

## 査読論文

# 米国における税法上の配当概念の拡張 —クロスボーダー金融取引から生じる所得を中心に—

中嶋 美樹子\*・倉田 将吾\*\*・浅田 和史\*\*\*

## 要旨

米国の配当概念は、一般的に法人から株主に対して行う収益及び利益からの財産のあらゆる分配と理解される。配当概念に関する議論は主として収益・利益要件の該当性又は分配の範囲を中心に展開され、その範囲内で配当概念の拡張が指摘されてきた。現行法上、クロスボーダー金融取引から生じる所得で配当として扱われるものには、外国人投資家が受け取る代替配当や配当相当のように、株主としての地位を有さず、法人からの財産の分配に該当しないものも含まれている。

本稿の目的は、外国人投資家に対する源泉課税において、米国の配当概念の変遷をたどり、その根底にある考え方を明らかにすることである。1992年規則案では、クロスボーダー有価証券貸借取引から生じる配当戻し金が配当に含められ、1997年最終規則においては、クロスボーダー・レボ取引から生じる配当戻し金もその取引の類似性から同様に扱うべきとして配当に含められた。2010年には、クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引についても、経済的実質の観点から、外国人投資家の株式所有とみられる場合のNPC所得は配当相当として源泉課税の対象となった。その後、デルタテストでは、株式を所有していない場合も経済的実質が株式所有と同じ状況であり、原株式の配当に連動した所得であれば、配当相当に含まれることとなった。

配当概念の歴史的出発点は、米国法人株式の所有が前提にあった。その後米国の配当概念は、外国人投資家による源泉課税逃れへの対抗策として、原株式の所有を前提とした配当から経済的実質に基づく代替配当、配当相当を取り込む形で発展、変化し、さらにバーチャルな配当へと拡張されてきた。本稿は、従来の議論における枠組みを超えて、株式所有を経済的実質から捉えようとする考え方がその根底にあるということを明らかにした。

---

\* 執筆者：中嶋美樹子

機関/役職：立命館大学大学院経済学研究科博士課程後期課程2年

機関住所：〒525-8577 滋賀県草津市野路東1-1-1

E-mail：gr0265ix@ed.ritsumei.ac.jp

\*\* 執筆者：倉田将吾

機関/役職：2016年度立命館大学大学院経済学研究科博士課程前期課程修了生

E-mail：kurasho0923@yahoo.co.jp

\*\*\* 執筆者：浅田和史

機関/役職：立命館大学経済学部特任教授

機関住所：〒525-8577 滋賀県草津市野路東1-1-1

E-mail：kat00745@ec.ritsumei.ac.jp

## キーワード

配当, 代替配当, 配当相当, 源泉税, 有価証券貸借取引, レボ, エクイティ・スワップ

## I はじめに

近年, 金融取引は一層複雑化するとともに, クロスボーダーで行われる場合がますます増加している。クロスボーダー金融取引から生じる所得が, 税法上どのように扱われるのか(又は課税されないのか)は, 納税義務者にとって重要な関心事である。

金融取引から生じる所得の中には, 税法上, その扱いが明確にされていないものが多い。例えば, クロスボーダー有価証券貸借取引において, 外国人投資家から内国法人株式を借り受けた国内の投資家が取引期間中に配当を受け取り, これと同額(配当戻し金)を外国人投資家に支払った場合, 当該配当戻し金がどのように扱われるのか, 我が国の税法上, 明示されていない<sup>1</sup>。米国では, 外国人投資家によるポートフォリオ利子の非課税と比較して相対的に税率の高い配当に対する源泉課税の回避という問題に悩まされてきたが, 配当概念の拡張によってそれらを課税対象に取り込んできた歴史を持つ。

米国の配当概念の前提は, それが外観的に法人から株主に対する財産の分配の一部であることである(内国歳入法典: **Internal Revenue Code** (以下, 「**I.R.C.**」という) §301(a), (c)(1))。その上で, 分配の一部が配当である要件として, それが法人の収益及び利益 (**earnings and profits**) からの分配であることが求められる (**I.R.C.** §316(a))。従来の配当概念に関する議論においては, 主に収益・利益要件に関して未実現収益の扱い, 「会社法上の配当の形態をとらない仮装配当 (**disguised dividends**) ないし認定配当 (**constructive dividends**)」の扱い等, 法人から株主に対する財産の分配における配当の範囲に焦点が当てられており<sup>2</sup>, 米国ではみなし配当という概念を用いて配当概念が拡張された<sup>3</sup>と指摘されている<sup>3</sup>。すなわち, 株主は高い税率が課される配当を, それよりも低い税率の株式キャピタルゲインに転化して(ベイルアウト), 配当課税を免れてきたが, 「連邦所得税では形式的に見れば株式キャピタルゲインが生じているのではあるけれども, 経済的実質としては配当を行ったと等しい取引が行われた場合には, 配当として課税<sup>4</sup>」し, 「経済的実質に着目して配当の概念を拡張<sup>5</sup>」してきたとされる。つまり, **I.R.C.** §301が前提とする法人から株主に対する財産の分配といった外観を満たしたうえで, その範囲内で **I.R.C.** §316の要件を満たさないものまでをも配当とみなすという配当概念の拡張が指摘されているわけである。

ところが, 外国人投資家が受け取るクロスボーダー有価証券貸借取引, クロスボーダー・レボ取引, クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引から生じる配当戻し金等の所得は, 当該外国人投資家が株主としての地位を有しておらず, 法人からの財産の分配にも該当しない。それにもかかわらず米国の税法上配当として源泉課税される。従来の議論の延長線上では, 源泉

課税において、株主としての地位を有さない者が発行人以外の者から受け取った所得を配当として扱う理論的背景を説明することができず、そこに何らかの質的な変化がみられるのではないかと考えられる。

そこで、本稿は、外国人投資家に対する源泉課税において、米国の配当概念が拡張されてきた変遷をたどり、その根底にある考え方を明らかにすることを目的とする。

IIでは、クロスボーダー有価証券貸借取引における配当戻し金が1997年に配当と同様に扱われ、クロスボーダー・レポ取引にまで適用拡大されるに至った経緯及び米国の議論を考察する。IIIでは、2010年のクロスボーダー・エクイティ・スワップ取引から生じる所得への配当課税に関する議論を取り上げ、米国における配当概念の拡張を明らかにする。

## II 配当戻し金に係る財務省規則の制定

### 1 外国人投資家に対する課税

米国の税法において、個人は、米国市民（U.S citizen）、居住外国人（グリーン・カード（green card）を保有する外国人若しくは実質居住テスト（substantial presence test）を満たす外国人（I.R.C.§7701(b)））又は非居住外国人（米国市民若しくは居住外国人に該当しない個人（I.R.C.§7701(b)(1)(B)）、法人は、内国法人（米国で設立若しくは組織された、又は米国法若しくは州法により設立若しくは組織された法人若しくはパートナーシップ（I.R.C.§7701(a)(4)）と外国法人（内国法人以外の法人又はパートナーシップ（I.R.C.§7701(a)(5)））に区別される。本稿で対象とする外国人投資家とは、居住外国人以外の者、すなわち非居住外国人及び外国法人をいうが、こうした外国人投資家は、米国で営業又は事業を行っているか否かで課税関係を異にする。

外国人投資家が米国で営業又は事業を行っている場合、その営業又は事業に実質的に関連する（effectively connected）所得（以下、「米国実質関連所得」という）は、米国市民及び居住者外国人又は内国法人と同様、ネット・ベースで累進税率により課税される（I.R.C.§§871(b), 882）<sup>6</sup>。それに対して、実質関連所得以外の米国の国内源泉<sup>7</sup>から生じるFDAP（Fixed or Determinable, Annual or Periodical）所得<sup>8</sup>（以下、「米国源泉FDAP所得」という）は、グロス・ベースで30%の税率により源泉税が課される（I.R.C.§§871(a), 881, 1441, 1442）こととなる。すなわち、外国人投資家が米国で営業又は事業を行っていない場合は、米国源泉FDAP所得に対してのみ、グロス・ベースで30%の税率により源泉税が課される。

### 2 クロスボーダー有価証券貸借取引と配当戻し金

#### (1) クロスボーダー有価証券貸借取引

有価証券貸借取引（securities lending transaction）<sup>9</sup>は、財務省規則において定義されてお

り、I.R.C.§1058(a)に規定する有価証券の移転 (transfers) 又は実質的にこれと類似の取引とされる (Treas. Reg. §1.861-2(a)(7), 1.861-3(a)(6)). I.R.C.§1058は、特定の契約の下での有価証券の移転を行った場合に、一定の要件を満たせば納税義務者は当該有価証券の移転から生じる利得又は損失を認識しないという規定である。裏を返せば、要件を満たさない有価証券貸借取引は、当該有価証券の移転時に利得又は損失が生じることとなる。米国では、有価証券貸借取引の税法上の扱いは実定法上明らかにされていないものの、I.R.C.§1058を根拠として売買と扱われるというのが一般的な理解である<sup>10</sup>。有価証券貸借取引においては、一般的に Master Securities Loan Agreement<sup>11</sup>という標準契約書 (以下、「MSLA」という) が用いられ、取引における当事者の私法上の権利と義務が規定されている。

図1は、MSLAを基に、米国法人株式を所有するX国居住の外国人投資家B (貸し手) と内国法人A (借り手) との間の、当該株式を対象としたクロスボーダー有価証券貸借取引を示したものである<sup>12</sup>。

取引の開始時、(i)BはAに株式を貸し出し (MSLA3.1)、(ii)AはBに株式の時価相当額以上 (Margin Percentage) の現金担保<sup>13</sup>を引渡す (MSLA4.1, 25.37)。この時点で、私法上、株式の所有権はBからAに移転する (MSLA7.1)<sup>14</sup>。取引期間中、(iii)Aは当該株式に対する

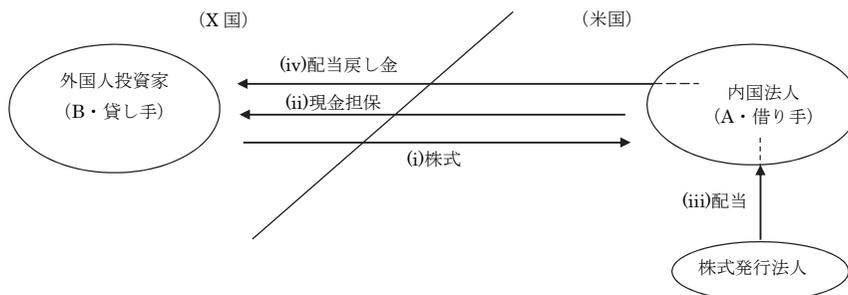


図1 クロスボーダー有価証券貸借取引  
(出所) 筆者作成。

配当を受け取る。一般的な契約では、(iv)Aは受け取った配当に相当する金額 (以下、「配当戻し金<sup>15</sup>」という) をBに支払うものとされている (MSLA8.1, 8.2)<sup>16</sup>。いずれかの当事者が申し出た日に取引は終了し、AからBに株式、BからAに現金担保が返還される (MSLA4.3, 6.1(a), 6.2) (取引決済日)。

## (2) 配当戻し金の性質

従来、配当戻し金の米国の国内法上の扱いは、明確ではなかった。Rev. Rul.60-177<sup>17</sup>に、それがI.R.C.§316(a)に規定する配当ではないとされている以外、実定法上の規定は存在しなかった。1983年に、財務省規則案において、配当戻し金は手数料として扱うとされた (Prop. Reg. §1.1058-1(d)) もの、最終規則としてそれが制定されることはなかった<sup>18</sup>。

また、租税条約においても、配当戻し金がどのように扱われるのかは明確ではなかった。国内法上、配当戻し金が手数料として扱われたとしても、租税条約では、手数料がどの所得区分に分類されるかは規定されておらず、その結果、「その他の所得<sup>19</sup>」又は「事業所得」として扱われる可能性があるとされていたにすぎず、これらの所得は、外国人投資家の居住地国に排他的な課税権が認められていることから、米国において配当戻し金は課税されないとされていた<sup>20</sup>。

### 3 1992年規則案の公表

#### (1) 規則案の内容

1992年、クロスボーダー有価証券貸借取引から生じる配当戻し金等<sup>21</sup>の扱いが、財務省規則案<sup>22</sup>（以下、「1992年規則案」という）において明確にされた。1992年規則案の前文は、この規則案が、配当戻し金等に源泉税を課すためのものであると述べている<sup>23</sup>が、それは外国人投資家がクロスボーダー有価証券貸借取引等を用いて、配当等の支払いを配当戻し金等に複製（replicate）し、米国の源泉税を免れていることを踏まえたものである。

1992年規則案は、有価証券貸借取引において、移転された有価証券の貸し手が取引期間中に収受する権利のある配当戻し金は、「代替配当（substitute dividend）」と定義され（Prop. Reg. §1.861-3(a)(6)）、その上で、米国で営業又は事業を行っていない非居住外国人及び外国法人が代替配当を受け取った場合、代替配当は配当として扱われ、配当と同様の方法で国内源泉所得として課税されることとなっている（Prop. Reg. §§1.871-7(b)(2), 1.881-2(b)(2), 1.1441-2(a)(1)）。

米国の国内法上、配当は、法人から株主に対する税法上に規定する収益及び利益（earnings and profits）からの財産の分配（I.R.C. §316(a)5, 6）<sup>24</sup>とされる。これに対し配当戻し金は株主としての地位に基づき受け取った所得でもなければ、法人の財産の分配でもない。そこで、1992年規則案では、配当の定義規定ではなくソース・ルールにおいて、実際に配当を受け取った内国法人（借り手）を代理人又は代理人と同じ性質を持つものとして扱う透明性ルール（transparency rule）により代替配当が定義され、これを配当として性質決定することが提案された<sup>25</sup>。これは外国人投資家が実質的に米国法人株式を所有しており、代理人である内国法人を通じて配当を受け取ったという理解である。

#### (2) 1992年規則案に関する議論

1992年規則案では、同規則案の適用範囲を①クロスボーダー・レボ取引にも拡大すべきか、②クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引等から生じる所得にも適用すべきか、という2つの論点が見られ、これに関して様々な意見が寄せられた。ここでは、実務界を代表する見解として米国法曹協会<sup>26</sup>（American Bar Association. 以下、「ABA」という）及びニューヨーク弁護士協会<sup>27</sup>（New York State Bar Association. 以下、「NYSBA」という）のレポート及び

Sheppard 氏<sup>28</sup>の議論を取り上げる。

### ①クロスボーダー・レポ取引への適用

レポ取引とは、一方の当事者（売り手）が有価証券を他方の当事者（買い手）から一定期間後に一定の価格で買い戻すことを約して、当該有価証券を譲渡する取引とされている<sup>29</sup>。株式を対象としたクロスボーダー・レポ取引を表したのが図2である。取引の開始時、(i)DはCに株式を譲渡し、(ii)CはDに株式の譲渡金額を支払う。この時点で、私法上、株式の所有権はDからCに移転する。取引期間中、(iii)Cは当該株式に対する配当を受け取る。一般的な契約では、(iv)Cは受け取った配当に相当する金額（以下、「配当戻し金」という）をDに支払うものとされている。取引の終了時、DはCから当該株式をあらかじめ設定した金額で買い戻す。そこで、CがDに支払ったこの配当戻し金がクロスボーダー有価証券貸借取引から生じる代替配当と同様に扱われるべきかが問われることとなる。

ABAは、有価証券貸借取引における配当戻し金が(i)単に配当が借り手から貸し手に払い戻されたものであり、有価証券の使用に対する報酬ではないこと、また(ii)配当に類似している

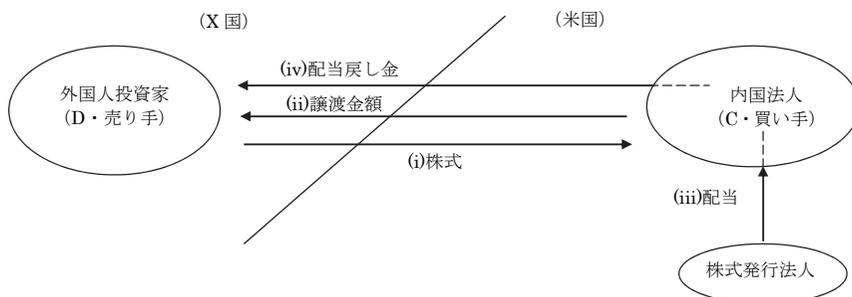


図2 クロスボーダー・レポ取引  
(出所) 筆者作成。

ため、配当と同じ源泉税を負担する必要があるという二つの理由から、1992年規則案の導入に賛成している。しかし、1992年規則案をクロスボーダー・レポ取引に適用することについては、「レポの売り手は、譲渡した有価証券の税法上の所有者（tax owner）であることは明らかである。それ故この取引において、有価証券に支払われた所得（account of income）に基づく買い手からの支払い（配当戻し金、筆者加筆）は、原証券から生じる所得と同じ源泉と性質を有しているに違いない。したがって、レポに規則案を適用することは不適切である<sup>30</sup>」と述べている。ABAは、レポ取引に関してこれ以上の説明は行っていないが、なぜ、1992年規則案を有価証券貸借取引に適用することには賛成しながら、レポ取引への適用には不適切と主張したのであろうか。その理由としては、表1の通り、有価証券貸借取引においては、私法上、有価証券の所有権は貸し手から借り手に移転するとともに、税法上、売買として扱われる<sup>31</sup>とい

う理解の下、その所有者（tax ownership）も借り手となる。そうすると、IRS が貸し手の受け取った配当戻し金を配当として課税するためには、税法上の所有者を借り手から貸し手に戻した上で、配当戻し金＝代替配当と定義し、この代替配当を配当として扱うための透明性ルールが必要である。他方、レポ取引においては、私法上、有価証券の所有権は売り手から買い手に移転する一方、税法上、担保付貸付として扱われる<sup>32</sup>ため、その所有者は売り手である。つまり、ABA は、税法上の所有者が有価証券貸借取引とレポ取引において異なることを根拠として、レポ取引においては、売り手が配当を配当戻し金といった迂回した形で受け取ったとしても、透明性ルールを適用するまでもなくそれは配当そのものであり、代替配当として扱うのは不適切であると主張しているものと思われる（表1）。

一方、NYSBA は、クロスボーダー・レポ取引を買い手に有価証券の処分権があるかないかに区分し、処分権がないレポ取引には代替配当の定義は不要であるが、買い手に処分権があるレポ取引には1992年規則案を適用すべきとしている。レポ取引は買い手に有価証券の処分権がないものを前提としたルーリングの下、担保付貸付として扱われているが、実際に行われているレポ取引の多くは、処分権があるものである。その場合、レポ取引は、もはや税法上の扱いである担保付貸付という性質を持たず、実質的に売買であり、有価証券貸借取引に類似している。したがって、これらの取引から生じる所得は同様に性質決定されるべきであり、処分権があるレポ取引から生じる配当戻し金は、配当戻し金＝代替配当と定義した上で、この代替配当を配当として扱うための透明性ルールが必要であるというのが NYSBA の主張である<sup>33</sup>（表1）。

NYSBA のレポートは、買い手に処分権があるクロスボーダー・レポ取引については1992年規則案に含めるべきであると主張し、ABA はこの点について言及していないという相違があ

表1 有価証券貸借取引、レポ取引及びエクイティ・スワップ取引の特徴

有価証券 貸借取引 (配当戻し金)	1992年規則案の考え方		
	私法上の所有権＝借り手 税法上の所有者＝借り手 (売買)		貸し手への配当課税には、透明性ルールが必要
レポ取引 (配当戻し金)	ABA の主張	NYSBA の主張	
	私法上の所有権＝買い手 税法上の所有者＝売り手 (貸付)  透明性ルールは不要	買い手に処分権（無） 私法上の所有権＝買い手 税法上の所有者＝売り手 (貸付)  透明性ルールは不要	買い手に処分権（有） 私法上の所有権＝買い手 税法上の所有者＝買い手 (売買)  売り手への配当課税 には、透明性ルール が必要
エクイティ・ スワップ取引 (配当等を参照 した金額)	ABA 及び NYNBA の主張		
	私法上の所有権＝ショート（ショートが有価証券を所有していない場合もある） 税法上の所有者＝ロング（受取金額が配当そのものではない場合もある）  配当とは別物である。透明性ルールを適用すべきでない。		

(出所) 筆者作成。

るものの、クロスボーダー・レポ取引から生じる配当戻し金に課税すべきという点で一致している。また、その理論的背景として、クロスボーダー有価証券貸借取引もクロスボーダー・レポ取引も、有価証券の所有に関してその経済的実質が売り手にある場合、配当戻し金は配当と同様に性質決定されるべきという点でも両者は一致している。

## ②クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引への拡張

エクイティ・スワップ取引とは、「将来の一定期間に生じるキャッシュ・フローを交換する<sup>34</sup>」スワップ取引の一種であり、「特定された単数または複数の株式の価値または指標<sup>35</sup>」を基礎となる資産として、一方の当事者又は両方の当事者の支払う金額が、その基礎となる株式<sup>36</sup>の配当又は株価等に連動している取引をいう<sup>37</sup>。

図3は、米国人株式を所有する米国金融機関 E (ショート)<sup>38</sup>と X 国居住の外国人投資家 F (ロング) との間で行われたクロスボーダー・エクイティ・スワップ取引を示したものである。E は、一定期間毎に、当該株式を想定元本 (Notional Principal)<sup>39</sup>として、そこから得られる配当及び株価が上昇した場合の株価上昇分 (以下、「配当等を参照した金額」という) を F に支払い、F はこの想定元本に LIBOR を乗じたもの及び株価が下落した場合の株価下落分を E に支払う。ここでは、この E から F に支払う配当等を参照した金額が、クロスボーダー有価証券貸借取引における代替配当と同様に課税されるべきかが問われることとなる。

ABA 及び NYSBA は、両者ともクロスボーダー・エクイティ・スワップ取引等から生じる配当等を参照した金額を代替配当と同様に課税すべきではないとしている。クロスボーダー有

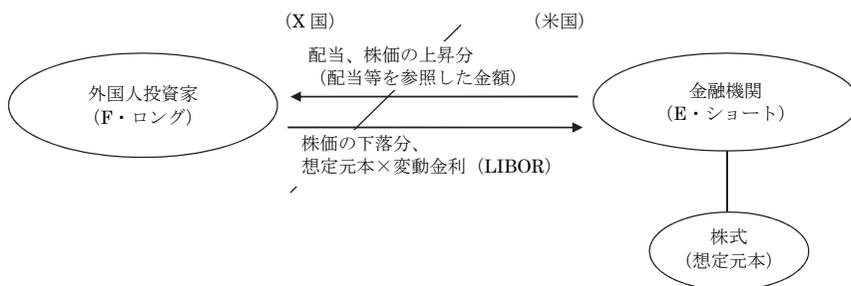


図3 クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引  
(出所) 筆者作成。

価証券貸借取引から生じる代替配当は、借り手が実際に株式を所有し、私法上の所有権に基づき、借り手が受けた配当を単に貸し手に払い戻すものである。また、クロスボーダー・レポ取引から生じる配当戻し金も、私法上の所有権に基づき、買い手が受けた配当を税法上の所有者である売り手に支払うものである。いずれも、本来の配当の支払いと所有権の二重化に基づく、有価証券の一方の所有権者 (買い手・借り手) から他方の所有権者 (売り手・貸し手) への派生的支払への二重化の帰結である点で共通している。しかし、エクイティ・スワップ取引で

は、(i) ショートが株式を所有していない場合もあり（想定元本契約なので所有する必要がない）、(ii) 配当等を参照した金額も過去に支払われた配当又は期待配当を参考に決定することも可能なので、配当等を参照した金額は、一方の有価証券の所有者に支払われた配当それ自体の他の所有者（売り手）への移転ではない。そこでは、支払いの実体となる有価証券は双方の当事者の所有と切り離されている。したがって、ショートが有価証券を所有していないところに透明性ルールを適用しても、ロングが税法上それを所有していることにはならない。さらに、配当等を参照した金額には配当以外の要素も含まれており配当そのものではない。したがって、エクイティ・スワップ取引に透明性ルールを適用すべきではないというのが ABA 及び NYSBA の主張である（表 1）。

同様の主張は、Sheppard 氏の論文においてもみられる。そこでは、他に納税者側を代表する意見として、配当に対する源泉課税が株式を通じた米国法人に対する所有に基づくものであるから、株式所有に基づかないエクイティ・スワップ取引には課税すべきではないとの主張もみられると述べている<sup>40</sup>。有価証券貸借取引及びレポ取引の場合、取引の当事者のいずれかが、議決権等所有の根拠となるものを有しているのに対して、エクイティ・スワップ取引における当事者は、それを有していないこともある。したがって、配当等を参照した金額に対しては源泉税を課すべきではないということである。

1992年規則案の透明性ルールは、ルック・スルー・アプローチともよばれるが、Sheppard 氏は、エクイティ・スワップ取引から生じる所得にルック・スルー・アプローチを適用することについて、次のような指摘を行っている<sup>41</sup>。第一は、ルック・スルー・アプローチを用いて当該取引から生じる所得を配当として課税しようとしても、投資銀行はその課税を免れる手法を簡単に開発できる。例えば、単一の株式を対象としたエクイティ・スワップ取引から生じる配当等を参照した金額が課税対象となった場合、外国人投資家は、その対象を様々な株式のバスケット（インデックス）にするなど、課税を免れる方法を見つけ出すことは容易である。第二は、エクイティ・スワップ取引の当事者は、一般的に、互いに支払わねばならない金額を相殺して決済することが多く、ロングの支払いは、ショートの支払う配当等を参照した金額を完全に相殺してしまい、超過分のみを支払う場合もある。そうすると、源泉税の課税ベースとなるアウトバウンドの支払いが生ぜず、源泉税を徴収（collection）することが不可能となる<sup>42</sup>。第三は、1992年規則案は、これまでエクイティ・スワップ取引から生じる所得に関して、その取引が終了するまで課税しないとされた Rev. Rul. 78-182<sup>43</sup>やその他のルールにおけるアプローチと衝突するというものである。いずれの指摘も、代替配当及び配当戻し金とスワップ取引における配当等を参照した金額との間に一線を画するものであり、両者を同様に扱うことの困難さを指摘したものである。

#### 4 1997年最終規則<sup>44</sup>の制定及び源泉税の累積

##### (1) 規定内容と1992年規則案からの変更

1997年、有価証券貸借取引から生じる配当戻し金に加えて、レポ取引から生じる配当戻し金も代替配当と定義され、配当と同様に扱うという最終規則が制定された (Treas. Reg. §1.861-3(a)(6)). また、代替配当のソース・ルールも1992年規則案と同様、対象株式に関して本来の配当を行った支払法人の居住地が米国であれば、米国源泉所得、そうでなければ国外源泉所得となるという扱いとなった。さらに、外国人投資家が米国の居住者から代替配当を受け取った場合の課税方法についても、1992年規則案と同様、米国実質関連所得に該当しない限り、国内法上、米国源泉 FDAP 所得として、グロス・ベースで30%の税率により源泉税が課されることとなった (Treas. Reg. §1.871-7(b)(2), 1.881-2(b)(2)).

1992年規則案との相違は、1997年最終規則において、クロスボーダー・レポ取引が同規則の適用範囲に含まれたことであったが、エクイティ・スワップ取引から生じる配当等を参照した金額は、1997年最終規則の適用範囲には含まれなかった。クロスボーダー・レポ取引に関しては、結果的に1992年規則案の議論における NYSBA の主張通りに最終規則として採用された。

1997年最終規則では、1992年規則案で提案された透明性ルールにより、代替配当の性質決定が行われた。クロスボーダー有価証券貸借取引及びレポ取引において、外国人投資家は、実質的には米国法人株式を所有しているのと同じであることから、経済的に類似の投資から生じる所得を別々の所得として扱うべきではない、という理解である。

##### (2) 源泉税の累積問題

1997年最終規則が公表された直後、クロスボーダー有価証券貸借取引等が連鎖した場合、配当及び代替配当に係る源泉税の累積 (カスケード) が生じることが指摘された。

ここでは、クロスボーダー有価証券貸借取引において、源泉税の累積が生じる事例として挙げられたものの一例を示す (図4)<sup>45</sup>。X国の居住者 G は、米国法人 USCo の株式を所有している。米国は X 国と租税条約 (以下、「米・X 租税条約」という) を締結しており、配当に対する軽減税率は15%である。(i)G (貸し手) は Y 国の居住者である H (借り手) との間でクロスボーダー有価証券貸借取引を行う。米国は Y 国と租税条約 (以下、「米・Y 租税条約」という) を締結しており、配当に対する軽減税率は15%である。(ii)USCo は H に \$ 100 の配当を行う。その際、米・Y 租税条約に基づき、配当に対して \$15 ( $\$100 \times 15\%$ ) が源泉税として徴収され、H は差額の \$85 を受け取る。ただちに (iii)H は G に代替配当 \$100 を支払う。代替配当の支払いに関しては、1997年最終規則が適用され、米・X 租税条約上配当として扱われるため、\$15 ( $\$100 \times 15\%$ ) が源泉税として徴収され、G は差額の \$85 を受け取る。その結果、図4の取引において、USCo からの配当 \$100 に対して、米・Y 租税条約及び米・X 租税条約の二重の適用により合計 \$30 ( $\$15 + \$15$ ) の累積した源泉税が課される。

このような源泉税の累積問題に対応するため、1997年最終規則が制定された直後、

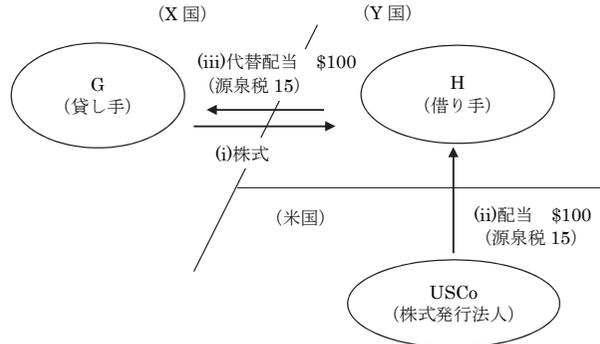


図4 クロスボーダー有価証券貸借取引における源泉税の累積  
 (出所) Notice97-66, Example 2をもとに、筆者作成。

Notice97-66<sup>46</sup>が出された。Notice97-66では、一連の取引における米国の源泉税額の合計額は、代替配当の受領者であるGがUSCoから直接配当を受け取ったとしたら適用されたであろう税率（米・X租税条約の15%）を基準として考慮されている。

まず、当該税率がUSCoからHに対して配当を支払うときに適用される税率（米・Y租税条約の15%）と同率である場合、HがGに対して代替配当を支払う際に、Hが代替配当に対して追加的に源泉税を徴収する必要はないとされる（§1.871-7(b)(2)又は1.881-2(b)(2)）。また、GとHが同じ国の居住者である場合も、Notice97-66により、Hは源泉税を徴収する必要はないとされる。

次に、米・X租税条約がない場合、USCoがGに直接配当を支払う際に適用される税率は米国の国内法に基づき30%となり、それが基準となる。このとき、HはUSCoから配当を受け取る際には、米・X租税条約に基づき、\$15（ $\$100 \times 15\%$ ）の源泉税を徴収されているが、基準の税率30%に基づく源泉税額の差額\$15（ $\$100 \times (30\% - 15\%)$ ）をGに代替配当として支払う際に追加的に徴収しなければならない。ただし、USCoがHに配当を支払う際、源泉税\$30（配当の源泉税\$15 + Hが追加的に徴収すべき代替配当の源泉税\$15）を差し引くことで、Hの源泉徴収義務を代理することができるとされている<sup>47</sup>。

最後に、米・X租税条約の税率が15%よりも低い場合、その低い税率が基準となる。このとき、HはGに対して代替配当を支払う際、源泉税の徴収を行う必要はない（例えば米・X租税条約の軽減税率が10%であれば、その差はマイナス（ $10\% - 15\%$ ）となるので、追加的な徴収は必要ない）。ただし、Gは、HがUSCoから配当の支払いを受ける際に徴収された15%の税率と米・X租税条約における軽減税率との差（前例の場合、 $\$100 \times (10\% - 15\%) = \triangle \$5$ ）につき、米国に対して還付又は税額控除を請求する権利はないとされる<sup>48</sup>。

## 5 小括

従来の米国の配当概念についての議論は、主として、株主が法人から受け取った財産の分配に関して配当として扱われるべき範囲に関するものであった。また、それは法人から株主への財産の分配を相対的に税率の高い配当から税率の低いキャピタルゲインへと転化（ベイルアウト）し、配当課税を免れようとする取引への課税のための立法措置における配当概念の拡張の議論でもあった。これらの議論は、法人から株主に対する財産の分配（I.R.C. §301）を前提としているが、配当戻し金＝代替配当は、外国人投資家が株主としての地位に基づき受け取った法人からの財産の分配ではない。外国人投資家は配当戻し金の税法上の扱いが明確でないことから、クロスボーダー有価証券貸借取引を用いて、配当所得を配当戻し金に転化することで配当に対する源泉税を回避してきた。1992年規則案では、クロスボーダー有価証券貸借取引につき、透明性ルールの採用により、配当概念における株式所有を経済的実質から捉えて、配当概念に代替配当という擬制的配当を加える形で拡張することが提案された。これにクロスボーダー・レポ取引も加えて1997年最終規則として制定されたが、株主という外観を有価証券の所有権ではなく、その経済的実質で捉えるといった点で米国の配当概念は法人から株主に対する財産の分配という枠組みを超えて拡張したと考えられる。

その結果、外国人投資家が実質的に米国法人株式を所有しているのと同じ状況であると言えず、その上、そこから生じる所得が必ずしも実際の配当を参照しているわけではないクロスボーダー・エクイティ・スワップ取引は、1997年最終規則の対象から外れることとなった。

また、1997年最終規則の制定により、外国人投資家対外国人投資家の間の取引において、新たに配当及び代替配当に対する源泉税の累積問題が生じたが、最終規則の制定直後に Notice97-66を公表し、配当に対して同じ税率を有する国々における取引、同じ国に居住する者間の取引等に対しては、代替配当に係る源泉税の徴収は行わないとすることで、この問題に対応した<sup>49</sup>。

## Ⅲ 内国歳入法典871条(m)の制定

### 1 制定の背景

2008年9月、米国議会上院調査委員会（Senate Permanent Subcommittee on Investigations（以下、「調査委員会」という））は、オフショアにおける米国源泉の配当に対する源泉税の回避を目的とした取引についてのスタッフ・レポート<sup>50</sup>（以下、「スタッフ・レポート」という）を公表した。スタッフ・レポートでは配当に対する源泉税を逃れるための様々な取引が紹介されているが、主にクロスボーダー・エクイティ・スワップ取引を用いていた。ここでは、クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引と株式譲渡を用いた取引及びクロスボーダー・エクイティ・スワップ取引と株式譲渡・有価証券貸借取引を用いた取引の二つの例

を取り上げる<sup>51</sup>。

(1) クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引と株式譲渡を用いた取引

図5は、クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引と株式の譲渡を用いた取引である。(i) X国に居住する外国人投資家Jは、米国法人株式を当該株式の権利確定日前に米国金融機関Iに譲渡する。(ii)同時に、J(ロング)は、I(ショート)との間で、当該株式を参照したクロスボーダー・エクイティ・スワップ取引を行う。取引期間中、Iは当該株式に係る配当を受け取るが、そこから配当等を参照した金額(手数料<sup>52</sup>を差し引いた金額)をJに支払う。これに対してJはLIBOR等の金利ベースの金額をIに支払う。(iii)数日後、JとIはスワップ契約を解消すると同時に、Jは当該株式をIから買戻し、取引前の状態に戻す。

従来、Jが受取った配当等を参照した金額のソース・ルールは、I.R.C.§863(a)に基づく財務省規則において、「想定元本契約(Notional Principal Contract. 以下、「NPC」という。)から生じる所得の割り当て」の中で規定されており、納税義務者の居住地を参照して決定するものとされていた(Treas. Reg. §1.863-7(b)(1))。したがって、Jは、それが米国実質関連所得とされない限り、米国源泉FDAP所得として課税されることはない。つまり、Jは、クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引と株式譲渡を用いて、配当に対する源泉税を完全に免れることができることとなる。

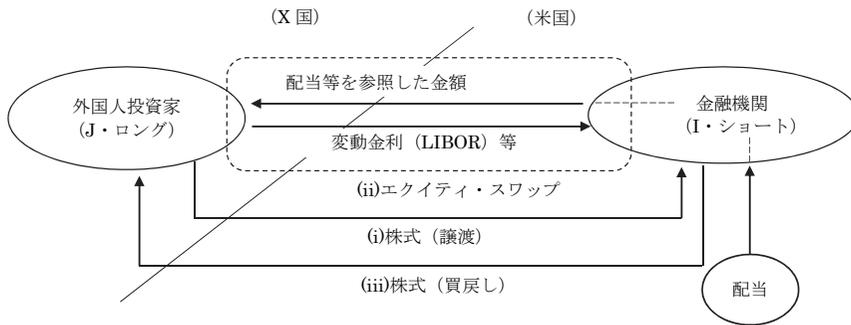


図5 クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引と株式譲渡を用いた取引

(出所) Staff Report (2008), at 21. をもとに、筆者作成。

(2) クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引と株式譲渡・有価証券貸借取引を用いた取引

図6は、クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引と株式譲渡・有価証券貸借取引を用いた取引である。まず、米国金融機関KはX国に海外子会社Lを設立する。そして、(i)L(借り手)は、X国に居住する外国人投資家M(貸し手)から、米国法人株式を借り受ける。これに対して、LはMに現金担保を預ける。次に、(ii)Lは、当該株式を当該株式の権利確定日前にKに譲渡すると同時に、(iii)L(ロング)は、K(ショート)との間で、当該株式の配当を参照したクロスボーダー・エクイティ・スワップ取引を行う。取引期間中、Kは当該株式に

係る配当を受け取ると同時に、(iii)のスワップ取引に基づき、Lに受取った配当と同額（配当等を参照した金額）を支払う。これに対して、Lは、LIBOR等の金利ベースの金額をKに支払う。また、Lは、(i)の取引においてKから受け取った配当等を参照した金額を代替配当としてMに支払う。取引終了時、(iv)LはKから当該株式を買戻すと同時に、これをMに返還し、MはLに現金担保を返還する。それとともに、KはLとのスワップ取引を解消して、取引前の状態に戻る。

(i)の取引においてLからMへ支払われた代替配当は、1997年最終規則の適用により、米国法人からの配当として扱われ、源泉課税の対象となる。しかし、Notice97-66により、代替配当の支払いが同じ国の居住者同士で行われているので、Lは代替配当を支払う際に源泉税を徴収する必要はない。したがって、Mは、代替配当に対して米国の課税を受けることはない。さらに、(iii)のスワップ取引において、KからLへ支払われた配当等を参照した金額は、NPCから生じた所得である。したがって、この所得は、それがLの米国実質関連所得とされない限り、米国源泉FDAP所得とはならず、米国においては課税されない。結果的に、クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引と株式譲渡及び有価証券貸借取引を用いて、配当等を参照した金額及び代替配当に対して源泉税が課されない状態となる。

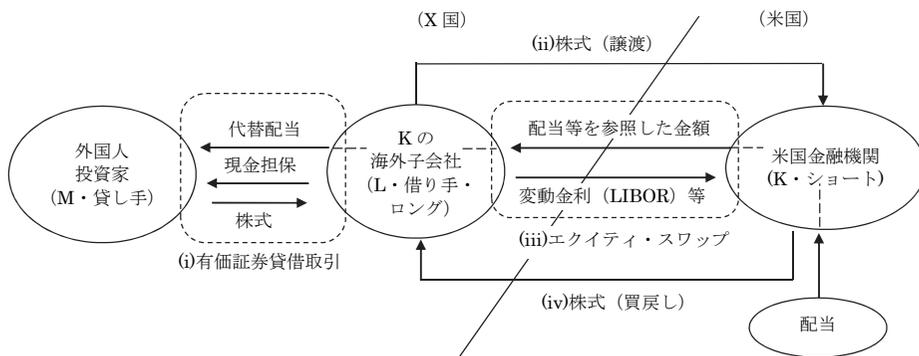


図6 クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引と株式譲渡・有価証券貸借取引を用いた取引  
(出所) 図5と同じ。

### (3) 議会の議論

スタッフ・レポートは、1997年最終規則が制定された後、長年にわたり米国金融機関とオフショアヘッジファンドの間で上記のような取引が活発に行われ、米国は配当及び代替配当に対する税収を失ってきたと指摘している<sup>53</sup>。例えば、リーマン・ブラザーズは、2004年だけで顧客に\$1.15億の源泉税の回避をもたらし、モルガン・スタンレーは、2000年から2007年までの7年間にわたりケイマンのシェル・カンパニーを使い、有価証券貸借取引を用いて\$11億超の代替配当を支払い、顧客に約\$3億の源泉税の回避をもたらしたとされている。また、モルガ

ン・スタンレーは、同期間に、エクイティ・スワップ取引を用いて、顧客に \$3億を超える源泉税の回避をもたらしている<sup>54</sup>。その結果、金融業界全体を横断したデータではないが、失われた税収は、1997年最終規則の制定以後約10年間で、総額 \$ 数十億にのぼる<sup>55</sup>。さらに、スタッフ・レポートは、上記取引が課税を受けないための全ての要件を満たしているとの金融機関とヘッジファンドの見解に対し、これらの取引は金融機関によるエクイティ・スワップ取引に係る支払いという概観の下での、顧客への実質的な株式の配当支払いであり、配当に係る源泉税を回避することを唯一の目的としたものであるとしている<sup>56</sup>。また、スタッフ・レポートは、IRS が上記取引を停止させるための効果的な行動をこの10年間取らなかったことが、こうした取引を拡大させた原因であり、議会に対しては、税法上、実際の配当、代替配当及び配当等を参照した金額に対する異なる扱いを改め、それらが米国源泉の配当として同様に課税される法律の制定による対応を要望している<sup>57</sup>。図5・6で示したような取引においては、エクイティ・スワップ取引の期間中、ロングが実質的に参照株式の所有者であるような場合には、その取引の背後にある経済的実質をロングの株式所有であるとし、その取引から生じる配当等を参照した金額は、米国源泉の配当と同じように扱うべきというのがスタッフ・レポートの考えであるとの見解もある<sup>58</sup>。しかし、スタッフ・レポートにおいては、単にエクイティ・スワップ取引から生じる配当等を参照した金額の扱いを実際の配当、代替配当と同じにすべきという要望が出されただけであり、その立法に向けた議論のためには、このスタッフ・レポートよりもさらに包括的かつ詳細な分析が必要であると指摘するにとどめていた。

スタッフ・レポートを受けて、2009年3月、民主党の **Lloyd Doggett** 下院議員等は、非居住者に対する課税方法を定める **I.R.C. §871** を改正し、エクイティ・スワップ取引から生じる配当等を参照した金額を米国源泉として扱う法案を議会に提出した<sup>59</sup>。提出された法案は、(i) 配当という用語は、配当相当 (**dividend equivalents**) 及び代替配当を含む、とした上で、(ii) 配当相当とは、NPC に基づいて行われる支払いであり、かつ株式に対する配当又は株式に実質的に類似した資産に対する配当を参照した支払いをいうものとし、(iii) 1以上の内国法人株式に関する配当相当は米国内に源泉があるものとして扱うものとしている。**Lloyd Doggett** 下院議員等により提出された法案は、1以上の米国法人株式から生じる配当を参照としたエクイティ・スワップ取引を全て同法案の適用対象とするなど、広範囲な解釈を許すものであった。

そこで、上記法案提出後の2009年5月に、オバマ政権は、エクイティ・スワップ取引に関して、適用除外要件の導入を提案している<sup>60</sup>。適用除外要件は、(i) 外国人投資家に担保として原証券の20%以上を差し入れることを要求する条件を付していないこと、(ii) 取引相手方のヘッジ・ポジションに対処する条件を付していないこと、(iii) 原証券が公開株、かつスワップの想定金額が公開株の時価総額 (**public float**) の5%未滿、かつ30日平均売買代金の20%未滿であること、(iv) 取引の開始時に外国人投資家が取引の相手方に原証券を売却していないこと、又は取引の終了時に取引の相手方から当該証券を購入していないこと、(v) 当事者の権利義務を

測定するのに用いられる原証券の価格は、客観的で観察可能な価格であること、かつ(vi)スワップは少なくとも90日間の期間を有していることである。オバマ政権は、適用除外要件を設けた理由を明確にしていないが、外国人投資家は、エクイティ・スワップ取引を用いれば、米国法人株式を所有していなくても、当該株式からの株価上昇分及び配当の経済的な便益を享受することができる上、源泉税が課されないため、この状況を変えなければならないと述べている<sup>61</sup>。逆にいうと、外国人投資家が、米国法人株式を所有しているか否かによって、そこから生じる所得の税法上の扱いを異なるものにするのは望ましくないと考えていたのではないかと推察する。すなわち、1997年の最終規則においては、1992年の規則案の際の議論を踏まえ、本来の配当支払と代替配当との間に所有の共通性を見出し、代替配当を源泉の対象としたのに対し、エクイティ・スワップ取引は、支払の実体となる有価証券が双方の当事者の所有と切り離されているとし、両者の間に一線が画されていた(表1)。しかし、スタッフ・レポートを踏まえてオバマ政権は、エクイティ・スワップ取引すべてを対象から外すのではなく、その経済的実質がロングの株式所有といえるものについては、限定的に本来の配当支払及び代替配当と同様に扱うというように、源泉の対象を株式所有という同じ論理の上で拡張しようと考えられているのではないかと推察する。そこで問題となるのは、ロングの株式所有と経済的実質が同じである状況を抽出するための要件設定である。オバマ政権は、エクイティ・スワップ取引のうち、外国人投資家が米国法人株式を所有しているのと同じ状況にあるものを上記の適用除外要件を用いて識別し、それ以外の取引にのみ課税しようとしたのではないかと考えられる。

さらに、議会は、IRSがNotice97-66を撤回し、新しいガイダンスを発行する予定であると発表したことに関して、Notice97-66は源泉税の累積を取り除くために発効されたものの、それを用いて代替配当に対する源泉税に全く課税できないという予想外の反対の問題を生じさせた可能性があることを指摘し、新しいガイダンスは、有価証券貸借取引等を用いた配当に対する米国の源泉税の回避を制限し、かつ源泉税の累積を最小限に抑えるためのものでなくてはならないと述べている<sup>62</sup>。

## 2 内国歳入法典871条(m)の制定及び内容

2010年には、I.R.C.§871(m)<sup>63</sup>が制定され、(i)(直接的または間接的に)米国源泉の配当の支払いを参照して決定される有価証券貸借取引又はレボ取引から生じる代替配当の支払い(I.R.C.§871(m)(2)(A))、(ii)(直接的または間接的に)米国源泉の配当の支払いを参照して決定される特定(Specified)NPCに基づき行われる支払い(I.R.C.§871(m)(2)(B))及び(iii)それらの支払いと実質的に同じであると内国歳入庁長官が決定したその他の支払い(I.R.C.§871(m)(2)(C))は、全て配当相当(dividend equivalent)と定義され(I.R.C.§871(m)(2))、配当相当は、米国源泉の配当として扱われることとなった(I.R.C.§871(m)(1))。

特定NPCとは(i)取引開始時に、ロング<sup>64</sup>がショート<sup>65</sup>に原証券を移転し、(ii)取引終了時に、

ショートはロングに原証券を移転し、(iii) 原証券は、証券市場で容易に売買可能（readily tradable）ではなく<sup>66</sup>、(iv) 取引開始時に、ショートが、ロングに原証券を担保として差し入れる（以下、「4要素」という）又は(v) 上記のような取引として内国歳入庁長官が特定したものをいう（I.R.C.§871(m)(3)<sup>67</sup>。この4要素のうち、(i) 及び(ii) の要素は、オバマ政権が2009年に公表した前述の適用除外要件の(iv) 取引の開始時に外国人投資家が取引の相手方に原証券を売却していないこと又は取引の終了時に取引の相手方から当該証券を購入していないことを前提としたものに対応している。また、(iii) の要素は、適用除外要件の(iii) 原証券が公開株、かつスワップの想定金額が公開株の時価総額（public float）の5%未満かつ30日平均売買代金の20%未満であることに対応している。最後に、(iv) の要件は、適用除外要件の(i) 外国人投資家に担保として原証券の20%以上を差し入れることを要求する条件を付していないことに対応している。すなわち、4要素は、オバマ政権が提案したアプローチとは逆ではあるが、取引当事者のいずれかが原株式を所有している外観を捉えて、取引開始時から終了時まで、外国人投資家による株式の所有が実質的に続いているという状況を抽出するためのものであると考えられ<sup>68</sup>、特定NPCを認識するための4要素によって外国人投資家による実質的な株式の所有が抽出される限り、代替配当に係る財務省規則の拡張で対応できたのではないかと考えられる（表2）。代替配当に係る財務省規則の拡張ではなく、I.R.C.§871(m)が創設されたのは、制定法の下、スタッフ・レポートで指摘された配当に対する租税回避に取り組むという姿勢をより一層強調する必要があったこと及びエクイティ・スワップ取引から生じる配当等を参照した金額に課税できないのは、所得の性質決定がなされていないことによるものではなく、NPC所得が居住地国課税であったことに起因することから、別途規定を創設する必要があったことが挙げられよう。

その他、I.R.C.§871(m)は、エクイティ・スワップ取引の想定元本が単一の株式でなく、指数やバスケットを参照したものであったとしても、これを単一の原証券として扱うとしている（I.R.C.§871(m)(4)(C)）。また、配当相当はグロス金額で測定され（I.R.C.§871(m)(5)）、配当相当の支払いにおいて、源泉税の累積が生じた場合、納税義務者が当該配当相当に一度は源泉税が課されていること等を証明し、内国歳入庁長官が租税を軽減することが適切であると決定した場合には、配当相当に係る課税を減少させるとしている（I.R.C.§871(m)(6)）。

### 3 内国歳入法典871条(m)に関する財務省規則

2012年、I.R.C.§871(m)に関する財務省規則の規則案<sup>69</sup>（以下、「2012年規則案」という）が公表された。主な改正点は、I.R.C.§871(m)の適用対象が、クロスボーダー有価証券貸借取引、レポ取引及び特定NPCのみであったものを、エクイティ・リンク商品にまで拡大すること及び特定NPCを識別するための4要素の拡大が提案されたことである。

### (1) エクイティ・リンク商品

2012年規則案では、ELI (equity-linked instrument (以下、「ELI」という))とは、先物、先渡、オプション又はその他の契約の約定を含み、その価値を決定するために1つ若しくは複数の原証券を参照する金融商品又は金融商品の組み合わせをいうものとしている (Prop. Reg. §1.871-15(d)(2)(i)). そして、ELIはNPCとして扱う (Prop. Reg. §1.871-15(d)(2)(ii))とした上で、ELIのうち、米国源泉の配当を参照したもので、かつ、そこから生じる支払いが配当相当に実質的に類似する支払いである場合には、そのELIを特定NPCとして扱い、I. R.C. §871(m)を適用するとしている (Prop. Reg. §1.871-15(d)(2)(ii)). 2012年規則案のうち、ELIに関する規定は、2015年に最終規則として導入された (Treas. Reg. §1.871-15(e)).

### (2) 特定NPCの識別

また、2012年規則案では、特定NPCを識別するために用いられていた4要素を、2013年1月1日以降<sup>70</sup>、(i)ロングが、原証券に関して、NPCの価格を決定する日又は取引の終了日と同じ日に市場で取引すること、(ii)原証券が定期的に取り引されていないこと、(iii)ショートが原証券を担保として提供し、その原証券の担保はショート当事者によって提供される担保の10%以上であること、(iv)NPCの契約期間が90日以内であること、(v)ロングがショートのヘッジをコントロールしていること、(vi)NPCが、取引量のかなりの割合を表していること、(vii)NPCは配当落ち日後等に行われること (以下、「7要素」という)に変更することが提案されている (Prop. Reg. §1.871-16(c)(1)~(7))<sup>71</sup>. この7要素は、前述の4要素をベースとして、エクイティ・スワップ取引を用いた配当及び代替配当に係る源泉税の回避をより広範に捉えるための要素を取り入れたものである。IRSは、4要素から新たに追加された(vi)及び(vii)に関して、特に参照株式の権利確定日前後での短期取引は租税回避の疑いが強いとの考え方<sup>72</sup>を示しており、(v)に関して、ロングによる契約書等を通じたショートのヘッジのコントロールは、ロングの原証券に対する支配力を表すとともに、ロング当事者が、原証券の実質的な支配者であることを表すとしている<sup>73</sup>. しかし、2012年規則案に関しては、特定NPCを識別する7要素は、租税回避取引を適切に識別するものではなく、取引が主として源泉税回避のために締結されていない時でさえ、特定NPCとして扱うことになる等、適用範囲が過度に広いと批判されている<sup>74</sup>. その結果、同規則案は取り消され<sup>75</sup>、4要素の適用期間が2013年12月31日まで延長されることとなった<sup>76</sup>.

2013年に公表された財務省規則案<sup>77</sup> (以下、「2013年規則案」という)では、特定NPC又は特定ELIを識別するための4要素にかわって、2016年1月1日以降は、新たにデルタテストを導入することを提案している<sup>78</sup>. デルタテストとは、NPC又はELIの取引締結日におけるデルタの測定によって、特定NPC又は特定ELIを識別するためのテストである。ここでデルタとは、(A)NPC又はELIの公正市場価値の変化に対する、(B)NPC又はELIの契約によって参照される資産の公正市場価値の変化の比率を表す (Prop. Reg. §1.871-15(i)(1)(C)). デル

タの値 ((A)/(B)) が0.7以上であれば、NPC 又は ELI は特定 NPC 又は特定 ELI になる (Prop. Reg. §1.871-15(d)(2), (e)(2)). デルタの値が高くなるほど、特定 NPC 又は特定 ELI の公正市場価値は参照資産の公正市場価値をたどることになり、その特定 NPC 又は特定 ELI は、より経済的に参照資産と同等になる。つまり、デルタテストは、外国人投資家が原証券を所有していない場合でも、実際の所有と経済的実質が同じ状況を抽出するものである。規則案では、外国人投資家が、原証券を所有せず納税義務を負わない一方で、原証券の所有と実質的に同一の状況にあるときは、その取引は租税回避の可能性があるとのかかわらず、経済的に同等の NPC 又は ELI から生じる配当相当が課税対象であるにもかかわらず、経済的に同等の NPC 又は ELI から生じる配当相当が課税対象でない状況には、租税回避の可能性が有るという IRS の考えがそこには示されているのである<sup>80</sup>。規則案は、4要素の個別的な要素により株式保有の経済的実質性を判断するのではなく、デルタテストという包括的な枠組みを採用し、米国法人株式から生じる配当に連動した取引全てを課税対象とすることを目的としている。株式の所有を前提としない NPC 又は ELI も、その経済的実質は株式を所有しているものと同様であると考え、そこから生じる所得を配当と同様に扱うという対応は、バーチャルな配当<sup>81</sup>をも配当概念に含め、それに課税する考えを前面に出したものとしよう (表2)。

2015年、最終規則<sup>82</sup> (以下、「2015年最終規則」という) が公表され、2013年規則案で導入が検討されていたデルタテストは、2017年1月1日以降の支払い<sup>83</sup>に適用するとしている。また、2013年規則案では、特定 NPC 又は特定 ELI に該当するデルタの値は、0.7であったが、デルタの値0.7は、特定 NPC 又は特定 ELI を過大に識別する可能性があること、しかし、デルタを0.9 (又はそれ以上) に設定すると、原証券への投資リターンに近い経済的リターンを有する NPC 又は ELI を対象から外すことになるため、デルタの値を0.8に設定することとし

表2 配当概念の拡張

	対象取引	所得	株式の所有権	配当・代替配当・配当相当の帰属
従来	株式の所有	配当	株主	株主
1992年規則案・1997年最終規則	有価証券貸借取引	配当戻し金 ↓ 代替配当 (配当相当*)	借り手	貸し手
1997年最終規則	レポ取引	配当戻し金 ↓ 代替配当 (配当相当*)	買い手	売り手
2010年 I.R.C.§871(m)	特定 NPC 取引	配当等を参照した金額 ↓ 配当相当	ショート	ロング
2015年 デルタテスト	特定 NPC 取引	配当等を参照した金額 ↓ 配当相当	ショート (所有していない場合も有り)	ロング

(※) 代替配当は、I.R.C.§871(m) の導入の際に配当相当の概念に含まれることとなった。

(出所) 筆者作成。

た (Treas. Reg. §1.871-15(d)(2)). さらに, NPC 又は ELI の取引を単純な契約<sup>84</sup>と複雑な契約<sup>85</sup>に区分し, 単純な契約はデルタテストを用いるが, 複雑な契約には, 新たに実質相当性テスト (substantial equivalence test) を導入し, I.R.C. §871(m) の適用対象になるかどうか判断することとした (Treas. Reg. §1.871-15(d)(2)). ただし, 実質相当性テストの具体的な内容に関しては, 2015年最終規則に明記されず, それと同時に公表された暫定規則<sup>86</sup>において規定されている。ここでは, 実質相当性テストとは, 原証券に対する様々なテスト価格<sup>87</sup>で, 複雑な契約における予測される価値の変化と予測される初期ヘッジ<sup>88</sup>の価値変化の差と単純な契約のベンチマーク<sup>89</sup>である予測される価値の変化と予測される初期ヘッジの価値の変化の差を比較することによって, 複雑な契約が原証券の経済的パフォーマンスを実質的に再現するかどうかを測定するテスト (Temp. Reg. §1.871-15 (h)(1)) とされる。この実質相当性テストでは, 取引開始時に, 契約が参照している株式数の把握を前提とせず, デルタテストが測定しようとする経済的同等性を測定することが可能となる<sup>90</sup>。実質相当性テストに対しては批判が多く<sup>91</sup>, 現時点ではその運用にあたって不明確な点が多く, どのようにテストを行うのかの詳細は不明の状態である。

#### 4 小括

I.R.C. §871(m) では, 1997年最終規則で配当として扱われることとなったクロスボーダー有価証券貸借取引及びレボ取引から生じる代替配当に加えて, 特定のエクイティ・スワップ取引から生じる配当等を参照した金額が配当相当と定義付けられ, 米国源泉の配当として扱われることとなった。規定の創設時に特定 NPC を識別するために導入された4要素は, 取引のいずれかの当事者が米国法人株式を所有している実質を捉えてロングの株式所有と経済的実質が同じ状況を抽出するための要件として機能していた。すなわち取引当事者のいずれかが原株式を所有しているという実質を前提として, 当該株式の所有を経済的実質から観念し, 無税で外国人投資家に引き渡された配当戻し金や配当等を参照した金額を配当として課税するという点では, 1997年最終規則も導入当初の I.R.C. §871(m) も同じである。その後導入されたデルタテストでは, 取引当事者いずれもが原証券を所有していない場合も, 実際の所有と経済的実質が同じ状況であれば同じように課税されることとなった。さらに, 配当等を参照した金額は実際の配当 (Actual dividends) のみならず予想配当 (Estimated dividends) も含むとされた。1997年最終規則により拡張した配当概念は原株式の所有を前提とした配当から経済的実質に基づく代替配当, 配当相当といった擬制的配当へと発展, 変化し, そこからさらにバーチャルな配当へと拡張されてきたこととなる。

#### IV おわりに

本稿は、外国人投資家に対する源泉課税において、米国の配当概念が拡張されてきた変遷をたどり、その根底にある考え方を明らかにすることを目的として分析を行ってきた。ここでは外国人投資家が配当に対する源泉課税を回避するために行ったクロスボーダー金融取引の新たな発展に対応する形で配当概念が拡張されている点で従来の配当概念の拡張に関する議論と共通した側面を有する。1992年規則案では、クロスボーダー有価証券貸借取引における配当戻し金は、借り手を原株式の私法上の所有者とするが、その経済的実質は貸し手の所有である点に着目して、透明性ルールにより所得の帰属を変更することで貸し手に配当の源泉課税を行うものであった。その後1997年最終規則では、クロスボーダー・レポ取引と有価証券貸借取引が類似しているという理由で、クロスボーダー・レポ取引から生じる配当戻し金も代替配当の定義に含められることとなった。このような代替配当への配当課税の論理は、原株式を所有していない外国人投資家を経済的実質に基づき株主とみなして配当課税を行う点で、従来の配当概念の拡張から発展、変化したものである。

また、クロスボーダー・エクイティ・スワップ取引から生じる所得は、NPC 所得として、居住地国に課税権が配分され、米国での源泉課税は容易に回避されてきた。2010年 I.R.C. §871(m) 制定の際には、当該取引による所得は、特定 NPC を識別する 4 要素により、ショートが原株式を実質的に所有していることを前提としつつ、その経済的実質がロングの所有である場合に限定して配当等を参照した金額を配当相当と定義し、これを配当として課税するというものであった。配当相当と定義されるものの要件が、取引当事者のいずれかの原株式の実質的な所有を前提としているという点では1997年最終規則における配当概念の拡張と同じ理論的背景を持つ。しかし、その後のデルタテストの導入によって、原株式の所有に関係なく経済的実質が原株式の所有とみられる取引についても、当該取引から生じる所得を配当相当に取り込むことで、配当概念の範囲は一層拡張しつつある。

このように、米国の配当概念が、代替配当、配当相当と拡張されてきたのは、外国人投資家による源泉課税の回避に対抗してきたことにある。配当概念の歴史の出発点においては、取引当事者のいずれかの米国法人株式の所有が前提であったが、現行法における配当には、株式の所有を前提とした配当と、それを前提としないバーチャルな配当の両者が含まれている。配当概念は、原株式の所有を前提とした配当から代替配当、配当相当といった擬制的配当へと発展、変化を遂げ、そこからさらにバーチャルな配当へと拡張されつつあると指摘することができる。

#### 註

- 1 国税庁質疑応答事例「特約の付された株券貸借取引に係る特約権料等の課税上の取扱い」では、金融商品取引業者（株券の借り手）と投資家（株券の貸し手）との間における株券貸借取引か

- ら生じる配当代わり金は「株主たる地位に基づいて受ける配当金ではなく、株券貸借取引から生ずる果実であることから、配当所得には該当せず、賃借料と同じく、雑所得となります」と回答している (<https://www.nta.go.jp/shiraberu/zeiho-kaishaku/shitsugi/joto/22/01.htm>, 2017年7月14日最終閲覧)。ただし、これは国内取引に焦点を絞った行政解釈にとどまっており、クロスボーダー有価証券貸借取引における取扱いを示したものではない。
- 2 水野忠恒『アメリカ法人税の法的構造—法人取引の課税理論』(有斐閣, 1988) 125頁。その他、小塚真啓『税法上の配当概念の展開と課題』(成文堂, 2016) 158頁以下。渡辺徹也『企業取引と租税回避』(中央経済社, 2002) 227頁以下。
  - 3 小塚真啓「税法上の配当概念の過去・現在・未来」租税研究800号370頁 (2016)。
  - 4 同上, 378頁。
  - 5 同上。
  - 6 例えば、外国人投資家が、株式若しくは有価証券又はコモディティ(商品)の取引(以下、「有価証券等取引」という)を居住者である仲介業者等を通じて行った場合、それが自己勘定において行われたとしても、米国内で行う営業又は事業にはあたらないとされ、外国人投資家が有価証券等取引を、米国に所在する事務所等を通じて行った場合、米国で営業又は事業を行っているものとして扱われる(I.R.C.§864(b)(2))。ただし、外国人投資家が有価証券等取引を行うディーラーであり、米国内でこれら取引を行った場合は、米国で行う営業又は事業に該当するものとされる(I.R.C.§864(b)(2)(A)(ii), (B)(ii))。
  - 7 国内源泉所得か否かは、ソース・ルールに基づき判定される。ソース・ルールについては、水野忠恒「国際租税法の基礎的考察」菅野喜八郎・藤田宙靖編『小嶋和司博士東北大学退職記念憲法と行政法』(良書普及会, 1987)に詳しい。
  - 8 FDAP所得とは、利子、賃貸料、ロイヤリティ、配当等の投資所得とされるものをいう(Treas. Reg. §1.1441-2(b))。
  - 9 米国においては、一般的に「有価証券の貸借取引」を意味するもの」とされる。本稿においては、これに倣い、「有価証券貸借取引」という用語を使用する。植月貢『貸株市場入門(改訂版)』27頁(東洋経済新報社, 2005)。
  - 10 I.R.C.§1058の制定史を分析した論文として、住永佳奈「株式(貸借)と譲渡についての一考察」税法学574号117頁(2015)が挙げられる。我が国における貸株取引(有価証券貸借取引のうち、その対象が株式のもの)における株券の帰属等について考察した論文として、笠原一郎「貸株取引(株券貸借取引)の課税問題について: その契約等の形態と課税要件からの検討を中心に」青山ビジネスロー・レビュー2巻2号153頁(2013)が挙げられる。我が国の貸株市場に関しては、植月、前掲注9に詳しい。
  - 11 Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)のホームページから入手可(<http://www.sifma.org/services/standard-forms-and-documentation/mra,-gmra,-msla->

- and-msftas/, last visited Feb.10, 2017). クロスボーダー有価証券貸借取引では、International Securities Lending Association (ISLA) の標準契約書である Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA) が用いられることもある。GMSLAは、以下から入手可 ([http://www.isla.co.uk/wp-content/uploads/2015/08/GMSLA\\_2010\\_amendments\\_July\\_2012-1.pdf](http://www.isla.co.uk/wp-content/uploads/2015/08/GMSLA_2010_amendments_July_2012-1.pdf), last visited Feb.10, 2017)。
- 12 実際の取引においては、AとBとの間にブローカーが入ることがある。本稿では、説明を単純化するため、AとBとの直接取引とする。さらに、貸し手と借り手との間で受け渡しされる現金担保に対する金利、有価証券の賃貸料等の支払い等は便宜上、図から除いた。
- 13 担保は一般的に現金であるが、現金以外の場合もある。
- 14 MSLAに基づく契約は、「一般的に、貸し手に提供する担保に関する証券担保契約であり、借り手は借り入れ証券に対する所有権を取得する」ものとされる。ICMA, ISLA, SIFMA等の業界団体による「日本の証券金融取引規制第15条情報開示書」9頁。同開示書は以下のホームページから入手可 ([http://www.isla.co.uk/wp-content/uploads/2016/05/SFTR-Article-15-Risk-Disclosure-Statement-FINAL-global-doc\\_japanese.pdf](http://www.isla.co.uk/wp-content/uploads/2016/05/SFTR-Article-15-Risk-Disclosure-Statement-FINAL-global-doc_japanese.pdf), 2017年7月14日最終閲覧)。
- 15 これに該当するものは「配当金相当額」、「配当戻し金」又は「配当代わり金」等とよばれている。本稿では、「株券貸借取引に関する基本契約書」(1998年10月、日本証券業協会)に基づき、「配当戻し金」とよぶ。当該基本契約書では、「配当戻し金」は、貸借対象株券の発行会社の決算日の2営業日前における日本経済新聞社発表の予想配当率×貸借株数で計算される。
- 16 「配当戻し金」が借り手から貸し手に支払われるのは、「株券の貸借であってもその果実は貸借されていないという観点から」とであるとされる。植月、前掲注9、45-46頁。
- 17 Rev. Rul. 60-177. 1960-1 C.B. 9.
- 18 この財務省規則案を根拠に、1992年まで、配当戻し金は手数料として扱われていたとするものもある。Michael J. Barnes & Philip H. Spector, *Cross-Border Securities Lending Payments: Income in Search of a Character*, 21 Tax Mgmt Int'l J. 295 (1992). Edward D. Kleinbard, *Risky and Riskless Positions in Securities*, 71 TAXES 783, at 792 (1993).
- 19 当時、米国が締結していた租税条約において、「その他の所得」条項を有していたのは、デンマーク、フランス、ドイツ、ハンガリー、イタリア、マルタ、スペイン及びイギリスであったとされる。Barnes & Spector, *Id.* at 300.
- 20 *Id.*
- 21 クロスボーダー有価証券貸借取引の対象有価証券が債券である場合には、利子相当額（代替利子）が支払われる。
- 22 Prop. Reg. §§1.861-2(a)(7) and 1.861-3(a)(6), 57 FR 860 (Sep. 01, 1992).
- 23 その他、株式の権利確定日を跨いでクロスボーダー有価証券貸借取引を行い、配当に対して課された源泉税の税額控除及び譲渡損失を計上する取引も問題として取り上げられたが、これら

- の取引に対しては、その後、米国は税法上の対応を行った。中嶋美樹子「米国のクロスボーダー・レボ課税に関する一考察：BEPSの議論を踏まえて」立命館経済学65巻1号23頁、38頁(2016)。
- 24 例外として、I.R.C. §861(a)(2)(B), (C), (D).
- 25 1992年規則案が1997年最終規則として制定された際、内国歳入庁：Internal Revenue Service (以下「IRS」という。)が解説したものによる。T.D.8735, 1997-2 C.B.72.
- 26 ABA Section of Taxation, Committee on Financial Transactions, *Report on the Proposed Cross-Border Securities Lending Regulations*, 92 TNT 87-38 (1992) [hereinafter *ABA Report*].
- 27 New York State Bar Association Tax Section, *Report on Proposed Regulations on Certain Payments Made Pursuant to Securities Lending Transactions*, 92 TNT 151-38 (1992) [hereinafter *NYSBA Report*].
- 28 Lee A. Sheppard, *Derivative Financial Products: To Withhold or not to Withhold on Equity Swaps?*, 5 Tax Notes Int'l 119 (1992).
- 29 レボ取引の具体的な取引内容に関しては、中嶋、前掲注23, 23頁。
- 30 ABA Report, *supra* note 26, at 10-11. 引用中にある Tax Owner は Tax Ownership あるいは Ownership と呼ばれ、米国における税法上の資産の帰属を表す概念の一つである。Tax Owner 等に関する議論は、以下を参照。Alex Raskolnikov, *Contextual Analysis of Tax Ownership*, 85 B. U. L. Rev. 431 (2005). Reid Thompson & David Weisbach, *Attributes of Ownership*, 67 Tax L. Rev. 249 (2014). 澗圭吾「所得課税における帰属 (tax ownership) をめぐる研究動向」学習院大学法学会雑誌45巻1号173頁 (2009)。酒井貴子「連結納税制度の日米比較：最近の米国連結納税制度の話題をふまえて」租税研究764号113頁 (2013)。住永、前掲注10, 121頁。
- 31 II 2(1) 参照。
- 32 Rev. Rul. 74-27, 1974-1 C.B. 24. Rev. Rul. 77-59, 1977-1 C.B. 196. Rev. Rul. 79-108, 1979-1 C.B. 75. Rev. Rul. 79-195, 1979-1 C.B. 177. 1970年代、一般的なレボ取引においては、契約上、買い手は対象有価証券を売却できなかった。そのため、レボ取引が法律上、売買形式を用いて行われたとしても、その取引は、現金を担保とした有価証券の貸付けと同様であった。詳細は、中嶋、前掲注23, 31頁 (2016)。
- 33 他方、買い手が有価証券を売却できないレボ取引に関しては、ABAと同様の理由から、1992年規則案を拡張する必要はないとしている。NYSBA Report, *supra* note 27, at 14.
- 34 渡辺裕泰『ファイナンス課税〔第2版〕』(有斐閣, 2012) 50頁。スワップは「連続した先渡」と説明される場合もある。「先渡とは、将来のある時点において、予め定められた価格(約定価格)で、特定の資産の売買や特定の指標に基づく金銭の支払を行う取引」をいう。岡村忠生

- 『法人税法講義〔第3版〕』（成文堂，2007）261，263頁。
- 35 岡村，同上，264頁。
- 36 「対象となる株式は個別株でもインデックスでも，あるいは複数の個別株を一まとめにしたバスケットでも」よいとされる。田渕直也『入門実践金融 デリバティブのすべて』（日本実業出版社，2012）39頁。
- 37 エクイティ・スワップ取引の具体的な取引内容に関しては，倉田将吾「クロスボーダーエクイティ・スワップにより生じる配当相当額に対する源泉徴収税問題～I.R.C.§871(m)による配当相当額の議論を参考に～」1頁『平成28年度第6回新日本法規財団奨励賞受賞論稿集』（新日本法規財団，2017）5頁以下。
- 38 一般的に，LIBOR（London Interbank Offered Rate）+ 株価下落分に等しい支払いと引き換えに，特定の株式の配当+ 株価上昇分に等しい支払いを受け取る当事者は「ロング」（‘long’），取引の相手方は「ショート」（‘short’）とよばれる。Sheppard, *supra* note 28, at 119.
- 39 「元本金額は，授受されるわけでも，またどこかに存在するわけでもなく，単に観念された数値に過ぎない」といった点で，スワップ取引においては，元本となる資産のことを想定元本とよんでいる。岡村，前掲注34，263頁。エクイティ・スワップ取引における想定元本は，通常，対象株式の元本と同じ額に設定される。
- 40 Sheppard, *supra* note 28, at 121.
- 41 *Id.* at 120.
- 42 *Id.* したがって，外国人投資家に対して，上記の相殺後にネットのアウトバウンド支払いが生じた場合のみ，源泉税を課するというのが現実的な方法であろうとしている。
- 43 Rev. Rul. 78-182, 1978-1 C.B. 265.
- 44 T.D. 8735, 1997-2 C.B.72.
- 45 これは，後述の Notice97-66に挙げられた事例4つのうち2番目のものである。
- 46 Notice97-66, 1997-2 C.B. 328. その後，2010年に Notice97-66が撤回され，Notice2010-46が出された。Notice2010-46, 2010-24 I.R.B.757.
- 47 Example 3 of Notice97-66.
- 48 Example 4 of Notice 97-66.
- 49 米国が外国人投資家同士の取引に透明性ルールを適用して課税することに関して批判がないわけではないが，本稿ではこの点は取り上げない。外国人対外国人のロイヤリティに対して米国が課税した裁判（国側敗訴）として，SDI Netherlands B.V. v. C.I.R., 107 T.C. 161 (1996). が挙げられる。同裁判を取り上げて，透明性ルールを批判したものとして，M. Gaffney, *Cross-Border Securities Lending and Qualified Securities Lender Regime*, 2011 TNT 153-4, (2011).
- 50 U. S. Senate, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, Permanent Subcommittee on Investigations, *Dividend Tax Abuse: How Offshore Entities Dodge Taxes*

on *U.S. Stock Dividends*, Staff Report (Sept. 11, 2008) [hereinafter *Staff Report*].

51 スタッフ・レポートでは、その他、モルガン・スタンレーがエクイティ・リンク証券、メリルリンチがオプション取引等を用いて配当に対する源泉税を回避していたとされる。

52 一般的に配当金額の3~8%とされる。Staff Report, *supra* note 50, at 5.

53 *Id.*

54 スタッフ・レポートは、調査を行った各金融機関の取引による税収の損失を挙げている。

55 Staff Report, *supra* note 50, at 9.

56 *Id.* at 5, 35. スタッフ・レポートは、その根拠として、各金融機関がこれら取引を行うにあたって、独自に作成したガイドラインを用いて、当該取引がIRSに再構成(“recharacterization”)されないようにしていたことを指摘している。例えば、参照株式がひとつの株式だけであるエクイティ・スワップ(シングル・エクイティ・スワップ)は、株式を使用した有価証券貸借取引に類似していることから、エクイティ・スワップ取引が有価証券貸借取引に再構成され、1997年最終規則の適用により、配当に対する源泉税が課される恐れがあった。そこで、ガイドラインの一つには、シングル・エクイティ・スワップは使用せず、様々な株式を組み込んだバスケット等を参照することが示されていた。

57 *Id.* at 5.

58 BORIS I. BITTKER & LAWRENCE LOKKEN, FEDERAL TAXATION OF INCOME, ESTATES AND GIFTS 2015 Cumulative Supplement NO.1 Text Part 1 Volumes 1-4, at 178 ¶73.9 (2015).

59 S. 506, 111th Cong., 1st Sess. (Mar. 2, 2009), sec. 108; H.R. 1265, 111th Cong., 1st Sess. (Mar. 3, 2009), sec. 108.

60 U. S. Office of Management and Budget, *Analytical Perspectives Budget of the U.S. Government, Fiscal Year 2010*, at 269 (May 2009). U. S. Department of the Treasury, *General Explanations of the Administration’s Fiscal Year 2010 Revenue Proposals*, at 37-38 (May 2009) [hereinafter *General Explanations*].

61 *General Explanations, Id.*

62 U. S. Congress, Joint Committee on Taxation, *Tax Compliance and Enforcement Issues with Respect to Offshore Accounts and Entities*, at 134 (Mar. 30, 2009).

63 Pub.L.111-147 (124 Stat. 71) (Mar. 18, 2010). 当初はI.R.C.§871(1)として制定された。

64 NPCに関する契約において、配当相当等の支払いを受ける権利を有する当事者をいう(I. R.C.§871(m)(4)(A)).

65 ロング当事者でない当事者をいう(I.R.C.§871(m)(4)(B)).

66 原証券が、証券市場で容易に売買できないということは流通性の低い株式であることを意味する。このような要件が入ったのは、ショートに移転された原証券と同一銘柄の原証券が証券市場で多々流通しておりショートが原証券を容易に売買できる場合には、ショートが取引期間中

に継続して原証券を所有しているという前提が崩れることになるからである。なお、4要素の詳細な検討に関しては、倉田、前掲注37、43頁以下を参照。

- 67 NPC が、(i) から (v) のいずれかに該当すれば、特定 NPC となる。特定 NPC の要件は、この法案の制定後 2 年間に於いて特定 NPC を決めるものとして使用され、それ以後は、内国歳入庁長官が租税回避取引の可能性を有しない取引であると判断しない限り、いかなる NPC も含まれるとされた (I.R.C. §871(m)(3)(B))。
- 68 財務省解説は、「この規則の下では、米国法人株式を参照としている特定の先渡契約や他の金融契約の下での支払いが配当相当であると結論付けられるかもしれない」としている。U. S. Congress, Joint Committee on Taxation, *Technical Explanation of the Revenue Provision Contained in Senate Amendment 3310, The “Hiring Incentives to Restore Employment Act”, Under Consideration by the Senate*, at78–79 (Feb. 23, 2010).
- 69 77FR3108 (Jan. 23, 2012).
- 70 2010年に I.R.C.871(m) が制定されたときに設けられていた 4 要素の適用期限は2012年 3 月 17 日までであった。そこで、2012年に暫定規則（以下、「2012年暫定規則」という）が公表された (77FR3109 (Jan. 23, 2012))。2012年暫定規則では、2012年 3 月 18日から2012年12月31日までの間に行われた取引に関しては、4 要素が引き続き適用されるとしている (Temp. Reg. §1.871–16T (b))。
- 71 その他、租税条約上、配当相当を配当として扱うこと (Prop. Reg. §1.894–1(c)(2))、源泉徴収義務者は、ロングへのネットの支払いがない場合でも、配当相当の総額に対して源泉徴収を行う必要があることの明確化 (Prop. Reg. §1.871–15(c))、NPC が取引期間中に特定 NPC になった場合、特定 NPC になる以前の配当相当についても源泉税を課すというルール (Prop. Reg. §1.871–16(d)(1))、納税者が、関連者を通して I.R.C. §871(m) の規定を回避することを防ぐために、規則案は取引の当事者のそれぞれの関連者 (I.R.C. §§267(b) 又は707(b)(1)) を契約の当事者として扱うこと (Prop. Reg. §1.871–16(e)(1))、関連者ディーラー間での NPC は、その取引が第三者との他の NPC のリスクをヘッジするために行われた場合、源泉の対象としないといった例外規定 (Prop. Reg. §1.871–16(e)(2)) 等が提案された。
- 72 77FR3204 (Jan. 23, 2012).
- 73 77FR3204 (Jan. 23, 2012).
- 74 78FR73130–73132 (Dec. 5, 2013).
- 75 77FR53141 (Aug. 31, 2012).
- 76 Temp. Reg. §1.871–16T (b). これは、2012年暫定規則の修正にあたるものである (77 FR 53141 (Aug. 31, 2012))。
- 77 78FR73128 (Dec. 5, 2013).
- 78 4 要素の適用期限に関する最終規則が公表された (78FR73079 (Dec. 05, 2013))。4 要素によ

- る識別は、2015年12月31日まで延長されることとなった (Treas. Reg. §1.871-15(d)(1)(i)).
- 79 78FR73132 (Dec. 5, 2013).
- 80 78FR73132 (Dec. 5, 2013).
- 81 2012年規則案ではエクイティ・スワップ取引から生じる配当等を参照した金額が配当相当の支払いに該当する要件として、実際の配当 (Actual dividends) を参照若しくはこれを調整したものと限定されていた。しかし、2013年規則案は、実際の配当に加えて予想配当 (Estimated dividends) も含むものとされた。2013年規則案は2015年最終規則においても維持された (Treas. Reg. §1.871.15(i)(2)).
- 82 80FR56866 (Sep.18, 2015).
- 83 4要素による識別は、2016年12月31日まで延長されることとなった (Treas. Reg. §1.871-15(d)(1)(i)). 2016年12月2日に出された Notice2016-76により、デルタテストの計算方法の簡単化及びその段階的な導入が発表された (2016-51 I.R.B. 834).
- 84 単純な契約とは、以下を満たす NPC 又は ELI である。(A) が発行される時に参照株式数が判明していなければならないという条件の下、満期時、行使時又は他の支払い決定日に支払う又は受取る全ての金額が、1つの原証券、原証券の一定の株式数を参照することによって計算される。(B) 原証券に関して計算される(前払いや定期的支払い以外の) 全ての支払い金額について単一の満期や行使日を有する (Treas. Reg. §1.871-15(a)(14)(A)(B)).
- 85 複雑な契約は、単純な契約でない NPC 又は ELI をいう (Treas. Reg. §1.871-15(a)(14)(ii)(A)).
- 86 80FR56866 (Sep. 18, 2015).
- 87 複雑な契約が発行された時の原証券の価格が1標準偏差によって増加又は減少すると仮定したときの価格 (Temp. Reg. §1.871-15T (h)(4)(2)(iii)).
- 88 ショートが実際に想定元本契約や ELI を完全にヘッジしていない場合でも、想定元本契約や ELI が発行された時に原証券に関する想定元本契約や ELI を完全にヘッジするためにショート当事者に必要な原証券の株式数 (Temp. Reg. §1.871-15T(a)(5)).
- 89 複雑な契約が発行された時に0.8のデルタを有する単純な契約に密接に相当し、複雑な契約に参照される該当の原証券を参照し、そして、該当の原証券に関して複雑な契約と同じ満期を有する契約 (Temp. Reg. §1.871-15T(h)(2)) 2015年暫定規則には、コールオプション、プットオプション又はカラーなどと例示されている。
- 90 80FR56868 (Sep. 18, 2015)
- 91 David S. Miller & Jason Schwartz, *New 871(m) Regulations Finalize Dividend- Equivalent Payment Withholding Rules for Equity Derivatives*, 42 INT'L TAX J. 17 (2016). John Kaufmann, *The Substantial Equivalence Test*, 13 J. TAX'N FIN. PROD. 27 (2016).

The Extension of Dividend Concept in U.S. Tax Law:  
Focusing on Income Arising from Cross-border Financial Transactions

NAKASHIMA Mikiko<sup>\*</sup>, KURATA Shogo<sup>\*\*</sup>, ASADA Kazufumi<sup>\*\*\*</sup>

**Abstract**

In the U.S., foreign investors had escaped withholding taxes on income was not generated by their cross-border financial transactions because such income was not counted as dividend income. To deal with this, the government has expanded the dividend concept. This paper considers these changes in the dividend concept on withholding taxes by foreign investors in the U.S.. The original definition of dividend income was premised on the ownership shares of stock in a corporation. The definition has been since expanded to count income from cross-border securities lending transactions and repo transactions as a substitute dividend for withholding tax purposes. The definition has been yet further expanded to count income from cross-border equity swap transactions as a dividend equivalent. This U.S. dividend concept has been premised on ownership shares of stock in a corporation, and included similar income even without share ownership in economic substance – in other words, virtual dividends.

**Keywords**

Dividend, Substitute dividend, Dividend equivalent, Withholding tax, Securities lending transaction, Repo, Equity swap

---

\* Correspondence to: NAKASHIMA Mikiko  
Doctoral Program, Graduate School of Economics, Ritsumeikan University  
1-1-1, Noji-higashi, Kusatsu, Shiga, 525-8577  
E-Mail: gr0265ix@ed.ritsumei.ac.jp

\*\* Correspondence to: KURATA Shogo  
Completion of the Master's Program (2016), Graduate School of Economics, Ritsumeikan University  
E-Mail: kurasho0923@yahoo.co.jp

\*\*\* Correspondence to: ASADA Kazufumi  
Professor, College of Economics, Ritsumeikan University  
1-1-1, Noji-higashi, Kusatsu, Shiga, 525-8577  
E-Mail: kat00745@ec.ritsumei.ac.jp