九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

多国籍企業の移転価格戦略 : 法人税率の国際的格差問題

王, 忠毅

https://doi.org/10.15017/3000110

出版情報：経済論究. 93, pp.1-23, 1995-11-30. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：

多国籍企業の移転価格戦略

—法人税率の国際的格差問題—

王　　忠　　毅

目　次

1　問題意識
2　企業価値と移転価格戦略との関連性
3　多国籍企業の移転価格分析
4　移転価格戦略の財務的意義
5　むすびにかえて

1　問題意識

多国籍企業は世界各地で事業活動を展開する際に様々な市場の不完全性の要因（税率格差、利子率の格差，政府規制など）に直面している。多国籍企業はこれらの市場の不完全性を回避ないしはそれを利用するための様々な方策を用いてきている。例えば，外国政府が製品の輸入制限を設立すると，多国籍企業は直接投資をおこなうことによってその輸入制限を回避しようとしてきた。そのことは，資本が相手国に移動することを意味する。その際，国際的法人税率の格差が存在する場合には，多国籍企業は移転価格[1)] をどのように設定するかによって利益を低課税国に移転させることも可能になっている。このことは，市場不完全性の要因の存在が多国籍企業による国際的な資金移動の主要な動機の一つになっていると考えられる。ここで問題となるのは，市場不完全性の要因の存在が，資金や利益の移動を生ずることになるが，そのことが企業財務の意思決定にどのようなインパクトを与えているのかということであり，その点に焦点を合わせて以下分析していくこととする。

近年，多国籍企業の移転価格戦略に関する文献の多くは，その戦略を企業全体の利益最大化に関連づけて論じる場合が多い。その代表的なものとして，ニッケレス（Nieckels, 1976）による研究をあげることができる。彼は，ヒルシュライファー（Hirschleifer, 1956）やグールド（Gould, 1964）らの国内の状況について設定した研究を国際的次元に拡張し，そして移転価格の調整によって多国籍企業が業績を改善させていることを証明した。また，これと同じような結論を導出したのは，ホースト（Horst, 1971, 1977），コピソーン（Copithorne, 1971），ブース＝ジャンセン（Booth and Jensen, 1977），エデン（Eden, 1978）である。これらの研究は主に多国籍企業の税引後利益の最大化を目指して分析されたものである。しかしながら，これまでの移転価格戦略の議論において投資家の富である企業価値の問題はまったくされていなかった。従来，移転価格戦略の議論が，多国籍企業を一つの組織体とみて国際的税率の格差，国際間に跨っているものを，それを同一企業内の財やサービスの移転，会計的表示調整による利益額の操作の問題から出発し，企業全体の税引後利益最大化をもたらしているという分析であった。この限りでは，投資家レベルまでの分析は必要ではなかった。しかしながら，現在のように企業が大規模化し証券金融が盛んにおこなわれ，金融・資本市場が発達した段階において，特に企業内資金の移転を問題にする際に，多国籍企業の移転価格戦略を企業全体の税引後利益という観点だけではなく，企業への資本提供者である投資家（株主と債権者）の観点からみて果たしてその行動が投資家の利益にもつながるかどうかを検証する必要がある。換言すれば，多国籍企業が移転価格戦略による企業全体の利益最大化行動は株主と債権者の富である企業価値という観点から見て合理的な行動であるかどうかを検証する必要がある。

本稿の主な目的はこれまでの議論の着眼点と異なり，企業価値という視点から多国籍企業による移転価格戦略の重要性および企業財務の意思決定におけるその役割を明確にすることにある。具体的には，

1，法人税率の国際的格差を中心として，多国籍企業が移転価格戦略によって企業全体の税引後利益を最大化するだけではなく，企業価値という観点からみてその戦略が合理的な行動であるかどうかを検証する。

2，それによって，移転価格戦略による資金や利益の移動における財務政策の意思決定を多国籍企業の企業価値の観点から，多国籍企業全体の投資，資金調達立地政策と移転価格戦略との関係を明らかにすることによって，より具体的な投資，資金調達政策を導出する。

3，多国籍企業において財務政策の意思決定における移転価格戦略の位置付けを明確にする。

注

1) 移転価格の問題は，基本的に財・サービスの移転と資金の移転の二種類が存在する。その取引の範囲は完成品，中間財のいずれを問わず財だけではなく，ロイヤリティ，マネジメント・フィー，免許料および借入金金利をも含む（国際連合・OECD報告書『多国籍企業と価格操作』竹本正幸等訳，ミネルヴァ書房，1980，1頁）。

2　企業価値と移転価格戦略との関連性

企業価値を問題とした場合，それは主に投資家の観点から議論されてきている。というのは，企業価値の増大が企業への資本提供者の富の増大を結果とするという考え方に基づいているからである。この視点からの展開としては，まず国内企業の資本構成と資本コストに関するMM資本構成無関連命題が挙げられるであろう。その後，MM理論とは独立に開発されてきた資本資産評価理論（CAPM）の研究は，結果的にはMMの無関連命題を確認することとなっている。そして、センベット（Senbet, 1979）は国内CAPMを国際的次元まで拡張することによって，国際資本市場におけるMM無関連命題の諸条件を導いている。本節ではセンベットの国際CAPMモデルに依拠しながら，財とサービスおよび資金の移転を含めた多国籍企業の移転価格戦略が，企業価値に対して如何なる影響を及ぼしているかを明らかにしていこうとするものである。

センベットの国際CAPMモデルは以下の仮定を設定している。

a，完全競争的国際資本市場が存在する。

b，投資家による危険資産の将来利回りと為替相場の変動に関する予想が一

致する。

c, 国内資本市場における借入利子率と貸付利子率が一致する、各国資本市場間の名目利子率が一致しない。

d, 投資家によるリスク回避的行動と期末実質富の期待効用最大化的行動を仮定する。

e, 空売りは制限されない。

f, 法人税の国際的格差が存在する。

なお，投資家の期末実質富はニューメレール（通貨交換比率基準：numeraire）によって表示される。また為替レートは，ニューメレールによって規定される。したがって，ニューメレールは各国の通貨の購買力を表す指標であり，購買力平価に等しいと仮定されている。

いま，投資家 i は国際間にわたる保有証券からの効用を最大化するような証券選択を考えている。したがって，投資家 i のポートフォリオ選択問題は (1) 式のように表される。

$$MAX\ E[U^i(\widetilde{W}^i)]$$

$$s.t.\quad W_0^i=\sum_k X_k^i+\sum_k B_k^i \tag{1}$$

ただし

$U^i=i$ 番目投資家の 2 階微分可能，単調増加，凹型の効用関数

$\widetilde{W}^i=\sum_k X_k^i(1+\widetilde{r}_k)+\sum_k B_k^i(1+\widetilde{r}_{fk})=i$ 番目投資家の期末実質富

$X_k^i=i$ 番目投資家が所有する任意の k 国の国内市場における危険資産ポートフォリオの市価

$B_k^i=i$ 番目投資家が所有する任意の k 国の無危険資産の市価

そして，単純化のために各国ごとに一つの国内ポートフォリオを仮定する。k 国通貨のニューメレール単位当たりの直物為替レートの期首・期末の値をそれぞれ F_k，$\widetilde{F}_{1k}$ とすれば，為替レート変動率 $\widetilde{\phi}_k$ は次のようになる。

$$\widetilde{\phi}_k=\frac{\widetilde{F}_{1k}}{F_k}-1$$

この式によって，k 国の危険資産と無危険資産の実質利回りと名目利回りを

それぞれ$\tilde{r}_k$，$\tilde{r}_{fk}$，$\tilde{R}_k$，R_{fk}とおくと，次の（2），（3）式が成り立つ。

$$1+\tilde{r}_k=\frac{1+\tilde{R}_k}{1+\tilde{\phi}_k} \tag{2}$$

$$1+\tilde{r}_{fk}=\frac{1+R_{fk}}{1+\tilde{\phi}_k} \tag{3}$$

（2）と（3）式のテーラー展開をおこなって近似値を求めると次のような式を得る。

$$\tilde{r}_k=\tilde{R}_k-\tilde{\phi}_k$$
$$\tilde{r}_{fk}=R_{fk}-\tilde{\phi}_k$$

センベットはこの近似値およびラグランジェ乗数を用いた期待効用最大化という目的関数により計算を進めた。その結果，国際資本市場の均衡状態におけるk国の危険資産のリターンの期待値は（4）式のようになる。

$$E(\tilde{R}_k)=R_{fk}+\frac{E(\tilde{R}_m)-R_{fm}}{\sigma^2(\tilde{R}_m)-C_{OV}(\tilde{R}_m,\ \tilde{\phi}_m)}C_{OV}(\tilde{R}_k,\ \tilde{R}_m-\tilde{\phi}_m) \tag{4}$$

（4）式から明らかなように，国際CAPMは国内CAPMとは次のような違いがある。すなわち，（a）一般に$R_{fk}\neq R_{fm}$であり，（b）リスクの価格のパラメーターはすべて国際資本市場に関係づけられており，（c）リスクの価格は為替リスクの影響を受けるなどの点である。センベットは（4）式によって税金のない世界において多国籍企業に関するMM第一命題を証明した。この点については本稿の中心課題である多国籍企業の移転価格戦略と関係がないため，ここではそれを省略する。

センベットは，多国籍企業の利益に法人税が課され，しかもその税率に国際的格差が存在するような世界において多国籍企業の企業価値がどう変わるかを次のように検討した。最初に，外国税額控除方式のもとでグローバルな税引後営業利益の計算式は次のようになる。

$T_F\leqq T_D$の場合，

$$(\tilde{Y}_D+\tilde{Y}_F)\ (1-T_D)$$

$T_F > T_D$ の場合,

$$(\widetilde{Y}_D+\widetilde{Y}_F)(1-T_D)-\widetilde{Y}_F(T_F-T_D)$$
$$=\widetilde{Y}_D(1-T_D)+\widetilde{Y}_F(1-T_F)$$

ただし, D, F はそれぞれ本国と外国を意味し,

T は税率, $\widetilde{Y}$ は利子控除前営業利益として

そして, センベットは $T_F > T_D$ のケースに限定して以下のように考察を進める。まず,

$$\widetilde{Z}=\frac{1+R_{fF}}{1+\widetilde{\phi}_k}-1=\text{実質利子率}$$

ただし, R_{fF}=外貨建ての海外借入名目利子率

とする。$\widetilde{Z}$だけの実質利子率を生み出す資産を国内通貨建て危険資産と同じように国際資本市場の危険資産とみなせば, (4) 式により, その期待値は次のようになる。

$$E(\widetilde{Z})=R_{fD}+\frac{E(\widetilde{R}_m)-R_{fm}}{\sigma^2(\widetilde{R}_m)-C_{OV}(\widetilde{R}_m,\ \widetilde{\phi}_m)}C_{OV}(\widetilde{Z},\ \widetilde{R}_m-\widetilde{\phi}_m)$$

ただし, R_{fD}=国内名目利子率

税引営業利益の計算式により, $T_F > T_D$ のときの L (負債による資金調達のある) 多国籍企業の企業全体の営業利益は (5) 式のようになる。すなわち,

$$[(\widetilde{Y}_D+\widetilde{Y}_F)-(R_{fD}B_D+\widetilde{Z}B_F)](1-T_D)-(\widetilde{Y}_F-\widetilde{Z}B_F)(T_F-T_D)$$
$$=(\widetilde{Y}_D-R_{fD}B_D)(1-T_D)+(\widetilde{Y}_F-\widetilde{Z}B_F)(1-T_F) \qquad (5)$$

いま, 多国籍企業全体の利益に占める海外利益の比率を α_F, 負債総額 (B) に占める外債の比率を θ_F とする。つまり,

$$\alpha_F=\frac{Y_F}{Y} \quad \theta_F=\frac{B_F}{B}$$

である。したがって, U (自己資本のみの) 多国籍企業と L 多国籍企業の税引後株主資本期待利益率は, それぞれ (6) 式と (7) 式のようになる。

$$E(\widetilde{R}_U^T)=\frac{E[\widetilde{Y}(1-T_D)]}{S_U} \tag{6}$$

$$E(\widetilde{R}_L^T)=\frac{E[(\widetilde{Y}_D-R_{fD}B_D)(1-T_D)+(\widetilde{Y}_F-\widetilde{Z}B_F)(1-T_F)]}{S_L}$$

$$=\frac{1}{S_L}E[\widetilde{Y}\{1-T_D+\alpha_F(T_D-T_F)\}-$$

$$\{R_{fD}(1-\theta_F)B(1-T_D)+\widetilde{Z}\theta_F(1-T_F)B\}] \tag{7}$$

そして，(4) 式を (6) 式に代入して整理すれば，(8) 式になる。

$$E(\widetilde{Y})=\frac{S_U}{1-T_D}R_{fD}+\lambda^T C_{OV}(\widetilde{Y},\ \widetilde{R}_m^T-\widetilde{\phi}_m) \tag{8}$$

ただし，$\lambda^T=\dfrac{E(\widetilde{R}_m)-R_{fm}}{\sigma^2(\widetilde{R}_m)-C_{OV}(\widetilde{R}_m,\ \widetilde{\phi}_m)}$

(8) を (7) 式に代入して整理すれば，(8–1) 式を得る。

$$S_L E(\widetilde{R}_L^T)=A[\frac{S_U}{1-T_D}R_{fD}+\lambda^T C_{OV}(\widetilde{Y},\ \widetilde{R}_m^T-\widetilde{\phi}_m)]$$

$$-[R_{fD}(1-\theta_F)B(1-T_D)+E(\widetilde{Z})\theta_F B(1-T_F)] \tag{8–1}$$

ただし，$A=1-T_D+\alpha_F(T_D-T_F)$

さらに (8–1) 式に L 企業の税引株主資本期待利益率の定義式と実質利子率 $\widetilde{Z}$ の期待値の定義式を用いて整理すれば，(8–2) 式を得る。

$$S_L R_{fD}+A\lambda^T[C_{OV}(\widetilde{Y},\ \widetilde{R}_m-\widetilde{\phi}_m)]-\lambda^T\theta_F B(1-T_F)C_{OV}(\widetilde{Z},\ \widetilde{R}_m^T-\widetilde{\phi}_m)$$

$$=A[\frac{S_U}{1-T_D}R_{fD}+\lambda^T C_{OV}(\widetilde{Y},\ \widetilde{R}_m^T-\widetilde{\phi}_m)]-R_{fD}(1-\theta_F)B(1-T_D)$$

$$-R_{fD}\theta_F B(1-T_F)-\lambda^T\theta_F B(1-T_F)C_{OV}(\widetilde{Z},\ \widetilde{R}_m^T-\widetilde{\phi}_m) \tag{8–2}$$

そして (8–2) 式を整理して，(9) 式になる。

$$V_L=V_U+\alpha_F V_U(\frac{T_D-T_F}{1-T_D})+T_D B+\theta_F B(T_F-T_D) \tag{9}$$

(9) 式は L 多国籍企業の企業価値を示したものである。そこでは，MM の主

張と同様に，企業はできるだけ多くの負債を利用すべきであるとの結論を得ている。しかしながら，(9) 式は企業の資本構成と企業価値との関連性という面からだけではなく，以下のようにも解釈することができる。つまり，多国籍企業の企業価値は右辺の第2項と第4項の企業全体の総利益と，総負債に占める海外子会社の利益と負債の割合によって左右される。また，右辺の第2項は $T_F > T_D$ により常に負であり，第4項は常に正である。このことから，多国籍企業は，利益を税率の低い国（本国）へシフトすることによって企業全体の納税額を削減できることになる。言い換えれば，多国籍企業は企業全体に占める海外子会社の利益の割合 α_F を引き下げることによって企業価値を高めることができる。さらに，税率の高い国での資金調達比率 θ_F を増やすことは，利子費用の増加による課税所得の減少という結果をもたらし，結果的に多国籍企業の企業価値を高めることになる。この場合，現地資金調達比率の調整は直接には移転価格戦略とは関係ないと見える。しかし，現地子会社が現地調達比率を増やすために自らの資金需要を上回る資金を調達して，その余分な資金をその他の国や地域に転貸するときに利子率の設定に関する移転価格の問題が関わってくる。そして，現地子会社がその余分な資金を他の国の子会社に移転するときの価格付け（利子率の設定）の意思決定は直接的に当該多国籍企業の企業価値に影響を与える。この点については次節のセンベットモデルの拡張について分析する際に詳しく議論する。つまり，多国籍企業はこのような戦略を実行するために移転価格の調整が必要となる。そこで，多国籍企業の移転価格戦略はその企業価値に影響を与えることがわかった。多くのアメリカの多国籍企業はこの戦略をよく採用していることが知られている。例えば，アメリカの多国籍企業のカナダ子会社は現地での事業活動の所要資金を上回る余分な資金を調達することによって税控除を増加させる。さらにその資金をタックスヘイブンであるオランダ領アンチール（Netherlands Antilles）の金融子会社に無利子でシフトする。そして金融子会社はその資金をアメリカの本社や子会社に一般的な利子率で転貸する[1)]。これはいわゆる多国籍企業の企業内資金移転に関する移転価格戦略である。この移転価格戦略を通じて多国籍企業は課税所得をタックス・ヘイブンの金融子会社に蓄積し，二重の税控除を獲得することによって企

業全体の納税額を引き下げ，企業全体の利益を最大化することができよう。さらに，(9) 式により，投資家にとっても，この戦略は企業価値の最大化にもつながる。

注

1) Donald J. S. Brean. "Financial Dimensions of Transfer Pricing." *Multinat-ionals and Transfer Pricing*. edited by Alan. M. Rugman and Lorraine Eden, Croom Helm, 1985. PP159–60.

3　多国籍企業の移転価格分析

センベットは $T_F > T_D$ のケースに限定して議論を展開している。しかし，現実をみてみると多国籍企業は税率の高低を問わず世界各国で事業を展開している。ここでは，税引後利益と企業価値，資金調達問題と移転価格との関係をより明確にするため，さらにより現実的な観点から，センベットの二国間モデルを多国間モデルに拡張する必要がある。われわれはセンベットのモデルを拡張してこの問題を検討することにする。

ここでは，多国籍企業は税率の高い国と低い国で同時に事業活動を行っていると仮定する。外国税額控除方式のもとで n 個海外子会社を持つ多国籍企業全体の税引営業利益の計算式は (10) 式のようになる。

$$\widetilde{Y}_D(1-T_D)+\sum_{i=1}^{s}\widetilde{Y}_i(1-T_D)+\sum_{i=s+1}^{n}\widetilde{Y}_i(1-T_D)-\sum_{i=s+1}^{n}\widetilde{Y}_i(T_i-T_D)$$

$$=(\widetilde{Y}_D+\sum_{i=1}^{s}\widetilde{Y}_i+\sum_{i=s+1}^{n}\widetilde{Y}_i)(1-T_D)-\sum_{i=s+1}^{n}\widetilde{Y}_i(T_i-T_D) \qquad (10)$$

ただし，T_D＝本国の税率，T_i＝外国の税率

$T_D \geqq T_i \quad i=1\cdots S$

$T_D < T_i \quad i=S+1\cdots n,$

$\widetilde{Y}_D$＝本国の利子控除前営業利益

$\widetilde{Y}_i$＝海外子会社の利子控除前営業利益

(10) 式を用いると，国内と海外で資金調達を行う L 多国籍企業全体の税引後営業利益は (11) 式のようになる。

$$(\widetilde{Y}_D-R_{fD}B_D)(1-T_D)+(1-T_D)\sum_{i=1}^{n}(\widetilde{Y}_i-\widetilde{Z}B_i)$$
$$-\sum_{i=s+1}^{n}(\widetilde{Y}_i-\widetilde{Z}B_i)(T_i-T_D)$$
$$=(\widetilde{Y}_D+\sum_{i=1}^{n}\widetilde{Y}_i-R_{fD}B_D-\sum_{i=1}^{n}\widetilde{Z}B_i)(1-T_D)-\sum_{i=s+1}^{n}(\widetilde{Y}_i-\widetilde{Z}B_i)(T_i-T_D) \quad (11)$$

いま，多国籍企業全体の利益に占める海外子会社の利益を α_i $(i=1\cdots n)$，総負債に占める海外子会社の負債比率を θ_i $(\mathrm{i}=1\cdots n)$ とする。すなわち，

$$B_i=\theta_i B \quad \mathrm{i}=1\cdots n,\ B_D=(1-\sum_{i=1}^{n}\theta_i)B \quad (12)$$

$$\widetilde{Y}_i=\alpha_i\widetilde{Y} \quad \mathrm{i}=1\cdots n,\ \widetilde{Y}_D=(1-\sum_{i=1}^{n}\alpha_i)\widetilde{Y} \quad (13)$$

ただし，B＝企業全体の総負債，$\widetilde{Y}$＝企業全体の総利益

そして (12) と (13) 式を (11) 式に代入して整理すれば，U 多国籍企業と L 多国籍企業の株主資本期待利益率は，それぞれ (14) と (15) 式のようになる。

$$E(\widetilde{R}_U^T)=\frac{E[\widetilde{Y}(1-T_D)]}{S_U} \quad (14)$$

$$E(\widetilde{R}_L^T)=\frac{E(\widetilde{Y})A}{S_L}-\frac{B}{S_L}[(1-T_D)R_{fD}(1-\sum_{i=1}^{n}\theta_i)+E(\widetilde{Z})$$
$$(\sum_{i=1}^{n}\theta_i-T_D\sum_{i=1}^{s}\theta_i-\sum_{i=s+1}^{n}T_i\theta_i)] \quad (15)$$

ただし，$A=1-T_D-\sum_{i=s+1}^{n}T_i\alpha_i+T_D\sum_{i=s+1}^{n}\alpha_i$

一方，前出の (8) 式を (15) 式に代入して整理すれば，(16) 式を得る。

$$S_LE(\widetilde{R}_L^T)=A[\frac{S_U}{1-T_D}R_{fD}+\lambda^TC_{OV}(\widetilde{Y},\ \widetilde{R}_m^T-\widetilde{\phi}_m)]$$
$$-B[R_{fD}(1-T_D)(1-\sum_{i=1}^{n}\theta_i)+E(\widetilde{Z})(\sum_{i=1}^{n}\theta_i-T_D\sum_{i=1}^{s}\theta_i-\sum_{i=s+1}^{n}T_i\theta_i)] \quad (16)$$

(17) と (18) 式はそれぞれ L 多国籍企業の株主期待利益率と実質利子率 $\widetilde{Z}$ の定義式である。

$$E(\widetilde{Z})=R_{fD}+\lambda^TC_{OV}(\widetilde{Z},\ \widetilde{R}_m^T-\widetilde{\phi}_m) \quad (17)$$

$$E(\widetilde{R}_L^T)=R_{fD}+\lambda^TC_{OV}(\widetilde{R}_L^T,\ \widetilde{R}_m^T-\widetilde{\phi}_m) \quad (18)$$

$$\lambda^T=\frac{E(\widetilde{R}_m)-R_{fm}}{\sigma^2(\widetilde{R}_m)-C_{OV}(\widetilde{R}_m,\ \widetilde{\phi}_m)}$$

そして，(17) 式と (18) 式を (16) 式に代入して次のように展開する。

$$\widetilde{R}_L^T=\frac{\widetilde{Y}A-B[(1-T_D)R_{fD}(1-\sum_{i=1}^{n}\theta_i)+\widetilde{Z}(\sum_{i=1}^{n}\theta_i-T_D\sum_{i=1}^{s}\theta_i-\sum_{i=s+1}^{n}T_i\theta_i)]}{S_L} \quad (19)$$

ただし，$A=1-T_D-\sum_{i=s+1}^{n}T_i\alpha_i+T_D\sum_{i=s+1}^{n}\alpha_i$

であるため，したがって，

左辺

$$\Rightarrow S_LR_{fD}+\lambda^TC_{OV}\Big(\widetilde{Y}A-B[(1-T_D)R_{fD}(1-\sum_{i=1}^{n}\theta_i)$$
$$+\widetilde{Z}(\sum_{i=1}^{n}\theta_i-T_D\sum_{i=1}^{s}\theta_i-\sum_{i=s+1}^{n}T_i\theta_i)],\ \widetilde{R}_M^T-\widetilde{\phi}_m\Big)$$

$$=S_LR_{fD}+A\lambda^TC_{OV}(\widetilde{Y},\ \widetilde{R}_m-\widetilde{\phi}_m)-\lambda^TBC_{OV}\Big((1-T_D)R_{fD}$$
$$(1-\sum_{i=1}^{n}\theta_i)+\widetilde{Z}(\sum_{i=1}^{n}\theta_i-T_D\sum_{i=1}^{S}\theta_i-\sum_{i=s+1}^{n}T_i\theta_i)],\ \widetilde{R}_m^T-\widetilde{\phi}_m\Big)$$

$$=S_LR_{fD}+A\lambda^TC_{OV}(\widetilde{Y},\ \widetilde{R}_m-\widetilde{\phi}_m)-\lambda^TB$$
$$(\sum_{i=1}^{n}\theta_i-T_D\sum_{i=1}^{s}\theta_i-\sum_{i=s+1}^{n}T_i\theta_i)C_{OV}(\widetilde{Z},\ \widetilde{R}_m-\widetilde{\phi}_m)$$

右辺

$$\Rightarrow A[\frac{S_U}{1-T_D}R_{fD}+\lambda^TC_{OV}(\widetilde{Y},\ \widetilde{R}_m^T-\widetilde{\phi}_m)]-BR_{fD}(1-T_D)$$
$$(1-\sum_{i=1}^{n}\theta_i)-BR_{fD}(\sum_{i=1}^{n}\theta_i-T_D\sum_{i=1}^{s}\theta_i-\sum_{i=s+1}^{n}T_i\theta_i)$$
$$-B\lambda^T(\sum_{i=1}^{n}\theta_i-T_D\sum_{i=1}^{s}\theta_i-\sum_{i=s+1}^{n}T_i\theta_i)C_{OV}(\widetilde{Z},\ \widetilde{R}_m^T-\widetilde{\phi}_m)$$

したがって，(16) 式は次のようになる。

$$S_L=A\frac{S_U}{1-T_D}-B(1-T_D)(1-\sum_{i=1}^{n}\theta_i)-B(1-T_D)(1-\sum_{i=1}^{n}\theta_i)$$
$$(\sum_{i=1}^{n}\theta_i-T_D\sum_{i=1}^{s}\theta_i-\sum_{i=s+1}^{n}T_i\theta_i)$$
$$\Rightarrow S_L+B=V_L=V_U-\frac{V_U}{1-T_D}\sum_{i=s+1}^{n}\alpha_i(T_i-T_D)+T_DB+B\sum_{i=s+1}^{n}\theta_i(T_i-T_D) \quad (20)$$

(20) 式は同時に税金の高い国と低い国で投資を行った多国籍企業の企業価値を示したものである。そして，(20) 式はセンベットモデルの企業価値と同じ結果になる。(20) 式からわかるように，多国籍企業の企業価値はそれぞれ右辺の第 2 項と第 4 項の総利益と総負債に占める税率の高い国の海外子会社の利益と負債の割合に左右される。また，右辺の第 2 項は常に負 ($T_i > T_D$, $i = S+1 \cdots n$) であり，第 4 項は常に正である。つまり，多国籍企業は，利益を税率の低い国へシフトすることによって企業全体の納税額を削減できると同時に，それによって (20) 式の企業全体に占める海外子会社の利益の割合 α_i を引き下げることを通じて多国籍企業の企業価値を高めることができる。さらに，税率の高い国での資金調達を増やすことは，利子費用の増加による課税所得の減少という結果をもたらす。結果的に，(20) 式である多国籍企業の企業価値は上昇する。さらに，(11) 式からもわかるようにこのような行動は多国籍企業の税引後利益の最大化にもつながる。

これまでの多国籍企業の移転価格戦略については，どのように (11) 式の税引後営業利益を最大化するのかが主な関心事であったが，本稿ではさらにそれを拡張して (20) 式の投資家の富である S_L+B の最大化にもつながっていることを証明した。しかし，ここで注意しなければならないことは，税引後利益最大化と企業価値の最大化は必ずしも同時に成立できないが，その戦略としての方向性は一致しているということである。例えば，多国籍企業は税率の高い国での子会社の利益貢献率を極端に低く抑えれば，税引後利益を最大化することができる。しかし，この行動は長期的に必ずしも企業価値の最大化をもたらす保証がない。というのは，他の条件が一定で，企業価値を最大化するためには (20) 式の右辺第 2 項と第 4 項の合計を最大化する必要があるからである。多国籍企業は極端に海外子会社の利益貢献率を低く抑えれば，現地子会社が資金調達力を喪失する恐れがある。もし現地子会社が現地で資金を調達できなくなれば，多国籍企業はその企業価値を最大化することもできなくなる。例えば，極端な場合，多国籍企業は税率の高い国での子会社の利益貢献税率をゼロに抑えれば，(20) 式の右辺第 2 項がゼロになる。当該子会社が業績の悪化で資金調達能力を喪失すれば，(20) 式の右辺第 4 項もゼロになる。この場合，多国籍企業

の企業価値は減少して V_u+T_DB になり，税率の高い国での資金調達による税控除の利益が完全になくなってしまう。この場合，多国籍企業の税引後利益において，税率の高い国での子会社の利益をゼロとすると，(11) 式は次のように展開できる。

$$(\widetilde{Y}_D+\sum_{i=1}^{n}\widetilde{Y}_i-R_{fD}B_D-\sum_{i=1}^{n}\widetilde{Z}B_i)(1-T_D)-\sum_{i=s+1}^{n}(\widetilde{Y}_i-\widetilde{Z}B_i)(T_i-T_D)$$
$$=(\widetilde{Y}_D-R_{fD}B_D)(1-T_D)+(1-T_D)\sum_{i=1}^{n}(\widetilde{Y}_i-\widetilde{Z}B_i)+\sum_{i=s+1}^{n}\widetilde{Z}B_i(T_i-T_D)$$

そして，利益移転が行われた低課税国の利益を $\sum_{i=1}^{s}P_i\widetilde{Y}$ で表すと，次のようになる。

$$(\widetilde{Y}_D+\sum_{i=1}^{s}P_i\widetilde{Y}-R_{fD}B_D-\sum_{i=1}^{s}\widetilde{Z}B_i)(1-T_D)-\sum_{i=s+1}^{n}\widetilde{Z}B_i(1-T_i) \qquad (11-1)$$

ただし，$\sum_{i=1}^{s}P_i\widetilde{Y}=\sum_{i=1}^{s}\widetilde{Y}_i+\sum_{i=s+1}^{n}\widetilde{Y}_i>\sum_{i=1}^{s}\widetilde{Y}_i$

つまり，$T_i>T_D$ であるため，多国籍企業は完全に利益を低課税国にシフトすることによって企業全体の税引後利益が上昇する。この極端な場合において，高課税国の子会社は利益がゼロであるため，逆に現地で資金調達を行わないほうが有利である。というのは，(11-1) 式の第2項 B_i (i=$S+1\cdots n$) がゼロになると，税引後利益がさらに上昇するからである。つまり，この場合では，高税率国の現地子会社が資金調達能力を喪失しなくても，多国籍企業は税引後利益を最大化しようとすれば，その子会社が現地で資金調達を行わないべきである。その結果，多国籍企業は税引後利益を最大化するところで，企業価値が逆に減少する。しかし，多国籍企業は税引後利益および企業価値を同時に高めようとすれば，その戦略の方向性としては一致している。つまり，前述の極端な場合を除いて，多国籍企業は税率の高い国での利益貢献率を低くする，その資金調達率を高くすることである。

また，前節で述べたように，税率の高い国での資金調達比率を増やすことは直観的に移転価格戦略の問題ではないと思われる。しかし，多国籍企業全体の負債比率が一定とすると，現地子会社が現地での資金調達比率を増やすために自らの資金需要を上回る資金を調達してその余分な資金をその他の国や地域の

子会社に転貸するときに利子率に関する移転価格の問題が関わってくる。この場合，現地子会社が余分な資金をその他の子会社に転貸するときの価格付けの意思決定は直接（20）式右辺の第2項に影響を与える。というのは，現地子会社がその貸出利子率を高くあるいは低く設定することによって，現地子会社の利益率および資金を借入れる他の子会社の利益率 α_i が変わるからである。そこで，多国籍企業の企業価値はその貸出利子率の設定によって増減することになる。例えば，税率の高い順で子会社1と子会社2が存在し，子会社1が自分の需要を上回る資金を調達してその余分な部分を子会社2に転貸するとする。子会社1と子会社2の資金移転前後の利益率はそれぞれ α_1, α_{11} と α_2, α_{22} とする。資金移転が行われると，(20) 式の右辺第2項の変化は次のようになる。すなわち，

$$\frac{V_u}{1-T_D}[\alpha_{11}(T_1-T_D)+\alpha_{22}(T_2-T_D)-\alpha_1(T_1-T_D)-\alpha_2(T_2-T_D)]$$

$$=\frac{V_u}{1-T_D}[(\alpha_{11}-\alpha_1)(T_1-T_D)+(\alpha_{22}-\alpha_2)(T_2-T_D) \tag{21}$$

もし，子会社1はその貸出利子率を高く設定すれば，他の条件が一定でその利益率が上昇することになる。と同時に子会社2の利益率が減少することになる。すなわち，$\alpha_{11}>\alpha_1$, $\alpha_{22}<\alpha_2$ となる。この場合，

$$\frac{\alpha_{11}-\alpha_1}{\alpha_2-\alpha_{22}}>\frac{T_2-T_D}{T_1-T_D}$$

が成立すると，(21) 式が正になり，多国籍企業の企業価値は減少する。逆に，(21) 式が負であれば，その企業価値は上昇する。つまり，多国籍企業の企業価値の増減は直接的に企業内資金移転に関する利子率の設定の影響を受けている。結果的に，移転価格戦略は多国籍企業の企業価値に二つのルートを経由して影響を与える。すなわち，財あるいはサービスおよび資金の移転に関連する内部価格の設定である。

ここで注意しなければならないことは，このモデルでは借入利子率と貸出利子率が一致する完全競争資本市場を仮定しているということである。つまり，一国内においてどの企業にとっても資金調達利子率が無差別である。しかしな

がら，完全競争資本市場においても，前述のようなアメリカの多国籍企業は国際的税率の格差を利用して，企業内ルートを経由する移転価格戦略によって国内企業と比べて資金調達の利子率を税率格差分だけ下げることができる。それによって，多国籍企業は国内企業と比べてより低い資金調達利子率で事業活動を展開することが可能である。つまり，税率の格差という市場の不完全性が存在する限り，多国籍企業は移転価格戦略を行い続けることになる。

以上，われわれは国際 CAPM モデルに依据しながらそれを拡張することによって多国籍企業の企業価値に対する移転価格戦略の影響を明らかにした。つまり，多国籍企業は，税率の高い国における子会社の利益を引き下げる，あるいは現地での資金調達割合を引き上げることによって企業価値を高めることができる。しかし，多国籍企業がその子会社の利益をどのくらいの割合で引き下げるのか，そして現地での資金調達比率をどのくらい引き上げるのかはいままでの分析からでは必ずしも明確ではない。したがって，以下ではこの両者の関係を明らかにする。

(20) 式の右辺第 3 項は多国籍企業が国内外での負債金融による節税分の利益である。つまり，外国税控除方式のもとで多国籍企業は専ら本国および本国の税率より低い国で資金を調達すれば，その企業価値は MM の税金修正論文の評価公式 V_U+T_DB になる。しかし，多国籍企業は一旦本国税率より高い国で事業活動や資金調達を行うことになると，海外での税負担の増加が負債金融による利益を相殺してしまう。これは (20) 式の右辺の第 2 項と第 4 項によって表される。この場合において，

$$B\sum_{i=s+1}^{n}\theta_i(T_i-T_D)-\frac{V_U}{1-T_D}\sum_{i=s+1}^{n}\alpha_i(T_i-T_D)>0 \tag{22}$$

が成立するならば，多国籍企業は自国の税率より高い国で事業活動を行うと同時に現地で資金調達すれば，企業価値を高めることができる。したがって，多国籍企業は (23) 式を満たすならば，現地で資金調達を行ったほうが有利である。

$$B\sum_{i=s+1}^{n}\theta_i-\frac{V_U}{1-T_D}\sum_{i=s+1}^{n}\alpha_i>0 \tag{23}$$

ここで問題となるのは，多国籍企業が α_i と θ_i をどのように決定するのかと

いうことである。(20) 式を整理すれば，(24) 式のようになる。

$$V_U=[V_L-T_DB-B\sum_{i=s+1}^{n}\theta_i(T_i-T_D)]\frac{1}{1-\frac{1}{1-T_D}\sum_{i=s+1}^{n}\alpha_i(T_i-T_D)} \tag{24}$$

そして，(24) 式を (23) 式に代入して整理すれば，α_i と θ_i との関係は (25) 式のようになる。

$$\sum_{i=s+1}^{n}\theta_i>\frac{1-T_D+\frac{S_L}{B}}{1-T_D}\sum_{i=s+1}^{n}\alpha_i \tag{25}$$

(20) 式からわかるように，多国籍企業の企業価値は税率の高い国における企業全体の利益と負債総額に占める子会社の割合 α_i と θ_i に左右される。そして，(25) 式からわかるように，多国籍企業の資本構成 S_L/B が一定とすれば，多国籍企業は税率の高い国での資金調達の割合を子会社の利益貢献率 α_i の変化に合わせて調整しなければ，企業価値が現地の高い税率によって引き下げられてしまうことになる。しかし，現実的に考えれば税金の高い国での資金調達比率を子会社の利益貢献率に合わせて無限に引き上げることは明らかに不可能である。むしろ，多国籍企業は現地の利益を引き下げてその他の国や地域にシフトさせたほうが現実的かつ合理的であろう。また，ここで注意しなければならないことは，多国籍企業が現地国政府から税軽減的措置を享受するのは現地国に子会社を所有する場合に限られるということである。したがって，θ_i は (26) 式を満たさなければならない。

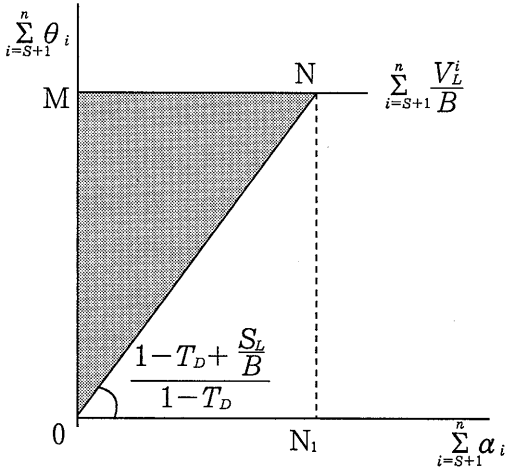
$$\theta_iB<V_L^i,\ (i=S+1\cdots n)\quad B\sum_{i=s+1}^{n}\theta_i<\sum_{i=s+1}^{n}V_L^i$$

したがって

$$\sum_{i=s+1}^{n}\frac{V_L^i}{B}>\sum_{i=s+1}^{n}\theta_i>\frac{1-T_D+\frac{S_L}{B}}{1-T_D}\sum_{i=s+1}^{n}\alpha_i \tag{26}$$

そして，(25) と (26) 式により，税率の高い国での資金調達率とその利益貢

図1



献率との関係は図1のように示される。

図1からわかるように，多国籍企業はθ_iを影の部分 OMN，α_iを NN_1 以内に抑えなければ，国際的税率の格差による利益を享受できなくなり，企業価値が高い税率によって引き下げられてしまう。つまり，多国籍企業は企業価値を高めようとするならば，税率の高い国での利益貢献率α_iがN_1を上回らないようにしなければならない。換言すれば，もし現地での利益がN_1を超えるならば，その分の利益をその他の国や地域にシフトさせなければならない。例えば，本国の税率30%，企業全体において自己資本対負債の比率が6：4とし，そして税率の高い国での子会社の利益貢献率が10%とすれば，企業全体の負債に対する現地での負債比率は，少なくとも（26）式に代入すると31.4%以上でなければならない。逆に言えば，企業全体の負債に対する現地での負債比率が31.4%であれば，多国籍企業は現地子会社の利益貢献率を10%以下に抑える必要がある。

$$\frac{1-T_D+\frac{S_L}{B}}{1-T_D}\sum_{i=s+1}^{n}\alpha_i=\frac{1-0.3+\frac{6}{4}}{1-0.3}\cdot 0.1$$

$$\fallingdotseq 31.4\%$$

以上，われわれは，センベットの国際CAPMモデルを拡張することによって，多国籍企業の移転価格戦略と投資，海外資金調達政策および企業価値との関係を明らかにした。つまり，多国籍企業の移転価格戦略については本来取引ごとの価格設定から出発するとは言え，最終的に企業の投資，資金調達および資本構成という財務政策に影響を受けている。具体的に，(26) 式によれば，多国籍企業は移転価格戦略を行う際に投資 (α_i)，資金調達 (θ_i) および資本構成 (S_L/B) を含めた財務政策を総合的に考慮する必要がある。したがって，投資家の観点から，多国籍企業の財務担当者は少なくとも以上に述べた三つの財務政策を同時に勘案して移転価格を設定しなければならない。しかし，ここでは購買力平価が成立し，為替相場の変動に対する投資家の予想が一致すると仮定しているため，資金調達と海外利益に対する為替相場変動の影響が消去されてしまった。さらに，これは一期間モデルであり投資前後のビジネスリスクやカントリーリスクが一定という暗黙の前提に基づいた結果である。しかし，為替リスクやカントリーリスクこそは多国籍企業を取り巻く特有の重要なファクターであるため，このファクターを組み入れた理論の構築は今後の課題となるであろう。

4　移転価格戦略の財務的意義

前節において，われわれは多国籍企業の内部資金移転を含めた移転価格戦略と企業全体の税引後利益および企業価値との関連性を確認し，さらに税金の高い国における多国籍企業の利益調整と資金調達比率との関係を明らかにした。つまり，巨大組織体の内部利益調整による税引後利益最大化という国際的次元からみても，企業価値の最大化という投資家の次元からみても，多国籍企業の移転価格戦略は法人税率の国際的格差という市場の不完全性に対応して合理的な行動である。

企業財務とは主に投資，資金調達および資本構成の意思決定にかかわる活動である。前節で明らかにしたように，多国籍企業の移転価格戦略は投資，資金調達および資本構成という企業財務の本質的な問題と緊密に関連している。つ

まり，移転価格戦略は，税率の高い国において多国籍企業が投資および資金調達活動を行う際に欠かせない財務管理の手段である。税率の国際的格差のもとで，多国籍企業は一旦本国より税率の高い国で事業活動を展開する意思決定を行うと，税率の格差による企業全体の税負担の増加およびそれによる企業価値の減少という事態に直面しなければならない。そこで，多国籍企業は本国より税率の高い国での投資活動をできるだけ避けるのか，あるいは何らかの方法で高い税率による不利益を解消すべきなのかという問題がでてくる。一般的に，多国籍企業は現地での事業活動に対する資金需要を満たすために新たな資金調達を行う必要がある。その際，多国籍企業はどこで資金調達を行うべきなのか，資本構成を変更するかどうかという問題が現れる。この問題を解決するために，前節の（20）と（26）式を想起する必要がある。簡単に言えば，これは，多国籍企業が税引後利益および企業価値に対してマイナス影響をもつ α_i を引き下げるか，あるいはプラス影響をもつ θ_i を引き上げるかという問題である。まず，α_i を引き下げることは税率の高い国での投資を減らす，あるいは現地での利益をある程度まで抑えるということを意味する。そして，θ_i を引き上げることは資本構成一定で税率の高い国での資金調達比率を増やす，あるいは企業全体の負債比率を引き上げることを意味する。極端に言えば，多国籍企業にとっては自国より税率の高い国で投資活動を完全に行わないことにする，あるいは無限に負債比率を引き上げるのが非常に困難で非現実的と思われる。したがって，多国籍企業は税率の高い国での子会社の利益をある程度まで抑える，あるいは資本構成一定で税率の高い国での資金調達比率を増やす方法を採るべきと思われる。その結果，移転価格戦略はこの目的を達成するために最も一般的に用いられる方法となるであろう。例えば，多国籍企業の海外子会社の利益調整は言うまでもなく，現地子会社の資金需要を上回る余分な調達資金の調整と分配は移転価格戦略が重要な役割を果たしている。つまり，それによって，多国籍企業は，企業全体の税負担を引き下げることを通じて税引後の利益を引き上げ，そして企業価値を高めることができる。したがって，移転価格戦略は，多国籍企業が税率の国際的格差という外生的市場不完全性に対応するために創出されたものとはいえ，企業財務における投資および資金調達の意思決定の一

環として重要な役割を果たしていると考えられる。

図2

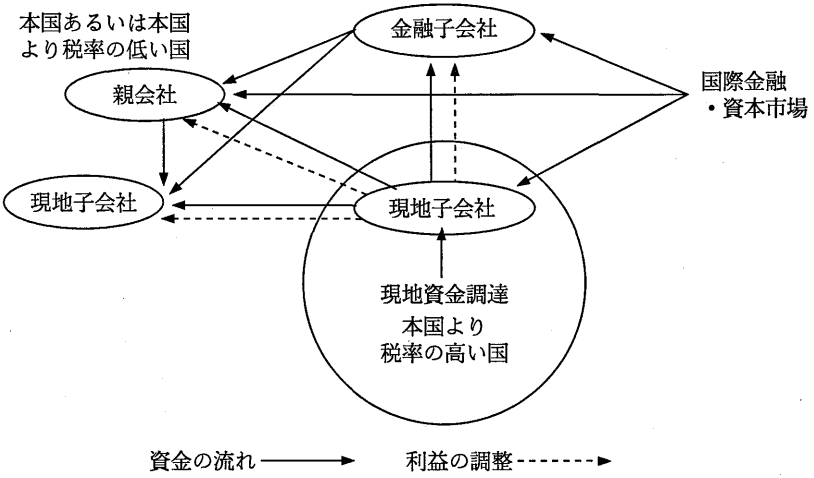


図2は多国籍企業の財務政策における移転価格戦略を示したものである。図2からわかるように，事業活動のコストと同じように，多国籍企業の資金調達コストに対しても納税額を最小化する国際的な立地が存在する。多国籍企業は低い税率国の代わりに，高い税率国で資金を調達すれば，税引後利益が i (T_i—T_D) 増える。さらに，多国籍企業の負債比率を変えずに税引き可能な利子は簡単に再立地されることができる。例えば，海外子会社が現地で1ドルを調達し，親会社が本国での調達額を1ドル減らしたら，多国籍企業全体の資本構成は変わらない。それによって，多国籍企業の税引後利益および企業価値を最大化する方向へ導くことが可能である。また，この行動は国際的な実効税率の格差を引き下げることも可能である。換言すれば，多国籍企業内部において，それぞれの子会社の純収益に対する実効税率は多国籍企業内部の資金調達立地の関数である。その結果，実物資本 (real capital) と金融資本 (financial capital) の立地に対する最も効率的な状況は，高税率国での資産の税引後限界利益プラス金融調整による節税の絶対的利益が低税率国での資産の税引後限界利益に等しい時に生み出される。さらに，そのような利益調整においては移転価格戦略が欠かせない存在である。

以上に述べたように，多国籍企業は，市場の代わりに国際的な資金調達のルートを創出することができ，そしてそのグローバルな投資と資金調達目的に関する内部組織の効率化を達成する能力を持っている。また，資金調達における立地の効率性は様々な資金源からの資金調達の限界コストを等しくすることによって達成される。[1)]。したがって，明らかにグローバルな最適移転価格戦略は，投資と資金調達の効率性を達成するために中央計画財務の概念を必要とする。そして多国籍企業の財務政策における移転価格戦略はまさにこの中央計画財務を機能させるために欠かせない手段である。

注

1) ここでいう効率性とは資金調達コストを最小化することを意味する。これについては以下のように証明できる。まず，多国籍企業の様々な資金源からの資金調達総額を平均資金調達コストの最小のところに求めるとする。そして，資金調達コストは次のようになる。

$$AC_T = \frac{f+V(Q)}{Q} \qquad \text{(a)}$$

ただし，f は資金調達の固定コスト，$V(Q)$ は変動コストである。

(a) 式を最小化するための一階条件は次式のようになる。

$$\frac{d}{dQ}\mathrm{AC_T} = \frac{\frac{d\mathrm{V(Q)}}{d\mathrm{Q}}\cdot \mathrm{Q}-(\mathrm{f}+\mathrm{V(Q)})}{\mathrm{Q}^2}=0$$

$$\Longleftrightarrow \frac{1}{\mathrm{Q}}\left(\frac{d\mathrm{V(Q)}}{d\mathrm{Q}}-\frac{(\mathrm{f}+\mathrm{V(Q)})}{\mathrm{Q}}\right)=0$$

$$\Longleftrightarrow \frac{\mathrm{f}+\mathrm{V(Q)}}{\mathrm{Q}}=\frac{d\mathrm{V(Q)}}{d\mathrm{Q}}$$

$$=\mathrm{MC_T} \qquad \text{(b)}$$

したがって，平均資金調達コストは，それが最小となる点で限界調達コストと交叉しているとわかった。

5　むすびにかえて

多国籍企業は，税率の国際的格差，政府による為替管理，変動為替相場などの不完全性によって特徴づけられた世界で事業活動を行わなければならない。そこで，多国籍企業の世界的な事業活動による利益や資金の流れはしばしばこれらの不完全性によって減少されたり阻害されたりする。そのため，多国籍企業はこれらの不完全性を回避するために様々な方策を講じる必要がある。

本稿では，法人税率の国際的格差という不完全性を回避するための手段として移転価格戦略を取り上げて議論を行い，その戦略が企業全体の税引後利益を最大化するだけではなく，投資家の観点から見てもそれが企業価値を高めるような行動にもなるということを確認した。そして，移転価格戦略は多国籍企業全体の投資，資金調達の立地政策によって左右されているため，多国籍企業全体の効率性を達成するためのいわゆる最適移転価格を設定するのは中央計画財務という概念が必要である。このような観点からみると，移転価格は恣意的な数値ではなくて，中央計画財務を機能させるために必要とされる企業内部の適正な経営管理上の価格である。そして，多国籍企業およびその投資家にとって移転価格戦略の必要性は市場の不完全性がある以上存在し続ける。さらに，多国籍企業によって利用される内部価格は，経営管理命令によって設定されるとともに，外生的な経済事情や金融状態に関する適切な情報をすべて組み込んだものでなければならない。かくして，多国籍企業はこのような移転価格を設定することによって，はじめて企業全体の効率化を達成することが可能になると思われる。

しかし，この行動は各国の税務当局からみればしばしば課税権の侵害をもたらすこととなる。実際に，各国政府は課税率の国際調整や為替管理などの資本フローに対する障壁を除去することによって多国籍企業のこのような行動を簡単に阻止できる。というのは，多国籍企業にとって移転価格戦略の誘因が取り払われてしまうからである。逆に言えば，これらの誘因が存在するからこそ，移転価格戦略はむしろ多国籍企業にとって合理的な行動であると考えられる。

参 考 文 献

1. Booth, E. J. R., and Jensen, O. W. "Transfer Prices in The Global Corporation Under Internal and External Constraints." *Canadian Journal of Economics*10 (August 1977) 434–46.
2. Copithorne, L. W. "International Corporate Transfer Prices and Gorvenment Policy" *Canadian Journal of Economics* 4 (August 1971) 324–41.
3. Donald J. S. Brean. "Financial Dimensions of Transfer Pricing." *Multinationals and Transfer Pricing.* edited by Alan. M. Rugman and Lorraine Eden, Croom Helm, 1985. 149–69.
4. Eccles, Robert. G., *The Transfer Pricing: A Theory for Practice,* Harvard University Graduated School of Business Administration. 1985.
5. Eden, Lorraine. "Vertically Integrated Multinationals: A Microeconomic Analysis" *Canadian Journal of Economics* 11 (August 1978) 534–46.
6. ——., "Transfer Pricing Policies under Traiff Barriars" *Canadian Journal of Economics,* 16, (November 1983) : 679–695.
7. Gould, J. "Internal Pricing in Firms Where There are Costs of Using an Outside Market." *Journal of Business* 37 (1964) : 61–7.
8. Harold Bierman, Ir., "Pricing Intracompany Transfers" *The Accounting Review,* (1959) : 429–433.
9. Hirshleifer, J. "On The Economics of Transfer Pricing." *Journal of Business* 29 (1956) : 172–84.
10. Horst, Thomas, "The Theory of The Multinational Firm : Optimal Behaviour Under Different Tariff And Tax Rates." *Journal of Political Economy* 79 (1971) : 1059–72.
11. ——. "American Taxation of Multinational Firm." *The American Economic Review,* 67. No. 3, (1977) : 376–89.
12. Nieckels, Lars. *Transfer Pricing in Multinational Firms.* Stockholm : Almqvist and Wiksell, 1976.
13. Rugman, A. M., *Inside the Multinational,* Croom Helm (1981). (江夏健一・中島潤・有沢孝義・藤沢武史訳『多国籍企業と内部化理論』ミネルヴァ書房. 1983.)
14. Senbet, Lemma. "International Catipal Market Equilibrium and Multinational Firm Financing and Investment Policies." *Journal of Financial and Quantitative Analysis.* September (1979) : 455–80.