとの提案として、錦織康高「金融商品の時価主義課税」金子宏ほか編『租税法と市場』201頁、217頁（有斐閣、2014）。

48) David A. Weisbach, *A Partial Mark-to-Market Tax System*, 53 Tax L. Rev. 95, 109-110 (1999).

の点については、通常、シンプルな債券の場合、単に将来予測キャッシュフローを、所与の信用力に基づく現在の利子率で割引くことによって比較的容易に計算できるから⁴⁹⁾、税務執行コスト・納税協力コストはそれほど高くないとも考えられる。この点を踏まえれば、しばしばいわれるように、時価主義課税の対象とするのは市場性のあるものに限るべきだとまで考える必要はない。他方で、時価主義課税の対象はなるべく広くすることが所得の弾力性を低くするためには望ましいと考えられるものの、それに伴う税務執行コスト・納税協力コストの増加にも配慮する必要がある。たとえば、市場性のないものについては、信用力の変動が大きくなれば、その分最終的な支払額の不確実性が増し、株式に似た性質を有する側面が強くなるため、DCF法などによって適正に時価を計算することに技術的困難が生じたり、不正確性が増したりする可能性があることも意識する必要があるだろう。

イ 発行者への時価主義の適用

1982年改正後のOIDルールにおいては、発行者側と債券保有者側の課税のタイミングに関するマッチングが、貨幣の時間的価値を考慮に入れる形で精緻化されたが、債券保有者側での戦略的売買の弊害により当初の目的が達成できないおそれがあることを述べた。これと同じ弊害は、発行者側においても生じうる。すなわち、発行者が、戦略的に資本再構築を行う可能性がある⁵⁰⁾。したがって、債券保有者側で時価主義課税を行うのであれば、マッチングを行うために、発行者側でも時価主義課税を採用する必要がある。債券について時価主義課税を提案する立場は、同様に発行者側についても時価主義課税を提案する⁵¹⁾。

この場合、発行している債券の時価が減少すれば評価益を計上し、上昇す

49) *Id.* at 110.

50) See Strnad, *supra* note44, at 113-114 n.105. ただし、発行者による資本再構築は大規模なものになるうから、債券保有者によるものほどは容易ではないと考えられる。

51) See Weisbach, *supra* note48 at 111-112. アメリカにおいて、発行者側の戦略的資本再構築に伴い生じた課税上の問題につき、参照、長戸・前掲注34)175-180, 194-206頁。

れば評価損を計上すべきことになる。債券保有者側の場合と同様に、発行後に生じた市場金利や信用力の変動を反映することができる点で、OIDルールとは異なる取扱いになる。

IV. 日本法への含意

以上のアメリカにおける議論の整理から、日本における流通市場の発展を意識した社債の課税ルールについて現行法を評価しつつ含意を得る。特に、社債の流動性に応じて、所得の弾力性と税務執行コスト・納税協力コストが変化し、適切な課税方法が異なりうる点に着目する。

1. 社債の流動性が低い現状

IIでみたように、社債の流通市場の発展が課題とされている現状においては、(実現主義と比べた場合)事前の収益予測に基づく期待価値課税の方向性が望ましいと考える余地がある。すなわち、社債の流通市場における取引コストは高くなると考えられるため、期待価値課税の方式をとった場合に懸念される戦略的売買への警戒の必要性が高くなく、所得の弾力性も高くないといえるだろう。また、高格付の社債がほとんどの場合、OIDルールによってもそれほど課税ルールが複雑化しないだろう。

他方、時価主義課税については、時価算定のために参照可能な信頼度の高い市場価格が容易に入手できないのであれば、発行後の信用リスクの変動などの事情を反映させようと時価主義課税を行っても、適正な時価に基づく課税が達成されない可能性や、評価にかかる税務執行コスト・納税協力コストが高くなる可能性がある。

この点を、日本の現行法に照らして検証する。現行法は、売買目的有価証券について、法人税法施行令119条の13第4号に当たる場合を除き、事業年度終了の日における、公表される最終の売買の価格(それが無い場合には同日における最終の気配相場の価格。いずれもない場合は、同日前の最終の売買

の価格又は最終の気配相場の価格が公表された日で当該事業年度終了の日に最も近い日におけるその最終の売買の価格又はその最終の気配相場の価格)を用いて、その時価評価を行う仕組みとなっている⁵²⁾。したがって、社債については、日本証券業協会が公表する価格が、適正に社債の時価を反映しているかが鍵となると考えられる。

日本証券業協会は、社債の店頭取引について価格の透明性を確保するため、次の2つの制度を設け、社債の取引に係る価格情報を公表している。それらは、①気配値としての、公社債売買参考統計値発表制度⁵³⁾と、②実績値としての、社債の取引情報の報告・発表制度⁵⁴⁾である。①では、日本証券業協会から指定を受けた協会員からの気配(当日午後3時現在における額面5億円程度の売り気配と買い気配の仲値)の報告(5社以上)に基づき、公社債店頭売買参考統計値を算出し、公表している。この制度は、もともと、昭和41年に「公社債店頭基準気配発表制度」として創設されたものだが、近年の社債市場の活性化に向けた一連の取組みの中で、その精度の向上が図られてきた⁵⁵⁾。②では、取引当事者の一方となる証券会社に対して、日本証券業協会の自主規制規則において、社債の取引を行った場合は約定単価や取引数量などの情報の報告を義務付け、報告された情報をもとに、日本証券業協会が一定の発表対象の社債の取引を抽出し、毎営業日、取引情報を公表している。この制度は、実際の取引価格を第三者にも明らかにするための取組みとして、平成27年11月2日より新たに開始された。現時点で発表対象の社債の取引は、①当該社債の銘柄格付がAA格以上であること、②当該社債の銘柄格付を2以上取得していること、又は、当該社債の発行体格付を2以上取得していること、

52) 株式市場と異なり、相対的に情報がただちに価格に反映されるとは限らない現状の社債市場について、実際の売買の価格と気配値とで、いずれが適正な時価を反映していると考えべきかは、難しい問題である。現行法は、文言上、現実の売買の価格を基本としているものと理解できる。この点は、時価主義課税を行うのは、毎事業年度終了の日だけであり、頻度はそれほど高くないため、多少の誤差には目をつむるということになろうか。

53) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値発表制度について(詳細版)」(平成28年11月1日)。

54) 日本証券業協会「社債の取引情報の報告・発表制度について(詳細版)」(平成27年10月20日)。

55) 日本証券業協会「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ「社債市場活性化のための公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて」(平成25年9月2日)。

の双方の要件を満たす社債の取引のうち、1取引の取引数量が額面1億円以上の取引とされている⁵⁶⁾。

現在の、社債市場が未成熟である状況の原因の1つとして、価格の透明性に問題があり⁵⁷⁾、社債市場において適正な時価が付されていないという事情があるのであれば、特に近年における価格の透明性確保のための取組み以前においては、公表される売買価格や気配値に依拠した時価主義課税の実施は、(現実には低利であるので問題はそれほど大きくないが)正確性に欠ける側面があったかもしれない⁵⁸⁾。

他方で、実務的に発行のほとんどを占める高格付の普通社債の価格評価自体は、償還期や利回りで比較的容易に計算できるため、実務において現実に取り交わされている社債の売買価格がそのような方法で決定されているのであれば、問題はそれほど生じていなかった可能性もある。ただし、今後、ハイ・イールド債が発行されるようになり、発行者の信用リスクを適切に織り込む必要が出てきた場合、DCF法による時価の算定には、割引率などの仮定する前提次第では適正な時価との間にぶれが出てこよう。その場合、期待価値課税の下では、税務執行コスト・納税協力コストが高くなってしまいうおそれがある。

他方、法人税法施行令119条の13第4号に当たる場合は、売買目的有価証券

56) なお、2016年12月末の時点において、発表対象となる社債の要件のうち、②の要件を外すこととする規則の改正提案がパブリック・コメントに付されている(参照、日本証券業協会「『公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則』に関する細則』等の一部改正について(案)」(平成28年12月21日))。その背景に、本来なら公表されても流動性に影響ない銘柄についても発表対象から外されていることへの違和感などが指摘されていたことがある。参照、日本証券業協会「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ(第24回)「議事概要」(平成28年11月8日)。

57) 日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会「社債市場の活性化に向けた取組み」38頁(平成24年7月30日)。

58) この点に関連し、現在においても、時価主義課税の対象となる社債について、社債の流通量自体が少ないため、事業年度終了の日において売買の価格を恣意的に操作することで公表される価格に影響を及ぼし、税負担を軽くするという方策がとられるおそれがない。この場合、時価主義課税を実施するために参照される制度の不完全性ゆえに、その実施が貫徹されないことになる。他方で、流通量自体が少ない場合には、取引自体が成立せず、そのような操作が現実的ではない可能性もある。いずれに転ぶかは実証によるべき事柄である。

であっても、一定の場合に（定額法ではあるが）償却原価法を用いるなどとされており、評価にかかる税務執行コスト・納税協力コストを低減させるための配慮がなされていると評価することができる。

2. 将来的に社債の流通市場が発展した場合

上に述べた日本証券業協会による価格透明化の取組みが今後も進展していけば、社債の流通市場が発展していくことが期待される。その場合には、現行法上の、公表される価格を参照した時価評価の方法は、税務執行コスト・納税協力コストを低く抑えることのできる合理的な仕組みとなりうる。ただし、現時点においては、社債の取引情報の報告・発表制度の対象となるのは、流動性などへの配慮から当該社債の銘柄格付がAA格以上であるもの⁵⁹⁾に限られている⁶⁰⁾。将来的にはアメリカのように低格付けのものまで含めて売買の価格が公表されるようになれば、時価主義課税の実施に資するインフラとなろう。

また、現行法は、流動性の高い売買目的有価証券を時価主義課税の対象に含めている点で、戦略的売買のおそれもなく、所得の弾力性を低くする仕組みともなっている。この点は、債券について時価主義課税の対象としておらず、複雑なOIDルールに服さしめているにもかかわらず、発行後の信用力の変動を反映できず、また、戦略的売買による債券保有者側でのOIDへの課税の回避が指摘されているアメリカに比べ、実践的で効率的な制度設計ができているとの評価もありえよう⁶¹⁾。ただし、日本においても、発行者側につい

59) また、更新判定日において発表基準「AA格相当以上」を満たしている社債であっても、その後、クレジットイベント等の発生により当該社債利回が急上昇し、マーケットにおいて実質的には明らかAA格相当と取り扱われていない社債については、社債の取引情報の発表を停止することが適当であるとされ、一定の基準に該当する場合には発表停止の取扱いがとられている（参照、日本証券業協会・前掲注54)5-9頁）。

60) この点については、対象を拡大すべきかが議論されている。参照、日本証券業協会 社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ（第24回）「議事概要」（平成28年11月8日）。

61) 文脈は異なるが、一定のデリバティブの課税についてOIDルールを拡張する形で対応したアメリカと対照的に、日本が時価主義課税の導入に大胆に踏み切ったことが指摘されている。参照、中里実＝錦織康高「これからの租税実務」ジュリ1500号86頁、92頁（2016）。

ては時価主義課税の対象となっていないため、厳密にはミスマッチが生じている可能性がある。

3. 補論：個人投資家

現在、社債への投資主体は法人が中心であり、本稿でも、法人投資家を念頭に現行法の評価を行ったが、社債の流通市場が発展すれば、可能性としては個人投資家が直接的又はパススルー課税を受ける投資ビークルを通じて間接的に社債を保有する状況が生じうる。この場合、所得税法上は時価主義課税が採用されていないから、戦略的売買が問題となりうる⁶²⁾。また、個人投資家をその投資行動の性格ごとに分類せず、一律に時価主義課税を導入するのであれば、小口で受け身の個人投資家には納税資金の困難の問題といった税務執行コスト・納税協力コストの問題が生じてこよう。しかし、これらの問題は金融所得課税の一体化の議論とのつながりを意識してより広い視点から別途検討していくべき事柄であり、ここでは論点の指摘にとどめる。

62) 国税不服審判所裁決平成2・4・19裁決事例集39巻106頁は、所得税法に関する事件で、クロス取引による損失の選択的実現を認めた。